Quarterly Financial Accounting

E-ISSN: 2783-4417
Vol. 15, Issue 2, No. 58, Summer 2023, p 21-43
Received: 24.08.2023 Accepted: 01.01.2024

Research Paper

Analyzing the Role of Behavioral Factors and Corporate Governance in the Capital Structure of Companies

Ehsan Ahmadi
Ph.D. Student in Financial Engineering, Faculty of Industrial and Systems Engineering Tarbiat Modares University. Tehran, Iran
ahmadi.ehsan@modares.ac.ir

Parastoo Mohammadi*
Assistant Professor of Economics, Faculty of Industrial and Systems Engineering, Tarbiat Modares University. Tehran, Iran
p.mohammadi@modares.ac.ir

Farimah Mokhatab Rafei
Associate Professor of Finance, Faculty of Industrial and Systems Engineering, Tarbiat Modares University. Tehran, Iran
f.mokhatab@modares.ac.ir

Abstract
Deciding on capital structure is one of the most challenging and difficult issues faced by companies and the most critical decision regarding their continued survival. The most important factors in the capital structure of companies can be the quality of corporate governance as well as the behavioral factors of managers, because ultimately the management decides on the financing method. Therefore, the purpose of this study is to analyze the role of behavioral factors and corporate governance in the capital structure of companies. In order to estimate the research models, the annual data of 188 companies admitted to the Tehran Stock Exchange during the period of 2011-2021 and the Generalized Moments Method were used. Also, in order to extract and identify the behavioral variables, a qualitative approach and interview tools with experts have been used. The results related to the role of corporate governance in the capital structure of companies show that the indicators of corporate governance such as; The dual duties of the CEO, the diversity of the board of directors, the independence of the board of directors, the gender of the CEO, the ownership of the board of directors, and the ownership of the CEO and the board of directors have a role in influencing the company's capital structure. On the other hand, the results related to the role of behavioral factors in the capital structure of companies show that behavioral indicators such as; Overconfidence, management ability, managers' personality type, optimism, management tenure, narcissism, conservatism and short-sightedness have a role in influencing the company's capital structure. The efficient market hypothesis, which underlies conventional economic theory, is based on logical assumptions about efficient markets and profit maximization. However, the efficient market hypothesis is often unable to explain the chaotic phenomena observed in financial markets.

Keywords: Behavioral Factors, Corporate Governance, Capital Structure, Generalized Moments Method.

* Corresponding author
Ahmadi, E., Mohammadi, P., Mokhatab Rafei, F. (2023). Analyzing the Role of Behavioral Factors and Corporate Governance in the Capital Structure of Companies. *Quarterly Financial Accounting*, 15(58): 21-43.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

Introduction: The theories of capital structure and the selection of debt and capital leverage for financing companies have been proposed since the 1950s, and in recent years, aspects of the impact of corporate governance on the type of decision-making of managers and boards of directors have been considered. At the level of corporate governance, the capital structure has been investigated in the form of the impact of gender diversity on corporate governance, and other aspects such as the influence of board members, the number of members, the way of interaction, the degree of concentration of share ownership on the capital structure have not been seriously examined so far. On the other hand, considering the broad governmental structure of Iran's economy, private and public sector ownership in the board of directors of companies and how it affects the capital structure of companies can be an attractive topic for research. Also, behavioral finance analysts strongly question the conventional economic theory in which human reasoning and emotional-cognitive torshot are generally not considered. Due to the current interest in studying psychological biases in financial behavior and due to little information about interventions in companies' decision-making in terms of capital structure, this study evaluates cognitive factors with direct effects on profit and loss. Therefore, the main purpose of this study is to examine the effect of corporate governance and behavioral factors on the capital structure of companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Method and Data: Since this research seeks to find a meaningful relationship between research variables and also studies the limits of changes of the dependent variable with respect to the limits of changes of the independent variables, it is among correlational researches. In this study, the data analysis method is dynamic data panel method, GMM approach.

Findings: The results related to the role of corporate governance in the capital structure of companies show that the indicators of corporate governance such as; The dual duties of the CEO, the diversity of the board of directors, the independence of the board of directors, the gender of the CEO, the ownership of the board of directors, and the ownership of the CEO and the board of directors have a role in influencing the company's capital structure. On the other hand, the results related to the role of behavioral factors in the capital structure of companies show that behavioral indicators such as; Overconfidence, management ability, managers' personality type, optimism, management tenure, narcissism, conservatism and short-sightedness have a role in influencing the company's capital structure.

Conclusion and discussion: The efficient market hypothesis, which underlies conventional economic theory, is based on logical assumptions about efficient markets and profit maximization. However, the efficient market hypothesis is often unable to explain the chaotic phenomena observed in financial markets.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

فصلنامه حسابداری مالی
سال پانزدهم، شماره ۵۸، تابستان ۱۴۰۲، ص ۴۳-۲۱
تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۵/۱۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۰/۱۱

مقاله پژوهشی

تحلیل نقش عوامل رفتاری و حاکمیت شرکتی در ساختار سرمایه شرکت‌ها

احسان احمدی
دانشجوی دکتری مهندسی مالی، دانشکده مهندسی صنایع و سیستم‌ها، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.
ahmadi.ehsan@modares.ac.ir

پرستو محمدی *
استادیار اقتصاد، دانشکده مهندسی صنایع و سیستم‌ها، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.
p.mohammadi@modares.ac.ir

فریماه مخاطب رفیعی
دانشیار مهندسی مالی، دانشکده مهندسی صنایع و سیستم‌ها، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.
f.mokhatab@modares.ac.ir

چکیده:
شکل‌گیری ساختار سرمایه یکی از چالش‌برانگیزترین مسائل پیش روی شرکت‌ها بوده و حیاتی‌ترین تصمیم در مورد ادامه بقای آنها است. ساختار سرمایه در عین حال که می‌تواند محرک رشد و توسعه شرکت‌ها باشد، توانایی تخریب منافع سهامداران را نیز دارد چراکه مدیران و سهامداران لزوماً در جهت منافع یکدیگر قدم برنمی‌دارند و عدم کنترل آن، تأثیر مستقیم بر کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد بنگاه خواهد گذاشت. از طرفی، کیفیت حاکمیت شرکتی و منافع مدیران، مهم‌ترین عواملِ تشکیلِ ساختار سرمایه شرکت‌هاست، چراکه مدیریت درباره نحوه تأمین مالی تصمیم‌گیری می‌کند بر این اساس سهامداران به‌عنوان ذی‌نفع اصلی با توسل به راهکارهای گوناگون قصد نظارت بر مدیریت شرکت‌ها را دارند. بر این اساس مطالعه حاضر با هدف تحلیل نقش عوامل رفتاری و حاکمیت شرکتی در ساختار سرمایه شرکت‌ها و با استفاده از داده‌های سالانه ۱۸۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۴۰۰ و با بهره‌گیری از روش گشتاورهای تعمیم یافته انجام شده است. در این پژوهش جهت استخراج و شناسایی متغیرهای رفتاری از رویکرد کیفی و ابزار مصاحبه با خبرگان استفاده شده است. نتایج مربوط به نقش حاکمیت شرکتی در ساختار سرمایه شرکت‌ها نشان می‌دهد که شاخصه‌های حاکمیت شرکتی همچون؛ دوگانگی وظایف مدیرعامل، تنوع هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، جنسیت مدیرعامل، مالکیت هیئت‌مدیره و مالکیت مدیرعامل و هیئت‌مدیره اثری مثبت بر ساختار سرمایه شرکت دارند. در طرف دیگر، نتایج مربوط به نقش عوامل رفتاری در ساختار سرمایه شرکت‌ها نشان می‌دهد که شاخصه‌های رفتاری همچون؛ بیش اطمینانی، توانایی مدیریت، تیپ شخصیتی مدیران، خوش‌بینی، دوره تصدی مدیریت، خودشیفتگی، محافظه‌کاری و کوته‌بینی اثری منفی بر ساختار سرمایه شرکت دارند.

واژه‌های کلیدی: عوامل رفتاری، حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه، گشتاورهای تعمیم یافته.

---

* نویسنده مسئول

احمدی، احسان، محمدی، پرستو، مخاطب رفیعی، فریماه. (۱۴۰۲). تحلیل نقش عوامل رفتاری و حاکمیت شرکتی در ساختار سرمایه شرکت‌ها. فصلنامه حسابداری مالی، ۱۵(۵۸): ۴۳-۲۱.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

مقدمه

تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه، یکی از چالش‌برانگیزترین و مشکل‌ترین مسائل پیش روی شرکت و حیاتی‌ترین تصمیم در مورد ادامه بقای آنها است. ساختار سرمایه نامناسب برای هر شرکتی و به‌طور خاص در مورد شرکت‌ها، همه زمینه‌های فعالیت یک شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و می‌تواند منجر به بروز مسائلی نظیر عدم کارایی در بازاریابی محصولات، عدم کارآمدی و ناتوانی در بکارگیری منابع مالی و موارد مشابه شود. در کشور ایران اکثر پژوهش‌ها بر تعیین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها متمرکز می‌شود (پور زمانی، جهانشاد، نعمتی و فرهودی زارع، ۱۳۸۹؛ آقایی، کاظم پور و منصورلکوج، ۱۳۹۳). علی شاه، بات و حسن* (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 هیئت‌مدیره گرفته می‌شود، مانند تأمین مالی خارجی تأثیر با اهمیتی داشته باشد؛ بنابراین متغیرهای حاکمیت شرکتی مانند ترکیب هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و اندازه هیئت‌مدیره می‌تواند تأثیر با اهمیتی بر تصمیمات ساختار سرمایه داشته باشد (فتاحی نافچی و خواجه وند کاجی، ۱۳۹۷). تنش بین حقوق فرد و سازمان‌ها یکی از مشکلات بنیادی جوامع معاصر بوده است. هم اکنون در سرتاسر جهان بازارهای مالی و شرکت‌های قدرتمند سهامی به نحو چشم‌گیری رشد می‌کنند. در برابر این رشد، باید ابزارهای قانونی و نظارتی هدفمند نیز برای مسئولیت‌پذیری و پاسخگویی شرکت‌ها وجود داشته باشد. موضوع حاکمیت شرکتی نیز در همین چارچوب طراحی شده است. نظام حاکمیت شرکتی واکنشی است به مسئله نمایندگی که از جدایی مالکیت از مدیریت ناشی می‌شود. جدایی مالکیت از مدیریت یا به عبارتی معمول‌تر، جدایی مالکیت از کنترل شرکت‌ها، خود ناشی از دو علت عمده است؛ اول این که هر یک از مشارکت‌کنندگان، اهداف و ترجیحات متفاوتی دارند و دیگر این که هر کدام اطلاعات کاملی در مورد اقدامات، دانش و ترجیحات دیگری ندارند. بدیهی است این تفکیک، با فرض سازوکارهای مؤثر اجرایی حاکمیت شرکتی، این امکان بالقوه را به وجود می‌آورد که مدیران تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در راستای منافع خود و عکس منافع سهامداران باشد. رسوایی‌های مالی در شرکت‌هایی چون انرون، ورلدکام و تیکو آمریکا و شرکت‌های دیگری از کشورهای فرانسه، ایتالیا و استرالیا، نمونه‌هایی است که منجر به شکل‌گیری نظام حاکمیت شرکتی حسب ضرورت‌های کشورهای پیشرفته اقتصادی است. بدین ترتیب در پی این ضرورت و به دلیل سرمایه‌گذاری مستقیم و حضور شرکت‌های سهامی چند ملیتی در کشورهای در حال توسعه و در عین حال لزوم استقرار نظام حاکمیت شرکتی و طبعاً بهره‌مندی از فواید آن، نظام حاکمیت شرکتی به کشورهای در حال توسعه نیز راه یافته است. به تدریج با کم‌رنگ شدن اختیار اعمال حاکمیت مستقیم مالکین بر شرکت، کنترل به گروه‌های دیگر که هیئت‌مدیره‌ها و مدیران را تشکیل می‌دهند سپرده می‌شود. لذا می‌توان انتظار داشت که هرگونه تغییری در اجرای ساختار حاکمیت شرکتی بر تغییر مسیر راهبری و عملکرد آنها و نیز افزایش یا کاهش هزینه‌های نمایندگی بیانجامد (خیرالدین، صلحی، الجبر و جربویی†، ۲۰۲۰). از آنجا که سرمایه‌گذاران خواستار آن هستند که شرکت‌ها اصول حاکمیت شرکتی را برای رسیدن به بازده‌های سرمایه‌گذاری بهتر و کاهش هزینه‌های نمایندگی اجرا کنند؛ لذا در اکثر مواقع، حاضرند به شرکت‌ها مبالغ بیشتری بپردازند تا استانداردهای حاکمیتی سالم داشته باشند. به همین قیاس، گزارش حاکمیت شرکتی یکی از مهم‌ترین ابزارها برای تصمیم‌های سرمایه‌گذاران است (سلطانی و رحیمی، ۱۳۹۹).

