

## تأثیر ساختار مالکیت، ترکیب هیأت مدیره و تسلط مدیرعامل بر سیاست کاهش اهرم شرکت

فتانه پناه علی‌ها

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی رسام، کرج، ایران.  
Fp7869@yahoo.com

دکتر علیرضا اسکندری

استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی رسام، کرج، ایران. (نویسنده مسئول).  
a.eskandari@rasam.ac.ir

چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره هشتم)  
شماره ۱۰۴ / تابستان ۱۴۰۴ (جلد دوم) / صص ۱-۲۹

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت، ترکیب هیأت مدیره و تسلط مدیرعامل بر سیاست کاهش اهرم شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در این پژوهش سیاست کاهش اهرم شرکت به عنوان متغیر وابسته، ساختار مالکیت (تمرکز مالکیت، مالکیت خانوادگی، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی)، ترکیب هیأت مدیره (استقلال هیأت مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل و تنوع جنسیتی در هیأت مدیره) و تسلط مدیرعامل به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شدند. روش پژوهش از نوع کاربردی و روش گردآوری اطلاعات آرشیوی می باشد. نمونه آماری شامل ۹۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ می باشد (تعداد کل مشاهدات برابر است با ۹۵۰ سال-شرکت). آزمون فرضیه ها برای با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره و توسط نرم افزار ایویوز اجرا گردید. نتایج پژوهش نشان داد که تمرکز مالکیت، مالکیت خانوادگی، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، تسلط مدیرعامل و استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی تنوع جنسیتی در هیأت مدیره و دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد.

**واژگان کلیدی:** ساختار مالکیت، ترکیب هیأت مدیره، تسلط مدیرعامل، سیاست کاهش اهرم شرکت.

### مقدمه

مطالعات قبلی تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی را بر تصمیمات شرکتی، از جمله عملکرد (ویراوان و ژانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰)، سود سهام (طاهر و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰) و مسئولیت اجتماعی شرکت (جوهر<sup>۳</sup>، ۲۰۲۱) بررسی کرده‌اند. جدیدترین مطالعات بر اثرات بالقوه مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر موضوعات زیست محیطی و اجتماعی متمرکز است و نه تنها بر اقتصادهای توسعه یافته بلکه بر بازارهای در حال توسعه و نوظهور نیز تمرکز دارد (عبید<sup>۴</sup>، ۲۰۲۲؛ لیو و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۳). جریان دیگری از ادبیات بر تأثیر مکانیسم‌های حاکمیتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها متمرکز است (احمد و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۲۴؛

<sup>1</sup> Vairavan & Zhang

<sup>2</sup> Tahir et al.

<sup>3</sup> Jouber

<sup>4</sup> Ebaid

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

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

سما و یاداو<sup>۱</sup>، ۲۰۲۴). استدلال مورد استفاده در این زمینه این است که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی با مشکلات نمایندگی سروکار دارند و به عنوان یک عامل مهم ساختار سرمایه شناخته می‌شوند (جنسن و مک‌لینگ<sup>۲</sup>، ۱۹۷۶). مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی عمدتاً برای نظارت بر مدیران شرکت‌ها تعریف می‌شود تا اطمینان حاصل شود که تصمیمات آنها با منافع سهامداران شرکت همسو است (محمی‌الدین و رازا<sup>۳</sup>، ۲۰۲۳). بحث نظری اصلی نظریه نمایندگی این است که در حضور مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر، مدیران ترجیح می‌دهند به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران، مزایای کنترل خصوصی خود را افزایش دهند، که به اصطلاح مشکلات عامل اصلی را منشأ می‌گیرد. اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران در حضور جریان‌های نقد آزاد آسان‌تر انجام می‌شود، زیرا این وضعیت اجتناب از قدرت انضباطی بدهی را تقویت می‌کند و به افزایش قدرت اختیاری مدیران بر سرمایه‌گذاری‌ها و تصمیم‌های مالی شرکت‌ها کمک می‌کند (جنسن<sup>۴</sup>، ۱۹۸۶).

از دیدگاه مدیران، سیاست‌های اهرم‌زدایی (کاهش اهرم مالی) ممکن است به کاهش ریسک مالی شرکت‌ها، محافظت از قدرت آنها بر تصمیم‌گیری شرکت و موقعیت کنترل آنها کمک کند، همچنین به افزایش شهرت مدیر کمک می‌کند (جنسن، ۱۹۸۶). پیامد مستقیم آن این است که در حضور مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر و سطوح بدهی پایین‌تر، اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران به راحتی قابل تشخیص نیست. بنابراین، شرکت‌های محافظه‌کار مالی ممکن است ناشی از تلاش مدیران ریشه‌دار برای به حداکثر رساندن منافع خود باشند (شاهزاد<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۲۴).

شواهد تجربی اخیر ترجیح شرکت‌ها را بین بدهی خصوصی (بدهی بانکی) و بدهی عمومی (انتشار اوراق قرضه) مورد بحث قرار می‌دهد، در این بین احمد و همکاران (۲۰۲۴) نشان دادند که اندازه هیأت مدیره و استقلال هیأت مدیره بدهی عمومی را افزایش می‌دهد، در حالیکه دوگانگی مدیرعامل باعث کاهش جستجو برای بدهی عمومی می‌شود. شیائو و تسانگ<sup>۶</sup> (۲۰۲۴) اضافه می‌کنند که اصلاحات هیأت مدیره به طور مثبت با ترجیح شرکت‌ها برای تأمین مالی بدهی عمومی نسبت به بدهی بانکی مرتبط است. چندین مطالعه دیگر گزارش می‌دهند که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی خوب هزینه‌های سرمایه را کاهش می‌دهد زیرا سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان شرکتی با مدیریت بهتر را درک می‌کنند (زید و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۲۰). سما و یاداو<sup>۸</sup> (۲۰۲۴) با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های هندی، دریافتند که مکانیسم‌های حاکمیتی به طور قابل توجهی بر نسبت‌های اهرمی تأثیر می‌گذارد. قابل توجه است، اندازه هیأت مدیره، ترکیب و جنسیت به طور قابل توجهی سطح بدهی را کاهش می‌دهد. بررسی اثرات بالقوه مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در بازارهای نوظهور و در حال توسعه رایج است.

برای بررسی تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر سیاست‌های کاهش اهرم شرکت‌ها به عنوان سیاست‌های اهرم صفر، مناسب‌ترین معیار، یک متغیر باینری<sup>۹</sup> خواهد بود که مستقیماً شرکت‌های غیر اهرمی را از شرکت‌های دارای اهرم متمایز می‌کند. اطلاعات کمی در مورد تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی (ساختار مالکیت، مدیرعامل و ترکیب هیأت مدیره) بر کاهش اهرم شرکت‌ها وجود دارد و در بین اندک پژوهش‌های صورت گرفته در این راستا نیز تناقض وجود دارد. برای مثال، استربولایف و یانگ<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۳) با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های ایالات متحده دریافتند که ساختارهای حاکمیتی

<sup>1</sup> Samal & Yadav

<sup>2</sup> Jensen & Meckling

<sup>3</sup> Mohy-ud-Din & Raza

<sup>4</sup> Jensen

<sup>5</sup> Shahzad

<sup>6</sup> Xiao & Tsang

<sup>7</sup> Zaid et al.

<sup>8</sup> Samal & Yadav

<sup>9</sup> دو دویی (صفر و یکی)

<sup>10</sup> Strebulaev & Yang

ضعیف (مثلاً هیأت مدیره‌های با استقلال کمتر و کوچک) تمایل شرکت‌ها به اهرمی بودن را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر، داووس و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های اهرم کننده ساختار حاکمیتی ضعیفی ندارند. آنها دریافتند که اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره و تمرکز مالکیت بر اهرم صفر تأثیر معناداری ندارد. از طرفی دیگر؛ مورایس و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۲) دریافتند که تمرکز مالکیت تمایل به بدهی صفر را کاهش می‌دهد. با توجه به مبانی فوق و باتوجه به یکسان نبودن نتایج می‌توان گفت در این راستا شکاف اطلاعاتی وجود دارد، در نتیجه در این پژوهش به دنبال بررسی تأثیر ساختار مالکیت (تمرکز مالکیت، مالکیت خانوادگی، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی)، ترکیب هیأت مدیره (استقلال هیأت مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل و تنوع جنسیتی در هیأت مدیره) و تسلط مدیرعامل بر سیاست کاهش اهرم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهیم بود.

### تعریف نظری متغیرهای پژوهش

**سیاست کاهش اهرم شرکتی:** به اصطلاح «معمای اهرم صفر<sup>۳</sup>» یا «پدیده اهرم صفر<sup>۴</sup>» به تعداد فزاینده شرکت‌هایی اشاره دارد که هیچ مقدار بدهی ندارند، که با مفروضات مدل‌های ساختار سرمایه سنتی و باورهای رایج مبنی بر اینکه بدهی ارزان‌تر از سهام است، در تضاد است. شایان ذکر است، این شرکت‌ها به شرکت‌های با فناوری پیشرفته یا کوچک محدود نمی‌شوند، بلکه شامل شرکت‌های بزرگ و سودآور نیز می‌شوند. علاوه بر این، محافظه کاری بدهی یک واقعیت در اقتصادهای در حال توسعه است و شرکت‌های بیشتری از چنین سیاست‌های تأمین مالی پیروی می‌کنند (شهزاد و همکاران، ۲۰۲۴).

**ساختار مالکیت:** تعیین ساختار مالکیت شرکت‌ها (ترکیب سهامداران شرکت‌ها)، یکی از ابزارهای کنترل شرکت می‌باشد. ساختار مالکیت به اشکال مختلف، نشان‌دهنده‌ی نوع مالکیت و میزان مالکیت شرکت‌ها می‌باشد. ساختار مالکیت، گروه‌های مختلف سهامداران شرکت، نظیر سهامداران مدیریتی، سهامداران نهادی، سهامداران دولتی، سهامداران خصوصی، سهامداران حقیقی و سهامداران حقوقی را مشخص می‌کند. ساختار مالکیت مشخص‌کننده‌ی روش توزیع سهام و حقوق مالکیت (تعداد حق رأی و میزان سرمایه) می‌باشد. از دیگر مباحث مهم در زمینه‌ی ساختار مالکیت می‌توان به مسأله‌ی نمایندگی اشاره نمود. ساختار مالکیت مطلوب با کاهش هزینه‌های نمایندگی همراه است. در نهایت می‌توان بیان داشت که ساختار مالکیت شرکت‌ها در برگیرنده‌ی طیف گسترده و متنوعی از سهامداران حقیقی و حقوقی است که می‌تواند بر تصمیم‌گیری‌های شرکت تأثیرگذار باشد (میترا<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۷).

**ترکیب هیأت مدیره:** هیأت مدیره‌ها غالباً گروهی از افرادی که حق نظارت، کنترل، سیاست‌گذاری‌های کلان و حاکمیت بر یک شرکت خاص را در اختیار دارند. هیأت مدیره از اعضای موظف (اجرایی) و غیرموظف (غیراجرایی) تشکیل شده‌اند و در برخی از شرکت‌ها اعضای هیأت مدیره دارای تنوع جنسیتی هستند و از اندازه‌های مختلف سه نفره، پنج نفره و یا هفت نفره تشکیل شده‌اند (رئیسی‌کیا، ۱۳۹۵).

**تسلط مدیرعامل:** تسلط مدیرعامل نشان می‌دهد که یک مدیرعامل چقدر قدرت تصمیم‌گیری دارد. ادبیات به چندین روش برای شناسایی قدرت مدیر عامل اشاره دارد. با این وجود، بیشترین استناد، قدرت ساختاری است که مبتنی بر ساختار رسمی سازمانی و اختیارات سلسله‌مراتبی است که توسط مدیر عامل اجرا می‌شود (شهزاد و همکاران، ۲۰۲۴).

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

<sup>2</sup> Morais et al.

<sup>3</sup> Zero-Leverage Puzzle

<sup>4</sup> Zero-Leverage Phenomenon

<sup>5</sup> Mitra

## پیشینه پژوهش

درویشی (۱۴۰۴) به پژوهشی تحت عنوان «قدرت اجرایی مدیرعامل و تطبیق بین اولویت های اهرم مالی» پرداخت. نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد که قدرت مدیرعامل با اهرم مالی ارتباط معنادار و مستقیمی دارد و همچنین ارتباط بین اهرم شخصی مدیرعامل با اهرم مالی معنادار و مستقیم است.

