

## تاثیر عمر شرکت بر رابطه بین سازکارهای راهبری شرکتی و ساختار سرمایه

عزت اله محمدی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران (نویسنده مسئول).

Ezzatollah55@yahoo.com

ابراهیم ذوالفقاری

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

ebizolfaghari@yahoo.com

دکتر فرزین خوشکار

مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

f.khoshkar@hnhk.ac.ir

شماره ۱۸ / زمستان ۱۳۹۸ (جلد سوم) صص ۹۸-۱۱۱  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره دوم)

### چکیده

در این مقاله تاثیر عمر شرکت بر رابطه بین ساز و کارهای راهبری شرکتی و ساختار سرمایه مورد ارزیابی قرار گرفته است. در راستای بررسی این موضوع، دو فرضیه اصلی که هر کدام از آن ها در بر دارنده چهار فرضیه فرعی است. طراحی شده است و برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده های ترکیبی و روش اثرات ثابت استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش طبق الگوی غربالگری و روش حذفی نظامند شامل ۲۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در دوره زمانی ۶ ساله از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۵ است. شواهد نشان دادند که هیچکدام سازکارهای راهبری شرکتی تاثیر معناداری بر ساختار سرمایه ندارند همچنین تاثیر عمر شرکت و رابطه بین ساز کار های راهبری شرکتی و ساختار سرمایه معنی دار نیست. تعیین اهداف سالم و روشهای مناسب رسیدن به این اهداف و در نهایت حفظ حقوقی تمامی ذی نفعان (بویژه سهامداران خرد) هدف نهایی حاکمیت شرکتی می باشد.

**کلید واژه ها:** عمر شرکت، راهبری شرکتی، ساختار سرمایه.

### مقدمه

با شکل گیری مبحث جدایی مالکیت از مدیریت و پیدایش تضاد منافع بین مالکان و مدیران، ارزیابی عملکرد شرکت ها و مدیران از موضوعات مورد توجه اقشار مختلف مانند اعتباردهندگان، مالکان و حتی مدیران قرار گرفت (جنس و مک لینگ، ۱۹۷۶).

در حالی که همچنان مسائلی همچون عدم تقارن اطلاعاتی، مالیات و هزینه بالای نمایندگی در بازار سرمایه وجود دارد، تضاد منافع میان ذینفعان یکی از عوامل مهم و اثرگذار می باشد. زیرا شرکت ها می توانند سود خود را صرف توزیع سود سهام بین سهامداران نمایند و یا می توانند آن را صرف باز پرداخت بدهی ها با تامین مالی سرمایه گذاری های جدید نمایند. بین سود سهام، سرمایه گذاری و تامین مالی ارتباط تنگاتنگی وجود دارد و در نتیجه اتخاذ تصمیمات و سیاست های مناسب با توجه به

شرایط اقتصادی، صنعت و شرکت مورد نظر از سوی مدیریت منجر به بهبود عملکرد و در نهایت افزایش ارزش شرکت ها می گردد. از جمله مباحث مهم در اقتصاد بسیاری کشورهای در حال توسعه، موضوع حاکمیت شرکتی مباحث مرتبط با ذینفعان شرکت ها (مدیران، کارمندان، مشتریان، مدیران اجرایی، هیات مدیره و سهامداران) می باشد (فدراسیون بین المللی حسابداران، ۲۰۰۴).

نظام حاکمیت شرکتی با تکیه بر تقویت فرهنگ پاسخ گوئی، راستی و امانت داری در مدیران و ارتقای شفافیت اطلاعاتی موجب محدود شدن رفتار فرصت طلبانه و سود جویانه مدیران می شود. بنابراین باعث بهبود کیفیت و ویژگی قابل اعتماد بودن گزارشگری مالی خواهد شد. عملکرد مالی شرکت ها، با اعمال حق حاکمیت رابطه مستقیمی دارد و مدیران بهتر، موجب حاکمیت شرکتی موثرتر شده و به ذینفعان خود توجه می کنند و در نهایت بازده بیش تری را ایجاد می کنند.

در سالهای اخیر مفهوم راهبری شرکتی به عنوان یک جنبه اصلی و پویای تجارت تبدیل شده است و در اقتصاد امروز توجه به آن به طور تساعدی رو به افزایش است و پیش رفت های متعددی در خصوص نحوه اعمال حق راهبری شرکتی در سطح جهانی صورت پذیرفته است به طوری که سازمانهایی بین المللی مانند سازمان توسعه اقتصادی، استاندارد های قابل قبول بین المللی را در این مورد فراهم می کنند. در این مقاله، نقش عمر شرکت بر رابطه بین راهبری شرکتی و ساختار سرمایه مطالعه قرار گرفته است. در ابتدا مساله اساسی پژوهش، اهداف و فرضیه های پژوهش تشریح شده اند، در ادامه، روش پژوهش، شرح کامل روش و ابزار گرد آوری داده ها و نیز تعریف واژگان فنی و تخصصی پژوهش بیان شده است. به بیانی، دیدگاه های نظری موجود در زمینه موضوع مورد بررسی ارائه می گردد. در این بین کشورها و به تبع آن سازمان ها به تقویت سامانه های حاکمیت شرکتی خود به طور مستمر ادامه می دهند و به سهامداران و روابط آن ها، میزان و سطح پاسخگوئی، بهبود عملکرد هیات مدیره، حسابرسان و سامانه های حسابداری و کنترل داخلی، به صورت ویژه توجه می شود و همواره به دنبال روش هایی هستند که شرکت ها با این روش ها بهتر کنترل و اداره شوند افزون بر آن سرمایه گذاران جزء، سرمایه گذاران نهادی، حسابداران و حسابرسان و سایر، بازیگران صحنه بازار پول و سرمایه از فلسفه وجودی و ضرورت اصلاح و بهبود و دائمی آگاهند. برای انجام تحلیل ها و آزمون فرضیه ها، تعداد ۲۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس شرایط غربالگری در دوره زمانی ۶ ساله در بازه زمانی از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفته اند.

### مبانی نظری و پژوهشی

به نظرترگری (۱۹۸۴) حاکمیت شرکتی تنها مربوط به اداره عملیات شرکت نیست بلکه به هدایت، نظارت و کنترل اعمال مدیران اجرایی و پاسخ گوئی آنها به تمام ذی نفعان شرکت نیز مربوط می شود. به نظر کادبری (۱۹۹۲) حاکمیت شرکتی سامانه ای است که شرکتها با آن هدایت و کنترل می شوند. پارکینسون (۱۹۹۴) حاکمیت شرکتی عبارت است از فرایند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیریت شرکت مطابق با سهامداران.

