فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ سال چهارم/ شماره ۱۵ / پاییز ۹۱/ صفحات ٦٦-٤٤

بررسی تأثیر برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمدحسین ستایش*
زهره کریمی**

تاریخ دریافت: ۹۰/۸/۱۷ تاریخ پذیرش: ۹۱/۲/۲۰

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل: ترکیب هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. از دو متغیر سودآوری و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شده است. این پژوهش اطلاعات مربوط به دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ برای ۱۱۶ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده است. به این منظور از روش رگرسیون ترکیبی در محیط داده های پنل[1] استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که از بین سازوکارهای مورد بررسی، تنها بین ساختار سرمایه و استقلال هیئت مدیره رابطه معنادار وجود دارد.

واژه های کلیدی: ترکیب هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، ساختار سرمایه.

---

* استادیار حسابداری، دانشگاه شیراز، گروه حسابداری، شیراز، فارس، ایران. (نویسنده مسئول)
Email: setayesh@shirazu.ac.ir

** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شیراز، گروه حسابداری، شیراز، فارس، ایران.
Email: Zkarimi27@yahoo.com

[1] Panel

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱- مقدمه

مبانی و مفاهیم حاکمیت شرکتی با تهیه گزارش کدبری در انگلستان، مقررات هیئت مدیره در شرکت جنرال موتورز آمریکا و گزارش دی در کانادا شکل گرفت. هرچند تشکیل شرکت‌های بزرگ و تفکیک مالکیت از مدیریت در سطح جهانی در اواخر سده نوزدهم و اوایل سده بیستم صورت گرفته و قوانین و مقررات برای نحوه اداره شرکت‌ها تا دهه ۱۹۹۰ وجود داشته با این همه، موضوع حاکمیت شرکتی به شکل کنونی در دهه ۱۹۹۰ در انگلستان، آمریکا و کانادا در پاسخ به مشکلات مربوط به اثربخشی هیئت مدیره شرکت‌های بزرگ مطرح شده است (حساس یگانه، ۱۳۸۵).

حاکمیت شرکتی، مجموعه روابط میان مدیران اجرایی، هیئت مدیره، سهامداران و سایر طرف‌های مربوط در یک شرکت است که با ایجاد ساختاری مناسب موجب تنظیم اهداف شرکت شده و راه‌های دستیابی به آن و نظارت بر عملکرد را تعیین می‌کند. حاکمیت شرکت تحت تأثیر روابط میان مشارکت‌کنندگان در نظام حاکمیت شرکتی است و جزیی کلیدی در بهبود رشد و کارایی اقتصادی و افزایش اطمینان سرمایه‌گذار محسوب می‌شود (کاشانی‌پور و رساییان، ۱۳۸۸).

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

حسن و علی (۲۰۰۹) بیان می‌کنند که حاکمیت شرکتی شامل رویه‌ها و ساختارهایی است که برای سهامداران در طی مدیریت امور شرکت ایجاد ارزش می‌کند و در مورد حمایت از امور مورد علاقه کلیه سهامداران اطمینان می‌دهد. آنان معتقدند که رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند بر تصمیمات استراتژیک شرکت که در سطح هیئت مدیره گرفته می‌شود، مانند تأمین مالی خارجی تاثیر بااهمیتی داشته باشد. بنابراین متغیرهای حاکمیت شرکتی مانند ترکیب هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره می‌تواند تأثیر بااهمیتی بر تصمیمات ساختار سرمایه داشته باشد.

با توجه به اهمیت بالای ساختار سرمایه در استفاده و تخصیص بهینه منابع و همچنین، به دلیل مطرح شدن موضوع حاکمیت شرکتی در سال‌های اخیر در ایران و از آن‌جا که این انتظار وجود دارد که سازوکارهای حاکمیت شرکتی بتواند تا حدودی بر تصمیمات ساختار سرمایه

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تأثیرگذار باشد، در این پژوهش تأثیر برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است.

۲- مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین

۲-۱- مبانی نظری

مبانی اولیه نظام حاکمیت شرکتی، از اوایل دهه ۱۹۹۰ با تهیه گزارش کدبری در انگلیس، گزارش دی در کانادا و مقررات هیئت مدیره در جنرال موتورز آمریکا، شکل گرفت. نظام حاکمیت شرکتی به عنوان یک نظام مرتبط‌کننده چند شاخه‌ای علمی از قبیل حسابداری، اقتصاد، مالی و حقوق و با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی موجب ترغیب و تقویت استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در قبال سایر صاحب نفع‌های خود می‌گردد. از جهت دیگر اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند باعث تخصیص بهینه منابع و ارتقای شفافیت اطلاعات و در نهایت رشد و توسعه اقتصادی گردد (قائمی و شهریاری، ۱۳۸۸).

بسیاری از پژوهشگران مانند فاما[1] (۱۹۸۰)، شرکت را مجموعه‌ای از قراردادهای صریح و ضمنی میان تمامی طرف‌های ذینفع شامل مدیران، مالکان، کارکنان، مشتریان، تامین‌کنندگان کالا و خدمات تعریف می‌کنند. از آن‌جا که هر گروه از ذینفعان منافع خاص خود را دارند که در مواردی متفاوت می‌باشند و از سویی در دنیای واقعی، کامل بودن تمامی این قراردادها به دلیل محدودیت‌های ذاتی غیرممکن است، برای ایجاد تعادل بین ادعاهای گروه‌های مختلف و تأمین رضایت آن‌ها باید چاره‌ای اندیشید. موضوع حاکمیت شرکتی اصولاً برای ایجاد چنین تعادلی مطرح گردید (احمد[2] و دیولمن[3]، ۲۰۰۷).

حاکمیت شرکتی به معنای فرایند و ساختاری است که در هدایت و مدیریت فعالیت‌های تجاری شرکت در جهت بهبود ارزش و افزایش پاسخگویی شرکت بکار می‌رود، با این هدف که ارزش سهامداران را در بلندمدت به حداکثر برساند، در حالی که منافع دیگر ذینفعان نیز در نظر گرفته شود (جاشوا[4] و آدجاسی[5]، ۲۰۰۷).