امیری و جلالی فر (۱۴۰۳) به پژوهشی تحت عنوان «بررسی نقش میانجی‌گری مدیریت سود در رابطه میان اندازه چهره مدیرعامل و اهرم مالی» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که اندازه چهره مدیرعامل و مدیریت سود تعهدی تأثیر معناداری بر اهرم مالی دارند ولی اندازه چهره مدیرعامل به واسطه میانجی‌گری مدیریت سود تعهدی تأثیر معناداری بر اهرم مالی شرکت ندارد.

صیادی (۱۴۰۳) به پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر مالکیت نهادی، پیش بینی اطمینان مدیران و اهرم مالی شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار شرکت» پرداخت. نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد که مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر اهرم مالی شرکت ها دارد و همچنین پیش بینی اطمینان مدیران نیز دارای تأثیر معناداری بر اهرم مالی شرکت است. دی‌هاس و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۵) به پژوهشی تحت عنوان «مالکیت دولتی و اهرم شرکتی در سراسر جهان» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که مالکیت دولتی به طور معنادار و منفی با اهرم شرکتی مرتبط است. این رابطه در بیشتر توزیع اندازه شرکت- به استثنای مهم بزرگترین شرکتها - صادق است و در کشورهایی با نهادهای سیاسی و قانونی ضعیف قوی‌تر است.

لوپیس و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۵) به پژوهشی تحت عنوان «مالکیت مدیریتی به عنوان یک مکانیسم حاکمیت شرکتی در شکل‌دهی تصمیمات اهرمی: بینش‌هایی از اندونزی» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی نقش تعدیل‌کننده‌ای در رابطه بین تصمیمات اهرمی و ارزش شرکت ایفا می‌کند. این با این مفهوم سازگار است که با تثبیت مدیران، آنها بیشتر نگران ریسک مرتبط با سطح بالای بدهی می‌شوند. چنین رفتاری آنها را تشویق می‌کند تا سطح بدهی را کاهش دهند که به نوبه خود منجر به ارزش بالاتر شرکت می‌شود.

## روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر ساختار مالکیت، ترکیب هیأت مدیره و تسلط مدیرعامل بر سیاست کاهش اهرم شرکت می‌پردازد، به همین دلیل چون تأثیر متغیرهای مستقل بر وابسته بررسی می‌شود و همچنین به توصیف و تشریح هر یک از متغیرها پرداخته می‌شود، لذا پژوهش در دسته پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار دارد. چون به منظور دستیابی به اهداف تحقیق از اطلاعات واقعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده می‌شود در نتیجه پژوهش در زمره پژوهش‌های کاربردی قرار دارد. در این تحقیق اطلاعات شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران طی ۱۰ سال گذشته استفاده می‌شود، لذا از نوع پژوهش‌های پس رویدادی می‌باشد. در این تحقیق سه فرضیه اصلی و هفت فرضیه فرعی تدوین شد و به ازای هر فرضیه یک مدل رگرسیونی چند متغیره طراحی شد. همچنین در بخش آمار توصیفی برای توصیف یافته‌ها، از جداول و نمودارهای فراوانی و همچنین شاخص‌های مرکزی و پراکندگی استفاده می‌شود و در بخش آمار استنباطی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش در نرم افزار ایویوز، با استفاده از سطح معناداری آماره ی تی-استیودنت فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار خواهند گرفت.

<sup>1</sup> De Haas et al.

<sup>2</sup> Lubis et al.

### فرضیه‌های تحقیق

- فرضیه اصلی (۱) ساختار مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.  
فرضیه فرعی (۱-۱) تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.  
فرضیه فرعی (۲-۱) مالکیت خانوادگی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.  
فرضیه فرعی (۳-۱) مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.  
فرضیه فرعی (۴-۱) مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.  
فرضیه اصلی (۲) تسلط مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.  
فرضیه اصلی (۳) ترکیب هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.  
فرضیه فرعی (۱-۳) استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.  
فرضیه فرعی (۲-۳) دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.  
فرضیه فرعی (۳-۳) تنوع در هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

### نمونه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای نمونه‌گیری از بین جامعه آماری از روش غربالگری (حذفی سیستماتیک) استفاده می‌شود و به منظور انتخاب شرکت‌ها شرایط زیر بررسی می‌گردد:

- ✓ شرکت‌هایی بررسی می‌شوند که طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ به طور کامل در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشند.
- ✓ شرکت‌هایی بررسی می‌شوند که پایان سال مالی شرکت‌ها اسفند ماه باشد.
- ✓ شرکت‌هایی بررسی می‌شوند که در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ سال مالی را تغییر نداده باشند.
- ✓ شرکت‌هایی بررسی می‌شوند که وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند.
- ✓ در نهایت شرکت‌هایی بررسی می‌شوند که در دسته شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و بیمه‌ها نباشند.

### جدول (۱): غربالگری شرکت‌ها

۷۱۹	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و بازار پایه فرابورس اوراق بهادار تهران در پایان ۱۴۰۲
(۱۹۴)	تعداد شرکت‌های بازار پایه
(۵)	تعداد شرکت‌های کوچک و متوسط
(۱۹۹)	تعداد شرکت‌هایی که طی سال‌های بررسی کامل در بورس نبوده‌اند
(۶۹)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی‌شود
(۴۵)	شرکت‌هایی که در دوره پژوهش سال مالی را تغییر داده‌اند
(۳۷)	تعداد شرکت‌هایی که وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه داشته‌اند
(۳۱)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش به امور سرمایه‌گذاری اشتغال دارند
(۱۴)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش به امور واسطه‌گری و نهادهای مالی اشتغال دارند
(۹)	تعداد شرکت‌های لیزینگ که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران حضور دارند

(۱۵)	تعداد بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران حضور دارند
(۶)	تعداد بیمه‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران حضور دارند
۹۵	تعداد شرکت‌های باقیمانده در نمونه آماری

## روش گردآوری اطلاعات مربوط به داده‌های آماری

به منظور بررسی فرضیه‌های تدوین شده، از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود و برای این منظور اطلاعات مورد نیاز از اسناد و مدارک سایت بورس اوراق بهادار تهران، بانک‌های اطلاعاتی از قبیل نرم افزار ره آورد نوین استخراج می‌گردند.

## تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

در جدول ۲ نحوه اندازه‌گیری همه متغیرها مشخص شده است:

جدول (۲): تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

منبع	نحوه محاسبه متغیر	نوع متغیر	نماد متغیر	نام متغیر	
شهرزاد و همکاران (۲۰۲۴)	اگر شرکت در سال مورد بررسی بدهی بلند مدت نداشته باشد به این متغیر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد.	وابسته	ZL	سیاست کاهش اهرم شرکتی	
شهرزاد و همکاران (۲۰۲۴)	درصد سهام تحت تملک ۵ سهامدار عمده شرکت	مستقل	Top5	تمرکز مالکیت	ساختار مالکیت
	اگر شرکت دارای مالکیت خانوادگی باشد به این متغیر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد. "در ایران، کمیته تدوین استانداردهای حسابداری در بند ۸ استاندارد حسابداری شماره ۲۰ عنوان می‌کند، در صورتیکه سهامداران حداقل ۲۰ درصد از قدرت رأی در واحد سرمایه پذیر را داشته باشند، در این صورت بر شرکت نفوذ قابل ملاحظه دارند؛ لذا مالکیت خانوادگی باید: (۱) حداقل ۲۰ درصد از سهام شرکت نزد سهامداران حقیقی باشد؛ یا (۲) حداقل یکی از اعضای نسبی یا سببی خانواده عضو هیأت مدیره و یا مدیر اجرایی بوده و به طور فعال در هیات مدیره شرکت، مشارکت داشته و در پست‌های مدیریتی و عملیاتی مشغول فعالیت باشد (نسبت خانوادگی اعضا، از نام-خانوادگی همسان افراد شناسایی می‌گردد)."	مستقل	FO	مالکیت خانوادگی	
	درصد سهام تحت تملک سهامداران نهادی شرکت سهامداران نهادی: صندوق‌های مالی، سرمایه‌گذاری، بازنشستگی، بانک‌ها و بیمه‌ها	مستقل	IO	مالکیت نهادی	
	درصد سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره شرکت	مستقل	MO	مالکیت مدیریتی	
شهرزاد و همکاران	نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره	مستقل	Bind	استقلال هیأت مدیره	ترکیب هیأت

(۲۰۲۴)	اگر مدیرعامل شرکت در ترکیب هیأت مدیره نیز حضور داشته باشد به این متغیر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد.	مستقل	CEO duality	دوگانگی نقش مدیرعامل	مدیره
	اگر در ترکیب هیأت مدیره شرکت تنوع جنسیتی (اعضای زن و مرد) وجود داشته باشد به این متغیر عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد.	مستقل	Bdiversity	تنوع جنسیتی در هیأت مدیره	
شهرزاد و همکاران (۲۰۲۴)	تعداد سال‌های تصدی مدیرعامل هر چه تعداد سال‌های تصدی مدیرعامل بیشتر باشد تسلط وی بر هیأت اجرایی بیشتر می‌شود.	مستقل	Pay Slice	تسلط مدیرعامل	
شهرزاد و همکاران (۲۰۲۴)	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت	کنترلی	Size	اندازه شرکت	
	لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های تأسیس شرکت	کنترلی	Age	سن شرکت	
	نسبت دارایی‌های مشهود به کل دارایی‌های شرکت	کنترلی	Tangibility	دارایی‌های مشهود	
	نسبت استهلاک به کل دارایی‌ها	کنترلی	NonDebtTS	سپردهای مالیاتی غیر بدهی	
	نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری	کنترلی	Liquidity	نقدینگی	
	نسبت مخارج سرمایه به کل دارایی‌ها مخارج سرمایه‌ای = دارایی‌های مشهود سال جاری - دارایی‌های مشهود سال قبل + استهلاک	کنترلی	CapitalE	مخارج سرمایه‌ای	
	نسبت هزینه مالیات پرداخت شده به کل دارایی‌ها	کنترلی	Tax	نرخ مالیات	

### آمار توصیفی

در جدول ۳، آماره‌های توصیفی (شامل میانگین<sup>۱</sup>، میانه<sup>۲</sup>، بیشینه<sup>۳</sup>، کمیته<sup>۴</sup>، چولگی<sup>۵</sup> و کشیدگی<sup>۶</sup>) هر متغیر، اعم از تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، استقلال هیأت مدیره، تنوع جنسیتی در هیأت مدیره و تسلط مدیرعامل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپردهای مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات ارائه می‌گردد:

جدول (۳): شاخص‌های مرکزی، پراکندگی و نحوه توزیع متغیرهای پژوهش

نحوه توزیع	شاخص پراکندگی	شاخص‌های مرکزی					تعداد نمونه	نماد متغیر	نام متغیر
		انحراف معیار	کمیته	بیشینه	میانه	میانگین			
کشیدگی	چولگی	۰/۱۵	۰/۱۸	۰/۹۸	۰/۸۰	۰/۷۶	۹۵۰	Top5	تمرکز مالکیت
۳/۷۴	-۱/۰۲	۰/۲۹	۰/۰۱	۰/۹۷	۰/۴۶	۰/۴۷	۹۵۰	IO	مالکیت نهادی
۱/۵۷	۰/۰۳	۰/۰۴	۰/۰۰۶	۰/۱۹	۰/۰۵	۰/۰۶	۹۵۰	MO	مالکیت مدیریتی
۲/۸۸	۰/۸۲	۰/۱۸	۰/۰۰	۱/۰۰	۰/۶۰	۰/۶۴	۹۵۰	Bind	استقلال هیأت مدیره
۲/۸۹	۰/۱۱	۱/۹۷	۱/۰۰	۱۰/۰۰	۲/۰۰	۲/۶۵	۹۵۰	Pay Slice	تسلط مدیرعامل
۴/۹۸	۱/۴۹								

1 Mean  
2 Median  
3 Maximum  
4 Minimum  
5 Skewness  
6 Kurtosis

۳/۴۷	۰/۳۴	۱/۶۸	۱۰/۱۵	۲۰/۷۲	۱۵/۱۰	۱۵/۲۵	۹۵۰	Size	اندازه شرکت
۲/۳۲	-۰/۶۰	۰/۳۳	۲/۷۷	۴/۲۳	۳/۸۲	۳/۷۲	۹۵۰	Age	سن شرکت
۳/۵۹	۱/۰۵	۰/۱۸	۰/۰۰۷	۰/۸۷	۰/۲۰	۰/۲۴	۹۵۰	Tangibility	دارایی‌های مشهود
۳/۵۹	۱/۰۵	۰/۱۸	۰/۰۰۷	۰/۸۷	۰/۲۰	۰/۲۴	۹۵۰	NonDebt	سپردهای مالیاتی غیر بدهی
۵/۴۱	۱/۳۷	۰/۸۳	۰/۱۱	۴/۹۰	۱/۳۷	۱/۵۳	۹۵۰	Liquidity	نقدینگی
۸/۷۴	۲/۱۴	۰/۱۲	-۰/۰۹	۰/۸۹	۰/۰۹	۰/۱۳	۹۵۰	CapitalE	مخارج سرمایه‌ای
۵/۵۸	۱/۴۵	۰/۰۲	۰/۰۰	۰/۱۶	۰/۰۱	۰/۰۲	۹۵۰	Tax	نرخ مالیات

### تحلیل شاخص‌های مرکزی

بیشینه نشانگر بیشترین مقدار متغیر می‌باشد و کمینه نشانگر کمترین مقدار متغیر می‌باشد. میانگین متوسط متغیرها را نشان می‌دهد و میانه حد وسط متغیر را نشان می‌دهد.

