

## بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ثبات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سیده زینب سعادت میرقدیم<sup>۱</sup>، جمال خانی جزنی<sup>۲</sup>، اسماعیل فدائی کلورزی<sup>۳</sup>

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی غیرانتفاعی دیلمان، لاهیجان، ایران (نویسنده مسئول)

Z.Saadat@deylaman.ac.ir

۲. دانشیار مدیریت، سازمان پژوهش‌های ملی و صنعتی ایران، رشت، ایران

Dr.jazani@yahoo.com

۳. مربی حسابداری، مؤسسه آموزش عالی غیرانتفاعی دیلمان، لاهیجان، ایران

esmaeil.fadaei@deylaman.ac.ir

### چکیده

با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به وجود می‌آید و مدیران ممکن است دست به رفتارهای فرصت‌طلبانه بزنند که در جهت منافع آنان و برخلاف منافع سهامداران باشد. شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار دارای ساختار مالکیت متفاوتی هستند و در سال‌های اخیر، اصول راهبری شرکت‌ها روی این ساختار مالکیت تأثیر گذاشته است. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ثبات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. روش پژوهش مورد استفاده، توصیفی-پیمایشی و از نوع همبستگی می‌باشد. نمونه آماری پژوهش حاضر شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تعداد ۱۵۶ شرکت، طی دوره زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ و روش نمونه‌گیری پژوهش حاضر، غربالگری می‌باشد. داده‌های پژوهش به روش کتابخانه‌ای گردآوری شده و ابزار مورد استفاده، نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بانک جامع اطلاعات سازمان بورس می‌باشد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، بین انواع مالکیت شامل مالکیت شرکتی، نهادی، مدیریتی، دولتی و تمرکز مالکیت با ثبات مالی، رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین یافته‌ها بیانگر عدم تأثیرگذاری ساختار مالکیت بر ثبات مالی است.

**واژگان کلیدی:** ساختار مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، مالکیت دولتی، ثبات مالی.

## ۱. مقدمه

شرایط بحران مالی و اقتصادی در سال‌های اخیر نشان داد روابط متقابل پیچیده‌ای بین ساختار مالکیت و ثبات مالی وجود دارد. ثبات مالی به نحوه فزاینده‌ای وابسته به تعامل دو سویه بین بخش مالی و بخش حاکمیت است. به طوری که اعتبار حاکمیت، حکم منبع موثق و مطمئن برای تخمین بخش مالی را دارد. در واقع از طریق تزریق مستقیم منابع مالی و به‌عنوان مبنایی برای قیمت‌گذاری سایر دارایی‌ها از طریق عرضه اوراق قرضه دولتی بدون ریسک عمل می‌نماید. وقوع بحران مالی و ضربه بزرگ آن‌ها به تولید حقیقی در کشورهای مختلف، اهمیت رابطه بین آسیب‌پذیری سیستم مالی و ثبات اقتصاد کلان را در دهه‌های اخیر پررنگ‌تر کرده است. مفهوم ثبات مالی همانند ثبات پولی در بین شرکت‌ها به موضوعی غالب تبدیل شده است. از نظر شیناسی (۲۰۰۴)، ثبات مالی به وضعیتی اطلاق می‌شود که بحران سیستماتیک، ثبات اقتصاد کلان را تهدید ننماید و اجزای سیستم اعم از بانک‌ها و بازار سرمایه و شرکت‌های بیمه و بازار دارایی‌ها از استحکام و عملکرد مناسب برخوردار باشند. شیناسی (۲۰۰۴) که یکی از اقتصاددانان برجسته حوزه مالی است، ممانعت از ورود عناصر اصلی سیستم مالی را شرط لازم برای ارزیابی، شناسایی و مدیریت درست ریسک مالی (اعتباری، نقدینگی و بازار)، جهت حداکثر نمودن کارایی اقتصاد می‌داند. میشکین (۲۰۰۶)، ثبات مالی را وضعیتی می‌داند که بحران مالی سیستماتیک، ثبات اقتصاد کلان را تهدید نکنند. البته باید توجه داشت بر اساس دیدگاه شیناسی، ثبات مالی صرفاً به معنای عدم وجود بحران مالی نیست بلکه به توانایی سیستم مالی برای واکنش و مدیریت با عدم تعادل‌های مالی است که تهدیدی بالقوه برای فزاینده‌های اقتصادی سیستم مالی می‌باشد. ساختار مالکیت عبارت از بخشی از سهام شرکت که تحت مالکیت سهامداران عمده قرار دارد. سهامداران عمده اشخاص حقیقی یا حقوقی هستند که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در دست دارند (سینایی و همکاران، ۱۳۹۰). از جمله معضلات زیربنایی که مبحث ساختار مالکیت در باب نظریه حاکمیت شرکتی بر این اساس تکوین یافته است، تضاد منافع بین سهامداران و مدیریت اعمال کنترل مطلق از سوی سهامداران عمده، کاهش توان کنترل و نظارت سهامداران جزء بر امور شرکت و منحصر شدن اتخاذ تصمیمات از سوی مدیران است. ساختار مالکیت نیز به‌عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی مطرح می‌شود و به‌صورت‌های مالکیت شرکتی، نهادی، مدیریتی، دولتی و تمرکز مالکیت بررسی می‌شود.

