

## The Investigating Effect of Ownership Structure on Financial Leverage of Listed Companies in the Tehran Stock Exchange

Seyed Mojtaba Motalebian Chaleshtori<sup>1</sup>, Zahra Mostafavi<sup>2</sup>

Received: 2017/10/11

Accepted: 2018/01/24

### Abstract

Financial Leverage plays a crucial role in investment decisions. Obtaining an appropriate cost rate is essential in determining the optimal financial structure of corporate particularly when gaining profit from operations is set as objectives. On the other hand, creditors consider the ownership structure of companies in estimating the risk of non-payment. Thus, the ownership structure influences financial leverage. The present study investigates the effect of ownership structure on financial leverage of listed companies in the Tehran Stock Exchange. For this purpose, the financial information of 118 companies listed in the Tehran Stock Exchange during the years 1390 to 1394 using the panel data method was analyzed. The results showed that there is a reverse and significant relationship between institutional monitoring and financial leverage. The effect of institutional control and managerial ownership on financial leverage is positive and significant.

**Keywords:** Financial Leverage, Institutional Controlling Shareholders, Institutional Monitoring Shareholders, Institutional Shareholders, Management Ownership.

**JEL classification:** G23

---

DOI: 10.22051/ijar.2019.17575.1343

<sup>1</sup> Phd of Accounting, Payame Noor University, Farsan Branch, Farsan, Iran.

Corresponding Author (mojtaba\_508@yahoo.com)

<sup>2</sup> MSc of Accounting, Secretary of the Technical and Vocational Farzaneh School of Shahrekord, Iran. (mostafavi213@yahoo.com)

## بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر اهرم مالی در شرکت‌های

### پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

مجتبی‌ی‌ا‌مطلبیان چالش‌تری<sup>۱</sup>، زهرا مصطفوی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۷/۱۹

تاریخ پذیرش: ۹۶/۱۱/۰۴

#### چکیده

هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها از طریق بدهی در تصمیمات سرمایه‌گذاری نقش تعیین‌کننده ایفا می‌کنند. دستیابی به نرخ هزینه مناسب در تعیین ترکیب بهینه ساختار مالی شرکت‌ها به‌ویژه در کسب نتایج مطلوب از عملیات به شکل سودآوری از اهمیت خاص برخوردار است. از سوی دیگر، اعتباردهندگان در برآورد ریسک عدم پرداخت، ساختار مالکیت موجود در شرکت‌ها را مدنظر قرار می‌دهند. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت کیفیت ساختار مالکیت بر اهرم مالی شرکت‌ها تأثیر دارد. هدف این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور اطلاعات مالی ۱۱۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به روش داده‌های ترکیبی مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد تأثیر نظارت نهادی بر اهرم مالی، معکوس و معنی‌دار است. همچنین، یافته دیگر پژوهش، حاکی از آن است که تأثیر کنترل نهادی بر اهرم مالی و تأثیر مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی، مثبت و معنی‌دار است.

**واژه‌های کلیدی:** سهامداران نهادی، سهامداران نهادی نظارتی، سهامداران نهادی کنترلی، مالکیت

مدیریتی، اهرم مالی.

طبقه‌بندی موضوعی: G23

DOI: 10.22051/ijar.2019.17575.1343

<sup>۱</sup> دکتری حسابداری، مربی گروه حسابداری دانشگاه پیام نور فارس، ایران، نویسنده مسئول (Mojtaba\_508@yahoo.com)

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد حسابداری، دبیر هنرستان فنی و حرفه‌ای فرزانه شهرکرد، ایران، (mostafavi213@yahoo.com)

## مقدمه

ایران کشوری در حال توسعه است که در جهت رسیدن به توسعه و پیشرفت، نیازمند سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه در سطح کلان و خرد است. پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات مستلزم برنامه‌ریزی، سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت است که از طریق آن بتوان به پشتوانه‌های عظیمی در اقتصاد دست یافت. از جمله تغییرات بنیادی در محیط اقتصادی ایران، می‌توان به شفافیت و کیفیت مطلوب اطلاعات مالی که پایه و اساس تصمیم‌گیری‌های بهینه اقتصادی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و به‌طور اعم استفاده‌کنندگان از اطلاعات است، اشاره نمود. برای تأمین سرمایه موردنیاز این برنامه‌ها راه‌های متفاوتی وجود دارد که عمدتاً استفاده از بدهی یا سهام است (بکپین و گادفرد، ۲۰۰۹). طبق نظریه میلر و مودیگلیانی (۱۹۵۸)، شرکت‌ها از منابع مختلف تأمین مالی، ترجیحاً از استقراض یا بدهی استفاده می‌کنند. از طرفی ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف، متفاوت است. در اکثر پژوهش‌ها بیان می‌شود که بخشی از مالکیت در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد و بخش دیگر از سهام در اختیار مدیران و قسمتی در اختیار سهامداران عمده است و پژوهش‌گران دنبال این موضوع هستند که آیا حضور سرمایه‌گذاران نهادی به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر می‌شود؟ علاوه بر این، نظارت نهادی و کنترل نهادی تا چه حد می‌توانند وضع آتی را پیش‌بینی کنند؟ طبق پژوهش هو ولیان (۲۰۱۶)، مالکیت نهادی، ارزشمندی صورت‌های مالی را ترویج داده و اجازه تفسیر آسان به بستانکاران تجاری که خارج از حیطه نظارت سهامداران نهادی است را می‌دهد و این امر می‌تواند بر اهرم مالی اثرگذار باشد. پی بردن به وجود رابطه بین ساختار مالکیت و تأثیر آن برافزایش و کاهش اهرم مالی، محدود به بازارهای ایران نبوده و سایر کشورها نیز در پی یافتن نوع این رابطه هستند. بنابراین، تشریح ساختار مالکیت، اطلاعات ترازنامه را برای سرمایه‌گذاران شفاف‌تر می‌سازد و آنان را در تفسیر گزارش‌های حسابداری و ارزیابی صحیح وام‌گیرندگان یاری می‌دهد. بر این اساس، هدف این پژوهش، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