### تحلیل شاخص پراکندگی

انحراف معیار با صفر فاصله‌ی ناچیزی داشته باشد نشان دهنده‌ی پراکندگی کم متغیر می‌باشد و هم‌ه‌ی متغیرها (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، استقلال هیأت مدیره، تنوع جنسیتی در هیأت مدیره و تسلط مدیرعامل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپردهای مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات) دارای پراکندگی کم می‌باشند.

### تحلیل شاخص‌های توزیع

چولگی مثبت حاکی از این می‌باشد داده‌ها چوله به راست بوده و حجم اکثریت مشاهدات از میانگین کمتر است و از بین متغیرها، مالکیت نهادی، استقلال هیأت مدیره، تنوع جنسیتی در هیأت مدیره و تسلط مدیرعامل، اندازه شرکت، دارایی‌های مشهود، سپردهای مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات دارای چولگی مثبت هستند. چولگی منفی حاکی از این می‌باشد داده‌ها چوله به چپ بوده و حجم اکثریت مشاهدات از میانگین بیشتر است و از بین متغیرها، تمرکز مالکیت، سن شرکت و مالکیت مدیریتی دارای چولگی منفی هستند.

کشیدگی مثبت بیانگر این است که قله توزیع متغیر از توزیع نرمال بالاتر است و از بین متغیرها، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، استقلال هیأت مدیره، تنوع جنسیتی در هیأت مدیره و تسلط مدیرعامل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپردهای مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات دارای کشیدگی مثبت می‌باشند.

به دلیل اینکه برخی از متغیرها اعم از سیاست کاهش اهرم شرکتی، مالکیت خانوادگی، دوگانگی نقش مدیرعامل و تنوع جنسیتی در هیأت مدیره متغیرهای مجازی هستند، لذا برای این گروه از متغیرها جدول فراوانی و درصد فراوانی به صورت ذیل ارائه می‌گردد:

جدول (۴): فراوانی متغیرهای مجازی پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد	تعداد و درصد فراوانی سال - شرکت با عدد صفر	تعداد و درصد فراوانی سال - شرکت با عدد یک
سیاست کاهش اهرم شرکتی	ZL	۹۵۰	۹۲۹ (۹۷/۷۹٪)	۲۱ (۲/۲۱٪)
مالکیت خانوادگی	FO	۹۵۰	۷۶۹ (۸۰/۹۵٪)	۱۸۱ (۱۹/۰۵٪)
دوگانگی نقش مدیرعامل	CEO dualit	۹۵۰	۱۵۴ (۱۶/۲۱٪)	۷۹۶ (۸۳/۷۹٪)

					y	
٪ ۶/۷۴	۶۴	٪ ۹۳/۲۶	۸۸۶	۹۵۰	Bdiversity	تنوع جنسیتی در هیأت مدیره

در جدول فراوانی فوق؛ نتایج حاکی از آن است که از بین ۹۵۰ نمونه آماری، ۹۲۹ نمونه دارای سیاست کاهش اهرم شرکتی نیستند و این یعنی در سال مورد بررسی بدهی بلند مدت داشته‌اند و ۲۱ نمونه آماری دارای سیاست کاهش اهرم شرکتی هستند و این یعنی در سال مورد بررسی بدهی بلند مدت نداشته‌اند. از بین ۹۵۰ نمونه آماری، ۱۸۱ نمونه دارای مالکیت خانوادگی هستند ولی ۷۶۹ نمونه دارای مالکیت خانوادگی نمی‌باشند. از بین ۹۵۰ نمونه آماری، در ۱۵۴ نمونه مدیرعامل شرکت در ترکیب هیأت مدیره حضور نداشته در حالیکه در ۷۹۶ نمونه مدیرعامل شرکت در ترکیب هیأت مدیره نیز حضور دارد. از بین ۹۵۰ نمونه آماری، هیأت مدیره‌ی ۸۸۶ نمونه تنوع جنسیتی وجود ندارد در حالیکه در هیأت مدیره ۶۴ نمونه تنوع جنسیتی وجود دارد.

### بررسی نرمال/عدم نرمال بودن مدل‌های پژوهش

در فرآیند آزمون فرضیه‌ها، اولین مرحله بررسی نرمال بودن مدل‌ها می‌باشد. در این پژوهش به منظور بررسی نرمال بودن مدل‌ها از آزمون جارک-برا استفاده شد و نتایج در جدول ۵ ارائه می‌گردد:

جدول (۵): آزمون نرمال بودن مدل‌های پژوهش

نتیجه آزمون	سطح معناداری آزمون جارک-برا	آماره آزمون جارک-برا	مدل
عدم نرمال	۰/۰۰۰۰	۱۰۱۲۵۶۶۰	مدل ۱
عدم نرمال	۰/۰۰۰۰	۱۰۰۴۳۳۸۲	مدل ۲
عدم نرمال	۰/۰۰۰۰	۱۵۰۱۵۲۷	مدل ۳
عدم نرمال	۰/۰۰۰۰	۴۷۲۸۷۰۲	مدل ۴
عدم نرمال	۰/۰۰۰۰	۶۳۲۲۰۰۲	مدل ۵
عدم نرمال	۰/۰۰۰۰	۱۵۳۵۳۲۰۲	مدل ۶
عدم نرمال	۰/۰۰۰۰	۲۳۹۶۷۰۹	مدل ۷
عدم نرمال	۰/۰۰۰۰	۱۹۰۲۹۵۳	مدل ۸
عدم نرمال	۰/۰۰۰۰	۱۵۵۰۵۸۲	مدل ۹
عدم نرمال	۰/۰۰۰۰	۱۷۲۷۴۱۳	مدل ۱۰

با توجه به سطح معناداری آماره آزمون جارک-برا برای هر ۱۰ مدل رگرسیونی از ۰/۰۵ کمتر است و لذا توزیع داده‌ها نرمال نیست، ولی با توجه به قضیه حد مرکزی، ضرایب در داده‌های با تعداد مشاهدات بالا نرمال محسوب می‌شوند حتی اگر توزیع اجزا نرمال نباشد. به بیانی دیگر، مادامی که اندازه نمونه به اندازه کافی بزرگ باشد، نقض فرض نرمال بودن، مشکلی در نتایج برازش ایجاد نمی‌کند.

### بررسی هم‌خطی متغیرهای پژوهش

برای بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مستقل، تعدیلگر و کنترلی هر مدل از شاخص "عامل تورم واریانس" استفاده گردید و نتایج در جدول زیر قابل مشاهده می‌باشد:

جدول (۶): هم خطی متغیرهای مدل های پژوهش

عامل تورم واریانس (VIF)										نماد متغیر	نام متغیر
مدل ۱۰	مدل ۹	مدل ۸	مدل ۷	مدل ۶	مدل ۵	مدل ۴	مدل ۳	مدل ۲	مدل ۱		
-	-	-	-	-	-	-	-	۱/۰۲	۲/۱۲	Top5	تمرکز مالکیت
-	-	-	-	-	-	-	۱/۰۴	-	۱/۸۲	FO	مالکیت خانوادگی
-	-	-	-	-	-	۱/۰۸	-	-	۱/۹۰	IO	مالکیت نهادی
-	-	-	-	-	۱/۰۳	-	-	-	۲/۱۳	MO	مالکیت مدیریتی
-	-	۱/۱۰	۱/۲۷	-	-	-	-	-	-	Bind	استقلال هیأت مدیره
-	۱/۰۶	-	۱/۲۲	-	-	-	-	-	-	CEOduality	دوگانگی نقش مدیرعامل
۱/۰۵	-	-	۱/۰۶	-	-	-	-	-	-	Bdiversity	تنوع جنسیتی هیأت مدیره
-	-	-	-	۱/۰۲	-	-	-	-	-	Pay Slice	تسلط مدیرعامل
۱/۱۳	۱/۱۲	۱/۱۳	۱/۱۴	۱/۱۳	۱/۱۴	۱/۱۸	۱/۱۳	۱/۱۳	۱/۲۰	Size	اندازه شرکت
۱/۱۰	۱/۰۹	۱/۰۹	۱/۱۰	۱/۰۸	۱/۰۹	۱/۱۱	۱/۰۸	۱/۰۸	۱/۱۵	Age	سن شرکت
۴/۹۸	۴/۹۷	۴/۹۸	۴/۹۹	۴/۹۷	۴/۹۷	۴/۹۷	۴/۹۷	۴/۹۷	۴/۹۸	Tangibility	دارایی های مشهود
۱/۵۵	۱/۵۵	۱/۵۶	۱/۵۶	۱/۵۶	۱/۵۶	۱/۵۶	۱/۵۶	۱/۵۶	۱/۵۷	NonDebtTS	سپردهای مالیاتی غیر بدهی
۱/۲۵	۱/۳۲	۱/۳۴	۱/۳۷	۱/۲۶	۱/۲۵	۱/۲۵	۱/۲۶	۱/۲۵	۱/۲۶	Liquidity	نقدینگی
۳/۸۶	۳/۸۵	۳/۸۵	۳/۸۷	۳/۸۵	۳/۸۵	۳/۸۵	۳/۸۵	۳/۸۵	۳/۸۵	CapitalE	مخارج سرمایه ای
۱/۲۱	۱/۱۸	۱/۱۸	۱/۲۱	۱/۱۸	۱/۱۸	۱/۱۸	۳/۱۸	۱/۱۸	۱/۱۹	Tax	نرخ مالیات

مقدار آماره‌ی عامل تورم واریانس جدول فوق بیانگر آن است که در بین تمامی متغیرهای مدل اول تا پنجم پژوهش (تمرکز مالکیت، مالکیت خانوادگی، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، سپردهای مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه ای و نرخ مالیات)؛ متغیرهای مدل ششم پژوهش (تسلط مدیرعامل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، سپردهای مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه ای و نرخ مالیات)؛ متغیرهای مدل هفتم تا دهم پژوهش (استقلال هیأت مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، تنوع جنسیتی در هیأت مدیره، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، سپردهای مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه ای و نرخ مالیات) هم خطی وجود ندارد زیرا مقدار آماره عامل تورم واریانس کمتر از ۱۰ است.

$$1 \quad ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 Top5_{it} + \beta_2 FO_{it} + \beta_3 IO_{it} + \beta_4 MO_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 Tangibility_{it} + \beta_8 NonDebtTS_{it} + \beta_9 Liquidity_{it} + \beta_{10} CapitalE_{it} + \beta_{11} Tax_{it} + \epsilon_{it}$$

$$2 \quad ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 Top5_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \epsilon_{it}$$

$$3 \quad ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \epsilon_{it}$$

$$4 \quad ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 IO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \epsilon_{it}$$

$$5 \quad ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \epsilon_{it}$$

$$6 \quad ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 PaySlice_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \epsilon_{it}$$

$$7 \quad ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 CEOduality_{it} + \beta_3 Bdiversity_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 Tangibility_{it} + \beta_7 NonDebtTS_{it} + \beta_8 Liquidity_{it} + \beta_9 CapitalE_{it} + \beta_{10} Tax_{it} + \epsilon_{it}$$

$$8 \quad ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \epsilon_{it}$$

$$9 \quad ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOduality_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \epsilon_{it}$$

$$10 \quad ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 Bdiversity_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \epsilon_{it}$$

## بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

یکی از آزمون های ایستایی رایج در مطالعات کاربردی آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو<sup>۱</sup> (LLC) می باشد و فرضیه های این آزمون به شرح زیر می باشند:

$H_0$  = سری زمانی دارای ریشه واحد است. و  $H_1$  = سری زمانی ایستا است.

