

رابطه بین ساختار مالکیت و اهرم مالی شرکت

زهرا بهرامی^۱

چکیده

هدف از این تحقیق، بررسی برخی ساز و کارهای اداره‌ی شرکت از جمله ساختار مالکیت و اهرم مالی شرکت، بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در ایران می‌باشد. به همین منظور نمونه‌ای از ۱۵۷ شرکت بورسی را در نظر گرفتیم. از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، که فعالیت این شرکت‌ها از سال ۹۰ تا ۹۴ مورد مطالعه قرار گرفته است. متغیرهای به کار گرفته شده در این تحقیق شامل ساختار مالکیت شرکت است که متشکل از؛ مالکیت نهادی، مالکیت دولتی و مالکیت مدیریتی می‌باشد که تحت عنوان متغیر مستقل به کار گرفته می‌شود. متغیر دیگری که در این مطالعه به عنوان متغیر وابسته مورد مطالعه قرار می‌گیرد اهرم مالی است. متغیرهای مربوطه با استفاده از نرم‌افزارهای Spss 26 و Eviews 8 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. در نتیجه انجام تحلیل‌ها نتایج نشان می‌دهد بین ساختار مالکیت و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

واژگان کلیدی: ساختار مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی، اهرم مالی

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

^۱ کارشناس ارشد حسابداری و کارشناس نوسازی شهرداری خرم‌آباد
zahra.bahrami123456@gmail.ir

صرف نظر از چارچوب قانونی ساختار مالکیت شرکت‌ها نیز می‌تواند ایجاد و توسعه مدل حاکمیت شرکتی را تحت تاثیر قرار دهند. ساختار مالکیت دو بعد دارد، تمرکز مالکیت و هویت سهامداران، ساختار مالکیت پراکنده منجر به وسیع تر شدن مسئله نمایندگی می‌شود. حاکمیت شرکتی، مجموعه‌ای روابط است بین سهامداران، مدیران و حسابرسان شرکت که متضمن برقراری نظام کنترل به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای درست مصوبات مجمع و جلوگیری از سوء استفاده‌های احتمالی می‌باشد. این قانون که مبتنی بر نظام پاسخگویی و مسولیت اجتماعی استوار است و همچنین مجموعه‌ای از وظایف و مسولیت‌هایی است که باید توسط ارکان شرکت صورت گیرد تا موجب پاسخگویی شفاف گردد (سجادی و شیر، ۱۳۹۴).

تحقیقات نشان داده که اداره امور شرکت‌ها در کشورهای توسعه یافته مانند آمریکا، کشورهای اروپایی و شرکت‌های بزرگ متمرکز است اما در کشورهای در حال توسعه به صورت کمیاب مشاهده می‌شود. حاکمیت شرکتی ابزاری است که هر اجتماع به وسیله آن جهت حرکت شرکت را مشخص می‌کند، می‌توان در تعریف محدود آن را رابطه بین شرکت با سهامداران و در تعریف گسترده رابطه بین شرکت با جامعه دانست (ابوبکر، خیری الگزیری^۲، ۲۰۱۶).

حاکمیت شرکتی فلسفه و ساز و کاری است که تسهیل‌کننده خلق ارزش برای سهامداران از طریق مدیریت امور شرکت است و این اطمینان را حاصل می‌کند که منافع فردی و جمعی همه سهامداران حراست گردد. اصول حاکمیت شرکتی مقتدر، زیربنایی است که اطمینان سرمایه‌گذاران و قرض‌دهندگان بر آن استوار است. حاکمیت شرکتی مطلوب ممکن است بر تصمیمات راهبردی شرکت که توسط هیأت مدیره اتخاذ می‌شوند، نظیر تامین مالی برون سازمانی، نوع، میزان و سررسید آن تاثیر گذارد (هرفورد و همکاران^۳، ۲۰۰۷).

با توجه به موضوع پیش رو؛ هدف از بررسی ساختار مالکیت این است که به گونه‌ای تجربی به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که متفاوت بودن ساختار مالکیت شرکت‌های بورسی بر عملکرد آنان تاثیر دارد. به طور کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی است که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. مالکیت مدیریتی یکی از مکانیزم‌های داخلی حاکمیت شرکتی است که موجب کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران شده است. مالکان نهادی در نظارت شرکت‌ها بر حقوق صاحبان سهام نگره‌داری شده توسط آن‌ها نقش کلیدی دارند، سرمایه‌گذاران نهادی

² Abu Bakr, Kheiri Al-Zaziri

³ Herford et al

در شرکت‌ها ممکن است به سرمایه‌گذاری کمک کند و سطح قیمت بازده سهام را افزایش دهد (مجتهدزاده، ۱۳۹۰).