## مبانی نظری

شرکت‌ها از منابع مختلف تأمین مالی، ترجیحاً از بدهی استفاده می‌کنند، زیرا استفاده بیشتر از استقراض، مزیت مالیاتی برای آنها ایجاد می‌کند و ارزش شرکت تابع مستقیم، میزان استقراض

شرکت است. به دلیل کمتر بودن ریسک تأمین مالی از طریق استقراض، بازده مورد انتظار اعتباردهندگان نیز کمتر از بازده مورد انتظار سهامداران است. بنابراین، تأمین مالی از طریق استقراض باید دارای تعادل بوده و در صورتی که این تعادل وجود نداشته باشد، به طور مثال تأمین مالی از طریق استقراض بیشتر از حد مجاز باشد، منجر به افزایش هزینه سرمایه شده که در نهایت سودآوری شرکت را کاهش می‌دهد (سلیم و یاداو، ۲۰۱۲). از سوی دیگر، ساختار سرمایه در پی رسیدن به حدی از تعادل در تأمین مالی است تا بتواند در آن نقطه ارزش سهام شرکت را به حداکثر رسانیده و در مقابل هزینه‌های تأمین مالی را به حداقل ممکن کاهش دهد (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۰). عموماً یکی از راهکارهایی که اعتباردهندگان جهت ارزیابی توان پرداخت اصل و بهره وام به آن توجه می‌کنند، بررسی صورت‌های مالی شرکت‌ها است؛ در این میان صورت سود و زیان و به‌ویژه سود قبل از بهره و مالیات، از اهمیت خاصی برخوردار است (سید نژاد و آقایی، ۱۳۸۱).

تئوری‌های موجود در حوزه ساختار سرمایه نیز دیدگاه‌های متفاوتی در مورد تنوع ساختار مالکیت شرکت و روش‌های تأمین مالی در شرکت‌ها مطرح می‌کند (لیم و همکاران، ۲۰۱۴). به‌طور مثال در تئوری نمایندگی همواره این ابهام وجود دارد که منافع سهامداران با منافع مدیران در یک راستا نباشد. به عبارتی، سهامداران به دنبال کسب حداکثر بازده هستند و از طرف دیگر مدیران نیز به دنبال فرصت‌طلبی و افزایش مزایای خود به جیب سهامداران هستند. بنابراین، حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها شکل گرفته تا ارزش شرکت حفظ شود (حساس یگانه و احمدی، ۱۳۹۲). از دیدگاه نظری، سهام‌داران نهادی جایگاه توانمندی در راهبری شرکتی دارند که می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت مؤثری داشته باشند و بانفوذ در مدیریت شرکت، منافع گروه سهام‌داران را همسو کنند. همچنین، وجود تمرکز در مالکیت شرکت نیز که به کنترل مطلق سهام‌داران عمده بر اداره امور شرکت منجر می‌شود، می‌تواند کاهنده مسائل نمایندگی شود، زیرا سهام‌داران عمده به‌واسطه داشتن اطلاعات کافی، می‌توانند بر عملکرد مدیریت کنترل بهتری داشته باشند (کاشانی پور و یعقوبی، ۱۳۸۵). در مورد رابطه‌ی اهرم مالی (نسبت بدهی‌ها) با هموارسازی سود نیز دو دیدگاه مطرح است؛ اول آنکه مدیران شرکت‌هایی که دست‌خوش افزایش عمده در اهرم مالی هستند، برای رعایت کردن شروط قراردادهای تأمین مالی، نشان دادن وضعیت مطلوب عملکرد شرکت، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت و به تبع آن