نحوه داوری در مورد مانایی یا عدم مانایی بر اساس سطح معنی داری بدست آمده صورت می پذیرد. بدین ترتیب اگر سطح معنی داری (sig) آزمون کوچکتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد شده و متغیر مانا می باشد.

جدول (۷): مانایی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	آماره آزمون لوین، لین و چو	سطح معناداری آماره لوین، لین و چو	نتیجه
سیاست کاهش اهرم شرکتی	ZL	-۲/۳۶	۰/۰۰۸۵	مانا
تمرکز مالکیت	Top5	-۱۶۲/۰۲	۰/۰۰۰۰	مانا
مالکیت خانوادگی	FO	-۲/۴۲	۰/۰۰۷۶	مانا
مالکیت نهادی	IO	-۳۱۶/۱۳	۰/۰۰۰۰	مانا
مالکیت مدیریتی	MO	-۱۱۳۵/۴۴	۰/۰۰۰۰	مانا
استقلال هیأت مدیره	Bind	-۷/۹۵	۰/۰۰۰۰	مانا
دوگانگی نقش مدیرعامل	CEO duality	-۲/۱۸	۰/۰۰۹۴	مانا
تنوع جنسیتی در هیأت مدیره	Bdiversity	-۵/۴۳	۰/۰۰۰۰	مانا
تسلط مدیرعامل	Pay Slice	-۹/۵۶	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	Size	-۸/۴۶	۰/۰۰۰۰	مانا
سن شرکت	Age	-۸۱/۲۸	۰/۰۰۰۰	مانا
دارایی های مشهود	Tangibility	-۸/۱۸	۰/۰۰۰۰	مانا
سپردهای مالیاتی غیر بدهی	NonDebtTS	-۶/۴۱	۰/۰۰۰۰	مانا
نقدینگی	Liquidity	-۵/۹۲	۰/۰۰۰۰	مانا
مخارج سرمایه ای	CapitalE	-۴/۹۵	۰/۰۰۰۰	مانا
نرخ مالیات	Tax	-۳۵/۳۵	۰/۰۰۰۰۰	مانا

سطح معناداری آماره ی آزمون لوین لین و چو در جدول فوق بیانگر آن است که تمامی متغیرهای پژوهش (سیاست کاهش اهرم مالی، تمرکز مالکیت، مالکیت خانوادگی، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، استقلال هیأت مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، تنوع جنسیتی در هیأت مدیره، تسلط مدیرعامل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، سپردهای مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه ای و نرخ مالیات) شرط مانایی را دارند زیرا سطح معناداری آماره لوین لین و چو برای تک تک آنها کمتر از ۰/۰۵ است.

## تحلیل فرضیه های پژوهش

به منظور بررسی و آزمون فرضیه های پژوهش، به دلیل مجازی (صفر و یکی) بودن متغیرهای وابسته در مدل های پژوهش، لذا از رگرسیون لوجستیک استفاده گردید، نتایج در جداول زیر ارائه شده است:

<sup>1</sup> Levin, Lin & Chu

### تحلیل استنباطی فرضیه اصلی اول

(H0) ساختار مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد.

(H1) ساختار مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

#### جدول (۸): تحلیل فرضیه اصلی اول

$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 Top5_{it} + \beta_2 FO_{it} + \beta_3 IO_{it} + \beta_4 MO_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 Tangibility_{it} + \beta_8 NonDebtTS_{it} + \beta_9 Liquidity_{it} + \beta_{10} CapitalE_{it} + \beta_{11} Tax_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری آماره Z	
C	-۱/۸۰	۴/۴۴	-۰/۴۰	۰/۶۸۴۸	ضریب ثابت
Top5	۳/۳۲	۱/۱۸	۲/۸۰	۰/۰۰۵۰	تمرکز مالکیت
FO	-۰/۸۱	۰/۲۳	-۳/۴۹	۰/۰۰۰۵	مالکیت خانوادگی
IO	۰/۸۷	۱/۶۵	۰/۵۲	۰/۵۹۹۰	مالکیت نهادی
MO	۲/۴۹	۱/۹۷	۱/۲۶	۰/۲۰۶۶	مالکیت مدیریتی
Size	۰/۱۵	۰/۲۰	۰/۷۴	۰/۴۵۴۷	اندازه شرکت
Age	-۲/۱۶	۰/۷۸	-۲/۷۴	۰/۰۰۶۰	سن شرکت
Tangibility	-۱/۳۰	۲/۴۳	-۰/۵۳	۰/۵۹۳۳	دارایی‌های مشهود
NonDebtTS	۵/۷۳	۵/۹۸	۰/۹۵	۰/۳۳۸۱	سپردهای مالیاتی غیر بدهی
Liquidity	-۱/۹۶	۰/۵۹	-۳/۲۹	۰/۰۰۱۰	نقدینگی
CapitalE	-۱/۶۱	۳/۵۵	-۰/۴۵	۰/۶۵۰۵	مخارج سرمایه‌ای
Tax	۹/۰۰۸	۱۰/۶۶	۰/۸۴	۰/۳۹۸۴	نرخ مالیات
ضریب مک فادن			۰/۳۰۲۰		
آماره LR			۶۰/۹۰		
سطح معناداری LR			۰/۰۰۰۰		

تحلیل متغیرهای مستقل مدل: ضریب متغیرهای مستقل (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی) مثبت است، لذا تأثیر این متغیرهای مستقل (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی) بر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) مستقیم است ولی ضریب متغیر مستقل (مالکیت خانوادگی) منفی است، لذا تأثیر این متغیر مستقل (مالکیت خانوادگی) بر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معکوس است.

سطح معناداری آماره Z متغیرهای مستقل (تمرکز مالکیت و مالکیت خانوادگی) در مدل کمتر از ۰/۰۱ می‌باشد لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت تأثیر متغیرهای مستقل (تمرکز مالکیت و مالکیت خانوادگی) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار است. سطح معناداری آماره Z متغیرهای مستقل (مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی) در مدل بیش از ۰/۰۵ می‌باشد لذا با سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت تأثیر متغیرهای مستقل (مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار نیست. در نهایت می‌توان بیان نمود که برخی از سازوکارهای ساختار مالکیت اعم از تمرکز مالکیت و مالکیت خانوادگی بر سیاست کاهش اهرم شرکتی تأثیر معنادار دارند و برخی دیگر اعم از مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.

تحلیل متغیرهای کنترلی مدل: ضریب اندازه شرکت، سپردهای مالیاتی غیر بدهی و نرخ مالیات مثبت است لذا تأثیر مستقیم بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی ضریب سن شرکت، دارایی‌های مشهود، نقدینگی و مخارج سرمایه‌ای منفی است به همین دلیل تأثیر معکوس بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند. سطح معناداری آماره Z برای سن شرکت

و نقدینگی کمتر از ۰/۰۱ است لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند. سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند. تحلیل ضریب مکفادن: ضریب مکفادن برابر با ۰/۳۰ است و این نشان دهنده‌ی آن است که ۳۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) توسط متغیرهای مستقل (تمرکز مالکیت، مالکیت خانوادگی، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات) تبیین می‌شود. تحلیل مقدار و سطح معناداری آماره‌ی: مقدار آماره‌ی LR حاکی از اعتبار بالای مدل می‌باشد. سطح معناداری ۰/۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کمتر است نشان دهنده معنادار بودن این آزمون می‌باشد.

### تحلیل استنباطی فرضیه فرعی اول (۱-۱)

(H0) تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد.

(H1) تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

جدول (۹): تحلیل فرضیه فرعی ۱-۱

$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 Top5_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_9 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری آماره Z	
ضریب ثابت	C	-۱/۱۲	۳/۷۲	-۰/۳۰	۰/۷۶۱۶
تمرکز مالکیت	Top5	۸/۰۳	۲/۷۴	۲/۹۲	۰/۰۰۳۴
اندازه شرکت	Size	۰/۰۰۰۶	۰/۱۷	۰/۰۰۳	۰/۹۹۷۱
سن شرکت	Age	-۱/۸۵	۰/۷۲	-۲/۵۴	۰/۰۱۰۹
دارایی‌های مشهود	Tangibility	-۱/۶۸	۲/۷۰	-۰/۶۲	۰/۵۳۳۰
سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی	NonDebtTS	۹/۷۸	۵/۹۱	۱/۶۵	۰/۰۹۸۳
نقدینگی	Liquidity	-۲/۴۴	۰/۵۷	-۴/۲۲	۰/۰۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	CapitalE	-۱/۷۴	۴/۱۷	-۰/۴۱	۰/۶۷۶۵
نرخ مالیات	Tax	۱۳/۸۳	۹/۸۱	۱/۴۰	۰/۱۵۸۶
ضریب مکفادن			۰/۲۲۷۸		
آماره LR			۴۵/۹۴		
سطح معناداری LR			۰/۰۰۰۰		

تحلیل متغیر مستقل مدل: ضریب متغیر مستقل (تمرکز مالکیت) مثبت است، لذا تأثیر متغیر مستقل (تمرکز مالکیت) بر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) مستقیم است و سطح معناداری آماره‌ی Z متغیر مستقل (تمرکز مالکیت) در مدل برابر با ۰/۰۰ است و با توجه به اینکه این مقدار کمتر از ۰/۰۱ می‌باشد لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت تأثیر متغیر مستقل (تمرکز مالکیت) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار است. در نهایت می‌توان بیان نمود که تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و فرضیه فرعی اول پژوهش مورد تأیید است. تحلیل متغیرهای کنترلی مدل: ضریب اندازه شرکت، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی و نرخ مالیات مثبت است لذا تأثیر مستقیم بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی ضریب سن شرکت، دارایی‌های مشهود، نقدینگی و مخارج سرمایه‌ای منفی است به همین دلیل تأثیر معکوس بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند. سطح معناداری آماره Z برای نقدینگی کمتر از ۰/۰۱ است لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و سطح معناداری آماره

Z برای سن شرکت کمتر از ۰/۰۵ است لذا با سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و در نهایت سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند. تحلیل ضریب مکفادن: ضریب مکفادن برابر با ۰/۲۲ است و این نشان دهنده آن است که ۲۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) توسط متغیر مستقل (تمرکز مالکیت) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات) تبیین می‌شود. تحلیل مقدار و سطح معناداری آماره‌ی LR: مقدار آماره‌ی LR حاکی از اعتبار بالای مدل می‌باشد. سطح معناداری ۰/۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کمتر است نشان دهنده معنادار بودن این آزمون می‌باشد.

### تحلیل استنباطی فرضیه فرعی دوم (۲-۱)

(H0) مالکیت خانوادگی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد.