## ۲. مبانی نظری پژوهش

### ۱،۲. ساختار مالکیت

صرف‌نظر از چارچوبی قانونی، ساختار مالکیت شرکت نیز می‌تواند ایجاد و توسعه مدل حاکمیت شرکتی را تحت تأثیر قرار دهد. ساختار مالکیت دو بُعد دارد، تمرکز مالکیت و هویت سهامداران. مالکان شرکت هستند و انجام عملیات بازرگانی را به نمایندگی از خود به مدیران واگذار می‌کنند که این امر ممکن است موجب تضاد منافع شود (غلامی و قنبری، ۱۳۹۵). عوامل بسیاری موجب بهتر شدن یک شرکت در مقایسه با شرکت‌های دیگر می‌شوند که مهم‌ترین آن، ساختار مالکیت است که شانس شرکت را برای بهبود حفظ ساختار سرمایه در آینده تحت تأثیر قرار می‌دهد. در بیان ساده، ساختار مالکیت بیان‌کننده این مطلب است که چه اشخاصی در تصمیمات عملیاتی و استراتژیکی شرکت، تسلط و حکمرانی می‌کنند (فخاری و فصیح، ۱۳۹۵). هنگامی که شرکت با نارضایتی مالی مواجه می‌شود

اختلاف بین سهامداران و مدیریت می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های غیرمستقیم در مدیریت شود، زیرا اهداف مدیران و سهامداران آن‌ها لزوماً هم‌تراز نیستند (آل‌وارز و آرتاس، ۲۰۱۷).

## ۲،۲. ویژگی‌های ساختار مالکیت و ثبات مالی

ساختار هیئت مدیره شرکت‌ها متأثر از ساختار مالکیت آن‌ها بعضاً در کشورهای مختلف، متفاوت است و موضوع مورد بحث آن است که افق زمانی سرمایه‌گذاران مختلف در خصوص نگهداری سهام به‌طور معناداری متفاوت از یکدیگر است. بر مبنای یافته‌های محققین خارجی، سرمایه‌گذاران (سهامداران) جزء، دلالتان سهام و شرکت‌های سرمایه‌گذاری افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت دارند، درحالی‌که مدیران شرکت‌ها، مؤسسات مالی و شرکت‌های هلدینگ از افق سرمایه‌گذاری بلندمدت برخوردار می‌باشند. چنان‌چه ساختار مالکیت شرکت عمدتاً متشکل از گروه اول باشد، مدیریت جهت جلب نظر این گروه‌ها متمایل به دست‌کاری سود می‌باشد. برعکس، در صورتی که ساختار مالکیت شرکت عمدتاً متشکل از گروه دوم باشد، مدیریت به دلیل افق بلندمدت این گروه و تمایل آن‌ها به حداکثر کردن ثروت در بلندمدت نمی‌تواند تمایل چندانی در دست‌کاری سود داشته باشد. درحالی‌که در کشورهایمانند آمریکا و ژاپن بر مالکیت خصوصی تمرکز شده است، در ایران ساختار مالکیت شرکت‌ها عمدتاً متشکل از شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بنیادها، نهادها و سازمان‌های دولتی و عمومی است و از آن‌جا که سازمان‌های دولتی نظیر سازمان گسترش و نهادهای عمومی نظیر تأمین اجتماعی و بنیادها از افق دید بلندمدت برخوردارند، به‌نظر می‌رسد این شرکت‌ها تمایل کم‌تری به سفته‌بازی و خرید و فروش‌های کوتاه‌مدت داشته باشند. مالکان نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر اشخاص حقوقی و حقیقی دارای سهام عمده هستند. معتقدند از آن‌جا که تمامی سهامداران از منافع فعالیت‌های نظارتی سهامدار نظارت‌کننده بدون هزینه بهره‌مند می‌شوند، بنابراین تنها سهامداران عمده، انگیزه لازم برای اعمال فعالیت‌های کنترلی و نظارتی را دارند. در این ارتباط، پژوهش‌ها بیانگر اثر مثبت مالکان نهادی بر عملکرد است. در این رابطه، بررسی ساختار مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مبین آن است که حدود ۶۶ درصد از مالکان نهادی در بورس ایران را شرکت‌ها سازمان‌های دولتی و شبه دولتی مانند سازمان گسترش و بنیادها تشکیل می‌دهند. از دیدگاه نظری، جایگاه مالکان نهادی در حاکمیت شرکتی بسیار پیچیده است. از دیدگاه دیگر، مالکان نهادی یکی دیگر از ساز و کارهای مهم حاکمیت شرکتی است که مشکلات نمایندگی را کنترل می‌کند و حمایت از منافع سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد. سرمایه‌گذاران نهادی شامل بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های هلدینگ، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی و غیره می‌باشند. حضور سرمایه‌گذاران مختلف در جمع سهامداران شرکت‌های سهامی عام از رشد چشم‌گیری برخوردار بوده است. کمیت و کیفیت این سرمایه‌گذاران در جمع مالکین شرکت‌های صنعتی به لحاظ تأثیری که بر ساختار مالکیت و نیز نحوه حاکمیت بر سازمان بر جای می‌گذارند درخور توجه می‌باشند (انار و همکاران، ۲۰۱۴). مالکیت دولتی نوع جالبی از تعدد سهامداران در این تمرکز مالکیت می‌باشند این سهامداران به دلیل سهم اندک از شرکت و نداشتن منفعت در جریان‌های نقدی شرکت به‌طور مستقیم هیچ انگیزه شخصی برای نظارت بر مدیران ندارد (رضایی و جعفری نیارکی، ۱۳۹۴). با توجه به تصمیم‌گیری‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تغییرات در منافع متحمل شده، ریسک تجاری شدید و غیره می‌توانند بر سرمایه‌فکری تأثیرگذار باشند (اکبرنژاد، ۱۳۹۳). مالکیت شرکتی شامل مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و ذینفعان

