

## تاثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسن فتاحی نافچی

عضو هیئت علمی گروه حسابداری، واحد شهرکرد، دانشگاه آزاد اسلامی، شهرکرد، ایران (نویسنده مسئول)

hasanzft@yahoo.com

میلاذ خواجه‌وند کاجی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی نور هدایت، شهرکرد، ایران

miladkaj1991@gmail.com

### چکیده

شناخت رفتار و تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها بسیار پیچیده و مشکل است؛ چرا که عوامل و متغیرهای گوناگونی این تصمیمات را تحت الشعاع خود قرار می‌دهند. ترکیب منابعی که سرمایه‌گذاری‌های شرکت توسط آنها تأمین مالی می‌شود را ساختار سرمایه می‌نامند. هدف این پژوهش بررسی تاثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور نمونه‌ای متشکل از ۱۶۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفت. برای اندازه‌گیری سن شرکت از زمان تاسیس اولیه تا زمان کنونی استفاده شده و جهت محاسبه حاکمیت شرکتی از عوامل تاثیرگذار از جمله تفکیک پست مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی، فرعی بودن شرکت، میزان نفوذ و مالکیت دولت، نوع حسابرس، و نهایتاً برای محاسبه ساختار سرمایه شرکت از مدل مودپگیلیانی و میلر استفاده شده است. آزمون فرضیه‌ها در این پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیون چند متغیره مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی مناسبی دارند ساختار سرمایه بهینه‌ای را نیز انتخاب می‌کنند اما رابطه‌ی معناداری بین سن شرکت و ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه مشاهده نگردید. **واژگان کلیدی:** سن شرکت، حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه.

### مقدمه

تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه، یکی از چالش برانگیزترین و مشکل‌ترین مسائل پیش روی شرکت و حیاتی‌ترین تصمیم در مورد ادامه بقای آنها است. ساختار سرمایه‌ی نامناسب برای هر شرکتی و به طور خاص در مورد شرکت‌ها، همه‌ی زمینه‌های فعالیت یک شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد و می‌تواند منجر به بروز مسائلی نظیر عدم کارایی در بازاریابی محصولات، عدم کارآمدی و ناتوانی در به‌کارگیری مناسب بدهی‌ها و موارد مشابه شود. در کشور ما اکثر پژوهش‌ها بر تعیین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها متمرکز می‌شود. حسن و علی (۲۰۰۹) بیان می‌کنند که حاکمیت شرکتی شامل رویه‌ها و ساختارهایی است که برای سهامداران در طی مدیریت امور شرکت ایجاد ارزش می‌کند و در مورد حمایت از امور مورد علاقه کلیه سهامداران اطمینان می‌دهد. آنان معتقدند که رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند بر تصمیمات استراتژیک شرکت که در سطح هیئت مدیره گرفته می‌شود، مانند تأمین مالی خارجی تاثیر با

اهمیتی داشته باشد. بنابراین متغیرهای حاکمیت شرکتی مانند ترکیب هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، و اندازه هیئت مدیره می‌تواند تاثیر با اهمیتی بر تصمیمات ساختار سرمایه داشته باشد. در پژوهش‌های پیشین به تاثیری که سن شرکت می‌تواند بر رابطه بین ویژگی‌ها حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه پرداخته نشده است، بنابراین پژوهش حاضر با بررسی تاثیرات سن شرکت‌ها بر نحوه انتخاب ساختار سرمایه توسط مدیریت شرکت با توجه به کاستی‌هایی که در پژوهش‌های قبلی است، می‌پردازد.

### مبانی نظری پژوهش

امروزه ساختار سرمایه<sup>۱</sup> به عنوان مهمترین عامل موثر بر ارزش گذاری شرکت‌ها مطرح گردیده و درجه بندی شرکت‌ها نیز از لحاظ اعتباری به ساختار سرمایه آنها وابسته است (مایرز و ساسمن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). اینکه چه حجمی از ساختار سرمایه را بدهی و چه حجمی از آن را حقوق صاحبان سهام تشکیل داده باشد تا در نهایت به عنوان ساختار سرمایه بهینه منجر به حداقل نمودن هزینه سرمایه و به تبع آن افزایش ارزش سهام شرکت‌ها گردد به عنوان یک مسئله مهم مورد توجه قرار می‌گیرد (متان و همکاران، ۱۳۸۹).

مودیگلیانی و میلر<sup>۳</sup> (۱۹۵۸) برای اولین بار بحث ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند و بیان کردند که تحت مفروضات خاصی از جمله وجود بازار رقابت کامل، عدم وجود مالیات بر درآمد و عدم وجود هزینه‌های ورشکستگی، ارزش شرکت، مستقل از ساختار سرمایه آن است. مودیگلیانی و میلر در سال‌های بعد با در نظر گرفتن عامل مالیات بر درآمد شرکت، نظریه اولیه خود را مورد تجدیدنظر قرار داده استدلال نمودند که، با توجه به اینکه بدهی برای شرکت‌ها سپر مالیاتی ایجاد می‌کند، پس ترجیحاً از بین منابع مختلف تامین مالی، از بدهی استفاده می‌کنند. زیرا استفاده بیشتر از بدهی موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد.

حاکمیت شرکتی مجموعه سازوکارهای است که موجب تصمیم‌گیری مدیران در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت برای مالکان می‌شود. اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند موجب اختصاص بهینه منابع و ارتقای شفافیت اطلاعات منتشر شده توسط شرکت در و در نهایت رشد و توسعه اقتصادی شود (قائمی و شهریاری، ۱۳۸۸).

حسن و علی<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) بیان می‌کنند که حاکمیت شرکتی شامل رویه‌ها و ساختارهایی است که برای سهامداران در طی مدیریت امور شرکت ایجاد ارزش می‌کند و در مورد حمایت از امور مورد علاقه کلیه سهامداران اطمینان می‌دهد. آنان معتقدند که رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند بر تصمیمات استراتژیک شرکت که در سطح هیئت مدیره گرفته می‌شود، مانند تامین مالی خارجی تاثیر با اهمیتی داشته باشد. متغیرهای حاکمیت شرکتی مانند ترکیب هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، و اندازه هیئت مدیره می‌تواند تاثیر با اهمیتی بر تصمیمات ساختار سرمایه داشته باشد. اعضای هیئت مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیئت مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثر بگذارد. در صورتی که اکثریت اعضای هیئت مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیئت مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود (زارع، ۱۳۸۹). اعضای غیرموظف هیئت مدیره هسته اصلی هیئت مدیره را در حاکمیت شرکتی مدرن تشکیل می‌دهد. اعضای غیرموظف هیئت مدیره در افزایش توانایی شرکت در دستیابی به اعتماد سرمایه گذاران خارجی، نقش اساسی ایفا می‌کنند و این ریسک مربوط به واحد تجاری را کاهش داده و توانایی آن را در دستیابی به وجوه افزایش می‌دهد. هرچه تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره بیشتر باشد منجر به

<sup>1</sup> Capital structure

<sup>2</sup> Myers & Sussman.