(H1) مالکیت خانوادگی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

جدول (۱۰): تحلیل فرضیه فرعی ۲-۱

$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 Capitale_{it} + \beta_9 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری آماره Z	
C	۵/۷۱	۲/۸۸	۱/۹۸	۰/۰۴۷۳	ضریب ثابت
FO	-۱/۷۹	۰/۵۰	-۳/۵۶	۰/۰۰۰۴	مالکیت خانوادگی
Size	-۰/۰۷	۰/۱۶	-۰/۴۵	۰/۶۴۷۵	اندازه شرکت
Age	-۱/۴۳	۰/۶۴	-۲/۲۱	۰/۰۲۶۷	سن شرکت
Tangibility	-۱/۲۹	۲/۶۳	-۰/۴۹	۰/۶۲۲۲	دارایی‌های مشهود
NonDebtTS	۴/۸۵	۵/۷۷	۰/۸۳	۰/۴۰۱۱	سپردهای مالیاتی غیر بدهی
Liquidity	-۱/۸۱	۰/۵۸	-۳/۱۰	۰/۰۰۱۹	نقدینگی
Capitale	-۱/۱۳	۳/۷۴	-۰/۳۰	۰/۷۶۱۲	مخارج سرمایه‌ای
Tax	۹/۸۳	۹/۷۱	۱/۰۱	۰/۳۱۱۲	نرخ مالیات
ضریب مکفادن			۰/۲۲۹۸		
آماره LR			۴۵/۳۵		
سطح معناداری LR			۰/۰۰۰۰		

تحلیل متغیر مستقل مدل: ضریب متغیر مستقل (مالکیت خانوادگی) منفی است، لذا تأثیر متغیر مستقل (مالکیت خانوادگی) بر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معکوس است و سطح معناداری آماره‌ی Z متغیر مستقل (مالکیت خانوادگی) در مدل برابر با ۰/۰۰ است و با توجه به اینکه این مقدار کمتر از ۰/۰۱ می‌باشد لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت تأثیر متغیر مستقل (مالکیت خانوادگی) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار است. در نهایت می‌توان بیان نمود که مالکیت خانوادگی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و فرضیه فرعی دوم پژوهش مورد تأیید است.

تحلیل متغیرهای کنترلی مدل: ضریب سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی و نرخ مالیات مثبت است لذا تأثیر مستقیم بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی ضریب اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، نقدینگی و مخارج سرمایه‌ای منفی است به همین دلیل تأثیر معکوس بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند. سطح معناداری آماره Z برای نقدینگی کمتر از ۰/۰۱ است لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و سطح معناداری آماره Z برای

سن شرکت کمتر از ۰/۰۵ است لذا با سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و در نهایت سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.

تحلیل ضریب مک‌فادن: ضریب مک‌فادن برابر با ۰/۲۲ است و این نشان دهنده‌ی آن است که ۲۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) توسط متغیر مستقل (مالکیت خانوادگی) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات) تبیین می‌شود.

تحلیل مقدار و سطح معناداری آماره‌ی LR: مقدار آماره‌ی LR حاکی از اعتبار بالای مدل می‌باشد. سطح معناداری ۰/۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کمتر است نشان دهنده معنادار بودن این آزمون می‌باشد.

### تحلیل استنباطی فرضیه فرعی سوم (۳-۱)

(H0) مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد.  
(H1) مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

جدول (۱۱): تحلیل فرضیه فرعی ۳-۱

$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 IO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 Capitale_{it} + \beta_9 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری آماره Z	
C	۳/۰۴	۳/۰۰۸	۱/۰۱	۰/۳۱۱۹	ضریب ثابت
IO	۲/۶۴	۰/۹۳	۲/۸۲	۰/۰۰۴۸	مالکیت نهادی
Size	-۰/۰۳	۰/۱۶	-۰/۲۱	۰/۸۳۲۲	اندازه شرکت
Age	-۱/۵۰	۰/۶۴	-۲/۳۴	۰/۰۱۹۰	سن شرکت
Tangibility	-۲/۰۱	۲/۶۹	-۹/۷۴	۰/۴۵۵۱	دارایی‌های مشهود
NonDebtTS	۶/۰۶	۵/۹۷	۱/۰۱	۰/۳۰۹۶	سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی
Liquidity	-۲/۰۸	۰/۶۰	-۳/۴۱	۰/۰۰۰۶	نقدینگی
Capitale	-۰/۷۹	۳/۸۱	-۰/۲۰	۰/۸۳۵۳	مخارج سرمایه‌ای
Tax	۱۰/۴۷	۹/۷۶	۱/۰۷	۰/۲۸۳۶	نرخ مالیات
ضریب مک فادن			۰/۲۱۳۵		
آماره LR			۴۳/۰۶		
			سطح معناداری LR		
			۰/۰۰۰۰		

تحلیل متغیر مستقل مدل: ضریب متغیر مستقل (مالکیت نهادی) مثبت است، لذا تأثیر متغیر مستقل (مالکیت نهادی) بر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) مستقیم است و سطح معناداری آماره‌ی Z متغیر مستقل (مالکیت نهادی) در مدل برابر با ۰/۰۰ است و با توجه به اینکه این مقدار کمتر از ۰/۰۱ می‌باشد لذا با سطح اطمینان ۰/۹۹ می‌توان گفت تأثیر متغیر مستقل (مالکیت نهادی) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار است. در نهایت می‌توان بیان نمود که مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و فرضیه فرعی سوم پژوهش مورد تأیید است.

تحلیل متغیرهای کنترلی مدل: ضریب سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی و نرخ مالیات مثبت است لذا تأثیر مستقیم بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی ضریب اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، نقدینگی و مخارج سرمایه‌ای منفی است به همین دلیل تأثیر معکوس بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند. سطح معناداری آماره Z برای نقدینگی کمتر از ۰/۰۱ است لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و سطح معناداری آماره Z برای

سن شرکت کمتر از ۰/۰۵ است لذا با سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و در نهایت سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.

تحلیل ضریب مک‌فادن: ضریب مک‌فادن برابر با ۰/۲۲ است و این نشان دهنده‌ی آن است که ۲۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) توسط متغیر مستقل (مالکیت خانوادگی) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات) تبیین می‌شود.

تحلیل مقدار و سطح معناداری آماره‌ی LR: مقدار آماره‌ی LR حاکی از اعتبار بالای مدل می‌باشد. سطح معناداری ۰/۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کمتر است نشان دهنده معنادار بودن این آزمون می‌باشد.

### تحلیل استنباطی فرضیه فرعی چهارم (۴-۱)

(H0) مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد.

(H1) مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

#### جدول (۱۲): تحلیل فرضیه فرعی ۴-۱

$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_9 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$					
Z	آماره Z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیرها	
۰/۲۱۹۸	۱/۲۲	۲/۹۷	۳/۶۴	C	ضریب ثابت
۰/۰۰۸۰	۲/۶۵	۱/۶۶	۴/۴۲	MO	مالکیت مدیریتی
۰/۹۳۵۵	-۰/۰۸	۰/۱۷	-۰/۰۱	Size	اندازه شرکت
۰/۰۰۵۱	-۲/۷۹	۰/۷۷	-۲/۱۶	Age	سن شرکت
۰/۳۹۰۴	-۰/۸۵	۲/۶۹	-۲/۳۱۱	Tangibility	دارایی‌های مشهود
۰/۰۹۱۵	۱/۶۸	۶/۱۲	۱۰/۳۳	NonDebtTS	سپردهای مالیاتی غیر بدهی
۰/۰۰۰۰	-۴/۲۶	۰/۵۷	-۲/۴۴	Liquidity	نقدینگی
۰/۹۸۸۴	۰/۰۱	۳/۷۴	۰/۰۵	CapitalE	مخارج سرمایه‌ای
۰/۲۳۳۱	۱/۱۹	۹/۵۰	۱۱/۳۳	Tax	نرخ مالیات
۰/۲۱۱۰			ضریب مک فادن		
۰/۰۰۰۰	سطح معناداری LR		۴۲/۵۵	آماره LR	

تحلیل متغیر مستقل مدل: ضریب متغیر مستقل (مالکیت مدیریتی) مثبت است، لذا تأثیر متغیر مستقل (مالکیت مدیریتی) بر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) مستقیم است و سطح معناداری آماره‌ی Z متغیر مستقل (مالکیت مدیریتی) در مدل برابر با ۰/۰۰ است و با توجه به اینکه این مقدار کمتر از ۰/۰۱ می‌باشد لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت تأثیر متغیر مستقل (مالکیت مدیریتی) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار است. در نهایت می‌توان بیان نمود که مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و فرضیه فرعی چهارم پژوهش مورد تأیید است.

تحلیل متغیرهای کنترلی مدل: ضریب سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی و نرخ مالیات مثبت است لذا تأثیر مستقیم بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی ضریب اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، نقدینگی و مخارج سرمایه‌ای منفی است به همین دلیل تأثیر معکوس بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند. سطح معناداری آماره Z برای نقدینگی و سن

شرکت کمتر از ۰/۰۱ است لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند و در نهایت سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.

تحلیل ضریب مکفادن: ضریب مکفادن برابر با ۰/۲۱ است و این نشان دهنده‌ی آن است که ۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) توسط متغیر مستقل (مالکیت مدیریتی) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات) تبیین می‌شود.

تحلیل مقدار و سطح معناداری آماره‌ی LR: مقدار آماره‌ی LR حاکی از اعتبار بالای مدل می‌باشد. سطح معناداری ۰/۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کمتر است نشان دهنده معنادار بودن این آزمون می‌باشد.

### تحلیل استنباطی فرضیه اصلی دوم

(H0) تسلط مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد.  
(H1) تسلط مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

### جدول (۱۳): تحلیل فرضیه اصلی دوم

$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PaySlice}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{AGE}_{it} + \beta_4 \text{Tangibility}_{it} + \beta_5 \text{NonDebtTS}_{it} + \beta_6 \text{Liquidity}_{it} + \beta_7 \text{CapitalE}_{it} + \beta_8 \text{Tax}_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری آماره Z	
ضریب ثابت	۵/۶۸	۲/۹۰	۱/۹۵	۰/۰۵۰۷	C
تسلط مدیرعامل	۰/۵۷	۰/۱۰	۵/۴۵	۰/۰۰۰۰	PaySlice
اندازه شرکت	-۰/۱۶	۰/۱۷	-۰/۹۳	۰/۳۵۱۹	Size
سن شرکت	-۱/۸۵	۰/۷۷	-۲/۳۷	۰/۰۱۷۵	Age
دارایی‌های مشهود	-۲/۳۷	۳/۳۱	-۰/۷۱	۰/۴۷۳۱	Tangibility
سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی	۸/۴۸	۷/۱۳	۱/۱۸	۰/۲۳۴۵	NonDebtTS
نقدینگی	-۲/۱۳	۰/۵۶	-۳/۸۱	۰/۰۰۰۱	Liquidity
مخارج سرمایه‌ای	-۰/۹۵	۴/۹۴	-۰/۱۹	۰/۸۴۶۳	CapitalE
نرخ مالیات	۱۳/۲۵	۱۰/۲۲	۱/۲۹	۰/۱۹۵۰	Tax
ضریب مکفادن			۰/۳۲۶۲		
آماره LR			۶۵/۷۸		
سطح معناداری LR			۰/۰۰۰۰		

تحلیل متغیر مستقل مدل: ضریب متغیر مستقل (تسلط مدیرعامل) مثبت است، لذا تأثیر متغیر مستقل (تسلط مدیرعامل) بر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) مستقیم است و سطح معناداری آماره‌ی Z متغیر مستقل (تسلط مدیرعامل) در مدل برابر با ۰/۰۰ است و با توجه به اینکه این مقدار کمتر از ۰/۰۱ می‌باشد لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت تأثیر متغیر مستقل (تسلط مدیرعامل) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار است. در نهایت می‌توان بیان نمود که تسلط مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و فرضیه اصلی دوم پژوهش مورد تأیید است.

تحلیل متغیرهای کنترلی مدل: ضریب سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی و نرخ مالیات مثبت است لذا تأثیر مستقیم بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی ضریب اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، نقدینگی و مخارج سرمایه‌ای منفی است به همین دلیل تأثیر معکوس بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند. سطح معناداری آماره Z برای نقدینگی کمتر از ۰/۰۱ است لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و سطح معناداری آماره Z برای

نقدینگی کمتر از ۰/۰۵ است لذا با سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و در نهایت سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.

تحلیل ضریب مک‌فادن: ضریب مک‌فادن برابر با ۰/۳۲ است و این نشان دهنده‌ی آن است که ۳۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) توسط متغیر مستقل (تسلط مدیرعامل) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات) تبیین می‌شود.

تحلیل مقدار و سطح معناداری آماره‌ی LR: مقدار آماره‌ی LR حاکی از اعتبار بالای مدل می‌باشد. سطح معناداری ۰/۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کمتر است نشان دهنده معنادار بودن این آزمون می‌باشد.

