

تأثیر متغیرهای شرکتی و نقش تعدیل کننده مالکیت دولت بر ساختار سرمایه در
بورس اوراق بهادار تهران

دکتر عبدالرضا اسعدی

استادیار مدیریت مالی و عضو هیات علمی دانشگاه

آزاد اسلامی واحد نیشابور

Abdorrezasadi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۱۰/۱۵ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۰۲/۱۳

چکیده

این مطالعه تأثیر برخی عوامل شرکتی را بر نسبت های اهرمی شرکت های وابسته و مستقل از دولت در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می کند. فرضیه های تحقیق با استفاده از مدل رگرسیون با متغیر مجازی و آزمون معناداری t آزمون شده اند. نتایج نشان می دهند که برای هر دو گروه شرکت ها، سودآوری تأثیر منفی معناداری بر نسبت های اهرمی داشته است. تأثیر فرصت های سرمایه گذاری بر استفاده از بدهی ها در ساختار سرمایه نیز مثبت و معنادار بوده است. هم چنین تأثیر نسبت دارایی های ثابت مشهود بر بدهی های کوتاه مدت منفی معنادار، اما بر بدهی های بلند مدت مثبت و معنادار بوده است به گونه ای که با افزایش سرمایه گذاری در دارایی های ثابت، بدهی های بلند مدت شرکت ها افزایش و بدهی های کوتاه مدت آنها کاهش نشان یافته اند. نتایج تحقیق تأثیر معناداری را برای متغیر اندازه شرکت بر حجم بدهی ها در

ساختار سرمایه نشان نمی دهد. از سوی دیگر تحقیق حاضر نشان داد که مالکیت دولتی شرکت ها می تواند تاثیر معناداری بر متغیرهای تعیین کننده ساختار سرمایه داشته باشد.

واژه های کلیدی: ساختار سرمایه، سودآوری، دارایی های ثابت مشهود، فرصت های سرمایه گذاری، مالکیت دولت.

طبقه بندی JEL: G32, G38, C12. C33

۱- مقدمه

امروزه ساختار سرمایه^۱ به یکی از موضوعات بحث انگیز مدیریت مالی و چالشی جدی پیش روی مدیران شرکت ها تبدیل شده است. دست یابی به ترکیب بهینه ای از منابع مالی داخلی (حقوق صاحبان سهام) و خارجی (بدهی ها) که بتواند بالاترین ارزش شرکت و پایین ترین هزینه سرمایه را بدنبال داشته باشد، همواره از جمله اهداف مدیریت مالی به شمار می آید.

در این ارتباط سوال اساسی این است که شرکت ها چگونه نسبت بدهی ها به حقوق صاحبان سهام خود را انتخاب می کنند. در پاسخ به این سوال، اصل محوری تصمیم گیری های مالی مورد توجه قرار می گیرد که: نسبتی از بدهی ها در ساختار سرمایه مطلوب است که بتواند بر ارزش شرکت و متعاقباً ثروت سهامداران بیافزاید. اگرچه ساختار سرمایه شرکت تاثیری بر ترکیب دارایی ها ندارد، اما با توجه به هزینه و ریسک متفاوتی که منابع مختلف مالی به همراه دارند، تصمیم ساختار سرمایه به عنوان یک تصمیم مهم مالی تلقی می شود که از یکسو بر ارزش و از سوی دیگر بر میانگین هزینه سرمایه^۲ تاثیر می گذارد. به ویژه در

¹ Capital Structure

² Cost of Capital

کشورهای در حال توسعه و بازارهای سرمایه بانک محور^۱ که اتکاء بیشتر بنگاه های اقتصادی بر منابع بانکی (بدهی ها) است، توجه به ترکیب ساختار سرمایه اهمیت دوچندان یافته و ضرورت پرداختن به تحقیقات تجربی بیشتر را آشکار می سازد.

این تحقیق به دنبال پاسخ به این سوال است که، چه عواملی می توانند بر ساختار سرمایه شرکت های بورس اوراق بهادار تهران اثر بگذارند، و آیا در شرکت هایی که ساختار مالکیت^۲ آنها متفاوت است عوامل متفاوتی ساختار سرمایه آنها را متاثر می سازند؟ تحقیق حاضر در چند بخش سازمان یافته است. بخش دوم به بررسی مبانی نظری، بخش سوم به پیشینه تحقیق، بخش چهارم به بیان روش انجام این تحقیق، بخش پنجم آزمون فرضیه ها و در پایان به تجزیه و تحلیل نتایج حاصله می پردازد.

۲- مبانی نظری تحقیق

پس از انتشار مقاله مودیلیانی و میلر [۲۲] موضوع ساختار سرمایه به یکی از موضوعات پرجاذبه در حوزه مدیریت مالی تبدیل شد و توانست توجه بسیاری از محققین را به خود جذب کند. افرادی چون ماجلف و میرز [۲۱]، تیمان و وسلز [۳۰]، فرانک و گویال [۱۵] بانسل و میتو [۹]، رس [۲۸] و هال [۱۸] مطالعات خود را بر بازارهای سرمایه توسعه یافته متمرکز کرده اند. در کشورهای در حال توسعه و بازارهای نوظهور^۳ نیز موضوع ساختار سرمایه در دهه اخیر مورد اقبال محققین و پژوهشگرانی چون بوث، آوزیان، کانت و ماکسیمویچ [۱۱]، کیو و لی [۲۰] و کولمان [۱۲] قرار گرفته است. در ایران نیز در سال های اخیر برخی محققین یافته های خود را در این زمینه ارائه نموده اند، که از آن جمله می توان به تحقیقات کردستانی و نجفی [۶]، اسلامی بیدگلی و جولا [۱]، قدیری مقدم و اسدیان [۵] و ستایش و کاشانی پور [۴] اشاره کرد. با مروری بر مطالعات انجام شده می توان دریافت که

¹ Bank Oriented Capital Markets

² Ownership Structure

³ Emerging markets

سه نظریه اصلی و جامع ارائه شده برای بحث ساختار سرمایه که نقش محوری در تحقیقات پیشین دارند، عبارتند از: نظریه موازنه ایستا^۱، نظریه سلسله مراتبی^۲ و نظریه نمایندگی^۳، که در ادامه توضیح داده می شوند.

۲-۱- نظریه موازنه ایستا

مطابق این نظریه، ساختار بهینه سرمایه وقتی حاصل می شود که مزیت مالیاتی استفاده از بدهی ها با هزینه های نهایی آن مانند هزینه های ورشکستگی برابر شود. بنابراین شرکت ها سعی می کنند تا رسیدن به این نقطه تعادل ظرفیت های بدهی^۴ خود را افزایش دهند، از این رو با توجه به جریان های نقدی عملیاتی خود اقدام به تامین مالی بیشتر از طریق بدهی ها می کنند. اوم [۳۱] بیان می کند که سطح بالای سودآوری شرکت ها می تواند منجر به بالا رفتن ظرفیت های بدهی و متعاقباً صرفه جویی مالیاتی (سپر مالیاتی)^۵ آنها شود. پس انتظار می رود که ارتباط مثبتی بین میزان سودآوری و نسبت های اهرمی شرکت ها مشاهده شود، چرا که شرکت های سودآور ترجیح بیشتری در بکارگیری بدهی ها به منظور استفاده از صرفه جویی مالیاتی آن دارند.