کاهش نرخ بهره اعتبارات دریافتی، ممکن است اقدام به هموارسازی سود نمایند و دیگر اینکه شرکت‌هایی که اهرم مالی در آنها افزایش می‌یابد از جانب اعتباردهندگان با یک کنترل شدید مواجه هستند و مدیران در این شرکت‌ها کمتر قادر به هموارسازی سود هستند (مرادی، ۱۳۸۶). شرکتی که هیچ‌گونه بدهی ندارد یک شرکت با ساختار سرمایه مطلوب محسوب می‌شود، به‌گونه‌ای که مدیران مالی نسبت به دریافت بدهی و اثرات آن بسیار حساس و دقیق هستند؛ به همین علت این سؤال مطرح می‌شود که شرکت چه اندازه باید از بدهی استفاده کند و این که آیا معیار مشخصی برای میزان بدهی در ساختار سرمایه شرکت وجود دارد (سینایی، ۱۳۸۶)؟ حال که پژوهش‌گر به دنبال رابطه ساختار مالکیت بر تصمیمات مالی شرکت‌ها است، بنابراین انتظار می‌رود بین وجود ساختار مالکیت با تصمیمات ساختار سرمایه و به تبع آن اهرم مالی ارتباط برقرار شود. پس می‌توان گفت ساختار مالکیت که ترکیبی از اشخاص حقیقی یا حقوقی هستند بر تصمیمات عملیاتی و استراتژیک یک شرکت تسلط و حکم‌فرمایی دارند (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷) و یکی از اجزاء ساختار مالکیت، سهامداران نهادی بزرگ هستند که دارای توانایی و قدرت لازم جهت جمع‌آوری اطلاعات و نظارت بر مدیریت هستند (شلایفر و ویشنی، ۱۹۹۷). یکی دیگر از عوامل ساختار مالکیت، مالکیت مدیریتی است. مدیران با مالکیت کمتر ترجیح می‌دهند از بدهی‌های بلندمدت استفاده نمایند، به این علت که از نظارت برون‌سازمانی‌ها در امان باشند. بنابراین، بدهی کمتر ریسک کمتر و درجه اهرم مالی کمتر به دنبال دارد (حاجیها و اخلاقی، ۱۳۹۲). از دیدگاه نظری، سهامداران نهادی جایگاه توانمندی در راهبری شرکت دارند که می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت مؤثری داشته باشند و بانفوذ در مدیریت شرکت، منافع گروه سهامداران را همسو کنند. همچنین، وجود تمرکز در مالکیت شرکت نیز که به کنترل مطلق سهامداران عمده بر اداره امور شرکت منجر می‌شود، می‌تواند کاهنده مسائل نمایندگی شود، زیرا سهامداران عمده به واسطه داشتن اطلاعات کافی، می‌توانند بر عملکرد مدیریت کنترل بهتری داشته باشند (کاشانی پور و یعقوبی، ۱۳۸۵). در مورد رابطه‌ی اهرم مالی (نسبت بدهی‌ها) با هموارسازی سود نیز دو دیدگاه مطرح است، یکی اینکه مدیران شرکت‌هایی که دست‌خوش افزایش عمده در اهرم مالی می‌شوند، برای رعایت کردن شروط قراردادهای تأمین مالی، نشان دادن وضعیت مطلوب عملکرد شرکت، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت و به تبع آن کاهش نرخ بهره اعتبارات دریافتی، ممکن است اقدام به هموارسازی سود نمایند و دیگر این که شرکت‌هایی که اهرم مالی در آنها افزایش می‌یابد از جانب اعتباردهندگان با یک کنترل شدید

مواجه هستند و مدیران در این شرکت‌ها کمتر قادر به هموارسازی سود هستند (مرادی، ۱۳۸۶). در ادبیات حاکمیت شرکتی که یک بحث چند حوزه‌ای است، دو نگرش در مورد سرمایه گذاران نهادی وجود دارد؛ فرضیه نظارت کارآمد که بیان می‌کند با سرمایه‌گذاری بیشتر سهامداران نهادی، نظارت کاراتری بر شرکت اعمال می‌شود و بسیاری از مشکلات نمایندگی رفع می‌گردد (ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶). فرضیه هم‌گرایی منابع که بیان می‌کند سهامداران نهادی بزرگ اتحاد و پیوستگی استراتژیکی با مدیریت دارند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). پس می‌توان نتیجه گرفت شرکت‌ها با ساختار مالکیت مناسب می‌توانند از نسبت بدهی به منزله‌ی سلامت مالی شرکت استفاده نمایند. به عبارتی، شرکت‌هایی که دارای توانایی مالی و رشد فروش هستند، هرچه وضعیت مالی شرکت بهتر باشد، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد. البته تأثیر سلامت مالی بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، در مجموع شرکت‌ها نیز تأیید شده است (فنجی و همکاران، ۲۰۱۴).

### پیشینه پژوهش

لیوگو (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان "مالکیت داخلی و هزینه بدهی سرمایه: شواهدی از وام‌های بانکی در کشور هلند"، به بررسی رابطه مالکیت و هزینه بدهی سرمایه شرکت‌ها پرداخته است. تئوری نمایندگی پیش‌بینی کرده است که انگیزه برای سهام‌داران خودی به‌منظور دستیابی به منافع شخصی به هزینه طلبکاران، به صورت منفی به سطح مالکیت حفظ‌شده توسط سهام‌داران خودی مربوط می‌شود. با این حال، توانایی سهام‌داران خودی برای کنترل مؤثر بر منابع شرکت و این چنین فعالیت‌هایی به‌طور مثبت به سطح مالکیت آن‌ها مربوط می‌شود. در همین رابطه با استفاده از نمونه بزرگ و بین‌المللی از وام‌های بانکی، این مقاله نشان می‌دهد که چگونه این دویرومی متضاد در یک شکل U شکل معکوس، به رابطه بین مالکیت سهام‌داران خودی و هزینه استقراض شرکت مربوط می‌شود.

سان و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر مالکیت سهام مدیریتی و مالکیت نهادی بر ساختار مالکیت" با استفاده از نمونه‌ای جهانی از شرکت‌های بریتانیا در بازه زمانی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۲ به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و اهرم مالی پرداخته‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها به روش توصیفی - همبستگی، حاکی از آن

بود که رابطه‌ای غیریکنواخت بین مالکیت سهام مدیریتی و اهرم مالی شرکت وجود دارد و به دلیل قوی‌تر شدن ساختار کنترلی و حاکمیت شرکتی، ضریب متغیر اهرم مالی مثبت و معنی‌دار است.

