

تأثیر انواع مالکیت بر انتخاب روش تأمین مالی مبتنی بر حقوق صاحبان سهام شرکت ها

محمد تشکری تبریزیان^۱

^۱ دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز

چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر انواع مالکیت بر انتخاب روش تأمین مالی مبتنی بر حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جامعه آماری پژوهش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که نمونه آماری پژوهش شامل ۱۴۷ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ بوده است. روش پژوهش از نوع توصیفی همبستگی با رویکرد کاربردی است و روش تجزیه و تحلیل داده ها از طریق آزمون رگرسیون چندگانه می باشد. نتایج پژوهش نشان داد مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت بر میزان تأمین مالی مبتنی بر حقوق صاحبان سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارند و تأثیر مالکیت نهادی کوتاه مدت، مالکیت نهادی بلند مدت و مالکیت دولتی بر میزان تأمین مالی مبتنی بر حقوق صاحبان سهام تأثیر معکوس و معناداری دارند.

واژه های کلیدی: تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی کوتاه مدت، مالکیت نهادی بلند مدت، مالکیت دولتی، حقوق صاحبان سهام

۱. مقدمه

انواع مالکیت در دهه های اخیر به یکی از مهمترین اجزای بازار سرمایه در بیشتر کشورهای جهان تبدیل شده اند، به طوری که حجم بزرگی از سرمایه گذاری های انجام شده را مالکیت های مختلف از جمله مالکان نهادی و مدیریتی صورت داده اند. در حقیقت، سرمایه گذاران نهادی، شرکتی، مدیریتی و ... منابعی برای نفوذ و نظارت بر شرکت و مدیران دارند و یکی از روشهای حل مشکل نمایندگی این است که از طریق مالکیت های مختلف، رابطه مدیران شرکت و ذی نفعان به هم نزدیک شود. از منظر تئوری، سرمایه گذاران مختلف ممکن است انگیزه هایی برای نظارت فعال بر مدیریت داشته باشند؛ براساس «فرضیه نظارت فعال» سرمایه گذاران مختلف که دارای مزیت نسبی در جمع آوری و پردازش اطلاعات هستند به علت بالا بودن هزینه نظارت فقط آنان می توانند با دستیابی به مزایای کافی، انگیزه ی نظارت داشته باشند اسدی و همکاران، ۱۳۹۹).

مهمترین وظیفه ای که مدیران مالی شرکتها برعهده دارند، حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. شناخت ابعاد مختلف مسائل مالی و عوامل اثرگذار بر وضعیت و تأمین مالی شرکتها از اهمیت بسزائی برخوردار است. روشهای تأمین مالی یکی از مهمترین این عوامل می باشد. محیط رقابتی، محیطی پویا و دائم در حال تحول است و شرکت هایی در این شرایط پیروز خواهند بود که با سرعت بیشتری شرایط خود را با این ویژگی ها مطابقت دهند؛ در نتیجه، در ارتباط با تأثیر انواع مالکیت بر روشهای تأمین مالی چند استدلال قوی وجود دارد. با توجه به محیط پویا، شرکت های موجود در صنایع با سطح رقابتی بالاتر، برای بقا مجبور به تأمین مالی سریع و اخذ تصمیمات استراتژیک اند؛ بنابراین، برای جذب سرمایه از طریق اوراق بدهی یا اوراق مالکانه و حتی اخذ وام از نظام بانکی به سرعت بیشتری به بررسی ساختار سرمایه شرکت نیازمندند و باید به دنبال کاهش بدهی های بلند مدت شرکت جهت کاهش خطر ورشکستگی و اخذ تصمیمات استراتژیک به موقع باشند. حتی این استدلال وجود دارد که شرکت های موجود در محیط رقابتی به منظور ایجاد اطمینان در بازار برای تأمین مالی با هزینه کمتر و تسریع در انجام تأمین مالی، به ایجاد اطمینان بازار به فعالیت های شرکت نیازمند باشند که مطمئناً روش های بهینه تأمین مالی می تواند یکی از راه های کسب اطمینان بازار باشد (تنانی و محب خواه، ۱۳۹۵).

مسئله پژوهش حاضر این است که انواع مالکیت در شرکت؛ تمایل به انتخاب روشهای مختلف تأمین مالی هستند و هرکدام روش های خاص خود را نسبت به بقیه روشها در اولویت قرار می دهند. اما براساس پژوهش ون و لین (۲۰۲۲) با مقایسه تحقیقات قبلی در زمینه روشهای تأمین مالی؛ روشهای تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام روشی مطمئن و بهتر نسبت به بقیه روشهای تأمین مالی می باشد؛ زیرا بقیه روشها شرکت را با ریسک ورشکستگی روبرو می کند و نمی تواند در بلندمدت ضامن سودآوری شرکت باشد. با توجه به اینکه این پژوهش در بورس تهران انجام نشده و خلأ تحقیقاتی در این زمینه مشهود است؛ هدف اصلی پژوهش حاضر پاسخگویی به این سؤال است که ساختار مالکیت، مالکان نهادی کوتاه مدت و بلند مدت چه تأثیری بر میزان تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام دارند؟