از سوی دیگر شرکت هایی که دارایی های ثابت مشهود^۶ بیشتری در اختیار دارند، بدلیل اطلاعات نامتقارن^۷ کمتر در مورد آنها و نیز ارزش بالاتر آنها در صورت ورشکستگی نسبت به دارایی های نامشهود، از ظرفیت بدهی بالاتری برخوردارند. به علاوه هنگامی که شرکت ها دارایی های ثابت مشهود بیشتری را به عنوان وثیقه ارائه می دهند، ریسک خطرات اخلاقی^۸ کاهش می یابد چون اعتباردهندگان قادرند در صورت ورشکستگی، تقاضای فروش این

¹ Static Trade-Off Theory

² Pecking Order Theory

³ Agency Theory

⁴ Debt Capacity

⁵ Tax Shield

⁶ Tangible Assets

⁷ Information Asymmetry

⁸ Moral Hazard

دارایی‌ها را بکنند. برخی از تحقیقات انجام شده در کشورهای توسعه یافته مانند تحقیقات تیمان و وسلز [۳۰] و راجان و زینگلز [۲۷] ارتباط مثبتی را بین میزان دارایی‌های ثابت مشهود و نسبت‌های بدهی نشان می‌دهد. در حالیکه در کشورهای در حال توسعه تحقیقات انجام شده نتایج دوگانه‌ای را ارائه داده‌اند. ویواتاناکانتنگ [۳۳] در تایلند و اوم [۳۱] در کره جنوبی ارتباط مثبتی را بین میزان دارایی‌های ثابت مشهود و بدهی‌ها گزارش کرده‌اند، در حالیکه محققین دیگری مانند بوث و همکاران [۱۱] در ده کشور در حال توسعه و هوآنگ و سونگ [۱۷] در چین به رابطه منفی بین این متغیرها دست یافته‌اند. گفته می‌شود که این نتایج دوگانه به نوع بدهی‌های مورد استفاده مربوط می‌شود، زیرا محققین دیگری دریافته‌اند که شرکت‌های با میزان دارایی‌های ثابت مشهود بالاتر بیشتر تمایل به استفاده از بدهی‌های بلند مدت را دارند و این موجب بروز رابطه منفی بین دارایی‌های ثابت مشهود و بدهی‌های کوتاه مدت می‌گردد [۱۰ و ۲۴].

عامل مهم دیگر اندازه شرکت‌ها است. شرکت‌های بزرگتر بدلیل حجم دارایی‌های بیشتر و فعالیت‌های عملیاتی گسترده‌تر از ظرفیت‌های بدهی بالاتری برخوردارند. تحقیقات تجربی انجام شده در کشورهای در حال توسعه مانند تحقیقات ویواتاناکانتنگ [۳۳]، بوث و همکاران [۱۱] و هوآنگ و سونگ [۱۷] تایید کرده‌اند که رابطه مثبت معنا داری بین اندازه شرکت‌ها و نسبت‌های بدهی وجود دارد. اما از سوی دیگر محققینی چون فری و جونز [۱۴] اظهار کردند که شرکت‌های بزرگتر چون امکان دسترسی آسانتر به بازار سرمایه دارند، تحت شرایط بهتری می‌توانند تامین مالی کنند، بنابراین کمتر از بدهی‌ها استفاده می‌کنند، و یا راجان و زینگلز [۲۷] در تحقیقات خود در آلمان ارتباط منفی را بین این متغیرها یافته‌اند، و از سوی دیگر محققینی مانند بوان و دانبولت [۱۰] بیان می‌کنند که اندازه شرکت‌ها می‌تواند رابطه منفی با بدهی‌های کوتاه مدت و رابطه مثبت با حجم بدهی‌های بلند مدت داشته باشد.

۲-۲- نظریه سلسله مراتبی

وجود اطلاعات نامتقارن باعث می گردد شرکت ها برای تأمین مالی خود سلسله مراتبی را در نظر بگیرند. بر اساس این سلسله مراتب، تأمین مالی داخلی از محل سودهای انباشته بدلیل پایین بودن هزینه ها و ریسک آن در اولویت قرار می گیرد و چنانچه شرکت به منابع مالی بیشتری نیاز داشته باشد، تأمین مالی از محل بدهی در اولویت بعدی خواهد بود. با افزایش هزینه های تأمین مالی از محل بدهی و نیز ریسک اعتباری ناشی از آن، تأمین وجوه از محل انتشار سهام آخرین اولویت شرکت ها خواهد بود [۲۳].

بر این اساس برخی از محققین مانند بوان و دانولت [۱۰] عقیده دارند که شرکت های سودآورتر باید بدهی های کمتری نگهداری کنند، چون به منابع داخلی ارزانتری دست می یابند که اولویت اول برای تأمین پروژه های سرمایه گذاری آنها خواهد بود. محققین دیگری نیز مانند راجان و زینگلز [۲۷] و والد [۳۲] با استفاده از اطلاعات کشورهای توسعه یافته، وجود رابطه منفی میان سودآوری شرکت ها را با نسبت های بدهی تایید کرده اند.

از سوی دیگر شرکت هایی که با چشم اندازهای رشد و سرمایه گذاری بیشتری روبرو هستند، تمایل بیشتری به استفاده از بدهی ها از خود نشان می دهند زیرا ظرفیت های مناسبی را برای بازپرداخت بدهی ها در آینده انتظار دارند. اوم [۳۱] بیان می کند که نیازهای تأمین مالی شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری بیشتر، معمولاً از سودهای انباشته و منابع داخلی فراتر رفته و مطابق نظریه سلسله مراتبی آنها را وادار به استفاده از منابع بدهی می کند. محققین دیگری نیز وجود رابطه ای مثبت را بین فرصت های رشد شرکت ها و میزان بدهی ها در ساختار سرمایه مورد تایید قرار داده اند [۱۱ و ۲۵].

مطابق این نظریه، بایستی ارتباط مثبتی نیز بین میزان دارایی های ثابت مشهود و نسبت بدهی ها وجود داشته باشد، به گونه ای که شرکت های با نسبت دارایی های ثابت بالاتر، بدلیل در اختیار داشتن وثیقه بیشتر و نیز ارزش بالاتر آنها در مواجهه با ورشکستگی، تمایل بیشتری در بکارگیری بدهی ها از خود نشان می دهند. مطالعات تجربی انجام شده قبلی نیز بر این ادعا

صحه گذاشته اند که می توان ارتباط مثبتی را میان نسبت دارایی های ثابت مشهود و نسبت های اهرمی مشاهده کرد [۲۷، ۲۹ و ۳۲].

با این وجود برخی تحقیقات انجام شده در ایران نشان می دهد که با وجودی که شرکت های ایرانی به دنبال تامین ساختار بهینه سرمایه هستند، ولی از نظریه سلسله مراتبی پیروی نمی کنند و در صورتی که از فرصت های سودآوری بهره مند باشند، سعی می کنند با حفظ نسبت بهینه بدهی در ساختار سرمایه از سایر منابع مالی جهت تامین این فرصت های سرمایه گذاری استفاده کنند و لزوماً دنبال رعایت این سلسله مراتب نیستند [۲].

۲-۳- نظریه نمایندگی

به میزانی که مدیران شرکت ها نسبتی کمتر از صد در صد سهام شرکت را دارا باشند، ارتباط آنها با شرکت از رابطه مالکیت به سمت رابطه نمایندگی تغییر پیدا کرده و به همان نسبت تعارض منافع میان آنها افزایش می یابد. مدیرانی که هیچ سهمی از مالکیت یک شرکت ندارند و صرفاً در جایگاه نمایندگی سهامداران به اداره شرکت می پردازند، سعی در ترجیح منافع خود بر منافع سهامداران دارند و به هر اندازه اطلاعات نامتقارن بین این دو گروه بیشتر شود تمایل مدیران به کسب منافع خود بیشتر خواهد شد [۱۹].