### تحلیل استنباطی فرضیه اصلی سوم

- (H0) ترکیب هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد.
- (H1) ترکیب هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

#### جدول (۱۴): تحلیل فرضیه اصلی سوم

$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 CEOduality_{it} + \beta_3 BDiversity_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 Tangibility_{it} + \beta_7 NonDebtTS_{it} + \beta_8 Liquidity_{it} + \beta_9 CapitalE_{it} + \beta_{10} Tax_{it} + \epsilon_{it}$					
متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری آماره Z	
ضریب ثابت	-۴/۰۱	۳/۹۴	-۱/۰۱	۰/۳۰۹۰	C
استقلال هیأت مدیره	۱۰/۲۴	۲/۳۶	۴/۳۳	۰/۰۰۰۰	Bind
دوگانگی مدیرعامل	۱/۶۰	۰/۹۰	۱/۷۶	۰/۰۷۶۸	CEOduality
تنوع جنسیتی هیأت مدیره	۰/۲۹	۱/۱۱	۰/۲۶	۰/۷۹۲۹	Bdiversity
اندازه شرکت	-۰/۰۰۳	۰/۱۷	-۰/۰۲	۰/۹۸۳۴	Size
سن شرکت	-۱/۴۴	۰/۷۲	-۱/۹۹	۰/۰۴۶۵	Age
دارایی‌های مشهود	-۲/۲۶	۳/۰۸	-۰/۷۳	۰/۴۶۲۹	Tangibility
سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی	۳/۴۷	۶/۰۳	۰/۵۷	۰/۵۶۵۰	NonDebtTS
نقدینگی	-۲/۶۷	۰/۶۳	-۴/۱۸	۰/۰۰۰۰	Liquidity
مخارج سرمایه‌ای	-۰/۹۳	۴/۶۲	-۰/۲۰	۰/۸۴۰۴	CapitalE
نرخ مالیات	۱۰/۶۳	۱۰/۷۰	۰/۹۹	۰/۳۲۰۹	Tax
ضریب مک فادن			۰/۳۱۰۹		
آماره LR			۶۲/۷۰		
			سطح معناداری LR		
			۰/۰۰۰۰		

تحلیل متغیرهای مستقل مدل: ضریب متغیرهای مستقل (استقلال هیأت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و تنوع جنسیتی هیأت مدیره) مثبت است، لذا تأثیر این متغیرهای مستقل (استقلال هیأت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و تنوع جنسیتی هیأت مدیره) بر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) مستقیم است.

سطح معناداری آماره‌ی Z متغیر مستقل (استقلال هیأت مدیره) در مدل کمتر از ۰/۰۱ می‌باشد لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت تأثیر متغیر مستقل (استقلال هیأت مدیره) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار است.

سطح معناداری آماره‌ی Z متغیرهای مستقل (دوگانگی مدیرعامل و تنوع جنسیتی هیأت مدیره) در مدل بیش از ۰/۰۵ می‌باشد لذا با سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت تأثیر متغیرهای مستقل (استقلال هیأت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و

تنوع جنسیتی هیأت مدیره) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار نیست. در نهایت می‌توان بیان نمود که برخی از سازوکارهای ترکیب هیأت مدیره اعم از استقلال هیأت مدیره بر سیاست کاهش اهرم شرکتی تأثیر معنادار دارد و برخی دیگر اعم از دوگانگی مدیرعامل و تنوع جنسیتی هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.

تحلیل متغیرهای کنترلی مدل: ضریب سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی و نرخ مالیات مثبت است لذا تأثیر مستقیم بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی ضریب اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، نقدینگی و مخارج سرمایه‌ای منفی است به همین دلیل تأثیر معکوس بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند. سطح معناداری آماره Z برای نقدینگی کمتر از ۰/۰۱ است لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و سطح معناداری آماره Z برای نقدینگی کمتر از ۰/۰۵ است لذا با سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و در نهایت سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.

تحلیل ضریب مک‌فادن: ضریب مک‌فادن برابر با ۰/۳۱ است و این نشان دهنده‌ی آن است که ۳۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) توسط متغیرهای مستقل (استقلال هیأت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و تنوع جنسیتی هیأت مدیره) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات) تبیین می‌شود.

تحلیل مقدار و سطح معناداری آماره‌ی LR: مقدار آماره‌ی LR حاکی از اعتبار بالای مدل می‌باشد. سطح معناداری ۰/۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کمتر است نشان دهنده معنادار بودن این آزمون می‌باشد.

### تحلیل استنباطی فرضیه فرعی اول (۱-۳)

(H0) استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد.

(H1) استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

جدول (۱۵): تحلیل فرضیه فرعی ۱-۳

$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 Capitale_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری آماره Z	
ضریب ثابت	C	۳/۲۰	-۰/۰۰۳	۰/۹۹۷۶	
استقلال هیأت مدیره	Bind	۱/۸۶	۴/۳۷	۰/۰۰۰۰	
اندازه شرکت	Size	۰/۱۷	-۰/۰۷	۰/۹۴۰۵	
سن شرکت	Age	۰/۷۰	-۲/۴۱	۰/۰۱۵۷	
دارایی‌های مشهود	Tangibility	۲/۹۸	-۰/۴۸	۰/۶۲۴۴	
سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی	NonDebtTS	۶/۰۷	۰/۶۳	۰/۵۲۸۶	
نقدینگی	Liquidity	۰/۶۱	-۴/۴۱	۰/۰۰۰۰	
مخارج سرمایه‌ای	Capitale	۴/۴۷	-۰/۴۱	۰/۶۷۹۰	
نرخ مالیات	Tax	۱۰/۳۶	۱/۱۶	۰/۲۴۵۵	
ضریب مک فادن			۰/۲۹۱۵		
آماره LR			۵۸/۷۸		
			سطح معناداری LR		
			۰/۰۰۰۰		

تحلیل متغیر مستقل مدل: ضریب متغیر مستقل (استقلال هیأت مدیره) مثبت است، لذا تأثیر این متغیر مستقل (استقلال هیأت مدیره) بر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) مستقیم است. سطح معناداری آماره  $Z$  متغیر مستقل (استقلال هیأت مدیره) در مدل کمتر از  $0/01$  می باشد لذا با سطح اطمینان  $99\%$  می توان گفت تأثیر متغیر مستقل (استقلال هیأت مدیره) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار است. در نهایت می توان بیان نمود که استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و فرضیه فرعی ۳-۱ پژوهش مورد تأیید است.

تحلیل متغیرهای کنترلی مدل: ضریب سپرهای مالیاتی غیر بدهی و نرخ مالیات مثبت است لذا تأثیر مستقیم بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی ضریب اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، نقدینگی و مخارج سرمایه ای منفی است به همین دلیل تأثیر معکوس بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند. سطح معناداری آماره  $Z$  برای نقدینگی کمتر از  $0/01$  است لذا با سطح اطمینان  $99\%$  تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و سطح معناداری آماره  $Z$  برای سن شرکت کمتر از  $0/05$  است لذا با سطح اطمینان  $95\%$  تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و در نهایت سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.

تحلیل ضریب مک فادن: ضریب مک فادن برابر با  $0/29$  است و این نشان دهنده آن است که  $29\%$  درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) توسط متغیر مستقل (استقلال هیأت مدیره) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، سپرهای مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه ای و نرخ مالیات) تبیین می شود.

تحلیل مقدار و سطح معناداری آماره  $LR$ : مقدار آماره  $LR$  حاکی از اعتبار بالای مدل می باشد. سطح معناداری  $0/00$  می باشد که از  $0/05$  کمتر است نشان دهنده معنادار بودن این آزمون می باشد.

### تحلیل استنباطی فرضیه فرعی دوم (۲-۳)

(H0) دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد.

(H1) دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

#### جدول (۱۶): تحلیل فرضیه فرعی ۲-۳

$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOduality_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 Capitale_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \epsilon_{it}$					
متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری آماره Z	
ضریب ثابت	۶/۴۵	۲/۹۰	۲/۲۱	۰/۰۲۶۶	C
دوگانگی مدیرعامل	-۰/۰۷	۰/۷۸	-۰/۰۹	۰/۹۲۳۹	CEOduality
اندازه شرکت	-۰/۱۵	۰/۱۵	-۰/۹۸	۰/۳۲۳۶	Size
سن شرکت	-۱/۵۱	۰/۶۷	-۲/۲۲	۰/۰۲۵۹	Age
دارایی های مشهود	-۲/۵۹	۲/۷۸	-۰/۹۳	۰/۳۵۲۴	Tangibility
سپرهای مالیاتی غیر بدهی	۸/۴۶	۶/۱۱	۱/۳۸	۰/۱۶۶۲	NonDebtTS
نقدینگی	-۲/۲۶	۰/۵۶	-۳/۹۷	۰/۰۰۰۱	Liquidity
مخارج سرمایه ای	۰/۲۱	۳/۸۰	۰/۰۵	۰/۹۵۵۸	Capitale
نرخ مالیات	۱۳/۳۵	۹/۰۵	۱/۴۷	۰/۱۴۰۳	Tax
ضریب مک فادن			۰/۱۶۴۸		
آماره LR	۳۳/۲۳		سطح معناداری LR		
۰/۰۰۰۰					

تحلیل متغیر مستقل مدل: ضریب متغیر مستقل (دوگانگی نقش مدیرعامل) منفی است، لذا تأثیر این متغیر مستقل (دوگانگی نقش مدیرعامل) بر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معکوس است. سطح معناداری آماره  $Z$  متغیر مستقل (دوگانگی نقش مدیرعامل) در مدل بیش از  $0/05$  می‌باشد لذا با سطح اطمینان  $95\%$  می‌توان گفت تأثیر متغیر مستقل (دوگانگی نقش مدیرعامل) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار نیست. در نهایت می‌توان بیان نمود که دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد و فرضیه فرعی ۳-۲ پژوهش مورد تأیید نیست.

تحلیل متغیرهای کنترلی مدل: ضریب سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات مثبت است لذا تأثیر مستقیم بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی ضریب اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، نقدینگی منفی است به همین دلیل تأثیر معکوس بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند. سطح معناداری آماره  $Z$  برای نقدینگی کمتر از  $0/01$  است لذا با سطح اطمینان  $99\%$  تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و سطح معناداری آماره  $Z$  برای سن شرکت کمتر از  $0/05$  است لذا با سطح اطمینان  $95\%$  تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و در نهایت سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.

تحلیل ضریب مک‌فادن: ضریب مک‌فادن برابر با  $0/16$  است و این نشان دهنده‌ی آن است که  $16\%$  درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) توسط متغیر مستقل (دوگانگی نقش مدیرعامل) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات) تبیین می‌شود.

تحلیل مقدار و سطح معناداری آماره‌ی LR: مقدار آماره‌ی LR حاکی از اعتبار بالای مدل می‌باشد. سطح معناداری  $0/00$  می‌باشد که از  $0/05$  کمتر است نشان دهنده معنادار بودن این آزمون می‌باشد.

### تحلیل استنباطی فرضیه فرعی سوم (۳-۳)

(H0) تنوع در هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد.

(H1) تنوع در هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

#### جدول (۱۷): تحلیل فرضیه فرعی ۳-۳

$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 Bdiversity_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 Capitale_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معناداری آماره Z	
C	۶/۴۱	۲/۷۷	۲/۳۱	۰/۰۲۰۶	ضریب ثابت
Bdiversity	۰/۳۷	۱/۰۷	۰/۳۵	۰/۷۲۵۱	تنوع جنسیتی هیأت مدیره
Size	-۰/۱۵	۰/۱۵	-۰/۹۸	۰/۳۲۳۷	اندازه شرکت
Age	-۱/۵۲	۰/۶۷	-۲/۲۶	۰/۰۲۳۷	سن شرکت
Tangibility	-۲/۵۹	۲/۷۹	-۰/۹۲	۰/۳۵۳۷	دارایی‌های مشهود
NonDebtTS	۸/۴۷	۶/۱۱	۱/۳۸	۰/۱۶۵۹	سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی
Liquidity	-۲/۲۷	۰/۵۷	-۳/۹۸	۰/۰۰۰۱	نقدینگی
Capitale	۰/۱۴	۳/۸۳	۰/۰۳	۰/۹۷۰۵	مخارج سرمایه‌ای
Tax	۱۳/۱۱	۹/۰۲	۱/۴۵	۰/۱۴۶۴	نرخ مالیات
ضریب مک فادن			۰/۱۶۵۳		

آماره LR	۳۳/۳۴	سطح معناداری LR	۰/۰۰۰۰
----------	-------	-----------------	--------

تحلیل متغیر مستقل مدل: ضریب متغیر مستقل (تنوع در هیأت مدیره) مثبت است، لذا تأثیر این متغیر مستقل (تنوع در هیأت مدیره) بر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) مستقیم است. سطح معناداری آماره  $Z$  متغیر مستقل (تنوع در هیأت مدیره) در مدل بیش از ۰/۰۵ می باشد لذا با سطح اطمینان ۹۵٪ می توان گفت تأثیر متغیر مستقل (تنوع در هیأت مدیره) بر متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) معنادار نیست. در نهایت می توان بیان نمود که تنوع در هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد و فرضیه فرعی ۳-۳ پژوهش مورد تأیید نیست.