سرمایه گذاران نهادی به عنوان گروهی از سرمایه گذاران به واسطه دسترسی به منابع عظیم مالی، نقش مهمی در توسعه اقتصادی بازار سرمایه ایفا می کنند. در این میان سرمایه گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکتها از نفوذ قابل ملاحظه ای در شرکت های سرمایه پذیر برخوردار بوده اند و می توانند رویه های مالی و عملیاتی آنها را تحت تأثیر قرار دهند. این سرمایه گذاران با نظارت بر عملکرد شرکت های زیرمجموعه و مشارکت در سیاست گذاری های کلان شرکتها؛ بهبود بازدهی و ارتقای رفاه عمومی را به ارمان می آورند. در چنین محیطی، تلاش و تکاپوی شرکت ها جهت جذب سرمایه و کسب منابع بیشتر، منجر به بهبود کارایی و افزایش بازده سرمایه گذاری ها شده، سرمایه گذاران و افراد تلاشگر به بازده مناسب و درخور دست خواهند یافت. با توجه به نفوذ سرمایه گذاران نهادی در هدایت شرکتها، به اطلاعات نهانی به سرعت دست یافته و با معامله براساس این اطلاعات می توانند در تحقق یکی از شرایط لازم جهت ارزیابی منصفانه و دقیق اوراق بهادار توسط بازار یعنی کامل بودن، موثر باشند و از شکل گیری بازارهای ناقص که در

آنها افراد سودجو و فرصت طلب با تضییع حق دیگران و معامله براساس اطلاعات نهانی به بازدهی بالا دست می یابند و افراد محق از دستیابی به حقوق مسلم خود بازمی مانند، جلوگیری کنند (وظیفه دوست و همکاران، ۱۳۹۷).

سهامداران نهادی به دو گروه کوتاه مدت و بلندمدت دسته بندی می شوند. سهامداران نهادی کوتاه مدت به دلیل تمرکز افراطی و بیش از اندازه بر عایدات جاری؛ می توانند موجب ایجاد محرکهای مختلف برای مدیران شرکتهای به منظور اجرای مدیریت سود فزاینده درآمد؛ برای بهتر نشان دادن وضعیت جاری و تأمین مالی خارجی شرکت گردند. این مسئله به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران نیز دامن می زند. در مقابل، سهامداران نهادی بلندمدت دارای افق بلندمدت سرمایه گذاری هستند و به ارزش ذاتی سهام در مقابل عایدات جاری توجه دارند، و به همین دلیل، مانع اجرای مدیریت سود فزاینده درآمد توسط مدیران و تمایل به روشهای تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام هستند (مغربی، ۱۳۹۸).

۲. اهمیت و ضرورت پژوهش

انتخاب روشهای تأمین مالی، یکی از موارد اختلاف بین سهامداران و مدیران شرکت می باشد به طوری که تحقیقات قبلی نشان داده اند یکی از موارد عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، نحوه انتخاب روشهای تأمین مالی می باشد و روشهای تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام می تواند در بلند مدت موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی شود و شرکت متحمل ریسک کمتری می گردد. همچنین با توجه به نوسانات شدید در متغیرهای کلان اقتصادی و افزایش ریسک سیستماتیک در بازار سرمایه؛ استقراض بانکی می تواند ریسک ورشکستگی شرکت را افزایش دهد و شرکت در بازپرداخت بدهیها ناتوان گردد. بنابراین این پژوهش با بررسی ساختار مالکیت شرکتهای، می تواند به سرمایه گذاران در انتخاب صحیح سرمایه گذاری کمک کند و بر روی شرکتهایی سرمایه گذاری کنند که روشهای تأمین مالی کم ریسکی را انتخاب و در بلند مدت با ریسک ورشکستگی روبرو نباشند (ثابت، ۱۴۰۱).

در چند دهه اخیر، تصمیمات مربوط به روشهای تأمین مالی شرکتهای، توجه دانشگاهیان و دست اندرکاران این حوزه را به خود جلب کرده است، مخصوصاً با توجه به تأثیر به سزایی که بر سودآوری شرکت دارد. پژوهشهایی که به منظور محاسبه تأثیر انواع مالکیت شرکتهای بر روشهای تأمین مالی انجام شد، نتایج غیریکسانی داشتند. تأثیر تصمیمات مالکان بر ساختار سرمایه چندین دهه است که توجه محققان و مدیران را به خود جلب کرده است، هرچند که این تصمیمات تاکنون به نتایج پیچیده و غیرقطعی منجر شده است. در حالی که مطالعات پیشین بر تأثیرات موثر روشهای تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام بر سودآوری شرکتهای در بلندمدت تأکید داشته اند (وظیفه دوست و همکاران، ۱۳۹۷). دو پژوهشگر به نام های کوک و فریس گزارش کردند که عملکرد بسیار عالی شرکتهای مورد پژوهش؛ گویای دیدگاه های مالکان و توجهی است که آنها به دوره های بلندمدت تر می نمایند. شرکتهایی که عملکردی عالی دارند به صورت منظم برنامه ریزی می کنند تا همواره آماده رویارویی با نوسانات و تغییراتی باشند که در محیط های داخلی و خارجی شرکت رخ می دهد. چنین به نظر می رسد شرکتهایی که دارای عملکرد عالی می باشند با توجه به انتظاراتی که از نتایج کوتاه مدت و بلندمدت دارند، تصمیماتی آگاهانه تر اتخاذ می نمایند. از سوی دیگر اغلب شرکتهایی که عملکردی ضعیف دارند به فعالیت هایی می پردازند که کوتاه بینانه است و به هیچ وجه شرایط آینده را پیش بینی نمی کنند و این فعالیت ها بازتابی از تصمیمات مالکان شرکت است (عالم زاده، ۱۳۹۷).