[1] Fama
[2] Ahmed
[3] Duellman
[4] Jasho
[5] Adjasi

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

در اهمیت حاکمیت شرکتی برای موفقیت شرکت‌ها شکی نیست. این موضوع با توجه به رخدادهای اخیر اهمیت بیشتری یافته است. فروپاشی شرکت‌های بزرگ از قبیل انرون و ورلدکام که ناشی از سیستم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی بود، موجب تأکید بیش از پیش بر ضرورت ارتقا و اصلاح حاکمیت شرکتی در سطح بین المللی شده است. بسیاری از پژوهش‌های انجام شده در زمینه وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها بر این مهم تأکید دارند که ضعف در سازوکارهای حاکمیت شرکتی در یک شرکت، با کیفیت گزارشگری پایین صورت‌های مالی، دستکاری و تقلب در سود و درآمد و همچنین سطح پایین و ضعیف شفافیت اطلاعاتی در ارتباط است (فلو و همکاران[1]، ۲۰۰۱).

سازوکارهای داخلی حاکمیت شرکتی در یک شرکت، شامل انواع گوناگون توافقات سازمانی و رویه‌های مورد استفاده توسط شرکت‌ها در جهت توازن قدرت و مسئولیت‌ها بین سهامداران، اعضای هیئت مدیره، مدیران اجرایی و کارکنان شرکت است (بیلسی و همکاران[2]، ۲۰۰۰). در این بین ساختار مالکیت، ساختار هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، وجود مدیران غیرموظف در بین اعضای هیئت مدیره، خصوصیات کمیته حسابرسی و یکسانی مدیرعامل و رییس هیئت مدیره از مهم‌ترین عوامل تعیین کننده و اثرگذار در بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی به حساب می‌آیند (کوهن و همکاران[3]، ۲۰۰۲).

رویه‌های حاکمیت شرکتی می‌تواند بر تصمیمات استراتژیک شرکت مانند رویه‌های تأمین مالی، تأثیر بااهمیتی داشته باشد. بنابراین، متغیرهای حاکمیت شرکتی مانند ترکیب هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره می‌تواند تأثیر بااهمیتی بر تصمیمات ساختار سرمایه داشته باشد. هیئت مدیره بالاترین عضو سازمان است که مسئولیت مدیریت سازمان و عملیات آن را به عهده دارد و نقش مهمی در تصمیمات استراتژیک مانند ترکیب مالی ایفا می‌کند. هیئت مدیره یک شرکت می‌تواند به روش‌های مختلفی سازمان‌دهی شود تا پاسخگوی نیازهای شرکت باشد. اعتقاد بر این است که هیئت مدیره شرکت خود تعارضات نمایندگی را کاهش نمی‌دهد بلکه ویژگی‌های آن عوامل مهمی در تعیین اثربخشی سازوکارهای حاکمیت شرکتی هستند (احمد و دیولمن، ۲۰۰۷).

پژوهش‌های بسیاری بر روی اثر ترکیب هیئت مدیره از لحاظ موظف و غیرموظف بودن بر روی عملکرد مالی شرکت‌ها انجام شده است (کومار[4]، ۲۰۰۷؛ کلمن[1]، ۲۰۰۷). اعضای

[1] Felo et al.
[2] Beasly et al.
[3] Cohen et al.
[4] Kumar

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

غیرموظف هیئت مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیئت مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثر بگذارد. در صورتی که اکثریت اعضای هیئت مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیئت مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود (زارع، ۱۳۸۹). در مورد رابطه بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و ساختار سرمایه نیز پژوهش‌هایی انجام شده است (جن‌سن[۲]، ۱۹۷۶؛ برگر[۳]، ۱۹۹۷ و آبور[۴]، ۲۰۰۷).

اعضای غیرموظف هیئت مدیره هسته اصلی هیئت مدیره را در حاکمیت شرکتی مدرن تشکیل می‌دهد. اعضای غیرموظف هیئت مدیره در افزایش توانایی شرکت در دستیابی به اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی، نقش اساسی ایفا می‌کنند و این ریسک مربوط به واحد تجاری را کاهش داده و توانایی آن را در دستیابی به وجوه افزایش می‌دهد. هرچه تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره بیشتر باشد منجر به نسبت‌های اهرمی بالاتر می‌شود (پفیفر[۵] و سالانکیک[۶]، ۱۹۷۸). عده‌ای نیز بر این باورند که هرچه تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره بیشتر باشد مدیریت را به صورت کاراتر تحت نظارت دارند و بنابراین، مدیران به سمت سطوح اهرمی پایین‌تر برای دستیابی به نتاج بالاتر هدایت می‌شوند (ون و همکاران[۷]، ۲۰۰۲).

استقلال هیئت مدیره نیز می‌تواند بر تصمیمات ساختار سرمایه تأثیرگذار باشد. فاما و جن‌سن (۱۹۸۳) بیان می‌کنند که در سازمان، وظایف مدیریت تصمیم‌گیری و کنترل تصمیم‌گیری باید مجزا باشد. وظیفه مدیریت تصمیم‌گیری شامل حق ایجادطرح‌های جدید برای توزیع منابع سازمان است در حالی که وظیفه کنترل تصمیمات شامل حق تصویب و نظارت بر طرح‌ها می‌باشد. این جدایی، قضاوت منصفانه در رابطه با استفاده از منابع سازمان را فراهم می‌کند. بنابراین وظیفه مدیرعامل باید از وظیفه رییس هیئت مدیره جدا باشد و نبود این جدایی به معنی عدم جدایی مدیریت تصمیم‌گیری و کنترل تصمیم است و این در نهایت منجر به مشکلات نمایندگی می‌شود. استقلال هیئت مدیره سبب بکارگیری مقدار بهینه از بدهی‌ها در ساختار سرمایه می‌شود و سازمان‌هایی که در آن‌ها استقلال مدیرعامل از رییس هیئت مدیره مشاهده می‌شود، معمولا دارای نسبت‌های اهرمی بالاتر هستند.

---

[1] Coleman
[2] Jensen
[3] Berger
[4] Abor
[5] Pfeffer
[6] Salancick
[7] Wen et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

در خصوص رابطه بین ساختار سرمایه و اندازه هیئت مدیره نیز پژوهش‌های مختلفی انجام شده است (ون و همکاران[1]، ۲۰۰۲؛ اندرسون و همکاران[2]، ۲۰۰۴ و آبور، ۲۰۰۷). اعتقاد بر این است که سازمان‌هایی با هیئت مدیره بزرگتر معمولاً دارای نسبت‌های اهرمی پایین‌تر هستند و چنین تحلیل می‌کنند که هیئت مدیره بزرگتر مدیران را به سمت نسبت‌های اهرمی پایین‌تر و افزایش عملکرد سازمانی هدایت می‌کند (برگر، ۱۹۹۷).