مالکیت دولتی نوع جالبی از تعدد سهامداران در عین تمرکز مالکیت است. پژوهشگران بر این باورند که شرکت‌های دولتی، مالکان بسیاری دارند که در سراسر کشور پراکنده‌اند و در عین حال مدیریت آن به دست دولتمردان متمرکز شده است. رویکردهای متفاوتی در بررسی میان ارتباط ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. عده‌ای از محققین ساختار مالکیت را برون‌زا و عده‌ای دیگر آن را درون‌زا فرض کرده‌اند. ساختار مالکیت هنگامی برون‌زا است که به عنوان یک عامل مهم در تعیین عملکرد شرکت در نظر گرفته شود و هنگامی درون‌زا است که توسط برخی از ویژگی‌های شرکت از جمله عملکرد آن تعیین گردد. متغیرهای مربوط به ساختار مالکیت و نحوه اندازه‌گیری آنها به شرح زیر می‌باشد:

سرمایه‌گذاران نهادی نقش مهمی در بازارهای مالی بازی می‌کنند و تاثیرشان بر اداره‌ی شرکت، به عنوان نتیجه سیاست خصوصی‌سازی که از سوی برخی کشورها مانند مصر اتخاذ شده است برجسته می‌شود. سرمایه‌گذاران نهادی مانند بانک‌ها، ما در شرکت‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و غیره هستند که میزان سرمایه‌گذاری هریک از این نهادها در شرکت مبنای اندازه‌گیری این متغیر است (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۱).

سهامداران مدیریتی می‌توانند مدیران را برای به کارگیری مقدار بهینه وام تشویق کنند. سهامداران مدیریتی درست مثل دیگر سهامداران دچار زیان مالی خواهند شد، اگر وامی کمتر از تراز بهینه در ساختار اساسی شرکت به کار گرفته شود قسمت بزرگی از سهامداران مدیریتی سیاست وام بالا را به کار خواهند گرفت. برای اندازه‌گیری میزان نسبت مالکیت مدیریتی، این متغیر از تقسیم سهام نگهداری شده هیئت مدیره بر کل سهام شرکت در هر دوره به دست می‌آید. به عبارتی میزان درصد سهامی که در اختیار مدیران داخلی است. سهامداران دولتی به دلیل سهم اندک از شرکت و نداشتن منفعت در جریان‌های نقدی شرکت به طور مستقیم، هیچ انگیزه شخصی برای نظارت بر مدیران ندارند، در نتیجه به نوعی ریسک شرکت‌های دولتی را افزایش خواهند داد. برای اندازه‌گیری نسبت مالکیت دولتی هرگونه سرمایه‌گذاری وابسته به دولت مانند: بنیاد مستضعفان، سازمان بیمه تامین اجتماعی، سرمایه‌گذاری ملی ایرانی و غیره به عنوان مبنا مورد سنجش قرار می‌گیرد (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۱).

اهرم مالی عبارت است از: استفاده از انواع ابزارهای مالی یا بدهی برای افزایش نرخ بازده بالقوه سرمایه‌گذاری. بیشتر شرکت‌ها برای تامین مالی از بدهی استفاده می‌کنند. با این کار شرکت اهرم مالی خود را افزایش می‌دهد و بدون نیاز به اینکه مالکان جدیدی به شرکت اضافه شوند وجه مورد نیاز برای توسعه عملیات تجاری شرکت تامین می‌شود. اهرم مالی هم به سرمایه‌گذاران و هم به شرکت برای سرمایه‌گذاری یا اجرای فعالیت‌های

عملیاتی کمک می‌کند، اما با ریسک بزرگتری همراه است. برای اندازه‌گیری نسبت اهرم مالی در تحقیق پیش رو، این متغیر از طریق نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها در هر دوره بدست می‌آید (کول^۴، ۲۰۰۸).

باید توجه داشت که تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد و بازده شرکت‌ها موضوعی پیچیده و چند بعدی است. به همین دلیل انواع تعارض و تضاد منافع بین اشخاص و گروه‌ها را می‌توان انتظار داشت که از جمله آنها می‌توان به تضاد منافع بین مالکان و مدیران، سهامداران و طلبکاران، سهامداران حقیقی و حقوقی، سهامداران درونی و بیرونی و غیره اشاره نمود. با وجود این، یکی از مهمترین ابعاد تئوری نمایندگی به ناهمگرایی منافع بین مدیران و سهامداران مربوط می‌شود که موضوع اصلی اکثر تحقیقات در این زمینه را تشکیل می‌دهد. به اعتقاد صاحب نظران، سهامداران همواره باید نظارت مؤثر و دقیقی را بر مدیریت اعمال نمایند و همواره تلاش کنند تا از ایجاد مغایرت در اهداف و بروز انحراف در تلاش‌های مدیران جلوگیری شود. البته در هر صورت سهامداران با انتخاب مدیران و تفویض قدرت تصمیم‌گیری به آنان تحت شرایطی ممکن است در موضع انفعال قرار داشته باشند که شدت و ضعف آن بستگی زیادی به عملکرد، صحت و دقت تصمیمات سهامداران دیگر خواهد داشت (آلوز کوتو و فرانسیسکو^۵، ۲۰۱۴).

ساختار مالکیت از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به شمار می‌رود، زیرا انگیزه و اشتیاق مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد و بدین ترتیب در کارآیی هر شرکت مؤثر است. برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند. اما در ۳۰ سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه‌ی شرکت‌ها با اینگونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد به طور کلی، تحت عنوان «تئوری نمایندگی» بیان می‌شود (انصاری، ۱۳۹۶).