چندین رویکرد مختلف وجود دارد که نظریه ساختار سرمایه را تشکیل می‌دهد؛ اما به نظر می‌رسد تاکنون هیچ‌یک از آنها در عمل غلبه نداشته است. انبوهی از شواهد تجربی متناقض به‌طور مداوم سؤالاتی را در مورد اعتبار هر یک از رویکردها به وجود می‌آورد تا پژوهشگران عمیقاً بر روی عوامل واقعی تعیین‌کننده ساختار سرمایه در عمل متمرکز شوند. در طول سال‌های گذشته، پژوهشگران بیش از تحلیل کمّی در تلاش برای حل مسائل مالی، بیشتر بر درک منبع تصمیم‌گیری مالی، یعنی عامل انسانی تمرکز کرده‌اند. این تجزیه و تحلیل خاص پژوهشگران را به این نتیجه رسانده است که رفتار مالی متکی بر پیش‌فرض‌های متفاوت از مفاهیمی است که تصور می‌شد نظریه مالی نئوکلاسیک‡ فرض کرده باشد. به‌طور خاص، تردید

* Ali Shah, Butt & Hassan
† Khaireddine, Salhi, Aljabr & Jarboui
‡ Neoclassical

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

زیادی وجود دارد که فرض عقلانیت در رویه واقع‌گرایانه تصمیم‌گیری عملی وجود داشته باشد. این دقیقاً همان‌جایی است که رفتار مالی شرکت‌ها ظهور می‌کند. این مفروضات رفتاری بالقوه واقع‌بینانه‌تر در مورد تصمیمات مختلف مالی را جایگزین فرضیات عقلانیت سنتی می‌کند. علاوه بر این، اعتبار نظریه نئوکلاسیک به‌طورجدی توسط نتایج و نتیجه‌گیری‌های مختلفی که از تحقیق به‌اصطلاح روش‌شناسی کیفی ناشی می‌شود، تهدید می‌شود و فضای بیشتری را برای سایر تئوری‌های رفتار مالی، به‌عنوان مثال رویکرد پساکینزی*، برای ارائه توضیحات خود در مورد نحوه تصمیم‌گیری و در نتیجه نحوه شکل‌گیری رفتار مالی در نظر می‌گیرد (واسیلیو و داسکالاکیس†، ۲۰۰۹). توجه به مالی رفتاری به علت گرایش بیشتر به حوزه رفتاری و روانشناسی روبه افزایش است، از علل این توجه روزافزون یک سری معماهای مالی است که ذهن متفکرین را به خود مشغول کرده و روز به روز بر تعداد آنها افزوده می‌شود (خطیری، تقی پوریان و غلامی جمکرانی، ۱۳۹۷؛ کامران راد، دارابی، امام وردی و جعفری، ۱۳۹۹). برخی از عوامل از جمله احساسات یا ترجیحات بر قیمت‌های بازار نیز اثر می‌گذارند. مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روان‌شناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می‌دارد که روان‌شناسی در تصمیم‌گیری مالی نقش ایفا می‌نماید. از آنجا که خطاهای شناختی و ادراکی بر نظریات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند، بنابراین می‌توانند بر گزینه‌های مالی نیز اثرگذار باشند. ارتباط بین علم مالی و سایر رشته‌های علوم اجتماعی که به‌عنوان روان‌شناسی مالی معروف شده است، باعث شده که پژوهشگران بررسی‌های زیادی در خصوص رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و عکس‌العمل آنها در شرایط مختلف به عمل آورند. اساس و مرکز نظریه مالی عبارت است از مطالعه رفتار عوامل در نحوه تخصیص و آرایش منابع، از نظر زمانی و مکانی و در یک محیط نامطمئن زمان و عدم اطمینان دو عامل کلیدی هستند که رفتار مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهند. چنانچه بر اساس نظر مرتون‡، عامل اصلی رفتار است: «رفتار عوامل» و «رفتار مالی» (فرانک و مک گان§، ۲۰۰۲). به‌طور کلی می‌توان گفت مالیه رفتاری ترکیبی از اقتصاد کلاسیک و مالی، با روان‌شناسی و علوم تصمیم‌گیری است که به دنبال توضیح و تشریح پدیده‌های غیرعادی مشاهده شده در حوزه مالی است (فولر**، ۲۰۰۰). موضوع مالیه رفتاری در دو دهه اخیر به‌عنوان مهم‌ترین بحث مالی بوده است و توجه محققان مالی و اقتصادی به این زمینه در حال افزایش است. در چند سال اخیر تعداد بیشتری از صاحب‌نظران مالی پذیرفته‌اند که انتظارات سرمایه‌گذاران از بازار کاملاً عقلایی نیست (هیرشلیفر و لو††، ۲۰۰۱). در الگوی اقتصاد مالی سنتی فرض می‌شود که تصمیم‌گیرندگان کاملاً عقلایی عمل می‌کنند و همیشه به دنبال بیشینه کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند؛ به عبارت دیگر دو پایه اصلی در پارادایم سنتی مالی، عقلانیت کامل عوامل و تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار است. درحالی‌که در مالیه رفتاری عنوان می‌شود که برخی پدیده‌های مالی را احتمالاً می‌توان با به‌کارگیری مدل‌هایی که در آنها برخی عوامل موجود در اقتصاد کاملاً عقلایی نیستند، درک کرد. در برخی مدل‌های مالیه رفتاری، عوامل اعتقاداتی دارند که به‌طور کامل صحیح نیستند و در غالب موارد علت چنین اعتقاداتی، وجود اشتباه در به‌کارگیری قانون بیز است (اسچینکاس‡‡، ۲۰۱۱).

نظریات ساختار سرمایه و انتخاب اهرم بدهی و سرمایه برای تأمین مالی بنگاه‌ها از دهه ۱۹۵۰ مطرح شده و طی سال‌های اخیر جنبه‌های تأثیر حاکمیت شرکتی بر نوع تصمیم‌گیری مدیران و هیئت‌مدیره‌ها مورد توجه قرار گرفته است. در سطح حاکمیت شرکتی ساختار سرمایه به شکل تأثیر تنوع جنسیتی بر حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفته و بخش‌های دیگری همچون چگونگی تأثیر اعضای هیئت‌مدیره، تعداد اعضا، نحوه تعامل، میزان تمرکز مالکیت سهام بر روی ساختار سرمایه کمتر مورد توجه قرار نگرفته است. از طرف دیگر با توجه به ساختار دولتی گسترده اقتصاد ایران، مالکیت بخش خصوصی و دولتی در هیئت‌مدیره شرکت‌ها و چگونگی تأثیر آن بر ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌تواند موضوعی جذاب برای پژوهش باشد. با توجه به علاقه فعلی به مطالعه سوگیری‌های روان‌شناختی در رفتار مالی و به دلیل اطلاعات اندک در مورد مداخلات در تصمیم‌گیری

* Post-Keynesian
† Vasiliou & Daskalakis
‡ Merton
§ Frankfurter & McGoun
** Fuller
†† Hirshleifer & Luo
‡‡ Schinckus

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

شرکت‌ها از نظر ساختار سرمایه، این مطالعه عوامل شناختی را با تأثیرات مستقیم بر ساختار سرمایه ارزیابی می‌کند؛ بنابراین هدف اصلی این مطالعه بررسی اثر حاکمیت شرکتی و عوامل رفتاری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این مطالعه پس از ارائه مقدمه مطرح شده، در ادامه و در قسمت ۲ ادبیات پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است. در قسمت ۳ روش پژوهش و در قسمت‌های ۴ و ۵ به ترتیب نتایج و بحث بیان شده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ساختار سرمایه یکی از بحث‌برانگیزترین موضوعات در امور مالی شرکت‌ها است. چندین رویکرد مختلف وجود دارد که نظریه ساختار سرمایه را تشکیل می‌دهند. با این حال به نظر می‌رسد هیچ‌یک از آنها در عمل تاکنون غالب نشده‌اند. انبوهی از شواهد تجربی متناقض به‌طور مداوم سؤالاتی را در مورد اعتبار هر رویکرد ایجاد می‌کند که محققان را به تمرکز عمیق‌تر بر عوامل واقعی تعیین‌کننده ساختار سرمایه در عمل سوق می‌دهد. در طول سال‌های گذشته، محققان بیشتر بر درک منبع تصمیم‌گیری مالی، یعنی عامل انسانی، تمرکز کرده‌اند تا تجزیه و تحلیل مجموعه‌ای از اعداد در تلاش برای حل مسائل مالی (ماندی و کار*، ۲۰۲۲). در برخی تحلیل‌ها محققان به این نتیجه رسانده است که رفتار مالی بر مفروضاتی متفاوت از مفروضات نظریه مالی نئوکلاسیک متکی است. به‌طور خاص، شک زیادی وجود دارد که فرض عقلانیت در رویه واقع‌بینانه تصمیم‌گیری عملی وجود دارد. این دقیقاً جایی است که امور مالی رفتاری پدیدار می‌شود. این مفروضات سنتی عقلانیت را با مفروضات رفتاری بالقوه واقعی‌تر در مورد تصمیمات مالی مختلف جایگزین می‌کند. علاوه بر این، اعتبار نظریه نئوکلاسیک به‌طورجدی توسط نتایج و نتیجه‌گیری‌های مختلفی که از تحقیقات به‌اصطلاح روش‌شناسی کیفی ناشی می‌شود، به‌طورجدی مورد تهدید قرار می‌گیرد و فضای بیشتری را برای سایر نظریه‌های رفتار مالی، به‌عنوان مثال رویکرد پساکینزی، می‌گذارد تا توضیحات خود را در زمینه نحوه تصمیم‌گیری و در نتیجه نحوه شکل‌گیری رفتار مالی ارائه کنند (واسیلیو و داسکالاکیس، ۲۰۰۹).

رفتارگرایی در امور مالی با مکانیسم‌های تأثیرگذار بر انتخاب‌ها و قضاوت‌های افراد سروکار دارد. این مکانیسم‌ها به دو گروه تقسیم می‌شوند: ۱) تعصبات و شهود و ۲) جلوه‌های کادربندی. اساس رفتارگرایی در امور مالی، اجرای تحقیق در مورد تصمیم‌گیری توسط مدیر مالی و تمرین این فرآیند تصمیم‌گیری خطرناک است. این منجر به این می‌شود که نقص تصمیمات تجاری به‌شدت با آسیب‌پذیری‌های روانی انسان مرتبط است. فراتر از درک ساده روانشناسی مدیر، مطالعه رفتارگرایی در امور مالی با هدف ایجاد ارزش از طریق تبدیل آسیب‌پذیری‌های انسانی-روانی به اهرم‌های مالی انجام می‌شود؛ بنابراین، مطالعات نشان داده چگونه سوگیری‌ها همراه با میانبرهای ذهنی (شهود) که اغلب به‌عنوان یک قانون قابل‌حذف در نظر گرفته می‌شود، بر معادله سود/زیان شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد (الهیان و آنگید†، ۲۰۲۲).

نظریه رده بالاتر‡ همبریک و ماسون§ (۱۹۸۴) تأکید می‌کند که اقدامات مدیران عامل بر اساس پیش‌فرض عقلانیت محدود است. تحت این شرایط، تصمیمات شرکت‌ها توسط اطلاعات موجود و توانایی مدیرعامل در تفسیر اطلاعات محدود می‌شود؛ به عبارت دیگر، توانایی تصمیم‌گیری آنها تحت تأثیر پایه‌های شناختی و ارزش‌هایی است که دارند. اینها به‌نوبه خود می‌توانند تحت تأثیر ویژگی‌های جمعیت شناختی خود قرار گیرند (چوا، رازاک، نصیر و یحیی**، ۲۰۲۲). در همین حال، نظریه مبتنی بر منبع†† نیز اهمیت شایستگی مدیرعامل را به‌عنوان منبع اصلی کارایی و رقابت شرکت‌ها تشخیص داد (وو، وو، تسای و لی‡‡، ۲۰۱۷). شایستگی آنها به دانش و مهارت‌هایی بستگی دارد که در طول زمان یاد می‌گیرند و انباشته می‌کنند. بر اساس نظریه رده بالاتر، توانایی مدیران عامل می‌تواند با مهارت‌هایی که دارند منعکس شود (همبریک و ماسون، ۱۹۸۴).

---

* Mundi & Kaur
† Alhiane & Angade
‡ Upper Echelon Theory
§ Hambrick & Mason
** Chua, Razak, Nassir & Yahya
†† Resource-Based Theory
‡‡ Wu, Wu, Tsai & Li

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

ادبیات گسترده‌ای در مورد نقش تعریف شده و ساختار هیئت‌مدیره و سهم آن در عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. هیئت‌مدیره طیف گسترده‌ای از وظایف تجاری را در دو حوزه کلیدی انجام می‌دهد، عملکرد کلی شرکت‌ها و انطباق کلی با استانداردهای حسابداری و سایر شرکت‌ها (وودهوس و ماترولیو*، ۲۰۱۳؛ پیژی و رمضان،† ۲۰۲۰). حضور مدیران مستقل در هیئت‌مدیره بهتر است زیرا آنها نقش محوری را در رعایت قوانین و حفظ منافع سهامداران ایفا می‌کنند (فاما و جنسن‡، ۱۹۸۳). به نظر زهرا و استنتون§ (۱۹۸۸)، مدیران نسبتاً مستقل بیشتر مطیع قوانین هستند و بیشتر نگران مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها هستند. کمیته‌های حسابرسی سازمان‌یافته و استانداردهای حسابرسی شرکت‌ها نیز کمک مثبتی به انطباق با مقررات داشتند (برندر، یزیراج و فراگنیر**، ۲۰۱۵). کمیته‌های حسابرسی به‌طورمعمول عملکرد حسابداری بخش را مطابق با استانداردهای گزارشگری حسابداری هدایت می‌کنند. بررسی‌های معمول در بخش حسابداری به ارتقای عملکرد مالی شرکت‌ها کمک می‌کند. محققان تأیید کردند که شرکت‌ها باید اکثریت مدیران مستقل، کمیته‌های جبران خسارت، حاکمیت و حسابرسی را در هیئت‌مدیره برای افزایش عملکرد مالی داشته باشند (وافز††، ۱۹۹۹). با این حال، هیئت‌مدیره همچنین مسئول ایجاد بهترین ساختار سرمایه با ترکیب مناسب حقوق صاحبان سهام و بدهی است، زیرا ساختار سرمایه شرکت در مورد سود و رشد آینده شرکت‌ها تصمیم می‌گیرد (بردلی، جارل و کیم‡‡، ۱۹۸۴). حکمرانی خوب و ساختار مالکیت متعادل به ایجاد ساختار سرمایه مناسب کمک می‌کند و در نتیجه شرکت‌ها سود بیشتری تولید می‌کنند. هزینه بالای تأمین مالی بدهی به دلیل جریان‌های نقدی بالاتر در قالب هزینه‌های بهره، فشار نزولی بر شرکت‌ها وارد می‌کند؛ بنابراین، معمولاً بررسی می‌شود که تأمین مالی نسبتاً متعادل یا تا حدودی بالا برای رشد و عملکرد سازمان‌ها بهتر است (احمدشیخ و وانگ§§، ۲۰۱۲).