ساختار سرمایه به عنوان یکی از مهمترین عوامل موثر بر ارزش گذاری شرکت ها و برای جهت گیری آنان در بازارهای سرمایه و محصول مطرح شده است. محیط متحول و متغیر کنونی، درجه بندی در ادبیات مالی در مورد وجود یا عدم وجود ساختار سرمایه بهینه پژوهشهای زیادی صورت گرفته نظر ها و استدلال هایی بیان شده است. تاکید اصلی این نظریه ها آن است که آیا واقعا شرکت می تواند با تغییر ترکیب وجوه مورد استفاده، بر چگونگی ارزیابی و هزینه سرمایه شرکت تاثیر بگذارد یا خیر؟ ساختار کلی این نظریه ها در دو بخش نظریه های سنتی و نظریه های نوین ساختار سرمایه می باشد. نظریه های

ستی در برگیرنده دیدگاه سنتی، سود خالص عملیاتی، سود خاص و میلر و مودیلیانی و نظریه های نوین شامل توازن ایستا، سلسله مراتبی، نمایندگی و زمان بندی بازار می باشد. در تئوری های سود عملیاتی خالص، میلر و مودیلیانی و سلسله مراتبی نظریه پردازان مرتبط با آنها به این نتیجه رسیدند که ساختار بهینه سرمایه وجود ندارد اما در سایر تئوری های بیان شده، نظریه پردازان در خصوص الگوی ساختار سرمایه هر کدام از تئوری های مطرح شده به این نتیجه رسیدند که ساختار بهینه سرمایه وجود دارد. طبق نظریه نمایندگی، ساختار سرمایه شرکت از طریق توافقی بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین ذی نفعان مختلف شرکت تعیین می شود تئوری هزینه های نمایندگی که نخستین بار توسط جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) مطرح شد، بیان می کند که ساختار سرمایه بهینه به وسیله هزینه های نمایندگی که در بر دارنده انتشار سهام بدهی است تعیین می گردد (هاریس و راویو، ۱۹۹۱).

عمر شرکت، وضعیت و شرایط شرکت را در مراحل گوناگون عمر آن توصیف می کند. مراحل عمر شرکت، مراحل مشخص و قابل شناسایی هستند که از متغیرات معیارهای درونی (مانند انتخاب راهبرد، منابع مالی و توانایی مدیریت) یا معیارهای بیرونی شرکت (مانند محیط رقابتی و عملیات کلان اقتصادی) ناشی می شود به گونه ای که موجب اتخاذ فعالیت های راهبردی به وسیله شرکت می شود (دینکسون، ۲۰۰۷).

از ویژگیهای اقتصادی شرکت ها، گذر عمر شرکت است. شرکت ها طبق نظریه چرخه عمر، در مراحل گوناگون عمر از نظر مالی و اقتصادی یک شرکت تحت تاثیر مرحله ای از عمر است که شرکت در آن قرار دارد (بیکسیا، ۲۰۰۷). شرکت ها و بنگاه های اقتصادی براساس نظریه چرخه عمر شرکت، مانند تمام موجودات زنده متولد می شوند، رشد می کنند، میمیرند و منحنی یا چرخه عمر را طی می کنند در جوانی (دوران رشد)، سازمان ها بسیار انعطاف پذیرند ولی در بیشتر مواقع غیر قابل کنترل هستند. با افزایش عمر سازمان ها، روابط تغییر می کند، کنترل افزایش و انعطاف پذیری کاهش می یابد و در نهایت با پیرشدن (دوران افول) آنها قابلیت کنترل نیز کاهش خواهد یافت (آدیس، ۱۹۸۹).

راهبری شرکتی: راهبری شرکتی قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ ها و سامانه هایی است که موجب دستیابی به هدف های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی نفعان می شود.

ساختار سرمایه: ساختار سرمایه شرکت، تامین مالی دائمی شرکت می باشد که بوسیله بدهی های بلندمدت و حقوق صاحبان سهام نشان داده می شود. ساختار مالی شامل بدهی های کوتاه مدت و بدهی های بلند مدت و همچنین حقوق صاحبان سهام می گردد بنابراین ساختار سرمایه بخشی از ساختار مالی می باشد.

عمر شرکت: عمر شرکت را به لحاظ آن که از سال تاسیس تا زمان حال ممکن است دارای دگرگونی های فراوانی شود مورد ارزیابی قرار می دهند. معمولاً در طول عمر شرکت که یک محصول جدید را در ابتدای فعالیت خود تولید می کند، به رشد می رساند تا به یک محصول بالغ تبدیل شود و در نتیجه به تولید انبوه برسد و در نهایت با کاهش تولید رو به رو شود دارای اهمیت است (عابد نظری و همکاران، ۱۳۹۲).

## پیشینه پژوهش

پژوهش های انجام گرفته در داخل کشور

رجائی و همکاران (۱۳۹۵) دریافتند که امروزه عوامل بسیاری وجود دارد که توضیح می دهند چرا بعضی کشورها در مسایل اقتصادی از دیگر کشورها موفق تر می باشند طی دهه های اخیر روند فزاینده پیشرفت صنعتی از یک سو و محدودیت منابع

طبیعی و زیست محیطی از سوی دیگر توجه جامعه بشری را به مساله حفظ محیط زیست جلب نموده، همچنین تقاضای روز افزون ذی نفعان از شرکت ها برای پذیرش مسئولیت های اجتماعی، شرکت ها را به درگیر شدن در مسئولیت های زیست محیطی و اجتماعی تشویق می کند.

سلیمی و احمد پور (۱۳۸۶) رابطه میان نوع صنعت و اندازه صنعت در ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. فرضیه صفر یکسان بودن ساختار سرمایه شرکت ها در صنایع بورس اوراق بهادار تهران بود، آزمون به صورت مقطعی و با استفاده از روش آماری ناپارامتریک کروسکال والیس انجام پذیرفت و فرضیه صفر رد گردید. در قسمت بعد، شرکت ها بدون در نظر گرفتن نوع صنعت بررسی شدند که هدف تایید وجود رابطه میان اندازه و ساختار سرمایه بود، این کار با محاسبه ضریب همبستگی اسپیرمن انجام شد، از آنجا که ضریب همبستگی در همه سالهای مورد آزمون با اهمیت نبوده، رابطه میان اندازه و ساختار مالی تایید نشد.