<sup>3</sup> Modigliani & Miller.

<sup>4</sup> Hassan & Ali.

نسبت‌های اهرمی بالاتر می‌شود (پیففر و سالانکیک<sup>۵</sup>، ۱۹۷۸). ون و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۲) معتقد است که هر چه تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره بیشتر باشد مدیریت را به صورت کارا تر تحت نظارت دارند و بنابراین، مدیران به سمت سطوح اهرمی پایین تر برای دستیابی به نتایج بالاتر هدایت می‌شوند. فاما و جنسن<sup>۷</sup> (۱۹۸۳) بیان می‌کنند که در سازمان، وظایف مدیریت تصمیم‌گیری و کنترل تصمیم‌گیری باید مجزا باشد. وظیفه مدیریت تصمیم‌گیری شامل حق ایجاد طرح‌های جدید برای توزیع منابع سازمان است در حالی که وظیفه کنترل تصمیمات شامل حق تصویب و نظارت بر طرح‌ها می‌باشد. این جدایی، قضاوت منصفانه در رابطه با استفاده از منابع سازمان را فراهم می‌کند. بنابراین وظیفه مدیر عامل باید از وظیفه رییس هیئت مدیره جدا باشد و نبود این جدایی به معنی عدم جدایی مدیریت تصمیم‌گیری و کنترل تصمیم است و این در نهایت منجر به مشکلات نمایندگی می‌شود. استقلال هیئت مدیره سبب بکارگیری مقدار بهینه از بدهی‌ها در ساختار سرمایه می‌شود و سازمانهایی که در آنها استقلال مدیرعامل از رییس هیئت مدیره مشاهده می‌شود، معمولاً دارای نسبت‌های اهرمی بالاتر هستند. برگر<sup>۸</sup> (۱۹۹۷) معتقد است که سازمان‌هایی با هیئت مدیره بزرگتر معمولاً دارای نسبت‌های اهرمی پایین تر هستند و چنین تحلیل می‌کند که هیئت‌مدیره بزرگتر مدیران را به سمت نسبت‌های اهرمی پایین تر و افزایش عملکرد سازمانی هدایت می‌کند. سن شرکت معیار استاندارد از شهرت شرکت در مدل‌های ساختار سرمایه است (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۰). زمانی که شرکت نوپا است، سازمان‌ها بسیار انعطاف پذیرند ولی در بیشتر مواقع غیرقابل کنترل هستند. با افزایش عمر سازمان‌ها، روابط تغییر می‌کند. کنترل افزایش و انعطاف‌پذیری کاهش می‌یابد و در نهایت، با آنها، قابلیت کنترل نیز کاهش خواهد یافت (آدیس، ۱۹۸۹). سن شرکت ارتباط مثبتی با بدهی‌های بلندمدت دارد، اما ارتباط منفی با بدهی‌های کوتاه مدت دارد (هال و همکاران، ۲۰۰۴). سن شرکت ارتباط منفی هم با بدهی‌های بلندمدت و بدهی‌های کوتاه‌مدت دارد (اسپیرانس و همکاران، ۲۰۰۳). کایه‌سیچنیک و موسوی (۲۰۱۷) معتقدند زمانی که یک شرکت رشد می‌کند، جنبه‌های رفتاری را تحت تأثیر قرار داده می‌شود و برخی از ویژگی‌های آن تغییر می‌کند. پژوهش‌ها در زمینه ساختار سرمایه شرکت بیان کننده این است که شرکت‌هایی که سن بالاتری دارند دارایی بیشتری را برای پرداخت بدهی‌ها تخصیص می‌دهند. همچنین به این نتیجه دست یافته‌اند که پس از عرضه اولیه سهام شرکت‌ها، دارایی شرکت‌ها افزایش یافته و به تبع آن قابلیت و سازگاری آنها در مقابل بدهی‌ها تغییر پیدا می‌کند. و نیز بیان متذکر شدند زمانی که سن شرکت افزایش پیدا کرد (به ویژه پس از عرضه اولیه سهام)، ویژگی حاکمیتی (اعضای متشکله هیئت مدیره) باید تغییر یابد تا نیازهای نیازهای مختلف آن را بازگو کند. تغییر در اعضای هیئت مدیره بر تصمیمات ساختار سرمایه تاثیر دارد. سن شرکت بدون در نظر گرفتن سایر متغیرها به علت تعامل با ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، رابطه منفی با میزان استفاده شرکت از بدهی دارد این تحلیل متناقض با استنباط‌های موجود در رابطه میان عمر شرکت و ساختار سرمایه شرکت می‌باشد. زمانی که سن شرکت بالا می‌رود، محدودیت‌های هیات مدیره شرکت و اعضای متشکله هیئت مدیره بر انتخاب‌های مختلف ساختار سرمایه آن تأثیر می‌گذارد که کاملاً متفاوت از زمانی است که شرکت نوپاست. زمانی که یک شرکت رشد می‌کند، مدیران قدرتمند و ریسک پذیر شده، اجازه دهند اولویت‌های ریسکشان نقش مهمی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت داشته باشد (گو و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۶). با توجه به نکات فوق، ما در این پژوهش بررسی می‌کنیم که چگونه عمر یک شرکت از زمان عرضه اولیه آن، تاثیرات حاکمیت شرکتی بر انتخاب ساختار سرمایه شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد؟

<sup>5</sup> Pfeffer & Salancick.

<sup>6</sup> Wen et al.

<sup>7</sup> Fama & Jensen.

<sup>8</sup> Berger

<sup>9</sup> Gow et.al

### پیشینه پژوهش

دیدار و بیکی (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این ارزیابی از طریق اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی بر اساس ۶۹ عامل انجام گرفته است. برای آزمون، از اطلاعات مربوط به ۱۰۳ شرکت طی دوره زمانی ۱۱ سال (از ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳) استفاده شده است. نتایج پژوهش بیان‌کننده این است که ساختار سرمایه با مازاد بازده رابطه مثبت و معنادار دارد، همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده، اثر تعدیل کننده ندارد.