تعاریف متعددی با عبارات گوناگون از ترکیب مالکیت ارائه شده و واژه‌های مختلفی مانند ترکیب سهامداری و ساختار مالکیت برای این مفهوم به کار رفته است. ساختار مالکیت یا ترکیب سهامداری به معنی نحوه توزیع سهام و حقوق مالکیت به لحاظ حق رأی و سرمایه به علاوه ماهیت و موجودیت مالکان سهام است. ساختار مالکیت یک شرکت از ابعاد گوناگون قابل توجه است و در وهله اول بر حسب 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

⁴ Cole

⁵ Alozkoto & Francisco

قرار دارد. سهام تحت مالکیت سهامداران نهادی به درصدی از سهام شرکت اشاره می‌کند که در تملک سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی است (عباسی و یازرلو، ۱۳۹۲).

در خصوص رابطه سهامداران عمده و نهادی با بازده و ارزش شرکت مطالعات گوناگونی انجام شده و بر حسب شرایط مختلف اقتصادی، فرهنگی و اجتماعی به نتایج گوناگونی دست یافته‌اند. در برخی تحقیقات دولت از منظر یک سرمایه‌گذار عمده مورد توجه قرار گرفته و در برخی دیگر نقش مالکیتی دولت فراتر از صرفاً یک سهامدار مورد توجه قرار گرفته است. در گزارش حاضر رویه اول به کار گرفته شده و مالکیت دولتی در کنار مالکیت سایر نهادها و مالکان عمده مورد بررسی قرار گرفته است. مطالعات انجام شده در این زمینه نشان می‌دهد که وجود سهامداران عمده در ترکیب مالکیت می‌تواند پیامدهای مثبت و منفی برای شرکت به دنبال داشته باشد. شاید برل و مینزاوولین^۶ کسانی بودند که در سال ۱۹۳۲ به این موضوع پرداختند و ادعا کردند که بین عدم تمرکز و گستردگی مالکیت با عملکرد شرکت نوعی رابطه منفی وجود دارد. به عقیده آنان هرچه تعداد سهامداران زیادتر و درصد مالکیت آنها کمتر باشد عملکرد شرکت ضعیف‌تر خواهد بود. این نظریه بعدها توسط محققان به چالش کشیده شد (حسینی و حقیقت، ۱۳۹۵).

در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حکمرانی و تولید بر سازمان‌ها و هم‌چنین عملکرد آنها می‌تواند داشته باشد. اساسی‌ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت است. با وجود این، وجود حالاتی خاص سبب می‌گردد که اعمال این حاکمیت مخصوصاً برای سهام‌داران خرد با موانعی روبرو شود. از این رو یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت و درجه‌بندی آن در مقیاس‌های استاندارد می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان راهبردهای لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود (تنانی و رجیبی، ۱۳۹۴).

همچنین منظور از اصطلاح اهرم مالی، نوع و نسبت درصد انواع مختلف اوراق بهادار منتشر شده توسط واحد انتفاعی است. اهرم مالی مطلوب نیز مجموعه‌ای از اوراق بهادار است که موجب حداکثر شدن ارزش کلی واحد انتفاعی بشود و اما چگونه می‌توان محدوده حداکثر ارزش واحد انتفاعی را تعیین کرد. مدیران مالی در مواجهه با مساله بسیار مشکل‌مذبور ناگزیر از تدوین سیاست مناسب خود می‌باشند. چنانچه پس از اعلام یک برنامه مالی جدید، قیمت سهام شرکت کاهش یابد می‌تواند نتیجه گرفت که اجرای برنامه مالی جدید موجب خارج شدن ارزش شرکت از محدوده بهینه خواهد شد. ضمناً موسسات مالی تامین‌کننده اعتبار و تسهیلات مالی نیز می‌توانند دیدگاه‌های خود را درباره برنامه مالی واحد انتفاعی در اختیار مدیران مالی بگذارند. چنانچه

⁶ Berl & Minsawalin

واحد انتفاعی ناگزیر از پرداخت بهره بالا (غیر متعارف) باشد، می‌توان آن را نشانه‌ای از استقراض زیاد قبلی تلقی کرد. منع دیگر اطلاعات می‌تواند تجدید نظر در رده‌بندی اوراق ترخیص واحد انتفاعی و پایین آوردن آن توسط نوسان تحلیل‌گر مالی می‌باشد (کرمی و همکاران، ۱۳۹۵).

انتظار می‌رود شرکت‌های با اهرم مالی بالا، مشکلات بیشتری در تامین مالی خارجی داشته باشند و نسبت به شرکت‌های با نسبت اهرمی پایین‌تر، با محدودیت‌های مالی بیشتری مواجه باشند. بنابراین، اهرم مالی از تقسیم جمع بدهی شرکت بر جمع دارایی‌های آن، به دست می‌آید (خواجه‌وی و همکاران، ۱۳۹۲).

با توجه به مطالب گفته شده پژوهش حاضر در پی پاسخی به این سؤال است که، آیا ساختار مالکیت بر اهرام مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معناداری وجود دارد؟

۲. فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اصلی تحقیق

بین ساختار مالکیت و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی تحقیق

بین نسبت مالکیت مدیریتی و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

بین نسبت مالکیت سهامداران دولتی و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

۳. پیشینه پژوهش

الویز و همکاران (۲۰۱۴)، در بررسی تجربیات خود نشان می‌دهند که تنوع در هیئت مدیره در تامین مالی شرکت اثر می‌گذارد و باعث بهره‌وری و کاهش عدم تقارن اطلاعات می‌شود. در نتیجه نسبت زنان در هیئت مدیره یا رابطه مثبت با اهرم مالی شرکت‌های بزرگ دارد.