دیگر می‌باشد. علاوه بر آن ساختاری ارائه می‌کند که از طریق آن اهداف شرکت، ابزار دستیابی به آن و اهداف و نظارت بر عملکرد شرکت تعیین می‌شود (رضاجو، ۱۳۹۶). دو دیدگاه در مورد مالکیت مدیریتی مطرح می‌شود. دیدگاه اول بیان می‌کند که مالکیت مدیریتی بالا ممکن است با افزایش هزینه نمایندگی منجر به جبهه‌گیری مدیریت شود و ارزش شرکت را کاهش دهد، دیدگاه دوم اشاره می‌کند که مالکیت مدیریتی، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را کاهش و به افزایش ارزش شرکت کمک کند. بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌هایی که به لحاظ مالکیت متمرکزتر هستند، میزان ریسک کم‌تری متحمل شوند. تمرکز مالکیت از چگونگی توزیع سهام بین سهامداران یک شرکت می‌باشد. هرچه تعداد سهامداران کم‌تر باشد مالکیت متمرکزتر خواهد بود (بدیعی، ۱۳۹۵). ثبات مالی و یا اغلب در این روزهای اخیر بی‌ثباتی مالی، موضوع بسیاری از بحث‌ها و مقالات برای اختصاص منابع، مدیریت ریسک و جذب شوک‌های مختلف می‌باشد (کاروانا، ۲۰۱۴). همان‌طور که عنوان شد ثبات مالی به وضعیتی گفته می‌شود که بحران مالی سیستماتیک، ثبات اقتصاد کلان را تهدید نماید. اتخاذ تدابیر پیشگیرانه برای مقابله با ریسک‌های سیستماتیک در بخش مالی و ایجاد استحکام در مؤسسات مالی برای کاهش هزینه بحران مالی، عناصر اصلی بستر ثبات مالی هستند. ثبات مالی از عدم اطمینان سیاسی و سیاست‌های نامعین در سراسر جهان نیز ناشی می‌شود (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۱۷).

### ۳,۲. پیشینه پژوهش

اکیما و اشوودایر (۲۰۰۴)، در تحقیق خود، به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌های خصوصی در اوکراین پرداختند. نتایج بررسی نشان می‌دهد که ساختار مالکیت تأثیر معنی‌داری بر عملکرد شرکت دارد. الفاروق و زیجل (۲۰۰۷)، به بررسی رابطه ساختار مالکیت و عملکرد در بین ۶۶۰ شرکت بنگلادشی از طریق معادلات هم‌زمان پرداختند. نتایج به دست آمده نشان داد، ساختار مالکیت تأثیری بر عملکرد شرکت ندارد، اما رابطه منفی میان عملکرد شرکت و ساختار مالکیت وجود دارد.

مسنون و رثوف (۲۰۱۴)، در پژوهش خود تحت عنوان تأثیر حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نشان دادند، بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. فتحی و البنان (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها در کشورهای خاورمیانه که در ۱۳۷ شرکت تجاری، طی بازه زمانی ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۴ و با استفاده از داده‌های تابلویی اجرا نمودند، به این نتیجه دست یافتند که مالکیت دولتی و مالکیت خارجی تأثیر معنادار مثبت با عملکرد شرکت دارد و برعکس، مالکیت خصوصی و تمرکز مالکیت دارای تأثیر معنادار منفی بر عملکرد شرکت می‌باشند.

ابوحنیفا و نومانب (۲۰۱۸)، در پژوهش خود به بررسی رابطه بین مقررات بانکی بین رقابت و ثبات مالی پرداختند. نتایج حاصل از این تحقیق که در بازه زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۴ مورد بررسی قرار گرفته نشان می‌دهد، بین رقابت و ثبات مالی رابطه معکوس معنی‌داری وجود دارد.

در ایران نیز مدرس و همکاران (۱۳۸۸)، در پژوهش خود تحت عنوان رابطه بین معیارهای ساختار مالکیت و بازده سهامداران نشان دادند، با آن که میزان مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد است ولی هیچ‌گونه رابطه معناداری بین سهامداران و بازده وجود ندارد.

پورعلی و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهش خود به بررسی تأثیر مالکیت‌ها بر سلامت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ و به روش حذف سیستماتیک ۸۳ شرکت انتخاب گردید. نتایج آزمون فرضیه‌های این پژوهش با استفاده از رگرسیون لجستیک چندجمله‌ای نشان‌دهنده این است که بین مالکیت‌ها بر سلامت مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

تحصیلی و کریم‌زاده (۱۳۹۴)، در پژوهش خود به بررسی تأثیر رقابت بر ثبات مالی شرکت‌ها پرداختند. این تحقیق با استفاده از مدل داده‌های تابلویی برای ۱۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ بود. نتایج به‌دست آمده نشان داد، بین رقابت (تمرکز) و ثبات مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

شاهین‌فرد و فروغی (۱۳۹۵)، در پژوهش خود به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق با نمونه‌ای متشکل از ۱۱۴ شرکت به روش حذف سیستماتیک در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ انجام گردید. نتایج و یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که سهامداران نهادی تأثیر معنی‌داری بر درماندگی مالی ندارند.

طیبی و حسین‌پور (۱۳۹۶)، در پژوهش خود به بررسی ارتباط شاخص‌های ساختار مالکیت بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق از ۳۷۲ شرکت بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲، اطلاعات لازم جمع‌آوری گردید. با توجه به آزمون‌های انجام شده، رابطه معناداری بین ساختار مالکیت بر درماندگی مالی مشاهده نشد. همچنین نتایج آزمون‌های انجام شده حاکی از آن است که مالکیت مدیریتی، نهادی، شرکتی و درماندگی مالی بر هم اثرگذار نیستند.

رضائی و محمدزاده (۱۳۹۷)، در پژوهش خود به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت و بحران مالی پرداختند. نمونه مورد بررسی شامل ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ بود. نتایج به دست آمده، نشان داد که کیفیت حاکمیت شرکتی، تأثیر معنی‌داری بر بحران مالی ندارد.