ناظمی، اردکانی (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه با استفاده از روش گشتاور تعمیم یافته به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل: سهامدارن نهادی، تمرکز مالکیت، درصد سهام شناور آزاد و نسبت مدیران غیرموظف، بر روی سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند که از اطلاعات ۱۱۴ شرکت برای دوره زمانی ۹ ساله (۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲)، نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد که میان درصد سهام شناور آزاد و نسبت مدیران غیرموظف با سرعت تعدیل ساختار سرمایه رابطه غیرمستقیم معنادار وجود دارد؛ اما رابطه مستقیم میان تمرکز مالکیت و سهامدارن نهادی با سرعت تعدیل، معنادار نیست؛ همچنین سرعت به دست آمده برای شرکت‌های ایرانی ۵۷ درصد می‌باشد که نشان‌دهنده سرعت بالای تعدیل ساختار سرمایه در بین شرکتها است.

رحیمیان و قادری (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان ساختار سرمایه و نظریه نمایندگی: شواهدی تجربی از بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی اثر ساختار سرمایه بر هزینه‌های نمایندگی با رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری پرداختند. برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی به عنوان متغیر وابسته، از متغیرهای مشاهده‌پذیر نسبت بازده دارایی‌ها، نسبت به کارگیری دارایی‌ها، نسبت هزینه‌های اختیاری و نسبت کیوتوین استفاده شده است. نسبت اهرم مالی به عنوان متغیر معرف ساختار سرمایه نیز به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. همچنین، متغیرهای نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری و فرصت‌های رشد به عنوان متغیرهای کنترلی وارد الگوی پژوهش شده است. جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۳ تشکیل می‌دهد. پس از اطمینان یافتن از برازش قابل قبول الگوهای اندازه‌گیری و ساختاری پژوهش، نتایج پژوهش حاکی از آن است که اهرم مالی، اثر منفی و معناداری بر هزینه‌های نمایندگی دارد.

حیدرزاده و یزدانی (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بازدهی، نظام راهبری شرکتی و پویایی ساختار سرمایه در قالب یک مدل ریاضی، به بررسی رابطه بازدهی، نظام راهبری شرکتی و پویایی ساختار سرمایه در قالب یک مدل ریاضی پرداختند. در این پژوهش بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی و بازده مورد انتظار سهام، به عنوان متغیرهای مستقل، ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته و اندازه شرکت، نرخ رشد دارایی و نرخ رشد درآمد عملیاتی به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده‌اند. در پژوهش آنان، شواهد گردآوری شده از طریق نمونه آماری بر پایه تئوری احتمالات، از چهار فرضیه پشتیبانی کرده است؛ بدین معنا که ساختار سرمایه بر متغیرهای مستقل بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی و اندازه شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد؛ بر متغیر بازده مورد انتظار سهام تأثیر مثبت و معنادار می‌گذارد و بر متغیرهای نظام راهبری شرکتی، نرخ رشد دارایی و نرخ رشد درآمد عملیاتی، بی تأثیر است.

کایه‌سیچنیک و موسوی (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان سن شرکت، حاکمیت شرکتی، انتخاب‌های ساختار سرمایه، به بررسی تأثیر مستقیم عمر شرکت و مدیریت شرکت بر روی تصمیم‌گیری برای استفاده از بدهی و میزان بدهی که باید استفاده کرد پرداختند. تجزیه و تحلیل آنها نشان داد که عمر شرکت رابطه مثبت با بدهی شرکت دارد، و رابطه منفی با

مقدار بدهی که یک شرکت استفاده می‌کند دارد. آنها پی بردند که تاثیرات عمر شرکت بر میزان بدهی که یک شرکت استفاده می‌کند عمدتاً به دلیل تعامل بین عمر شرکت و ویژگی‌های حاکمیت آن است. به شواهدی رسیدند که حاکی از آن است که مدیران در صورتی که از ضوابط محافظت شوند به اولویت ریسک‌های خود اجازه می‌دهند بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت آنها تسلط یابند.

گلوریا و مانتوانی<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی به نام ترکیب سهامداران و مکانیسم حکمرانی شرکتی می‌تواند به عملکرد شرکت کمک کند؟ به بررسی رابطه بین ویژگی‌های مالکیت شرکت و سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد در شرکت‌های با مالکیت خصوصی، رابطه معناداری میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد، اما در شرکت‌های بزرگ بین این دو، رابطه قوی و معناداری برقرار است.

ایمران خان و واسیم (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان تاثیر حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه، به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه پرداختند. نتایج این بررسی نشان داد اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مدیر عامل، ساختار پاداش و بازده دارائی‌ها بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، تأثیر منفی دارند، اما تعداد حضور هیئت مدیره در جلسات، مالکیت مدیریتی و اندازه شرکت بر اهرم مالی اثر مثبتی می‌گذارد.

کایو و ریپامونتی<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در برزیل، به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در برزیل پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی بر هر دو بخش حقوق صاحبان سهام و بدهی در ساختار سرمایه مؤثر است.

یاکیا چانگ و همکاران (۲۰۱۴)، در پژوهشی با عنوان حاکمیت شرکتی و رقابت بازار محصول و ساختار سرمایه پویا به این موضوع پرداختند که رقابت بازار محصول انگیزه ای برای بنگاه‌ها با ساختار ضعیف حکومتی ایجاد می‌کند که آنها را به سمت حداکثر کردن ثروت سهامداران سوق می‌دهد.

مسنون و رئوف (۲۰۱۴)، به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کراچی پرداختند. این تحقیق در مورد یک نمونه‌ای شامل ۳۰ شرکت مشهود در پاکستان بین سالهای ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۱ انجام یافته است. یافته‌ها حاکی از این است که شیوه‌های عمل که حاکمیت خوب را نشان می‌دهند می‌توانند به افزایش ارزش شرکت‌ها کمک کند.

### فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به مبانی نظری مطرح شده، فرضیه‌های این پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

- ✓ فرضیه اول: حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد.
- ✓ فرضیه دوم: سن شرکت بر حاکمیت شرکتی تاثیر منفی و معناداری دارد.
- ✓ فرضیه سوم: سن شرکت بر ساختار سرمایه شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد.
- ✓ فرضیه چهارم: سن شرکت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد.