نلسون و وارو (۲۰۱۴)، در پژوهشی با عنوان "عوامل مؤثر بر کیفیت حاکمیت شرکتی" با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۲۴۳ شرکت - سال مشاهده از مجموع شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس سهام کنیا در فاصله زمانی سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۱۰، به بررسی ارتباط بین متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری، فرصت‌های سرمایه‌گذاری با کیفیت حاکمیت شرکتی پرداختند. برای آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها از ضریب همبستگی چندگانه، ضریب تعیین و الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شد. این نتایج حاکی از آن بود که بین کیفیت حاکمیت شرکتی با سودآوری، اندازه شرکت و اهرم مالی رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد، اما بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت با کیفیت حاکمیت شرکتی، رابطه معنی‌داری مشاهده نگردید.

مرادی (۱۳۹۳)، در پژوهشی به "بررسی تأثیر مالکیت و استقلال هیئت‌مدیره بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" پرداخت. دوره زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۱ است. نتایج نشان می‌دهد استقلال هیئت‌مدیره تأثیر منفی و معنی‌داری بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق بدهی داشته، اما تمرکز مالکیت تأثیر منفی و معنی‌داری بر هزینه‌های تأمین مالی از طریق بدهی ندارد.

ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین اهرم مالی و مدیریت سود واقعی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" بیان می‌کند که در ادبیات حسابداری، پژوهش‌های متعددی پیرامون مدیریت سود و اهرم مالی انجام شده است. نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد که بین اهرم مالی و معیارهای مدیریت سود واقعی، رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد.

نوروش و یزدانی (۱۳۸۹)، در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، رابطه اهرم و تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. دوره پژوهش سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ است. نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که رابطه منفی و معنی‌دار بین

اهرم و سرمایه‌گذاری برقرار است. همچنین، نتایج نشان می‌دهند که ارتباط اهرم و سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی با فرصت رشد کمتر، قوی‌تر از شرکت‌هایی با فرصت رشد بیشتر است.

با توجه به این که در ایران پژوهش‌هایی به رابطه ساختار مالکیت با اهرم مالی همانند پژوهش مرادی (۱۳۹۳) اشاره نموده و نتایج متفاوتی به دست آمده است. بنابراین، پژوهش حاضر، اثر ساختار مالکیت بر اهرم مالی را مورد آزمون و بررسی دقیق‌تر قرار داده است. بنابراین، با در نظر گرفتن موارد مذکور، این پژوهش با پژوهش‌های انجام شده قبلی متمایز خواهد بود. به‌طور کلی با تشریح مبانی نظری گفته شده و با بررسی پژوهش‌های خارجی و داخلی انجام شده به‌ویژه پژوهش پرساکیز (۲۰۱۵)، پژوهش پیش‌رو به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا ساختار مالکیت بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اثرگذار است؟

بر این اساس سه فرضیه به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: نظارت نهادی بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی دارد.

فرضیه دوم: کنترل نهادی بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

فرضیه سوم: مالکیت مدیریتی بر اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

## روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی است، زیرا نتایج آن توسط گروه‌های محقق مورد استفاده قرار خواهد گرفت. این پژوهش از نظر ماهیت روش از نوع توصیفی همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را توصیف می‌کند و از طرف دیگر با استفاده از تحلیل رگرسیون همبستگی بین متغیرها را کشف می‌کند. از نظر نحوه استدلال استقرایی است، زیرا از مشاهدات جزئی سعی دارد نتایج کلی استخراج کند. از نظر بعد زمانی پس رویدادی است، زیرا متغیرهای پژوهش بدون دخالت مستقیم یا غیرمستقیم در گذشته اتفاق افتاده، همچنین از نظر ماهیت داده‌ها



کمی است. از نظر روش جمع آوری داده‌ها کتابخانه‌ای و اسناد کاوی است و از نظر روش تحلیل داده‌ها در طبقه روش‌های آماری است.

### متغیرهای پژوهش

در این پژوهش اهرم مالی به‌عنوان متغیر وابسته، مالکیت نهادی (نظارتی و کنترلی) و مالکیت مدیریتی به‌عنوان متغیرهای مستقل و اندازه وام، دارایی کل، دارایی‌های مشهود، نرخ بازده دارایی‌ها، اهرم مالی، نوسان وجه نقد و شاخص ورشکستگی آلتمن، به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شد.

### متغیر (های) وابسته

بر اساس پژوهش‌های پرساکیز (۲۰۱۵) و سان و همکاران (۲۰۱۶)، برای اندازه‌گیری اهرم مالی از رابطه (۱) استفاده شده است.

$$\text{رابطه (۱)} \quad \text{اهرم مالی} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی‌ها}}{\text{ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان دوره}}$$

### متغیر (های) مستقل

متغیرهای مستقل این پژوهش ساختار مالکیت است که شامل مالکیت نهادی (نظارتی و کنترلی) و مالکیت مدیریتی است.

سهامداران نهادی (IO): بر اساس بند ۲۷ ماده‌ی یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، سرمایه‌گذاران نهادی شامل بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، اعضاء هیئت‌مدیره و مدیران ناشر یا مالک سهام شرکت، است.

سهامداران نهادی نظارتی (Institutional controlling): مجموع درصد سهامداران نهادی که به شکل فعال در شرکت حضور دارند.

سهامداران نهادی کنترلی (Institutional monitoring): باید دو شرط زیر را توأمان همراه داشته باشند:

(Top5): جمع پنج درصد سهام دار نهادی بزرگ.

(Block): مجموع سهام دارانی که بیش از پنج درصد سهام منتشره شرکت سرمایه پذیر را دارند (هو و لیان، ۲۰۱۶).