نصرت و بادآورن‌هندی (۱۳۹۷)، به بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی بر رشد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق با استفاده از نمونه آماری ۱۲۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ صورت گرفت. همچنین به‌منظور اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی از دو شاخص تمرکز و درصد مالکیت نهادی و برای اندازه‌گیری رشد شرکت از سه شاخص رشد دارایی‌ها، رشد فروش و رشد سود، استفاده گردید. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با رشد شرکت ارتباط مثبت معناداری وجود دارد و محدودیت مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت تأثیرگذار نمی‌باشد.

### ۳. فرضیه‌های پژوهش

سؤال اساسی پژوهش این است که آیا ساختار مالکیت باعث افزایش یا کاهش ثبات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود؟ بنابراین با توجه به مبانی نظری و اهداف پژوهش، فرضیه‌های زیر بیان شده‌اند:

- ❖ فرضیه اصلی: بین ساختار مالکیت و ثبات مالی، رابطه معنادار وجود دارد.
- ✓ فرضیه فرعی ۱: بین مالکیت شرکتی و ثبات مالی، رابطه معنادار وجود دارد.

- ✓ فرضیه فرعی ۲: بین مالکیت نهادی و ثبات مالی، رابطه معنادار وجود دارد.
- ✓ فرضیه فرعی ۳: بین مالکیت مدیریتی و ثبات مالی، رابطه معنادار وجود دارد.
- ✓ فرضیه فرعی ۴: بین مالکیت دولتی و ثبات مالی، رابطه معنادار وجود دارد.
- ✓ فرضیه فرعی ۵: بین تمرکز مالکیت و ثبات مالی، رابطه معنادار وجود دارد.

#### ۴. روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ روش، همبستگی و از لحاظ هدف، کاربردی می‌باشد. پژوهش حاضر در زمره پژوهشات توصیفی حسابداری به شمار می‌رود. به علاوه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه‌های آن استفاده خواهد شد. هم‌چنین پژوهش حاضر به لحاظ معرفت‌شناسی از نوع تجربه‌گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه، کتابخانه‌ای با استفاده از اطلاعات تاریخی به صورت (پس رویدادی یعنی استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد. برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش غربالگری استفاده شده است. اطلاعات مورد نیاز به وسیله نرم‌افزار ره‌آورد نوین و هم‌چنین سایت بورس اوراق بهادار تهران گردآوری و در نرم‌افزار اکسل محاسبه و سپس تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده نرم‌افزار ایویوز انجام شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بر این اساس نمونه انتخابی دارای شرایط زیر است:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا سال ۱۳۹۵ در بورس تهران فعالیت داشته باشد.
  ۲. برخی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس شامل بانک‌ها، مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری و شرکت‌های هلدینگ که ساختار گزارشگری جداگانه دارند از نمونه حذف می‌شوند.
  ۳. سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد و در دوره موردنظر تغییر سال مالی نداده باشند.
  ۴. شرکت موردنظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.
- با در نظر گرفتن این محدودیت‌ها، تعداد ۱۵۶ شرکت، از کل ۴۳۱ شرکت، طی دوره ۵ ساله ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ برای این پژوهش انتخاب گردید.

#### ۴.۱. متغیرها و نحوه محاسبه

در این پژوهش ثبات مالی به‌عنوان متغیر وابسته، مالکیت شرکتی، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، مالکیت دولتی و تمرکز مالکیت به‌عنوان متغیرهای مستقل و اندازه شرکت، اهرم مالی و رشد فروش به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است که به شرح زیر محاسبه می‌شود:

جدول ۱. نحوه محاسبه متغیرها

منبع	نحوه محاسبه	متغیرها
چن و همکاران (۲۰۱۷)	حاصل جمع بازده دارایی‌ها و نسبت سرمایه بر دارایی بنگاه تقسیم بر انحراف معیار بازده دارایی‌ها	متغیر وابسته
		ثبات مالی (FS)

منبع	نحوه محاسبه	متغیرها
بیابانی و همکاران (۱۳۹۲)	برابر با درصد سهام نگهداری شده یک شرکت توسط شرکت‌های دیگر، در شرکت‌ها عمدتاً سهامداران عمده درصد بالایی از مالکیت سهام را تشکیل می‌دهند.	متغیرهای مستقل
		مالکیت شرکتی (CO)
متقی و همکاران (۱۳۹۶)	مجموع سهام در اختیار بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های هلدینگ، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، سازمان‌ها و نهادهای دولتی بر کل سهام منتشرشده شرکت محاسبه می‌گردد که ۱۰ درصد مالک سهام شرکت می‌باشند.	مالکیت نهادی (IO)
عبدی و همکاران (۱۳۹۶)	به‌صورت مجموع درصد سهام در اختیار هیئت‌مدیره بر روی تعداد کل سهام منتشره در شرکت	مالکیت مدیریتی (MO)
ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۶)	برابر با درصد مالکیت سهام در اختیار شرکت‌های دولتی و وابسته به دولت و نهادهای حکومتی	مالکیت دولتی (GO)
متقی و همکاران (۱۳۹۶)	چگونگی توزیع سهام بین سهامداران یک شرکت که درصد سهام در اختیار ۵ درصد سهامدار شرکت یا از شاخص هرفیندال - هیرشمن که از طریق توان دوم سهم هریک از سهامداران	تمرکز مالکیت (OC)
منصوریان نظام‌آباد و همکاران (۱۳۹۵)	لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت	متغیرهای کنترلی
		اندازه شرکت (Size)
قره بیگلو و آبگر (۱۳۹۵)	تفاوت بین فروش سال جاری و فروش سال گذشته تقسیم بر فروش سال گذشته	رشد فروش (Growth)
منصوریان نظام‌آباد و همکاران (۱۳۹۵)	بیان‌گر کل بدهی تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت	نسبت بدهی (Leverage)

مدل مورد استفاده جهت بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ثبات مالی شرکت به شرح زیر می‌باشد:

$$FS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CO_{i,t} + \alpha_2 MO_{i,t} + \alpha_3 IO_{i,t} + \alpha_4 GO_{i,t} + \alpha_5 OC_{i,t} + Size_{i,t} + Leverage_{i,t} + Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

## ۲,۴. تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش

برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش حاضر از آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. جهت تشریح و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی (میانگین، انحراف معیار، همبستگی و غیره) و برای تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش از آمار استنباطی بهره گرفته شده است. از نرم‌افزار Excel برای طبقه‌بندی داده‌های بدست آمده استفاده شده است. هم‌چنین برای تجزیه داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم‌افزارهای ایویوز (Eviews) استفاده گردید.