ساختار هیئت‌مدیره مجموعه‌ای از افراد با تخصص‌های مختلف است که به‌طور مشترک عملیات شرکت‌ها را هدایت می‌کنند. ادبیات از اعضای هیئت‌مدیره‌ای با مهارت‌های مختلف و همچنین ترکیبی عالی از مدیران داخلی و خارجی پشتیبانی می‌کند (جکلینگ و جول***، ۲۰۰۹؛ ساندارامورتی و لویز†††، ۲۰۰۳). به‌طور مشابه، مطالعات همچنین ثابت کرده‌اند که هیئت‌مدیره متشکل از اعضای هیئت‌مدیره مستقل و زن هستند که هر دوی آنها تأثیر بیشتری بر عملکرد مالی شرکت‌های بزرگ و کوچک دارند، اما سن اعضای هیئت‌مدیره و اندازه هیئت‌مدیره به‌طور قابل‌توجهی به رفاه مالی شرکت‌ها کمک نمی‌کند (بان‡‡‡، ۲۰۰۴). یک تحقیق جدید همچنین ادعا می‌کند که شرکت‌ها متنوع‌تر هستند و جداسازی رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل در یک شرکت برای عملکرد پایدار مفیدتر است، درحالی‌که حضور مدیران مستقل برای عملکرد پایدار مضر است (ناکیتی§§§، ۲۰۱۹). همه این شواهد ادعا می‌کنند که بدون حکمرانی خوب، احتمال تقلب و شکست مدیریت زیاد است، اما به نظر نمی‌رسد که ساختار خوب برای عملکرد شرکت‌ها واقعاً تضمین شود. این بدان معناست که رابطه بین ساختار حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه و عملکرد هنوز به درستی پیش‌بینی نشده است و هنوز می‌توان به‌طور کامل درک کرد (پیژی و رمضان، ۲۰۲۰).

مطالعات متعددی به نقش عوامل رفتاری در ساختار سرمایه پرداخته‌اند. سلطانی و رحیمی (۱۳۹۹) در مطالعه خود به بررسی نقش تعدیلگر ویژگی‌های شرکت در تأثیرگذاری حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی هیچ تأثیری بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌ها ندارد و از بین متغیرهای ویژگی‌های شرکت فقط رشد شرکت بر رابطه حاکمیت شرکتی و ساختار

---

* Woodhouse & Matruglio
† PeiZhi & Ramzan
‡ Fama & Jensen
§ Zahra & Stanton
** Brender, Yzeiraj & Fragniere
†† Vafeas
‡‡ Bradley, Jarrell & Kim
§§ Ahmed Sheikh & Wang
*** Jackling & Johl
††† Sundaramurthy & Lewis
‡‡‡ Bonn
§§§ Naciti

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

سرمایه و عملکرد مالی تأثیر دارد. درویشی، محسنی و زندیه (۱۳۹۹) در مطالعه خود به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت و نقش میانجی ساختار سرمایه پرداختند. یافته‌های نهایی پژوهش حاکی از آن است که ساختار سرمایه نقش میانجی در رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت دارد. سایر نتایج نشان داد، ساختار سرمایه در رابطه بین تمامی ابعاد حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت، رابطه معناداری ندارد. احمدی، آهنگری و حاجب (۱۳۹۸) در مطالعه خود به بررسی تأثیر هم‌زمان حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کیفیت سود با نقش میانجی ساختار سرمایه و عملکرد مالی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی به‌طور مستقیم و غیرمستقیم (از طریق متغیر میانجی عملکرد مالی) بر کیفیت سود تأثیر مثبت معنادار دارند؛ اما از طریق متغیر میانجی ساختار سرمایه، به‌طور معناداری تأثیر منفی می‌گذارند. به‌علاوه یافته‌ها نشان‌دهندهٔ این است که تأثیر مستقیم حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کیفیت سود، قوی‌تر از تأثیر غیرمستقیم آنهاست. لیو، لیو و وی* (۲۰۲۲) دریافتند که شرکت‌های چینی دارای محدودیت مالی، افزایش قابل‌توجهی در اهرم مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی نشان می‌دهند. نتایج آنها نسبت به سه معیار جایگزین محدودیت مالی قوی است: دارایی‌های مشهود، ساختار مالکیت و اندازه شرکت. این یافته با فرضیه محدودیت مالی مطابقت دارد که بیان می‌کند وام‌دهندگان مایل‌اند اعتبار بیشتری را به شرکت‌های محدود مالی ارائه دهند، با توجه به اینکه قانون حقوق طلبکاران را تقویت می‌کند. کام و اوزر† (۲۰۲۲) دریافتند که شرکت‌هایی که در کشورهایی با حاکمیت قوی‌تر فعالیت می‌کنند، اهرم خود را کاهش می‌دهند درحالی‌که سررسید بدهی خود را افزایش می‌دهند. به‌طور خاص، آنها نشان می‌دهند که آنها اتکای خود را به انتشار بدهی کوتاه‌مدت کاهش می‌دهند درحالی‌که اتکای خود را به بدهی بلندمدت و انتشار سهام در تأمین مالی هزینه‌های سرمایه افزایش می‌دهند. چوا و همکاران (۲۰۲۲) نشان دادند که اول، مدل اهرم هدف با گنجاندن ویژگی‌های مدیرعامل، ۲۲٪ از سرعت تعدیل را به سمت اهرم هدف به همراه داشت و دوم، نتیجه نشان داد که بهبود تحصیلات و تجربه مدیرعامل با یک انحراف استاندارد منجر به افزایش سرعت تعدیل به میزان ۳/۳۷٪ و ۰/۱۷٪ شد؛ بنابراین، نتایج با این نظریه سازگار بود که به موجب آن تحصیلات و تجربه مدیران عامل تعیین‌کننده بالقوه ساختار سرمایه پویا بود. شیا، چان، کائو و تان‡ (۲۰۲۱) نشان دادند که همان‌طور که انتظار می‌رود، هنگامی که یک شرکت در یک منطقه با اعتماد اجتماعی بالا (با اعتماد عمومی یا شخصی) واقع شده است، سریع‌تر به سمت ساختار سرمایه موردنظر خود حرکت می‌کند. علاوه بر این، نتایج نشان داد که چنانچه این شرکت قبلاً دارای محدودیت‌های مالی سخت‌گیرانه بوده باشد اعتماد شخصی آن را تعدیل می‌کند. تجزیه و تحلیل اضافی نشان می‌دهد که تأثیر اعتماد اجتماعی بر پویایی ساختار سرمایه عمدتاً از طریق بدهی است تا حقوق صاحبان سهام. چائوهان، جاسوال و گویال§ (۲۰۲۱) دریافتند که اعتماد اجتماعی با نسبت اهرمی رابطه معکوس دارد. همچنین مشاهده می‌کنند که اعتماد اجتماعی می‌تواند جایگزین نهادهای رسمی شود و بنابراین، تأثیر اعتماد اجتماعی برای شرکت‌های مستقر در کشورهایی با نهادهای قانونی قوی ضعیف‌تر است. یانگ، گان و وین**(۲۰۲۱) دریافتند که هزینه‌های مازاد بدهی در حضور مخاطرات اخلاقی مدیریتی جدی‌تر می‌شوند. چنین هزینه‌هایی حتی بیش از نیمی از کل هزینه‌های نمایندگی را در سطح بالایی از جریان نقدی تشکیل می‌دهند. علاوه بر این، مدل آنها یک رابطه یو شکل بین نسبت اهرم و فرصت‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت را پیش‌بینی می‌کند که ناشی از خطر اخلاقی مدیران است. دانسو، فوسو، اوسوآگی، نتیم و آدگبیت††(۲۰۲۱) دریافتند که نظریات ساختار سرمایه پیشین در کشور ژاپن نیز قابل اثبات بوده و می‌توان بر اساس آنها نتیجه‌گیری‌های لازم را انجام داد؛ به عبارت دیگر علیرغم ویژگی‌های خاص شرکت‌های موجود در ژاپن، نظریات ساختار سرمایه در این کشور نیز قابل اثبات است. بحران‌های مالی به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای بر میزان اهرم مورد استفاده شرکت تأثیرگذار است. پژوهشگران برای این بخش تأثیر بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ بر ساختار سرمایه شرکت‌های ژاپنی را مورد بررسی قرار دادند. میزان و شدت

* Liu, Liu & Wei
† Çam & Özer
‡ Xia, Chan, Cao & Tan
§ Chauhan, Jaiswall & Goyal
** Yang, Gan & Wen
†† Danso, Fosu, Owusu-Agyei, Ntim & Adegbite

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

رقابت در بازار بر میزان اهرم شرکت‌ها مؤثر است. موگها و ویلیامز* (۲۰۲۱) دریافتند که فرهنگ ملی شرکت‌ها بر انتخاب بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت آنها نسبت به ارزش دفتری و بازار سهام تأثیر می‌گذارد. تأثیر بر ساختارهای سرمایه کوتاه‌مدت بیشتر از بلندمدت است. علاوه بر این، در بدهی کوتاه‌مدت به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و در بدهی بلندمدت به ارزش دفتری، حقوق صاحبان سهام اهمیت بیشتری دارد. رشید، هج و ایزدی† (۲۰۲۰) دریافتند که شرکت‌ها ساختار دارایی و فرصت‌های رشد را هنگام افزایش سرمایه بدهی به‌دقت در نظر می‌گیرند. از سوی دیگر، هنگامی که در کنار ابعاد فرهنگی مورد آزمایش قرار می‌گیرند، شرکت‌های اسلامی از کشورهایی با (الف) نمرات فاصله قدرت بالاتر، (ب) سطوح بالاتر فردگرایی، (ج) نمرات مردانگی بالاتر و (د) درجات پایین‌تری از اجتناب از عدم قطعیت برای بدهی بلندمدت نشان می‌دهند. سینگ و کانادحسن‡ (۲۰۲۰) دریافتند که رابطه بین فساد و اهرم، مثبت و معنادار است، به جز در چندک دهم که اثرات آن در چندک‌های بالاتر قوی‌تر است. به‌طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌ها تأمین مالی بدهی را ترجیح می‌دهند تا از تملک دارایی‌های خود محافظت کنند. چوی، چوی، چانگ و آن§ (۲۰۲۰) دریافتند که سطح بدهی‌های بنگاه پایین خواهد بود اگر میزان سهامداری سرمایه‌گذاری نهادی زیاد باشد؛ به عبارت دیگر آنها دریافتند که نظارت از طرف سرمایه‌گذار نهادی در نهایت منجر به استفاده کمتر از بدهی خواهد شد. همچنین آنها دریافتند که سطح مالکیت سهامدار نهادی بالا خواهد بود اگر سطح بدهی‌های آن بالا باشد. این پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح می‌دهند در شرکتی سرمایه‌گذاری کنند که میزان اهرم بالایی داشته باشد زیرا این سهامداران هزینه‌های نظارت خود را کاهش می‌دهند. در نهایت این پژوهشگران دریافتند که در درازمدت میزان مالکیت سهامداران نهادی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیرگذار خواهد بود. ژینگ** (۲۰۲۰) دریافتند که مالی رفتاری هم در بازارهای مالی توسعه یافته و هم در بازارهای نوظهور وجود دارد. این مطالعه بر چگونگی تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری فردی و ساختار سرمایه شرکت تمرکز دارد. در این مطالعه بارها به اعتماد به نفس زیاد اشاره شده است که باعث می‌شود سرمایه‌گذاران منفرد توانایی خود را بیش از حد ارزیابی کنند. آنها نشان می‌دهند، سرمایه‌گذاران همیشه سهام برنده گذشته را در بازارهای نوظهور انتخاب می‌کنند که به‌عنوان یک تورش در امور مالی رفتاری در نظر گرفته می‌شود. اگر مدیران و مدیرعامل در یک شرکت هنگام تصمیم‌گیری حیاتی تورش رفتاری داشته باشند، ساختار سرمایه شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. علاوه بر این، تورش رفتاری مدیرعامل، ارزیابی ادغام و تملک را منحرف خواهد کرد. ریز، میراندا و ورامارتینز†† (۲۰۱۹) دریافتند که رفتار مالی را می‌توان به‌عنوان یک ساختار شناختی ارزیابی کرد؛ بنابراین با استفاده از متغیرهای خاص می‌توان یک ساختار "مالی شناختی" چند بعدی ایجاد کردند. مدل آنها به توضیح چگونگی واکنش تصمیم‌گیرندگان در مقابل عدم اطمینان و شرایط محیطی می‌پردازد و تأثیر مستقیمی بر ارزیابی ضرر و زیان یا درآمد شرکت دارد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ذکر شده در قسمت قبل، فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

فرضیه اول: عوامل رفتاری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش مؤثری دارند.

فرضیه دوم: حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

این پژوهش ازاین‌رو که در پی یافتن رابطه معناداری بین متغیرهای پژوهش می‌باشد و همین‌طور به مطالعه حدود تغییرات متغیر وابسته با توجه به حدود تغییرات متغیرهای مستقل می‌پردازد، در زمره پژوهش‌های همبستگی قرار دارد؛ بنابراین روش

* Mogha & Williams
† Rashid, Hj & Izadi
‡ Singh & Kannadhasan
§ Choi, Choi, Chung & An
** Xing
†† Reyes, Miranda & Vera-Martinez

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی یک پژوهش از نوع همبستگی می‌باشد که برای کشف همبستگی بین متغیرها به روش پس‌رویدادی عمل خواهد شد. از نظر هدف، پژوهش حاضر از لحاظ نوع کار تحقیقاتی یک پژوهش کاربردی است که از اطلاعات واقعی و روش‌های مختلف آماری برای رد یا عدم رد فرضیه‌ها استفاده می‌کند و در حوزه تئوری اثباتی قرار می‌گیرد. در این مطالعه، روش تحلیل داده‌ها روش داده‌های تابلویی و رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته* می‌باشد. علت استفاده از مدل تابلویی پویا به‌جای مدل ایستا آن است که بر اساس مبانی نظری ساختار سرمایه می‌تواند متأثر از مقادیر سال قبل خود باشد که این دلیلی بر استفاده از مدل پویا است. در الگوهای داده‌های تابلویی پویا، متغیر وابسته با یک وقفه در سمت راست معادله ظاهر می‌شود. آنچه در این مدل‌ها مهم می‌باشد این است که حتی اگر ضریب وقفه متغیر وابسته چندان موردنظر و مهم نباشد، حضور این متغیر باعث خواهد شد که ضرایب سایر متغیرها به درستی برآورد شوند (بالتاجی†، ۲۰۰۵). هنگامی که در داده‌های تابلویی متغیر وابسته به‌صورت با وقفه در طرف راست ظاهر می‌شود، دیگر برآوردگرهای حداقل مربعات جزئی سازگار نیستند و باید به روش‌های برآورد دو مرحله‌ای 2SLS اندرسون و هیسائو‡ (۱۹۸۱) یا گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) آرلانو و باند§ (۱۹۹۱) متوسل شد. برآورد کننده 2SLS ممکن است به دلیل مشکل در انتخاب ابزارها، واریانس‌های بزرگ برای ضرایب به دست دهد و برآوردها از لحاظ آماری معنادار نباشند؛ بنابراین روش GMM دو مرحله‌ای توسط آرلانو و باند برای حل این مشکل پیشنهاد شده است (گل‌خندان و محمدیان منصور، ۱۳۹۵).