محمد ابوبکر، خیری الکزیری (۲۰۱۶)، در مطالعات خود به این نتیجه رسیدند که ویژگی‌های هیئت مدیره از قبیل: اندازه هیئت مدیره، وجود زنان در هیئت مدیره، تفکیک وظایف مدیرعامل از هیئت مدیره، مدیران غیر اجرایی در هیئت مدیره، نسبت سهام عرضه شده توسط سرمایه‌گذاران نهادی، میزان سهام بلوک شده شرکت، نسبت مالکیت مدیریتی و نسبت سهام عرضه شده توسط مدیریت با اهرم مالی شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

حاجیهها و اخلاقی (۱۳۹۳)، در تحقیقی با عنوان بررسی ارتباط ساختار هیئت مدیره با اهرم مالی در بورس اوراق بهادار، اندازه هیئت مدیره، درصد اعضای غیرموظف و تفکیک وظایف مدیرعامل از هیئت مدیره به عنوان ویژگی‌های هیئت مدیره شرکت در نظر گرفته شده است. نتایج نشان دهنده این است که رابطه مثبت و معنی دار بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره با اهرم مالی وجود دارد. همچنین بین اندازه هیئت مدیره و تفکیک وظایف هیئت مدیره از مدیرعامل با اهرم مالی رابطه منفی وجود دارد.

حسینی ابراهیم آبادی و همکاران (۱۳۹۶)، به بررسی ارتباط بین اهرم مالی و ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. با توجه به اهداف پژوهش، اهرم مالی شرکت به عنوان متغیر وابسته پژوهش و تملک سهام هیات مدیره و سرمایه گذاران نهادی به عنوان متغیرهای پیش بین در نظر گرفته می‌شود. همچنین به منظور ارزیابی دقیق تر روابط بین متغیرها، نقش متغیرهای حساسیت دارایی‌های شرکت، سپر مالیاتی غیر بدهی، معکوس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، سودآوری و درصد سود تقسیمی به عنوان متغیرهای کنترلی مورد توجه قرار می‌گیرد. نتایج تحقیق فوق نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی و نهادی سهام، اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را به صورت معنادار تحت تاثیر قرار می‌دهد و این موضوع در شرکت‌های با درجات پایین مالکیت مدیریتی نیز صادق است.

مطلبیان چالشری و مصطفوی (۱۳۹۸)، تاثیر ساختار مالکیت بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. هدف تحقیق فوق بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور اطلاعات مالی ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به روش داده‌های ترکیبی مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج تحقیق فوق نشان داد تاثیر نظارت نهادی بر اهرم مالی، معکوس و معنی دار است. همچنین، یافته دیگر پژوهش، حاکی از آن است که تاثیر کنترل نهادی بر اهرم مالی و تاثیر مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی، مثبت و معنی دار است.

۴. روش اجرای تحقیق

روش تحقیق توصیفی و از نوع همبستگی است. توصیفی به این دلیل که هدف آن توصیف کردن شرایط یا پدیده‌های مورد بررسی است و برای شناخت بیشتر شرایط موجود می‌باشد و همبستگی به دلیل اینکه در این تحقیق رابطه بین متغیرها مورد نظر است. این تحقیق، از نوع علی پس رویدادی می‌باشد. همچنین، روش تحقیق، به لحاظ هدف، کاربردی می‌باشد. در پژوهش حاضر جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برابر ۶۴۷ شرکت می‌باشند. جهت انتخاب نمونه آماری با استفاده از روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۵۷ شرکت را به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. جهت گردآوری اطلاعات

مورد نیاز از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، شرکت‌های بورسی و همچنین اطلاعات ثبت شده در سایت کدال اطلاعات جمع‌آوری شده است. در پایان از آزمون‌های آماری توصیفی (میانگین، میانه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی) و استنباطی (آزمون جاک-ک- برا، ضریب تعیین، آزمون فیشر، دوربین واتسون و آزمون رگرسیون) با استفاده از نرم‌افزارهای Spss 26 و Eviews 8 استفاده شده است.

۵. تجزیه و تحلیل داده‌های آماری

آمار توصیفی

قبل از این که به آزمون فرضیه‌های تحقیق پرداخته شود، متغیرهای تحقیق به صورت خلاصه در جدول شماره ۱- مورد بررسی قرار می‌گیرد

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی

مشاهدات	سطح- معناداری	آزمون جاک-ک- پرا	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	میانه	میانگین	متغیرها
۷۸۵	۰/۰۶۰۵	۵/۶۰۸۰	۲/۳۹۱۶۶۲	۰/۵۵۰۷	۰/۰۴۳۵	۰/۰۸۰۰	۰/۱۰۴۲	اهرم مالی
۷۸۵	۰/۰۹۴۳	۴/۷۲۲۱	۲/۸۸۱۳	-۰/۵۶۶۹	۱/۴۹۵۹	۱۸/۶۹۰	۱۸/۵۷۴	مالکیت مدیریتی
۷۸۵	۰/۰۰۰	۶۴/۳۱۸	۱۰/۷۷۵	-۲/۷۱۶۳	۰/۱۳۹۱	۰/۹۳۰۰	۰/۸۷۰۷	مالکیت سهامداران نهادی
۷۸۵	۰/۰۰۰	۹/۱۴۳۵	۲۱/۵۳۶	۳/۹۳۲۴	۰/۲۱۵۱	۱/۰۴۰۰	۱/۱۰۳۵	مالکیت سهامداران دولتی
۷۸۵	۰/۰۰۰	۳۰/۵۸۲	۳/۷۶۸۱	۱/۴۱۸۱	۰/۰۹۱۶	۰/۰۲۰۰	۰/۸۸۹۵۶	اندازه شرکت
۷۸۵	۰/۰۰۵۸	۱۰/۲۸۱	۳/۲۳۹۰	-۰/۸۴۴۴	۱/۶۶۱۷	۱۸/۳۶۰	۱۸/۲۰۴	سودآوری