مالکیت مدیریتی (MO): درصد سهام متعلق به مدیرعامل و اعضای هیئت مدیره.

متغیر (های) کنترلی

کل دارایی‌ها (Total Assets): برابر است با لگاریتم ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

دارایی‌های مشهود (Tang): برابر است با جمع دارایی ثابت تقسیم بر کل دارایی‌ها.

نرخ بازده دارایی‌ها (ROA): سود خالص عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌ها.

شاخص ورشکستگی آلتمن (Z-SCORE): در پژوهش‌های ایرانی مانند پژوهش کردستانی و همکاران (۱۳۹۳)، از Z آلتمن به عنوان ورشکستگی استفاده شده است.

$$Z=1.2x1 + 1.46x2 + 2.2x3 + 999x4$$

X1=نسبت خالص سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها

X2=نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها

X3=نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها

X4=نسبت فروش به کل دارایی‌ها می‌باشد.

توان پیش‌بینی مدل آلتمن ۹۵ درصد است. هرچه شاخص Z حاصل شده برای شرکت کمتر باشد، وضعیت مالی نامطلوب در آن شرکت بیشتر است، به نحوی که اگر مقدار به دست آمده کمتر از ۰.۱ باشد شرکت ورشکسته است. بنابراین، به شرکتی که ورشکسته باشد عدد یک، در غیر این صورت صفر تخصیص می‌یابد.

نوسان وجه نقد (Cash Flow Vol): انحراف معیار جریان نقدی به کل دارایی‌ها در پنج سال گذشته است.

### مدل و روش‌های آماری مورد استفاده

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از دو سطح آمار توصیفی و استنباطی استفاده خواهد شد. در سطح آمار توصیفی از ویژگی‌هایی نظیر میانگین، میانه و انحراف معیار به توصیف نمونه آماری و در سطح آمار استنباطی از مدل‌های رگرسیونی به روش داده‌های ترکیبی برگرفته از مدل پرساکیز (۲۰۱۵) استفاده خواهد شد.

مدل (۱)

$$\text{LEV } I_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Institutional monitoring } j, t-1 + \beta_2 \text{ Institutional Controlling } j, t-1 + \beta_3 \text{ MO} + \beta_4 \text{ T A} + \beta_5 \text{Z-SCORE} + \beta_6 \text{ TANG} + \beta_7 \text{ R0A} + \beta_8 \text{ CASH} - \text{VOL} + \epsilon I_{j,t}$$

نحوه محاسبه متغیرهای مورد استفاده در مدل در قسمت‌های قبلی توضیح داده شده است.

### جامعه آماری و انتخاب نمونه

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های فعال پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دلیل این انتخاب توان دسترسی به اطلاعات مالی این شرکت‌ها و همگن‌تر بودن آن‌ها به خاطر وجود مقررات و استانداردهای سازمان بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی پژوهش بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ است. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و دشواری‌های خاص حاصل از آن، همچنین وجود برخی ناهمگنی‌ها میان اجزاء جامعه در ارتباط با داده‌های مورد نیاز پژوهش، از روش حذف هدفمند استفاده خواهد شد. بدین منظور، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر بوده جزء نمونه آماری لحاظ خواهد شد و آن دسته از شرکت‌هایی که این ضوابط را نداشته‌اند از نمونه آماری حذف خواهند شد. شرایط مذکور به شرح زیر است:

۱. قبل از سال ۱۳۹۰ وارد بورس شده باشد.
۲. به منظور افزایش توان همسنگی و همسان‌سازی شرایط شرکت‌های انتخابی، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
۳. به دلیل این که ماهیت و عملیات شرکت‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بیمه و...) با سایر شرکت‌ها متفاوت است، این شرکت‌ها از نمونه حذف شدند.
۴. در طول دوره مورد بررسی، هیچ‌گونه توقف فعالیت و تغییر سال مالی نداشته باشند.

۵. صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی به‌منظور دسترسی به داده‌های مربوط به‌طور کامل در دسترس باشد.

در این پژوهش بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۱۸ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به‌عنوان جامعه غربال‌گری شده، باقی‌مانده است که تمامی آنها به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده‌اند. برای جمع‌آوری مبنای نظری موضوع از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. بدین‌منظور اطلاعات مربوط به کتاب‌شناسی پژوهش با استفاده از کتاب‌ها و مقالات موجود در کتابخانه دانشگاه‌ها جمع‌آوری گردید. ابزار جمع‌آوری این منابع تهیه فیش‌های موردنظر است. در این پژوهش به‌منظور جمع‌آوری اطلاعات موردنیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش از روش اسناد کاوی استفاده شده است. در این راستا برای جمع‌آوری داده‌های موردنیاز از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. اطلاعات منتشرشده در وب‌سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران و وب‌سایت کدال، بسته‌های نرم‌افزاری موجود مانند ره‌آورد نوین و دیگر منابع اینترنتی مرتبط از ابزار گردآوری اطلاعات در این پژوهش است. ابزار جمع‌آوری داده‌ها نیز نرم‌افزار صفحه گسترده Excel است.

### یافته‌های پژوهش

به‌منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه‌ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود. برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها شامل کمترین، بیشترین، تعداد، میانگین و انحراف معیار این متغیرها طی دوره پژوهش و قبل از همگن‌سازی داده‌ها در نگاره (۱) بیان شده است.