### روش شناسی پژوهش

<sup>10</sup> Geloriya & Mantovani

<sup>11</sup> Kayo Ripamonti

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است و از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی، از جهت نوع استدلال قیاسی و از نظر ماهیت داده‌ها کمی و روش گردآوری اطلاعات به صورت کتابخانه‌ای و اسنادکاوی می‌باشد. از نظر ماهیت داده‌ها از نوع کمی می‌باشد. جامعه آماری مورد مطالعه‌ی این پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. در این پژوهش برای انتخاب نمونه، از کل داده‌های در دسترس استفاده شده است. نخست تمام شرکت‌هایی که می‌توانستند در نمونه‌گیری شرکت کنند، انتخاب شدند در نهایت کلیه شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد، در طی دوره زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداده باشد، در طی دوره زمانی پژوهش به طور فعال در بورس حضور داشته باشند، اطلاعات مورد نظر برای استخراج داده‌ها در دسترس باشد، این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری و یا واسطه‌گری مالی نباشند. ۱۶۶ شرکت باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند و بقیه شرکت‌ها از نمونه حذف شدند. جهت تدوین مبانی نظری پژوهش و پیشینه پژوهش، از مدارک و پایان‌نامه‌های موجود در کتابخانه‌ها استفاده شده است. همچنین، از مقالات موجود در نرم افزار نمایه (حاوی مقالات نشریات داخل کشور) و پایگاه‌های جستجوی علمی در اینترنت استفاده شده است. جهت جمع‌آوری داده‌های مالی شرکت‌ها، با مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت کدال، اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها و اطلاعات مربوط به متغیرهای مورد نظر این پژوهش برای دوره‌های زمانی ۷ ساله در قالب فایل اکسل دریافت شد. پس از آماده سازی متغیرها و انجام محاسبات لازم، برای تخمین مدل‌های رگرسیون چند متغیره از نرم افزار استاتا استفاده شده است.

### مدل‌های پژوهش

در این پژوهش با توجه به فرضیه‌های این پژوهش چهار الگوی رگرسیونی مورد استفاده قرار گرفته است.

جهت آزمون فرضیه اول:

$$MLM_{it} = \alpha + \beta_1 C.G_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 M/B_{it} + \beta_4 VOT_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 BEP_{it} + \varepsilon_{it}$$

جهت آزمون فرضیه دوم:

$$C.G_{it+1} = \alpha + \beta_1 AGE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 M/B_{it} + \beta_4 VOT_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 BEP_{it} + \varepsilon_{it}$$

جهت آزمون فرضیه سوم:

$$MLM_{it} = \alpha + \beta_1 AGE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 M/B_{it} + \beta_4 VOT_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 BEP_{it} + \varepsilon_{it}$$

جهت آزمون فرضیه چهارم:

$$MLM_{it} = \alpha + \beta_1 C.G_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 (AGE_{it} * C.G_{it}) + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 M/B_{it} + \beta_6 VOT_{it} + \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 BEP_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۱: علائم اختصاری متغیرهای به کار رفته در مدل‌های پژوهش

شاخص حاکمیت شرکتی	C.G	ساختار سرمایه	MLM
تعدیل گر سن شرکت	AGE*C.G	سن	AGE
فرصت رشد	M/B	اندازه شرکت	SIZE
میزان دارایی‌های ثابت مشهود	TANG	تغییر در دارایی	VOT
ضرایب متغیرها	B	سود آوری	BEP
ضریب ثابت	$\alpha$	جمله اخلاص مدل	E

## متغیرهای پژوهش ونحوه اندازه گیری آنها

### متغیرهای وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش ساختار سرمایه می باشد که با توجه به پژوهش کایه سیچنیک و موسوی (۲۰۱۷) بصورت زیر اندازه گیری زیر و از مدل مودیگیلیانی و میلر (MLM) استفاده خواهد شد:

MLM = بدهی بلند مدت + بدهی کوتاه مدت / بدهی بلند مدت + بدهی کوتاه مدت + ارزش بازار سهام

$$MLM = \frac{Long\ Term\ Debt + Short\ Term\ debt}{Long\ Term\ Debt + Short\ Term\ debt + Market\ Value\ of\ Common\ Stock}$$

Long Term Debt : بدهی های بلند مدت شرکت؛

Short Term debt : بدهی های کوتاه مدت شرکت؛

Market Value of Common Stock : ارزش بازار سهام؛

### متغیرهای مستقل

در این پژوهش متغیر مستقل شاخص حاکمیت شرکتی می باشد که به شرح زیر است:

شاخص حاکمیت شرکتی: برای اندازه گیری شاخص راهبری شرکتی به عنوان متغیر مستقل و وابسته با توجه به ادبیات موجود و پژوهش های انجام شده در خصوص راهبری شرکتی در داخل کشور از جمله پژوهش صورت گرفته توسط نیکومرام و محمدزاده سالطه (۱۳۸۹)، یونسی و هاشمی (۱۳۹۲)، بدین منظور از عوامل تاثیرگذار بر این شاخص به شرح رابطه (۱) استفاده خواهد شد:

۱- تفکیک پست مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره: اگر پست مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره بر عهده دو نفر باشد ارزش یک و در صورتی که برعهده یک نفر باشد ارزش صفر داده می شود.

۲- نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره: برای شرکت هایی که دارای درصد اعضای غیر موظف بالاتری نسبت به میانگین بودند ارزش یک و برای بقیه ارزش صفر داده می شود.

۳- میزان سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی: در این پژوهش به شرکت دارای سه سهامدار نهادی به غیر از دولت، نهادها و شرکت های دولتی و شبه دولتی که مجموع درصد سهام آنها بالای ۵۰ درصد باشد ارزش یک و برای مابقی ارزش صفر تعلق می گیرد.

۴- فرعی بودن شرکت: این متغیر نشان می دهد که آیا شرکت مورد بررسی تحت کنترل (تملك بالای ۵۰ درصد سهام) شرکت دیگری می باشد یا خیر. بدین صورت اگر شرکت مورد بررسی شرکت فرعی باشد به آن ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر داده می شود.

۵- میزان نفوذ و مالکیت دولت: بدین معنا که اگر شرکت مورد بررسی تحت کنترل دولت، نهادها و شرکت های دولتی و شبه دولتی باشد به آن ارزش یک و در غیر این صورت به آن ارزش صفر داده خواهد شد.

۶- نوع حسابرس: در صورتی که مرجع حسابرسی شرکت، سازمان حسابرسی باشد ارزش یک و اگر توسط سایر موسسات حسابرسی مورد رسیدگی قرار گرفته باشد، ارزش صفر تعلق خواهد گرفت.

باتوجه به این که به هر یک از متغیرهای ارائه شده فوق ارزش یک یا صفر تعلق می گیرد شاخص راهبری شرکتی براساس رابطه (۱) محاسبه خواهد شد.

$$GINDEX = \sum dj / \sum hj$$

رابطه (۱)

در این رابطه  $\Sigma dj$  بیانگر کلیه اقلامی است که امتیاز یک گرفته اند و  $\Sigma hj$  بیانگر تعداد اقلامی است که ارزش های صفر یا یک در مورد آنها لحاظ شده است. به این ترتیب، در مورد هر شرکت شاخص حاکمیت شرکتی اندازه گیری شده، در دامنه صفر تا یک قرار می گیرد.