۲-۲- پژوهش‌های پیشین

۲-۲-۱- پژوهش‌های داخلی

حساس یگانه و یزدانیان (۱۳۸۶) در پژوهشی با عنوان «تأثیر حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود»، رابطه چهار سازوکار حاکمیت شرکتی شامل مالکیت نهادی، وجود واحد حسابرسی داخلی وجود مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره و تفکیک سمت‌های مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره را با مدیریت سود مورد بررسی قرار داد. نتایج حاکی از آن است که بین وجود مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره، عدم وجود مدیرعامل به عنوان رئیس هیئت مدیره و وجود حسابرس داخلی در شرکت‌های ایرانی، با مدیریت سود رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، زمانی که درصد سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌ها بیش از ۴۵٪ باشد، مدیریت سود کاهش می‌یابد.

قالیباف و رضایی (۱۳۸۶) در پژوهش خود با عنوان "بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" با انتخاب ۷۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۴-۱۳۸۲ به بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت پرداخته است. نتایج بیانگر آن است که بین نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره و هیچ یک از معیارهای عملکرد رابطه معناداری وجود ندارد.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) در پژوهش خود به بررسی رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه ایران و وجود رابطه احتمالی میان این سازوکارها، نسبت بدهی‌ها و اندازه شرکت با مدیریت سود پرداخته است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل تعداد اعضای هیئت مدیره، تعداد و کفایت مدیران غیرموظف، تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره، ساختار مالکیت و وجود حسابرسی

[1] Wen
[2] Anderson et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

داخلی با مدیریت سود رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین با توجه به نتایج پژوهش بین نسبت بدهی‌ها و اندازه شرکت با مدیریت سود رابطه معناداری مشاهده نگردیده است.

آقایی و چالاکی (۱۳۸۸) در بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دریافتند که رابطه معنادار منفی بین مالکیت نهادی و مدیریت سود و همچنین بین استقلال هیئت مدیره و مدیریت سود وجود دارد. علاوه بر این، رابطه معنی‌داری بین سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، نفوذ مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیئت مدیره، اتکای بر بدهی و مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیئت مدیره) و مدیریت سود وجود ندارد.

رحیمیان و همکاران (۱۳۸۸) با بررسی رابطه میان برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران دریافتند که میان واحد حسابرسی داخلی و نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره و معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنادار وجود ندارد. اما میان درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی معنادار وجود دارد.

قائمی و شهریاری (۱۳۸۸) رابطه بین اجزای ساختار حاکمیت شرکتی شامل ترکیب هیئت مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات با عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که افشای اطلاعات و عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. اما بین ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت با عملکرد شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

ستایش و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهش خود به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر هموارسازی سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از آن است که کیفیت حسابرسی بر هموارسازی سود در هر سه سطح موثر است. افزون بر آن درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره در هموارسازی سود ناخالص و مالکیت نهادی و مدیریتی در هموارسازی سود عملیاتی و سود خالص عوامل مؤثری محسوب می‌شوند. همچنین نتایج نشان داد که استقلال هیئت مدیره تأثیری بر هموارسازی سود ندارد.

ستایش و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی اجزای سرمایه فکری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. با بررسی ۶۶ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۴، دریافتند که سازوکارهای حاکمیت شرکتی یعنی مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، مالکیت خانوادگی، تمرکز مالکیت، درصد اعضای غیرموظف و یکسانی مدیریت و رئیس هیئت مدیره تأثیری بر کارایی اجزای سرمایه فکری

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ندارد. نتایج بررسی در سطح صنایع نیز نشان داد که بین نوع صنعت و کارایی اجزای سرمایه فکری رابطه معنادار وجود دارد.

۲-۵-۲- پژوهش‌های خارجی

کومار گارگ[1] (۲۰۰۷) به بررسی تأثیر برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل اندازه و استقلال هیئت مدیره بر عملکرد مالی ۱۶۴ شرکت هندی طی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۳ پرداخت. نتاج حاکی از آن است که استقلال هیئت مدیره با عملکرد شرکت در شرکت‌های مختلف دارای رابطه متفاوت و ناهمانند است. همچنین، بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت رابطه معنادار منفی وجود دارد.

لیو[2] و لو[3] (۲۰۰۷) در پژوهش خود از درصد سهام در دست مدیران، استقلال هیئت مدیره و شرایط و وضعیت نهادی بر حاکمیت، برای بررسی رابطه بین مدیریت سود و حاکمیت شرکتی استفاده کردند. نتایج حاکی از آن است که مدیریت سود به صورت بااهمیتی با حاکمیت شرکتی در ارتباط است.

فلوراکیس[4] (۲۰۰۸) به بررسی تأثیر برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی پرداخت. نمونه مورد بررسی شامل ۸۹۷ شرکت انگلیسی طی دوره ۵ ساله از ۱۹۹۹تا ۲۰۰۳ بود. هزینه نمایندگی با استفاده از دو معیار نسبت گردش دارایی‌ها و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش اندازه‌گیری شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره از سازوکارهای تقلیل‌دهنده هزینه‌های نمایندگی است.

جکلینگ[5] و جول[6] (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط درونی بین ساختار هیئت مدیره و عملکرد ۱۸۰ شرکت هندی طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۶ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که مطابق با پیش‌بینی‌های تئوری نمایندگی، افزایش درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره باعث بهبود عملکرد شرکت می‌شود. اما، یکسان بودن رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل تأثیر معناداری بر بهبود عمکرد شرکت ندارد. همچنین، نتایج نشان دهنده این بود که بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت نیز ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد.