نمازی و شیرزاده (۱۳۸۴) به بررسی ساختار سرمایه و سود آوری شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که رابطه ای ضعیفی بین ساختار سرمایه مالی و سود آوری شرکت ها وجود دارد و این رابطه در صنایع مختلف متفاوت است.

کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۳) به بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه پرداختند. نظریه های موازنه ایستا و سلسله مراتبی عوامل همچون اندازه شرکت، فرصت های رشد، خطر سود، سود های تقسیمی، قابلیت مشاهده دارایی ها، سود آوری و صرفه جویی مالیاتی غیر از بدهی را در ساختار سرمایه موثر در نظر می گیرند. در این پژوهش داده های ۹۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ بررسی شده است. یافته های پژوهش نشان آن دارد که بین اندازه شرکت و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری رابطه مثبت و معنی دار، و بین صرفه جویی مالیاتی غیر از بدهی و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار رابطه منفی معنی داری وجود دارد که مطابق با نظریه موازنه ایستا است. پژوهش های انجام گرفته در خارج کشور

کایه سیچنیک و موسوی (۲۰۱۷) معتقدند زمانی که یک شرکت رشد می کند، جنبه های رفتاری را تحت تأثیر قرار داده می شود و برخی از ویژگیهای آن تغییر می کند. پژوهشها در زمینه ساختار سرمایه شرکت بیان کننده این است که شرکتهایی که سن بالاتری دارند دارایی بیشتری را برای پرداخت بدهیها تخصیص می دهند. همچنین به این نتیجه دست یافته اند که پس از عرضه اولیه سهام شرکتهای، دارایی شرکتهای افزایش یافته و به تبع آن قابلیت و سازگاری آنها در مقابل بدهی ها تغییر پیدا می کند.

منزور حسن و حبیب (۲۰۱۷) به بررسی رابطه چرخه عمر شرکت، منابع مالی شرکت و مسئولیت پذیری اجتماعی پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد بین چرخه عمر شرکت و مسئولیت پذیری اجتماعی رابطه معناداری وجود دارد. همچنین نتایج تحقیق آنها نشان داد اندازه شرکت، سودآوری و نسبت دارایی های مشهود به عنوان شرایط مالی شرکت بر مسئولیت پذیری اجتماعی در چرخه عمر شرکت موثر است.

کاسترو وهمکاران (۲۰۱۴) نیز دریافته اند که مراحل چرخه عمر، نقش مهمی در درک عملکرد مالی شرکت ها دارند. در پژوهشی رابطه حاکمیت شرکتی، تصمیمات مدیریت مالی و عملکرد شرکت را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که اقدامات حاکمیت شرکتی بر تصمیم گیری های مدیریت مالی و عملکرد شرکت در ارتباط است، در واقع حاکمیت شرکتی به

طور بالقوه در کاهش مشکلات شرکت و بهبود تصمیم گیری های مدیریت مالی و عملکرد در شرکت ها کمک کننده می باشد.

اندرو و همکاران (۲۰۱۴) تاثیر ساختار سرمایه بر تصمیم نسبت به اهرم و تامین مالی خارجی طی سالهای ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۲ را بررسی کردند. در این پژوهش از دو معیار ساختار مالکیت، سهم مالکیت مدیران و مالکیت نهادی استفاده گردید، نتایج بیانگر این بود که شرکت هایی با مالکیت متمرکز با افزایش احتمال انتشار سهام نسبت به اوراق قرضه، اثری که طی دوره های رونق بازار بیشتر اتفاق می افتد، نسبت اهرمشان کاهش می یابد.

سان و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت های پرتغالی پرداختند. شواهد نشان داد عمر، ساختار دارایی ها، بازده دارایی ها و قابلیت وثیقه دارایی ها تاثیر معنی دار و مثبتی بر ساختار سرمایه دارند. در حالی که سپر مالیاتی غیر بدهی و نقدینگی تاثیر معنی دار و منفی بر ساختار سرمایه دارند. آنها دریافتند مثبت شدن تاثیر بازده دارایی ها به عنوان شاخص عملکرد مالی بر ساختار سرمایه مبتنی بر نظریه موازنه ایستا است و این رابطه منطبق با نظریه سلسله مراتبی نیست چرا که طبق این دیدگاه، تاثیر بازده دارایی ها به عنوان شاخص عملکرد مالی بر ساختار سرمایه منفی است.

### روش پژوهش

پژوهش حاضر از دیدگاه هدف، از گونه پژوهش های کاربردی است که با هدف برخورداری از نتایج یافته ها برای حل مسائل موجود در سازمان ها صورت می گیرد و از نظر شیوه گرد آوری داده ها نیز توصیفی است که به بیان واقعیت های موجود در نمونه شرکت های مورد بررسی می پردازد. تجزیه و تحلیل اطلاعات پژوهش نیز با استفاده از واکاوی رگرسیون خطی چند متغیره انجام می گیرد. روش پژوهش از گونه پژوهش های علی پس رویدادی می باشد زیرا تمرکز این پژوهش بر داده های تاریخی برگرفته از گزارش های مالی تاریخی و گذشته است.

قلمرو پژوهش جهت مکانی و زمانی پژوهش را نمایان می کند. در جنبه مکانی پژوهشگر باید اطلاعات نخستین را درباره جامعه ای که از آن نمونه گیری کرده و فرضیه های پژوهش را که با استفاده از داده های آماری جامعه آزمون می کند، ارائه کند. در جنبه زمانی پژوهشگر فاصله و دروه زمانی که در آن پژوهش خود را به انجام می رساند نمایان می سازد. این کار از آن جهت اهمیت دارد که بسیاری از پدیده ها متأثر از زمان هستند. در این پژوهش قلمرو مکانی پژوهش از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران گرد آوری شده است که می بایست در قلمرو زمانی ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۵ عضویت خود را در بورس اوراق بهادار تهران حفظ کرده باشند.

### فرضیه های پژوهش

- فرضیه اصلی اول: راهبری شرکتی بر ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه اصلی دوم: عمر شرکت بر رابطه بین راهبری شرکتی و ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه های فرعی مرتبط با فرضیه اصلی نخست
- ۱- سرمایه گذاران نهادی با ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.
  - ۲- تمرکز مالکیت با ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.