تحلیل متغیرهای کنترلی مدل: ضریب سپرده های مالیاتی غیر بدهی، مخارج سرمایه ای و نرخ مالیات مثبت است لذا تأثیر مستقیم بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی ضریب اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، نقدینگی منفی است به همین دلیل تأثیر معکوس بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند. سطح معناداری آماره  $Z$  برای نقدینگی کمتر از ۰/۰۱ است لذا با سطح اطمینان ۹۹٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و سطح معناداری آماره  $Z$  برای سن شرکت کمتر از ۰/۰۵ است لذا با سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد و در نهایت سایر متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.

تحلیل ضریب مکفادن: ضریب مکفادن برابر با ۰/۱۶ است و این نشان دهنده آن است که ۱۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته (سیاست کاهش اهرم شرکتی) توسط متغیر مستقل (تنوع در هیأت مدیره) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، سپرده های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه ای و نرخ مالیات) تبیین می شود.

تحلیل مقدار و سطح معناداری آماره LR: مقدار آماره LR حاکی از اعتبار بالای مدل می باشد. سطح معناداری ۰/۰۰ می باشد که از ۰/۰۵ کمتر است نشان دهنده معنادار بودن این آزمون می باشد.

## تحلیل یافته ها و نتیجه گیری پژوهش

### تحلیل و نتیجه گیری از فرضیه اصلی ۱

فرضیه اصلی (۱) پژوهش بیان می کند که ساختار مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شد:

$$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 Top5_{it} + \beta_2 FO_{it} + \beta_3 IO_{it} + \beta_4 MO_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 Tangibility_{it} + \beta_8 NonDebtTS_{it} + \beta_9 Liquidity_{it} + \beta_{10} CapitalE_{it} + \beta_{11} Tax_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل رگرسیونی فوق سیاست کاهش اهرم شرکتی متغیر وابسته، تمرکز مالکیت، مالکیت خانوادگی، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی متغیرهای مستقل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، سپرده های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه ای و نرخ مالیات متغیرهای کنترلی می باشند.

با توجه به اینکه سطح معناداری ضریب مالکیت خانوادگی و تمرکز مالکیت با ۹۹٪ اطمینان معنادار شد ولی سطح معناداری ضریب مالکیت نهادی و مدیریتی با ۹۵٪ اطمینان معنادار نشد، لذا این فرضیه تأیید نشد چون همه سازوکارهای ساختار مالکیت با هم در یک مدل بر سیاست کاهش اهرم شرکتی اثرگذار نیستند.

### تحلیل و نتیجه گیری از فرضیه فرعی ۱-۱

فرضیه فرعی (۱-۱) پژوهش بیان می کند که تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شد:

$$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 Top5_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل رگرسیونی فوق سیاست کاهش اهرم شرکتی متغیر وابسته، تمرکز مالکیت متغیر مستقل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات متغیرهای کنترلی می‌باشند.

با توجه به اینکه سطح معناداری ضریب تمرکز مالکیت با ۹۹٪ اطمینان معنادار شد، لذا این فرضیه تأیید شد و می‌توان گفت که تمرکز مالکیت تأثیر مستقیم و معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. در نهایت می‌توان گفت هر چه میزان تمرکز مالکیت در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یابد، سیاست کاهش اهرم شرکتی افزایش می‌یابد و عدم وجود بدهی بلند مدت در شرکت بیشتر می‌شود.

### تحلیل و نتیجه‌گیری از فرضیه فرعی ۱-۲

فرضیه فرعی (۱-۲) پژوهش بیان می‌کند که مالکیت خانوادگی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شد:

$$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 Capitale_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل رگرسیونی فوق سیاست کاهش اهرم شرکتی متغیر وابسته، مالکیت خانوادگی متغیر مستقل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات متغیرهای کنترلی می‌باشند.

با توجه به اینکه سطح معناداری ضریب مالکیت خانوادگی با ۹۹٪ اطمینان معنادار شد، لذا این فرضیه تأیید شد و می‌توان گفت که مالکیت خانوادگی تأثیر معکوس و معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. در نهایت می‌توان گفت هر چه میزان مالکیت خانوادگی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یابد، سیاست کاهش اهرم شرکتی کاهش می‌یابد و بدهی بلند مدت در شرکت بیشتر می‌شود. شرکت‌های خانوادگی از سیاست‌های اهرم بالا پیروی می‌کنند زیرا اهرم بالا ریسک بیشتری را طلب کرده و در نتیجه ممکن است سود بیشتری نصیب سهامداران کند و زمانی که درصد سهام سهامداران خانوادگی بیشتر باشد آنها این ریسک بالا را می‌پذیرند.

### تحلیل و نتیجه‌گیری از فرضیه فرعی ۱-۳

فرضیه فرعی (۱-۳) پژوهش بیان می‌کند که مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شد:

$$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 IO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 Capitale_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل رگرسیونی فوق سیاست کاهش اهرم شرکتی متغیر وابسته، مالکیت نهادی متغیر مستقل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات متغیرهای کنترلی می‌باشند.

با توجه به اینکه سطح معناداری ضریب مالکیت نهادی با ۹۹٪ اطمینان معنادار شد، لذا این فرضیه تأیید شد و می‌توان گفت که مالکیت نهادی تأثیر مستقیم و معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. در نهایت می‌توان گفت هر چه میزان مالکیت نهادی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یابد، سیاست کاهش اهرم شرکتی افزایش می‌یابد و عدم وجود بدهی بلند مدت در شرکت بیشتر می‌شود.

### تحلیل و نتیجه‌گیری از فرضیه فرعی ۱-۴

فرضیه فرعی (۱-۴) پژوهش بیان می‌کند که مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شد:

$$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل رگرسیونی فوق سیاست کاهش اهرم شرکتی متغیر وابسته، مالکیت مدیریتی متغیر مستقل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات متغیرهای کنترلی می‌باشند.

با توجه به اینکه سطح معناداری ضریب مالکیت مدیریتی با ۹۹٪ اطمینان معنادار شد، لذا این فرضیه تأیید شد و می‌توان گفت که مالکیت مدیریتی تأثیر مستقیم و معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. در نهایت می‌توان گفت هر چه میزان مالکیت مدیریتی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یابد، سیاست کاهش اهرم شرکتی افزایش می‌یابد و عدم وجود بدهی بلند مدت در شرکت بیشتر می‌شود.

## تحلیل و نتیجه‌گیری از فرضیه اصلی ۲

فرضیه اصلی ۲ پژوهش بیان می‌کند که تسلط مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شد:

$$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 PaySlice_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل رگرسیونی فوق سیاست کاهش اهرم شرکتی متغیر وابسته، تسلط مدیرعامل متغیر مستقل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات متغیرهای کنترلی می‌باشند.

با توجه به اینکه سطح معناداری ضریب تسلط مدیرعامل با ۹۹٪ اطمینان معنادار شد، لذا این فرضیه تأیید شد و می‌توان گفت که تسلط مدیرعامل تأثیر مستقیم و معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. در نهایت می‌توان گفت هر چه میزان تسلط مدیرعامل در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افزایش یابد، سیاست کاهش اهرم شرکتی افزایش می‌یابد و عدم وجود بدهی بلند مدت در شرکت بیشتر می‌شود. مدیرعامل‌های مسلط احتمالاً به دلایل مختلف از بدهی اجتناب می‌کنند. اولاً، مدیرعاملان نسبت به سهامداران متنوع، مبالغ قابل توجهی را در شرکت و سرمایه انسانی نگه می‌دارند. بنابراین، آنها از تنوع کمتری برخوردارند و رفتاری ریسک‌گریز از خود نشان می‌دهند. بنابراین، یک روش برای به حداقل رساندن ریسک، پیروی از یک سیاست بدهی محافظه‌کارانه است. ثانیاً، فشارهای عملکردی با دنبال کردن یک سیاست بدهی محافظه‌کارانه کاهش می‌یابد، زیرا چنین سیاست‌هایی با پرداخت‌های بهره سنگین مرتبط هستند (جنسن، ۱۹۸۶). علاوه بر این، مدیران عامل قدرتمند ممکن است برای محافظت از مشاغل خود، اهرم مالی پایینی را دنبال کنند، زیرا بدهی بیش از حد احتمال ورشکستگی را افزایش می‌دهد.

## تحلیل و نتیجه‌گیری از فرضیه اصلی ۳

فرضیه اصلی (۳) پژوهش بیان می‌کند که ترکیب هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شد:

$$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 CEOduality_{it} + \beta_3 BDiversity_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 Tangibility_{it} + \beta_7 NonDebtTS_{it} + \beta_8 Liquidity_{it} + \beta_9 CapitalE_{it} + \beta_{10} Tax_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل رگرسیونی فوق سیاست کاهش اهرم شرکتی متغیر وابسته، استقلال هیأت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و تنوع جنسیتی هیأت مدیره متغیرهای مستقل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی‌های مشهود، سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه‌ای و نرخ مالیات متغیرهای کنترلی می‌باشند.

با توجه به اینکه سطح معناداری ضریب استقلال هیأت مدیره با ۹۹٪ اطمینان معنادار شد ولی سطح معناداری دوگانگی مدیرعامل و تنوع جنسیتی هیأت مدیره با ۹۵٪ اطمینان معنادار نشد، لذا این فرضیه تأیید نشد چون همه سازوکارهای ترکیب هیأت مدیره با هم در یک مدل بر سیاست کاهش اهرم شرکتی اثرگذار نیستند.

### تحلیل و نتیجه گیری از فرضیه فرعی ۱-۳

فرضیه فرعی (۱-۳) پژوهش بیان می کند که استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شد:

$$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل رگرسیونی فوق سیاست کاهش اهرم شرکتی متغیر وابسته، استقلال هیأت مدیره متغیر مستقل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، سپرده های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه ای و نرخ مالیات متغیرهای کنترلی می باشند.

با توجه به اینکه سطح معناداری ضریب استقلال هیأت مدیره با ۹۹٪ اطمینان معنادار شد، لذا این فرضیه تأیید شد و می توان گفت که استقلال هیأت مدیره تأثیر مستقیم و معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. در نهایت می توان گفت هر چه استقلال اعضای هیأت مدیره در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیشتر باشد (تعداد اعضای غیرموظف بیشتر باشد)، سیاست کاهش اهرم شرکتی افزایش می یابد و عدم وجود بدهی بلند مدت در شرکت بیشتر می شود.

### تحلیل و نتیجه گیری از فرضیه فرعی ۲-۳

فرضیه فرعی (۲-۳) پژوهش بیان می کند که دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شد:

$$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOduality_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل رگرسیونی فوق سیاست کاهش اهرم شرکتی متغیر وابسته، دوگانگی نقش مدیرعامل متغیر مستقل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، سپرده های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه ای و نرخ مالیات متغیرهای کنترلی می باشند.

با توجه به اینکه سطح معناداری ضریب دوگانگی نقش مدیرعامل با ۹۵٪ اطمینان معنادار نشد، لذا این فرضیه رد شد و می توان گفت که دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیر معکوس و غیرمعناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

### تحلیل و نتیجه گیری از فرضیه فرعی ۳-۳

فرضیه فرعی (۳-۳) پژوهش بیان می کند که تنوع در هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شد:

$$ZL_{it} = \beta_0 + \beta_1 BDiversity_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 Tangibility_{it} + \beta_5 NonDebtTS_{it} + \beta_6 Liquidity_{it} + \beta_7 CapitalE_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل رگرسیونی فوق سیاست کاهش اهرم شرکتی متغیر وابسته، تنوع در هیأت مدیره متغیر مستقل، اندازه شرکت، سن شرکت، دارایی های مشهود، سپرده های مالیاتی غیر بدهی، نقدینگی، مخارج سرمایه ای و نرخ مالیات متغیرهای کنترلی می باشند.