جدول ۱- در بردارنده اصلی‌ترین شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است. میانگین که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع بوده و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست، برای متغیر اهرم مالی برابر ۰/۱۰۴۲ است. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد و نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند همچنین یکسان بودن مقدار میانگین و میانه نشان دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد که برای متغیر اهرم مالی برابر ۰/۰۸۰۰ است. شاخص‌های پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت

به میانگین است. انحراف معیار یکی از مهمترین شاخص های پراکندگی است که برای متغیر اهرم مالی برابر ۰/۰۴۳۵ می باشد. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. مقدار ضریب چولگی برای متغیر اهرم مالی مثبت و نزدیک صفر می باشد که نشان می دهد توزیع نرمال و خیلی کم چوله به راست می باشد. شاخص پراکندگی میزان کشیدگی یا پخی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می نامند. اگر کشیدگی حدود صفر باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار مثبت باشد منحنی برجسته و اگر منفی باشد منحنی پهن می باشد. در تحقیق حاضر برای تمام متغیرها کشیدگی مثبت می باشد.

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

مانایی متغیرها در سه حالت «در سطح»، «روی تفاضل اول» و «روی تفاضل دوم» می تواند بررسی شود. متغیرهایی که احتمال حاصل از آزمون آنها «در سطح» کمتر از ۵٪ می باشد فرضیه صفر در مورد آن رد شده و آن متغیر در سطح، ماناست و آن متغیر انباشته از مرتبه صفر یا $I(0)$ خواهد بود. در صورتی که بیشتر از ۵٪ باشد، متغیر نامانا است. در این حالت مانایی آن روی اولین تفاضل مورد بررسی قرار می گیرد و در صورت پایا بودن متغیر بعد از یک مرتبه تفاضل گیری، این متغیر انباشته از مرتبه یک یا $I(1)$ خواهد بود. نتایج آزمون ریشه واحد برای متغیرها در سطح و تفاضل مرتبه اول در جدول (۲) درج گردیده است.

جدول ۲- نتایج آزمون مانایی متغیرها

متغیرها	آماره ADF فیشر	سطح معنی داری	نتیجه
اهرم مالی	۴۰/۴۶۴۰	۰/۱۵۶	$I(0)$
مالکیت مدیریتی	۶۴/۸۲۲۹	۰/۲۸۷	$I(0)$
سهامدار نهادی	۵۵/۹۳۳۳	۰/۱۰۳	$I(0)$
مالکیت دولتی	۱۰۲/۵۸۰	۰/۰۰۰	$I(0)$
اندازه شرکت	۳۲/۴۴۱۰	۰/۰۵۱	$I(0)$
سودآوری	۵۵/۲۹۶۰	۰/۴۳۲	$I(0)$

همانطور که در جدول ۲- ملاحظه می شود سطح معنی داری آزمون ریشه واحد در همه متغیرها در آزمون ریشه واحد کمتر از ۰/۰۵ و نشان می دهد که از مرتبه صفر $I(0)$ و در سطح مانا (پایا) هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ ثابت بوده است. بنابراین تمامی متغیرهای تحقیق در سطح مانا یا به عبارتی پایا می باشند.

آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

آزمون لیمر از مون است که مشخص می کند که روش استفاده از داده های متغیرها به صورت ترکیبی باشد یا تلفیقی که اگر سطح معنی داری آزمون لیمر معنی دار باشد روش ترکیبی و در صورتی که معنی دار نباشد از روش تلفیقی استفاده می کنیم. همچنین برای استفاده از روش پانل دیتا بایستی روش استفاده از اثرات ثابت و یا تصادفی مشخص بشود آزمون هاسمن برای این مهم استفاده می شود به طوری که اگر میزان خطای محاسبه شده برای این آزمون بیشتر از ۵ درصد باشد از روش مدل با اثرات تصادفی، ولی اگر سطح خطای آن کمتر از ۵ درصد باشد از روش اثرات ثابت استفاده می شود.

جدول ۳- آزمون لیمر و هاسمن برای روش چپش داده ها

فرضیه ها	آزمون اف لیمر	سطح معنی داری	نتیجه	آزمون هاسمن	سطح معنی داری	نتیجه
فرضیه اول	۷/۸۵۵۴۶۷	۰/۰۰۰	تابلویی	۳۶/۲۷۸۲۴۰	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
فرضیه دوم	۲۰/۷۹۱۱۵۷	۰/۰۰۰	تابلویی	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	اثرات تصادفی
فرضیه سوم	۱۲/۳۳۵۰۶۱	۰/۰۰۰	تابلویی	۳۵/۷۹۶۷۷۴	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

در جدول ۳- آزمون F لیمر نشان می دهد مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ باشد یا به عبارت دیگر آماره آزمون آنها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین الگو از روش داده های تابلویی استفاده خواهد شد. با توجه به نتایج بدست آمده، روش داده های تابلویی برای مدل فرضیه ها پذیرفته شده است. روش داده های تابلویی خود با استفاده از دو الگوی «اثرات تصادفی» و «اثرات ثابت» می تواند انجام گیرد که برای انتخاب آنها، از آزمون هاسمن استفاده می شود. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است از الگوی اثرات ثابت و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ است از الگوی اثرات تصادفی برای تخمین استفاده می شود.