همان‌طور که نگاره (۱) نشان می‌دهد، تعداد مشاهدات در طول سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ برای هر متغیر شامل داده‌های مربوط به ۱۱۸ شرکت در طول ۵ سال است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین برای اهرم مالی برابر با ۰/۷۲ حاکی از آن است که بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به‌عبارتی، میزان بدهی شرکت‌های مورد

بررسی نسبت به دارایی هایشان، به طور میانگین برابر با ۷۲ درصد است. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است.

نگاره (۱): آمار توصیفی تمامی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
اهرم مالی	LEV	۵۸۱	۰/۷۲۱۳۲۹	۰/۳۳۹۶۸۴	۰/۶۸۵۶۲۱	۲/۸۰۷۳۸۳
دارایی‌های مشهود	TANG	۵۸۱	۰/۲۱۹۲۵۲	۰/۱۸۴۵۵۷	۰/۱۶۹۰۷۲	۰/۸۵۷۳۲۱
کل دارایی‌ها	Total	۵۸۱	۳۴۰۷۶۹۱	۱۱۱۶۲۰۱۹	۸۵۵۷۲۸	۱/۰۳E+۰۸
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۵۸۱	۰/۰۶۴۲۸۰	۰/۱۵۷۴۸۵۷	۰/۶۰۴۳۰۴	۰/۶۲۰۳۸۳
Z ورشکستگی آلتمن	Z	۵۸۱	۳/۳۲۱۸۷	۲/۰۳۲۱۸	۲/۰۱۵۴۸	۲/۰۸۹۵۳
نوسان وجه نقد	VOL	۵۸۱	۳۹/۴۰۷۰۷	۷/۱۴۳۴۷۲	۵۴۳۷/۰۵۹	۰/۱۶۳۹۳۵۶
نظارت نهادی	Institutional monitoring	۵۸۱	۰/۶۴۸۲۴۲	۰/۳۰۲۷۷۷	۰/۷۴۱۲۰۰	۱
کنترل نهادی	Institutional controlling	۵۸۱	۰/۶۱۴۷۰۷۷	۰/۲۹۱۸۰۲۴	۰/۷۰۷۵	۰/۹۹۴۵
مالکیت مدیریتی	MO	۵۸۱	۰/۱۱۰۰۸۰۸۳	۰/۲۴۵۰۶۰۰	۰/۰۰۰	۰/۹۷۰۹

از مهمترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر دارایی‌های مشهود برابر با ۰/۱۸ و برای متغیر نوسان جریان نقد برابر با ۱۴۳۴۷۲/۷ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، این دو متغیر به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی هستند. نوع داده‌های پژوهش حاضر، داده‌های ترکیبی است. در این نوع داده‌ها به منظور انتخاب روش داده‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. سطح معنی‌داری آزمون F لیمر برابر (۰/۰۰۰) است که کمتر از ۵ درصد و بیان‌گر پذیرش داده‌های تابلویی است. در صورت انتخاب داده‌های تابلویی با اثرات از آزمون هاسمن استفاده می‌شود تا مشخص شود اثرات تصادفی یا ثابت است. در این پژوهش مقدار سطح معنی‌داری آزمون هاسمن برای مدل برابر ۰/۰۰۰ است و کمتر از ۵ درصد می‌باشد که بیان‌گر ثابت بودن اثرات عرض از مبدأ است. برای آزمون مفروضات رگرسیون، جهت بررسی ناهمسانی واریانس

پسماندها، از آزمون والد تعدیل شده استفاده شده است. نتایج حاصل نشان داد که سطح معنی داری آزمون والد تعدیل شده در مدل پژوهش (۰/۰۰۰) کمتر از ۵ درصد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص است که این مشکل در تخمین نهایی مدل رفع گردید. جهت آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون والد ریج استفاده شده است. سطح معنی داری آزمون والد ریج برای مدل برابر ۰/۳۲ است و نشان دهنده احتمال بالاتر از ۰/۰۵ و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی بین جملات اخلاص می باشد. جهت نرمال بودن متغیرها از آزمون جاریکو بر استفاده شده و برای بررسی هم خطی متغیرهای مستقل پژوهش از آزمون عامل تورم واریانس و برای بررسی مانایی متغیرها از آزمون پسران و لوین، لین و چو استفاده شد. تحلیل و آزمون فرضیه های مربوط به مدل (۱) در نگاره (۲) نشان داده شده است.

نگاره (۲): تخمین نهایی مدل (۱)

تعداد مشاهدات	۵۴۷	ضریب تعیین		۶۷۷۸.۰	
تعداد مقاطع	۱۱۸	آماره والد		۵۶۴/۴۸	
تعداد دوره	۵	معنی داری کل مدل (F)		۰/۰۰۰	
متغیرها	نمادها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معنی داری
عرض از مبدأ	$\alpha$	۰/۹۳۵۹۷۹۳	۰/۱۱۹۱۲۶۳	۷/۸۶	۰۰۰.۰
اندازه شرکت	Total	۰/۴۵۱۶۹۲	۰/۰۳۹۷۸۳۴	۱/۱۴	۰/۲۵۷
دارایی های مشهود	Tang	۰/۳۰۲۸۹۰۳	۰/۰۷۱۴۳۶	۴/۲۴	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی ها	Roa	۰/۰۰۳۹۷۲۹	۰/۰۰۱۳۵۹۷	۲/۹۲	۰/۰۰۳
ورشکستگی آلتمن	Z	۰/۲۸۰۳۷۲۳	۰/۱۰۲۸۰۵۳	۲/۷۳	۰/۰۰۷
نوسان وجه نقد	Vol	۹/۷۳e-۰۸	۸/۰۷e-۰۸	۱/۲۱	۰/۲۲۸
کنترل نهادی	Ic	۰/۹۳۵۹۷۹۳	۰/۱۱۹۱۲۶۸	۷/۸۶	۰/۰۰۰
نظارت نهادی	Im	-۰/۰۰۴۳۷۲۱	۰/۰۰۰۶۱۴۴	-۷/۱۲	۰/۰۰۰
مالکیت مدیریتی	mo	۰/۰۰۳۷۸۵۷	۰/۰۰۱۲۱۵	۳/۱۲	۰/۰۰۲