## ۵. یافته‌های پژوهش

### ۱,۵. آمار توصیفی

جدول ۲، مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال میانگین متغیر اندازه شرکت برابر با  $13/30$  می‌باشد که نشان می‌دهد بیش‌تر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در جدول ۲ مشاهده می‌شود میانه متغیر نسبت بدهی برابر با  $0/28$  می‌باشد که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کم‌تر از این مقدار و نیمی دیگر بیش‌تر از این مقدار هستند. نتایج سایر شاخص‌ها برای هر یک از متغیرها در جدول مشخص می‌باشد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیرها	نماد متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
ثبات مالی	FS	۲/۵۸۰	۲/۳۹۰	۰/۹۲۸	۷/۷۶۰	۰/۸۶۳
مالکیت شرکتی	CO	۰/۴۹۵	۰/۴۶۶	۰/۱۳۶	۰/۸۲۴	۰/۱۰۱
مالکیت مدیریتی	MO	۰/۰۴۶	۰/۰۴۳	۰/۰۱۵	۰/۱۷۲	۰/۰۰۰۰۸
مالکیت نهادی	IO	۰/۵۱۵	۰/۵۳۹	۰/۱۷۵	۰/۹۰۸	۰/۰۰۰
مالکیت دولتی	GO	۰/۲۹۹	۰/۳۱۶	۰/۰۹۶	۰/۵۵۲	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	HHI	۰/۳۶۸	۰/۴۰۲	۰/۱۷۹	۰/۷۱۴	۰/۰۰۵
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۳۰۳	۱۳/۱۳۷	۱/۶۲۴	۱۸/۸۶۲	۷/۱۹۰
نسبت بدهی	LEV	۰/۳۲۴	۰/۲۸۶	۰/۲۳۵	۰/۹۴۶	۰/۰۰۱
رشد فروش	GROWTH	۲/۱۲۰	-۰/۲۲۰	۷/۱۶۱	۴/۸۹۵	-۰/۹۹۹

### ۲,۵. آزمون مانایی

در جدول ۳، نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش ارائه گردیده است. از آنجایی که احتمال آزمون کم‌تر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد، مشخص گردید که تمامی متغیرهای پژوهش در سطح (۷۸۰ مشاهده)، مانا بودند.



### جدول ۳. نتایج آزمون ریشه واحد متغیرهای پژوهش

Hardri/Levin, lin & chu		آزمون متغیر
احتمال	آماره	
۰/۰۰۰	-۸/۶۷۴	مالکیت شرکتی
۰/۰۰۰	-۴۲/۹۳۸	ثبات مالی
۰/۰۰۰	-۴۳/۱۹۶	مالکیت دولتی
۰/۰۰۰	-۲۷۸۵/۱۱	رشد فروش
۰/۰۰۰	-۸۵/۳۷۳	تمرکز مالکیت
۰/۰۰۰	-۳۸/۵۱۸	مالکیت نهادی
۰/۰۰۰	-۵۸/۵۶۱	نسبت بدهی
۰/۰۰۰	-۳۴/۰۴۴	مالکیت مدیریتی
۰/۰۰۰	-۵۸/۹۴۲	اندازه شرکت

### ۳,۵. انتخاب نوع روش برآورد در داده‌های ترکیبی

از آنجایی که به منظور تخمین مدل فرضیه‌ها از فن داده‌های ترکیبی استفاده شده است، پیش از آن که به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شود، ابتدا به نحوه تخمین مدل‌ها اشاره می‌شود. در داده‌های ترکیبی ابتدا به منظور انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آزمون  $F$  لیمر استفاده می‌شود. اگر  $p$ -value محاسبه شده بیش تر از سطح خطای ۵ درصد باشد از داده‌های تلفیقی (Pooled) و در غیر این صورت از داده‌های تابلویی (Panel) استفاده خواهد شد.

### جدول ۴. نتایج آزمون $F$ لیمر مدل‌های پژوهش

نتیجه آزمون	P-Value	مقدار	آماره	فرضیه
Panel	۰/۰۰۰	۱/۷۹۸	$F$ لیمر	فرضیه اصلی
	۰/۰۰۰	۲۹۵/۶۷۵	Chi-square( $\chi^2$ )	

با توجه به نتایج جدول ۴، از آنجایی که احتمال به دست آمده از آزمون  $F$  لیمر کوچک تر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل از مدل داده‌های ترکیبی (Panel) استفاده خواهد شد. در ادامه با توجه به نتایج جدول ۵،  $P$ -value به دست آمده از آزمون هاسمن بزرگ تر از ۵ درصد است، لذا الگوی مناسب، الگوی مبتنی بر الگوی اثرات تصادفی می‌باشد.

### جدول ۵. نتایج آزمون هاسمن

نتیجه آزمون	P-Value	مقدار	آماره	فرضیه
اثرات تصادفی (RE)	۰/۲۳۳	۱۰/۴۶۴	Cross-section Random	فرضیه اصلی

#### ۴,۵. آزمون همسانی واریانس خطاها

با توجه به نتایج جدول ۶، از آنجائی که P-value آزمون ناهمسانی واریانس، بزرگتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس ها پذیرفته می شود.