محققینی مانند تیمان و وسلز [۳۰] اظهار می کنند که هزینه های نمایندگی برای شرکت هایی که در صنایع رو به رشد هستند، بیشتر است و مدیران این شرکت ها تمایل بیشتری به استفاده از منابع مالی صاحبان سهام دارند. بنابراین می توان رابطه منفی را بین فرصت های سرمایه گذاری و میزان استفاده از بدهی ها در ساختار سرمایه مشاهده کرد. این در حالیست که به اعتقاد جنسن و مکلینگ [۱۹] استفاده از بدهی ها می تواند بدلیل نقش شفاف سازی^۱

¹ Transparency Role

آن در تصمیمات مدیران و نیز کاستن از جریان های نقدی آزاد^۱، موجب کاهش هزینه های نمایندگی شود.

از سوی دیگر شرکت هایی که دارایی های ثابت مشهود کمتری دارند، از اطلاعات نامتقارن و تعارض منافع بیشتری بین مدیران و سهامداران برخوردارند. در این صورت شرکت ها بمنظور کاستن از هزینه های نمایندگی، سعی می کنند نسبت بدهی های خود را افزایش دهند، بنابراین با کاهش نسبت دارایی های ثابت مشهود، نسبت بدهی های ساختار سرمایه افزایش می یابد [۳۱]. وی اظهار می کند که اندازه شرکت می تواند نشانه ای از هزینه های نظارت^۲ باشد، به گونه ای که هر چه شرکت ها بزرگتر باشند این هزینه های نظارت کاهش می یابد. بر این اساس می توان رابطه مثبتی را بین نسبت های بدهی و اندازه شرکت مشاهده کرد [۳۱].

۳- پیشینه تحقیق

فاما و فرنچ [۱۳] در مطالعه خود نشان دادند که رابطه ای منفی بین نسبت های بدهی شرکت به ارزش بازار و متغیرهای سودآوری، فرصت های رشد و سرمایه گذاری، و صرفه جویی مالیاتی غیر بدهی^۳ وجود دارد، در حالیکه اندازه شرکت تاثیر مثبتی بر بدهی ها می گذارد. اما بین نسبت های پرداخت سود و بدهی رابطه معنا داری یافت نمی شود. بر اساس یافته های آنان، نظریه سلسله مراتبی ساختار سرمایه مورد تایید قرار گرفت.

بانسل و میتو [۹] به بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه مدیران ۱۶ کشور اروپایی پرداخته اند. نتایج آنها نشان داد که اولاً تفاوت معنا داری بین عوامل ساختار سرمایه در کشورهای اروپایی و امریکایی وجود ندارد. ثانیاً انعطاف پذیری مالی^۴ و رقیق شدن سود

¹ Free Cash Flow

² Monitoring Cost

³ Non-Debt Tax Shield

⁴ Financial Flexibility

هر سهم^۱ اولین نگرانی مدیران در استفاده از بدهی ها و انتشار سهام عادی است. آنها هم چنین دریافتند که سیاست های تامین مالی شرکت ها به میزان زیادی به محیط قانونی کشورها، نوع سازمان ها و هم چنین فعالیت های بین المللی آنها مربوط می شود. فریدنبرگ [۱۶] در مطالعه خود دریافت که متغیرهایی مانند دارایی های ثابت، اندازه شرکت، فرصت های رشد، مالیات، بازده دارایی ها و نوع صنعت می توانند بر ترکیب ساختار سرمایه تاثیر داشته باشند. به علاوه نتایج نشان داد که شرکت های دارای رشد تنها به دنبال افزایش بدهی های کوتاه مدت خود هستند. دارایی های ثابت شرکت ها نیز مهمترین عامل موثر بر ترکیب بدهی های سررسید شده^۲ هستند و تاثیر معنی داری بر حجم کل بدهی ها ندارند. و نهایتاً نظریه سلسله مراتبی ساختار سرمایه در جامعه مورد بررسی مورد تایید قرار می گیرد.

کویان، تیان و ویرجانتو [۲۶] ابتدا برآوردی ایستا از عوامل موثر بر ساختار سرمایه داشتند و سپس مدل های پویای اقتصاد سنجی را نیز به کار گرفتند. نتایج تحقیقات نشان داد که شرکت های چینی مورد مطالعه سالانه در خصوص تعدیل نسبت های بدهی خود اقدام می کنند اما این فرآیند به آهستگی صورت می گیرد. نتایج هم چنین بیانگر آن است که متغیرهای اندازه شرکت، مشهود بودن دارایی ها و ساختار مالکیت تاثیر مثبتی بر نسبت های بدهی داشته اند در حالی که سودآوری، صرفه جویی مالیاتی غیر بدهی، رشد و ریسک به شکلی منفی نسبت های بدهی را متاثر می سازند.

نمازی و حشمتی [۸] به بررسی تاثیر برخی عوامل موثر و اطلاعات تاخیری بر تغییرات اهرم مالی ۱۶۴ شرکت در بورس تهران پرداخته اند. نتایج تحقیقات آنها نشان داد که بین متغیرهای سودآوری، بازده سهام، کسری مالی و نسبت ارزش بازاری دارایی های شرکت ها با ساختار سرمایه آنها رابطه معنا داری وجود دارد و این رابطه در مورد متغیر سودآوری قویتر است و

¹ Earnings Per Share Dilution

² Maturity Structure of Debt

تاثیر آن تا دو سال ادامه دارد. تاثیر متغیر کسری مالی نیز بر اهرم به ارزش دفتری تا دو سال ادامه دارد، در حالیکه بازده سهام تاثیری یک ساله بر اهرم شرکت به ارزش دفتری دارد. اما تنها نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ها است که تاثیری کوتاه مدت بر اهرم مالی به ارزش های بازار و دفتری دارد.

کردستانی و نجفی عمران [۶] نشان دادند که بین اندازه شرکت و فرصت های رشد و نسبت بدهی به ارزش دفتری رابطه مثبت معنا داری وجود دارد. متغیرهای نوسان پذیری سود و هم چنین نسبت پرداخت سود نیز با نسبت های بدهی رابطه ای مثبت معنا دار دارند. اما متغیرهای صرفه جویی مالیاتی غیر بدهی، مشهود بودن دارایی ها و سودآوری شرکت، مطابق نظریه سلسله مراتبی رابطه ای منفی با نسبت های بدهی دارند.

نصیرزاده و مستقیمان [۷] به آزمون نظریه های موازنه ایستا و سلسله مراتبی پرداختند. آنها دو مدل متفاوت را برای آزمون این نظریه ها مورد استفاده قرار دادند. نتایج تحقیق نشان داد که هیچ یک از دو نظریه فوق نتوانستند بطور کامل توصیف کننده ساختار سرمایه شرکت های مورد بررسی باشند، اما با این حال نظریه موازنه ایستا بیشتر تایید گردید. نتایج بررسی که به تفکیک صنایع صورت گرفت، شواهد قوی تری را برای تایید این دو نظریه ارائه نموده است.

ستایش و کاشانی پور [۴] در مطالعه خود رابطه میان مالکیت نهادی و متغیرهای دیگری را با ساختار سرمایه بررسی کرده اند. نتایج آنان نشان داد که، برای کل شرکت ها به جز مالکیت نهادی، سایر عوامل بر ساختار سرمایه موثر بوده اند، اما در سطح هر صنعت خاص عوامل موثر بر ساختار سرمایه متفاوتند. برای مثال در صنایع شیمیایی درصد مالکیت نهادی، درصد سود نقدی، ریسک تجاری، نقدینگی و اندازه شرکت عوامل موثر هستند، در حالیکه در صنایع غذایی، نقدینگی، ساختار دارایی ها و اندازه شرکت تعیین کننده بوده اند.