- ۳- مالکیت مدیریتی بر ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.
- ۴- استقلال هیات مدیره با ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.  
فرضیه های فرعی مرتبط با فرضیه اصلی دوم
- ۱- عمر شرکت بر رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.
- ۲- عمر شرکت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.
- ۳- عمر شرکت بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.
- ۴- عمر شرکت بر رابطه بین استقلال هیات مدیره و ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.

### مدل های پژوهش

مدل مربوط به فرضیه اصلی نخست و فرضیه های فرعی مرتبط با آن:

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t} + \beta_3 MSO_{i,t} + \beta_4 INDP_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 LOSS_{i,t} + \beta_9 BTM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل مربوط به فرضیه اصلی دوم و فرضیه های فرعی مرتبط با آن:

$$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t} + \beta_3 MSO_{i,t} + \beta_4 INDP_{i,t} + \beta_5 INST_{i,t} * AGE_{i,t} + \beta_6 OWN_{i,t} * AGE_{i,t} + \beta_7 MSO_{i,t} * AGE_{i,t} + \beta_8 INDP_{i,t} * AGE_{i,t} + \beta_9 Growth_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \beta_{11} Size_{i,t} + \beta_{12} LOSS_{i,t} + \beta_{13} BTM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته:

$LEV_{i,t}$ : ساختار سرمایه، از نسبت مجموع بدهی های کوتاه مدت و بلند مدت به جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و مجموع بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت برای اندازه گیری آن استفاده می شود.

متغیر های مستقل:

$INST_{i,t}$ : سهامداران نهادی، نسبت درصد سهام در مالکیت سرمایه گذاران نهادی به کل سهام منتشر شده توسط شرکت.  
 $OWN_{i,t}$ : تمرکز مالکیت شرکت، برای اندازه گیری تمرکز مالکیت از شاخص هر فیندال هیرشمن استفاده می شود و برای این منظور مجموع درصد سهام سهامداران که دارای بیش از ۵ درصد از سهام شرکت می باشند، مدنظر قرار می گیرد.  
 $MSO_{i,t}$ : نسبت سهام در اختیار اعضای هیات مدیره به تعداد کل سهام منتشر شده شرکت.  
 $INDP_{i,t}$ : استقلال هیات مدیره، نسبت تعداد اعضای غیر موظف به کل اعضای هیات مدیره متغیر تعدیل گر و نحوه اندازه گیری آن.

$AGE$ : عمر شرکت: لگاریتم طبیعی عمر شرکت از زمان تاسیس تا پایان سال مورد بررسی.

متغیر های کنترلی:

$Growth_{i,t}$ : رشد، تغییرات درآمد های عملیاتی هر دوره نسبت به دوره پیش.

$ROA_{i,t}$ : عملکرد مالی نسبت سود عملیاتی به ارزش دفتری دارایی ها.

$Size_{i,t}$ : اندازه شرکت، برای اندازه گیری آن از لگاریتم طبیعی دارایی شرکت استفاده می شود.

$LOSS_{i,t}$ : زیان دهی: اگر شرکت در دوره مورد بررسی زیان دهی داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص می یابد.

$BTM_{i,t}$ : ارزش بازار به ارزش دفتری از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام برای اندازه گیری آن استفاده می شود.

### جامعه و نمونه آماری و روش نمونه گیری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. بنابراین قلمرو مکانی پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ می باشد. در نتیجه دوره زمانی پژوهش یک دوره ۶ ساله خواهد بود.

به بررسی روند حذف شرکت های بورسی از نمونه آماری پژوهش در جدول ذیل پرداخته می شود.

#### جدول شماره ۱: روند انتخاب نمونه

۴۹۴	تعداد کل شرکت های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۵
	معیارها:
۱۷۱	تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی سال های ۹۰-۹۵ در بورس فعال نبوده اند
۴۶	تعداد شرکت های پس از سال ۹۰ در بورس پذیرفته شده اند
۵۶	تعداد شرکت های که جزء هلدینگ، سرمایه گذاری ها، واسطه گری های مالی، بانک ها و یا لیزینگ ها بودند
۱۷	تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده اند
۱	تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی پژوهش اطلاعات آنها در دسترس نمی باشد
۲۰۳	تعداد شرکت های نمونه

### روش تحلیل و آزمون فرضیه های

در این مقاله برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون خطی متغیره استفاده شده روش آماری مورد استفاده در این مقاله روش داده های پانل می باشد. در ادامه ابتدا روش داده های پانل و آزمون های مربوط به آن تشریح می گردد. سپس آزمون های مربوط به معنی دار بودن کل مدل و معنی دار بودن متغیرهای مستقل داده می شود. در آخر نیز پس از تشریح آزمون های مربوط به مفروضات رگرسیون کلاسیک نحوه تصمیم گیری در مورد رد یا پذیرش فرضیه های پژوهش می گردد. لازم به ذکر است در این مطالعه برای تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار Eviews بهره گرفته شده است. در این تحقیق برای آزمون فرضیات ابتدا با استفاده از آزمون f مفید درستی ادغام داده ها مورد آزمون قرار گرفته و سپس بر اساس آزمون هاسمن نوع روش آزمون (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) تعیین شده است و با توجه به نوع روش نسبت به برآورد مدل اقدام شد. جزئیات و نتایج حاصل از تحلیل های آماری در این پژوهش ارائه شده است این تحلیل ها در دو بخش توصیفی و استنباطی انجام می شود. در جریان این تحلیل ها مواردی مانند آماره های توصیفی، پایایی، همبستگی و در نهایت فرضیه های پژوهشی تحلیل شده است برای انجام تحلیل ها و آزمون فرضیه ها، تعداد ۲۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس شرایط غربال گری در دوره زمانی ۶ ساله در بازه زمانی ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفته اند.