۶. آمار استنباطی**آزمون فرضیه اول تحقیق**

بین نسبت مالکیت مدیریتی و اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

$$TDA_i = A_0 + B_1 MANGSH + B_2 FSIZEIT + B_3 PROFIT + B_4 GROWIT + B_5 TANGIT + EIT \quad |$$

اگر این فرضیه را به صورت آماری بیان کنیم به صورت زیر در می آید:

فرضیه صفر: بین نسبت مالکیت مدیریتی و اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود ندارد.

فرضیه مقابل: بین نسبت مالکیت مدیریتی و اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

نتیجه تجزیه و تحلیل فرضیه اول تحقیق در جدول ۴- آمده است.

جدول ۴- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره-t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۶۷۶۷۵	۰/۱۳۰۲۴	۵/۱۹۵۹۲	۰/۰۰۰
مالکیت مدیریتی	-۰/۰۰۶۹۲	۰/۰۰۳۱۵	-۲/۱۹۵۶۵	۰/۳۲۱
اندازه شرکت	-۰/۲۹۰۳۴	۰/۱۱۴۶۳	-۲/۵۳۲۸۶	۰/۱۴۰
نسبت سودآوری	۰/۱۲۷۰۶	۰/۳۷۷۰۱	۳/۳۷۰۳۰	۰/۰۱۳
ضریب تعیین شده	۰/۸۰۵۷۶	سطح معناداری	F-آماره	۱۴/۹۳۸۵
دوربین واتسون	۲/۳۹۰۰۵			۰/۰۰۰

در جدول ۴- مشاهده می شود احتمال آماره t برای ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای مالکیت مدیریتی، اندازه شرکت و نسبت سودآوری بر اهرم مالی کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می باشد. ضریب برآورد شده توسط نرم افزار برای متغیر مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی منفی و معنادار می باشد. بنابراین، رابطه خطی معکوس بین متغیر مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی وجود دارد. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرضیه اول برای این متغیر رد می شود. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می دهد که قادر است به میزان ۸۱٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. با توجه به فرضیه چون متغیرهای مالکیت مدیریتی، اندازه شرکت و نسبت سودآوری بر اهرم مالی در مدل معنی دار می باشد بنابراین فرض H0 رد و H1 تایید می شود یعنی مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی تاثیر معناداری دارد.

آزمون فرضیه دوم تحقیق

بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

$$TDA_i = A_0 + B_1 INSTSH + B_2 FSIZE_{IT} + B_3 PROFIT + B_4 GROW_{IT} + B_5 TANG_{IT} + E_{IT}$$

اگر این فرضیه را به صورت آماری بیان کنیم به صورت زیر در می آید:

فرضیه صفر: بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود ندارد.

فرضیه مقابل: بین نسبت مالکیت سهامداران نهادی و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

نتیجه تجزیه و تحلیل فرضیه دوم تحقیق در جدول ۵- آمده است.

جدول ۵- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره-t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۳۱۰۳۸	۰/۳۵۷۳۱	۰/۸۶۸۶۶	۰/۳۸۸
درصد سهامداران نهادی	۰/۰۱۷۸۳	۰/۰۰۸۶۴	۲/۶۲۵۸۴	۰/۴۳۶
اندازه شرکت	۰/۱۱۸۸۲	۰/۳۱۴۴۷	۴/۹۶۰۸۳	۰/۰۰۱
نسبت سودآوری	۰/۰۳۱۹۷	۰/۱۰۳۴۸	۱/۷۳۱۹۳	۰/۸۸۵/۰
ضریب تعیین		۰/۹۰۱۶۷۷	-آماره	۲۱/۶۴۲۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۶۰۰۱۵	سطح معناداری	۰/۰۰۰
دوربین واتسون		۲/۱۷۳۷۵۰		

در جدول ۵- مشاهده می شود احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای درصد سهامداران نهادی و اندازه شرکت بر اهرم مالی کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می باشد. ضرایب متغیرهای درصد سهامداران نهادی و اندازه شرکت بر اهرم مالی کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می باشد. ضریب برآورد شده توسط نرم افزار برای متغیر درصد سهامداران نهادی بر اهرم مالی مثبت و معنادار می باشد. بنابراین، رابطه خطی مستقیم بین متغیر درصد سهامداران نهادی بر اهرم مالی وجود دارد. و احتمال آماره t برای متغیر نسبت سودآوری بر اهرم مالی بیشتر از ۵٪ است لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرضیه اول برای این متغیر رد می شود. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می دهد که قادر است به میزان ۸۶٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهد. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. با توجه به فرضیه چون متغیرهای درصد سهامداران نهادی و اندازه شرکت بر اهرم مالی در مدل معنی دار می باشد. بنابراین فرض H0 رد و H1 تایید می شود، یعنی مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی تاثیر معناداری دارد.