با توجه به اینکه سطح معناداری ضریب تنوع در هیأت مدیره با ۹۵٪ اطمینان معنادار نشد، لذا این فرضیه رد شد و می توان گفت که تنوع در هیأت مدیره تأثیر معکوس و غیرمعناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

جدول (۱۸): خلاصه نتایج پژوهش

ردیف	فرضیه	نوع متغیرها	نوع ارتباط	نتایج
۱	ساختار مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.	متغیر مستقل: ساختار مالکیت (تمرکز مالکیت، مالکیت خانوادگی، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی) متغیر وابسته: سیاست کاهش اهرم شرکتی	مثبت	تمرکز مالکیت و مالکیت خانوادگی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارند ولی مالکیت نهادی و مدیریتی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.
۲	تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.	متغیر مستقل: تمرکز مالکیت متغیر وابسته: سیاست کاهش اهرم شرکتی	مثبت	تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.
۳	مالکیت خانوادگی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.	متغیر مستقل: مالکیت خانوادگی متغیر وابسته: سیاست کاهش اهرم شرکتی	منفی	مالکیت خانوادگی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.
۴	مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.	متغیر مستقل: مالکیت نهادی متغیر وابسته: سیاست کاهش اهرم شرکتی	مثبت	مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.
۵	مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.	متغیر مستقل: مالکیت مدیریتی متغیر وابسته: سیاست کاهش اهرم شرکتی	مثبت	مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.
۶	تسلط مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.	متغیر مستقل: تسلط مدیرعامل متغیر وابسته: سیاست کاهش اهرم شرکتی	مثبت	تسلط مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.
۷	ترکیب هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.	متغیر مستقل: ترکیب هیأت مدیره (استقلال هیأت مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل و تنوع در هیأت مدیره) متغیر وابسته: سیاست کاهش اهرم شرکتی	مثبت	استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد ولی دوگانگی نقش مدیرعامل و تنوع در هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارند.
۸	استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.	متغیر مستقل: استقلال هیأت مدیره متغیر وابسته: سیاست کاهش اهرم شرکتی	مثبت	استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.
۹	دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.	متغیر مستقل: دوگانگی نقش مدیرعامل متغیر وابسته: سیاست کاهش اهرم شرکتی	منفی	دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.
۱۰	تنوع در هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.	متغیر مستقل: تنوع در هیأت مدیره متغیر وابسته: سیاست کاهش اهرم شرکتی	مثبت	تنوع در هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد.

مقایسه نتایج پژوهش

تمرکز مالکیت تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش‌های مورایس و همکاران (۲۰۲۲)، گودکه و شیرک (۲۰۲۳) و شهزاد و همکاران (۲۰۲۴) هم‌راستا می‌باشد.  
مالکیت خانوادگی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش‌های مونوز-بولون و همکاران (۲۰۲۴)، شهزاد و همکاران (۲۰۲۴) و فاروغ و همکاران (۲۰۲۵) هم‌راستا می‌باشد.

مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. نتیجه این فرضیه با نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش‌های اوتومو و ماواردی (۲۰۲۴)، شهزاد و همکاران (۲۰۲۴)، سامال و یاداو (۲۰۲۵) و فاروغ و همکاران (۲۰۲۵) هم‌راستا می‌باشد.

مالکیت مدیریتی تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش‌های اوتومو و ماواردی (۲۰۲۴)، شهزاد و همکاران (۲۰۲۴)، سامال و یاداو (۲۰۲۵) و فاروغ و همکاران (۲۰۲۵) هم‌راستا می‌باشد. تسلط مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش شهزاد و همکاران (۲۰۲۴) هم‌راستا می‌باشد.

استقلال هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی دارد. نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش‌های شهزاد و همکاران (۲۰۲۴) و فاروغ و همکاران (۲۰۲۵) هم‌راستا می‌باشد. دوگانگی نقش مدیرعامل تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد. نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش شهزاد و همکاران (۲۰۲۴) هم‌راستا می‌باشد.

تنوع در هیأت مدیره تأثیر معناداری بر سیاست کاهش اهرم شرکتی ندارد. نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش شهزاد و همکاران (۲۰۲۴) هم‌راستا نمی‌باشد و دلیل این موضوع نیز تعداد کم بانوان در هیأت مدیره شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و همان گونه که در فصل ۴ نیز به آن اشاره شد از بین ۹۵۰ نمونه آماری، هیأت مدیره‌ی ۸۸۶ نمونه تنوع جنسیتی وجود ندارد و فقط در هیأت مدیره ۶۴ نمونه تنوع جنسیتی وجود دارد.

## پیشنهاد‌های پژوهش

### پیشنهاد‌های کاربردی

با توجه به تأیید فرضیه ۱-۱ و تأثیر مستقیم تمرکز مالکیت بر سیاست کاهش اهرم شرکتی، لذا به تصمیم‌گیرندگان و مدیران شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد نقش سهامدار بزرگ (عمده) شرکت رادر تصمیمات مالی، پررنگ در نظر بگیرند زیرا داشتن یک مالک یا سهامدار عمده در هیأت مدیره مشکل نمایندگی را به حداقل می‌رساند و قدرت زیاد در دست مالکان بزرگ، انگیزه‌ای برای آنها ایجاد می‌کند تا از بدهی کمتری برای دنبال کردن اهداف خودخواهانه به هزینه سهامداران اقلیت استفاده کنند.

با توجه به تأیید فرضیه ۲-۱ و تأثیر معکوس مالکیت خانوادگی بر سیاست کاهش اهرم شرکتی، لذا به شرکت‌هایی که سهامداران خانوادگی بالایی دارند پیشنهاد می‌گردد نظارت دقیق‌تری بر اقدامات و تصمیمات مدیران داشته باشند تا به واسطه اهرم بالا و ریسک ورشکستگی بالا؛ متحمل زیان نگردند.

با توجه به تأیید فرضیه ۳-۱ و تأثیر مستقیم مالکیت نهادی بر سیاست کاهش اهرم شرکتی، لذا به تصمیم‌گیرندگان و مدیران شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد تا در بین سهامداران، تعداد سهام بالایی را برای سهامداران نهادی در نظر بگیرند زیرا این گروه از سهامداران اهرم مالی کم را ترجیح می‌دهند زیرا می‌توانند راحت‌تر بر فعالیت‌های مدیریتی نظارت کنند و ارزش شرکت را افزایش دهند.

با توجه به تأیید فرضیه ۴-۱ و تأثیر مستقیم مالکیت مدیریتی بر سیاست کاهش اهرم شرکتی، لذا به تصمیم‌گیرندگان و مدیران شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد تا در بین سهامداران، تعداد سهام بالایی را برای اعضای هیأت مدیره در نظر بگیرند، زیرا این گروه از سهامداران به همسو کردن منافع بین مدیران و سهامداران کمک کرده و تمایل به اهرم صفر را کاهش می‌دهند.

با توجه به تأیید فرضیه اصلی ۲ و تأثیر مستقیم تسلط مدیرعامل بر سیاست کاهش اهرم شرکتی، لذا به قانونگذاران برای شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد دوره تصدی مدیرعامل شرکت را افزایش دهند زیرا با افزایش دوره تصدی مدیرعامل، وی سیاست بدهی محافظه‌کارانه را پیش می‌گیرد و اهرم را کاهش می‌دهد. با توجه به تأیید فرضیه ۳-۱ و تأثیر مستقیم استقلال هیأت مدیره بر سیاست کاهش اهرم شرکتی، لذا به اعضای هیأت مدیره شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد که با انتخاب اعضای غیراجرایی بیشتر، برای هیأت مدیره شرکت‌ها، از اتخاذ سطوح بدهی پایین برای حفظ قدرت اختیاری مدیران بر تصمیمات شرکت حمایت کنند.

### پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

- ✓ پیشنهاد می‌گردد تأثیر دوره تصدی مدیرعامل، مالکیت مدیرعامل، خودشیفتگی مدیرعامل و اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر سیاست کاهش اهرم شرکت مورد بررسی قرار گیرد.
- ✓ پیشنهاد می‌گردد تأثیر سازوکارهای ساختار مالکیت (مالکیت دولتی و مالکیت خارجی) بر سیاست کاهش اهرم شرکت مورد بررسی قرار گیرد.
- ✓ پیشنهاد می‌گردد تأثیر اندازه هیأت مدیره و تخصص مالی اعضای هیأت مدیره بر سیاست کاهش اهرم شرکتی مورد بررسی قرار گیرد.
- ✓ پیشنهاد می‌گردد تأثیر ساختار مالکیت، ترکیب هیأت مدیره و تسلط مدیرعامل بر سیاست کاهش اهرم شرکت در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت (رشد، بلوغ و افول) مورد بررسی قرار گیرد.
- ✓ پیشنهاد می‌گردد تأثیر ساختار مالکیت، ترکیب هیأت مدیره و تسلط مدیرعامل بر سیاست کاهش اهرم شرکت در بین بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد.

### منابع

- ✓ امیری، فاطمه، جلال‌فر، سجاده، (۱۴۰۳)، بررسی نقش میانجی‌گری مدیریت سود در رابطه میان اندازه چهره مدیر عامل و اهرم مالی، دهمین کنفرانس بین‌المللی علوم مدیریت و حسابداری، ایران.
- ✓ درویشی، فهیمه، (۱۴۰۴)، قدرت اجرایی مدیرعامل و تطبیق بین اولویت‌های اهرم مالی، بیست و هفتمین کنفرانس ملی رویکردهای نوین در مدیریت اقتصاد و حسابداری.
- ✓ رئیسی کیا، صادق، (۱۳۹۵)، جایگاه و مسئولیت‌های مدیران در قانون تجارت ایران، <https://www.raesikia.com/>
- ✓ صیادی، سجاده، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر مالکیت نهادی پیش‌بینی اطمینان مدیران و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار شرکت، دومین کنفرانس بین‌المللی ایده‌های نوین در مدیریت، اقتصاد، حسابداری و بانکداری، ایران.
- ✓ Ahmed, I., Mehmood, O., Ghafoor, Z., Jamil, S.H. and Majeed, A. (2024). Corporate governance and the choice between bank debt and public debt. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 24 (1). 59-80.
- ✓ De Haas. R, Guriev. S, and Stepanov. A., (2025). State ownership and corporate leverage around the world. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 93.
- ✓ Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4), 305-360.

- ✓ Jouber, H. (2021). Is the effect of board diversity on CSR diverse? New insights from one-tier vs two-tier corporate board models. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 21 (1), 23-61.
- ✓ Liu, P., Li, Z. and Luo, P. (2023). External corporate governance and assurance of corporate social responsibility reports: evidence from China. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 14 (2), 420-457.
- ✓ Lubis. R. K, Darmadi. S, Pratiwi. T.A, Windara. P. F, Lutvian. S, and Firas. R., (2025). Managerial ownership as a corporate governance mechanism in shaping leverage decisions: insights from Indonesia. *Cogent Business & Management*. Vol. 12 (1).
- ✓ Mitra. S, Tlossain. M, and Deis. D. R., (2017). The Empirical Relationship between Ownership Characteristics and Audit Fees. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 28 (3).
- ✓ Mohy-Ud-Din, K. and Raza, S.A. (2023). Role of board indexes on corporate social responsibility (CSR) and shareholders' wealth. *Journal of Cleaner Production*, Vol. 400, p. 136521 .
- ✓ Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022).The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 22 (1), 67-88.
- ✓ Shahzad, A., Nazir, M.S., Morais, F. and Asghar Butt, A. (2024). Ownership structure, board composition and CEO dominance: what does really matters to corporate deleveraging policies?, *Corporate Governance*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of print. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2023-0329>
- ✓ Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 109 (1),1-23 .
- ✓ Samal, D. and Yadav, I.S. (2024). Agency conflicts, corporate governance, and capital structure decisions of Indian companies: evidence from new governance laws. *Journal of Advances in Management Research*, Vol. 21 (1), 96-124.
- ✓ Tahir, H., Masri, R. and Rahman, M.M. (2020). Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 20 (5), 919-937.
- ✓ Vairavan, A. and Zhang, G.P. (2020). Does a diverse board matter? A mediation analysis of board racial diversity and firm performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 20 (7), 1223-1241.