در این پژوهش، برای گردآوری اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده شد و برای یافتن روابط موجود بین متغیرهای مدل از تحلیل رگرسیونی و روش پانل دیتا استفاده شده است. همچنین به منظور دستیابی به اطلاعات مورد نیاز جهت پردازش فرضیه‌های پژوهش، از اطلاعات مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. دوره زمانی مطالعه، سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. مدل پژوهش با الهام از مطالعات؛ سینگ و کانادحسن (۲۰۲۰)، نگوین، بای، هوو و وو** (۲۰۲۰)، سوفانی و ترینس†† (۲۰۱۳)، صدیق، یوسف، آنسر، رشیدخان، سریانتو و همکاران‡‡ (۲۰۲۰)، ریبز و همکاران (۲۰۱۹) و رشید و همکاران (۲۰۲۰) به‌صورت مدل‌های ۱ و ۲ می‌باشد.

$$Lev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t-1} + \beta_2 MB_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tan_{i,t} + \beta_5 RA_{i,t} + \beta_6 Liq_{i,t} + \beta_7 Dep_{i,t} + \sum_{j=8}^{n} \beta_j X_{i,t} + \varepsilon$$

مدل (۱)

$$Lev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t-1} + \beta_2 MB_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Tan_{i,t} + \beta_5 RA_{i,t} + \beta_6 Liq_{i,t} + \beta_7 Dep_{i,t} + \beta_8 CEO_{i,t} + \beta_9 BDIV_{i,t} + \beta_{10} BIND_{i,t} + \beta_{11} BSize_{i,t} + \beta_{12} Women_{i,t} + \beta_{13} GCEO_{i,t} + \beta_{14} BO_{i,t} + \beta_{15} CO_{i,t} + \varepsilon$$

مدل (۲)

که **Lev**: اهرم مالی، **MB**: ارزش شرکت، **Size**: اندازه شرکت، **Tan**: دارایی‌های مشهود، **RA**: بازده دارایی، **Liq**: نقدینگی، **Dep**: استهلاک، **CEO**: دوگانگی وظایف مدیرعامل، **BDIV**: تنوع هیئت‌مدیره، **BIND**: استقلال هیئت‌مدیره، **BSize**: اندازه هیئت‌مدیره، **Women**: درصد زنان در هیئت‌مدیره، **GCEO**: جنسیت مدیرعامل، **BO**: مالکیت هیئت‌مدیره، **CO**: مالکیت مدیرعامل و هیئت‌مدیره، **X**: متغیرهای رفتاری و ε: نیز خطای مدل رگرسیونی می‌باشد.

ساختار سرمایه

در این مطالعه از اهرم مالی (Lev) به‌عنوان نماینده برای ساختار سرمایه استفاده شده است (سینگ و کانادحسن، ۲۰۲۰؛ نگوین و همکاران، ۲۰۲۰):

* Generalized Method of Moments
† Baltagi
‡ Anderson & Hsiao
§ Arellano & Bond
** Nguyen, Bai, Hou & Vu
†† Soufani & Terence
‡‡ Sadiq, Yousaf, Anser, Rashid Khan, Sriyanto & et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

مدل (۳)

$$\text{اهرم بازاری} = \frac{\text{کل بدهی}}{\text{کل بدهی} + \text{حقوق صاحبان سهام}}$$

حاکمیت شرکتی

در این مطالعه متغیرهای زیر بیانگر متغیر حاکمیت شرکتی می‌باشند (صدیق و همکاران، ۲۰۲۰؛ نگوین و همکاران، ۲۰۲۰):

۱. **دوگانگی وظایف مدیرعامل (CEO):** اگر شخصی هر دو سمت مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره را بر عهده دارد مقدار ۱ را در نظر گرفته و در غیر این صورت مقدار آن صفر در نظر گرفته می‌شود.
۲. **تنوع هیئت‌مدیره (BDIV):** نسبت زنان در بین مدیران.
۳. **اندازه هیئت‌مدیره (BSIZE):** تعداد کل مدیران در هیئت‌مدیره شرکت
٤. **استقلال هیئت‌مدیره (BIND):** درصد مدیران مستقل در هیئت‌مدیره
٥. **درصد زنان (WOMEN):** درصد زنان در هیئت‌مدیره
٦. **جنسیت مدیرعامل (GCEO):** مرد یا زن بودن مدیرعامل.
۷. **مالکیت هیئت‌مدیره (BO):** نسبت سهام در اختیار هیئت‌مدیره.
۸. **مالکیت مدیرعامل و هیئت‌مدیره (CO):** نسبت سهام در اختیار مدیرعامل و هیئت‌مدیره.

مالی رفتاری

بر اساس مطالعه ریز و همکاران (۲۰۱۹) جهت شناسایی متغیرهای رفتاری، در یک مرحله از پژوهش به خبرگان (شامل اعضای هیئت‌علمی دانشگاه‌ها و مدیران شرکت‌ها) با استفاده از ابزار مصاحبه مراجعه کرده و با استفاده از رویکرد دلفی، متغیرهای رفتاری استخراج گردیدند. روش دلفی بدین ترتیب انجام شده که در ابتدا گروهی از متخصصان بر اساس موضوع مورد بررسی انتخاب گردیدند. پس از تأیید همه اعضا، به هر یک پرسشنامه‌ای به همراه دستورالعمل‌هایی برای نظر دادن داده شد. پرسشنامه‌ها به محققان برگردانده شده تا نظرات را گروه‌بندی و رونوشتی از اطلاعات تهیه شود. رونوشتی از نظرات تدوین‌شده به همراه فرصتی برای اظهارنظر بیشتر در اختیار هر عضو قرار گرفت. پرسشنامه‌ها در پایان هر جلسه نظرخواهی به محق برگردانده شده که تصمیم شود آیا دوری دیگر لازم است یا که نتایج به‌دست‌آمده برای انتشار آماده هستند. تعداد دورهای پخش پرسشنامه در این مطالعه، ۲ دور بوده تا اعضا به یک اجماع و اتفاق‌نظر دست پیدا کنند. مشارکت‌کنندگان در مطالعه در بخش کیفی شامل مدیران عامل شرکت‌ها و اعضای هیئت‌علمی دانشگاه‌های تهران که در خصوص موضوع پژوهش آگاهی دارند، بودند. تعداد کلیه خبرگان مشارکت‌کننده در مطالعه ۲۸ نفر بودند. برای طراحی الگو در مرحله کیفی بر اساس راهبرد نمونه‌گیری هدفمند، تعدادی متخصص و خبره در امر حیطه پژوهش شناسایی شد و با توجه به معیار اشباع داده‌ها و تکرار اطلاعات با آنان مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته به عمل آمد. مصاحبه نیمه ساختاریافته یکی از پراهمیت‌ترین و پرکاربردترین نوع مصاحبه محسوب می‌شود که در شیوه کیفی از آن بهره‌گیری می‌شود. این مصاحبه به شکلی می‌باشد که محقق از افراد مختلف پرسش کرده و آنها می‌توانند به‌طور آزادانه و به هر طریقی که علاقه داشته باشد به این پرسش‌ها جواب دهند. بعد از به پایان رساندن پژوهش خود باید پاسخ‌ها را دسته‌بندی کنند. با استفاده از این شیوه مصاحبه، پژوهشگر سؤال‌های یکسانی را که توالی و جمله‌بندی آن بر اساس مبانی نظری از قبل تعیین شده بود، از تمام پاسخ‌دهندگان سؤال نمود. در موارد لازم، هنگام انجام مصاحبه، متناسب با شرایط و جو مصاحبه، سؤالات بیشتری پرسیده شد تا مصاحبه‌شوندگان اطلاعات گسترده‌تر و عمیق‌تری را در اختیار پژوهشگر قرار دهند.

متغیرهای کنترلی

بر اساس مطالعات سینگ و کانادحسن (۲۰۲۰)، رشید و همکاران (۲۰۲۰) و نگوین و همکاران (۲۰۲۰) متغیرهای زیر به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته می‌شود:

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

ارزش شرکت: لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان دوره مورد بررسی.
بازده دارایی: برابر است با درآمد خالص به‌کل دارایی‌ها.
نقدینگی: برابر است با دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری.
استهلاک: برابر است با استهلاک به بدهی‌های جاری.
اندازه شرکت: برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

یافته‌های پژوهش

بخش کیفی

برای شناسایی و انتخاب اعضای گروه از روش نمونه‌گیری گلوله برفی یا همان نمونه‌گیری زنجیره‌ای استفاده شده است. در حقیقت در این پژوهش ابتدا دو نفر از خبرگان شناسایی شدند و سپس از آنها خواسته شد تا متخصصان و خبرگان دیگر که به حوزه پژوهش اشراف دارند را معرفی کنند. با استفاده از نظرات آنها لیستی از ۴۰ خبره شناسایی شد که در زمینه مورد مطالعه تخصص داشتند. در گام بعدی فرم طراحی شده که شامل موضوع پژوهش، هدف پژوهش و مدت‌زمان و تعداد دوره‌های تقریبی پژوهش بود و این فرم در اختیار ۴۰ خبره شناسایی شده قرار داده شد و از آنها خواسته شد تا تمایل و موافقت خود را با مشارکت در پانل (مشارکت‌کنندگان) اعلام کنند. در مجموع تعداد ۳۲ نفر از خبرگان تمایل و موافقت خود را برای پژوهش نشان دادند. در نهایت نیز بر اساس اشباع نظری مفاهیم، نظر ۲۸ نفر در مدل پژوهش اعمال گردید.

پس از مراجعه به خبرگان و انجام مصاحبه با آنها، کدهای موجود در متن مصاحبه‌ها به‌صورت زیر استخراج گردیدند. مؤلفه‌های کلی پژوهش در چارچوب جدول (۱) در مرحله اول استخراج گردید.

جدول (۱): مؤلفه‌های کلی پژوهش

ردیف	مؤلفه‌های کلی
۱	بیش اطمینانی
۲	توانایی مدیریت
۳	تجربه مدیران
۴	جنسیت مدیران
۵	تحصیلات مدیرعامل
۶	درک از محیط کلان اقتصادی
۷	تقلید از دیگر مدیران برتر صنعت
۸	تیپ شخصیتی مدیران
۹	خوش‌بینی
۱۰	دوره تصدی مدیریت
۱۱	دانش مالی
۱۲	خودشیفتگی
۱۳	مشورت پذیری
۱۴	هوش تجاری
۱۵	انعطاف‌پذیر بودن در تصمیم‌گیری
۱۶	محافظه‌کاری
۱۷	فردگرایی در برابر جمع‌گرایی
۱۸	کوته‌بینی
۱۹	خطاهای ادراکی

منبع: یافته‌های پژوهش

پس از طراحی مؤلفه‌ها در چارچوب جدول ۱، مؤلفه‌ها نزد خبرگان ارسال گردید. در این مرحله از آنها درخواست شد که میزان موافقت خود با مؤلفه‌های موجود را با انتخاب نمره‌ای بین "۱" تا "۵" که بیانگر "کاملاً مخالف" تا "کاملاً موافق" می‌باشد، نشان دهند. معیار حذف مؤلفه‌ها، نمره کمتر از ۳ می‌باشد. بر اساس جدول (۲)، از میان مؤلفه‌های مرحله اول، مؤلفه‌های مشورت پذیری و فردگرایی در برابر جمع‌گرایی از مدل پژوهش حذف گردیدند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

جدول (۲): مؤلفه‌های کلی پژوهش در دور اول

ردیف	مؤلفه‌های کلی	میانگین نمره	وضعیت
۱	بیش اطمینانی	۴/۴	پذیرش
۲	توانایی مدیریت	۴/۳	پذیرش
۳	تجربه مدیران	۴/۲	پذیرش
۴	جنسیت مدیران	۳/۹	پذیرش
۵	تحصیلات مدیرعامل	۴/۲	پذیرش
۶	درک از محیط کلان اقتصادی	۴/۱	پذیرش
۷	تقلید از دیگر مدیران برتر صنعت	۴/۱	پذیرش
۸	تیپ شخصیتی مدیران	۴/۳	پذیرش
۹	خوش‌بینی	۴/۲	پذیرش
۱۰	دوره تصدی مدیریت	۳/۹	پذیرش
۱۱	دانش مالی	۴/۳	پذیرش
۱۲	خودشیفتگی	۴/۶	پذیرش
۱۳	مشورت پذیری	۲/۷	رد
۱۴	هوش تجاری	۳/۷	پذیرش
۱۵	انعطاف‌پذیر بودن در تصمیم‌گیری	۳/۹	پذیرش
۱۶	محافظه‌کاری	۴	پذیرش
۱۷	فردگرایی در برابر جمع‌گرایی	۲/۹	رد
۱۸	کوته‌بینی	۳/۹	پذیرش
۱۹	خطاهای ادراکی	۴/۲	پذیرش

منبع: یافته‌های پژوهش

پس از تعیین مؤلفه‌های کلی پژوهش و همچنین پالایش آنها توسط خبرگان، مؤلفه‌هایی در پژوهش باقی ماندند که امکان محاسبه عملیاتی آنها نیز فراهم باشد. همچنین برخی عوامل همچون جنسیت مدیران و تجربه مدیران به‌عنوان عامل تکراری حذف گردیدند. لذا در نهایت مؤلفه‌های حاضر در جدول (۳) به‌عنوان متغیرهای عوامل رفتاری در نظر گرفته شده است.