آزمون فرضیه سوم تحقیق

بین نسبت مالکیت سهامداران دولتی و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

$$TDA_i = A_0 + B_1 GOVSH + B_2 FSIZE_{IT} + B_3 PROF_{IT} + B_4 GROW_{IT} + B_5 TANG_{IT} + E_{IT}$$

اگر این فرضیه را به صورت آماری بیان کنیم به صورت زیر در می‌آید:

فرضیه صفر: بین نسبت مالکیت سهامداران دولتی و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود ندارد.

فرضیه مقابل: بین نسبت مالکیت سهامداران دولتی و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

نتیجه تجزیه و تحلیل فرضیه سوم تحقیق در جدول ۶- آمده است.

جدول ۶- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل سوم

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره-t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۶۹۵۱۰	۰/۱۰۴۵۰	۶/۶۵۱۵۹	۰/۰۰۰
مالکیت دولتی	۹/E-05۲۵	۰/۰۰۲۵۳	۰/۳۶۶۰۱	۰/۷۵۱
اندازه شرکت	۰۳۵۴۸۱/۰-	۰/۰۹۱۹۷	-۳/۸۵۷۷۶	۰/۰۰۳
نسبت سودآوری	-۰/۸۳۴۷۳	۰/۳۰۲۴۹	-۲/۷۵۹۵۱	۰/۰۷۷
ضریب تعیین	۰/۹۱۲۶۱۲	آماره-F	۲۴/۶۴۶۰۲	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۷۵۵۸۳	سطح معناداری	۰/۰۰۰	
	دوربین واتسون	۲/۲۸۴۶۲۱		

در جدول ۶- مشاهده می‌شود احتمال آماره t ضریب ثابت و ضرایب متغیرهای اندازه شرکت، نسبت سودآوری و نسبت رشد دارایی ثابت بر اهرم مالی کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. و احتمال آماره t برای متغیرهای مالکیت دولتی و نسبت دارایی ثابت بر اهرم مالی بیشتر از ۵٪ است لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ فرضیه اول برای این متغیر رد می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۸۸٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. با توجه به فرضیه چون متغیرهای مالکیت دولتی و نسبت دارایی ثابت بر اهرم مالی در مدل معنی‌دار نمی‌باشد. بنابراین فرض H0 تایید و H1 رد می‌شود، یعنی مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی رابطه‌ای ندارد.

۷. نتیجه گیری و پیشنهادات

متغیر مالکیت مدیریتی در رابطه با ساختار مالکیت شرکت‌ها مطرح شده است. مالکیت مدیریتی به آن میزان از سهم سرمایه‌گذاری شده توسط مدیران شرکت که از اعضای هیئت مدیره می‌باشند تشکیل می‌شود. با مطالعه صورت‌های مالی ارائه شده توسط شرکت‌ها اطلاعات مربوط به این متغیر جمع‌آوری شده است، با بررسی مدل تحقیق و انجام تحلیل‌های مربوطه با اطمینان ۹۵٪ به وجود رابطه معنادار بین متغیر مالکیت مدیریتی با اهرم مالی شرکت‌ها دست یافتیم. همسو شدن نتایج پژوهشگرانی همچون برگر و دیگران (۱۹۹۷) اوی (۲۰۰۰) و ولالاک، ان، ایچ و لاک، اس (۲۰۱۲) رابطه معنادار مثبت را یافتند و در مقابل نتایج مغایر با تحقیق حاضر رد این فرضیه در تحقیق خیری الگریزی (۲۰۱۶) و فلوراکیز و اوزکان (۲۰۰۹) می‌باشد.

متغیر مستقل سهامداران نهادی جزء متغیرهای مربوط به ساختار مالکیت می‌باشد. سهامداران نهادی شامل اشخاص حقیقی و حقوقی مانند: بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و غیره می‌باشد. با توجه به اطلاعات منتشر شده توسط شرکت‌ها میزان سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی برای هر یک از شرکت‌ها مشخص گردیده است و سپس با توجه به مدل تحقیق و انجام کار تجزیه و تحلیل داده‌های مربوط به این متغیر با اطمینان ۹۵٪ به وجود رابطه معنادار بین متغیر سهامداران نهادی با اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دست پیدا کردیم. در تحقیقی در کشور مصر خیری الگریزی (۲۰۱۶) در پژوهش خود به این نتیجه رسید که رابطه مثبت بی‌معنایی با وام کل و وام بلندمدت دارد. در حالی که با وام کوتاه مدت رابطه مثبت معناداری دارد. این نتایج حاکی از آن است که مالکیت نهادی بر وام کوتاه مدت اثر می‌گذارد، در حالی که هم بر وام کل و هم بر وام بلندمدت تاثیر بی‌معنایی دارد. در نتیجه بخشی از این تحقیق پذیرفته می‌شود. همچنین نتایج تحقیقات همسو شامل حسن و علی (۲۰۰۹)، بوداچی و احمدپور (۱۳۹۰) در مقابل برخی مطالعات مانند یاسین و العمرنه (۲۰۱۳) تاثیر معنادار منفی بر اهرم مالی را آشکار می‌کنند. که ناشی از کنترل‌گری قوی سهامداران نهادی است.