منبع: یافته های پژوهش

آماره R2 مدل برابر ۶۷ درصد است و نشان می دهد که متغیرهای مستقل پژوهش ۶۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند. همچنین، ضریب آماره والد برابر ۵۶۴ است و احتمال

معنی داری آن کمتر از ۰/۰۵ و برابر ۰/۰۰۰ است که نشان‌دهنده معنی داری کل مدل است. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در نگاره، ضریب مربوط به متغیر مستقل نظارت نهادی برابر با (۰/۰۰۴-) و در خصوص سطح معنی داری این ضریب برابر با ۰/۰۰۰ و از ۵ درصد کوچک‌تر است. بنابراین، در سطح خطای ۵ درصد معنی دار است. بنابراین، فرض اول پژوهش رد نمی‌شود؛ به عبارتی، با کاهش نظارت نهادی، اهرم مالی نیز کاهش می‌یابد. ضریب مربوط به متغیر مستقل کنترل نهادی برابر با ۰/۰۹۳ و سطح معنی داری این ضریب برابر با ۰/۰۰۰ است. بنابراین، فرض دوم پژوهش رد نمی‌شود. در نتیجه این متغیر نسبت عکس با نظارت نهادی دارد؛ به عبارتی، با افزایش آن اهرم مالی افزایش می‌یابد. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در نگاره، ضریب مربوط به متغیر مستقل مالکیت مدیریتی برابر با ۰/۰۰۳ و سطح معنی داری این ضریب برابر با ۰/۰۰۲ نشان می‌دهد، فرض سوم پژوهش رد نمی‌شود. به عبارتی، با کاهش مالکیت مدیریتی اهرم مالی نیز افزایش می‌یابد. از طرفی نتایج آزمون‌های آماری مدل پژوهش نشان داد که بین کل دارایی‌ها، نرخ بازده دارایی، شاخص ورشکستگی آلتمن، نوسان وجه نقد و دارایی‌های مشهود، رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

### نتیجه‌گیری

با توجه به نتایج آماری حاصل از فرضیه اول، سهام‌داران نهادی دارای ظرفیت بالایی برای نظارت بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها هستند و می‌توانند منافع زیادی را برای شرکت‌ها در پی داشته باشند و به‌طور مؤثر بر کاهش هزینه‌های سرمایه‌ای و نمایندگی شرکت و در نتیجه اهرم مالی اثر بگذارند. با توجه به پژوهش نوروش و یزدانی (۱۳۸۹) که به بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری پرداخت. نتایج به‌دست‌آمده نشان داد این ارتباط برای شرکت‌هایی با فرصت رشد کمتر، قوی‌تر از شرکت‌هایی با فرصت رشد بیشتر است. بنابراین، یافته‌های این پژوهش با فرضیه چهارم مطابقت دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های لو و همکاران (۲۰۱۶)، باگات و همکاران (۲۰۱۵)، درویشی (۱۳۹۳) و ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۲) مطابقت دارد.

بنا به فرضیه دوم پژوهش افزایش مجموع درصد سهام‌داران نهادی که به شکل فعال در شرکت حضور دارند، باعث کاهش نظارت سهام‌داران و افزایش هزینه‌های نمایندگی و تأمین مالی بهینه

و در نتیجه افزایش هزینه‌های اضافی و بدهی و در نتیجه افزایش اهرم مالی شرکت می‌شود. با توجه به پژوهش نلسون و وارو (۲۰۱۴) که به بررسی ارتباط بین متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری، فرصت‌های سرمایه‌گذاری با کیفیت حاکمیت شرکتی پرداخت، نتایج این پژوهش با رابطه کنترل نهادی و اهرم مالی، فرضیه پنجم، مطابقت دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های لو و همکاران (۲۰۱۶)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) و نمازی و همکاران (۱۳۸۷) مطابقت دارد.

با توجه به نتایج آماری حاصل از فرضیه سوم، مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار است، زیرا میزان سهامی که در اختیار مدیران شرکت است می‌تواند انگیزه‌ای برای پرورش توانایی و اتخاذ تصمیمات مالی مختلف بر اساس منافع شخصی آن‌ها و یا بر اساس منفعت سهام‌داران باشد. بنابراین، قوی‌تر شدن ساختار کنترلی و حاکمیت شرکتی، منجر به بالا رفتن نسبت بدهی می‌گردد. با توجه به پژوهش سان و همکاران (۲۰۱۶) که به بررسی تأثیر مالکیت سهام مدیریتی و مالکیت نهادی بر ساختار مالکیت پرداخت، رابطه‌ای غیریکساخت بین مالکیت سهام مدیریتی و اهرم مالی وجود دارد و این یافته با نتایج فرضیه ششم مطابقت دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های چاوشی و همکاران (۱۳۹۴) و ابراهیم پور و همکاران (۱۳۹۵) سازگار است.