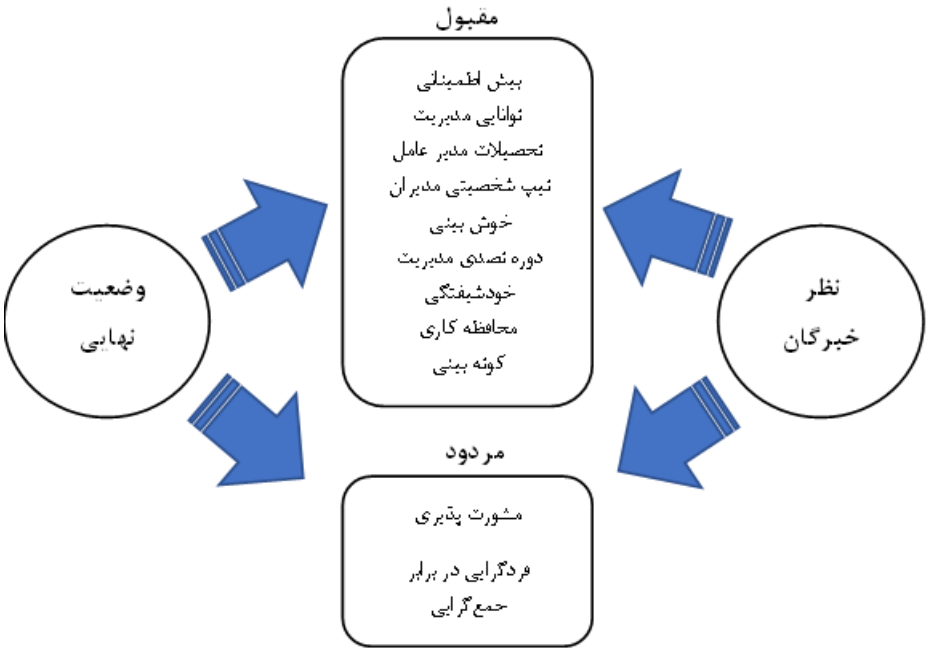
جدول (۳). مؤلفه‌های نهایی عوامل رفتاری

ردیف	مؤلفه‌های کلی	میانگین نمره	وضعیت از نظر خبرگان	وضعیت نهایی
۱	بیش اطمینانی	۴/۴	پذیرش	پذیرش
۲	توانایی مدیریت	۴/۳	پذیرش	پذیرش
۳	تجربه مدیران	۴/۲	پذیرش	رد
۴	جنسیت مدیران	۳/۹	پذیرش	رد
۵	تحصیلات مدیرعامل	۴/۲	پذیرش	پذیرش
۶	درک از محیط کلان اقتصادی	۴/۱	پذیرش	رد
۷	تقلید از دیگر مدیران برتر صنعت	۴/۱	پذیرش	رد
۸	تیپ شخصیتی مدیران	۴/۳	پذیرش	پذیرش
۹	خوش‌بینی	۴/۲	پذیرش	پذیرش
۱۰	دوره تصدی مدیریت	۳/۹	پذیرش	پذیرش
۱۱	دانش مالی	۴/۳	پذیرش	رد
۱۲	خودشیفتگی	۴/۶	پذیرش	پذیرش
۱۳	مشورت پذیری	۲/۷	رد	رد
۱۴	هوش تجاری	۳/۷	پذیرش	رد
۱۵	انعطاف‌پذیر بودن در تصمیم‌گیری	۳/۹	پذیرش	رد
۱۶	محافظه‌کاری	۴	پذیرش	پذیرش
۱۷	فردگرایی در برابر جمع‌گرایی	۲/۹	رد	رد
۱۸	کوته‌بینی	۳/۹	پذیرش	پذیرش
۱۹	خطاهای ادراکی	۴/۲	پذیرش	رد

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نتایج جدول (۳)، متغیرهای بیش اطمینانی، توانایی مدیریت، تحصیلات مدیرعامل، تیپ شخصیتی مدیران، خوش‌بینی، دوره تصدی مدیریت، خودشیفتگی، محافظه‌کاری و کوته‌بینی به‌عنوان متغیرهای عوامل رفتاری استخراج گردیدند. شکل (۱) وضعیت نهایی متغیرهای تحقیق را در مقابل وضعیت متغیرها از دیدگاه خبرگان به‌خوبی نشان می‌دهد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]



شکل (۱): مؤلفه‌های کلی پژوهش در مرحله نظر خبرگان

تعریف عملیاتی هر یک از این متغیرها به شرح زیر می‌باشد:

۱- بیش اطمینانی: سرمایه‌گذاری بیش از حد در مخارج سرمایه‌گذاری می‌تواند نشانه‌ای از بیش اعتمادی مدیران باشد. به همین دلیل در این پژوهش از مخارج سرمایه‌گذاری میانه گرفته و مقادیر بزرگ‌تر از میانه را که بیانگر بیش اعتمادی است عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را که بیانگر عدم بیش اعتمادی است، در نظر گرفته شده است (احمد و دالمن*، ۲۰۱۳).

۲- توانایی مدیریت: در این پژوهش به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از الگوی دمرجیان، لیو و مک وی† (۲۰۱۲) استفاده شده است. در این الگو، با استفاده از اندازه‌گیری کارایی شرکت و سپس وارد کردن آن در رگرسیون خطی چندمتغیره به‌عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌گردد. به منظور اندازه‌گیری کارایی شرکت، دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها استفاده کردند. مدل‌های تحلیل پوششی داده‌ها به دو دسته ورودی محور و خروجی محور تقسیم می‌شوند:

مدل (۴)
$$EFF = Max\theta = \frac{Sales}{v_1 CoGS + v_2 SG\&A + v_3 NetPPE + v_4 R\&D + v_5 Goodwill + v_6 Intant}$$

در این مدل، **CoGS**: بهای تمام شده کالای فروش رفته طی سال، **SG&A**: هزینه‌های عمومی، اداری و فروش طی سال، **NetPPE**: خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات در ابتدای سال، **R&D**: هزینه تحقیق و توسعه در طی سال، **Goodwill**: سرقفلی در پایان سال، **Intant**: خالص دارایی‌های نامشهود در پایان سال، **Sales**: فروش طی سال و **EFF**: کارایی شرکت است.

با توجه به اینکه جمع‌آوری اطلاعات مربوط به هزینه اجاره عملیاتی، هزینه تحقیق و توسعه و سرقفلی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا حد زیادی با محدودیت روبه‌رو می‌باشد، این متغیرها از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها حذف می‌شوند. در الگوی فوق برای هر یک از متغیرهای ورودی ضریب خاص v در نظر گرفته شده است؛ زیرا اثر همه ورودی‌ها بر خروجی (فروش) یکسان نیست. مقدار محاسبه شده برای کارایی شرکت در محدوده صفر تا یک قرار می‌گیرد که حداکثر کارایی برابر با یک و هرچه مقدار به‌دست‌آمده کمتر باشد، یعنی کارایی شرکت پایین‌تر است. هدف از محاسبه کارایی شرکت، سنجش توانایی مدیریت است و از آنجا که در محاسبات مربوط به کارایی، ویژگی‌های ذاتی شرکت نیز دخالت دارند، نمی‌توان توانایی مدیریت را به درستی اندازه‌گیری کرد؛ زیرا متأثر از این ویژگی‌ها، بیشتر یا کمتر از مقدار واقعی محاسبه

* Ahmed & Duellman
† Demerjian, Lev & McVay

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

می‌شود. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) به منظور کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت در الگوی خود، کارایی را به دو بخش جداگانه، یعنی کارایی بر اساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت تقسیم کرده‌اند. آنها این کار را با استفاده از کنترل پنج ویژگی ذاتی شرکت (اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقد آزاد شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و فروش خارجی (صادرات) شرکت) انجام داده‌اند. هر یک از این پنج متغیر به‌عنوان ویژگی‌های ذاتی شرکت، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نماید یا در جهت عکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود کنند. در الگوی زیر که توسط دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) ارائه شده، این پنج ویژگی کنترل شده‌اند:

$$EFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 Age_{it} + \varepsilon_{it}$$ مدل (۵)

که **EFF**: کارایی شرکت، **Size**: اندازه شرکت، **MS**: سهم بازار شرکت، **FCF**: جریان نقد آزاد و **Age**: عمر پذیرش شرکت در بورس می‌باشد. لذا جملات خطای مدل رگرسیونی فوق به‌عنوان توانایی مدیریت در نظر گرفته می‌شود.

۳- تحصیلات مدیرعامل: بر اساس مدرک تحصیلی مدیرعامل به هر مدرک تحصیلی یک عدد اختصاص یافته است. دیپلم عدد ۱، لیسانس عدد ۲، فوق‌لیسانس عدد ۳ و دکتری عدد ۴.

۴- تیپ شخصیتی مدیران: برای سنجش تیپ شخصیتی مدیران از پرسشنامه ارزیابی شخصیت اینیاگرام* استفاده شده است. برای این منظور مدیرعامل هر شرکت برای هر سال دوره تحقیق مشخص گردیده و سپس به تعداد لازم برای هر شرکت پرسشنامه تیپ شخصیتی با نام مدیرعامل مربوط به هر سال تهیه گردیده و به شرکت‌های مورد بررسی در تحقیق، ارسال گردید و پاسخ مربوطه دریافت شد. به دلیل وجود پدیده‌های مالکیت مدیریتی و مدیریت خانوادگی بسیاری از مدیرانی که دوره مدیرعاملی آنها به اتمام رسیده است، هنوز هم در هیئت‌مدیره حضور دارند و دسترسی به آنان امکان‌پذیر می‌باشد. از سوی دیگر برخی از مدیران پس از اتمام دوره مدیریتشان در یک شرکت، به‌عنوان مدیرعامل در شرکت دیگری مشغول به فعالیت می‌گردند لذا در بسیاری موارد دسترسی به تیپ شخصیتی مدیرعامل یک شرکت، به‌مثابه دسترسی به تیپ شخصیتی مدیرعامل شرکت‌های تحت مدیریت آن مدیر در سال‌های گذشته می‌باشد. هرچند موارد یاد شده در دسترسی به تیپ شخصیتی مدیران عامل، بسیار مؤثر بود ولی در هر حال دسترسی به تعداد زیادی از مدیران جهت تکمیل پرسشنامه تیپ شخصیتی، میسر نگردید؛ بنابراین به جهت جلوگیری از حذف بی‌مورد مشاهدات، مشاهدات خارج از دسترس به‌صورت خانه خالی وارد نرم‌افزار ایویوز شده و به‌طور اتوماتیک توسط نرم‌افزار و بدون دخل و تصرف و قضاوت ذهنی پژوهشگران، از تحلیل‌ها حذف گردیده‌اند.

۵- خوش‌بینی: پیش‌بینی مدیریت (خوش‌بینانه یا بدبینانه بودن مدیریت) به پیروی از پژوهش فلیج† (۲۰۱۵)، خطای پیش‌بینی سود هر دوره، به‌عنوان تفاوت بین سود هر سهم واقعی هر دوره و سود پیش‌بینی شده هر سهم که توسط مدیریت در پایان دوره مالی قبل برای آن دوره مالی گزارش می‌شود، تعریف می‌گردد. ازاین‌رو، برای اندازه‌گیری این متغیر، چنانچه خطای پیش‌بینی مثبت (منفی) باشد مدیر بدبین (خوش‌بین) خواهد بود. سپس درصورتی‌که مدیر خوش‌بین باشد عدد یک و در غیر این صورت چنانچه بدبین بود عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

۶- دوره تصدی مدیریت: چنانچه ترکیب هیئت‌مدیره در سال دچار تغییر شود عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر.

۷- خودشیفتگی: به‌طورمعمول، در سازمان‌ها مدیران اجرایی خودشیفته پاداش‌های بیشتری برای خود قائل شده و از این طریق موقعیت خود را در سازمان مستحکم می‌کنند. شاخص پاداش نقدی مدیران نیز از تقسیم پاداش نقدی مصوب در جلسه مجمع عمومی بر کل حقوق و دستمزد پرداختی سال مالی شرکت به دست خواهد آمد (اوریلی، دویر، کالدول و چاتمن‡، ۲۰۱۴).

۸- محافظه‌کاری: بر اساس پیشینه موجود دو نوع محافظه‌کاری مطرح است: شرطی و غیرشرطی. انتظار می‌رود که اقلام تعهدی عملکرد نامتقارنی را از عملکرد شرکت‌ها نشان دهد؛ چراکه زیان‌های اقتصادی توسط فرایند اقلام تعهدی به‌صورت

* Enneagram
† Felleg
‡ O'Reilly, Doerr, Caldwell & Chatman

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

به‌موقع تر از سودها شناسایی می‌شوند. ازاین‌رو بال و شیواکومار* (۲۰۰۶) اقلام تعهدی را در الگوی پیشین محافظه‌کاری شرطی خود قرار دادند. بر این اساس در پژوهش حاضر، برای محاسبه محافظه‌کاری شرطی از الگوی بسط یافته بال و شیواکومار (۲۰۰۶) توسط ژانگ، گائو و ژنگ†(۲۰۱۹) استفاده شده است که خطای الگو نشان‌دهنده محافظه‌کاری است. الگو مطابق مدل زیر می‌باشد:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{It-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{It-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{A_{It-1}} + \beta_4 \frac{CF_{it}}{A_{It-1}} + \beta_5 DCF_{it} + \beta_6 DCF_{it} \times \frac{CF_{it}}{A_{It-1}} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۶)}$$

که ***TA***: نشان‌دهنده اقلام تعهدی کل است که از تفاوت سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی حاصل می‌شود، **A**: نیز نشان‌دهنده کل دارایی‌های سال قبل است. تغییر درآمد سال جاری نسبت به سال قبل (ΔREV) را نشان می‌دهد. **PPE**: خالص اموال، تجهیزات و ماشین‌آلات است. **CF**: نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها را نشان می‌دهد. **DCF**: یک متغیر ساختگی است که اگر جریان نقد عملیاتی منفی باشد عدد ۱ و در غیر این صورت صفر است. ε_{it}: نیز نشان‌دهنده محافظه‌کاری در گزارشگری مالی است. برای محاسبه محافظه‌کاری، خطای الگوی در عدد ۱- ضرب می‌شود. هر چه عدد حاصله بزرگ‌تر باشد، درجه محافظه‌کاری نیز بالا خواهد بود؛ سپس، اگر اعداد مثبت باشد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر خواهد شد.