جدول ۶. نتایج آزمون همسانی واریانس

احتمال	مقدار	روش	فرضیه
۰/۴۸	۲/۴۶۱	Bartlett	فرضیه اصلی

#### ۵,۵. نتایج برآورد مدل پژوهش

جدول ۷، نتایج حاصل از برآورد مدل فرضیه مذکور را با استفاده از نرم افزار Eviews 10 به روش داده‌های ترکیبی نشان می دهد:

جدول ۷. نتایج برآورد مدل

متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value	VIF
عرض از مبدأ	۲/۷۶۷	۰/۵۵۱	۵/۰۲۱	۰/۰۰۰	-
مالکیت شرکتی	۰/۳۹۷	۰/۶۱۰	۰/۶۵۰	۰/۵۱۵	۳/۱۸۴
مالکیت مدیریتی	-۱/۲۰۷	۲/۲۹۷	-۰/۵۲۵	۰/۵۹۹	۲/۰۹۹
مالکیت نهادی	۰/۰۳۰	۰/۴۴۵	۰/۰۶۸	۰/۹۴۵	۲/۸۰۹
مالکیت دولتی	-۱/۱۷۱	۰/۸۱۹	-۱/۴۲۹	۰/۱۵۳	۱/۰۷۸
تمرکز مالکیت	-۰/۲۸۴	۰/۱۶۷	-۱/۶۹۸	۰/۰۸۹	۱/۰۶۷
اندازه شرکت	۰/۰۰۲	۰/۰۲۳	۰/۱۲۴	۰/۹۰۰	۱/۰۰۹
نسبت بدهی	-۰/۸۰۱	۰/۱۰۸	-۷/۴۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۷
رشد فروش	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۵	-۱/۸۳۵	۰/۰۶۷	۱/۱۱۶
ضریب تعیین	۰/۰۵۸	ضریب تعیین تعدیل شده			
آماره دوربین واتسون	۱/۶۶	آماره F	۴/۸۰۹	احتمال آماره F	
				۰/۰۰۰	

جدول ۸. نتایج بهترین تخمین مدل پس از حذف متغیرهای زائد

متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value
عرض از مبدأ	۲/۷۶۳	۰/۴۵۰	۶/۱۳۵	۰/۰۰۰
مالکیت شرکتی	۰/۲۶۶	۰/۵۷۳	۰/۴۶۴	۰/۶۴۲
مالکیت مدیریتی	۰/۰۹۴	۱/۸۳۷	۰/۰۵۱	۰/۹۵۸
مالکیت نهادی	۰/۰۶۸	۰/۴۳۷	۰/۱۵۵	۰/۸۷۶
مالکیت دولتی	-۱/۱۷۶	۰/۷۷۷	-۱/۵۱۴	۰/۱۳۰

۰/۱۱۶	-۱/۵۷۳	۰/۱۶۹	-۰/۲۶۶	تمرکز مالکیت
۰/۰۰۰	-۷/۳۴۲	۰/۱۰۹	-۰/۸۰۳	نسبت بدهی
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۰۵۳	ضریب تعیین
۰/۰۰۰	F احتمال آماره	۵/۸۶۹	F آماره	۱/۶۶ آماره دوربین واتسون

با توجه به ضریب تعیین ۰/۰۴ درصدی می توان گفت که تنها ۴ صدم درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل تبیین است و از آنجایی که آماره دوربین- واتسون این مدل (۱/۶۶) است، می توان گفت که در این مدل خود همبستگی مرتبه اول وجود ندارد (تأیید یکی از مفروضات رگرسیون). هم چنین نتایج تأثیر متغیرهای کنترلی بر ثبات مالی نشان داد که تنها نسبت بدهی ارتباط معنی دار با ثبات مالی دارد. به علاوه نتایج نشان می دهد که p-value آزمون F کوچک تر از ۵ درصد است و از آنجائی که آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می دهد در نتیجه می توان گفت این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است.

### ۶.۵. تحلیل و بررسی فرضیه های پژوهش

با توجه به نتایج نگاره ۸، می توان گفت که P-value محاسبه شده برای متغیر مالکیت شرکتی بزرگ تر از سطح خطای ۵ درصد و مثبت می باشد. در نتیجه بین مالکیت شرکتی و ثبات مالی ارتباط معناداری وجود ندارد.

با توجه به نتایج نگاره ۸، می توان گفت که P-value محاسبه شده برای متغیر مالکیت مدیریتی بزرگ تر از سطح خطای ۵ درصد و مثبت می باشد؛ در نتیجه بین مالکیت مدیریتی و ثبات مالی ارتباط معناداری وجود ندارد.

با توجه به نتایج نگاره ۸، می توان گفت که P-value محاسبه شده برای متغیر مالکیت نهادی بزرگ تر از سطح خطای ۵ درصد و مثبت می باشد؛ در نتیجه بین مالکیت نهادی و ثبات مالی ارتباط معناداری وجود ندارد.

با توجه به نتایج نگاره ۸، می توان گفت که P-value محاسبه شده برای متغیر مالکیت دولتی بزرگ تر از سطح خطای ۵ درصد و منفی می باشد؛ در نتیجه بین مالکیت دولتی و ثبات مالی ارتباط معناداری وجود ندارد.

با توجه به نتایج نگاره ۸، می توان گفت که P-value محاسبه شده برای متغیر تمرکز مالکیت بزرگ تر از سطح خطای ۵ درصد و منفی می باشد؛ در نتیجه بین تمرکز مالکیت و ثبات مالی ارتباط معناداری وجود ندارد.

با توجه به نتایج فرضیه های فرعی می توان اظهار داشت که بین شاخص های ساختار مالکیت و ثبات مالی ارتباط معناداری وجود ندارد.