## آمار توصیفی

آماره توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است. تعداد مشاهده ای مورد بررسی ۱۲۱۸ مشاهده سال - شرکت است که بیان گر در دسترس بودن تمام داده هاست. ساختار سرمایه شرکت ها با میانگین ۰.۶۱ درصدی بیانگر نسبت کل بدهی به کل دارای هایی شرکت های عضو نمونه آماری پژوهش است. میانگین متغیر عمر شرکت ۳.۵۵ است. همچنین انحراف معیار این متغیر برابر با ۰.۶۴۷- می باشد. مالکیت نهادی دارای میانگین ۶۳.۷۷ است که نشان دهنده حدود شصت و چهار درصدی سهام در اختیار سرمایه گذاران نهادی است. تمرکز مالکیت در شرکت های مورد بررسی به طور میانگین حدود ۲۸ درصد است. فاصله داشتن این مقدار از صد در صد، بیانگر مالکیت پراکنده در شرکت های مورد بررسی است. در حقیقت به موازات افزایش این شاخص، تمرکز مالکیت افزایش می یابد و به موازات کاهش این شاخص، تمرکز مالکیت کاهش یافته و مالکیت به شکل متنوع و پراکنده است. مالکیت مدیریتی به طور میانگین دارای نسبت ۶۳ می باشد که نشان دهنده نسبت سهام در اختیار اعضای هیات مدیره به شکل سهام شرکت است. میانگین استقلال هیات مدیره حدود ۶۸ درصد می باشد که بیان گر نسبت حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره شرکت های عضو نمونه آماری پژوهش می باشد. میانگین رشد شرکت ها برابر اس با ۰.۴۱، که نشان دهنده روند مثبت رشد در شرکت های عضو نمونه آماری پژوهش است. عملکرد مالی با میانگین ۰.۱۱، بیانگر نسبت سود آوری به دارایی های شرکت است. اندازه شرکت نیز دارای میانگین ۲۷.۷۸ است که نشان از اندازه حدود بیست و هفت واحدی اندازه شرکت ها دارد. نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری با میانگین ۰.۴۷، نشان از میزان مثبت این نسبت در شرکت های عضو نمونه آماری پژوهش دارد. همچنین با توجه با جدول ۲ حدود ۱۳ درصد یعنی ۱۵۷ مشاهده از نمونه آماری پژوهش زیان ده هستند.

جدول ۱: شاخص های آماره توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل

متغیرها	ساختار سرمایه	عمر	سرمایه گذاران نهادی	تمرکز مالکیت	مالکیت مدیریتی	استقلال هیات مدیره	رشد	عملکرد مالی	اندازه شرکت	نسبت ارزش بازار
نماد	LEV	AGE	INST	OWN	MSO	INDP	GROWTH	ROA	SIZE	BTM
میانگین	۰.۶۱۵	۳.۵۵	۶۳.۷۷	۰.۲۸۵	۶۳.۸۷	۰.۶۸۴	۰.۴۱۹	۰.۱۱۱	۲۷.۷۸	۰.۴۷۷
میانه	۰.۶۱۱	۳.۶۶	۷۵.۹۹	۰.۲۸۴	۶۹.۵۴	۰.۷۱۴	۰.۷۰۷	۰.۰۹۹۶	۲۷.۵۸	۰.۴۳۳
بیشترین	۰.۷۵۸	۴.۳۹	۹۹.۴۵	۰.۹۸۹	۹۹.۴۵	۱.۰۰۰	۱۳۶.۷۹	۰.۵۹۱	۳۲.۹۶	۳.۵۲۷
کمترین	۰.۷۰۲	۲.۱۹	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	-۵۰.۷۴	-۱.۲۴	۲۳.۹۸	-۵.۶۶
انحراف معیار	۰.۲۵۴	۰.۳۹۸	۳۱.۶۶	۰.۲۲۷۲	۲۴.۱۷۴	۰.۱۹۸	۵.۲۷	۱.۱۳	۱.۴۹۶	۰.۵۴۶
چولگی	۱.۷۷	-۰.۶۴۷	-۰.۸۷۰	۰.۶۶۵	-۰.۸۰۹	-۰.۴۵۳	۱۳.۶۷۵	-۰.۹۵۲	۰.۸۲۹	-۲.۴۸۰
کشیدگی	۱۲.۶۸	۲.۵۸۶	۲.۳۶۸	۲.۹۳۱	۲.۷۷۸	۳.۰۴۴	۳۸۲.۸۸	۱۴.۴۹۵	۴.۲۱۴	۳۴.۰۰
جارکو- برا	۵۴۰.۱۳	۹۳.۴۱	۱۷۴.۰۱	۹۰.۰۲	۱۳۵.۵۶	۴۱.۸۹	۰.۷۳۶	۶۸۹۰.۳	۲۱۴.۵۷	۵۰۹۶۸
احتمال آماره	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰
تعداد مشاهده ها	۱۲۱۸	۱۲۱۸	۱۲۱۸	۱۲۱۸	۱۲۱۸	۱۲۱۸	۱۲۱۸	۱۲۱۸	۱۲۱۸	۱۲۱۸

در جدول بالا همانگونه که مشاهده می شود احتمال آماره جارکو- برا کمتر از پنج درصد است که بیانگر این امر است توزیع



متغیرها به صورت متقارن نمی باشد. اما با توجه به قضیه حد مرکزی و نیز بالا بودن تعداد مشاهده ها، توان از نامتقارن بودن توزیع آن ها چشم پوشی کرد و متقارن بودن توزیع آن ها را پذیرفت. اطلاعات آماره توصیفی متغیر زیان دهی در جدول ذیل ارائه می شود.

جدول ۲: چیدمان متغیر مجازی پژوهش

متغیر مجازی	نشانه	شرح	مقدار صفر	مقداریک	تعداد مشاهده ها
زیان دهی	LOSS	تعداد	۱۰۶۱	۱۵۷	۱۲۱۸
		درصد	۸۷,۱۱	۱۲,۸۹	۱۰۰,۰۰

### هم خطی

هم خطی وضعیتی است که یک متغیر مستقل یا کنترل تابعی از متغیر مستقل یا کنترل دیگر باشد. در این پژوهش می توان همبستگی بین متغیرهای مستقل و کنترل را با یک دیگر مورد بررسی قرارداد؛ که در اینجا با توجه به آماره همبستگی پیرسون این مورد را بررسی می کنیم. اگر آماره بین دو متغیر از شصت درصد بیش تر باشد، نشان دهنده آن است که دو متغیر با هم همپوشانی دارند و وارد شدن هم زمان آن ها در مدل کار صحیحی نیست.