1Kumar Garg
[2] Liu
[3] Lu
[4] Florackis
[5] Jackling
[6]Johl

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

لین[1] و لیو (۲۰۰۹) از یک مدل رگرسیون برای بررسی تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر تصمیم انتخاب حسابرس استفاده کردند و از سه متغیر تمرکز مالکیت، اندازه هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره به عنوان سازوکارهای حاکمیت شرکتی استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت بالا، با اندازه هیئت مدیره کوچک‌تر و سازمان-هایی که در آن‌ها رییس هیئت مدیره و مدیرعامل یکسان است تمایل کمتری به استخدام حسابرسان باکیفیت بالا دارند و شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف تمایل به انتخاب حسابرسانی با کیفیت پایین دارند و با بهبود حاکمیت شرکتی سازمان‌ها مجبور هستند که به سمت انتخاب حسابرسان با کیفیت بالا حرکت کنند.

دراکوس[2] و بکیریس[3] (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط متقابل بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی (ساختار هیئت مدیره شامل استقلال، ساختار رهبری و اندازه هیئت مدیره) و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس آتن پرداختند. آنان با بررسی داده‌های مربوط به ۱۴۰۹ شرکت طی یک دوره ۷ ساله از ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ دریافتند که استقلال هیئت مدیره و ساختار رهبری شرکت ارتباط متقابل معنادار با عملکرد شرکت (نسبت Q توبین) ندارد. اما اندازه هیئت مدیره با عملکرد شرکت دارای ارتباط متقابل معنادار و منفی می‌باشد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

به منظور بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یک فرضیه اصلی و سه فرضیه فرعی طراحی و مورد آزمون قرار گرفت.

فرضیه اصلی: بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی

فرضیه یک: بین ترکیب هیئت مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

[1] Lin
[2] Drakos
[3] Bekiris

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فرضیه دو: بین استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه سه: بین اندازه هیئت مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

۴- نحوه جمع‌آوری داده‌ها

این پژوهش کاربردی است. طرح پژوهش آن از نوع شبه‌تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. از روش پس رویدادی زمانی استفاده می شود که پژوهش‌گر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد. افزون بر این امکان دستکاری متغیرهای مستقل وجود ندارد (نمازی،۱۳۷۹). داده‌های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌هاست. دراین پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. مبانی نظر پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین و داده‌های مورد نیاز از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهانه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای دنا سهم، صحرا و تدبیرپرداز گردآوری شده است.

۵- متغیرهای پژوهش

۵-۱- متغیرهای مستقل

ترکیب هیئت مدیره: نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره.

استقلال هیئت مدیره: عبارت است از متغیر دو وجهی شامل یکسان بودن رییس هیئت مدیره و مدیرعامل (عدد یک) و یکسان نبودن آن‌ها(عدد صفر).

اندازه هیئت مدیره: تعداد اعضای هیئت مدیره.

۵-۲- متغیر وابسته

ساختار سرمایه: در این پژوهش ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. ساختار سرمایه از تقسیم کل بدهی شرکت به دارایی‌ها براساس ارزش دفتری محاسبه شده است. لذا، در این پژوهش، شرکت‌هایی که طی دوره مورد نظر اطلاعات مربوط به آن‌ها

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

موجود نبوده و یا از شرکت‌هایی بوده‌اند که به تازگی تأسیس گردیده‌اند و یا حقوق صاحبان سهام مربوط به آن‌ها منفی بوده از جامعه آماری حذف شده‌اند.

۵-۳- متغیرهای کنترلی

ساختار سرمایه شرکت‌ها با عوامل متعددی در ارتباط است. سودآوری و اندازه شرکت از جمله متغیرهایی هستند که در پژوهش‌های مختلف آثار آن‌ها بر ساختار سرمایه شرکت‌ها مطالعه شده است. در پژوهش حاضر نیز مطابق با پژوهش‌های لانگ[۱] و ساهو[۲] (۲۰۰۸)، گست[۳] (۲۰۰۸) و اوکانل[۴] و کرامر[۵] (۲۰۱۰) از دو متغیر سودآوری و اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترل استفاده می‌شود. هدف از این کار سنجش میزان تعدیل‌کنندگی این دو متغیر بر رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه است. متغیرها به شیوه زیر محاسبه می‌شود:

سودآوری: از نرخ بازده دارایی‌ها به عنوان شاخص سودآوری استفاده می‌شود و از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها محاسبه می شود.

اندازه شرکت: برای محاسبه متغیر اندازه شرکت از معیارهایی نظیر مجموع دارایی‌ها یا فروش استفاده می‌شود اما با توجه به شرایط تورمی و نامربوط بودن ارقام تاریخی دارایی‌ها، از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت به عنوان معیاری از اندازه شرکت استفاده می‌شود.

۶ - جامعه آماری و انتخاب نمونه

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می-باشد. دوره زمانی این پژوهش از ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ (دوره ۶ ساله) است. نمونه آماری انتخاب شده در این پژوهش، آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

۱- طی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۳ در بورس فعالیت داشته و گزارش‌های مالی خود را در طی این سال‌ها به بورس ارائه داده باشند.

---

[1] Lange
[2] Sahu
[3] Guest
[4] O□ Connell
[5] Cramer

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۲- پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.

۳- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشند.

۴- حقوق صاحبان سهام شرکت موردنظر طی دوره پژوهش منفی نباشد.

براساس معیارهای بالا، نمونه آماری پژوهش ۱۱۶ شرکت را در بر می‌گیرد.

۷- الگوی مورد مطالعه و تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش به منظور بررسی رابطه بین برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از روش اقتصادسنجی به شیوه داده‌های ترکیبی[1] استفاده می‌شود. متغیرهای معرفی شده در این پژوهش از دو جنبه متفاوت بررسی می‌شوند. این متغیرها از یک سو در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر در دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ انتخاب شده‌اند. راه حل پیشنهاد شده در چنین مواردی، از تلفیق داده‌های میان گروهی و سری زمانی با یکدیگر و برآورد الگوی مورد نظر براساس مجموعه جدید تشکیل شده است. در داده‌های ترکیبی، عناصر هر دو دسته از داده‌های سری زمانی و مقطعی وجود دارد. یعنی اطلاعات مربوط به داده‌های مقطعی در طول زمان مشاهده می‌شود. به بیان دیگر چنین داده‌هایی دارای دو بعد هستند که یک بعد آن مربوط به واحدهای مختلف در هر مقطع زمانی خاص است و بعد دیگر آن مربوط به زمان است. یعنی روش داده‌های ترکیبی روشی برای مشاهدات مقطعی در خلال چندین دوره زمانی است (گجراتی[2]، ۱۹۹۵). همچنین با توجه به نوع داده‌ها (ترکیبی) به منظور تعیین مدل تخمین مناسب از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. جدول شماره ۱ نتایج حاصل از آزمون ذکر شده را نشان می‌دهد. با توجه به نتایج جدول شماره ۱، مدل تأثیرات تصادفی انتخاب می‌شود.