### ۶. بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ثبات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای انجام این پژوهش تعداد ۱۵۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۵ ساله (۱۳۹۵-۱۳۹۱) بررسی شده است. هم چنین برای آزمون فرضیه های پژوهش، از مدل رگرسیونی استفاده شده است. نتایج حاصل حاکی از آن است که بین هیچ کدام از متغیرهای ساختار مالکیت (مالکیت شرکتی، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، مالکیت دولتی، تمرکز مالکیت) با ثبات مالی رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج این پژوهش با نتایج

طیبی و حسین پور (۱۳۹۶)، دهقانی و همکاران (۱۳۹۴) و فلاح و همکاران (۱۳۹۴)، مطابقت دارد و با نتایج پژوهش علی - نسب و همکاران (۱۳۹۵) و غلامی و قنبری (۱۳۹۵)، مطابقت ندارد. با توجه به نتایج پژوهش می توان پیشنهادهایی ارائه نمود که در ادامه به آن پرداخته شده است.

به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می گردد عوامل و موانع به وجود آمده در ارتباط با عدم وجود ارتباط معنادار بین مالکیت و ثبات مالی را مرتفع نموده تا شاهد سوق و میل وضعیت بازار سرمایه، از ناکارایی به سمت بازار کارا باشیم. چون از دیدگاه نظری چنین به نظر می رسد که با افزایش درصدی از متغیرهای مذکور، یک شرکت بتواند از منابع خود در جهت افزایش منافع سهامداران که استفاده بهینه از سرمایه شرکت می باشد استفاده کند. پیشنهاد می شود که شرکت ها، نسبت به بهبود کیفیت مالکیت شرکتی از طریق بهبود ساختار هیئت مدیره، حقوق سهامداران و رابطه با سرمایه گذاران و ساختار مالکیت اقدام نمایند. برای این منظور می توانند نقش اعضاء، اندازه هیئت مدیره را به گونه علمی و مطابق با استانداردهای جهانی تعیین و به عدم تداخل نقش ها در هیئت مدیره توجه کنند.

همچنین نگهداری عمده سهام در دست سهامداران نهادی، سازوکارهای حاکمیتی را بهبود داده و وضعیت توزیع سود سهام را بهبود می دهد و از این جهت نیز به سهامداران عمده پیشنهاد می شود که در تصمیمات حاکمیتی سازمان توجه خاص نمایند و از تجربیات خود جهت بهبود وضعیت سهام تحت مالکیت شان در این شرکت ها به طور مؤثرتری فعالیت نمایند. به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در تصمیم های سرمایه گذاری به میزان مالکیت مدیریتی شرکت توجه نمایند، به اینکه وجود مالکیت مدیریتی بالا، شکاف بین مالکیت و مدیریت را کاهش می دهد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز به نسبت به سایر سازمان ها پایین تر خواهد بود، به علاوه مدیرانی که در شرکت تحت مدیریت خود، سرمایه گذاری کرده اند نسبت به سایر مدیران از تصمیم های با ریسک بالا اجتناب می کنند. به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در زمان سرمایه گذاری به ساختار مالکیت خصوصاً مالکیت دولتی و تمرکز مالکیت توجه کنند، چراکه مالکان می توانند به تصمیماتی از قبیل سرمایه گذاری و مباحثی از قبیل موجودی نقدی را کد شرکت و یا نگهداری آن تأثیر بگذارند و واحد تجاری را به سمت کسب سود سوق دهند.

مطابق تمامی پژوهش ها این پژوهش نیز دارای محدودیت های می باشد که عبارتند از:

✓ در مالکیت مدیریتی بعضی از شرکت ها، درصد سهام متعلق به اعضای هیئت مدیره ارائه نشده و باعث کاهش نمونه ما شده است.

✓ مالکیت شرکتی در سایت بورس برای سهامداران خرد مشخص نیست که چه درصدی متعلق به شرکت های دیگر است.

✓ کمبود منابع اطلاعاتی و پژوهشات مشابه در ضمیمه ثبات مالی یافت شده است.

## منابع

۱. اکبرنژاد، جمال؛ عظیمی، جواد؛ محمدزاده سلطه، حیدر و علیرضا روشن ضمیر (۱۳۹۳). تأثیر مالکیت دولتی بر سرمایه فکری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله حسابداری، سال ۱۲، شماره ۱۶، صص ۴۷-۶۲.