۴- ضرورت تحقیق

با توجه به مبانی نظری و نیز نتایج حاصله از تحقیقات تجربی انجام شده، روشن است که موضوع ساختار سرمایه را می توان از جمله موضوعات چالشی و بحث برانگیز در مباحث مالی

بشمار آورد که بویژه در سال های اخیر مورد توجه بسیاری قرار گرفته است. نظریه های متفاوت و نتایج مختلف و گاه متناقضی که تحقیقات پیشین ارائه داده اند، می توانند دلیلی بر این مدعا باشند که ساختار سرمایه از جمله موضوعات پویا و متغیری است که زمان و مکان بررسی آن می تواند بر نتایج حاصله تاثیر گذار باشند. لذا ضرورت پرداختن بیشتر به این موضوع با رویکردها، واحدهای مورد بررسی و زمان متفاوت بیش از پیش آشکار می گردد. اگر چه برخی مطالعات در بازارهای سرمایه کشورهای در حال توسعه بیانگر آن است که بدلائلی از جمله محدودیت های تامین مالی، امکان رقابت در بازار و حاکمیت های دولتی بر اقتصاد، موضوع ساختار سرمایه شرکت ها همواره در هاله ای از ابهام قرار دارد [۳].

در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت های بزرگی که گاه در جایگاه شرکت های مادر^۱ به فعالیت مشغول هستند و مالکیت سهام بسیاری از دیگر شرکت ها را در اختیار دارند، خود به نوعی وابسته به دولت و نهاد های شبه دولتی تلقی می گردند. از این نقطه نظر و با توجه به سهم مالکیت آنها، برخی از شرکت های پذیرفته شده در بورس را می توان شبه دولتی دانست، و این مساله می تواند بر ترکیب ساختار سرمایه آنها نیز موثر باشد که تاکنون مورد توجه و بررسی تجربی محققین قرار نگرفته است. تحقیق حاضر کوشیده است تا با بکارگیری نمونه ای جامع تر از مطالعات پیشین و توجه به نقش مالکیت دولت و نهادهای شبه دولتی بر شرکت ها، با رویکردی متفاوت عوامل موثر بر نسبت های مختلف بدهی در ساختار سرمایه را برای دو گروه شرکت های وابسته و شرکت های مستقل از دولت مورد بررسی قرار دهد.

۵- روش تحقیق

این تحقیق را می توان از نظر هدف، در زمره تحقیقات کاربردی و از نظر نوع و روش، به عنوان تحقیقی همبستگی-علی طبقه بندی کرد که بر اساس اطلاعات واقعی مندرج در صورت

¹ Holding Company

های مالی حسابرسی شده سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به انجام رسیده است.

۵-۱- جمع آوری داده ها

در این مطالعه از داده های مندرج در صورت های مالی سالانه شرکت ها در دوره پنج ساله ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ استفاده شده است. از بین تمامی شرکت های پذیرفته شده، ابتدا شرکت های گروه مالی شامل بانک ها، شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی، بدلیل تفاوت معیارهای تهیه صورت های مالی و نیز ترکیب ساختار سرمایه، کنار گذاشته شدند. سپس شرکت های غیر فعال در دوره مطالعه و آنهایی که فاقد اطلاعات در دسترس بوده اند نیز از نمونه مورد بررسی خارج شدند. نمونه نهایی مورد مطالعه در این تحقیق، شامل ۲۰۰ شرکت با اطلاعات پنج سال است، که ساختاری از داده های تلفیقی^۱ را با ۱۰۰۰ مشاهده در اختیار قرار داد. جهت بررسی تاثیر تعدیل کنندگی^۲ مالکیت دولت بر رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق، شرکت هایی که بیش از ۵۰ درصد سهام آنها در اختیار شرکت های بزرگ وابسته به دولت یا سایر نهادهای شبه دولتی^۳ بوده است، به عنوان **شرکت های وابسته** و سایر شرکت ها به عنوان **شرکت های مستقل** قلمداد شدند، لذا نمونه مورد مطالعه، ۷۱ شرکت وابسته و ۱۲۹ شرکت مستقل را در بر می گیرد.

در این تحقیق ساختار سرمایه، با استفاده از نسبت های ارزش دفتری کل بدهی ها به کل دارایی ها، بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها و بدهی های بلند مدت به کل دارایی ها تعریف شده است. متغیرهای شرکتی مورد مطالعه نیز شامل سودآوری^۴ (نسبت بازده دارایی

^۱ Panel Data Structure

^۲ Moderating Effect

^۳ به سازمان ها و دستگاه هایی که به نهادهای حاکمیتی جامعه وابسته بوده اما مستقیماً به بدنه دولت مربوط نیستند، میتوان نهادهای شبه دولتی اطلاق کرد، مانند بنیاد مستضعفان و سازمان اقتصاد اسلامی.

^۴ Return On Assets (ROA)

ها)، فرصت های سرمایه گذاری و رشد^۱ (ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام)، میزان دارایی های ثابت مشهود^۲ (نسبت خالص دارایی های ثابت به کل دارایی ها) و اندازه شرکت (لگاریتم کل دارایی ها) بوده اند. متغیر تعدیل کننده مالکیت دولتی نیز با استفاده از یک متغیر مجازی^۳ به مدل اضافه شده است.

۲-۵- فرضیه های تحقیق

بر اساس مبانی نظری تحقیق و اهداف مورد نظر از این مطالعه، فرضیه های زیر تدوین و مورد آزمون قرار گرفتند.

فرضیه ۱: سودآوری شرکت ها تاثیر مثبت معنا داری بر نسبت های بدهی ساختار سرمایه دارد.
فرضیه ۲: فرصت های سرمایه گذاری و رشد تاثیر مثبت معنا داری بر نسبت های بدهی ساختار سرمایه دارد.

فرضیه ۳: میزان دارایی های ثابت مشهود تاثیر مثبت معنا داری بر نسبت های بدهی ساختار سرمایه دارد.

فرضیه ۴: اندازه شرکت تاثیر مثبت معنا داری بر نسبت های بدهی ساختار سرمایه دارد.
فرضیه ۵: مالکیت دولتی شرکت ها بر نسبت های بدهی ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.
فرضیه ۶: عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت های مستقل و وابسته به دولت به طور معناداری متفاوت هستند.

۳-۵- مدل تحقیق

جهت ارزیابی تاثیر متغیرهای شرکتی بر نسبت های ساختار سرمایه و همچنین نقش مالکیت دولتی، بر اساس مدل مفهومی شکل ۱، از مدل رگرسیون چندگانه^۴ با متغیر مجازی استفاده

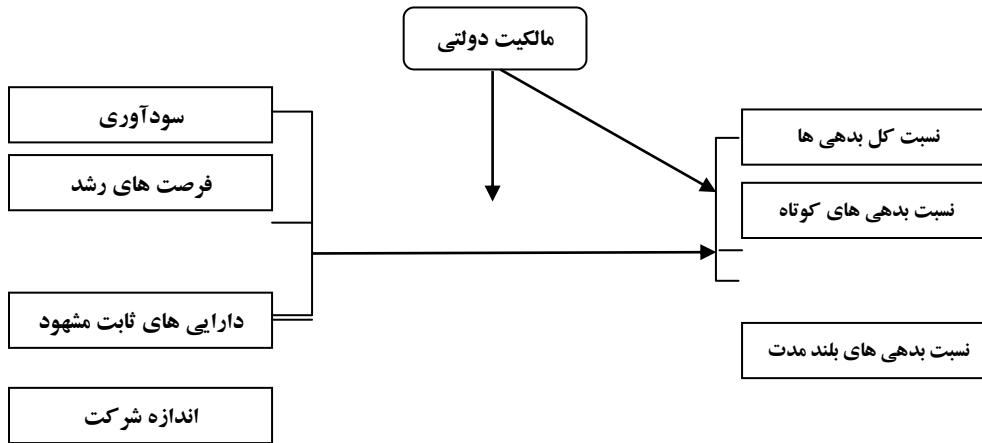
¹ Tobin's Q Ratio

² Tangibility

³ Dummy Variable

⁴ Multiple Regression

گردید. در این تحقیق فرض شد که مالکیت دولتی می تواند هم بر نسبت های ساختار سرمایه و هم بر رابطه بین آنها و متغیرهای مستقل مدل تاثیر بگذارد.