### متغیر تعدیلگر

متغیر تعدیلگر در این پژوهش سن شرکت می باشد، سن شرکت معیار استاندارد از شهرت شرکت در مدل های ساختار سرمایه است. هال و همکاران (۲۰۰۴) بیان کردند که سن شرکت ارتباط مثبتی با بدهی های بلندمدت دارد، اما ارتباط منفی با بدهی های کوتاه مدت دارد. اسپیرانس و همکاران (۲۰۰۳) بیان کردند که سن شرکت ارتباط منفی هم با بدهی های بلندمدت و بدهی های کوتاه مدت دارد. کایه سیچنیک و موسوی (۲۰۱۷) می توان سن شرکت را به عنوان زمان بین تأسیس اولیه یک شرکت و زمان حال شرکت (برحسب سال) اندازه گیری کرد.

### متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی استفاده شده در این پژوهش به صورت زیر می باشند.  
اندازه شرکت (SIZE): در این پژوهش، لگاریتم طبیعی کل دارایی ها به عنوان شاخص اندازه ی شرکت استفاده می شود.  
فرصت های رشد (M/b): منظور از فرصت های رشد، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری یک شرکت است که به صورت نسبت مجموع ارزش دفتری بدهی ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری کل دارایی ها محاسبه می شود.  
میزان دارایی های ثابت مشهود (TANG): این متغیر به صورت نسبت ارزش دفتری دارایی های ثابت مشهود به کل دارایی ها اندازه گیری می شود.  
تغییر در دارایی (VOT): این متغیر به صورت میزان تغییر دارایی نسبت به اول دوره محاسبه می شود.  
سودآوری (BEP): این متغیر به صورت نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات بر مجموع دارایی ها.

### یافته های پژوهش

#### آمار توصیفی

جدول (۲): نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	چولگی	کشیدگی
ساختار سرمایه	۰.۴۵۸۷۶۸۳	۰.۴۵۰۲۷۹۵	۰.۲۱۵۴۵۴۲	۰.۰۲۸۱۰۵۸	۰.۹۶۷۰۱۲۵	۰.۱۲۷۵۲۲۱	۲.۱۷۶۰۳۲
شاخص حاکمیت شرکتی	۰.۳۵۷۸۶	۰.۳۳۳۳۳۳	۰.۱۸۹۵۵۸۸	۰	۰.۸۳۳۳۳۳۳	-۰.۰۸۳۰۱۲۴	۲.۳۷۹۴۹۶
سن شرکت	۳۸.۲۹۵۸۱۸	۴۱	۱۲.۷۹۴۹۴	۹	۶۶	-۰.۱۸۵۱۳۲۱	۱.۹۰۰۱۶۶
اندازه شرکت	۱۳.۹۰۹۵۳	۱۳.۷۴۰۱۹	۱.۴۵۲۰۲	۱۰.۰۳۱۲۲	۱۹.۱۴۹۹۹۶	۰.۸۳۵۲۳۵۲۸	۴.۴۵۶۳۵۴
فرصت های رشد	۱.۵۸۹۱۷۸	۱.۳۸۶۳۴۷	۰.۶۹۹۵۸۸۱	۰.۵۸۳۹۱۱۴	۶.۵۲۷۵۵	۲.۱۸۱۴۳۸	۹.۸۷۲۰۲۳
نسبت دارایی مشهود	۰.۲۶۰۶۰۱۴	۰.۲۱۷۶۳۳۸	۰.۱۷۸۸۷۵۲۹	۰.۰۱۹۰۱۵۲	۰.۸۵۷۳۲۱۹	۱.۰۱۲۸۴۴	۳.۵۵۲۱۵۷
تغییرات در دارایی	۰.۱۷۸۲۲۲	۰.۱۲۹۰۴۵۱	۰.۲۶۸۶۲	-۰.۵۷۴۲۴۰۳	۲.۱۶۸۴۳۸	۲.۱۶۱۴۷۹	۱۱.۷۵۳۹۶
سودآوری	۰.۱۵۷۸۹۲۲	۰.۱۳۷۳۵۸۶	۰.۱۴۴۲۰۲۲	-۰.۸۷۸۸۷۰۴	۰.۶۸۱۴۴۵۴	-۰.۲۲۶۶۱۰۴	۸.۴۲۰۱۹۸



آماره‌های توصیفی نمایی کلی از وضعیت توزیع مشاهدات هر متغیر را ارائه می‌دهند. جدول ۲، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد. برخی از آماره‌های توصیفی از جمله میانگین، میانه و انحراف معیار و کمینه و بیشینه متغیرها نشان داده شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. بیشترین مقدار میانگین مربوط به متغیر اندازه شرکت برابر با ۱۳.۹۰۹۵۳ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین پراکندگی داده‌ها از میانگین است که مهم‌ترین این پارامترها، انحراف معیار می‌باشد. مقدار این پارامتر برای متغیر سن شرکت ۱۲.۷۹۴۹۴ و برای متغیر سودآوری ۰.۱۴۴۲۰۲۲ می‌باشد که این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. چولگی میزان عدم تقارن توزیع احتمالی داده‌ها را نشان می‌دهد که اگر داده‌ها نسبت به میانگین متقارن باشد چولگی صفر است و اگر متقارن نباشد چولگی به صورت منفی و یا مثبت در توزیع داده‌ها وجود دارد و توزیع از حالت نرمال خارج می‌شود. در این پژوهش بیشترین چولگی (چولگی بیشتر از یک) مربوط به متغیر فرصت‌های رشد است و مقدار آن برابر با ۲.۱۸۱۴۳۸ و همچنین بیشترین کشیدگی (کشیدگی بیشتر از عدد ۳) مربوط به متغیر تغییرات در دارائی با مقدار ۱۱.۷۵۳۹۶ می‌باشد.

## آمار استنباطی بررسی ناهمسانی واریانس

### جدول (۳): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل‌های پژوهش	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۹۱۷۲.۸۳	۰.۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس خطا
مدل دوم	۲.۳۵+۰۷	۰.۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس خطا
مدل سوم	۸۱۱.۹۰	۰.۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس خطا
مدل چهارم	۶۷۹۷.۲۰	۰.۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس خطا

نتایج حاصل در جدول نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون والد تعدیل شده در مدل‌ها کمتر از ۵ درصد است و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال است. لازم به توضیح می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته رفع گردیده است.