۳. پیشینه تجربی پژوهش

ون و لین^۱ (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر روشهای تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام پرداخته اند. جامعه آماری پژوهش شرکتهای بورسی استرالیا طی دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۸ بوده است. روش آماری

^۱.Wane and Lin

پژوهش از طریق آزمون رگرسیون به روش پنل دیتا انجام شده است. نتایج پژوهش نشان داد سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت و مالکیت دولتی بر میزان تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارند. تمرکز مالکیت و مالکیت مدیریتی نیز بر تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معکوس و معناداری دارد. کاپا و همکاران^۲ (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌های بورسی اسپانیا پرداخته‌اند. دوره زمانی پژوهش مربوط به سالهای ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۷ می‌باشد. روش آماری پژوهش از طریق آزمون رگرسیون چندگانه انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد که مالکان نهادی بلندمدت و مالکیت بانکی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر مستقیم می‌گذارند.

کیم و ماتر^۳ (۲۰۲۰) اثرات ساختار مالکیت بر ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که مالکیت شرکتی و خارجی باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. به علاوه آنها نشان دادند که بین مالکیت خارجی و ارزش شرکت اثرات متقابلی وجود دارد و شرکت‌های متنوع شده در بخش های غیرمرتبط کسب و کار که دارای سطح بالایی از مشارکت خارجی هستند، ارزش پائین‌تری را تجربه می‌کنند.

ملکیان و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و نهادی با مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها پرداخته‌اند. جنبه‌هایی از مسئولیت اجتماعی که در این پژوهش ترکیبی از آن مورد استفاده قرار گرفته است، عبارتند از: فرایندهای درون‌سازمانی، محیط زیست، محیط کار، جامعه و کشور، بازار و صنعت. پرسشنامه‌ها برای ۸۳۱ شرکت ارسال گردید و ۱۸ شرکت به پرسشنامه‌ها پاسخ دادند. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر آن است که مالکیت دولتی رابطه مثبت معناداری با مسئولیت پذیری اجتماعی دارد. همچنین تمرکز مالکیت دولتی نقش مثبتی در افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها ایفا می‌کند. اما نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی رابطه معناداری با مسئولیت اجتماعی ندارند. شواهد تجربی این پژوهش می‌تواند شرکت‌ها و نهادهای قانون‌گذار را در تشخیص معیارهایی که افشای CSR را افزایش می‌دهند، یاری رساند.

پورعلی و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی رابطه بین روشهای تأمین مالی و مالکیت نهادی با سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج نشان می‌دهد رابطه معنادار منفی بین روش تأمین مالی خارجی و سودآوری وجود دارد. این در حالی است که مالکیت نهادی بر سودآوری تأثیر معناداری ندارد.

مقربى (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت با استفاده از نسبت Q توبین پرداخته است. نتایج پژوهش او نشان می‌دهد مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت تأثیری ندارد. همچنین بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت و بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود ندارد.

۴. فرضیه‌ها

فرضیه اصلی: ساختار مالکیت و افق زمانی سرمایه‌گذاران نهادی بر تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه‌های فرعی:

۱. مالکیت نهادی کوتاه مدت بر تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معناداری دارد.
۲. مالکیت نهادی بلند مدت بر تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معناداری دارد.
۳. مالکیت مدیریتی بر تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معناداری دارد.
۴. تمرکز مالکیت بر تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معناداری دارد.

^۲. Cappaa and et al

^۳. Kim and Materr

۵. مالکیت دولتی بر تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معناداری دارد.

۵. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا آخر سال ۱۴۰۱ می باشد. در پژوهش حاضر جامعه آماری غربالگری شده و در نهایت ۱۴۷ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

جدول ۱: تعیین حجم نمونه آماری

ردیف	شرایط	تعداد حذف از نمونه	باقیمانده
۱	برای انتخاب جامعه همگن، شرکت ها باید قبل از سال ۱۳۹۷ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۹۷ سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گرفته باشد.	۲۵۹	۳۵۳
۲	به منظور انتخاب شرکت های فعال، معاملات این شرکت ها در طول سالهای ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۱ در بورس دچار وقفه بیش از سه ماه نشده باشد.	۶۶	۲۸۷
۳	به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت ها منتهی به اسفند باشد.	۴۰	۲۴۷
۴	بین سالهای ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۱ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.	۲۷	۲۲۰
۵	جزو صنایع سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، بانک و لیزینگ نباشد.	۷۳	۱۴۷
۶	تعداد شرکت انتخابی نهایی		۱۴۷

۶. مدل پژوهش و روش اندازه گیری متغیرهای پژوهش

مدل رگرسیونی آزمون فرضیات نیز به صورت زیر می باشد:

$$FTE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 INS.SH.own_{i,t} + \beta_2 INS.L.own_{i,t} + \beta_3 gov\ own_{i,t} + \beta_4 Cons\ own_{i,t} + \beta_5 Manage.own_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 OUTD_{i,t} + \beta_8 ACC_{i,t} + \beta_9 OCF_{i,t} + \beta_{10} G_{i,t} + \beta_{11} RS_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

FTE: تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، INS.SH.own: مالکیت نهادی کوتاه مدت، INS.L.own: مالکیت نهادی بلندمدت، Gov own = مالکیت دولتی، Cons own: تمرکز مالکیت، Manage own: مالکیت مدیریتی، SIZE: اندازه شرکت، OUTD = نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، ACC: نسبت اقلام تعهدی، OCF = جریان نقدی عملیاتی، G = رشد شرکت، RS = بازده فروش.