به مدیران مالی توصیه می‌شود جهت کاهش هزینه‌های اهرم مالی، سیاست‌های مبتنی بر جذب و افزایش سرمایه‌گذاران نهادی که باعث افزایش نظارت و در نتیجه کاهش هزینه‌های اضافی شرکت و اهرم مالی شرکت می‌شود را پیش بگیرند. همچنین، با افزایش کنترل نهادی و نوعی انحصار بیش از حد مالکیت نهادی و افزایش توان دریافت تسهیلات و بدهی‌های شرکت، نوعی پشتوانه مالی در جهت افزایش اهرم مالی شرکت ایجاد شود. یکی از محدودیت‌های پژوهش حاضر این است که داده‌های پژوهش از بابت تورم تعدیل نشده است. از اینرو باید در تعمیم نتایج احتیاط نمود. در آخر پیشنهاد می‌شود تأثیر سرعت تعدیل اهرم مالی بر هزینه‌های تأمین مالی به عنوان یک پژوهش در آینده انجام شود.



## منابع

- Arslan, Ö. , Florackis, C. , & Ozkan, A. (2006). The role of cash holdings in reducing investment–cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market. *Emerging Markets Review*, 7 (4) , 320-338 .
- Bhojraj, S. , & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The journal of Business*, 76 (3) , 455-475 .
- Bokpin, G. A. (2009). Macroeconomic development and capital structure decisions of firms. *Studies in economics and finance* .
- Chavoshi, K. , Rastegar, M. , & Mirza'i, M. (2015). Investigating the Relation Between Managers' Confidence and Selection of Financing Policies in Tehran Securities Accepted Companies. *Quarterly Journal of Financial Knowledge Analysis of Securities*, 8 (25) , 29. (In Persian .(
- Ebrahimpour, M. , Baba Nezhad, H. , & Taleb Tabar Ahangar, M. (2016). Investigating the relationship between liquidity and financial leverage on profitability of accepted companies in Tehran Stock Exchange (automobile industry and manufacturing of components, chemical and pharmaceutical). *Journal of Management and Accounting Researches*, 6 (26) , 101. (In Persian .(
- Hajiha, Z. , & Hossein Ali, A. (2013). Reviewing the Board of Directors' Features on Company Debt Settlement Structure. *Journal of Management Accounting*, 6 (18) , 39-56. (In Persian .(
- Hassas Yegane, Y. , & Ahmadi, M. (2013). The Relationship between Corporate Governance and Conservatism. *Journal of Empirical Accounting in Financial Accounting*, 38. (In Persian .(
- Hassas Yegane, Y. , Moradi, M. , & Alexander, H. (2008). Investigating the Relationship between Institutional Investors and Corporate Value. *Accounting and Audit Journal*. (15) , 52. (In Persian .(
- Hu, H. , & Lian, Y. (2016). Institutional investors and the cost of bank loans. *Managerial Finance* .
- Izadinia, N. , Rabiei, H. , & Hamidian, N. (2013). Investigating the Relationship between Financial Leverage and Real Profit Management of Accepted Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Progress of Shiraz University*, 1 (5) , 33-45. (In Persian .(
- Kashanipour, M. , & Yaghoubi, M. (2006). Occupational safety and profit management. *Humanities and Social Sciences Research*, (21) , 104-83. (In Persian .(
- Lim, M. , How, J. , & Verhoeven, P. (2014). Corporate ownership, corporate governance reform and timeliness of earnings: Malaysian evidence. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10 (1) , 32-45 .

- Lin, F. , Wu, C. M. , Fang, T. Y. , & Wun, J. C. (2014). The relations among accounting conservatism, institutional investors and earnings manipulation. *Economic Modelling*, 37, 164-174 .
- Lo, H. C. , Ting, I. W. K. , Kweh, Q. L. , & Yang, M. J. (2016). Nonlinear association between ownership concentration and leverage: The role of family control. *International Review of Financial Analysis*, 46, 113-123 .
- Modigliani, F. , & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48 (3) , 261-297 .
- Moradi, M. (2007). Investigating the relationship between financial leverage and profit smoothing in companies admitted to Tehran Stock Exchange. *Financial Research Magazine*, (24) , 99-114. (In Persian .)
- Moradi, M. (2014). Investigating the Impact of Board of Directors' Ownership and Independence on Debt Financing Costs in Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. Master's thesis management (financial orientation). Islamic Azad University of Bonab Branch. (In Persian .)
- Moradi, M. (2014). Investigating the Impact of Board of Directors' Ownership and Independence on Debt Financing Costs in Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. Master's thesis management (financial orientation). Islamic Azad University of Bonab Branch. (In Persian .)
- Namazi, M. , & Kermani, E. (2008). The Effect of Ownership Structure on the Performance of Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. *Quarterly journal of accounting and auditing*, 15, 83-100. (In Persian .)
- Nouravesh, I. , & Yazdani, Sima. (2010). Investigating the effect of financial leverage on investment in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 2 (2) , 35-48. (In Persian .)
- Persakis, A. , & Iatridis, G. E. (2015). Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38, 3-24 .
- Salim, M. , & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166 .
- Shleifer, A. , & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52 (2) , 737-783 .
- Sinai, H. A. (2007). Investigating the Effect of Internal Factors of Companies on How to Formulate Capital Structure of Securities Stock Companies. *Accounting and Audit Magazine*, (63) , 48-84. (In Persian .)

- Sun, J. , Ding, L. , Guo, J. M. , & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48 (4) , 448-463 .
- Waweru, N. (2014). Determinants of quality corporate governance in Sub-Saharan Africa. *Managerial Auditing Journal* .