شکل (۱): مدل مفهومی تحقیق

بر اساس مدل های مورد استفاده در تحقیقات راجان و زینگلز [۲۵] و بوان و دنبولت [۸] در این مطالعه مدل رگرسیونی زیرمورد تدوین گردید:

$$DR_s = \alpha_i + \sum_{i=1}^4 \beta_{1i} X_i + \beta_2 D + \sum_{i=1}^4 \beta_{3i} X_i D + e_i \quad (1)$$

با جایگزینی متغیرها در مدل فوق، مدل ۲ به عنوان مدل تحقیق مورد استفاده قرار گرفت.

$$DR_s = \alpha_i + \beta_{11} ROA + \beta_{12} TOB + \beta_{13} TAN + \beta_{14} SIZ + \beta_2 DUM + \beta_{31} ROA.DUM + \beta_{32} TOB.DUM + \beta_{33} TAN.DUM + \beta_{34} SIZ.DUM + e_i \quad (2)$$

که در آن:

$$\alpha_i = \text{مقدار ثابت}^1 \text{ (عرض از مبدأ)}$$

DR_S = نسبت های بدهی شامل: کل بدهی ها به کل دارایی ها (TDR)، بدهی های بلند مدت به کل دارایی ها (LDR) و بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها (SDR).

$$ROA = \text{بازده کل دارایی ها (سودآوری)}$$

TOB = ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (فرصت های رشد و سرمایه گذاری)

TAN = دارایی های ثابت مشهود (خالص دارایی های ثابت مشهود به کل دارایی ها)

SIZ = لگاریتم طبیعی کل دارایی ها (اندازه شرکت)

DUM = متغیر مجازی مالکیت دولتی (مقدار یک برای شرکت های وابسته به دولت و صفر برای شرکت های مستقل)

$$e_i = \text{جمله خطا}^2$$

متغیرهای توضیحی مدل فوق شامل متغیرهای شرکتی و متغیر مجازی مالکیت دولتی است، اما از آنجا که در این تحقیق هدف بررسی تاثیر متغیر مجازی هم بر عرض از مبدأ و هم بر شیب خط رگرسیونی بوده است، لذا حاصل ضرب آنها نیز به مدل اضافه شده تا تاثیر متغیرهای توضیحی بین دو گروه شرکت های مستقل و وابسته نیز جداگانه مورد بررسی قرار گیرد [۳۴]. به منظور آزمون فرضیه های تحقیق و تایید یا رد نظریه های سه گانه ساختار سرمایه، برابری میانگین های دو نمونه^۳ و مدل رگرسیونی فوق با بکارگیری نرم افزارهای SPSS ویرایش ۱۴ و Eviews ویرایش ۷ مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

۵-۴- تجزیه و تحلیل نتایج تحقیق

¹ Intercept

² Error term

³ Independent Sample T-test

همان گونه که در جدول ۱ آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق مشاهده می شود، میانگین نسبت کل بدهی ها در کل نمونه مورد بررسی رقمی معادل ۷۶/۲ درصد را نشان می دهد و نسبت های بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت به ترتیب معادل ۱۱/۶ و ۶۴/۷ درصد بوده اند. مشاهده می شود که این نسبت ها برای شرکت های مستقل بیشتر از شرکت های وابسته است، بدین معنی که شرکت های مستقل بیش از شرکت های وابسته مجبور به استفاده از بدهی ها به ویژه بدهی های جاری بوده اند.

جدول ۱ - آماره های توصیفی و آزمون برابری میانگین های دو نمونه

آماره ها	نسبت کل بدهی ها	نسبت بدهی های بلند مدت	نسبت بدهی های کوتاه مدت	سودآوری	فرصت های رشد	دارایی های ثابت مشهود	اندازه شرکت
کل نمونه: (N=200)							
میانگین	۰/۷۶۲	۰/۱۱۶	۰/۶۴۷	۰/۱۲۵	۱/۶۸۴	۰/۳۵۷	۲۶/۶۳
انحراف معیار	۰/۶۲۶	۰/۱۹۰	۰/۵۱۶	۰/۱۱۴	۱/۲۸۱	۰/۱۹۳	۱/۴۲۰
حداقل	۰/۰۹۶	۰	۰/۰۸۹	۰	۰/۴۲۲	۰/۰۳۵	۲۲/۹۶
حداکثر	۱/۴۷۳	۲/۹۹۳	۱/۳۸۵	۰/۸۳۵	۱۴/۰۰۱	۰/۹۲۹	۳۲/۴
شرکت های وابسته: (N=71)							
میانگین	۰/۶۸۸	۰/۰۹۰	۰/۵۹۸	۰/۱۵۹	۱/۹۰۴	۰/۳۸۸	۲۷/۴۶
انحراف معیار	۰/۱۷۱	۰/۰۸۱	۰/۱۸۴	۰/۱۳۴	۱/۵۰۴	۰/۱۸۷	۱/۵۰۱
حداقل	۰/۰۹۶	۰/۰۰۱	۰/۰۸۹	۰	۰/۷۱۴	۰/۰۳۶	۲۴/۰۱
حداکثر	۱/۴۷۳	۰/۴۵۸	۱/۳۸۵	۰/۸۳۵	۱۱/۸۰۴	۰/۸۷۲	۳۲/۴
شرکت های مستقل: (N=129)							
میانگین	۰/۸۰۳	۰/۱۳۰	۰/۶۷۳	۰/۱۰۷	۱/۵۶۲	۰/۳۴۰	۲۶/۱۷۴
انحراف معیار	۰/۷۶۷	۰/۲۲۸	۰/۶۲۷	۰/۰۹۶	۱/۱۲۳	۰/۱۹۵	۱/۱۳۹
حداقل	۰/۱۹۷	۰	۰/۱۲۸	۰	۰/۴۲۲	۰/۰۳۵	۲۲/۹۶
حداکثر	۱۱/۳۴	۲/۹۹۳	۹/۶۴۹	۰/۵۴۹	۱۴/۰۰۱	۰/۹۲۹	۲۹/۵۹
اختلاف میانگین ها	-۰/۱۱۵	-۰/۰۳۹	-۰/۰۷۵	۰/۰۵۲	۰/۳۴۲	۰/۰۴۸	۱/۲۸۷
t آماره	-۳/۶۴۵	-۴/۰۰۱	-۲/۸۳۳	۶/۴۸۴	۳/۷۴۳	۳/۷۶۷	۱۴/۰۷۴
P-value	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

منبع: محاسبات تحقیق

نتایج آزمون برابری میانگین متغیرها در جدول ۱ نشان می دهد که میانگین متغیرهای تحقیق بین دو گروه شرکت های مستقل و وابسته بطور معنا داری متفاوت از یکدیگرند. میانگین نسبت های سودآوری، فرصت های رشد، نسبت دارایی های ثابت مشهود و اندازه برای شرکت های وابسته به ترتیب ۱۵/۹ درصد، ۱/۹ ، ۳۸/۸ درصد و ۲۷/۴۶ بوده در حالی که برای شرکت های مستقل این ارقام به ترتیب ۱۰/۷ درصد، ۱/۵۶ ، ۳۴ درصد و ۲۶/۱۷ را نشان می دهند. این اطلاعات بیانگر آنست که شرکت های وابسته معمولا بزرگتر بوده و از امکانات رشد بیشتر و سودآوری بالاتری برخوردارند.