## نتایج آزمون چاو و هاسمن

### جدول (۴): نتایج آزمون اف لیمر (چاو) برای مدل‌های رگرسیونی پژوهش

مدل‌های پژوهش	مقدار آماره آزمون	سطح معناداری آزمون	نتیجه
مدل اول	۱۱.۲۵	۰.۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت پیشنهاد می‌گردد
مدل دوم	۲۲.۷۳	۰.۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت پیشنهاد می‌گردد
مدل سوم	۱۱.۷۷	۰.۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت پیشنهاد می‌گردد
مدل چهارم	۱۱.۵۱	۰.۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت پیشنهاد می‌گردد

نتایج آزمون چاو و هاسمن، سطح معناداری آزمون کمتر از ۵ درصد است و بیانگر پذیرش الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت می‌باشد.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

مدل اول رگرسیونی مربوط به دو فرضیه اول می‌باشد. در فرضیه اول به بررسی تاثیر شاخص حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

#### جدول (۵): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول (در این مدل متغیر وابسته ساختار سرمایه می‌باشد)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	Z آماره	سطح معناداری
شاخص حاکمیت شرکتی	۰.۰۴۸۳۸۳۷	۰.۱۵۸۹۸۷	۳.۰۴	۰.۰۰۲
اندازه شرکت	۰.۰۱۰۸۶۶۹	۰.۰۰۲۴۹۰۷	۴.۳۶	۰.۰۰۰
فرصت رشد	-۰.۱۵۸۹۴۷	۰.۰۰۳۹۱۸۳	-۴۰.۵۷	۰.۰۰۰
نسبت دارائی مشهود	-۰.۱۴۳۱۸۶۸	۰.۰۱۷۶۲۵۳	-۵.۱۲	۰.۴۳۵
تغییر در دارائی	۰.۰۰۵۴۲۸۳	۰.۰۰۶۹۵۶۶	۰.۷۸	۰.۰۰۰
سود آوری	-۰.۴۹۷۱۴۷	۰.۰۱۹۷۲۵۱	-۲۵.۲۰	۰.۰۰۰
آماره والد ومعناداری آن	۳۲۴۲.۰۱			۰.۰۰۰۰

طبق نتایج جدول فوق، مشاهده می‌شود که متغیر شاخص حاکمیت شرکتی دارای آماره (۳.۰۴) ضریب (۰.۰۴۸۳۸۳۷) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰) می‌باشد. از این رو می‌توان گفت شاخص حاکمیت شرکتی دارای ارتباط مثبت و معنادار با ساختار سرمایه است و دلایل کافی برای رد این فرضیه وجود ندارد. به غیر از متغیر کنترلی نسبت دارائی مشهود دیگر متغیرهای کنترلی دارای ارتباط معنادار با ساختار سرمایه هستند. آماره والد برابر با ۳۲۴۲.۰۱ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد که از این رو می‌توان گفت مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. مدل رگرسیونی دوم مربوط به فرضیه دوم می‌باشد. در فرضیه دوم به بررسی تاثیر سن شرکت بر شاخص حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

#### جدول (۶): تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم (متغیر وابسته در این مدل شاخص حاکمیت شرکتی است)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	Z آماره	سطح معناداری
سن شرکت	-۰.۰۰۱۲۰۶	۰.۰۰۰۲۹۴۸	-۴.۰۹	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	۰.۰۱۱۴۶۲	۰.۰۰۲۲۴۵۴	۵.۱۰	۰.۰۰۰
فرصت رشد	۰.۰۰۳۴۴۵۱	۰.۰۰۲۸۳۲۶	۱.۲۲	۰.۲۲۴
نسبت دارائی مشهود	-۰.۰۰۹۲۶۲۹	۰.۰۱۲۵۲۲	-۰.۷۴	۰.۴۵۹
تغییر در دارائی	۰.۰۰۰۶۸۱۵	۰.۰۰۳۲۳۲۸	-۰.۲۱	۰.۸۳۳
سود آوری	۰.۰۲۲۷۷۲۳	۰.۰۱۶۳۲۳۵	۱.۴۰	۰.۱۶۳
آماره والد ومعناداری آن	۵۰.۵۴			۰.۰۰۰۰

طبق نتایج جدول فوق مشاهده می‌شود متغیر سن شرکت دارای آماره (-۴.۰۹) و ضریب منفی (-۰.۰۰۱۲۰۶) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد سن شرکت دارای ارتباط معنادار شاخص حاکمیت شرکتی ولی ضریب منفی می‌باشد و دلایل کافی برای رد این فرضیه وجود ندارد. در این مدل به متغیرهای کنترلی فرصت رشد، نسبت دارائی مشهود، تغییر در دارائی و سود آوری به دلیل اینکه سطح معناداری آنها بالاتر از ۵ درصد می‌باشند فاقد ارتباط معنادار با شاخص حاکمیت شرکتی هستند و متغیر اندازه شرکت دارای ارتباط معنادار با شاخص حاکمیت شرکتی است.

آماره والد و سطح معناداری آن به ترتیب برابر با ۵۰.۵۴ و ۰.۰۰۰۰۰ می‌باشد که نشان می‌دهد مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

مدل رگرسیونی سوم مربوط به فرضیه‌ی سوم در این پژوهش است. این فرضیه به بررسی تاثیر سن شرکت بر ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

**جدول (۷): تخمین نهایی مدل رگرسیون سوم (متغیر وابسته در این مدل ساختار سرمایه است)**

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	Z آماره	سطح معناداری
سن شرکت	-۰.۰۰۰۱۷۲۲	۰.۰۰۰۲۶۹۶	-۰.۶۴	۰.۵۲۳
اندازه شرکت	۰.۰۱۳۰۰۵۴	۰.۰۰۲۵۳۱۸	۵.۱۴	۰.۰۰۰
فرصت رشد	-۰.۱۵۶۴۱۴	۰.۰۰۳۸۵۶۷	-۴۰.۵۶	۰.۰۰۰
نسبت دارائی مشهود	-۰.۱۴۳۴۶۸۷	۰.۰۱۷۷۰۷۹	-۸.۱۰	۰.۰۰۰
تغییر در دارائی	۰.۰۰۵۳۸۳۴	۰.۰۰۶۹۹۸۹	۰.۷۷	۰.۴۴۲
سود آوری	-۰.۵۰۸۳۶۱	۰.۰۱۸۷۷۸۷	-۲۷.۰۷	۰.۰۰۰
آماره والد و معناداری آن		۳۳۲.۰۸		۰.۰۰۰۰۰

طبق نتایج جدول فوق، مشاهده می‌شود متغیر سن شرکت دارای سطح معنی داری بیش از ۵ درصد است بنابراین از لحاظ آماری معناداری نیستند و در سطح اطمینان ۹۵ درصد این متغیرها رابطه معناداری با ساختار سرمایه ندارند و این دلیل کافی برای رد فرضیه‌های سوم می‌باشد. در این مدل بجز متغیر کنترلی تغییر در دارائی‌ها که سطح معناداری آن بالاتر از ۵ درصد است دیگر متغیرهای کنترلی دارای ارتباط معنادار با ساختار سرمایه هستند. آماره والد برابر با ۳۳۲.۰۸ و سطح معناداری آن ۰.۰۰۰۰۰ کمتر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. مدل چهارم رگرسیونی مربوط به فرضیه‌های چهارم می‌باشد. این فرضیه‌ها به بررسی تاثیر سن شرکت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه می‌پردازند.

**جدول (۸): تخمین نهایی مدل رگرسیونی چهارم (متغیر وابسته در این مدل ساختار سرمایه است)**

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	Z آماره	سطح معناداری
شاخص حاکمیت شرکتی	۰.۰۵۹۵۴۶	۰.۰۲۸۷۲۸۸	۲.۰۷	۰.۰۳۸
متغیر تعدیل گر سن شرکت	۰.۰۰۰۲۵۲۲	۰.۰۰۰۰۵۷۳	-۰.۴۴	۰.۶۶۰
اندازه شرکت	۰.۰۱۱۲۵۰۱	۰.۰۰۲۴۹۵۵	۴.۵۱	۰.۰۰۰
فرصت رشد	-۰.۱۵۸۴۰۳۴	۰.۰۰۳۹۰۲۸	-۴۰.۵۹	۰.۰۰۰
نسبت دارائی مشهود	-۰.۱۴۳۰۱۳۲	۰.۱۷۸۴۰۱	-۸.۰۲	۰.۰۰۰
تغییر در دارائی	۰.۰۰۵۴۵۴۲	۰.۰۰۶۹۹۸۶	۰.۷۸	۰.۴۳۶
سود آوری	-۰.۶۴۷۸۰۹۵	۰.۰۱۹۱۷۹	-۲۵.۴۹	۰.۰۰۰
آماره والد و معناداری آن		۳۲۵۳.۲۵		۰.۰۰۰۰۰

طبق نتایج جدول فوق، مشاهده می‌شود که متغیرهای شاخص حاکمیت شرکتی دارای سطح معناداری زیر ۵ درصد و در سطح اطمینان ۹۵ ارتباط مثبت و معناداری با ساختار سرمایه دارد ولی متغیر تعدیل سن شرکت دارای سطح معنی داری بیش از ۵ درصد می‌باشند و در سطح اطمینان ۹۵ درصد ارتباط مثبت و معناداری با ساختار سرمایه ندارند و این دلیل کافی برای رد فرضیه چهارم است. آماره والد برابر با ۳۲۵۳.۲۵ و سطح معناداری آن برابر با ۰.۰۰۰۰۰ می‌باشد که نشان

می‌دهد مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. در این مدل بجز متغیر کنترلی تغییر در دارایی‌ها که سطح معنا داری آن بالاتر از ۵ درصد است دیگر متغیرهای کنترلی دارای ارتباط معنادار با ساختار سرمایه هستند.

### بحث، نتیجه گیری و پیشنهادات

در پژوهش حاضر به بررسی تاثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. برای اندازه گیری شاخص حاکمیت شرکتی از عوامل تاثیرگذار آن یعنی تفکیک پست مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره، نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره، میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی، فرعی بودن شرکت، میزان نفوذ و مالکیت دولت. و برای محاسبه ساختار سرمایه از مدل استفاده گردید. نتایج حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی دارای ارتباط مثبتی با هم می‌باشند و سن شرکت با حاکمیت شرکتی ارتباط منفی و معناداری دارد اما با ساختار سرمایه و ارتباط حمایت شرکتی و ساختار سرمایه ارتباط معناداری ندارد و از دلایل احتمالی این عدم ارتباط می‌توان گفت شرکت‌هایی که کیفیت نظام حاکمیت شرکتی پایینی دارند با مسائل و مشکلات نمایندگی بیشتری مواجه هستند. مدیران چنین شرکت‌هایی بیشتر قادر به استثمار سهامداران هستند و راحت‌تر می‌توانند منافع خود را نسبت به منافع سهامداران در اولویت قرار دهند. در این صورت بدهی‌ها می‌توانند نقش مهم در کنترل هزینه‌های نمایندگی داشته باشند. بدهی مانع از رفتارهای نادرست مدیران برای سوءاستفاده در جهت منافعشان می‌شود. در شرکت‌هایی که نظام حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند، مدیران کمتر کنترل می‌شوند و احتمال سوءاستفاده توسط آن‌ها افزایش می‌یابد. مدیران این‌گونه شرکت‌ها تمایل دارند که اهرم مالی شرکت را در سطحی کمتر از سطح بهینه‌ی آن حفظ نمایند، زیرا آن‌ها نمی‌خواهند محدودیتهای اضافی ناشی از ایجاد بدهی در قالب پرداخت بهره‌های ثابت یا محرومیت از جریان‌های نقدی آزاد مازادی که می‌توانند تحت کنترل داشته باشند را متحمل شوند. بنابراین، از این منظر کیفیت پایین نظام حاکمیت شرکتی با نرخ‌های اهرمی پایین در ارتباط است. به عبارت دیگر، بین کیفیت نظام حاکمیت شرکتی و اهرم مالی رابطه‌ای مثبت وجود دارد (سعیدی و همکاران، ۱۳۹۰). نیازهای مالی یک شرکت، از آغاز به کار تا سابقه‌دار شدن، بر اساس توانایی در تولید وجه نقد، فرصت‌های رشد و ریسک تحقق آنها، تغییر خواهد کرد. شرکت‌ها فروش با ثبات و متعادلی را تجربه می‌کنند و نیاز به وجه نقد در اکثر موارد از طریق منابع داخلی تأمین می‌شود. به دلیل وفور نقدینگی و کاهش اتکا به سیاست تأمین مالی خارجی، عموماً بازده سرمایه‌گذاری‌ها یا بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده، معادل یا بیشتر از نرخ تأمین سرمایه می‌باشد. با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌گردد، کیفیت حاکمیت شرکتی، بصورت معناداری زمینه‌های افزایش ساختار سرمایه را فراهم می‌آورد، اما سن شرکت علی‌رغم تاثیر منفی خود بر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه تاثیر معناداری نداشت، می‌توان بیان داشت که با توجه به اینکه کیفیت حاکمیت شرکتی، یکی از عناصر کلیدی مؤثر میزان ساختار سرمایه می‌باشد اما سن شرکت تاثیر معناداری بر این ارتباط ندارد. بر این اساس به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌گردد چنانچه به دنبال فاکتورهای مؤثر بر افزایش ساختار سرمایه می‌باشند، بدون در نظر گرفتن سن شرکت بصورت جدی زمینه‌های تقویت کیفیت حاکمیت شرکتی را در واحدهای تجاری تحت کنترل، را فراهم آورند؛ زیرا این امر موجب انتخاب ساختار سرمایه بهینه می‌گردد. به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس پیشنهاد می‌گردد، شرکت‌های هدف سرمایه‌گذاری خود را بر اساس کیفیت حاکمیت شرکتی نه بر اساس سن شرکت رتبه بندی نموده و در واحدهایی اقدام به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نمایند که در سطح بالایی از نظر کیفیت حاکمیت شرکتی قرار داشته باشند؛ زیرا به تبع این امر، در اینگونه واحدها؛ میزان ساختار سرمایه بالاتر و این امر می‌تواند تسهیل کننده انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری موفق باشد. به محققین دانشگاهی