الف) متغیرهای مستقل:

۱) مالکیت نهادی کوتاه مدت و بلند مدت

میزان مالکیت سهامداران نهادی در هر شرکت، از طریق بررسی ساختار مالکیت شرکتها و جمع کردن درصد مالکیت سهامداران نهادی محاسبه می گردد که در هر شرکت حضور دارند. نحوه تفکیک درصد مالکیت نهادی کوتاه مدت و بلندمدت به صورت زیر می باشد:

سهامداران نهادی کوتاه مدت برابر است با اختلاف درصد مالکیت سهامداران نهادی در سال جاری منهای سال قبل و سهامداران نهادی بلندمدت برابر است با سهامداران نهادی که در طی دوره پژوهش در لیست سهامداران شرکت حضور داشته اند و درصد مالکیت آنها کاهش پیدا نکرده است (رحمانی و غلامزاده، ۱۴۰۱).

۲) مالکیت دولتی:

میزان مالکیت دولتی از یادداشت های همراه صورتهای مالی شرکتها استخراج می شود (ون و لین، ۲۰۲۲).

۴. Wen & Lin

۳) تمرکز مالکیت:

دمستز و لن (۱۹۸۵) که صاحب نظران مباحث مربوط به ساختار مالکیت می باشند، سه شاخص برای محاسبه میزان تمرکز مالکیت معرفی کرده اند که شامل؛ میزان مالکیت بیست سهامدار بزرگ، میزان مالکیت پنج سهامدار بزرگ و شاخص هرفیندال است. در این پژوهش میزان تمرکز مالکیت از طریق شاخص هرفیندال سنجیده می شود که برابر با مجموع مجذور درصد سهم مالکیت هر یک از سهامداران می باشد (لین و لیو ۲۰۱۹).

۴) مالکیت مدیریتی:

میزان مالکیت مدیریتی از یادداشت های همراه صورتهای مالی شرکتها استخراج می شود (پورعلی و همکاران، ۱۳۹۹).

ب) متغیر وابسته: میزان تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام

میزان تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام از صورتهای مالی شرکت استخراج می شود.

ج) متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت = لگاریتم طبیعی کل دارایی ها

رشد شرکت: تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی ها

استقلال هیئت مدیره:

نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره بر تعداد کل اعضا معیار محاسبه استقلال هیئت مدیره می باشد.

نرخ بازده دارایی ها:

نرخ بازده دارایی ها از تقسیم سود خالص سال جاری به کل دارایی های سال جاری به دست می آید.

نسبت وجه نقدی عملیاتی:

جریان نقدی عملیاتی از صورت جریان وجوه نقد شرکت استخراج و بر جمع دارایی ها تقسیم می گردد.

بازده فروش:

بازده فروش از تقسیم سود خالص بر فروش شرکت به دست می آید.

۷. تجزیه و تحلیل داده ها**۷-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش**

جدول ۲: آمار توصیفی پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	چولگی	کشیدگی
تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام	۷۳۵	۰/۴۷۸۶	۰/۴۱۹۳	۰/۳۳۲۴	۰/۱۶۵۸	۰/۶۷۶۳	۲/۲۹۰۳	۳/۱۱۵۴

مالکیت دولتی	۷۳۵	۰/۳۵۰۲	۰/۳۶۶۶۹	۰/۰۹۷۳	۰	۰/۳۹	۱/۴۹۶۰	۴/۶۴۵۶
مالکیت مدیریتی	۷۳۵	۰/۱۵۴۶	۰/۱۶۶۸	۰/۱۹۳۲	۰	۰/۲۶	۲/۶۷۵۰۳	۵/۸۱۵۹۵
مالکیت نهادی کوتاه مدت	۷۳۵	۰/۱۴۲۲	۰/۱۱۰۹	۰/۲۶۶۰	۰	۰/۴۷	۳/۱۱۴۳	۴/۴۵۵۷
مالکیت نهادی بلند مدت	۷۳۵	۰/۱۷۷۳	۰/۱۸۵۱	۰/۱۲۰۷	۰	۰/۳۹	۲/۱۷۴۳	۳/۶۳۲۴
تمرکز مالکیت	۷۳۵	۰/۱۱۸۷	۰/۱۳۱۴	۰/۱۷۹۳	۰/۱۰۴۴	۰/۷۹۴۳	۴/۵۱۶۷	۵/۱۰۹۹
نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره	۷۳۵	۰/۳۸۹۴	۰/۳۹۵۶	۰/۱۵۵۲	۰/۳۳	۰/۶۶	۳/۰۹۲۳	۵/۳۱۴۴
رشد شرکت	۷۳۵	۴/۹۳۲۴	۴/۱۱۶۵	۱/۲۹۹۳	۲/۴۰۹۳	۶/۳۳۱۶	۱/۸۷۰۴	۳/۴۷۳۲
اندازه شرکت	۷۳۵	۵/۴۸۰۹	۵/۵۵۷۱	۲/۷۱۳۵۵	۴/۱۷۶۳	۷/۸۴۵۲	۲/۹۸۴۹۶	۱۱/۲۴۵۹۴
اقدام تعهدی	۷۳۵	۰/۲۹۷۱۴	۰/۲۸۸۴۳	۰/۰۹۸۴	۰/۱۵۰۴۳	۰/۴۵۵۳۲	۱/۰۳۶۱۱	۴/۱۶۲۱
بازده فروش	۷۳۵	۰/۴۳۶۴۹	۰/۴۵۱۲۳	۰/۴۲۳۹۷	۰/۲۰۱۳۶	۰/۵۷۷۹	۷/۳۷۷۹	۹/۴۹۳۳
جریانان نقدی عملیاتی	۷۳۵	۰/۳۸۰۶۹	۰/۳۶۱۰۵	۰/۲۸۷۷۲	۰/۲۳۹۶۶	۰/۴۹۷۶۱	۳/۶۰۹۹۹	۴/۰۳۹۲