جدول ۲ - ضرائب همبستگی متغیرها

نسبت کل بدهی ها	نسبت بدهی های بلند مدت	نسبت بدهی های کوتاه مدت	سودآوری	فرصت های رشد	دارایی های ثابت مشهود
نسبت بدهی های بلند مدت	۰/۶۸۲** (۰/۰۰۰)				
نسبت بدهی های کوتاه مدت	۰/۹۶۳** (۰/۰۰۰)	۰/۴۵۹** (۰/۰۰۰)			
سودآوری	-۰/۲۳۹** (۰/۰۰۰)	-۰/۱۶۲** (۰/۰۰۰)	-۰/۲۳۱** (۰/۰۰۰)		
فرصت های رشد	۰/۴۲۳** (۰/۰۰۰)	۰/۲۷۷** (۰/۰۰۰)	۰/۴۱۱** (۰/۰۰۰)	۰/۴۵۷** (۰/۰۰۰)	
دارایی های ثابت مشهود	-۰/۰۵۸ (۰/۰۶۹)	۰/۲۶۶** (۰/۰۰۰)	-۰/۱۵۳** (۰/۰۰۰)	۰/۰۹۵** (۰/۰۰۳)	۰/۱۳۴** (۰/۰۰۰)
اندازه شرکت	-۰/۱۸۲** (۰/۰۰۰)	-۰/۱۰۴** (۰/۰۰۱)	-۰/۱۸۳** (۰/۰۰۰)	۰/۰۵۵ (۰/۰۸۲)	۰/۲۴۱** (۰/۰۰۰)

** معنا داری در سطح ۱ درصد، * معنا داری در سطح ۵ درصد. اعداد داخل پرانتز آماره

P-value است.

منبع: محاسبات تحقیق

در جدول ۲ که ضرائب همبستگی میان متغیرهای تحقیق را نشان می دهد، تمامی متغیرها بجز متغیرهای سودآوری و اندازه شرکت، رابطه همبستگی معنا داری با یکدیگر دارند. بزرگ ترین درجه همبستگی متعلق است به نسبت های کل بدهی ها و بدهی های کوتاه مدت با ضریب مثبت ۰/۹۶۳ و کوچک ترین آن بین متغیرهای نسبت کل بدهی ها و دارایی های ثابت مشهود با ضریب منفی ۰/۰۵۸- برقرار است. ملاحظه می گردد که متغیرهای سودآوری و اندازه شرکت با نسبت های بدهی همبستگی منفی دارند، در حالیکه همبستگی بین فرصت های رشد و نسبت های بدهی مثبت است. همبستگی نسبت دارایی های ثابت مشهود با نسبت های کل بدهی ها و بدهی های کوتاه مدت منفی ولی با بدهی های بلند مدت مثبت است. این نشان می دهد که با افزایش سرمایه گذاری در دارایی های ثابت مشهود نسبت بدهی های جاری کاهش یافته اما سهم بدهی های بلند مدت افزایش را نشان می دهند.

جدول ۳ نتایج حاصل از برآورد مدل های رگرسیونی را در این تحقیق نشان می دهد. برای هر سه مدل ضرائب متغیرها به همراه خطای معیار و نیز آماره t آورده شده اند. ضرایب برآورد شده (β) نشان می دهند که برای شرکت های مستقل تمامی متغیرها تاثیر معنا داری بر نسبت های بدهی در هر سه مدل داشته اند. تاثیر مالکیت دولتی فقط در مدل ۱ منفی و معنا دار بوده است و نشان می دهد که شرکت های وابسته به دولت بطور معنا داری از نسبت بدهی های کل کمتری برخوردار بوده اند. ضرایب بدست آمده برای شرکت های وابسته نیز نشان می دهند که در هر سه مدل، فقط متغیر دارایی های ثابت مشهود از تاثیر معنا داری بر نسبت های بدهی برخوردار نیست در حالی که متغیرهای سودآوری، فرصت های رشد و اندازه بطور معنا داری بر ساختار سرمایه موثرند. مقادیر ضریب تعیین (R^2) برآورد شده برای سه مدل ۱، ۲ و ۳ نیز به ترتیب ۰/۶۱۶، ۰/۳۴۱ و ۰/۵۹۲ بوده اند و بیانگر آن هستند که متغیرهای توضیحی در مدل اول بهتر می توانند تغییرات نسبت های بدهی را منعکس نمایند، اگرچه با توجه آماره F ، هر سه مدل از نسبت معنا داری مطلوبی برخوردار هستند.

جدول ۳ - نتایج آزمون مدل های رگرسیونی

مدل ۳: نسبت بدهی های کوتاه مدت (SDR)			مدل ۲: نسبت بدهی های بلند مدت (LDR)			مدل ۱: نسبت کل بدهی ها (TDR)			متغیرها
آماره t	خطای معیار	ضریب (β)	آماره t	خطای معیار	ضریب (β)	آماره t	خطای معیار	ضریب (β)	
۵/۱۱۲	۰/۳۰۸	۱/۵۷۵**	۳/۱۰۹	۰/۱۴۴	۰/۴۴۸**	۵/۵۷۶	۰/۳۶۳	۲/۰۲۳**	Intercept
-۱۹/۵۳۴	۰/۱۴۰	-۲/۷۳۴**	-۱۰/۹۰۷	۰/۰۶۶	-۰/۷۱۵**	-۲۰/۹۲۱	۰/۱۶۵	-۳/۴۴۹**	ROA
۳۳/۹۳۴	۰/۰۱۲	۰/۴۱۴**	۱۸/۰۸۶	۰/۰۰۶	۰/۱۰۳**	۳۶/۰۰۱	۰/۰۱۴	۰/۵۱۷**	TOB
-۶/۹۴۷	۰/۰۶۸	-۰/۴۷۵**	۷/۵۱۸	۰/۰۳۲	۰/۲۴۱**	-۲/۹۰۹	۰/۰۸۱	-۰/۲۳۴**	TAN
-۳/۵۴۴	۰/۰۱۲	-۰/۰۴۲**	-۳/۳۵۷	۰/۰۰۶	-۰/۰۱۹**	-۴/۳۴۴	۰/۰۱۴	-۰/۰۶**	SIZ
-۱/۷۸۴	۰/۴۵۶	-۰/۸۱۳	-۱/۹۲۲	۰/۲۱۴	-۰/۴۱	-۲/۲۷۸	۰/۵۳۷	-۱/۲۲۴*	DUM
۹/۲۴۶	۰/۲۱۹	۲/۰۲۱**	۶/۱۳۳	۰/۱۰۲	۰/۶۲۸**	۱۰/۲۸۹	۰/۲۵۷	۲/۶۴۹**	ROA.DUM
-۱۹/۲۳۳	۰/۰۱۹	-۰/۳۷۵**	-۱۲/۰۴۲	۰/۰۰۹	-۰/۱۱**	-۲۱/۱۱۸	۰/۰۲۳	-۰/۴۸۴**	TOB.DUM
۰/۰۷۴	۰/۱۲۱	۰/۰۰۹	-۰/۶۳	۰/۰۵۷	-۰/۰۳۶	-۰/۱۸۷	۰/۱۴۲	-۰/۰۲۷	TAN.DAM
۲/۵۶۸	۰/۰۱۷	۰/۰۴۴**	۲/۳۱۳	۰/۰۰۸	۰/۰۱۹*	۳/۰۹۹	۰/۰۲۰	۰/۰۶۲**	SIZ.DUM
۰/۵۹۲			۰/۳۴۱			۰/۶۱۶			R2 تعدیل شده
۱۶۱/۹۷			۵۸/۳۲			۱۷۸/۹۳			آماره F
۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			P-value
۱۰۰۰			۱۰۰۰			۱۰۰۰			مشاهدات

دارایی های ثابت TAN: فرصت های رشد، TOB: سودآوری، ROA: عرض از مبدأ، Intercept
متغیر مجازی مالکیت دولتی. **معنا داری در سطح ۱ درصد، DUM: اندازه شرکت، SIZ:مشهود،
*معنا داری در سطح ۵ درصد.