متغیر مستقل مالکیت دولتی جزء متغیرهای مربوط به ساختار مالکیت می‌باشد. سهامداران دولتی شامل آن دسته از میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها که توسط نهادها و ادارات دولتی و همچنین نهادهای وابسته به دولت می‌باشند. اطلاعات مربوط به این متغیر با توجه به ارائه اطلاعات توسط شرکت‌ها استخراج گردیده است. سپس با توجه به مدل تحقیق و انجام تحلیل‌های آماری نسبت به این متغیر با درصد خطای ۵٪ نتایج نشان‌دهنده عدم وجود رابطه معنادار بین متغیر سهامداران دولتی با اهرم مالی شرکت‌هاست و باعث رد فرضیه مربوطه شده است. از جمله دلایل مربوط به رد این فرضیه می‌توان به این موضوع اشاره کرد که در ایران ساختار سرمایه‌های دولتی از کارایی لازم برخوردار نیست و لازم است برای رسیدن به ساختار سرمایه بهینه، کنترل‌های بیشتری اعمال گردد که این مهم جزء در سایه خصوصی سازی مقدور نیست. وجود رابطه

منفی در تحقیقات هوانگ جی و سونگ (۲۰۰۶) و زوواوپیک (۲۰۰۹) مشاهده می شود. در مقابل در تحقیقات خیری الگریزی (۲۰۱۶) و دیسومسیک و دیگران (۲۰۰۴) و لیو کیو و دیگران (۲۰۰۱) رابطه معنادار مثبتی می یابند که می گویند شرکت های دولتی می توانند از اعتبار تسهیلاتی تضمینی و دسترسی آسان تر به قرض گرفتن از بانک ها و خود دولت برخوردار شوند.

منابع و مآخذ

انصاری، الهام (۱۳۹۶)، تاثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی (افشاء) بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس پژوهش های نوین ایران و جهان در مدیریت، اقتصاد، حسابداری و علوم انسانی، دانشگاه دولتی علمی کاربردی شوشتر، شرکت دانش پژوهان همایش آفرین پارس بین المللی، دوره اول، صص ۲۳-۱.

تنائی، محسن، رجیبی، مجید (۱۳۹۴)، نقش اندازه شرکت و ساختار مالکیت در بهره وری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس بین المللی مدیریت، اقتصاد، حسابداری و علوم تربیتی، ساری.

حسینی ابراهیم آبادی، سید مهدی، ناظمی اردکانی، مهدی، شاه مرادی، نسیم (۱۳۹۶)، بررسی ارتباط بین اهرم مالی و ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین المللی مدیریت، حسابداری و اقتصاد دانش بنیان با تاکید بر اقتصاد مقاومتی، تهران.

حاجیه، زهره، اخلاقی، حسنعلی (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر ویژگی های هیأت مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت، حسابداری مدیریت، ۶ (شماره ۲ (پیاپی ۱۷))، ۷۴-۵۹.

حسینی، سیدعلی، حقیقت، سرور (۱۳۹۵)، رابطه بین حاکمیت شرکتی و تعهد به ایفای مسئولیت های اجتماعی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش حسابداری، شماره ۲۳، زمستان ۹۵، صص ۱۳۱-۱۰۶.

خواجوی، شکرالله، گرگانی فیروزجاه، ابوالفضل (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین ویژگی های هیات مدیره و روش های تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی بهار، شماره ۲۱، مرداد ماه ۹۲، صص ۲۳-۱.

سجادی، سید حسین، شیری، یحیی (۱۳۹۴)، نقش رسانه در حاکمیت شرکتی، مجله دانش و پژوهش حسابداری، زمستان ۹۴، شماره ۴۳، صص ۱۹-۱.

عباسی، ابراهیم، یازلو، وحید (۱۳۹۲)، تاثیر ساختار مالکیت بر درایی های نامشهود، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ستا پنجم، شماره ۱۸، تابستان ۹۲، صص ۸۱-۶۲.

کریمی، کاظم و گیلانی نیا، بهنام و ثامن، فرشاد (۱۳۹۵)، بیان مولفه های اهرم مالی و اهمیت آن در حسابداری، دومین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار، رشت.

مجتهدزاده، ویدا (۱۳۹۰)، رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۳ (۱۰)، ۴-۲۱.

مهرانی، ساسان، فعال قیومی، علی، مرادی، محمد (۱۳۹۱)، رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری. دانش حسابداری، ۳ (۱۱)، ۵۵-۳۱.

مطلبیان چالستری، مجتبی، مصطفوی، زهرا (۱۳۹۸)، تاثیر ساختار مالکیت بر اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شماره ۴، پیاپی (۳۵)، دوره نهم، زمستان ۹۸، صص ۸۲-۶۵.

Alves, p, couto, A, B &Francisco, P, M. (2014). "Board of director's composition and financeing choies." <http://mpva.ub.uni.muenchen.de>.

Cole, Rebel. (2008). what do we know about the capital structure of privately held firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance. Retrieved from <http://www.ssrn.com>.

Harford, jarrad, LI, Kai&Xinleizhao. (2007). "corporate boards and the leverage and debt maturity choices"available at:<http://ssrn.com/abstract=891300>

Mohamad, G, Abobakr & Khairy, elgiziry. (2016). "the effect of the board characteristics and ownership structure on the corporate financial levrrage"journal of accountin and finance research (2016) vol: 5no:1