جدول (۱) : نتایج حاصل از آزمون هاسمن

	آماره آزمون	معناداری
آزمون هاسمن	۹/۱۲۷	۰/۱۰٤

جهت سهولت بیشتر و تصریح صحیح مدل از فرم لگاریتمی ساختار سرمایه استفاده شده است:

[1] Panel Data
[2] Gujarati

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فرمول شماره ۱:

$$lcs=\alpha+\beta_1(NED\%)_{it}+\beta_2(DUALITY)_{it}+\beta_3(BS)_{it}+\beta_4(ROI)_{it}+\beta_5(\log S)_{it}+\varepsilon_t$$

به طوری که i نشان دهنده شماره متغیر، t نشان دهنده زمان، LCS نشان دهنده نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها به ارزش دفتری به عنوان معیاری برای ساختار سرمایه شرکت، α ضریب ثابت مدل و B ضریب متغیر مستقل مدل و ε جمله اخلال با توزیع نرمال و میانگین صفر و واریانس ثابت می‌باشد. سایر متغیرها به شرح زیر است:

$NED\%$: ترکیب هیئت مدیره

$DUALITY$: استقلال هیئت مدیره

BZ: اندازه هیئت مدیره

RO: نرخ بازده دارایی

S : اندازه شرکت

قبل از انجام آزمون‌های رگرسیون، ابتدا متغیرهای منتخب از لحاظ همبستگی چند جانبه مورد بررسی قرار گرفتند. ماتریس ضرایب همبستگی بین متغیرهای توضیحی به صورت زیر است:

جدول (۲) : خلاصه نتایج حاصل از ماتریس ضرایب همبستگی

متغیرها	ساختار سرمایه	ترکیب هیئت مدیره	استقلال هیئت مدیره	اندازه هیئت مدیره	سودآوری	اندازه شرکت
ساختار سرمایه	۱					
ترکیب هیئت مدیره	-۰/۰۱٤٥۱۱	۱				
استقلال هیئت مدیره	-۰/۰۸٦۷٥۱	۰/۱۱٦٥۷۳	۱			
اندازه هیئت مدیره	-۰/۰۱۸۲۲۰	-۰/۰۱۱۰۳۸	۰/۰٤۱٦٥٥	۱		
سودآوری	-۰/۳٥۹۷۲۸	۰/۰۱٤۰۱۳	۰/۰٦۰٥۹۰	-۰/۰۰٤۱۱۹	۱	
اندازه شرکت	-۰/۰۳۳۲۰۹	۰/۰۳۰۰٦٤	۰/۰۰۷۰۱۲	-۰/۰۰٤۲٥۷	-۰/۰۱۲۱۸٦	۱

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

تجزیه و تحلیل متغیرهای ورودی از یک طرف نشان دهنده نحوه تغییرات هر کدام از متغیرهای ورودی به صورت سری زمانی، برای دوره زمانی پژوهش و در نتیجه درک بهتر نحوه

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

حرکت داده‌ها است و از طرف دیگر نشان دهنده نقش و اهمیت نرمال سازی داده‌ها جهت دستیابی به نتایج بهتر است.

۷-۱- آزمون ریشه واحد

آزمون‌های ریشه واحد از جمله مهم‌ترین آزمون‌ها جهت برآورد یک رگرسیون با ضرایب قابل اعتماد می‌باشد. به طور کلی پایایی یک متغیر به معنی وجود میانگین، واریانس و ضرایب خود همبستگی ثابت در طول زمان می‌باشد. در شرایطی که از متغیرهای غیرپایا در الگو استفاده گردد، ضرایب به دست آمده برای پارامترها از اعتبار بالایی برخوردار نیستند، چرا که آزمون‌های t و f اعتبار لازم را ندارند و حتی به میزان ضریب تعیین به دست آمده نیز نمی‌توان اعتماد نمود (پوراحمدی، ۱۳۸۷). در این پژوهش به منظور بررسی پایایی داده‌ها از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو[1] و از نرم‌افزار Eviews.7 استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که کلیه متغیرها در سطح پایا هستند. نتایج آزمون در جدول شماره (۳) ارائه شده است.

جدول (۳) : خلاصه نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد

ردیف	نام متغیر	مقدار آماره آزمون	احتمال	درجه همجمعی
۱	ساختار سرمایه	-۳/۸E+۱۰	۰/۰۰۰۰	I(۰)
۲	ترکیب هیئت مدیره	-۱۵۶/۲۱۷	۰/۰۰۰۰	I(۰)
۳	استقلال هیئت مدیره	-۳۰۵/۷۸۱	۰/۰۰۰۰	I(۰)
٤	اندازه هیئت مدیره	-۳۳/۱۶۹۲	۰/۰۰۰۰	I(۰)
٥	سودآوری	-۲/۲E+۱۰	۰/۰۰۰۰	I(۰)
٦	اندازه شرکت	-۸۱٤/۸۳۱	۰/۰۰۰۰	I(۰)

مأخذ: یافته‌های پژوهش

۷-۲- آزمون معنادار بودن متغیر مستقل

برای بررسی معنادار بودن ضریب متغیرهای مستقل از آزمون والد یا بعبارتی از آماره f استفاده می‌شود. با توجه به مطالب ذکر شده در مورد متغیرهای توضیحی، مدل‌های تحقیق شامل مدل مربوط به آزمون فرضیه‌ها، به صورت زیر نشان داده می‌شوند:

[1] Common Root Levin Lin and Chu

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فرمول شماره ۲:

$$lcs = \beta_0 + \beta_1 X_i + e$$
$$H_0 : \beta_1 = 0$$
$$H_1 : \beta_1 \neq 0$$

که در آن lcs متغیر وابسته (ساختار سرمایه) و X_i متغیر مستقل شامل ترکیب هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره می‌باشد. β_0 نیز ضریب ثابت و e ضریب خطا که برای هر دوره مستقل می‌باشد، دارای توزیع نرمال بوده و مستقل از عامل رگرسیونی می‌باشد. در صورت رد فرضیه H_0، فرضیه H_1 پذیرفته خواهد شد، که بیانگر وجود رابطه معنادار میان ساختار سرمایه و متغیر مستقل مورد آزمون می‌باشد (درخشان، ۱۳۸۵) (مهرانی و رساییان، ۱۳۸۸). خلاصه نتایج در جدول (۴) تا (۶) نشان داده شده است.