جدول ۳: نتایج آزمون همبستگی میان متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش

متغیرها	INST	OWN	MSO	INDP	GROWTH	ROA	SIZE	LOSS	BTM
INST	۱,۰۰۰								
OWN	۰,۷۷۲	۱,۰۰۰							
MSO	۰,۴۰۶	۰,۴۱۶	۱,۰۰۰						
INDP	-۰,۰۵۳	-۰,۱۴۶	۰,۰۰۸	۱,۰۰۰					
GROWTH	-۰,۰۴۴	-۰,۰۴۶	-۰,۰۵۶	-۰,۰۵۱	۱,۰۰۰				
ROA	۰,۰۹۶	۰,۰۶۹	۰,۱۱۶	۰,۰۹۵	۰,۰۱۴	۱,۰۰۰			
SIZE	۰,۲۳۴	۰,۰۸۹	۰,۱۳۷	-۰,۰۴۵	-۰,۰۲۲	۰,۱۱۳	۱,۰۰۰		
LOSS	-۰,۰۲۷	-۰,۰۱۴	-۰,۰۰۹	-۰,۰۲۲	-۰,۰۰۰	-۰,۱۰۵	۰,۰۱۵	۱,۰۰۰	
BTM	۰,۰۰۳	-۰,۰۰۳	۰,۰۱۰	۰,۰۱۱	-۰,۰۰۳	۰,۰۱۱	۰,۰۰۵	۰,۰۲۱	۱,۰۰۰

### مانایی

نتایج آزمون پایایی متغیرها با استفاده از آزمون مانایی در جدول ذیل ارائه شده است. شواهد نشان داد شرط پایایی متغیرها با توجه به مقدار سطح معناداری کمتر پنج درصد برقرار است. در نتیجه بحث ریشه کاذب در متغیرها مطرح نیست و اطمینان مناسبی از پردازش درست داده ها طی دوره زمانی پژوهش وجود دارد و همه متغیرها در سطح مانا هستند.

جدول ۴: نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتیجه	سطح معنی داری	آماره	متغیر
متغیر در سطح ۵٪، معنی دار است	۰,۰۰۰۰	۵۸۹,۹۹۹	LEV
متغیر در سطح ۵٪، معنی دار است	۰,۰۰۰۰	۳۷۳۹,۴۰	AGE
متغیر در سطح ۵٪، معنی دار است	۰,۰۰۰۲	۴۸۹,۱۵۷	INST
متغیر در سطح ۵٪، معنی دار است	۰,۰۰۰۰	۵۵۴,۳۵۱	OWN
متغیر در سطح ۵٪، معنی دار است	۰,۰۰۰۰	۷۹۳,۸۵۹	MSO
متغیر در سطح ۵٪، معنی دار است	۰,۰۰۳۶	۳۲۴,۶۲۰	INDP
متغیر در سطح ۵٪، معنی دار است	۰,۰۰۰۰	۷۲۸,۷۴۲	GROWTH
متغیر در سطح ۵٪، معنی دار است	۰,۰۰۰۰	۵۵۷,۲۲۹	ROA
متغیر در سطح ۵٪، معنی دار است	۰,۰۰۰۰	۵۸۹,۵۷۲	SIZE
متغیر در سطح ۵٪، معنی دار است	۰,۰۰۰۰	۷۸۹,۶۶۹	BTM

### فرضیه اصلی نخست و فرضیه های فرعی مرتبط با آن

بررسی رابطه بین ساز و کارهای راهبری شرکتی و ساختار سرمایه، موضوع مورد بررسی در این فرضیه می باشد طبق مدل مورد بررسی، عملکرد مالی به عنوان متغیر وابسته تابعی از شاخص های سرمایه گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی و استقلال هیات مدیره می باشد. ضمن آن که متغیرهای رشد، عملکرد مالی، اندازه شرکت، زیان دهی و ارزش بازار و ارزش دفتری به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده اند. نتایج انتخاب الگوی مدل رگرسیون این فرضیه در نگاره ۴ ارائه شده است.

جدول ۵: انتخاب الگوی مدل مربوط به فرضیه اصلی یک و فرضیه های فرعی مرتبط با آن

آزمون	شرح	آماره	مقدار	احتمال
چاو	انتخاب بین مدل تابلویی یا تلفیقی	اف	۱۲,۸۶۰,۲۵۲	۰,۰۰۰۰
هاسمن	انتخاب بین مدل اثرات ثابت یا تصادفی	کای دو	۱۱۹,۰۱۶۶۳۴	۰,۰۰۰۰

آماره اف لیمو آزمون چاو ۱۲,۸۶ بیشتر از مقدار بحرانی و احتمال آماره ۰,۰۰۰ کمتر از سطح خطای پنج درصد است. در نتیجه آزمون مدل باید به روش تابلویی (پنل) انجام شود. همچنین آماره کای دو آزمون هاسمن ۱۱۹,۰۱۶ بیشتر از مقدار بحرانی و احتمال آن ۰,۰۰۰ کمتر از سطح خطای پنج درصد است در نتیجه آزمون مدل باید به روش اثرات ثابت انجام شود.

## آزمون فرضیه های پژوهش

جدول ۶: آزمون نهایی مدل مربوط به فرضیه اصلی یک و فرضیه های فرعی مرتبط با آن

مدل رگرسیون تابویی با اثرات ثابت. تعداد مقاطع ۲۰۳ شرکت، تعداد دوره ۶ سال از ۱۳۹۵-۱۳۹۰				
$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t} + \beta_3 MSO_{i,t} + \beta_4 INDP_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 LOSS_{i,t} + \beta_9 BTM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیرهای وابسته LEV				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال
C	۲,۶۵۳	۰,۱۸۳۸۳۶	۱۴,۴۳۱۳۳	۰,۰۰۰۰
INST	-۰,۰۰۰	۰,۰۰۰۲۳۸	-۱,۰۳۷	۰,۳۰۰
OWN	۰,۰۰۳۳	۰,۰۳۹۴۷۲	۰,۰۹۴۵۶۸	۰,۹۲۴۷
MSO	۹,۹۱	۰,۰۰۰۲۱۸	۰,۴۵۳۸۸۳	۰,۶۵۰۰
INDP	۰,۰۰۲	۰,۰۱۷۵۳۰	۰,۱۵۴۰۵۸	۰,۸۷۷۶
GROWTH	-۰,۰۰۰۷	۰,۰۰۰۶۳۹	-۱,۲۴۳	۰,۲۱۳۹
ROA	-۰,۷۶۵	۰,۰۲۵۶۸۷	-۲۹,۸۱	۰,۰۰۰۰
SIZE	-۰,۰۶۰	۰,۰۰۶۵۰۳	-۱۰,۶۵	۰,۰۰۰۰
LOSS	-۰,۰۰۹	۰,۰۰۷۰۷۷	-۱,۳۸۹	۰,۱۶۵۱
BTM	-۷,۳۵	۷,۶۵	-۰,۰۹۶	۰,۹۲۳۵
آماره فیشر	۵۷,۷۱۱	ضریب تعیین	۰,۹۲۴۰۹۳	
احتمال آماره فیشر	۰,۰۰۰۰	آماره دوربین - واتسون	۱,۵۴۷۸۵۷	