منبع: محاسبات تحقیق

اینک با استفاده از نتایج بدست آمده از مدل های رگرسیون در جدول ۳، آزمون فرضیه های
تحقیق مورد بررسی قرار می گیرد.

فرضیه ۱: ضرایب برآورد شده برای متغیر سودآوری نشان می دهد که این متغیر تاثیر معنا داری بر همه نسبت های ساختار سرمایه دارد. ضریب تاثیر این متغیر برای شرکت های مستقل منفی است در حالی که برای شرکت های وابسته مثبت برآورد شده است. بنابراین می توان گفت که فرضیه اول تحقیق در مورد شرکت های وابسته تایید شده اما برای شرکت های مستقل رد می شود.

فرضیه ۲: ضرایب بدست آمده برای متغیر فرصت های رشد نیز برای همه شرکت ها تاثیر معنا دار این متغیر را بر ساختار سرمایه نشان می دهد. ملاحظه می گردد که ضرایب این متغیر در هر سه مدل برای شرکت های مستقل مثبت است در حالی که در شرکت های وابسته این متغیر با ضرایب منفی تاثیرگذار بوده است. با این نتایج فرضیه دوم تحقیق برای شرکت های مستقل تایید و برای شرکت های وابسته رد می شود.

فرضیه ۳: نتایج نشان می دهند که متغیر نسبت دارایی های ثابت مشهود نیز در شرکت های مستقل تاثیر معنا داری بر نسبت های بدهی داشته است. بر این اساس تاثیر این متغیر بر نسبت های کل بدهی ها و بدهی های کوتاه مدت منفی است، در حالی که بر نسبت بدهی های بلند مدت تاثیری مثبت را نشان می دهد. در مجموع می توان نتیجه گرفت که این فرضیه برای شرکت های مستقل رد شده است، اما برای شرکت های وابسته تاثیر این متغیر بر نسبت های بدهی معنا دار نیست.

فرضیه ۴: ضرایب برآورد شده برای متغیر اندازه شرکت نشان می دهند که تاثیر این متغیر بر نسبت های ساختار سرمایه برای هر دو گروه شرکت ها معنا دار است. این ضرایب برای شرکت های مستقل منفی است در حالی که برای شرکت های وابسته مثبت گزارش شده است. بنابراین فرضیه چهارم تحقیق برای شرکت های وابسته تایید شده اما برای شرکت های مستقل رد می شود.

فرضیه ۵: ضرایب برآورد شده برای متغیر مجازی وابستگی به دولت، فقط برای نسبت کل بدهی ها در مدل ۱ در سطح ۵ درصد معنا دار است، در حالی که برای سایر نسبت های بدهی در

مدل های ۲ و ۳ معنا دار نیست. بنابراین می توان نتیجه گرفت که این متغیر تاثیر معنا داری بر عرض از مبدا و مقدار ثابت مدل ها نداشته است و بر این اساس فرضیه پنجم مدل تایید نمی شود. فرضیه ۶: این فرضیه تاثیر متغیر وابستگی به دولت را بر شیب معادله رگرسیون مورد آزمون قرار داده است. نتایج حاصل از برآوردها نشان داد که ضرایب متغیرهای توضیحی مدل بین شرکت های مستقل و وابسته بطور معنا داری متفاوت از یکدیگرند و بنابراین می توان گفت که فرضیه ششم تحقیق قویاً مورد تایید قرار گرفته است.

جدول ۴ - نتیجه آزمون فرضیه ها و نظریه های ساختار سرمایه

نظریه	متغیر	علامت مورد انتظار	نوع شرکت	نتیجه آزمون	نتیجه فرضیه
موازنه ایستا	سودآوری	+	مستقل	-	رد فرضیه ۱
			وابسته	+	قبول "
	دارایی های ثابت مشهود	+	مستقل	-	رد فرضیه ۳
			وابسته	-	" "
	اندازه شرکت	+	مستقل	-	رد فرضیه ۴
			وابسته	+	قبول "
سلسله مراتبی	سودآوری	-	مستقل	-	رد فرضیه ۱
			وابسته	+	قبول "
	فرصت های رشد	+	مستقل	+	قبول فرضیه ۲
			وابسته	-	رد "
	دارایی های ثابت مشهود	+	مستقل	-	رد فرضیه ۳
			وابسته	-	" "
نماینده	فرصت های رشد	-	مستقل	+	قبول فرضیه ۲
			وابسته	-	رد "
	دارایی های ثابت مشهود	-	مستقل	-	رد فرضیه ۳
			وابسته	-	" "
	اندازه شرکت	+	مستقل	-	رد فرضیه ۴
			وابسته	+	قبول "

در مجموع می توان گفت که با توجه به فرضیه های آزمون شده تحقیق، که در جدول ۴ خلاصه شده است، برای شرکت های وابسته به دولت می توان نظریه های موازنه ایستا و نمایندگی ساختار سرمایه را پذیرفت، در حالی که برای شرکت های مستقل، نظریه سلسله مراتبی (ترجیحی) بیش تر مورد تایید قرار می گیرد.

۶- نتیجه گیری و پیشنهادهای تحقیق

نتایج بدست آمده از آزمون های تحقیق را می توان بصورت زیر جمع بندی کرد:
در شرکت های مستقل همه متغیرهای توضیحی مدل تاثیر معنا داری بر ساختار سرمایه دارند. مهم ترین متغیر تاثیرگذار بر نسبت های بدهی، سودآوری با ضریب منفی است. شرکت های با سودآوری بالاتر تمایل بیشتری به تامین مالی از منابع داخلی داشته لذا بدهی های کم تری را بکار گرفته اند. فرصت های رشد متغیر مهم بعدی است که با ضریب مثبت بر نسبت های بدهی تاثیرگذار است. میزان دارایی های ثابت مشهود و اندازه شرکت متغیرهایی هستند که با ضریب منفی معنا دارند و در مراتب بعدی قرار می گیرند.

در شرکت های وابسته متغیرهای مهم موثر بر نسبت های بدهی به ترتیب سودآوری، فرصت های رشد و اندازه شرکت است. در این شرکت ها افزایش سودآوری به بکارگیری بیش تر بدهی ها منجر شده است. از سوی دیگر شرکت هایی که از فرصت های رشد بیش تر برخوردار بوده اند، بدلیل دسترسی بهتر به منابع داخلی صاحبان سهام، بیش تر به این منابع متکی شده و کم تر از بدهی ها استفاده کرده اند. همچنین اندازه شرکت تاثیر مثبتی بر استفاده از بدهی ها داشته است. در این شرکت ها میزان دارایی های ثابت مشهود تاثیر معنا داری بر ساختار سرمایه نداشته است. در پایان، چنان که از نتایج تحقیق بر می آید وابستگی به مالکیت دولتی متغیر بسیار مهم و تاثیر گذاری بر ساختار سرمایه و نسبت های بدهی بوده است و موجب شده ارتباط بین متغیرهای شرکتی و ساختار سرمایه بین دو گروه شرکت های مستقل و وابسته کاملا متفاوت باشند.

با توجه به نتایجی که در این تحقیق بدست آمده، پیشنهادهایی را می توان به شرح زیر برای تحقیقات آینده ارائه کرد:

با توجه به اینکه شقوق دیگر مالکیت مانند مالکیت های فامیلی، نهادی و هرمی نیز می توانند در کنار مالکیت دولتی بر عملکرد مالی و ساختار سرمایه شرکت ها تاثیر گذار باشند، گروه بندی شرکت ها بر اساس نوع مالکیت آنها و بررسی تاثیر آن بر عملکرد مالی و ساختار سرمایه شرکت ها می تواند مورد توجه تحقیقات آتی واقع شود.