ابتدا اثر هر یک از متغیرهای مستقل را بطور جداگانه بر ساختار سرمایه به دست آورده و در نهایت با استفاده از تکنیک رگرسیون ترکیبی به بررسی اثر ترکیبی متغیرهای مزبور بر ساختار سرمایه پرداخته می‌شود. لازم به ذکر است آزمون فرضیه‌ها در سطح اطمینان ۹۰٪ انجام می‌شود.

آزمون فرضیه‌ها

آزمون فرضیه اول: بین ترکیب هیئت مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

جدول (٤) : خلاصه نتایج آزمون آماری فرضیه اول

متغیر مستقل	سطح معناداری	آماره F	خطای استاندارد	ضریب متغیر	کای اسکویر
ترکیب هیئت مدیره	۰/۹۸	۰/۰۰۰۷	۰/۳۲٤	-۰/۰۲۷	۰/۰۰۰۷

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج ارائه شده در جدول شماره ۴ نشان می‌دهد که سطح معناداری از سطح آزمون بیشتر است بنابراین، فرض صفر تایید می‌شود و فرض مقابل آن رد می‌شود. یعنی، «بین ترکیب هیئت مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد.»

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

آزمون فرضیه دوم: بین استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

جدول (۵) : خلاصه نتایج آزمون آماری فرضیه دوم

متغیر مستقل	سطح معناداری	آماره F	خطای استاندارد	ضریب متغیر	کای اسکویر
استقلال هیئت مدیره	۰/۰۷	۳/۳۰۵	۱/۲۲۵	-۲/۲۲۷	۳/۳۰۵

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج ارائه شده در جدول شماره ۵ نشان می‌دهد که سطح معناداری از سطح آزمون کمتر است بنابراین، فرض صفر رد می‌شود و فرض مقابل آن تایید می‌شود. یعنی «بین استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.»

آزمون فرضیه سوم: بین اندازه هیئت مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

جدول (٦) : خلاصه نتایج آماری فرضیه سوم

متغیر مستقل	احتمال	آماره F	خطای استاندارد	ضریب متغیر	کای اسکویر
اندازه هیئت مدیره	۰/٦۳	۰/۲۲۳	۰/٦۸۳	-۰/۳۲۳	۰/۲۲۳

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج ارائه شده در جدول شماره ۶ نشان می‌دهد که سطح معناداری از سطح آزمون بیشتر است بنابراین، فرض صفر تایید می‌شود و فرض مقابل آن رد می‌شود. یعنی «بین اندازه هیئت مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد.»

نتایج حاصل از برآورد مدل، در جدول شماره (۷) ارائه شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول (۷) : نتایج مربوط به برآورد مدل رگرسیون چند متغیره

متغیر مستقل	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	مقدار احتمال
ترکیب هیئت مدیره	-۰/۰۰۸۷۳۲	۰/۳۲۳۷۱۶	-۰/۰۲۶۹۷٤	۰/۹۷۸۵
استقلال هیئت مدیره	-۲/۲۲۷۲۷۹	۱/۲۲۵۱٦۵	-۱/۸۱۷۹٤۲	۰/۰٦۹۵
اندازه هیئت مدیره	-۰/۳۲۳۱۰۲	۰/٦۸۳۳۰۷	-۰/٤۷۲۸٤۹	۰/٦۳٦۵
سودآوری	-۲/۵۵۵٤۰۲	۰/۲۵۷۸٤۸	۹/۹۱۰۵۰٤	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۹۷۷۲۲	۰/۰٦۳۷۹۲	-۱/۵۳۱۸۹۷	۰/۱۲٦۰

ضریب تعیین: ۰/۱۳٦
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۱۳۰

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول (۸) : ماتریس ضرایب

	ساختار سرمایه	ترکیب هیئت مدیره	استقلال هیئت مدیره	اندازه هیئت مدیره	سودآوری	اندازه شرکت
میانگین	۰/۷۹٤۸۸۷	۰/٤۹۰۲۵٦	۱/٦۱۵٤٦۳	۱/٦۱۵٤۹۰	۰/۱۱۷٤۱۰	۷۲۸۷٦/۰٤
میانه	۰/۷۲۱۳۹۳	۰/٤۷۰۰۰٤	۱/٦۰۹٤۳۸	۱/٦۰۹٤۳۸	۰/۱۱۰۳۹٤	۵/۲۷۵۲۰۵
ماکزیمم	۱۷/۲٤۸۲۵	۰/٦۹۳۱٤۷	۱/۷۹۱۷۵۹	۱/۹٤۵۹۱۰	۰/٦۳۹٤۳۰	۵۰۷۱۷۹۹۷
مینیمم	-۱/۹٦۸۸۲۹	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/٦۰۹٤۳۸	۱/۳۸۹۲۹٤	-۱/۱۲۰٦۱۱	۳/٦٤۳٤۵۳
انحراف معیار	۱/۱۱۸۹٤٤	۰/۱۲۳۱٤٤	۰/۰۳۲٦۱۵	۰/۰۵۷۹۷۷	۰/۱۵٤۱۵۲	۱۹۲۲٤٦۱
جارک-برا	۱۳۲۹۷۰/۸	۲۰٤/٤۱۹۰	۲۱۷۲۱/۵٦	۱٦۰۵٤/٤۳	۳٦٦۰/۱۸٤	۱۳۹۲۷۳۹۵
احتمال	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
مجموع	۵۵۳/۲٤۱٤	۳٤۱/۲۱۸٤	۱۱۲٤/۳٦۲	۱۱۲٤/٦۹٤	۸۱/۷۱۷۰۱	۵۰۷۲۱۷۲٦
مربع انحراف معیار	۸۷۰/۱٦٤۵	۱۰/۵۳۹۲۲	۰/۷۳۹۲۸۱	۲/۳۳٦۱۱۳	۱٦/۵۱۵٤۷	۲/۵۷E+۱۵
تعداد مشاهدات	٦۹٦	٦۹٦	٦۹٦	٦۹٦	٦۹٦	٦۹٦

