

تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر بقای شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار

m.rasouli@imps.ac.ir

مهدی رسولی قهرودی

استادیار مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی (نویسنده مسئول).

ehsan20_fakhraei@yahoo.com

احسان فخرایی

کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی، مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی.

پذیرش: ۱۳۹۶/۰۸/۲۲

دریافت: ۱۳۹۶/۰۳/۲۲

چکیده: این پژوهش به بررسی تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر بقای شرکت‌ها می‌پردازد. ساختار مالکیت، شامل دو نوع مالکیت عمده و مالکیت نهادی دیده شده است. جامعه آماری، شامل ۴۸۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ است که سرانجام با استفاده از روش حذف نظام‌مند، تعداد ۲۳۴ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. در این پژوهش، برای تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون لجستیک و نرم‌افزار Eviews بهره گرفته شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که میان ساختار سرمایه و بقای شرکت‌ها، رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. همچنین، مالکیت عمده، تأثیر معکوس بر بقای شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار دارد. نتایج بیانگر تأثیر مثبت و مستقیم مالکیت نهادی بر بقای شرکت‌هاست. بنابراین، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که افزایش بدهی‌های شرکت و مالکیت عمده، موجب افزایش احتمال خروج شرکت از بورس می‌گردد. همچنین، افزایش مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکت با کاهش احتمال خروج شرکت از بورس همراه خواهد بود.

کلیدواژه‌ها: ساختار سرمایه، ساختار مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت عمده، بقا، بورس اوراق بهادار تهران.
طبقه‌بندی JEL: G32, G33, L25.

مقدمه

ورود موفق به بازار و رقابت، با نااطمینانی بالا همراه است و محدودیت‌های گوناگونی دارد. از این رو، تعداد زیادی از شرکت‌ها به‌ویژه شرکت‌های جدید پس از ورود، بازار را زود ترک می‌کنند. بنابراین، در بعضی از صنایع یا مناطق، فقط اقلیتی از تازه‌واردها بقا می‌یابند. تا زمانی که دانش ما درباره فرآیندهای رشد شرکت جدید بهبود نیابد، موفقیت و شکست شرکت‌های جدید نیز مسأله‌ای مبهم خواهد بود (Fritsch, Brixy & Falck., 2006). از طرفی، مطالعات اخیر نشان می‌دهد که احتمال بقا به‌طور معناداری در میان شرکت‌های هر صنعت متفاوت است. بخشی از این ناهماهنگی‌ها، با ویژگی‌های خاص شرکت و صنعت توضیح داده می‌شود. در واقع، نوع خط‌مشی‌گزینی‌های بنگاه، به نوع عامل مؤثر در این ناهماهنگی برمی‌گردد (مدهوشی و نصیری، ۱۳۸۹).

تعداد زیادی از کسب‌وکارها، به‌ویژه شرکت‌های جوان، هر سال ورشکست می‌شوند (Acs, Braunerhjelm, Audretsch & Carlsson, 2009) و پیامدهای اقتصادی و اجتماعی آن‌ها نیاز به مطالعه بقای شرکت‌های تازه‌وارد را آشکار می‌کند. برپایه گزارش GEM^۱، میانگین نرخ خروج از کسب‌وکار در جهان، حدود ۲/۵ درصد است؛ در حالی که این نرخ در ایران، ۳/۲ درصد است و بیش‌تر از مقدار میانگین جهانی است. از سوی دیگر، گزارش سازمان صنایع مبنی بر خروج ۳۶ درصدی شرکت‌ها، رشد بیست درصدی نرخ بیکاری را نشان می‌دهد. افزون بر این، خروج هر شرکت از صنعت، موجب خروج بخشی از سرمایه‌گذاری در آن صنعت و ایجاد هزینه‌هایی می‌شود که می‌تواند به رشد اقتصادی صدمه‌ای جبران‌ناپذیر وارد کند. هر چند نمی‌توان گفت نرخ ورشکستگی در هر صنعت چقدر است؛ زیرا، این نرخ در صنایع گوناگون به عواملی گوناگون مانند اندازه شرکت‌ها یا اندازه صنعت و دیگر ویژگی‌های شرکت و صنعت بستگی دارد. با وجود اینکه آماری ناچیز در مورد نرخ ورشکستگی (که متمم نرخ بقا است) وجود دارد، می‌توان در برخی از پژوهش‌ها به اعداد و ارقامی دست یافت. برای نمونه، نرخ بقای صنایع غذایی، به‌طور متوسط بالای پنجاه درصد برآورد شده است (Klapper & Richmond, 2011). همچنین، در الکترونیک این مقدار میان سی تا چهل درصد برآورد شده است (Dzhumashev, Mishra & Smyth, 2011). باین‌حال، نمی‌توان نرخی مشخص ارائه داد؛ زیرا، در بستر متحول و پویای صنعت امروز، این نرخ به‌طور مداوم در حال تغییر است. در حالی که بسیاری از مطالعات، به محاسبه داده‌ها، درست پیش از ورشکستگی به منظور طبقه‌بندی شرکت‌های سالم و معیوب می‌پردازند و این مطالعات، بیش‌تر

خودشان را به شرکت‌های در دوره بلوغ محدود می‌کنند. در طرف دیگر، پژوهش‌های تجربی روی فرآیند بقای شرکت‌های تازه‌تأسیس به علت نبود داده‌ها درباره مؤسسه‌های با اندازه‌های متوسط و کوچک محدود هستند (Hiugbert, Hogg & Quinn, 2002).