با توجه به جدول بالا، آماره فیشر ۷۱,۵۷ و احتمال آن ۰,۰۰۰ است که نشان از وجود رابطه خطی بین متغیرها دارد. آماره دوربین واتسون ۱,۵۴۷ است که بین محدوده ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بر این اساس در باقیمانده های مدل، خود همبستگی وجود ندارد. ضریب تعیین مدل ۰,۹۲ است که نشان از تغییر پذیری متغیر وابسته به این میزان از متغیرهای مستقل و کنترل دارد. یافته های پژوهش نشان می دهد که شاخص های راهبری شرکتی در نظر گرفته شده یعنی سرمایه گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی و استقلال هیات مدیره، نمی تواند به صورت معنی دار، ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تاثیر قرار دهند.

## فرضیه اصلی دوم و فرضیه های فرعی مرتبط با آن

بررسی تاثیر عمر شرکت بر رابطه بین ساز و کارهای راهبری شرکتی و ساختار سرمایه، موضوع مورد بررسی در این فرضیه می باشد. طبق مدل مورد بررسی، عملکرد مالی به عنوان متغیر وابسته تابعی از شاخص های، سرمایه گذاران نهادی در عمر شرکت، تمرکز مالکیت در عمر شرکت، مالکیت مدیریتی در عمر شرکت و استقلال هیات مدیره در عمر شرکت می باشد. ضمن آن که در مدل مورد بررسی این فرضیه نیز متغیرهای رشد، عملکرد، اندازه شرکت، زیان دهی و ارزش دفتری به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده اند. نتایج انتخاب الکوی مدل رگرسیون این فرضیه در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول ۷: انتخاب الگوی مدل مربوط به فرضیه اصلی دو و فرضیه های مرتبط با آن

آزمون	شرح	آماره	مقدار	احتمال
چاو	انتخاب بین مدل تابلوئی یا تلفیقی	اف	۱۲,۹۴۸۳۵۸	۰,۰۰۰۰
هاسمن	انتخاب بین مدل اثرات ثابت یا تصادفی	کای دو	۱۲۹,۳۵۱۸۹۸	۰,۰۰۰۰

آماره اف لیمر آزمون چاو ۱۲,۹۴ بیشتر از مقدار بحرانی و احتمال آماره ۰,۰۰۰ کمتر از سطح خطای پنج درصد است. در نتیجه آزمون مدل باید به روش تابلوئی (پنل) انجام شود. همچنین آماره کای دو آزمون هاسمن ۱۲۹,۳۵۱ بیشتر از مقدار بحرانی و احتمال آن ۰,۰۰۰ کمتر از سطح خطای پنج درصد است در نتیجه آزمون مدل باید به روش اثرات ثابت انجام شود.

جدول ۸: آزمون نهایی مدل مربوط به فرضیه اصلی دو و فرضیه های فرعی مرتبط با آن

مدل رگرسیون تابویی با اثرات ثابت، تعداد مقاطع ۲۰۳ شرکت تعداد دوره ۶ سال از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵				
$LEV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t} + \beta_3 MSO_{i,t} + \beta_4 INDP_{i,t} + \beta_5 INST_{i,t} * AGE_{i,t} + \beta_6 OWN_{i,t} * AGE_{i,t} + \beta_7 MSO_{i,t} * AGE_{i,t} + \beta_8 INDP_{i,t} * AGE_{i,t} + \beta_9 Growth_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \beta_{11} Size_{i,t} + \beta_{12} LOSS_{i,t} + \beta_{13} BTM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر وابسته: LEV				
متغیر توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال
C	۲,۶۰۰	۰,۲۰۱۳۹۰	۱۲,۹۱۳۵۴	۰,۰۰۰۰
INST	-۰,۰۰۱	۰,۰۰۲۳۷۷	-۰,۶۰۳	۰,۵۴۶۳
OWN	-۰,۷۴۶	۰,۳۷۷۶۰۸	-۱,۹۷	۰,۰۴۸۲
MSO	۲,۴۸	۰,۰۰۱۸۰۶	۰,۰۱۳۷	۰,۹۸۹۰
INDP	۰,۴۶۸	۰,۱۲۷۹۲۸	۳,۶۶۵	۰,۰۰۰۳
INSTAGE	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰۶۳۶	۰,۴۱۵۱۴۸	۰,۶۷۸۱
OWNAGE	۰,۲۱۳	۰,۱۰۳۹۶۱	۲,۰۵۱۱۶۸	۰,۰۴۰۵
MSOAGE	۳,۷۳	۰,۰۰۰۴۸۸	۰,۰۷۶۳۵۱	۰,۹۳۹۲
INDPAGE	-۰,۱۲۹	۰,۰۳۴۰۴۷	-۳,۸۱۴	۰,۰۰۰۱
GROWTH	-۰,۰۰۰	۰,۰۰۰۶۳۷	-۱,۲۶۶	۰,۲۰۵۶
ROA	-۰,۷۳۸	۰,۰۲۴۴۴۹	-۳۰,۱۹	۰,۰۰۰۰
SIZE	-۰,۰۶۷	۰,۰۰۷۱۲۷	-۹,۴۳۶	۰,۰۰۰۰
LOSS	-۰,۰۰۸	۰,۰۰۰۷۳۵۸	-۱,۱۸۵	۰,۲۳۶۱
BTM	-۴,۱۹	۸,۶۶	-۰,۴۸۳	۰,۶۲۸۶
آماره فیشر	۴۹,۳۷۷۸۷	ضریب تعیین		۰,۹۱۴۶۳۹
احتمال آماره فیشر	۰,۰۰۰۰۰۰	آماره دوربین - واتسون		۱,۵۴۴۵۰۰

با توجه به جدول بالا، آماره فیشر ۵۷,۸۷ و احتمال آن ۰,۰۰۰ است که نشان از وجود رابطه خطی بین متغیرها دارد آماره دوربین واتسون ۱,۵۴۷ است که بین محدوده ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و براین اساس در باقیمانده های مدل، خود همبستگی وجود ندارد. ضریب تعیین مدل ۰,۹۲ است که نشان از تغییر پذیری متغیر وابسته به این میزان از متغیرهای مستقل و کنترل دارد.