۹- کوته‌بینی: زمانی که مدیریت شرکت کوته‌بین باشد، جهت بهبود وضعیت کوتاه‌مدت شرکت، از آینده بلندمدت شرکت هزینه می‌نمایند و به عبارتی وضعیت کوتاه‌مدت شرکت را فدای آینده بلندمدت آن می‌نماید. در شرکت‌های با مدیریت کوته‌بین، با وجود موفقیت‌های مالی و داشتن فرصت و منابع لازم جهت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بلندمدت، از این کار امتناع می‌کنند. بنابراین شرکت‌هایی که به‌طور هم‌زمان بازدهی (سودآوری) بیش از حد معمول و هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه‌ای کمتر از حد مورد انتظار را گزارش می‌کنند، به‌احتمال زیاد مشمول ویژگی مدیریت کوته‌بینانه خواهند بود (نقیبی اصفهانی و عبدی، ۱۳۹۶). در این پژوهش کوته‌بینی بر اساس روش اندرسون و هسیائو (۱۹۸۲) اندازه‌گیری شده است. به منظور شناسایی و تعیین شرکت‌های کوته‌بین ابتدا لازم است سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه برای هر شرکت در هر دوره زمانی تعیین شود که از روابط زیر استفاده شده است:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۷)}$$

$$MA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۸)}$$

$$R\&D_{it} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۹)}$$

که **ROA**: نرخ بازده دارایی‌ها، **MA**: نسبت هزینه‌های بازاریابی و فروش به جمع دارایی‌ها و **R&D**: نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به جمع دارایی‌ها می‌باشند.

پس از محاسبه مقادیر مورد انتظار (برآوردی) بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه‌های تحقیق و توسعه با استفاده از مدل‌های فوق، مقادیر واقعی با مقادیر پیش‌بینی شده توسط مدل‌های فوق مقایسه شده و با توجه به میزان تفاوت موجود با توجه به خطای پیش‌بینی این سه مدل، شرکت‌ها در چهار دسته اصلی به شرح مندرج در جدول (۴) قرار می‌گیرند.

جدول (۴): گروه‌بندی شرکت‌ها

گروه	اختلاف مقادیر واقعی و مورد انتظار		
	بازده دارایی‌ها	مخارج بازاریابی	مخارج تحقیق و توسعه
گروه ۱: شرکت‌های کوته‌بین با بازده مثبت	مثبت	منفی	منفی
گروه ۲: شرکت‌های کوته‌بین با بازده منفی	منفی	منفی	منفی
گروه ۳: شرکت‌های غیر کوته‌بین با بازده مثبت	مثبت	مثبت	مثبت
	مثبت	فقط تغییرات یکی از مخارج بازاریابی یا تحقیق و توسعه مثبت	
گروه ۴: شرکت‌های غیر کوته‌بین با بازده منفی	منفی	مثبت	مثبت
	منفی	فقط تغییرات یکی از مخارج بازاریابی یا تحقیق و توسعه مثبت	

منبع: یافته‌های پژوهش

* Ball & Shivakumar
† Zhang, Gao & Zeng

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

بخش کمی

آمار توصیفی

جدول (۵)، شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. چنانچه نتایج این جدول نشان می‌دهد، میانگین اهرم مالی نمونه انتخاب شده ۰/۵۶۶ می‌باشد. در طرف دیگر، میانگین بازده دارایی‌ها ۰/۴۳۴ می‌باشد. قابل‌ذکر است که انحراف معیار اکثر متغیرهای پژوهش نشان از پراکندگی پایین داده‌های گردآوری شده است. شرح سایر متغیرها در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول (۵): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
اهرم مالی	۰/۰۳۱	۱/۸۲۴	۰/۵۶۶	۰/۲۱۶
ارزش شرکت	۱۱/۰۰۵	۲۴/۳۴۷	۱۵/۵۱۰	۲/۱۳۱
اندازه شرکت	۹/۷۲۵	۲۰/۴۶۷	۱۴/۴۷۰	۱/۵۸۳
دارایی‌های مشهود	۰/۰۰۳	۰/۶۹۱	۰/۴۳۴	۰/۱۰۹
بازده دارایی	-۰/۲۰۳	۰/۷۱۲	۰/۱۴۵	۰/۱۹۵
نقدینگی	۰/۰۶۰	۱۷۰/۰۲۵	۸/۱۷۳	۷۲/۳۳۹
استهلاک	۰/۰۰۱	۰/۲۴۸	۰/۰۱۷	۰/۰۱۸
دوگانگی وظایف مدیرعامل	۰	۱	۰/۴۴۲	۰/۲۰۳
تنوع هیئت‌مدیره	۰	۰/۵۸۱	۰/۳۴۱	۰/۱۸۸
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۱۵۸	۰/۷۹۸	۰/۵۹۹	۰/۱۹۵
اندازه هیئت‌مدیره	۵	۷	۵/۰۳۵	۰/۲۵۱
درصد زنان در هیئت‌مدیره	۰	۰/۴۹۰	۰/۲۶۱	۰/۲۱۰
جنسیت مدیرعامل	۰	۱	۰/۷۰۳	۰/۰۹۸
مالکیت هیئت‌مدیره	۰/۰۲۳	۰/۹۶۱	۰/۶۸۹	۰/۴۱۳
مالکیت مدیرعامل و هیئت‌مدیره	۰/۰۱۹	۰/۹۸۹	۰/۷۴۵	۰/۱۵۶
بیش اطمینانی	۰	۱	۰/۵۶۹	۰/۱۹۹
توانایی مدیریت	-۰/۳۸۹	۰/۴۶۱	-۰/۰۰۳	۰/۱۰۳
تحصیلات مدیرعامل	۲	۴	۲/۹۸۵	۰/۸۹۵
تیپ شخصیتی مدیران	۰	۱	۰/۵۳۳	۰/۱۷۱
خوش‌بینی	۰	۱	۰/۵۰۱	۰/۱۴۴
دوره تصدی مدیریت	۰	۱	۰/۳۱۲	۰/۰۸۹
خودشیفتگی	۰/۰۰۱	۰/۴۸۷	۰/۱۲۸	۰/۱۱۰
محافظه‌کاری	۰	۱	۰/۴۸۸	۰/۱۱۱
کوته‌بینی	۰	۱	۰/۵۷۹	۰/۱۲۶

منبع: یافته‌های پژوهش

پیش از برآورد مدل لازم است مانایی تمام متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش مورد آزمون قرار گیرد. زیرا نامانایی متغیرها باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. در این مطالعه جهت بررسی مانایی متغیرها از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (LLC) استفاده شده است. فرض اساسی آزمون LLC وجود یک فرایند ریشه واحد در بین مقاطع است. بر اساس نتایج جدول (۶)، متغیرهای اندازه شرکت و دوگانگی وظایف مدیرعامل در سطح مانا نیستند و پس از دو مرتبه تفاضل گیری مانا شده‌اند؛ بنابراین درجه انباشتگی ۲ دارند. متغیرهای دارایی‌های مشهود، بازده دارایی‌ها و کوته‌بینی در سطح مانا نیستند و پس از یک مرتبه تفاضل گیری مانا شده‌اند. لذا درجه انباشتگی یک دارند. سایر متغیرها در سطح مانا می‌باشند و درجه انباشتگی صفر دارند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

جدول (۶): آزمون ریشه واحد LLC

متغیر	سطح		تفاضل مرتبه اول		تفاضل مرتبه اول		وضعیت
	مقدار آماره	سطح معناداری	مقدار آماره	سطح معناداری	مقدار آماره	سطح معنی‌داری	
Lev	-۳/۴۵۶	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
MB	-۴۶/۱۸۸	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
Size	۱۰/۹۸۹	۰/۹۹۹	۲/۶۰۲	۰/۹۹۵	-۱۰/۸۲۱	۰/۰۰۰	I(2)
Tan	۲/۴۱۶	۰/۹۹۲	-۱/۷۹۵	۰/۰۳۶	-	-	I(1)
RA	۱۴/۳۰۶	۰/۹۹۹	-۳/۵۵۹	۰/۰۰۰	-	-	I(1)
Liq	-۵/۳۴۸	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
Dep	-۷/۷۵۸	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
CEO	۱۱/۶۷۶	۰/۹۹۹	۶/۲۲۵	۰/۹۹۹	-۸/۲۷۴	۰/۰۰۰	I(2)
BDIV	-۴۰/۹۳۶	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
BIND	-۳۹/۴۳۶	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
Bsize	-۱۲/۳۲۰	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
Women	-۱۷/۱۵۲	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
GCEO	-۱۱/۳۶۹	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
BO	-۸/۶۵۷	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
CO	-۱۶/۴۴۱	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
OC	-۷/۱۱۹	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
MA	-۴/۰۰۷	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
E	-۶/۲۱۸	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
CT	-۵/۴۱۷	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
OP	-۵/۳۳۷	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
TM	-۴/۸۴۳	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
Na	-۶/۱۵۲	۰/۰۰۰	-	-	-	-	I(0)
Con	-۲/۲۶۰	۰/۰۱۱	-	-	-	-	I(0)
SS	۰/۳۸۲	۰/۶۴۹	-۳/۴۷۹	۰/۰۰۰	-	-	I(1)

منبع: یافته‌های پژوهش

برآورد الگوهای پژوهش

جدول (۷) بیانگر نتایج مدل اثرگذاری شاخصه‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه است. نتایج نشان می‌دهد که همه شاخصه‌های حاکمیت شرکتی به‌استثنای اندازه هیئت‌مدیره و درصد زنان در هیئت‌مدیره، بر ساختار سرمایه اثری مثبت و معنـادار دارند. ضریب برآورد شده بـرای دوگانگی وظایف مدیرعامل برابر با ۰/۸۵۹ می‌باشد که در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود دوگانگی وظایف مدیرعامل باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. ضریب برآورد شده برای تنوع هیئت‌مدیره برابر با ۰/۴۸۲ می‌باشد که در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود تنوع در هیئت‌مدیره باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. ضریب برآورد شده برای استقلال هیئت‌مدیره برابر با ۰/۲۷۱ می‌باشد که در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود استقلال هیئت‌مدیره باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. ضریب برآورد شده برای جنسیت مدیرعامل برابر با ۰/۲۳۳ می‌باشد که در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود تنوع جنسیتی مدیرعامل باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. ضریب برآورد شده برای مالکیت هیئت‌مدیره برابر با ۰/۲۹۱ می‌باشد که در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود مالکیت هیئت‌مدیره باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. ضریب برآورد شده برای مالکیت مدیرعامل و هیئت‌مدیره برابر با ۰/۷۹۵ می‌باشد که در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود مالکیت مدیرعامل و هیئت‌مدیره باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. بر اساس نتیجه آزمون والد که از توزیع کای دو برخوردار است، فرضیه صفر مبنی بر صفر بودن تمام ضرایب در سطح معناداری یک درصد رد شده و در نتیجه اعتبار ضرایب برآوردی متغیرها تأیید می‌شود. نتیجه آزمون سارگان نیز، با توجه به سطوح احتمال محاسبه شده، فرضیه صفر مبنی بر عدم همبسته بودن پسماندها با متغیرهای ابزاری را رد نمی‌کند و حاکی از سازگاری تخمین زننده GMM سیستمی است؛ بنابراین نتایج ضرایب برآورد شده، از نظر آماری تأیید شده و قابل تفسیر هستند. وجود همبستگی سریالی در تفاضل مرتبه اول خطاها در مراتب بالاتر از یک، مانند

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

AR(2) بر این موضوع دلالت دارد که شرایط گشتاوری به منظور انجام آزمون خودهمبستگی معتبر نبوده است؛ زیرا روش تفاضل گیری مرتبه اول برای حذف اثرات ثابت در صورتی روش مناسبی است که مرتبه خودهمبستگی جملات اختلال از مرتبه دو نباشد. به این منظور، باید ضریب خود رگرسیونی مرتبه اول، AR(1) معنی‌دار باشد و ضریب خود رگرسیونی مرتبه دوم، AR(2) معنادار نباشد. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، فرضیه صفر، مبنی بر عدم خودهمبستگی درجه اول تفاضل مرتبه اول جملات اختلال را می‌توان رد کرد؛ اما فرضیه صفر مبنی بر عدم خودهمبستگی سریالی درجه دوم تفاضل جملات اخلال را نمی‌توان رد کرد؛ بنابراین اعتبار الگوی پژوهش از این نظر نیز مورد تائید قرار می‌گیرد؛ بنابراین بر اساس نتایج به‌دست‌آمده می‌توان گفت فرضیه تحقیق: حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد، تأیید می‌شود.