مأخذ: محاسبات نرم افزار

در نگاره فوق برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر مشاهده‌ها به عنوان شاخص‌های مرکزی و انحراف معیار به عنوان شاخص پراکندگی و ضریب کشیدگی، ضریب چولگی به عنوان شاخص‌های توزیعی ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین ۰/۴۷۸۶ نشان می‌دهد که به طور متوسط میزان تأمین مالی داخلی شرکت‌های بورسی طی دوره مورد بررسی به میزان ۰/۴۷۸۶ است که در حد بالایی می باشد. انحراف معیار نیز یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است.

با توجه به نگاره آماره توصیفی متغیرهای پژوهش؛ بالاترین میانگین و انحراف معیار مربوط به متغیر اندازه شرکت و کمترین میانگین و انحراف معیار مربوط متغیر مالکیت نهادی کوتاه مدت می باشد.

۷-۲-آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

جدول ۳: آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	تأمین مالی	مالکیت دولتی	مالکیت نهادی کوتاه مدت	مالکیت نهادی بلند مدت	مالکیت مدیریتی	تمرکز مالکیت	اندازه شرکت	رشد شرکت	جریان نقدی عملیاتی	اقدام تعهدی	بازده فروش	اعضای غیرموظف هیئت مدیره
آماره IPS	-۴/۶۳	-۸/۳۹	-۶/۵۳	-۷/۳۰	-۱۱/۴۶	-۹/۱۰	-۸/۳۶	-۱۴/۲۲	-۱۷/۹۷	-۹/۱۸	-۱۵/۴۵	-۲۳/۱۱
سطح	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰

معناداری	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)
نتیجه آزمون	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)
آماره LLC	-۵/۱۱	-۴/۸۸	-۵/۳۶	-۳/۴۲	-۴/۷۹	-۵/۰۹	-۳/۹۵	-۳/۹۵	-۳/۹۵	-۳/۹۵	-۳/۹۵	-۳/۹۵
سطح معناداری	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
نتیجه آزمون	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)

۷-۳- پیش فرض های آزمون رگرسیون چندگانه

نگاره ۴: نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۷۳۵	F	۴/۱۶۵۴	۱۰	۰/۰۰۰۰
هاسمن	۷۳۵	χ^2	۵/۲۱۷۷	۱۰	۰/۰۰۰۰

مأخذ: محاسبات نرم افزار

برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده ها، همسانی واریانس ها، استقلال باقیمانده ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون های مختلفی می توان استفاده کرد. یکی از این آزمون ها، آزمون جارکیو- برا می باشد که در این پژوهش نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو- برا حاکی از این است که باقیمانده های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون بزرگ تر از ۰/۰۵ می باشد.

یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده ها می باشد. در صورتی که واریانس ها ناهمسان باشند برآورد کننده خطی نااریب بوده و کم ترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می باشد. در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

هم چنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می باشد و خود همبستگی نامیده می شود از آزمون دوربین واتسون (D-W) استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون از آن جایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می باشد می توان نتیجه گرفت باقیمانده ها مستقل از هم می باشند. علاوه بر این، برای آزمون این که مدل دارای رابطه خطی است و این که آیا مدل مورد نظر تحقیق از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی بزرگ تر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی باشد. خلاصه نتایج آزمون های فوق در نگاره زیر ارائه شده است.

نگاره ۵: نتایج آزمون های مربوط به مفروضات آماری

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson		آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
$P-Value$	F	D		$P-Value$	F	$P-Value$	χ^2
۰/۱۶۵۷	۳/۲۲۵	۱/۸۱۳		۰/۰۰۹	۱/۹۷۶۸	۰/۲۹۹۴	۱/۶۳۲۴