در فرضیه دوم پژوهش نیز، یافته های پژوهش نشان می دهد که شاخص های راهبری شرکتی تعیین شده یعنی سرمایه گذاران نهادی در عمر شرکت، تمرکز مالکیت در عمر شرکت، مالکیت مدیریتی در عمر شرکت و استقلال هیات مدیره در عمر شرکت، نمی توانند به صورت معنی دار، ساختار سرمایه شرکت های مورد بررسی را تحت تاثیر قرار دهند.

#### جدول ۹: نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه ها

نتیجه	شرح فرضیه	فرضیه ها
	راهبری شرکتی بر ساختار سرمایه تاثیر معنادار دارد.	اصلی نخست
رد فرضیه	سرمایه گذاران نهادی بر ساختار سرمایه تاثیر معنادار دارد.	فرعی ۱-۱
رد فرضیه	تمرکز مالکیت بر ساختار سرمایه تاثیر معنادار دارد.	فرعی ۱-۲
رد فرضیه	مالکیت مدیریتی بر ساختار سرمایه تاثیر معنادار دارد.	فرعی ۱-۳
رد فرضیه	استقلال هیات مدیره بر ساختار سرمایه تاثیر معنادار دارد.	فرعی ۱-۴
	عمر شرکت بر رابطه بین راهبری شرکتی و ساختار سرمایه تاثیر معنادار دارد.	اصلی دوم
رد فرضیه	عمر شرکت بر رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ساختار سرمایه تاثیر معنادار دارد.	فرعی ۱-۱
رد فرضیه	عمر شرکت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و ساختار سرمایه تاثیر معنادار دارد.	فرعی ۱-۲
رد فرضیه	عمر شرکت بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه تاثیر معنادار دارد.	فرعی ۱-۳
رد فرضیه	عمر شرکت بر رابطه بین استقلال هیات مدیره و ساختار سرمایه تاثیر معنادار دارد.	فرعی ۱-۴

#### نتایج حاصل از سایر یافته های پژوهش

در این پژوهش علاوه بر بررسی تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته، از چهار متغیر کنترلی برای تبیین بهتر رابطه میان متغیرهای مستقل و وابسته استفاده گردید، که در ادامه به بیان نتایج بدست آمده از برازش هر یک از متغیرهای کنترلی و وابسته پرداخته می شود. متغیرهای کنترلی پژوهش حاضر به این شرح می باشد: رشد، عملکرد مالی، اندازه شرکت، زیان دهی و ارزش بازار به ارزش دفتری.

در مدل رگرسیون مربوط به آزمون فرضیه اصلی نخست و فرضیه های فرعی مرتبط با آن، متغیرهای کنترلی عملکرد مالی و اندازه شرکت، با توجه به سطح معنی داری کمتر از پنج درصد و علامت ضریب منفی آنها، تاثیر منفی و معنی داری بر متغیر وابسته پژوهش دارند. سایر متغیرهای کنترلی در این مدل، با توجه به سطح معنی داری بزرگتر از پنج درصد شان بر ساختار سرمایه تاثیر معنی دار ندارند.

#### منابع

- ✓ حسنی، محمد، احمدی زاده، ساناز، (۱۳۹۴)، آزمون رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و اهرم مالی (با تمرکز بر نظریه سلسله مراتبی و نظریه توازی ایستا)، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی تهران شمال.
- ✓ حسنی، محمد، پیراکند، هدی، (۱۳۹۵)، آزمون اثر بخشی کیفیت حسابرسی بر سررسید بلند مدت بدهی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.

- ✓ حسنی، محمد، سید حمزه زاده، سپیده سادات، (۱۳۹۲)، تبیین ساختار سرمایه بر اساس تئوری ورشکستگی و تئوری سلسله مراتبی (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شمال.
- ✓ رجایی، یداله، نصیری، مهین، محمدی، نبی اله، (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط بین مسئولیتهای اجتماعی شرکتها و محدودیت تأمین منابع مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات کمی در مدیریت، شماره ۲۶، صص ۹۷-۱۱۸.
- ✓ رضایی دولت آبادی، حسین، امیری عقدایی، سید فتح ا...، رفعت، بتول، ایزدی، فاطمه، (۱۳۹۲)، تاثیر پذیری رابطه ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت ها از رقابت بازار محصول و نوع استراتژی کسب و کار شرکت ها، مجله راهبرد مدیریت مالی، سال دوم، شماره ۴، صص ۳۹-۵۸.
- ✓ کردستانی، غلامرضا، نجفی عمران، مظاهر، (۱۳۸۳)، مروری بر نظریه های ساختار سرمایه، مجله حسابداری، سال بیست و سوم، شماره ۱۹۸.
- ✓ گلزاری، الناز، عسگری، محمد، (۱۳۹۲)، تأثیر ساختار سرمایه ای بر موقعیت رقابتی در بازار شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی مهندسی و هنر مدیریت در محیط زیست.
- ✓ نمازی، محمد، شیرزاده، جلال، (۱۳۸۴)، بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام، پژوهش های تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۷، صص ۱-۲۷.
- ✓ kieschnick, R and Moussawi, R (2017). " Firm age, corporate governance, and capital structure choices". Journal of Corporate Finance, Vol. 48 (2018), pp. 597- 614
- ✓ Hasan, M. M., & Habib, A. (2017). Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility. Journal of Contemporary Accounting and Economics, 13(1), 20-36.
- ✓ stro, P., M. Teresa, T. Fernández, B. Amor-Tapia and A. de Miguel. (2014). Target leverage and speed of adjustment along the life cycle of European listed firms. BRQ Business Research Quarterly, 19, 188-205
- ✓ Iman, Mahmood Osmand & Malik, Mahfuja,(2007). "firm performance and corporate Governance Through ownership structure: Evidence from Bangladesh Stock Market ". International Review of Business.
- ✓ Jensen, M. G. & Meckling, W.H. (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol.3, Issue4. pp.305-360.
- ✓ Kouki M, Guizani M.,(2011), "Corporate Governance and Dividend Poland, 162, pp. 02 -554.
- ✓ Kallunki J., Silvola H. (2008). "The effect of Organizational Life Cycle Stage on the use of Activity-based Costing". Management Accounting Research;. 19: 62-79.
- ✓ Limpan, F. and Lipman, L. (2006). "Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private and Not-For-Profit Organization. "John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey.