

## بررسی نقش تعدیل کنندگی ویژگی‌های شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

مهران سلطانی

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

Malakshir@yahoo.com

دکتر محسن رحیمی

مدرس گروه حسابداری موسسه آموزش عالی نور هدایت شهرکرد، ایران. (نویسنده مسئول)

mrahimiphd@gmail.com

شماره ۲۹ / پاییز ۱۳۹۹ (جلد اول) / صص ۳۱-۵۳  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

### چکیده

بعضی از پژوهش‌گران به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های بزرگ بیشتر بدهی بلند مدت و شرکت‌های کوچکتر بیشتر بدهی کوتاه مدت دارند. شرکت‌های کوچکتر به سوی نسبت‌های اهرمی پایین‌تر گرایش دارند و میان اندازه‌داری‌ها و نسبت بدهی بلند مدت رابطه مثبت قابل توجهی وجود دارد. یکی از عواملی که فرض می‌شود بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت تاثیر بگذارد رشد شرکت است. بر اساس نظریه سلسله مراتبی، شرکت‌هایی که دارای ارزش بازار یا فرصت‌های رشدی بیشتری هستند دارای عملکرد مالی بهتری هستند که به بالا رفتن ارزش شرکتشان از طریق رشد و فرصت‌هایی رشدی که برایشان به وجود می‌آید، می‌توانند از بدهی بیشتری استفاده کنند زیرا از یک سو بدهی دارای هزینه‌هایی است که ممکن است باعث ورشکستگی شرکت‌های کم ارزش با عملکرد مالی ضعیف خواهد شد. هدف پژوهش حاضر بررسی نقش تعدیل کنندگی ویژگی‌های شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است. به همین منظور نمونه‌ای متشکل از ۱۱۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. جهت آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره و روش حداقل مربعات جزیبی استفاده شد. نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت تاثیر معناداری ندارد، همچنین از بین ویژگی‌های شرکت که شامل اندازه شرکت، رشد شرکت و سودآوری است فقط متغیر رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تاثیر معنی‌داری دارد و دیگر متغیرها هیچ تاثیر معنی‌داری بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت و ساختار سرمایه شرکت ندارند.

**واژگان کلیدی:** ویژگی‌های شرکت، حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه شرکت، عملکرد مالی شرکت.

## مقدمه

از آنجا که سرمایه گذاران خواستار آن هستند که شرکتها اصول حاکمیت شرکتی را برای رسیدن به بازده های سرمایه گذاری بهتر و کاهش هزینه های نمایندگی اجرا کنند؛ لذا در اکثر مواقع، حاضرند به شرکتها مبالغ بیشتری بپردازند تا استانداردهای حاکمیتی سالم داشته باشند. به همین قیاس، گزارش حاکمیت شرکتی یکی از مهمترین ابزارها برای تصمیم های سرمایه گذاران است. اهمیت اطلاعات حسابداری از دیدگاه تصمیم گیرندگان در بازار سرمایه، وجود نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام به عنوان یک عامل تأثیرگذار بر مفاد قراردادهای و ماهیت سیاسی- اجتماعی خدمات برخی از شرکتها از یک طرف و وابستگی پاداش مدیران به سود از طرف دیگر، نقش مهمی در فرآیند مدیریت سود داشته است. تمایل مدیران به اعمال مدیریت سود و سوء استفاده از آن و در نتیجه ارائه اطلاعات نادرست به سهامداران، آسیب جدی به اعتماد سهامداران وارد و هزاران نفر از آنها را متضرر خواهد ساخت. این امر در نهایت تبعات اقتصادی و خیمی به دنبال خواهد داشت. به نظر می رسد حاکمیت شرکتی به طور قابل توجهی با عملکرد شرکت، ارزش بازار و اعتبار مرتبط است، و بنابراین هر شرکتی باید اصول حاکمیت شرکتی را به کار گیرد. اما مهمترین نکته این است که حاکمیت شرکتی تنها ابزاری برای شرکتها در جهت نیل به اهداف و راهبردهای شرکت است. بنابراین، شرکتها باید راهبرد مسیر موثر برای اجرای اصول حاکمیت را بهبود دهند. پس شرکتها باید بررسی کنند به چه رویه و سیاست حاکمیت شرکتی نیاز دارند (حساس یگانه و ابراهیمی، ۱۳۸۹). حاکمیت شرکتی مکانیزمی است که از طریق اعمال آن، مشکلات نمایندگی برطرف گردیده و کیفیت اطلاعات ارائه شده از سوی شرکتها بهبود یافته، رعایت حقوق سهامداران و کلیه ذی نفعان، از جمله دولتها و عموم جامعه مورد توجه قرار می گیرد (باباجانی و عبدی، ۱۳۸۹). هدف اصلی این مطالعه بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه و عملکرد شرکتها (باباجانی و عبدی، ۱۳۸۹). پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اهمیت این پژوهش این است که به گونه تجربی به مدیران، سرمایه گذاران و سایر تصمیم گیرندگان نشان دهد که متفاوت بودن ساختار حاکمیت شرکتی شرکتها بوری بر عملکرد آنان تأثیر دارد. یعنی اگر مالکان شرکت را گروههای مختلف مانند دولت، مؤسسات مالی، بانکها و شرکتها خصوصی دیگر تشکیل دهند، عملکرد آنها متفاوت خواهد بود. افزون بر این، وجود کدامیک از ترکیبهای متفاوت حاکمیت شرکتی، در بهبود شرکت مؤثرتر است را نشان می دهد. با بزرگتر شدن شرکتها، مالکیت از مدیریت جدا گردید. مالکان تصمیم گیری در خصوص امور روزمره شرکت را به مدیران واگذار کردند و در قبال آن انتظار حداکثرسازی منافع خود را دارند، اما جدایی مالکیت از مدیریت منجر به بروز یک مشکل سازمانی به نام مشکل نمایندگی شد، که بر اساس نظریه نمایندگی فرض می شود که مالکان و مدیران تضاد منافع دارند و این احتمال وجود دارد که مدیران، معاملات را برای حداکثر کردن نفع خود سازماندهی کنند. چنین رفتار فرصت طلبانه ای می تواند نتایج نامطلوبی را برای مالکان و شرکت به بار آورد (بنکرز، ۲۰۰۴). در ادامه مبانی نظری پشتوانه فرضیه های پژوهش و فرضیات و مدلهای مورد استفاده و آمار استنباطی و توصیفی و نتایج تحقیق بیان می گردد.

## مبانی نظری پژوهش

امروزه یکی از مهمترین مسائل مالی شرکتها، ارزیابی عملکرد شرکت است. اندازه گیری عملکرد مالی شرکتها از آنجا که پایه بسیاری از تصمیم گیری ها در داخل و خارج از شرکت می باشد، دارای اهمیت است. تصمیم گیری های مربوط به سرمایه گذاری ها، افزایش سرمایه شرکتها، رابطه نمایندگی و بسیاری از تصمیمات دیگر همگی مبتنی بر اندازه گیری عملکرد است چرا که پس از پیدایش مشکلات نمایندگی به جهت حفظ منافع عمومی می بایست اطلاعات مصون سازی شده و منافع

مدیران و مالکان همسو می شود (وکیلی فرد و باوندپور، ۱۳۸۹). برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می کنند. اما در ۳۰ سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکتها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است (جنسن و مک‌لینگ<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶). این موارد به طور کلی، تحت عنوان «تئوری نمایندگی» در حسابداری مدیریت بیان می شود. طبق تعریف جنسن و مک‌لینگ رابطه نمایندگی قراردادی است که براساس آن صاحب کار یا مالک، نماینده یا عامل را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم گیری را به او تفویض می کند. در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و لذا به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می دهند. افزایش در توان رقابتی، موجب ورود جریان نقدی عملیاتی به داخل واحد تجاری شده و در نتیجه نیاز شرکت به استقراض کاهش یافته و از این رو ساختار سرمایه شرکت بهبود می یابد (بنی مهد و همکاران، ۱۳۸۹).

ساختار سرمایه مهمترین عامل موثر در ارزش گذاری شرکتها است و درجه بندی شرکتها نیز از لحاظ اعتباری به ساختار سرمایه آنها بستگی دارد (مایرز، ۲۰۰۳). اینکه چه حجمی از ساختار سرمایه را بدهی تشکیل دهد و چه حجمی از آن را حقوق صاحبان سهام تشکیل داده باشد به حداقل نمودن هزینه سرمایه و به تبع آن افزایش ارزش سهام شرکتها می گردد و به عنوان مسئله ای مهم مورد توجه است (متان، ۱۳۸۹). در سال های اخیر توجه زیادی به مفهوم حاکمیت شرکتی شده است. در نگاهی کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکتها را تعیین می کنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارتند از: سهامداران و ساختار مالکیت ایشان، اعضاء هیأت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می شود و سایر ذینفعان که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند (عثمانی و همکاران، ۱۳۸۹).

بلومفیلد<sup>۲</sup> (۲۰۰۴)، معتقد است که یکی از مهم ترین منافع برقراری ساز و کارهای حاکمیت شرکتی این است که این امکان را برای آن ها به وجود می آورد تا بتوانند سرمایه خود را با هزینه سرمایه کمتری افزایش دهند (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰). حسن و علی (۲۰۰۹) بیان می کنند که حاکمیت شرکتی شامل رویه هایی است که برای سهامداران در طی مدیریت امور شرکت ایجاد ارزش می کند و در مورد حمایت از امور مورد علاقه سهامداران اطمینان می دهد. آنان معتقدند که رویه های حاکمیت شرکتی خوب می تواند بر تصمیمات استراتژیک شرکت که در سطح هیئت مدیره گرفته می شود، مانند تامین مالی خارجی تاثیر با اهمیتی دارد. متغیرهای حاکمیت شرکتی مانند ترکیب هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره می تواند تاثیر با اهمیتی بر تصمیمات ساختار سرمایه داشته باشد. اعضای هیئت مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظفتر تصمیمات آنان نظارت دارند در نتیجه ترکیب هیئت مدیره می تواند بر عملکرد مالی شرکتها اثر بگذارد در صورتی که اکثریت اعضای هیئت مدیره را مدیران مستقل غیر موظف تشکیل دهد هیئت مدیره از کارایی بیشتر برخوردار است (زارع، ۱۳۸۹). اعضای غیر موظف هیئت مدیره به عنوان سازو کار حاکمیت شرکتی، در افزایش توانایی شرکت در دستیابی اعتماد سرمایه گذاران خارجی نقش اساسی ایفا می کنند این ریسک مربوط به واحد تجاری را کاهش داده و توانایی آن را در دستیابی به

<sup>1</sup> Jensen & macling

<sup>2</sup> Bloomfield

وجوه افزایش می دهد و منجر به نسبت های اهرمی بالاتر می شود بنابراین حاکمیت شرکتی منجر به افزایش درجه اهرم مالی شرکت ها می شود (سالانکیک<sup>۱</sup>، ۱۹۷۸).

در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکتها را تعیین میکنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارتند از سهامداران و ساختار مالکیت ایشان، اعضاء هیئت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می شود و سایر ذینفع ها که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می کند حضور روزافزون سرمایه گذاران 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 می تواند داشته باشد. اساسی ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت است. با وجود این، وجود حالاتی خاص سبب می گردد 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 درجه بندی آن در مقیاسهای استاندارد می باشد تا با استفاده از آن بتوان استراتژی های لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود. در پژوهش های مختلف عوامل متعددی به عنوان عوامل اثرگذار بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکتها معرفی شده اند. از جمله عوامل مهم و اثرگذار بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکتها، ویژگی های شرکت است که شامل: قابلیت سودآوری، ریسک تجاری، اندازه شرکت، ساختار دارایی مشهود و فرصت رشد شرکت ها است. در پژوهش حاضر ویژگی های شرکت عبارتند از اندازه شرکت، فرصت رشد و سودآوری، که تاثیر آنها بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی در نظر گرفته می شود. بسیاری از پژوهشگران به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس میان سودآوری و اهرم مالی وجود دارد و دریافتند که میان سودآوری و سطح بدهی در ساختار سرمایه شان رابطه منفی وجود دارد. شواهدی در مورد نقش تامین مالی از طریق سود انباشته و رابطه آن با ساختار سرمایه وجود دارد. شرکتها ترجیح می دهند، اول سرمایه را با سود انباشته، دوم با بدهی و سوم با انتشار سهام جدید افزایش دهند (مایرز، ۱۹۸۴).

سرمایه گذاران برای تعیین ارزش سرمایه گذاری در یک شرکت، تنها به محاسبه سود اکتفا نمی کنند. در عوض تحلیل سودآوری شرکت برای درک اینکه آیا شرکت بطور موثر از منابع و سرمایه ها استفاده می کند امری ضروری است. ممکن است یک شرکت در ظاهر سودآور باشد ولی سودده نباشد. شرکت ها استفاده از شاخص های سودآوری بفهمند آیا یک پروژه ارزش پیگیری دارد و درصد شکست را پایین می آورد یا خیر بنابراین سودآوری نشان دهنده عملکرد مالی یک شرکت است که نگرش مدیریت شرکت را به سمت مقایسه سود و هزینه های یک پروژه هدایت می کند و با تقسیم ارزش فعلی جریان های نقدی آتی به سرمایه گذاری اولیه محاسبه می شود (کردستانی و نجفی، ۱۳۸۷). با توجه به اینکه حاکمیت شرکتی دربرگیرنده مجموعه روابط بین سهامداران، مدیران، حسابرسان و سایر افراد ذینفع است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای صحیح مصوبات مجمع و جوگیری از سوء استفاده احتمالی است. ماگ به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه گذاران نهادی از توانایشان برای نظارت بر مدیریت تابعی از میزان سرمایه گذاری آنها است و هر چه سطح مالکیت افراد بیشتر باشد نظارت بر مدیریت بهتر انجام می شود و در نتیجه موجب بهبود ارزش و عملکرد مالی شرکت می شود و از آنجایی که یکی از شاخص های نشان دهنده این ارزش و عملکرد، سودآوری است، افزایش سودآوری در

<sup>1</sup> Salantik

شرکتها می تواند نشان دهنده تاثیری مثبت بر تاثیر عوامل حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ساختار سرمایه شرکت شود (صفری گرایلی و همکاران، ۱۳۹۴).

بعضی از پژوهشگران به این نتیجه رسیدند که شرکتهای بزرگ بیشتر بدهی بلند مدت و شرکتهای کوچکتر بیشتر بدهی کوتاه مدت دارند (همایفر و همکاران، ۱۹۹۴). شرکت های کوچکتر به سوی نسبت های اهرمی پایین تر گرایش دارند و میان اندازه دارایی ها و نسبت بدهی بلند مدت رابطه مثبت قابل توجهی وجود دارد و از طرف دیگر رابطه غیر خطی بین نسبت بدهی کل و اندازه شرکت وجود دارد (تارک و همکاران، ۲۰۰۸). یکی از عواملی که فرض می شود بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت تاثیر بگذارد رشد شرکت است. بر اساس نظریه ایستا، شرکتهایی که فرصت هایی رشد آتی بیشتری دارند در مقایسه با شرکتهایی با رشد کم، به استقراض کمتری روی می آورند، زیرا رشد شرکتهای رشدی را به عنوان یک دارایی نامشهود مورد وثیقه قرار داد. به عبارت دیگر، هر چه رشد یک شرکت بیشتر باشد ریسک آن بیشتر است و هزینه نابسامانی مالی بیشتری را تحمل می کند. شرکت های با فرصت رشد بیشتر انگیزه بیشتری برای تامین مالی عملیات خود از طریق سهام دارند. بر اساس نظریه سلسه مراتبی، شرکتهایی که دارای ارزش بازار یا فرصت های رشدی بیشتری هستند دارای عملکرد مالی بهتری هستند که که بالا رفتن ارزش شرکتشان از طریق رشد و فرصت هایی رشدی که برایشان به وجود می آید، می توانند از بدهی بیشتری استفاده کنند زیرا از یک سو بدهی دارای هزینه هایی است که ممکن است باعث ورشکستگی شرکت های کم ارزش با عملکرد مالی ضعیف خواهد شد و از سوی دیگر در شرکتهایی با رشد بالا و دارای فرصت های رشدی زیاد، عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط با کیفیت پروژه های سرمایه گذاری افزایش می یابد و امکان استفاده بیشتر از بدهی فراهم می شود (نجفی عمرانی، ۱۳۸۷).

از وظایف هم مدیریت در شرکتهای تامین مالی و تصمیمات سرمایه گذاری است، تامین مالی در شرکت های بزرگ از طریق فروش سهام صورت گرفته و ساختار مالکیت به معنای ترکیب و درصد مالکیت سهامداران در شرکتهای بزرگ از اهمیت خاصی برخوردار است و در شرکتهای سهامی زمانی که درصد بالایی از سهام آنها به تعداد محدودی از سهامداران واگذار شود، مسئله حاکمیت شرکتی و تعیین استراتژی های لازم برای دستیابی به اهداف شرکتهای ایجاد می گردد. سهامداران نهادی به دنبال کسب سود بیشتر و کوتاه مدت که به طبع آن اخذ تصمیماتی هستند که نتیجه آن سودآوری و بازدهی و رشد شرکت باشد بنابراین ویژگی های اندازه، رشد و سودآوری شرکت می تواند عواملی باشند که سهامداران ارزش شرکت و عملکرد مالی را برآورد کنند. با توجه به تفاوت های میان مدیران و مالکان و تضاد منافی که در سازمان ها ایجاد می شود، مدیران و سهامداران عادی به دنبال کسب سود و افزایش ارزش شرکت در کوتاه مدت هستند و این نوع تصمیمات مغایر با تصمیمات سهامداران عمده بوده و این سهامداران همواره سعی در تغییر رویکردهای حاکم بر تصمیمات مدیریتی دارند. در شرکتهایی که دارای سهامداران نهادی و اعضای غیر موظف هیئت مدیره با استقلال بالا می باشند و نشان از حاکمیت شرکتی قوی دارند روش های گوناگونی برای نظارت بر مدیران سازمان مانند گزارشگری مالی و بازرسی در سازمان وجود دارد. چنانچه شرکتهای دارای رشد و فرصت ها رشدی بالا و همچنین سودآوری در بلندمدت باشند نقش نظارتی سهامداران نهادی به مراتب بر تغییرات سودآوری و کوتاه بینی مدیران را کمتر می کند بنابراین می توان گفت شرکتهایی با ارزش بالا در اثر سودآوری بلند مدت و فرصت های رشد آتی، با قوی کردن راهبری حامیت شرکتی در سازمان ها بر ساختار بدهی و عملکرد مالی و ارزش شرکت تاثیر مثبتی دارند (رمضانزاده و مومنی، ۱۳۹۲).

### پیشینه پژوهش

والد الاحد (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان تاثیر حاکمیت شرکتی روی عملکرد مالی در شرکتهای بورس هند و شورای همکاری خلیج فارس، به بررسی تاثیر حاکمیت شرکت و سازو کارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت پرداخت. نتایج نشان داد مکانیسم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تاثیر مستقیم و معناداری دارد.

چن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت در سطح نوسان پذیری قیمت بازده سهام شرکت در چین پرداخته اند. نتایج عینی این پژوهش نشان می دهد که مالکیت سهام توسط نهادهای خارجی (مالی و غیرمالی) سطح نوسان پذیری قیمت بازده سهام شرکت را حتی بعد از کنترل ساختار کامل مالکیت، میزان عرضه با سفارش شرکت، نسبت بدهی به دارایی خالص و رفع مشکلات داخلی موجود افزایش می یابد. نتایج تجربی در رابطه با عکس العمل نشان میدهد که مالکیت نهادی سطح نوسان پذیری بازده را به شدت، تاثیر در پژوهشی که توسط کوکی و گوئیزانی<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) تحت عنوان ساختار مالکیت و سیاست تقسیم انجام شد، تاثیر هویت سهامداران روی سیاست تقسیم سود در بخشی از شرکتهای تونسی از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳ مورد بررسی قرار گرفت. این پژوهش به این نتیجه رسیده است که شرکتهای تونسی با مالکیت متمرکز بالا، توزیع سود سهام بیشتری دارند. همچنین این پژوهش نشان داده است که بین رابطه مالکیت نهادی و سطح توزیع سود منفی و از طرف دیگر رابطه بین مالکیت دولتی و سطح توزیع سود سهام باشد. نقدینگی در نوسان پذیری قیمت را افزایش میدهد.

چانگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه به بررسی اثرات حاکمیت شرکتی بر انتخاب بهینه ساختار سرمایه پرداختند. نتایج پژوهش آن ها نشان داد که حاکمیت شرکتی اثر متمایز بر ساختار سرمایه دارد. شرکت های که دارای حاکمیت ضعیف هستند با تهدید در تصاحب رو به رو می شوند و در نتیجه احتمال کاهش اهرم و استفاده از بدهی به عنوان یک اقدام دفاعی کمتر می شود و همچنین شرکت هایی که دارای حاکمیت ضعیف تر هستند تمایل کمتری نسبت به تعدیل اهرم هدف دارند.

فیادور<sup>۴</sup> (۲۰۱۳)، با بررسی رابطه ساختار مالکیت و قیمت سهام و ارتباط ارزشی اقلام حسابداری دریافتند که ارزش دفتری هر سهم صرف نظر از ویژگیهای هیات مدیره دارای ارتباط ارزشی است و دوگانگی وظیفه هیات مدیره دارای اثری منفی بر قیمت سهام است.

جیانگ و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۱)، در پژوهشی تحت عنوان، بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، افشاء داوطلبانه و تقارن اطلاعات در نیوزلند، با بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و ناقرینگی اطلاعاتی در نیوزلند به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبتی بین اندازه تمرکز مالکیت و تفاوت قیمت خرید و فروش (به عنوان شاخص ناقرینگی اطلاعاتی) وجود دارد.

مسافری نژاد مقدم (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان بررسی ویژگی های شرکت بر کیفیت حسابداری در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی نقش اندازه و رشد شرکت بر کیفیت حسابداری پرداخت. نتایج نشان داد متغیرهای اندازه شرکت و رشد شرکت در بلند مدت می تواند هزینه های حسابداری را کاهش دهد و موجب کیفیت حسابداری شود.

<sup>1</sup> Chen et al.

<sup>2</sup> Kouki and Guizani

<sup>3</sup> Chang et al

<sup>4</sup> Fiador

<sup>5</sup> Jiang et al.

فتاحی و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهشی با عنوان تاثیر تعدیلگر سن شرکت بر رابطه حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت و بعد از آن به تاثیر نقش سن شرکت بر این رابطه پرداختند. نتایج نشان داد سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه تاثیر به سزایی دارد در حالیکه سن شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه تاثیر معناداری ندارد.

مهرانی و همکاران (۱۳۹۶)، به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری پرداختند. نتایج نشان داد که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی با مربوط بودن اطلاعات حسابداری روابط معناداری وجود دارد؛ ولی جهت این روابط متفاوت است. افزایش مالکیت نهادی، مربوط بودن ارزش اطلاعات صورت سود و زیان را افزایش می دهد؛ ولی مربوط بودن ارزش اطلاعات ترازنامه ای را کاهش می دهد. این در حالی است که افزایش تمرکز مالکیت نهادی، کیفیت اطلاعات حسابداری مندرج در صورت سود و زیان و به تبع آن مربوط بودن ارزش اطلاعات صورت سود و زیان را کاهش داده است ولی مربوط بودن ارزش اطلاعات ترازنامه را افزایش می دهد.

سعیدی و شیرینی قهی (۱۳۹۲)، ساختار مالکیت و عملکرد شرکتهای را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق با توجه به رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت نشان داد که بین انواع مختلف مالکیت و عملکرد شرکت رابطه وجود ندارد، لیکن در روش رگرسیون تعمیم یافته رابطه خطی معنی دار و معکوس بین دارندگان بیش از ۵٪ سهام شرکتهای و عملکرد آن بدست آمده است و تاثیر دیگر شاخصه های ساختار مالکیت یعنی میزان مالکیت سهامداران حقیقی، حقوقی و بزرگترین سهامدار بر عملکرد شرکت تایید نشده است.

احمدپور و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان تاثیر متغیرهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی رابطه بین ویژگی های سامانه حاکمیت شرکتی (تمرکز حاکمیت، استقلال هیأت مدیره، نسبت حضور سرمایه گذاران نهادی، دوگانگی نقش رئیس هیأت مدیره و وجود حسابرس داخلی) و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ پرداختند. نتایج پژوهش آن ها نشان داد که میان تمرکز حاکمیت و نسبت حضور سرمایه گذاران نهادی و دوگانگی نقش رئیس هیأت مدیره با ساختار سرمایه شرکت ها رابطه معکوس وجود دارد. همچنین میان وجود حسابرس داخلی با ساختار سرمایه رابطه مثبت وجود دارد. همچنین نتایج حاصل از این پژوهش رابطه معناداری را میان متغیر استقلال هیأت مدیره با ساختار سرمایه نشان نداد.

### فرضیه های پژوهش

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

فرضیه اول: حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه دوم: حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه سوم: اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه چهارم: اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه پنجم: سودآوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه ششم: سودآوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه هفتم: رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه هشتم: رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد.

## روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است و از لحاظ طبقه بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی، از جهت نوع استدلال قیاسی و از نظر ماهیت داده ها کمی و روش گردآوری اطلاعات به صورت کتابخانه ای و اسناد کاوی می باشد. از نظر ماهیت داده ها از نوع کمی می باشد. جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ می باشد. در این پژوهش برای انتخاب نمونه، از کل داده های در دسترس استفاده شده است. نخست تمام شرکت هایی که می توانستند در نمونه گیری شرکت کنند، انتخاب شدند در نهایت کلیه شرکت هایی که سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد، در طی دوره زمانی پژوهش به طور فعال در بورس حضور داشته باشند، اطلاعات مورد نظر برای استخراج داده ها در دسترس باشد، این شرکت ها سرمایه گذاری و یا واسطه گری مالی نباشند. ۱۱۶ شرکت باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند و بقیه شرکت ها از نمونه حذف شدند. جهت تدوین مبانی نظری پژوهش و پیشینه پژوهش، از مدارک و پایان نامه های موجود در کتابخانه ها استفاده شده است. همچنین، از مقالات موجود در نرم افزار نمایه (حاوی مقالات نشریات داخل کشور) و پایگاه های جستجوی علمی در اینترنت استفاده شده است. جهت جمع آوری داده های مالی شرکت ها، با مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت کدال، اطلاعات صورت های مالی شرکت ها و اطلاعات مربوط به متغیرهای مورد نظر این پژوهش برای دوره های زمانی ۷ ساله در قالب فایل اکسل دریافت شد. پس از آماده سازی متغیرها و انجام محاسبات لازم، برای تخمین مدل های رگرسیون چند متغیره از نرم افزار ایویوز استفاده شده است.

## مدل های پژوهش

برای آزمون فرضیات مدل از مدل رگرسیونی چندگانه به شرح زیر استفاده خواهد گردید:

در این پژوهش با توجه به نوع داده ها و روش های تجزیه و تحلیل آماری موجود، به منظور بررسی رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکتها، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکتهای مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ آزمون می شوند. برای آزمون فرضیه های دوم و چهارم و ششم و هشتم از مدل (۱) و برای آزمون فرضیه های اول و سوم و پنجم و هفتم از مدل (۲) استفاده می شود:

$$roa_{it} = \beta_0 + \beta_1 copg_{it} + \beta_2 copg_{it} \times size_{it} + \beta_3 copg_{it} \times prob_{it} + \beta_4 copg_{it} \times grow_{it} + \beta_5 tang_{it} + \beta_6 size_{it} + \beta_7 prob_{it} + \beta_8 grow_{it} \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$lev_{it} = \beta_0 + \beta_1 copg_{it} + \beta_2 copg_{it} \times size_{it} + \beta_3 copg_{it} \times prob_{it} + \beta_4 copg_{it} \times grow_{it} + \beta_5 tang_{it} + \beta_6 size_{it} + \beta_7 prob_{it} + \beta_8 grow_{it} \varepsilon_{it} \quad (2)$$

که در روابط فوق:

roa<sub>it</sub>: عملکرد شرکت که از نسبت سود خالص به ارزش دفتری داراییها در پایان دوره محاسبه می شود.



$lev_{it}$ : درجه اهرم مالی که از نسبت ارزش دفتری بدهی های شرکت به ارزش دفتری داراییها در پایان دوره محاسبه می شود.

$copg_{it}$ : این متغیر نشان دهنده حاکمیت شرکتی می باشد.

$prob_{it}$ : سودآوری شرکت که اگر شرکت سودآور باشد ۱ و در غیر اینصورت صفر می گیرد.

$grow_{it}$ : رشد شرکت که برابر است با نسبت تفاوت سود سال جاری با سود سال قبل به سود سال قبل.

$tang_{it}$ : نسبت ارزش دفتری داراییهای مشهود به ارزش دفتری کل داراییها.

$size_{it}$ : لگاریتم ارزش دفتری داراییهای شرکت در پایان سال.

### متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی می باشد؛ که در ادامه به توضیح هر یک از انواع متغیرها پرداخته شده است:

#### الف: متغیر وابسته:

متغیر (های) وابسته در این پژوهش، عملکرد شرکت و اهرم مالی می باشند.

$roa_{it}$ : عملکرد شرکت که از نسبت سود خالص به ارزش دفتری داراییها در پایان دوره محاسبه می شود.

$lev_{it}$ : درجه اهرم مالی که از نسبت ارزش دفتری بدهی های شرکت به ارزش دفتری داراییها در پایان دوره محاسبه می شود.

#### ب: متغیر مستقل:

متغیر مستقل پژوهش، حاکمیت شرکتی است.

$copg_{it}$ : این متغیر نشان دهنده حاکمیت شرکتی می باشد که با استفاده از امتیازات هر شرکت از معیارهای زیر

مورد سنجش قرار می گیرد:

- درصد مالکیت سهام شرکت توسط اعضای هیات مدیره
- درصد سهام سهامداران نهادی
- تعداد سهامداران عمده با درصد مالکیت بیشتر از ۵ درصد.
- تعداد اعضای هیات مدیره
- وجود کمیته حاکمیت شرکتی در شرکت
- تعداد اعضای کمیته حسابرسی شرکت
- دوگانگی وظیفه مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره

برای امتیازبندی شرکتها از نظر شاخص حاکمیت شرکتی، بعد از محاسبه هر یک از معیارها برای هر شرکت مقادیر حاصل شده با یکدیگر جمع و عدد حاصل شده نشان دهنده شاخص حاکمیت شرکتی می باشد. به عنوان مثال شرکت آلفا، درصد مالکیت نزد هیئت مدیره برابر با ۳۲ درصد (معادل با ۰/۳۲) می باشد، و برای درصد سهام نزد سهامداران نهادی برابر با ۲۱ درصد (معادل با ۰/۲۱) می باشد، تعداد سهامداران عمده برابر با ۶ نفر، تعداد اعضای هیات مدیره برابر با ۵ نفر، وجود کمیته

حاکمیت شرکتی عدد ۰ (به علت عدم وجود کمیته)، تعداد اعضای کمیته حسابرسی برابر با ۶ نفر، درصد مدیران خارجی (غیرموظف) ۸۰ درصد (برابر با ۰/۸) و دوگانگی وظیفه مدیر عامل عدد یک (به علت عدم وجود دوگانگی عدد یک) منظور می‌شود. با جمع اعداد فوق شاخص حاکمیت شرکتی برای شرکت نمونه آلفا برابر با  $(۱+۰/۸+۶+۰+۵+۶+۰/۲۱+۰/۳۲)$  ۱۹/۳۳ می‌باشد. هرچه عدد بزرگتر باشد، حاکمیت شرکتی قویتر می‌باشد.

### ج: متغیرهای تعدیلی:

$prob_{it}$ : سودآوری شرکت که اگر شرکت سودآور باشد ۱ و در غیر اینصورت صفر می‌گیرد  
 $grow_{it}$ : رشد شرکت که برابر است با نسبت تفاوت سود سال جاری با سود سال قبل  
 $size_{it}$ : لگاریتم ارزش دفتری داراییهای شرکت در پایان سال

### د: متغیرهای کنترلی:

برای کنترل تأثیر متغیرها در این پژوهش برخی از آن‌ها به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است که عبارت است:  
 $tang_{it}$  نسبت ارزش دفتری داراییهای مشهود به ارزش دفتری کل داراییها

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

آمار توصیفی شامل مجموعه روشهایی است که برای جمع آوری، تلخیص، طبقه بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. در واقع این آمار، داده‌ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می‌کند و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها را برای استفاده سریع و بهتر از آنها به دست می‌دهد. در یک جمع بندی با استفاده مناسب از آمار توصیفی میتوان ویژگیهای یک دسته از اطلاعات را بیان کرد. پارامترهای مرکزی و پراکندگی به همین منظور به کار می‌روند. کارکردهای این معیارها این است که می‌توان خصوصیات اصلی مجموعه‌ای از داده‌ها را به صورت یک عدد بیان کنند و بدین ترتیب افزون بر آن که به فهم بهتر نتایج یک آزمون کمک می‌کنند، مقایسه نتایج آن آزمون را با آزمونها و مشاهدات دیگر نیز تسهیل می‌نماید. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جداول زیر ارائه شده است.

جدول (۱): نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میان	حداکثر	حداقل
ROA	۰/۲۴۶	۰/۱۵۸	۳/۰۳۶	-۰/۶۹۰
LEV	۰/۴۳۹	۰/۳۵۹	۰/۷۳۳	۰/۰۵۴
COPG	۱۵/۸۴۸	۱۵/۹۹۰	۱۹/۷۷۴	۱۱/۸۶۵
SIZE	۶/۴۳۳	۶/۳۴۱	۹/۸۷۸	۴/۴۶۱
PROB	۰/۹۰۶	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰
GROW	۰/۲۷۴	۰/۱۷۹	۳/۱۸۱	-۰/۶۳۹
TANG	۰/۶۵۵	۰/۶۵۵	۰/۹۰۹	۰/۳۹۳

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای اهرم مالی برابر با  $0/439$  می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخصهای مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه متغیر اهرم مالی برابر با  $0/359$  می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. همچنین یکسان بودن تقریبی مقدار میانگین و میانه برای متغیر اهرم مالی شرکت نشان دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد.

## آمار استنباطی

### بررسی عدم وجود خودهمبستگی در مدل های پژوهش

برای کشف خودهمبستگی یکی از آزمون های موجود، آزمون Xtserial می‌باشد. این آزمون توسط ولدریج ارائه شده و مزیت آن در مقایسه با آزمون دوربین واتسون این است که در آن علاوه بر خودهمبستگی مرتبه اول، انواع دیگر خودهمبستگی قابل تشخیص است و در مواقعی که داده ها از نوع ترکیبی باشند، این آزمون نیز قابل استفاده است. در جدول (۳) نتایج آزمون خودهمبستگی برای آزمون مدل در هر سه فرضیه آمده است. با توجه به اینکه P-Value مندرج در جدول (۳)، برای هر سه فرضیه، بیشتر از سطح معنی دار  $5\%$  است، مدل در این فرضیه ها دارای خودهمبستگی نمی‌باشد.

جدول (۳): نتایج آزمون ولدریج مدل های پژوهش

Wooldridge Test			فرضیه ها
نتیجه	احتمال آماره	آماره	
عدم خودهمبستگی	$0/112$	$F=1/92$	مدل اول
عدم خودهمبستگی	$0/123$	$F=1/440$	مدل دوم

### بررسی واریانس ناهمسانی در مدل های پژوهش

در جدول (۴) نتایج آزمون ناهمسانی واریانس برای آزمون مدل‌های مربوط به فرضیات آمده است. در صورتی که P-Value کمتر از سطح معنی داری  $5\%$  باشد، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس پذیرفته نمی‌شود و مدل دارای ناهمسانی واریانس است. با توجه به اینکه P-Value مندرج در جدول (۴) در فرضیه های پژوهش کمتر از سطح معنی داری  $5\%$  است، مدل‌های در هر دو مدل دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد. به منظور رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) استفاده شد.

جدول (۴): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس مدل های پژوهش

			فرضیه ها
نتیجه	احتمال آماره	آماره	
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۲	$\chi^2 = ۴۹۶/۲۶$	مدل اول
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	$\chi^2 = ۴۷۹/۱۴$	مدل دوم

### آزمون F لیمر برای مدل های پژوهش

برای انتخاب بین روش های داده های تابلویی و داده های تلفیقی، از آزمون F لیمر<sup>۱</sup> استفاده شده است. در آزمون F لیمر، فرضیه  $H_0$  یکسان بودن عرض از مبدأها (داده های تلفیقی) در مقابل فرضیه مخالف  $H_1$  ناهمسانی عرض از مبدأها (روش داده های تابلویی) قرار می گیرد. خلاصه نتایج آزمون F لیمر، به شرح ذیل در جدول ۵ ارائه شده است:

جدول شماره (۵): نتایج آزمون اف لیمر

نتایج آزمون	آماره آزمون	احتمال	مدل
داده های تابلویی	۸/۹۴۸	۰/۰۰۰	۱
داده های تابلویی	۲۰/۳۳۲	۰/۰۰۰	۲

همانطور که نتایج نشان میدهد، احتمال آزمون F لیمر در کلیه مدل ها کوچکتر از ۵٪ است؛ از این رو فرض  $H_0$  (مدل تلفیقی) تایید نمی شود به بیان دیگر، اثرات فردی و یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده های تابلویی برای برآورد مدل ها استفاده شود.

### تعیین روش بکارگیری داده های ثابت یا تصادفی

پس از اینکه مشخص شد روش آزمون روش داده های تابلویی است آنگاه لازم است با استفاده از روش هاسمن تعیین گردد که از آزمون داده های ثابت یا تصادفی استفاده شود که نتایج این آزمون در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول (۶): نتایج آزمون هاسمن

نتیجه (مدل مناسب)	سطح معناداری	آماره آزمون	شماره مدل
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۵۲/۲۶۶	۱
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۴۰/۸۶۰	۲

همانگونه که در جدول ۶ دیده می شود در سطح اطمینان ۹۵ درصد، به علت اینکه سطح معنی داری برای تمامی مدل ها کمتر از ۰/۰۵ است لذا روش مناسب برای آزمون فرضیه ها روش اثرات ثابت است.

### خلاصه تجزیه و تحلیل‌ها به تفکیک هر فرضیه

پس از انجام آزمون‌های F لیمر، و تعیین روش تخمین (تابلویی یا تلفیقی)، مدل‌ها تخمین زده می‌شود. نتایج حاصل از تخمین مدل‌های مورد استفاده در پژوهش در ادامه ارائه و تشریح شده است.

#### آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می‌کند که تمرکز مالکیت بر مدیریت سود تأثیر دارد.  
فرضیه اول از لحاظ آماری بصورت زیر تدوین می‌شود:

$H_0$ : حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تأثیر معناداری ندارد.

$H_1$ : حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تأثیر معناداری دارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل (۲) در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول شماره (۷): نتایج تخمین مدل (۲)

$\text{lev}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{copg}_{it} + \beta_2 \text{copg}_{it} \times \text{size}_{it} + \beta_3 \text{copg}_{it} \times \text{prob}_{it} + \beta_4 \text{copg}_{it} \times \text{grow}_{it} + \beta_5 \text{tang}_{it} + \beta_6 \text{size}_{it} + \beta_7 \text{prob}_{it} + \beta_8 \text{grow}_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح معناداری
$\text{copg}_{it}$	۰/۰۲۰	۱/۲۰۶	۰/۲۲۸
$\text{copg}_{it} \times \text{size}_{it}$	۰/۰۰۴	۱/۴۷۹	۰/۱۳۹
$\text{copg}_{it} \times \text{prob}_{it}$	۰/۰۰۲	۰/۳۶۴	۰/۷۱۵
$\text{copg}_{it} \times \text{grow}_{it}$	-۰/۰۰۱	-۰/۲۲۸	۰/۸۱۹
$\text{tang}_{it}$	۰/۶۲۰	۳/۷۷۹	۰/۰۰۰
$\text{size}_{it}$	-۰/۱۲۴	-۲/۵۰۲	۰/۰۱۲
$\text{prob}_{it}$	-۰/۰۸۹	-۰/۷۲۸	۰/۴۶۶
$\text{grow}_{it}$	۰/۰۱۶	۰/۱۵۹	۰/۸۷۳
ضریب تعیین الگو	۰/۷۹۷	دوربین واتسون	۱/۸۸۵
آماره آزمون	۲۲/۰۰۱	سطح معنی داری	۰/۰۰۰

نتایج حاصل از تخمین نشان می‌دهد که ضریب تعیین قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادراند به میزان ۷۹/۷٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند از آنجا که دوربین واتسون برابر ۱/۸۸۵ است که بین ۱،۵ و ۲،۵ می‌باشد لذا؛ هیچ گونه خود همبستگی در مدل وجود ندارد.

احتمال آزمون t برای متغیر حاکمیت شرکتی (۰/۲۲۸) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار نمی‌باشد و فرضیه اول تایید نمی‌شود. لذا می‌توان گفت که حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تأثیر معناداری ندارد.

#### آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می‌کند که حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد.  
فرضیه دوم از لحاظ آماری بصورت زیر تدوین می‌شود:

$H_0$ : حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تأثیر معناداری ندارد.

$H_1$ : حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد.  
نتایج حاصل از تخمین مدل (۱) در جدول (۸) ارائه شده است

جدول (۸): نتایج تخمین مدل (۱)

$Roa_{it} = \beta_0 + \beta_1 copg_{it} + \beta_2 copg_{it} \times size_{it} + \beta_3 copg_{it} \times prob_{it} + \beta_4 copg_{it} \times grow_{it} + \beta_5 tang_{it} + \beta_6 size_{it} + \beta_7 prob_{it} + \beta_8 grow_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح معناداری
$copg_{it}$	-۰/۰۰۲	-۰/۱۵۴	۰/۸۷۶
$copg_{it} \times size_{it}$	۰/۰۰۲	۱/۲۱۳	۰/۲۲۵
$copg_{it} \times prob_{it}$	-۰/۰۰۵	-۱/۳۲۷	۰/۱۸۴
$copg_{it} \times grow_{it}$	۰/۰۲۱	۳/۹۷۵	۰/۰۰۰
$tang_{it}$	۰/۱۱۵	۱/۷۸۶	۰/۰۷۴
$size_{it}$	-۰/۰۷۷	-۲/۵۶۹	۰/۰۱۰
$prob_{it}$	۰/۰۶۹	۱/۱۴۷	۰/۲۵۱
$grow_{it}$	۰/۴۶۵	۵/۲۶۶	۰/۰۰۰
ضریب تعیین الگو	۰/۹۶۱	دوربین واتسون	۱/۹۰۵
آماره آزمون	۱۳۸/۳۴۹	سطح معنی داری	۰/۰۰۰

نتایج حاصل از تخمین نشان می دهد که ضریب تعیین قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می دهد که قادراند به میزان ۹۶/۱٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند از آنجا که دوربین واتسون برابر ۱/۹۰۵ است که بین ۱,۵ و ۲,۵ می باشد لذا؛ هیچ گونه خود همبستگی در مدل وجود ندارد.

احتمال آزمون t برای متغیر حاکمیت شرکتی (۰/۸۷۶) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و فرضیه دوم تایید نمی شود. لذا می توان گفت که حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری ندارد.

### آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم بیان می کند که اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری دارد. فرضیه سوم از لحاظ آماری بصورت زیر تدوین می شود:

$H_0$ : اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری ندارد.

$H_1$ : اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری دارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل (۲) در جدول ۷ ارائه شده است. که با مراجعه به جدول فوق احتمال آزمون t برای متغیر تعاملی اندازه شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۱۳۹) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی اندازه شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و فرضیه سوم تایید نمی شود. لذا می توان گفت که اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری ندارد.

### آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم بیان می کند که اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم از لحاظ آماری بصورت زیر تدوین می‌شود:

$H_0$ : اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری ندارد.

$H_1$ : اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل (۱) در جدول ۸ ارائه شده است. که با مراجعه به جدول فوق احتمال آزمون  $t$  برای متغیر تعاملی اندازه شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۲۲۵) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی اندازه شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد و فرضیه چهارم تایید نمی‌شود. لذا می‌توان گفت که اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری ندارد.

### آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم بیان می‌کند که سود آوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری دارد فرضیه پنجم از لحاظ آماری بصورت زیر تدوین می‌شود:

$H_0$ : سود آوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری ندارد

$H_1$ : سود آوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری دارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل (۲) در جدول ۷ ارائه شده است. که با مراجعه به جدول فوق احتمال آزمون  $t$  برای متغیر تعاملی سودآوری شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۷۱۵) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی سودآوری شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد و فرضیه پنجم تایید نمی‌شود. لذا می‌توان گفت که سود آوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری ندارد.

### آزمون فرضیه ششم

فرضیه ششم بیان می‌کند که سودآوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد. فرضیه ششم از لحاظ آماری بصورت زیر تدوین می‌شود:

$H_0$ : سودآوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری ندارد.

$H_1$ : سودآوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل (۱) در جدول ۸ ارائه شده است. که با مراجعه به جدول فوق احتمال آزمون  $t$  برای متغیر تعاملی سودآوری شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۱۸۴) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی سودآوری شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد و فرضیه ششم تایید نمی‌شود. لذا می‌توان گفت که سودآوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری ندارد.

### آزمون فرضیه هفتم

فرضیه هفتم بیان می‌کند که رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری دارد فرضیه هفتم از لحاظ آماری بصورت زیر تدوین می‌شود:

$H_0$ : رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری ندارد.

$H_1$ : رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری دارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل (۲) در جدول ۷ ارائه شده است. که با مراجعه به جدول فوق احتمال آزمون  $t$  برای متغیر تعاملی رشد شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۸۱۹) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی رشد شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و فرضیه هفتم تایید نمی شود. لذا می توان گفت که رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری ندارد.

### آزمون فرضیه هشتم

فرضیه هشتم بیان می کند که رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه هفتم از لحاظ آماری بصورت زیر تدوین می شود:

$H_0$ : رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری ندارد.

$H_1$ : رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل (۱) در جدول ۸ ارائه شده است. که با مراجعه به جدول فوق احتمال آزمون  $t$  برای متغیر تعاملی رشد شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۰۰۰) کوچکتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی رشد شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار می باشد و فرضیه هشتم تایید می شود. لذا می توان گفت که رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد.

### بحث، نتیجه گیری و پیشنهادات

فرضیه اول بیان می کند که حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه تاثیر مثبت و معناداری دارد. احتمال آزمون  $t$  برای متغیر حاکمیت شرکتی (۰/۲۲۸) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و فرضیه اول تایید نمی شود. لذا می توان گفت که حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری ندارد. در بیان دلیل احتمالی رد این فرضیه باید گفت تمامی سازوکارهای حاکمیت شرکتی نمی توانند بدهی بلند مدت را در شرکت جذب کنند. درصد بالایی مالکیت مدیریتی در شرکت و نبود نظارت کافی بر کار مدیران و هزینه های نمایندگی کافی مانند حسابرسی با کیفیت می تواند موجب افزایش دستکاری سود شود و پدیده مدیریت سود را به وجود آورد که موجب می شود مفاد قراردادهای بدهی توسط فرصت طلبی مدیران زیر سوال برود و فرصت های تامین مالی از طرق بدهی از دست برود. فرضیه دوم بیان می کند که حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت تاثیر معناداری دارد. احتمال آزمون  $t$  برای متغیر حاکمیت شرکتی (۰/۸۷۶) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و فرضیه دوم تایید نمی شود. لذا می توان گفت که حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری ندارد. از دلایل رد احتمالی این فرضیه باید گفت در مورد اندازه هیات مدیره بر عملکرد مالی شرکت، هنگامی که هیات مدره از اعضای زیادی تشکیل شده باشد مشکلات نمایندگی افزایش می یابد و در نتیجه کنترل و نظارت بر مدیر عامل به صورت کارا صورت نمی گیرد و این می تواند بر عملکرد مالی و ارزش شرکت تاثیر عکس داشته باشد. که در آزمون فرضیه سوم بیان شده است، فرضیه سوم بیان می کند که اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری دارد. احتمال آزمون  $t$  برای متغیر تعاملی اندازه شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۱۳۹) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی اندازه شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و فرضیه سوم تایید نمی شود. لذا می توان گفت که اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت



شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری ندارد. در دوره رونق همانند دوره رکود، تاثیر اندازه شرکت بر ساختار سرمایه مثبت است. بر خلاف دوران رکود در شرایط رونق اقتصادی، نسبت ارزش وثیقه گذاری دارایی ها بر سودآوری و ساختار سرمایه شرکتها اثر منفی دارد که این مساله خود بیانگر پیامدهای منفی نگهداری دارایی های ثابت بیشتر در دوران رونق است زیرا با افزایش نسبت دارایی ثابت توان تولید جریان نقد بالاتر از دست می رود. فرضیه چهارم بیان می کند که اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد. احتمال آزمون  $t$  برای متغیر تعاملی اندازه شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۲۲۵) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی اندازه شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و فرضیه چهارم تایید نمی شود. لذا می توان گفت که اندازه شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری ندارد. سالهای رونق شناسایی شده با دوران ساماندهی وضع اطلاع رسانی بورس و آغاز روند رشد قابل توجه در انتشار گزارشات ادواری برای شرکتهای بزرگ، و کمتر بودن ضریب واکنش سود به شرکتهای بزرگتر هر چه قدر که شرکت بزرگ هم باشد، بزرگ بودن یک شرکت نمی تواند ارزش و عملکرد مالی یک شرکت را نشان دهد. فرضیه پنجم بیان می کند که سود آوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری دارد. احتمال آزمون  $t$  برای متغیر تعاملی سودآوری شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۷۱۵) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی سودآوری شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و فرضیه پنجم تایید نمی شود. لذا می توان گفت که سود آوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری ندارد. از دلایل احتمالی رد این فرضیه می توان گفت، اگر شرکت دچار هزینه های بهره بالا و ناکارایی شرکت در کسب بازده گردد که با نظریه سلسله مراتبی تطابق دارد نشان می دهد شرکتهایی که در بلند مدت نتوانند سودآور باشند کمتر به سمت اهرمی کردن ساختار سرمایه خود می روند. فرضیه ششم بیان می کند که سودآوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد. احتمال آزمون  $t$  برای متغیر تعاملی سودآوری شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۱۸۴) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی سودآوری شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و فرضیه ششم تایید نمی شود. لذا می توان گفت که سودآوری شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری ندارد. از دلایل رد این فرضیه می توان گفت معیارهای سودآوری الزاماً نشان دهنده عملکرد مالی خوب شرکت نیست به این معنا که به این بستگی دارد که شرکت هدف حداکثر کردن سود را دارد و یا فراهم کردن بازده مناسب برای سرمایه گذاری. فرضیه هفتم بیان می کند که رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری دارد. آزمون  $t$  برای متغیر تعاملی رشد شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۸۱۹) بزرگتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی رشد شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و فرضیه هفتم تایید نمی شود. لذا می توان گفت که رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی شرکت تاثیر معناداری ندارد. بر خلاف آنچه در فصل دوم اشاره شد و نتایج حاصل از آزمون فرضیه هفتم، از دلایل علمی رد این فرضیه می توان گفت که بر اساس نظریه ایستا، شرکتهایی که فرصت هایی رشد آتی بیشتری دارند در مقایسه با شرکتهایی با رشد کم، به استقراض کمتری روی می آورند، زیرا رشد شرکتهای رشدی را به عنوان یک دارایی نامشهود مورد وثیقه قرار داد. به عبارت دیگر، هر چه رشد یک شرکت بیشتر باشد ریسک آن بیشتر است و هزینه نابسامانی مالی بیشتری را تحمل می کند. شرکت های با فرصت رشد بیشتر انگیزه بیشتری برای تامین مالی عملیات خود از طریق سهام دارند و تامین مالی آنها کمتر از طریق بدهی های بلند مدت است. در نتیجه رشد شرکت تاثیری بر ساختار سرمایه و ارتباطش با حاکمیت شرکتی ندارد. از آنجا که شرکتهای رشدی به دلیل افزایش هزینه های ورشکستگی مورد انتظار تمایل کمتری به استقراض دارند و در دوران رکود

شرکتهای با قابلیت رشد بالا کمتر به سراغ استقراض می روند که دلیل این امر توانایی کسب سهم بازار شرکتهای با رشد کمتر در بازار و نیاز نداشتن به تامین مالی خارجی و استفاده نکردن از فرصتهای رشد به عنوان یک دارایی مشهود در وثیقه گذاری است، این امر می تواند دلیلی مهم در رد این فرضیه باشد. بر اساس نظریه سلسه مراتبی، شرکتهایی که دارای ارزش بازار یا فرصت های رشدی بیشتری هستند دارای عملکرد مالی بهتری هستند که که بالا رفتن ارزش شرکتشان از طریق رشد و فرصت هایی رشدی که برایشان به وجود می آید، می توانند از بدهی بیشتری استفاده کنند زیرا از یک سو بدهی دارای هزینههایی است که ممکن است باعث ورشکستگی شرکت های کم ارزش با عملکرد مالی ضعیف خواهد شد و از سویی دیگر در شرکتهایی با رشد بالا و دارای فرصت های رشدی زیاد، عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط با کیفیت پروژه های سرمایه گذاری افزایش می یابد و امکان استفاده بیشتر از بدهی فراهم می شود (نجفی عمرانی، ۱۳۸۷). احتمال آزمون  $t$  برای متغیر تعاملی رشد شرکت در حاکمیت شرکتی (۰/۰۰۰) کوچکتر از ۵٪ است لذا؛ ضریب برآوردی متغیر تعاملی رشد شرکت در حاکمیت شرکتی از لحاظ آماری معنی دار می باشد و فرضیه هشتم تایید می شود. لذا می توان گفت که رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد. نتایج فرضیات با تحقیقات مسافری نژاد مقدم (۱۳۹۸)، محمودآبادی و همکاران (۱۳۹۷)، نهندی و همکاران (۱۳۹۶) و چن و همکاران (۲۰۱۸)، آندریو و همکاران (۲۰۱۴) و گیل و بیگر (۲۰۱۳)، بادآور نهندی و تقی زاده (۱۳۹۳) و دستگیر و هنرمند (۱۳۹۳)، هماهنگ است. با توجه به نتایج پژوهش حاضر، پیشنهادات زیر توصیه می شود:

- ۱- با توجه به آزمون فرضیه ها، به سرمایه گذاران در هنگام خرید سهام پیشنهاد می شود سهام شرکت هایی را که حاکمیت شرکتی قویتری دارند، خریداری نمایند.
- ۲- به سهامداران توصیه می شود در هنگام خرید سهام، فریب اندازه شرکت های بزرگ را نخورند زیرا بین اندازه شرکت با عملکرد شرکت هیچ رابطه معنی داری وجود ندارد و از طرفی اندازه شرکت با کارایی سرمایه گذاری رابطه معکوس دارد. به پژوهش گران پیشنهاد می گردد برای پژوهش های آتی از موضوعات زیر استفاده کنند:
  - ۱- ارزیابی تاثیر حاکمیت شرکتی بر هموارسازی سود در شرکت های دولتی و خصوصی
  - ۲- ارزیابی سازو کارهای حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود به تفکیک در صنایع مختلف
  - ۳- بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی که در آن عملکرد مالی بوسیله متغیرهایی همچون ROE، EVA، REVA یا MVA سنجیده شود.
  - ۴- مطالعه رابطه بین ساز و کارهای مختلف حاکمیت شرکتی با متغیرهای کلان اقتصادی از قبیل اثر تورم و تغییرات تولید ناخالص ملی
  - ۵- با توجه به اینکه بانکها و موسسات مالی از این نمونه گیری حذف شده بودند، پیشنهاد می شود که در آینده پژوهشگران تاثیر تمرکز مالکیت نهادی بر ریسک و عملکرد شرکتها را برای این گروه از شرکتها مورد بررسی قرار دهند.

## منابع

- ✓ آقایی، محمدعلی، چالاکی، پری، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، شماره ۴، صص ۵۴-۷۷.
- ✓ احدی سرکانی، سیدیوسف، (۱۳۸۵)، ارزیابی روابط متقابل رشد اقتصادی با ساختار مالی و ساختار مالکیت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- ✓ باباجانی، جعفر، عبدی، مجید، (۱۳۸۹)، رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت ها، مجله پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۳، صص ۶۵-۸۶.
- ✓ بادآورنهدی، یونس، تقی زاده خانقاه، وحید، (۱۳۹۳)، ارتباط بین برخی مکانیزم های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری در مراحل چرخه عمر، مجله دانش حسابداری، شماره ۱۸، صص ۱۱۳-۱۴۰.
- ✓ بروکز، کریس، (۱۳۸۹)، اقتصاد سنجی مالی، ترجمه احمد بدری و عبدالمجید عبدالباقی، ج ۱، موسسه علمی فرهنگی نصر.
- ✓ بهار مقدم، مهدی، (۱۳۸۵)، محرک های مؤثر بر مدیریت سود، رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی.
- ✓ پورزمانی، زهرا، (۱۳۸۵)، حاکمیت شرکتی و پیش بینی ورشکستگی شرکت ها، رساله دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- ✓ تهرانی، رضا، نوربخش، عسکر، (۱۳۸۵)، مدیریت سرمایه گذاری. تهران: انتشارات نشر نگاه دانش.
- ✓ جلالی، فاطمه، (۱۳۸۷)، حاکمیت شرکتی و حرفه حسابداری، حسابدار، شماره ۱۹۶.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۴)، فلسفه حسابرسی، انتشارات علمی فرهنگی.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۴)، سیستم های حاکمیت شرکتی، حسابدار، شماره ۱۶۹.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، ابراهیمی، ابراهیم، (۱۳۸۹)، پایداری و حاکمیت شرکتی، حسابدار، شماره ۲۱۷.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، پوریانوسب، امیر، (۱۳۸۴)، نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی، حسابدار، شماره ۱۶۴.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، رئیس، زهره، حسینی، سیدمجتبی، (۱۳۸۸)، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، دوره ۲، شماره ۳، صص ۶۵-۸۶.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، هاشمی، هادی، (۱۳۸۷)، مرور مبانی و مدل های مختلف حاکمیت شرکتی، حسابدار، شماره ۲۰۱.
- ✓ حسینی، سید مجتبی، (۱۳۸۶)، بررسی اثر میزان سهامداری نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- ✓ حیدری، علی، (۱۳۸۸)، بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه شرکتهای غذایی و صنایع دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
- ✓ خاکی، غلامرضا، (۱۳۸۶)، روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی، انتشارات بازتاب.

- ✓ خسرونژاد، حسین، (۱۳۸۸)، رابطه نسبت بدهی ها و اندازه شرکت با مدیریت سود، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
- ✓ خدمتی همپا، حسین، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و هموارسازی سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رساله کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.
- ✓ داداشی، ایمان، (۱۳۸۸)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر تصمیمات حسابرسان درباره ریسک و برنامه ریزی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
- ✓ دستگیر، محسن، هنرمند، مهسا، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش، پژوهشی حسابداری مدیریت، شماره ۲۲، صص ۶۹-۸۸.
- ✓ رجبی، روح الله، (۱۳۸۵)، بررسی حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- ✓ رهبری خرازی، مهسا، (۱۳۸۴)، مطالعه و شناخت وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه آن با کشورهای جهان، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی تهران.
- ✓ رهنمای رودپشتی، فریدون، نیکومرام، هاشم، (۱۳۸۵)، مدیریت مالی راهبردی، انتشارات آگاه.
- ✓ رهنورد آهن، فرجه اله، (۱۳۸۷)، عوامل مؤثر بر ارتقای عملکرد سازمان های بخش دولتی ایران، پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، دوره ۸، شماره ۴ (پیاپی ۳۱)، صص ۷۷-۱۰۰.
- ✓ رئیس، زهره، (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
- ✓ ستایش، محمدحسین، قربانی، اصغر، گل محمدی، مریم، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر هموارسازی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، شماره ۷، صص ۱-۲۵.
- ✓ سیدی، علی، (۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین مشخصه های هیأت مدیره با مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- ✓ سینایی، حسنعلی، داوودی پور، عبدالله، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷، صص ۴۳-۶۰.
- ✓ فتاحی نافچی، حسن، خواجه وندکاجی، میلاد، (۱۳۹۷)، تأثیر نقش تعدیلگر سن شرکت بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۱، شماره ۴، صص ۷۲-۸۵.
- ✓ قائمی، محمدحسین، شهریار، مهدی، (۱۳۸۸)، حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکتها، مجله پیشرفت های حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، صص ۱۱۳-۱۲۸.

- ✓ سینا قدس، علی، (۱۳۸۷)، حاکمیت شرکتی و اصلاح ساختار هیئت مدیره، ماهنامه تدبیر، شماره ۱۹۵.
- ✓ قنبری، فرحناز، (۱۳۸۶)، بررسی تأثیر مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
- ✓ کاشانی پور، محمد، رسائیان، امیر، (۱۳۸۸)، حاکمیت شرکتی و کنترل، ماهنامه بررسی مسائل و سیاستهای اقتصادی، شماره های ۸۹ و ۹۰، صص ۷۵-۹۱.
- ✓ مشایخی، بیتا، مهران، ساسان، مهران، کاوه، کرمی، غلامرضا، (۱۳۸۴)، نقش اقلام تعهدی اختیاری در مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۶۱-۷۴.
- ✓ مشایخی، بیتا، صفری، مریم، (۱۳۸۵)، وجه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴، صص ۳۵-۴۴.
- ✓ مهرآذین، علیرضا، (۱۳۸۷)، ارزیابی مدل های مبتنی بر اقلام تعهدی در کشف مدیریت سود، رساله دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- ✓ مهران، کاوه، عارف منش، زهره، (۱۳۸۷)، بررسی هموارسازی سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۱.
- ✓ مسافری نژاد مقدم، فاطمه، (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر ویژگی های شرکت بر کیفیت حسابرسی، مجله رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال سوم، شماره ۱۳، صص ۳۳۰-۳۴۴.
- ✓ نادریان، هوشنگ، (۱۳۹۲)، منشوری به نام کمیته حسابرسی، حسابدار رسمی، شماره ۲۳.
- ✓ نصیری، سعید، (۱۳۸۹)، ارزیابی تاثیر حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
- ✓ نوروش، ایرج، سپاسی، سحر، نیک بخت، محمدرضا، (۱۳۸۴)، بررسی مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران، مجله علوم اجتماعی و انسانی، دوره ۲۲، شماره ۲، صص ۱۶۵-۱۷۷.
- ✓ نیکومرام، هاشم، محمدزاده سالطه، حیدر، (۱۳۸۹)، ارائه الگویی برای تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود، مجله حسابداری و مدیریت، سال سوم، شماره ۴، صص ۵۹-۸۰.
- ✓ یزدانیان، نرگس، (۱۳۸۵)، نقش حاکمیت شرکتی در کاهش مدیریت سود، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی تهران.
- ✓ Alishah, S. and Ali Butt, S.; Hasan, A., (2009), "Corporate Governance and Earnings Management Empirical Evidence from Pakistani Listed Companies", Euro journal of Scientific Research, Euro Journals Publishing

- ✓ Andreou, P.C, Louca, C and Panayides P.M. (2014). Corporate Governance, Financial Management Decisions and Firm Performance: Evidence from the Maritime Industry, Transportation Research Part E, 63, pp59-78.
- ✓ Beatty, A., B. Ke, and K. Petroni. (2002). Earnings Management to Avoid Earnings Declines Across Publicly and Privately Held Banks . The Accounting Review 77 (July): 547-570.
- ✓ Barton, J. J., and P. J. Simko. (2002). The Balance Sheet as an Earnings Management Constraint. The Accounting Review (Supplement): 1-27.
- ✓ Bohren, O., Cooper, I., Priestley, R., (2009). Real Investment, Economic Efficiency, and Managerial Entrenchment. Working Paper, Tel Aviv University.
- ✓ Burgstahler, D., and I. Dichev. (1997). Earnings Management to Avoid Earnings Increases and losses. Journal of Accounting and Economics 24 (1): 99-126.
- ✓ Cadbury Code, (1992). Report of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance. the Code of Best Practice, Gee Professional Publishing, London.
- ✓ Cadbury, A. (2002). Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View, Oxford University Press, Oxford.
- ✓ Claessens, S. (2013), Corporate Governance and Development, Global Corporate Governance Forum, Focus, 1. 2003.
- ✓ Cheung, Y., Stouraitis, A., and Tan, W. (2011). Corporate Governance, Investment, and Firm Valuation in Asian Emerging Markets. Journal of International Financial Management & Accounting, 22 (3): 246-273.
- ✓ Chen, F., Hope, O.K., Li, Q., and Wang, X. (2011). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. The Accounting Review, 86 (4): 1255–1288.
- ✓ Darrough, N. M., H. Pourjalali, and S. Ond Saudogaran. (1998). Earnings Management in Japanese Companies. The International Journal of Accounting 33: 313-334.
- ✓ Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1996. Causes and Consequences of Earnings Manipulations. Contemporary Accounting Research 13 (Spring): 1-35.
- ✓ Degryse, H., and DeJong, A., (2001), Investment Spending in the Netherlands: Asymmetric Information or Managerial Discretion?, Working Paper, Erasmus University Rotterdam.
- ✓ Drukker, D. M. (2003). Testing for Serial Correlation in Linear Panel-Data Models. Stata Journal 3: 168–177
- ✓ Fama, E., and Jensen, M., (1983). Agency Problems and Residual Claims. Journal of Law and Economics, 26 (2): 327–349.
- ✓ Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., and Petersen, B.C., (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. Brookings Papers on Economic Activity, 1 (1): 141–195.
- ✓ Frankel, R. M., M. F. Johnson, and K. K. Nelson. (2002). The Relation Between Auditor's Fees for Nonaudit Services and Earnings Management. The Accounting Review (Supplement): 71-106.
- ✓ Franks, J. and Mayer, C. (1994). The Ownership and Control of Garman Corporation Manuscript, London Business School, London.

- ✓ Garcia Lara, Garcia Osma and F. Penalva. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*, NO.14, P.P. 161-201
- ✓ Gill, Amarjit S. and Biger, Nahum, (2013), The Impact of Corporate Governance on Working Capital Management Efficiency of American Manufacturing Firms, *Managerial Finance*, Vol. 39 No. 2, pp. 116-132.
- ✓ Grabowski, H., and Mueller, D.C. (1972). Managerial and Stockholder Welfare Models of Firm Expenditures. *Review of Economics and Statistics*, 54 (1): 9-24.
- ✓ Gurbuz . A and Aslı Aybars and Ozlem Kutlu , )2010( , Corporate Governance and Financial Performance with a Perspective on Institutional Ownership: Empirical Evidence from Turkey, Turkey
- ✓ Hasan, A. And Butt, S. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, PP. 50-57.
- ✓ Harford, J., Mansi, S., Maxwell, W.F., (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *J. Financ. Econ.* 87 (3), 535-555.
- ✓ Hill, C. and Jones , T., (1992), Stakeholder - Agency Theory , *Jornal of Management Studies*.
- ✓ Jones, J. ,(1991), Earning Management During Import Relief Investigation, *Journal of Accounting Research* .
- ✓ Jason, S. Boone, P. Breach, A. and Friedman, E. (2000). Corporate Governance in the Asian Financial Crisis, *Journal of Financial Economics*, 58.
- ✓ Jensen M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, No. 48.
- ✓ Jensen, M. and Meckling, , W.H. .(1976). Theory of the Firm: Manaerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, October.