جدول (۷): برآورد مدل اول پژوهش (حاکمیت شرکتی)

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
Lev (-1)	۰/۰۵۱	۰/۰۲۸	۱/۸۳۱	۰/۰۶۷
MB	۰/۵۵۳	۰/۰۷۰	۷/۸۸۳	۰/۰۰۰
Size	۰/۱۰۶	۰/۰۲۱	۵/۲۰۴	۰/۰۰۰
Tan	۰/۴۲۱	۰/۷۲۶	۰/۵۷۹	۰/۵۶۲
RA	-۰/۱۲۷	۰/۱۱۴	-۱/۱۱۶	۰/۲۸۲
Liq	-۰/۲۰۲	۰/۱۲۴	-۱/۶۱۷	۰/۱۲۸
Dep	۰/۸۷۳	۰/۲۵۶	۳/۴۰۸	۰/۰۰۴
CEO	۰/۸۵۹	۰/۱۹۲	۴/۴۷۴	۰/۰۰۰
BDIV	۰/۴۸۲	۰/۱۶۸	۲/۸۶۵	۰/۰۱۲
BIND	۰/۲۷۱	۰/۰۵۳	۵/۰۶۵	۰/۰۰۰
Bsize	۰/۰۱۴	۰/۰۱۲	۱/۱۸۲	۰/۲۳۷
Women	-۰/۵۵۷	۰/۵۶۳	-۰/۹۹۰	۰/۲۶۱
GCEO	۰/۲۳۳	۰/۱۱۵	۲/۰۱۲	۰/۰۴۴
BO	۰/۲۹۱	۰/۰۴۵	۶/۴۵۴	۰/۰۰۰
CO	۰/۷۹۵	۰/۲۴۵	۳/۲۳۶	۰/۰۰۱
آزمون والد	**آزمون سارگان**	**آرلانو و باند اول**		**آرلانو و باند دوم**
۲۴/۱۳۲ (۰/۰۰۰)	۶/۲۲۸	-۲/۰۴۰ (۰/۰۴۱)		-۰/۹۳۳ (۰/۳۲۰)

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۸) بیانگر نتایج مدل اثرگذاری عوامل رفتاری بر ساختار سرمایه است. نتایج نشان می‌دهد که همه شاخصه‌های عوامل رفتاری به‌استثنای تحصیلات، بر ساختار سرمایه اثری مثبت و معنادار دارند. ضریب برآورد شده برای بیش اطمینانی برابر با ۰/۰۵۹ می‌باشد که در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود بیش اطمینانی باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. ضریب برآورد شده برای توانایی مدیریت برابر با ۰/۲۲۵ می‌باشد که در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود توانـایی مدیریت باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. ضریب بـرآورد شده بـرای تیپ شخصیتی مدیران برابر با ۰/۰۰۶۸ می‌بـاشد که در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود تنوع در تیپ‌های شخصیتی باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. ضریب برآورد شده برای خوش‌بینی برابر با ۰/۰۰۶۸ می‌باشد که در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود خوش‌بینی باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. ضریب برآورد شده برای دوره تصدی مدیریت برابر با ۰/۰۰۳۰ می‌باشد که در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که افزایش دوره تصدی مدیریت باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. ضریب برآورد شده برای خودشیفتگی برابر با ۰/۲۳۴ می‌باشد که در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود خودشیفتگی باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. ضریب برآورد شده برای محافظه‌کاری برابر با ۰/۰۳۰۱- می‌باشد که در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود محافظه‌کاری باعث کاهش اهرم مالی می‌شود. ضریب برآورد شده برای کوته‌بینی برابر با ۰/۰۱۳۷ می‌باشد که در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بدین معنا که وجود کوته‌بینی باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. بر اساس نتیجه آزمون والد اعتبار ضرایب برآوردی متغیرها تأیید می‌شود. نتیجه آزمون سارگان نیز از نظر آماری تأیید شده و قابل تفسیر هستند. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، فرضیه صفر، مبنی بر عدم خودهمبستگی درجه اول تفاضل مرتبه اول جملات اختلال را می‌توان رد کرد؛ اما فرضیه صفر مبنی بر عدم خودهمبستگی سریالی درجه دوم تفاضل جملات اخلال را نمی‌توان رد

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

کرد؛ بنابراین اعتبار الگوی پژوهش از این نظر نیز مورد تائید قرار می‌گیرد؛ بنابراین بر اساس نتایج به‌دست‌آمده می‌توان گفت فرضیه تحقیق: عوامل رفتاری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد، تأیید می‌شود.

جدول (۸): برآورد مدل دوم پژوهش (عوامل رفتاری)

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
Lev (-1)	۰/۰۱۴	۰/۰۰۳	۴/۰۹۶	۰/۰۰۰
MB	۰/۶۷۷	۰/۱۲۹	۵/۲۲۲	۰/۰۰۰
Size	۰/۵۴۵	۰/۰۳۴	۱۵/۹۶۰	۰/۰۰۰
Tan	-۰/۰۸۸	۰/۲۳۸	-۰/۳۷۰	۰/۷۱۱
RA	-۰/۰۷۴	۰/۱۲۶	-۰/۵۸۶	۰/۵۵۸
Liq	۰/۰۳۶	۰/۰۴۲	۰/۸۵۲	۰/۳۷۸
Dep	۰/۰۱۴	۰/۰۰۳	۵/۱۵۵	۰/۰۰۰
OC	۰/۰۵۹	۰/۰۰۹	۶/۸۷۴	۰/۰۰۰
MA	۰/۲۲۵	۰/۰۵۷	۳/۹۲۵	۰/۰۰۰
E	۰/۱۴۱	۰/۱۵۹	۰/۸۸۲	۰/۳۹۲
CT	۰/۰۰۶۸	۰/۰۰۳۲	۲/۰۷۵	۰/۰۳۸
OP	۰/۰۰۶۸	۰/۰۰۳۰	۲/۲۶۶	۰/۰۲۳
TM	۰/۰۰۳۰	۰/۰۰۱۱	۲/۶۶۹	۰/۰۰۷
Na	۰/۲۴۳۱	۰/۰۳۰۳	۸/۰۱۴	۰/۰۰۰
Con	-۰/۰۳۰۱	۰/۰۰۷۳	-۴/۰۸۱	۰/۰۰۰
SS	۰/۰۱۳۷	۰/۰۰۵۱	۲/۶۵۷	۰/۰۰۸
آزمون والد	آزمون سارگان	آرلانو و باند اول	آرلانو و باند دوم	
۳۳/۲۷۴ (۰/۰۰۰)	۶/۸۸۳	-۲/۹۲۳ (۰/۰۳۲)	-۰/۹۶۸ (۰/۳۴۴)	

منبع: یافته‌های پژوهش

بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش با هدف تحلیل نقش عوامل رفتاری و حاکمیت شرکتی در ساختار سرمایه شرکت‌ها انجام شده است. جهت برآورد مدل‌های پژوهش از داده‌های سالانه ۱۸۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۴۰۰ با استفاده رویکرد پنل پویا استفاده شده است. همچنین جهت استخراج و شناسایی متغیرهای رفتاری از رویکرد کیفی و ابزار مصاحبه با خبرگان استفاده شده است. نتایج مربوط به نقش حاکمیت شرکتی در ساختار سرمایه شرکت‌ها نشان می‌دهد که شاخصه‌های حاکمیت شرکتی همچون؛ دوگانگی وظایف مدیرعامل، تنوع هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، جنسیت مدیرعامل، مالکیت هیئت‌مدیره و مالکیت مدیرعامل و هیئت‌مدیره نقش تأثیرگذاری بر ساختار سرمایه شرکت دارند. با توجه به مطالب فوق، روشن است که حاکمیت شرکتی نقشی قوی در ساختار شرکت‌ها دارد، با این حال، حاکمیت شرکتی در کشور ایران همچنان نیاز به بررسی و بهبود با هدف گسترش اهداف کلان بیشتر به منظور حفظ رشد اقتصادی دارد. ادبیات مالی مملو از مطالعاتی است که تلاش می‌کنند عوامل تعیین‌کننده سرمایه شرکت‌ها را بررسی کنند. یکی از عوامل مهم مؤثر بر ساختار سرمایه مستند شده در ادبیات، حاکمیت شرکتی است. همان‌طور که بر انتخاب مالی و تصمیمات استراتژیک شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. کلاسیک‌ترین روش برای توضیح تأثیر حاکمیت بر ساختار سرمایه در راستای تضادهای نمایندگی است که در آن مدیران می‌توانند از پیگیری سرمایه‌گذاری ناکارآمد و کاهش هزینه نمایندگی با استفاده از سطح بالایی از اهرم مالی محدود شوند. تضاد منافع بین عامل و اصلی و ویژگی منحصربه‌فرد شرکت تأثیر قابل‌توجهی بر سطح بدهی دارد. همچنین، یک ساختار حکمرانی خوب دسترسی به منابع مالی خارجی را تسهیل می‌کند و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، بدهی‌ها به‌عنوان کانالی برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد خارجی و خودی عمل می‌کند و نشان‌دهنده تمایل مدیر برای نظارت بر خارجی‌ها / وام‌دهندگان است (دتامرانگ، چانچارات و ویتیسونتی*، ۲۰۱۷؛ آداسی و آبنگ†، ۲۰۱۹؛ جی، مائر و

* Detthamrong, Chancharat & Vithessonthi
† Adusei & Obeng

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

ژانگ*، ۲۰۱۹؛ ویجایاکوماران و ویجایاکوماران†، ۲۰۱۹). یافته‌های مربوط به تأثیر شاخصه‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه در پژوهش حاضر با یافته‌های پژوهش‌هایی همچون؛ احمد، علی و هاگین‡ (۲۰۲۳)، فاخطیب، فریها عبدالله، هندراواتی و سلیمان یحیی§ (۲۰۲۰) و پیژی و رمضان (۲۰۲۰) همسو می‌باشد. این پژوهش با ارائه داده‌های معنادار برای تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه، به ادبیات موجود در مورد مکانیسم حاکمیت و مدیریت ساختار سرمایه کمک می‌کند. این یافته‌ها سیاست‌گذاران را در تعیین اثربخشی در دسترس بودن اصلاحات حاکمیت شرکتی برای بهبود ساختار سرمایه راهنمایی می‌کند.

در طرف دیگر، نتایج مربوط به نقش عوامل رفتاری در ساختار سرمایه شرکت‌ها نشان می‌دهد که شاخصه‌های رفتاری همچون؛ بیش اطمینانی، توانایی مدیریت، تیپ شخصیتی مدیران، خوش‌بینی، دوره تصدی مدیریت، خودشیفتگی، محافظه‌کاری و کوته‌بینی نقش تأثیرگذاری بر ساختار سرمایه شرکت دارند. فرضیه بازار کارا که زیربنای نظریه اقتصادی مرسوم است، بر فرضیات منطقی در مورد بازار کارآمد و حداکثر کردن سود مبتنی است. با این حال، فرضیه بازار کارا اغلب قادر به توضیح پدیده‌های آشفته مشاهده شده در بازارهای مالی نیست. فرضیه مالی رفتاری استدلال می‌کند که مدل‌های ریاضی پیچیده و کامل برای توضیح پارادایم مالی فعلی کافی نیستند. رفتار اجتماعی باید در نظر گرفته شود تا ناهنجاری‌های بازار را توضیح دهد. در این راستا، کار دی بانت و تالر**(۱۹۸۷) نقطه عطفی در تحقیقات اقتصادی است و شواهد تجربی ارائه می‌دهد که سوگیری رفتاری انسانی مستقیماً با تصمیم‌گیری مالی مرتبط است. بیانچی، پانتانلا و پیانس†† (۲۰۱۵) نشان دادند که پارادایم رویکرد رفتاری به‌طور فزاینده‌ای با تحقیقات مالی سنتی ادغام می‌شود. به دنبال یک رویکرد رفتاری، تصمیم‌گیری شرکتی تحت تأثیر باورهای انسانی در زمینه محیط مالی یک شرکت است. علاوه بر این، تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه شامل متغیرهای متأثر از اعمال ناخودآگاه است. بر طبق مبانی نظری موجود ویژگی‌های شخصی مدیر از قبیل شخصیت، توانایی‌ها، ارزش‌ها و اعتبار شخص مدیر از جمله عوامل مؤثر در انتخاب سبک یا شیوه رهبری مدیران می‌باشند؛ به نظر می‌رسد تفاوت در تیپ شخصیتی افراد می‌تواند منجر به تفاوت در نحوه برخورد آنها با مشکلات و همچنین جبهه‌گیری آنها در برابر مسائل مختلف گردد. شواهد پیشین نشان دادند که تیپ شخصیتی مدیران، بر سرمایه‌گذاری‌ها و سیاست‌های تأمین مالی شرکت تأثیر می‌گذارد. این شواهد عمدتاً با تجربه‌های مرتبط با ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری آنها است که تصمیم‌های آتی مدیران شرکت‌ها را از طریق ایجاد یک ویژگی شخصیتی ثابت تحت تأثیر قرار می‌دهد. از سوی دیگر، به نظر می‌رسد مدیرانی که دارای تیپ شخصیتی A هستند (شخصیت نوع A علاقه به مسئولیت‌پذیری و کنترل محیط و زندگی خود را دارد. آنها معمولاً جزئی گرا نیستند. تصمیم می‌گیرند جزئیات را به دیگران تفویض کنند. آنها معمولاً در راه‌حل‌های خود بسیار هدف‌گرا و عمل‌گرا هستند) به‌طور متوسط استراتژی‌های تهاجمی بیشتری را دنبال کنند. لذا تیپ‌های شخصیتی مدیران بر انتخاب‌های مرتبط با حسابداری شرکت‌ها تأثیرگذار است؛ به‌طورکلی، انتظار می‌رود که انتخاب‌های گزارشگری مالی به نوع تیپ شخصیتی مدیران نیز مربوط شود، به‌خصوص زمانی که مدیرعامل دارای تیپ شخصیتی A می‌باشد و این می‌تواند بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر بگذارد؛ در این راستا نوع نگرش برخورد شخصیتی مدیران در ارتباط با رویه‌ها و گزارش‌های مالی، می‌تواند در نحوه تهیه این نوع اطلاعات از سوی آنان اثر گذارد.