۲. ابراهیمی، سید کاظم؛ بهرامی نسب، علی و رضا ممشلی (۱۳۹۶). بررسی تأثیر بحران مالی بر کیفیت گزارشگری مالی. دوره ۸، شماره ۳، صص ۱۶۵-۱۴۱.
۳. بدیعی، حسین و مرتضی جهانگیری گلشوار (۱۳۹۵). بررسی تمرکز مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌های جدید در علوم انسانی، دانشکده علوم انسانی، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس.
۴. بیابانی، شاعر و ستاره کاظمی (۱۳۹۲). بررسی ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری) و تمرکز و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۲۳، صص ۷۹-۲۲.
۵. پورعلی، محمدرضا و علی فلاح (۱۳۹۲). بررسی تأثیر نوع مالکیت (خصوصی یا دولتی) بر سطوح مختلف سلامت مالی و ارائه مدلی مناسب. یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران، دانشگاه فردوسی مشهد.
۶. تحصیلی، حسن و مصطفی کریمزاده (۱۳۹۴). بررسی تأثیر رقابت در صنعت بانکداری بر ثبات بانک‌ها. فصلنامه پولی و مالی، شماره ۱۱.
۷. دهقانی، علی و فهمیه شریعتی و محبوبه تیمیمی (۱۳۹۴). بررسی تأثیر سازوکارهای برون سازمانی حاکمیت شرکتی بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری، علوم انسانی و بانکداری اسلامی، اردیبهشت ۱۳۹۴.
۸. رضائی، شاهد و محمدرزاده، امیر (۱۳۹۷). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و بحران مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مدیریت توسعه و تحول، شماره ۳۲، صص ۸۸-۸۱.
۹. رضایی، فرزین و روح‌اله جعفری نیارکی (۱۳۹۴). رابطه بین اجتناب مالیاتی و تقلب در حسابداری شرکت‌ها. پژوهش‌نامه مالیات، پیاپی (۲۳) ۲۶، صص ۱۳۴-۱۰۹.
۱۰. رضاجو، بهاره (۱۳۹۶). تأثیر مالکیت شرکتی بر بورس اوراق بهادار تهران، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر کرمان.
۱۱. سینایی، حسنعلی و علی محرابی (۱۳۹۰). بررسی ارتباط میان سازوکارهای راهبردی شرکتی و معیارهای عملکرد مالی ارزش محور. راهبرد مدیریت مالی، سال ۴، شماره ۱۳، صص ۶۳-۴۱.
۱۲. شاهین فرد، ندا و داریوش فروغی (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین رقابت، تمرکز و ثبات مالی در صنعت بانکداری ایران. سومین همایش ملی حسابداری، مدیریت و اقتصاد ایران.
۱۳. طیبی، صمد و لیلا حسین پور (۱۳۹۶). بررسی رابطه مالکیت نهادی و مالکیت شرکتی با درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری، تهران، مؤسسه آموزش عالی صالحان.
۱۴. عبدی، رسول؛ زینالی، مهدی و وحید تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۶). تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و ناکارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۵، صص ۱۸۵-۱۵۷.
۱۵. علی‌نسب، سمین و نرگس حسینیان (۱۳۹۵). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و نسبت‌های مالی بر بحران مالی شرکت‌ها. کنفرانس بین‌المللی مدیریت تغییر و تحول.

۱۶. غلامی، سمیه و مهرداد قنبری (۱۳۹۵). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر احتمال وقوع بحران مالی. همایش بین‌المللی افق‌های نوین در علوم مدیریت و حسابداری، اقتصاد و کارآفرینی.
۱۷. فخاری، حسین و الهام فصیح (۱۳۹۵). تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۵، شماره ۲۰، صص ۱۶۴-۱۴۵.
۱۸. فلاح، رضا؛ تاروی‌وردی، یداله و نجمه حیدری (۱۳۹۴). تأثیر حاکمیت شرکتی بر احتمال بحران مالی در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس بین‌المللی آینده پژوهشی، مدیریت و توسعه اقتصادی، ۱۳۹۴.
۱۹. قره‌بیگو، حسین و بهجت آبگر (۱۳۹۵). تئوری چشم‌انداز و بررسی نقش رشد فروش و نحوه سنجش عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. ماهنامه پژوهش‌های مدیریت و حسابداری، شماره ۲، صص ۲۹-۲۲.
۲۰. مدرس، احمد؛ حسینی، سید مجتبی و زهره رئیسی (۱۳۸۸). بررسی اثر سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های اقتصادی، شماره ۵، صص ۲۵۰-۲۲۳.
۲۱. منصوریان نظام‌آباد، رضا؛ شیخی، خالد و محمدرضا محبوب (۱۳۹۵). بررسی تأثیر نسبت‌های مالی حسابداری بر نسبت کفایت سرمایه در شبکه بانکی کشور. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، سال ۶، شماره ۳، صص ۶۶-۴۷.
۲۲. نصرت، قاسم و بادآورنهندی، یونس (۱۳۹۷). ارتباط بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت با تأکید بر نقش محدودیت مالی. فصلنامه مدیریت توسعه و تحول، شماره ۳۲، صص ۳۵-۲۵.
23. Al Varese, I. G. & Ortas, E. (2017). Corporate environmental sustainability reporting in the context of national cultures. A quantile regression approach, *International Business Review* 26 (2), 337-35.
24. Abu Hanifa, Md. & Nomanab, C. (2018). Department of Finance and Banking, Faculty of Business and Accountancy. *Economics Letters*, Volume 122, July 2018.
25. Al Farooque, O. & Zijl, T. (2007). Ownership Structure and Corporate Par Formance: Evidence Form Bangladesh. *Asia\_Pacific Journal of Accounting & Economics*, Vol 14, 127-150.
26. Akimova, I. & Schwodiauer, G. (2004). Ownership Structure, Corporate Governance and Enterprise Performance. Empirical Results for Ukraine, *International Advances in Economic Research Journal*, Volume 10.
27. Annear, H.A. & Salihu, I.A. & Sheikhibid, S.N. (2014). Corporate Ownership, governance and tax avoidance. Aninteractive effects procedia *Social and Behavioral Science* 164, 150-160.
28. Caruna, J. (2014). Redesigning the central bank for financial stability responsibilities. Speech on the occasion of the 135, Anniversary conference of the Bulgarian Bank, Sofia, June.
29. Chan, M., Namjeon, B. & Wang, R. (2017). Monetary Policy and Bank Risk taking: Evidence Form Emerging Economies. *Emerging Markets Review*, 31, 116-140.
30. Faith, S. & El Bannan, M. (2017). Does ownership structure matter for bank performance in the MENA region: An empirical evidence. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(2), 128-160.

31. Masnoon, M. & Rauf, M. (2014). Impact of corporate Governance on Capital Structure\_A Study of Kse listed firms. *Global Management Journal for Academic & Corporate Studies*, 3(1), 94-110.
32. Mishkin, F.S. (2006). *Financial Stability in Iceland*. Iceland chamber of commerce.
33. Schinasi, G.J. (2004). *Defining Financial Stability*. IMF Working paper.