نیز پیشنهاد می‌گردد که ضمن بررسی تأثیر سایر عوامل مؤثر بر افزایش ساختار سرمایه، به تأثیرات مثبت کیفیت حاکمیت شرکتی و عدم وجود تأثیر معنادار سن شرکت در این رابطه توجه لازم را داشته باشند و تأثیر اینگونه فاکتورها را در محاسبات خود مدنظر داشته باشند. زیرا اینگونه فاکتور، علی‌رغم عدم انعکاس در صورت‌های مالی بصورت مستقیم، توانسته اند بصورت معناداری، میزان ساختار سرمایه را افزایش دهند.

## منابع

- ✓ حیدرزاده، علیرضا، یزدانی، مریم، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بازدهی، نظام راهبری شرکتی و پویایی ساختار سرمایه در قالب یک مدل ریاضی، همایش ملی پژوهش‌های مدیریت و علوم انسانی، خرداد ۱۳۹۵.
- ✓ دیدار، حمزه، بیکی، خدیجه، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۴، شماره ۲، تابستان ۱۳۹۶، صص ۱۹۷-۲۲۰.
- ✓ رحیمیان، نظام الدین، رضایی، فرزین، (۱۳۹۰)، بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌های با اندازه کوچک و متوسط، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره دهم، صص ۱۱۷-۱۶۳.
- ✓ زارع، غلامرضا، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و انتخاب حسابرس در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه شیراز.
- ✓ سعیدی، علی، فروغی، داریوش، رسائیان، امیر، (۱۳۹۰)، نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشها و سیاستهای اقتصادی، شماره ۵۸، صص ۱۸۹-۲۱۲.
- ✓ قائمی، محمد حسین، شهریاری، مهدی، (۱۳۸۸)، رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی، پیشرفت‌های حسابداری شیراز، شماره ۱، صص ۱۱۳-۱۲۸.
- ✓ ناظمی اردکانی، مهدی، زارع، امیرحسین، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۱۵، صص ۴۳-۵۹.
- ✓ نیکومرام، هاشم، محمدزاده سالطه، حیدر، (۱۳۸۹)، رابطه بین حاکمیت شرکتی و مدیریت سود، مدیریت بهره‌وری (فراسوی مدیریت)، دوره ۴، شماره ۱۵، صص ۱۸۷-۲۰۹.
- ✓ هاشمی، سیدعباس، یونسی، زهرا، (۱۳۹۲)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
- ✓ Adizes, I. (1989). "Corporate Life Cycle: How and Why Corporate Grow and Die and What Do about it.", 1th Edition, New Jersey: Prentice Hall Publisher
- ✓ Berger, P. G., Ofek, E. and Yermach, DL (1997). "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision.", Journal of Finance, Vol. 52, pp. 1411-1438.
- ✓ Esperanc,a, J.P., Ana, P.M.G. and Mohamed, A.G. (2003), "Corporate Debt Policy of Small Firms", an Empirical (re) Examination. Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 10 No. 1, 62-80.
- ✓ Fama, E., and Jensen, M. (1983). "Separation of Ownership and Control." Journal of Row and Economics, Vol 26. Pp. 301-325.
- ✓ Di Gloria, S. & Mantovani, G.M. (2017). On the Shareholders' Composition of the Company and the Governance Mechanisms of the Firm. Can this Contribute to the Firm Performance (Including the Capacity to Attract Capital and Bank Allowances)? Ca' Foscari University in Venice – Department of Management; EM Strasbourg - Business School. January 28, 2017.
- ✓ Gow, I., S. Kaplan, D. Larcker, and A. Zakolyukina, 2016, CEO Personality and Firm Policies, Rock Center for Corporate Governance, Working paper series no.

220.

- ✓ Goyal, V., Lehn, K., & Stanko, R. (2002). "Growth Opportunities and Corporate Debt Policy". *Journal of Financial Economics*(64) , 35-59.
- ✓ Hassan, Arshad and Ali, Muhamamad (2009). "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Caoital Structure of Pakistan Listed Companies." *International Journal of Business and Management*, Vol.4, pp. 50-57.
- ✓ Hall, G.C., Hutchinson, P.J. and Michaelas, N. (2004), "Determinants of the Capital Structures of European SMEs," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 31 Nos5/6, 711-28
- ✓ Kieschnick, R and Moussawi, R (2017). " Firm age, corporate governance, and capital structure choices". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 48 (2018), pp. 597–614
- ✓ Loncan, T.R. and Caldeira, J.F. (2014). "Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: a Study of Brazilian Listed Firms". *Revista Contabilidade & Finances*, 64 (25): 46-59.
- ✓ Masnoon, M , Rauf, M. (2014). "Impact of corporate Governance on Capital Structure-A study of KSE listed Firms". *Global Management Journal for Academic & Corporate studies*, Vol.3, No.1, pp.94-110.
- ✓ Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". *American Economic Review*, Vol. 68, No. 3, pp. 261-297.
- ✓ Myers, S. and Sussman, N. (2003). "Corporate financing and investment dicisions when firms have information that investors do not have." *Journal of financial economics*, Vol.13, No.2, pp.187- 22.
- ✓ Pfeffer, J. and Salancick, G.R. (1978). "The External Control of Organizations: a Resource Dependence Perspective.", Harper and Row, Newyourk.
- ✓ Ripamonti, A. & Kayo, E. (2016). *Corporate Governance and Capital Structure in Brazil: Stock, Bonds and Substitution*. *Mackenzie Management Review*, 17(5), 85-109.
- ✓ Wen, Y., Rwegasira, K. and Bilderbeek, J. (2002). "Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Chinese Listed Firms.", *Corporate Governance: an International Review*, Vol.10, pp. 75-83.