مأخذ: یافته‌های پژوهش

با توجه به اطلاعات جدول شماره ۷ فرم کلی مدل بصورت زیر درمی‌آید:

$$lcs = ۵.۳۸۵ - ۰.۰۰۹ \log NED - ۲.۲۲۷ \log DUALITY - ۰.۳۲۳ \log size - ۲.۵۵۵ ROI - ۰.۹۷S$$

بررسی نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی

در پژوهش حاضر از از دو متغیر سودآوری و اندازه شرکت که توسط پژوهشگران دیگر نیز بکار گرفته شده است (گست، ۲۰۰۸؛ لانگ و ساهو، ۲۰۰۸؛ اوکانل و کرامر، ۲۰۱۰) به عنوان متغیر

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

کنترلی استفاده شد. نتایج حاصل از بررسی متغیرهای کنترلی در جدول شماره ۸ ارائه شده است.

جدول (۹) : نتایج آزمون متغیرهای کنترلی

متغیر کنترل	سطح معناداری	آماره f	خطای استاندارد	ضریب متغیر	کای اسکویر
سودآوری	۰/۰۰۰۰	۹۸/۲۱۷	۰/۲۵۸	-۲/۲۵۵	۹۸/۲۱۸
اندازه شرکت	۰/۱۳	۲/۳٤۷	۰/۰٦٤	-۰/۰۹۸	۲/۳٤۷

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج ارائه شده در جدول شماره ۹ نشان می‌دهد که در مورد متغیر سودآوری سطح معناداری کوچک‌تر از سطح آزمون است و متغیر سودآوری دارای رابطه معنادار با ساختار سرمایه است. اما در مورد اندازه شرکت از آن‌جا که سطح معناداری از سطح آزمون بزرگ‌تر است بنابراین هیچ نوع رابطه معنادار بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه وجود ندارد.

۸- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

۸ -۱- پیشنهادات حاصل از نتایج پژوهش

حاکمیت شرکتی شامل رویه‌ها و ساختارهایی است که برای سهامداران در طی مدیریت امور شرکت ایجاد ارزش می‌کند و در مورد حمایت از علایق کلیه سهامداران اطمینان می‌دهد. آنان معتقدند که رویه‌های حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند بر تصمیمات استراتژیک شرکت که در سطح هیئت مدیره گرفته می‌شود، مثل تأمین مالی خارجی تأثیر بااهمیتی داشته باشد. بنابراین متغیرهای حاکمیت شرکتی مانند ترکیب هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره می تواند دارای تاثیر بااهمیتی بر تصمیمات ساختار سرمایه باشد.

از این منظر، پژوهش حاضر بر آن بود تا به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی (ترکیب هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره) بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد. همچنین از دو متغیر سودآوری و اندازه سازمان به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شد. نتایج حاصل بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین ترکیب هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره با ساختار سرمایه در دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۳ می‌باشد. علاوه بر آن وجود رابطه معنادار بین استقلال هیئت مدیره با ساختار سرمایه مورد تأیید قرار گرفت. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش لین و لیو (۲۰۰۹) و دراکوس و بکیریس

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

(۲۰۱۰) موافق است. بنابراین، با توجه به اهمیت استقلال هیئت مدیره، به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود و همچنین در ارزیابی ساختار سرمایه شرکت‌های مورد نظر، به تأثیرات بلندمدت استقلال هیئت مدیره در تخصیص بهینه منابع و دستیابی به ساختار مطلوب سرمایه توجه ویژه داشته باشند.

۸-۲- پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

به نظر پژوهش‌گر هنوز موضوعات مختلفی در این زمینه وجود دارد که برای انجام پژوهش‌های آینده می‌تواند حائز اهمیت باشد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود به منظور استفاده هرچه بیش‌تر از نتایج پژوهش و نیز کمک به روشن شدن رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌ها در آینده به موضوعات زیر توجه بیش‌تری شود:

۱. بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر روابط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌ها.

۲. استفاده از سایر مدل‌های اندازه‌گیری مانند شبکه‌های عصبی مصنوعی در بررسی روابط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌ها.

۳. تأثیر نوع صنعت بر روابط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌ها.

۴. بررسی رابطه بین سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌ها و شناسایی عوامل تأثیرگذار.

۸-۳- محدودیت‌های پژوهش

۱. در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفته است. بنابراین، نتایج این تحقیق تنها برای دوره زمانی مورد بررسی قابلیت استفاده دارد.

۲. در این پژوهش تنها سه مورد از سازوکارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفته است و تأثیر سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی اعم از درون‌سازمانی و برون‌سازمانی مورد بررسی قرار نگرفت.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

منابع:

۱- آقایی، محمدعلی و پری چالاکی (۱۳۸۸)؛ "بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله تحقیقات حسابداری**، شماره ۴، ص‌ص ۲۴-۱.

۲- پوراحمدی، رها (۱۳۸۷)؛ "بررسی تأثیر آزادسازی تجارت بر نسبت‌های مالیاتی در کشور-های منتخب (۱۳۸۲-۱۳۶۹)"، **پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد**، دانشگاه شیراز.

حساس‌یگانه، یحیی (۱۳۸۵)؛ "حاکمیت شرکتی در ایران از دیدگاه دکتر حساس‌یگانه"، **فصلنامه حسابرس**، شماره ۳۲، ص‌ص ۳۹-۳۲.

۳- حساس‌یگانه، یحیی و نرگس یزدانیان (۱۳۸۶)؛ "تأثیر حاکمیت شرکتی بر کاهش مدیریت سود"، **مطالعات حسابداری**، شماره ۱۷، ص‌ص ۱۷۲-۱۵۱.

۴- حساس‌یگانه، یحیی؛ شعری، عباس؛ و سیدحسین خسرونژاد (۱۳۸۷)؛ "رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی و اندازه شرکت با مدیریت سود"، **مطالعات حسابداری**، شماره ۲۴، ص‌ص ۱۱۵-۷۹.

۵- درخشان، مسعود (۱۳۸۵)؛ "اقتصادسنجی تک معادلات با فروش کلاسیک"، تهران: انتشارات سمت.