مأخذ: محاسبات نرم افزار

۷-۴-آزمون فرضیه های پژوهش

جدول نتایج ۶: حاصل از آزمون رگرسیون چندمتغیره فرضیه های پژوهش

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح خطا
متغیر وابسته	FTE	تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام	—	—	—	—
مقدار ثابت	α	آلفا	۳/۳۲۶	۰/۵۲۶۰	۶/۳۲۶	۰/۰۰۰
متغیرهای مستقل	INS.SH.own	مالکیت نهادی کوتاه مدت	۰/۷۳۵*	۰/۱۳۰۹	-۵/۶۱۷	۰/۰۰۰
	INS.L. own	مالکیت نهادی بلند مدت	۰/۵۷۸*	-۰/۱۲۸۴	-۴/۵۰۵	۰/۰۰۰
	Manage. own	مالکیت مدیریتی	۰/۴۸۹*	۰/۱۱۴۴	۴/۲۷۶	۰/۰۰۰
	Cons own	تمرکز مالکیت	۰/۶۴۵*	۰/۱۶۴۹	۳/۹۱۵	۰/۰۰۰
	gov own	مالکیت دولتی	۰/۵۵۳*	۰/۱۰۸۳	-۵/۱۰۹	۰/۰۰۰
متغیرهای کنترل	SIZE	اندازه شرکت	۰/۴۱۱*	۰/۰۷۹۷	۵/۱۶۵	۰/۰۰۰
	OUTD	نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره	۰/۵۱۳*	۰/۰۷۷۲	-۶/۶۵۳	۰/۰۰۰
	ACC	نسبت اقلام تعهدی	۰/۰۳۲	۰/۰۱۹۲	-۱/۷۱۲	۰/۱۵۴
	OCF	نسبت جریان نقدی عملیاتی	۰/۵۳۹	۰/۳۲۴۵	۱/۶۶۳	۰/۲۱۳
	G	رشد شرکت	۰/۶۲۵*	۰/۱۱۵۴	۵/۴۲۲	۰/۰۰۰
	RS	بازده فروش	۰/۳۰۶*	۰/۰۶۳۲	۴/۸۴۳	۰/۰۰۰
		دوربین واتسون	۱/۸۱۳	—	—	—
		آماره F	۹/۱۶۵	—	—	۰/۰۰۰
R Square		ضریب تعیین	۰/۴۲۷	—	—	—
Adjusted R Square		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۲۵	—	—	—

*: سطح خطا برابر با ۰/۰۵ می باشد.

مأخذ: محاسبات نرم افزار

همانگونه که این نگاره نشان می دهد، چون سطح خطا متغیرهای مالکیت نهادی کوتاه مدت، مالکیت نهادی بلند مدت، مالکیت مدیریتی، تمرکز مالکیت، مالکیت دولتی، اندازه شرکت، نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، رشد شرکت و بازده فروش کمتر از ۵ درصد می باشد؛ بنابراین این متغیرها بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معناداری دارند. ضریب متغیرها نشان می دهد که تأثیر مالکیت نهادی کوتاه مدت بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام نسبت به بقیه متغیرها بیشتر است.

با توجه به اینکه سطح خطا آماره F کمتر از ۵ درصد می باشد (۰/۰۰۰) بنابراین الگوی رگرسیون محاسبه شده معنادار است به عبارت دیگر ارتباط منطقی بین متغیرها ایجاد شده است.

همچنین با توجه به ضریب تعیین به دست آمده، متغیرهای مستقل ۴۲/۷ درصد از تغییرات در نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام را توضیح می دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد

(۱/۸۱۳)؛ پس می توان نتیجه گیری کرد که بین جملات خطا در معادله رگرسیون مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

-آزمون فرضیه ی اول

با توجه به جدول نتایج حاصل از آزمون رگرسیون چندمتغیره فرضیه های پژوهش، منفی بودن ضریب متغیر مالکیت نهادی کوتاه مدت (۰/۷۳۵-) حاکی از تأثیر معکوس مالکیت نهادی کوتاه مدت بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام می باشد؛ به طوری که با افزایش ۱ واحدی مالکیت نهادی کوتاه مدت، نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام به میزان ۰/۷۳۵ واحد کاهش می یابد. بنابراین با توجه به تحلیل های صورت گرفته، فرضیه اول پژوهش تأیید شده و مالکیت نهادی کوتاه مدت بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معکوس و معناداری دارد.

-آزمون فرضیه ی دوم

با توجه به جدول نتایج حاصل از آزمون رگرسیون چندمتغیره فرضیه های پژوهش، منفی بودن ضریب متغیر مالکیت نهادی بلند مدت (۰/۵۷۸-) حاکی از تأثیر معکوس مالکیت نهادی بلند مدت بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام می باشد؛ به طوری که با افزایش ۱ واحدی مالکیت نهادی بلند مدت، نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام به میزان ۰/۵۷۸ واحد کاهش می یابد. بنابراین با توجه به تحلیل های صورت گرفته، فرضیه دوم پژوهش تأیید شده و مالکیت نهادی بلند مدت بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معکوس و معناداری دارد.

-آزمون فرضیه ی سوم

با توجه به جدول نتایج حاصل از آزمون رگرسیون چندمتغیره فرضیه های پژوهش، مثبت بودن ضریب متغیر مالکیت مدیریتی (۰/۴۸۹) حاکی از تأثیر مستقیم مالکیت مدیریتی بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام می باشد؛ به طوری که با افزایش ۱ واحدی مالکیت مدیریتی، نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام به میزان ۰/۴۸۹ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تحلیل های صورت گرفته، فرضیه سوم پژوهش تأیید شده و مالکیت مدیریتی بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

-آزمون فرضیه ی چهارم

با توجه به جدول نتایج حاصل از آزمون رگرسیون چندمتغیره فرضیه های پژوهش، مثبت بودن ضریب متغیر تمرکز مالکیت (۰/۶۴۵) حاکی از تأثیر مستقیم تمرکز مالکیت بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام می باشد؛ به طوری که با افزایش ۱ واحدی تمرکز مالکیت، نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام به میزان ۰/۶۴۵ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تحلیل های صورت گرفته، فرضیه چهارم پژوهش تأیید شده و تمرکز مالکیت بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

-آزمون فرضیه ی پنجم

با توجه به جدول نتایج حاصل از آزمون رگرسیون چندمتغیره فرضیه های پژوهش، منفی بودن ضریب متغیر مالکیت دولتی (۰/۵۵۳-) حاکی از تأثیر معکوس مالکیت دولتی بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام می باشد؛ به طوری که با افزایش ۱ واحدی مالکیت دولتی، نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام به میزان ۰/۵۵۳ واحد کاهش می یابد. بنابراین با توجه به تحلیل های صورت گرفته، فرضیه پنجم پژوهش تأیید شده و مالکیت دولتی بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معکوس و معناداری دارد.