تحقیقات آتی همچنین می توانند به بررسی تحلیلی اثر ساختار حاکمیت شرکتی^۱ که به موضوعاتی چون ارکان اداره شرکت، ترکیب و کیفیت هیات مدیره ها، کیفیت ارکان کنترلی شرکت مانند بازرسان و حسابرسان و سایر کمیته های هیات مدیره می پردازد بر ساختار سرمایه شرکت ها پردازند.

در پایان چنانکه تحقیق حاضر نشان داد، عوامل موثر بر ساختار سرمایه میان شرکت های مستقل و وابسته متفاوتند. تحقیقات آینده می توانند به بررسی تاثیر ساختارهای متفاوت سرمایه در این گروه ها بر عملکرد مالی و ارزش شرکت ها پردازند.

منابع و مآخذ:

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و جولا، جعفر، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه ساختار سرمایه با

ریسک سیستماتیک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه**

بورس اوراق بهادار تهران، سال دوم شماره ۸، ص ۹۱-۱۱۳.

¹ Corporate Governance

۲. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و مظاهری، طهماسب، (۱۳۸۸)، "بررسی نظریه های توازن ایستا و سلسله مراتبی در تبیین ساختار سرمایه شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، سال اول شماره ۳، صفحه ۲۱-۵.
۳. انصاری، عبدالمهدی، یوسف زاده، نسرين و زارع، زهرا، (۱۳۹۲)، "مروری بر نظریه های ساختار سرمایه"، **فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، سال دوم شماره ۷، صفحه ۴۷-۳۱.
۴. ستایش، محمد حسین و کاشانی پور، فرهاد، (۱۳۸۹)، "بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه تحقیقات مالی**، دوره ۱۲، شماره ۳۰، صفحه ۷۴-۵۷.
۵. قدیری مقدم، ابوالفضل و اسدیان، فاطمه، (۱۳۸۹)، "بررسی تاثیر ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه"، **مجله توسعه و سرمایه**، سال سوم، شماره ۵، صفحه ۱۷۶-۱۵۵.
۶. کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر (۱۳۸۷)، "بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی"، **فصلنامه تحقیقات مالی**، دوره ۱۰، شماره ۲۵، صفحه ۹۰-۷۳.

۷. نصیرزاده، فرزانه و مستقیمان، علیرضا، (۱۳۸۹)، "آزمون نظریه های ساختار سرمایه ی

توازی ایستا و سلسله مراتبی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، **مجله**

پیشرفت های حسابداری، دوره ۲، شماره ۲، صفحه ۱۵۸-۱۳۳.

۸. نمازی، محمد و حشمتی، مرتضی، (۱۳۸۶)، "بررسی تاثیر سازه ها و متغیرهای تاخیری بر

ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه**

بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۹، صفحه ۱۶۰-۱۳۹.

9. Bancel, F. & Mittoo, U. R., (2004), "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms", **Financial Management**, Vol. 33, No. 4, P. 103.
10. Bevan, A. & Danbolt, J., (2002), "Capital Structure and its Determinants in the UK- a Decompositional Analysis", **Applied Financial Economics**, Vol. 12, PP. 159-170.
11. Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V., (2001), "Capital Structures in Developing Countries", **The Journal of Finance**, PP. 87-130.
12. Coleman, A. K., (2007), "The Impact of Capital Structure on the Performance of Microfinance Institutions", **The Journal of Risk Finance**, Vol. 8, No. 1, PP. 56-71.

13. Fama, E. & French, K., (2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt", **Review of Financial Studies**, Vol. 15, PP. 1-33.
14. Ferri, M. G. & Jones, W. H., (1979), "Determinants of Financial Structure: a New Methodological Approach", **The Journal of Finance**, Vol. 34, No. 3, PP. 631-644.
15. Frank, M. Z. & Goyal, V. K., (2003), "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure", **Journal of Financial Economics**, Vol. 67, PP. 217-248.
16. Frydenberg, S., (2004), "Determinants of Corporate Capital Structure of Norwegian Manufacturing Firms", Unpublished PhD Thesis, Trondheim Business School.
17. Huang, S. & Song, F., (2002), "The determinants of capital structure: Evidence from China", Working paper, The University of Hong Kong.
18. Hull, R. M., (2007), "A Capital Structure Model", **Investment Management & Financial Innovations**, Vol. 4, No. 2, P. 8.
19. Jensen, M. & Meckling, W., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Capital Structure", **American Economic Review**, Vol. 76, PP. 323-339.
20. Kuo, H. C. & Lee, C. H., (2003), "The Determinants of the Capital Structure of Commercial Banks in Taiwan", **International Journal of Management**, Vol. 20, No. 4, P. 515.

21. Majluf, N. & Myers, S., (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not have", **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, PP. 187-221.
22. Modigliani, F. & Miller, M., (1958), "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment", **American Economic Review**, Vol. 48, PP. 261-207.
23. Myers, S. C., (1984), "The capital structure Puzzle", **The Journal of Finance**, Vol. 39, PP. 575-592.
24. Nuri, J., (2000), "A study of capital structure in the UK: hotel and retail industries", Unpublished PhD thesis, Surrey University.
25. Pandey, M., (2001), "Capital structure and the firm characteristics: evidence from an emerging market", Working paper, Indian Institute of Management Ahmedabad.
26. Qian, Y., Tian, Y. & Wirjanto, T. S., (2007), "An Empirical Investigation into the Capital-Structure Determinants of Publicly Listed Chinese Companies", Unpublished PhD Thesis, Zhejiang University.
27. Rajan, R. & Zingales, L., (1995), "What Do Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", **The Journal of Finance**, Vol. 50, PP. 1421-1460.
28. Ross, S. A., (2005), "Capital Structure and the Cost of Capital", **Journal of Applied Finance**, Vol. 15, No. 1, P. 5.

29. Thomas, N., (1988), "Capital Structure and Signaling Game Equilibria", **Review of Financial Studies**, Vol. 1, PP. 331-356.
30. Titman, S. & Wessels, R., (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", **The Journal of Finance**, Vol. 43, PP. 1-19.
31. Um, T., (2001), "Determination of Capital Structure and Prediction of Bankruptcy in Korea", Unpublished PhD thesis, Cornell University.
32. Wald, J. K., (1999), "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: an International Comparison", **Journal of Financial Research**, Vol. 22, No. 2, PP. 161-187.
33. Wiwattanakantang, Y., (1999), "An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 7, PP. 371-403.
34. Wooldridge, J. M., (2006), **Introductory Econometric: A Modern Approach**, (3th edition). New York: Thomson.

The Effect of Firms' Characteristics and Moderating Role of Government Ownership on Capital Structure in Tehran Stock Exchange

Abstract

This paper investigates the effect of firms' characteristics on leverage ratios of affiliated and unaffiliated firms in Tehran Stock Exchange (TSE), using data from 200 non-financial listed companies over the five-year period. A regression model with dummy variable and t-statistic has been used to test the six hypotheses. The results show a significant negative effect of profitability on leverage ratios. The effect of growth opportunity on leverage ratios is significantly positive and tangibility has a significant negative effect on short-term debt and total debt ratios but for long-term debt ratio the effect is positive. The effect of firm size on leverage ratios is not significant. The results also indicate that the government ownership has a significant effect on the relationship between firms' characteristics and capital structure and the pecking order theory is strongly supported and is pertinent theory to the capital structure of Iranian companies.

Keywords: Capital structure, Leverage ratios, Profitability, Tangibility, Growth opportunity, Government ownership.

JEL: G32, G38, C12. C33.