۶- رحیمیان، نظام‌الدین؛ صالح‌نژاد، سیدحسن و علی سالکی (۱۳۸۸)؛ "رابطه میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۸، ص‌ص ۸۶-۷۱.

۷- زارع، غلامحسن (۱۳۸۹)؛ "بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و انتخاب حسابرس در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پایان‌نامه کارشناسی ارشد**، *دانشگاه شیراز*.

۸- ستایش، محمدحسین؛ قربانی، اصغر و مریم گل‌محمدی (۱۳۸۹)؛ "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر هموارسازی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری**، شماره ۷، ص‌ص ۲۵-۱.

۹- ستایش، محمدحسین؛ دهداری، الیاس و نویدرضا نمازی (۱۳۹۰)؛ "بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی اجزای سرمایه فکری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۱۰، ص‌ص ۸۶-۶۲.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱۰- قائمی، محمدحسین و مهدی شهریاری (۱۳۸۸)؛ "حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها"، **مجله پیشرفت‌های حسابداری**، شماره ۱، ص‌ص ۱۲۸-۱۱۳.

۱۱- قالیباف‌اصل، حسن و فاطمه رضایی (۱۳۸۷)؛ "بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات مالی**، شماره ۲۳، ص‌ص ۴۸-۳۳.

۱۲- کاشانی‌پور، محمد و امیر رساییان (۱۳۸۸)؛ "حاکمیت شرکتی و کنترل"، مجله اقتصادی- **ماهنامه بررسی مسایل و سیاست‌های اقتصادی**، شماره ۹۰، ص‌ص ۹۱-۷۵.

۱۳- مهرانی، ساسان و امیر رساییان (۱۳۸۸)؛ "بررسی رابطه بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده سالانه سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله پیشرفت‌های حسابداری**، دوره اول، شماره ۱.

۱۴- نمازی، محمد (مترجم). (۱۳۷۹)؛ **پژوهش‌های تجربی در حسابداری دیدگاه روش شناختی**، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.

15- Abor, j. (2007). "Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms.", ***International Journal of Business in Society***.", Vol. 7.

16- Ahmed, A. S. and S. Duellman (2007). "Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: An Emperical Analysis.", ***Journal of Accounting and Economics***, pp. 411-437.

17- Anderson R., Manis, S. and Reeb, D. (2004). "Board Characteristics, Accounting Report Integrity and The Cost of Debt.". ***Journal of Accounting and Economics***, Vol. 37, pp. 315-342.

18- Beasly, M.; Carcello, J.; Hermanson, D.; and P. D. Lapides (2000). "Fraudalent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms". ***Accounting Horizons***, Vol. 14, pp. 441-454.

19- Berger, P. G., Ofek, E. and Yermach, D.L. (1997). "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision.", ***Journal of Finance***, Vol. 52, pp. 1411-1438.

20- Cohen, J.; Krishnamoorthy, S.; and A. M. Wright (2002). "Corporate Governance and the Audit Process.", ***Contemporary Accounting Research***, Vol. 19, No. 4, pp. 573-594.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

21- Coleman, A. K. (2007). "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Ghanaian Companies.", ***Corporate Ownership and Control***, Vol. 4, No. 2, pp. 123-132.
22- Drakos, A. A. and F. V. Bekiris (2010). "Endogeneity and the Relationship Between Board Structure and Firm Performance: A S imultaneous Equation Analysis for Athens Stock Exchange". ***Managerial and Decision Economics***, Published online in Wiley Interscience (www.interscience.wiley.com).
23- Fama, E., and Jensen, M. (1983). "Separation of Ownership and Control.", ***Journal of Row and Economics***, Vol. 26, pp. 301-325.
24- Fama, E. F. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm.", ***Journal of Political Economy***, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.
25- Felo, A. J.; krishnamutthy, S.; and S. Soleri (2001). "Audit Committee Characteristics and the Quality of Financial Reporting: An Empirical Analysis.", Working Paper, Penn State University.
26- Florackis, C. (2008). "Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence From UK Firms". ***Internantional Journal of Managerial Finance***, Vol. 4, No, 1, pp. 37-59.
27- Guest, P. M. (2008). "The Determinant of Board Size and Composition: Evidence from the UK.", ***Journal of Corporate Finance***, Vol. 14, pp. 51-72.
28- Gujarati, N. D. (1995). "Basic Econometrics", Fourth Edition, New York: Mc Graw Hill.
29- Hassan, Arshad and Ali, Muhammad (2009). "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies." ***International Journal of Business and Management***, Vol.4, pp. 50-57.
30- Jackling, B. and S. Johl (2009). "Board Structure and Firm Performance: Evidence From India , s Top Companies.", ***Corporate Governance***.
31- Jashoa Abor, Charles and K. D. Adjasi (2007). "Corporate Governance and the Small and Medium Enterprises Sector: Theory and Implications.", Lectures in the Department of Finance, University of Ghana Business School.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

32- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure.", ***Journal of Financial Economic***, Vol. 3, pp. 305-360.
33- Kumar Garg, A. (2007). "Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies.", Vikalpa, Vol. 32, No. 3, pp. 39-60.
34- Lange, H. and C. Sahu (2008). "Board Structure and Size: The Impact of Changes to Claues 49 in india.", U21 Global Working Paper Series, No. 004.
35- Liu, Q.; Zhou Lu (2007). "Corporate Governance and Earning Management in the Chinese Listed Companies: a Tunneling Perspective.", ***Journal of Corporate Finance,*** Vol. 13, pp. 881-906.
36- Lin, Z. Jun and Liu Ming (2009). "The Impact of Corporate Governance on Auditor Choice: Evidence From China.", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation,* Vol. 18, pp. 44-59.
37- O' Connell, V. and N. Cramer (2010). "The Relationship Between Firm Performance and Board Characteristics in Ireland.", ***European Management Journal***, Article in Press.
38- Pfeffer, J. and Salancick, G.R. (1978). "The External Control of Organizations: a Resource Dependence Perspective.", Harper and Row, Newyourk.
39- Wen, Y., Rwegasira, K. and Bilderbeek, J. (2002). "Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Chinese Listed Firms.", *Corporate* ***Governance: an International Review***, Vol.10, pp. 75-83.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]