۸. بحث و نتیجه گیری

براساس نتایج فرضیه اول و دوم پژوهش مالکیت نهادی کوتاه مدت و بلند مدت بر میزان تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معکوس و معناداری دارند و این نتیجه به این مهم اشاره دارد که هرچه درصد مالکان نهادی در شرکت بیشتر باشد؛ مدیران شرکت کمتر از روش تأمین مالی داخلی (حقوق صاحبان سهام) استفاده می کنند و این نتیجه بدین دلیل می باشد که مالکان نهادی با نفوذی که در دولت دارند و با روابط سیاسی که از آن بهره می برند؛ بیشتر می توانند از تسهیلات بانکی استفاده نمایند و جهت تأمین مالی بیشتر به روشهای خارجی از جمله استقراض بانکی کوتاه مدت و بلند مدت اقدام می نمایند.

براساس نتایج فرضیه سوم پژوهش؛ مالکیت مدیریتی بر میزان تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارند و این نتیجه به این مهم اشاره دارد که هرچه درصد مالکان مدیریتی در شرکت بیشتر باشد؛ مدیران شرکت بیشتر از روش تأمین مالی داخلی (حقوق صاحبان سهام) استفاده می کنند و این نتیجه بدین دلیل می باشد که مدیران در شرکتها به دنبال کاهش ریسک ورشکستگی و استفاده از فرصتهای رشد جهت سرمایه گذاری می باشند که استفاده از روش تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام بهترین گزینه تأمین مالی برای مدیران می باشد؛ زیرا تأمین مالی از طریق استقراض بانکی موجب افزایش ریسک ورشکستگی شرکت می گردد.

براساس نتایج فرضیه چهارم پژوهش؛ تمرکز مالکیت بر میزان تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارند و این نتیجه به این مهم اشاره دارد که هرچه تعداد سهامداران کمتر و میزان سهام آنان بیشتر باشد (تمرکز مالکیت بالاتر باشد)؛ مدیران شرکت بیشتر از روش تأمین مالی داخلی (حقوق صاحبان سهام) استفاده می کنند زیرا این روش ریسک کمتری نسبت به بقیه روشهای تأمین مالی دارد.

براساس نتایج فرضیه پنجم پژوهش؛ مالکیت دولتی بر میزان تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معکوس و معناداری دارند و این نتیجه به این مهم اشاره دارد که هرچه درصد مالکان دولتی در شرکت بیشتر باشد؛ مدیران شرکت کمتر از روش تأمین مالی داخلی (حقوق صاحبان سهام) استفاده می کنند و این نتیجه بدین دلیل می باشد که افزایش مالکیت دولتی موجب ایجاد ارتباطات و نفوذ دولتی شده و شرکت بهتر می تواند از وام ها و تسهیلات دولتی استفاده نماید و جهت تأمین مالی کمتر از حقوق صاحبان سهام استفاده نماید.

نتایج پژوهش با نتایج پژوهش ون و لین^۶ (۲۰۲۲) متفاوت می باشد زیرا نتایج این پژوهش نشان داد سرمایه گذاران نهادی بلند مدت و مالکیت دولتی بر میزان تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارند. تمرکز مالکیت و مالکیت مدیریتی نیز بر تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر معکوس و معناداری دارد.

۹. پیشنهادهای کاربردی پژوهش

براساس نتایج فرضیه اول و دوم مبنی بر تأثیر معکوس و معنادار مالکیت نهادی کوتاه مدت و بلند مدت بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام به سهامداران شرکتها توصیه می شود در صورتی که با محدودیت تأمین مالی از طریق آورده سهامداران روبرو هستند بخشی از سهام خود را در اختیار مالکان نهادی قرار داده تا از این طریق با افزایش ارتباطات سیاسی؛ از استقراض بانکی با شرایط مناسب جهت تأمین مالی استفاده نمایند.

براساس نتایج فرضیه سوم مبنی بر تأثیر مستقیم و معنادار مالکیت مدیریتی بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام به مدیران شرکتها توصیه می شود با تحلیل بازار سرمایه و مدیریت ریسک؛ ریسک سرمایه گذاری و

^۶.Wane and Lin

تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام را کاهش بدهند و افشای اطلاعات خوانا و با کیفیت در صورتهای مالی مانع از ایجاد هزینه نمایندگی در شرکت شوند.

براساس نتایج فرضیه چهارم مبنی بر تأثیر مستقیم و معنادار تمرکز مالکیت بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام؛ با توجه به تعداد کم سهامداران و سهام قابل توجه هر کدام از سهامداران؛ نظارت بر رفتار مدیران در این شرکتها به علت بالابودن تمرکز؛ در حد بالایی می باشد که این امر خود می تواند به عدم تقارن اطلاعاتی و اختلاف بین سهامداران و مدیران بیانجامد و به مدیران شرکتها توصیه می شود هرگونه تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام با شفاف سازی کامل و بررسی عوامل ریسک را صورت گیرد.

براساس نتایج فرضیه پنجم مبنی بر تأثیر معکوس و معنادار مالکیت دولتی بر نسبت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام؛ به مدیران شرکتها توصیه می شود استفاده از روابط دولتی می تواند فرصتهای مناسبی برای اخذ تسهیلات ارزان قیمت در اختیار شرکت قرار دهد که مدیران باید به خوبی از این روش در جهت افزایش تأمین مالی، رفع محدودیتهای مالی و استفاده از فرصتهای سرمایه گذاری استفاده نماید.