پیشنهادات

با توجه به اینکه حسابداری مهم‌ترین و بااهمیت‌ترین اطلاعات را برای مدیریت شرکت‌ها فراهم می‌کند، پیشنهاد می‌شود که مدیرانی برای شرکت‌ها انتخاب شوند که تخصص حسابداری لازم برای کاربست اطلاعات فراهم شده را داشته باشند. چنانچه نتایج نشان می‌دهد که تیپ شخصیتی مدیران یک مکانیزم فعال در تأثیرگذاری بر ساختار سرمایه شرکت‌های بورسی است، لذا

* Ji, Mauer & Zhang
† Vijayakumaran & Vijayakumaran
‡ Ahmed, Ali & Hágen
§ FA Khatib, Feriha Abdullah, Hendrawaty & Suleiman Yahaya
** De Bondt & Thaler
†† Bianchi, Pantanella & Pianese

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان در مورد روش‌های تأمین مالی شرکت‌های بورسی نگران تیپ شخصیتی مدیران شرکت‌ها نیز باشند. با توجه به نتایج کسب شده، کاملاً واضح است که مدیران مالی بایستی تأمین مالی را بنا بر ضرورت تحقق اصل تطابق انجام دهند؛ بنابراین روش و میزان تأمین مالی با توجه به نوع دارایی مورد نیاز شرکت انجام می‌گیرد. این امر منجر به کاهش هزینه سرمایه کلی و کسب بازدهی معقول‌تر با توجه به تحلیل منافع و هزینه‌های صورت گرفته می‌شود. همچنین، مسئولین می‌توانند با شناخت بیشتر حوزه مالی رفتاری، هنگام قانون‌گذاری از این نتایج برای تصمیم‌گیری و نیز سایر مباحث مطرح شده در مالی رفتاری را در نظر گرفته و برای رفع جنبه‌های منفی و تقویت جنبه‌های مثبت آن تدابیر قانونی اتخاذ نمایند.

محدودیت‌های پژوهش

مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر، دسترسی سخت به خبرگان و امتناع تعداد کثیری از آنها در ارائه صادقانه و تکمیل پرسشنامه‌های مربوطه بوده است که البته با توضیحات متقن و مستدل محققین، اقدام به پاسخگویی منصفانه سؤالات نمودند.

منابع

احمدی، محمدرمضان؛ عبدالمجید آهنگری و حمیدرضا حاجب. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر هم‌زمان حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کیفیت سود با نقش میانجی ساختار سرمایه و عملکرد مالی. **مدیریت دارایی و تأمین مالی** ۷(۲۴): ۱۰۲-۸۳.

آقایی، محمدعلی؛ مرتضی کاظم پور و رویا منصورلکوج. (۱۳۹۳). تأثیر جریان وجه نقد آزاد و ساختار سرمایه بر معیارهای مختلف ارزیابی عملکرد شرکت‌های صنعت مواد و محصولات دارویی عضو بورس اوراق بهادار تهران. **حسابداری سلامت** ۳(۸): ۱-۱۵.

پور زمانی، زهرا؛ آزیتا جهانشاد؛ علی نعمتی و پروین فرهودی زارع. (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌ها. **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی** ۲(۸): ۴۶-۲۵.

خطیری، محمد؛ یوسف تقی پوریان و رضا غلامی جمکرانی. (۱۳۹۷). بررسی رابطهٔ بین ویژگی‌های شخصیتی و هوش مالی مدیران. **حسابداری مالی** ۱۰(۴۰): ۱۴۹-۱۲۶.

درویشی، حانیه؛ رضا محسنی و مصطفی زندیه. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت و نقش میانجی ساختار سرمایه (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران). **کنفرانس بین‌المللی مدل‌ها و تکنیک‌های کمی در مدیریت**، قزوین.

سلطانی، مهران؛ و محسن رحیمی. (۱۳۹۹). بررسی نقش تعدیلگر ویژگی‌های شرکت بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **چشم‌انداز حسابداری** ۳(۲۹): ۵۳-۳۱.

فتاحی نافچی، حسن؛ و میلاد خواجه وند کاجی. (۱۳۹۷). تأثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **چشم‌انداز حسابداری و مدیریت** ۱(۴): ۸۵-۷۲.

کامران راد، صدیقه؛ رویا دارابی؛ قدرت اله امام وردی و محبوبه جعفری. (۱۳۹۹). تحلیل ارتباط کیفیت اطلاعات حسابداری و تورش نوگرایی بر رابطه سودآوری و بازده سهام با تأکید بر نقش مالکیت دولتی. **حسابداری مالی** ۱۲(۴۶): ۹۹-۷۴.

گل‌خندان، ابوالقاسم؛ و صاحبه محمدیان منصور. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر تمرکززدایی مالی بر رشد اقتصادی کشورهای منتخب در حال توسعه: رهیافت دو مرحله‌ای SGMM. **سیاست‌های مالی و اقتصادی** ۱۴(۱۳): ۱۴۲-۱۱۵.

نقیبی اصفهانی، سیدحامد؛ و محمدرضا عبدلی. (۱۳۹۶). تأثیر کوته‌بینی مدیران بر عملکرد سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه. **مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار** ۸(۳۳): ۲۶۴-۲۴۷.

Adusei, M., & E.Y.T. Obeng. (2019). Board gender diversity and the capital structure of microfinance institutions: A global analysis. **The Quarterly Review of Economics and Finance** 71: 258–269.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

Ahmed Sheikh, N., & Z. Wang. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society** 12(5): 629-641.

Ahmed, A.M., M.N. Ali & I. Hágen. (2023). Corporate governance and capital structure: Evidence from Europe. **International Journal of Professional Business Review** 8(7): e01663-e01663.

Ahmed, A.S., & S. Duellman. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. **Journal of Accounting Research** 51(1): 1-30.

Alhiane, M., & K. Angade. (2022). Behavioral Corporate Finance: A Brief Review. **International Journal of Innovative Science and Research Technology** 7(10): 1933-1939.

Ali Shah, S.Z., S.A. Butt, & A. Hassan. (2009). Corporate governance and earnings management an empirical evidence form Pakistani listed companies. **European Journal of Scientific Research** 26(4): 624-638.

Anderson, T.W., & C. Hsiao. (1981). Estimation of dynamic models with error components. **Journal of the American statistical Association** 76(375): 598-606.

Anderson, T.W., & C. Hsiao. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. **Journal of Econometrics** 18(1): 47-82.

Arellano, M., & S. Bond. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies** 58(2): 277-297.

Ball, R., & L. Shivakumar. (2006). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. **Journal of Accounting Research** 44(2): 207-242.

Baltagi, B.H. (2005). **Econometric Analysis of Panel Data**. 3rd Edition England JW & Sons.

Bianchi, S., A. Pantanella & A. Pianese. (2015). Efficient markets and behavioral finance: A comprehensive multifractional model. **Advances in Complex Systems** 18(2): 1550001.

Bonn, I. (2004). Board structure and firm performance: Evidence from Australia. **Journal of Management & Organization** 10(1): 14-24.

Bradley, M., G.A. Jarrell & E.H. Kim. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. **The Journal of Finance** 39(3): 857-878.

Brender, N., B. Yzeiraj & E. Fragniere. (2015). The management audit as a tool to foster corporate governance: an inquiry in Switzerland. **Managerial Auditing Journal** 30(8/9): 785-811.

Çam, İ., & G. Özer. (2022). The influence of country governance on the capital structure and investment financing decisions of firms: An international investigation. **Borsa Istanbul Review** 22(2): 257-271.

Chauhan, Y., M. Jaiswall & V. Goyal. (2022). Does societal trust affect corporate capital structure?. **Emerging Markets Review** 51: 100845.

Choi, P.M.S., J.H. Choi, C.Y. Chung & Y.J. An. (2020). Corporate governance and capital structure: Evidence from sustainable institutional ownership. **Sustainability** 12(10): 4190.

Chua, M., N.H. Ab Razak, A.M. Nassir & M.H. Yahya. (2022). Dynamic capital structure in Indonesia: Does the education and experience of CEOs matter?. **Asia Pacific Management Review** 27(1): 58-68.

Danso, A., S. Fosu, S. Owusu-Agyei, C.G. Ntim & E. Adegbite. (2021). Capital structure revisited. Do crisis and competition matter in a Keiretsu corporate structure?. **International Journal of Finance & Economics** 26(4): 5073-5092.

De Bondt, W.F., & R.H. Thaler. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality. **The Journal of Finance** 42(3): 557-581.

Demerjian, P., B. Lev & S. McVay. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. **Management science** 58(7): 1229-1248.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

Detthamrong, U., N. Chancharat & C. Vithessonthi. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. **Research in International Business and Finance** 42: 689–709.

FA Khatib, S., D. Feriha Abdullah, E. Hendrawaty & I. Suleiman Yahaya. (2020). Corporate governance mechanisms and capital structure. **International Journal of Advanced Science and Technology** 29(10S): 993-1003.

Fama, E.F., & M.C. Jensen. (1983). Separation of ownership and control. **The Journal of Law and Economics** 26(2): 301-325.

Felleg, R. (2015). **Market Reactions to Management Earnings Forecasts**. Maastricht University, ISBN 9789461594310.

Frankfurter, G.M., & E.G. McGoun. (2002). Resistance is futile: the assimilation of behavioral finance. **Journal of Economic Behavior & Organization** 48(4): 375-389.

Fuller, R.J. (2000). Behavioral finance and the sources of alpha. **Journal of Pension Plan Investing** 2(3): 291-293.

Hambrick, D.C., & P.A. Mason. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. **Academy of Management Review** 9(2): 193-206.

Hirshleifer, D., & G.Y. Luo. (2001). On the survival of overconfident traders in a competitive securities market. **Journal of Financial Markets** 4(1): 73-84.

Jackling, B., & S. Johl. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. **Corporate Governance: An International Review** 17(4): 492-509.

Ji, S., D.C. Mauer & Y. Zhang. (2019). Managerial Entrenchment and Capital Structure: The Effect of Diversification. **Journal of Corporate Finance** 101505.

Khaireddine, H., B. Salhi, J. Aljabr & A. Jarboui. (2020). Impact of board characteristics on governance, environmental and ethical disclosure. **Society and Business Review** 15(3): 273-295.

Liu, Y., Y. Liu & Z. Wei. (2022). Property rights protection, financial constraint, and capital structure choices: Evidence from a Chinese natural experiment. **Journal of Corporate Finance** 73: 102167.

Mogha, V., & B. Williams. (2021). Culture and capital structure: What else to the puzzle?. **International Review of Financial Analysis** 73: 101614.

Mundi, H.S., & P. Kaur. (2022). CEO overconfidence and capital structure decisions: Evidence from India. **Vikalpa** 47(1): 19-37.

Naciti, V. (2019). Corporate governance and board of directors: The effect of a board composition on firm sustainability performance. **Journal of Cleaner Production** 237, 117727.

Nguyen, T., M. Bai, Y. Hou & M.C. Vu. (2021). Corporate governance and dynamics capital structure: Evidence from Vietnam. **Global Finance Journal** 48: 100554.

O'Reilly, C.A., B. Doerr, D.F. Caldwell & J.A. Chatman. (2014). Narcissistic CEOs and executive compensation. **The Leadership Quarterly** 25(2): 218-231.

PeiZhi, W., & M. Ramzan. (2020). Do corporate governance structure and capital structure matter for the performance of the firms? An empirical testing with the contemplation of outliers. **Plos One** 15(2): e0229157.

Rashid, M., D.S.N.K.P. Hj & S. Izadi. (2020). National culture and capital structure of the Shariah compliant firms: evidence from Malaysia, Saudi Arabia and Pakistan. **International Review of Economics & Finance**.

Reyes, J.A.P., M.R. Miranda & J. Vera-Martinez. (2019). Capital structure construct: a new approach to behavioral finance. **Investment Management & Financial Innovations** 16(4): 86.

Sadiq, M., S.U. Yousaf, M.K. Anser, H. Rashid Khan, S. Sriyanto, K. Zaman, D. Van Tu, & S.N.M. Anis. (2020). The role of debt financing in the relationship between capital

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

structure, firm's value, and macroeconomic factors: to throw caution to the wind. **The Quarterly Review of Economics and Finance**.

Schinckus, C. (2011). Archeology of Behavioral Finance. I**UP Journal of Behavioral Finance** 8(2).

Singh, B.P., & M. Kannadhasan. (2020). Corruption and capital structure in emerging markets: A panel quantile regression approach. **Journal of Behavioral and Experimental Finance** 28: 100417.

Soufani, K., & T.S.E. Terence. (2013). Othman Cole and Anas Aboulamer; (2012, June): **Do Behavioural Biases Explain Capital Structure Decisions**.

Sundaramurthy, C., & M. Lewis. (2003). Control and collaboration: Paradoxes of governance. **Academy of Management Review** 28(3): 397-415.

Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. **Journal of Financial Economics** 53(1): 113-142.

Vasiliou, D., & N. Daskalakis. (2009). Behavioral capital structure: Is the neoclassical paradigm threatened? Evidence from the field. **The Journal of Behavioral Finance** 10(1): 19-32.

Vijayakumaran, S., & R. Vijayakumaran. (2019). Corporate Governance and Capital Structure Decisions: Evidence from Chinese Listed Companies. **SSRN Electronic Journal** 6(3): 67–79.

Woodhouse, S., & P. Matruglio. (2013). Financial Services Risk and Regulatory Review: Making the right choices. **Deloitte Touche Tohmatsu**, Australia.

Wu, T., Y.J. Wu, H. Tsai & Y. Li. (2017). Top management teams' characteristics and strategic decision-making: A mediation of risk perceptions and mental models. **Sustainability** 9(12): 2265.

Xia, C., K.C. Chan, C. Cao & Y. Tan. (2021). Generalized trust, personalized trust, and dynamics of capital structure: Evidence from China. **China Economic Review** 68: 101640.

Xing, Y. (2020). The impact of behavioral bias on individual investors and corporation capital structure. **Academic Journal of Business & Management** 2(4).

Yang, B., L. Gan & C. Wen. (2021). Moral hazard, debt overhang and capital structure. **The North American Journal of Economics and Finance** 58: 101538.

Zahra, S.A., & W.W. Stanton. (1988). The implications of board of director's composition for corporate strategy and performance. **International Journal of Management** 5(2): 229-236.

Zhang, X., S. Gao & Y. Zeng. (2019). An empirical study of the relationship between accounting conservatism and executive compensation-performance sensitivity. **International Journal of Accounting & Information Management** 27(1): 130-150.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]