۱۰. پیشنهادها جهت تحقیقات آتی

۱. بررسی تأثیر ساختار مالکیت و آفق زمانی سرمایه گذاران نهادی بر انتخاب روش تأمین مالی مبتنی بر حقوق صاحبان سهام شرکت به تفکیک صنعت در بورس تهران
۲. مطالعه تأثیر ویژگی های هیئت مدیره و آفق زمانی سرمایه گذاران نهادی بر انتخاب روش تأمین مالی مبتنی بر حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
۳. بررسی تأثیر ساختار مالکیت و آفق زمانی سرمایه گذاران نهادی بر انتخاب روش تأمین مالی مبتنی بر حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی مراحل چرخه عمر
۴. بررسی تأثیر ویژگی های کمیته حسابرسی و آفق زمانی سرمایه گذاران نهادی بر انتخاب روش تأمین مالی مبتنی بر حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی مراحل چرخه عمر

منابع و مأخذ

۱. اسدی، مشیزی، محمدحسین. جعفری، سیده محبوبه. (۱۳۹۹). الگوبندی عوامل مؤثر بر روشهای تأمین مالی در شرکت‌ها. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی پاییز - شماره ۴۷ علمی-پژوهشی (وزارت علوم). صص. ۱۳۷-۱۶۹.
۲. بنی مهد، بهمن. نیکومرام، هاشم. (۱۳۹۵). ارائه الگویی برای برآورد روشهای تأمین مالی، در شرکت های ایرانی. دانش مالی، تحلیل اوراق بهادار. شماره ۹.
۳. پورعلی، پویان. راد، مهدی. (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین روشهای تأمین مالی و مالکیت نهادی با سودآوری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دوره ۵، شماره ۱۶. صص ۷۷-۸۸.
۴. تاروی وردی، ی. یاوریان، ج. طهماسبی، د. (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر استراتژی شرکت و روشهای تأمین مالی بر عدم تقارن رفتار هزینه، اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت، نور، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور
۵. تنانی، محمد. محب خواه، محسن. (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین روشهای تأمین مالی با کیفیت سود و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۱، شماره ۹، صص ۹۹۰-۹۲۹.
۶. ثابت، حسین. (۱۴۰۱). "عوامل مؤثر بر سوگیری مدیران در پیش بینی قیمت سهام". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران اهواز، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی.
۷. رحمانی، حسین. غلامزاده، علیرضا. (۱۴۰۱). " بررسی مالکیت عمومی در بازار سرمایه و محافظه کاری در گزارشگری مالی." پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران،
۸. عالم زاده، محمدرضا. (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر روشهای تأمین مالی و مالکیت نهادی بر نگهداشت وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری تجربی، ۱ (۸). ۱۵۷-۱۸۴.
۹. مقربی، محمدرضا. (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت و روشهای تأمین مالی بر عملکرد شرکت با استفاده از نسبت Q توبین، مطالعات مالی، سال پنجم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۹۳). صص ۱۹-۳۹.
۱۰. ملکیان، اسفندیار. سلمانی، رسول. شهبواری، معصومه. (۱۴۰۱). طالع رابطه بین مالکیت دولتی و نهادی با مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت ها (شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). دانش سرمایه گذاری. دوره ۵. شماره ۱۷. پیاپی ۱۷. صص ۵۵-۷۴.
۱۱. وظیفه دوست، سعید. بیرجندی، حسین. بیرجندی، محمد. (۱۳۹۷)، بررسی مالکیت مدیریتی، عدم تقارن اطلاعات و عملکرد شرکت"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار و مطالعات مالی، دوره ۵، شماره ۹۰، صص ۳-۲۱.
۱. Benetlie, T., Klein, F., & Schmidt, S. (2018). The effect of internationalization on firm capital structure: A meta-analysis and exploration of institutional contingencies. *International Business Review*, 27(6), 1238-1249.
۲. Cappa, F., Cetrini, G., & Oriani, R. (2021). The impact of corporate strategy on capital structure: evidence from Italian listed firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 76, 379-385.
۳. Charituse, W., & Vilsmace, H. (۲۰۱۶). Determinants of capital structure: Evidence from subSaharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 70, 150-159.
۴. Kim, JEONG-BON. Zhang, LIANDONG (2016), Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-level Evidence, *Contemporary Accounting Research*, forthcoming; 132 (3): 301-319.

۵. Kim, L., & Marther, J. (۲۰۲۰). Open strategy-making with crowds and communities: Comparing Wikimedia and Creative Commons. *Long Range Planning*, 51(4), 561–5۷۹.
۶. Lin Z. J. & Liu M. (2019). The effects of managerial shareholding on audit fees: Evidence from Hong Kong. *International Journal of Auditing* ۱۷ (3) ۲۲۷ –245.
۷. Ordourf, B. T., Bany-Ariffin, A. N., Azman-Saini, W. N. W., & Nassir, A. M. (۲۰۱۷). Does top managers' experience affect firms' capital structure? *Research in International Business and Finance*, 45, 488–4۹۸.
۸. Sing, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148–1۶۰.
۹. Wen He, a ., Lin, M., (2022). Institutional investors' horizon and equity-financed payouts. *Journal of Banking and Finance* 134 (2022).