موجودیت یک شرکت زنده و فعال، همانند همه سازمان‌ها، برای بقا و بهبود وضع خویشتن است؛ یعنی از همه توان بالقوه خود استفاده می‌کند و تا آن‌جا که میسر است و توان آن را دارد، گسترش می‌یابد. مرگ زود هنگام شرکت‌ها، فقط به صورت مسأله جابه‌جایی پانصد شرکت منتخب فورچون^۱ متجلی نمی‌شود؛ بلکه این ضایعه می‌تواند بر زندگی کاری، جوامع و سیستم‌های اقتصادی نیز اثر بگذارد (دوگاس، ۱۳۷۸). همان‌گونه که مستندات مختصر یادشده نشان می‌دهند، بررسی تأثیر متغیرهای صنعتی بر بقای شرکت‌ها می‌تواند محاسن زیادی را به‌همراه داشته باشد که در بالا به مواردی محدود از آن‌ها اشاره شده است. چون ایجاد شرکت‌های جدید به‌عنوان ابزاری برای کاهش بیکاری و رشد اشتغال یک منطقه از اهمیتی بالا برخوردار است، ورشکستگی شرکت جدید و پیامدهای اقتصادی و اجتماعی آن نیاز به مطالعه بقای شرکت‌های تازه‌وارد را آشکار می‌کند (مدهوشی و همکاران، ۱۳۹۲).

سرمایه‌گذاران نهادی، بازیگران اصلی بازارهای مالی هستند. چون نفوذ آن‌ها در حاکمیت شرکتی در پی سیاست‌های خصوصی‌سازی پذیرفته‌شده به‌وسیله کشورهای گوناگون افزایش یافته است، می‌توان به این نتیجه رسید که سرمایه‌گذاران نهادی در بسیاری از سامانه‌های حاکمیت شرکتی اهمیت زیادی دارند. مالکان نهادی در نظارت شرکت‌ها بر حقوق صاحبان سهام نگهداری‌شده توسط آن‌ها نقش کلیدی دارند. همچنین، سهامداران عمده نیز در انتقال اطلاعات به سایر سهامداران نقشی چشمگیر دارند. آن‌ها می‌توانند اطلاعات خصوصی از مدیریت کسب کنند و اطلاعات را به دیگران انتقال دهند (Najjar & Taylor, 2008).

اهمیت بحث ساختار سرمایه نیز از مطالعات مودیلیانی و میلر^۲ (۱۹۵۸) مشهود است. آن‌ها بر این باور بودند که میان تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام و بدهی، با توجه به ارزش شرکت، هیچ تفاوتی نیست. از این‌رو، روش‌های گوناگون تأمین مالی برای شرکت، ارزش اضافی دربر ندارد و بنابراین، محدودیتی برای مدیر نیست؛ اما شواهد تجربی بعدی نشان داد که این موضوع در عمل درست نیست و پژوهش‌های مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳) نیز به یافته‌هایی تازه رسید و اهمیت ساختار

1. Fortune
2. Modigliani & Miller

سرمایه شرکت‌ها، بیش از پیش مشخص شد. بنابر موارد پیش گفته، در دو دهه گذشته، مطالعاتی چشمگیر در زمینه عملکرد، انجام شده و به عوامل تأثیرگذار بر تولد و مرگ شرکت‌ها و طول عمر آن‌ها در آمریکا و اروپا توجه زیادی شده است. ولی تاکنون، مطالعاتی اندک درباره بقای شرکت‌ها در ایران انجام شده است. در این راستا، این پژوهش، ساختار سرمایه و مالکیت شرکت و آثار آن‌ها را بر بقای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌کند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

هدف شرکت‌های سهامی و مدیران آن‌ها، بیشینه‌سازی ارزش حقوق صاحبان سهام و به بیان دیگر، بیشینه نمودن ارزش شرکت و سهام آن است (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷). بیشینه کردن ارزش شرکت، مستلزم به‌کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و مخاطره (ریسک) متناسب است و همچنین پایه‌ای‌ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت و بیشینه کردن ارزش شرکت است. از این‌رو، با توجه به نقش ساختار سرمایه و ساختار مالکیت در مدیریت بهینه شرکت و وضعیت مالی آن یکی از مقولات مهم در راستای این امر، آگاهی از ساختار سرمایه و ساختار مالکیت است؛ تا با استفاده از آن‌ها بتوان راهبردهای لازم را در جهت افزایش بقا و تداوم شرکت‌ها تدوین کرد. هرچند بقای شرکت‌های جدید برای رشد و گسترش اقتصادی مهم است، تعدادی اندک از سازمان‌های جدید ایجاد شده، بقا می‌یابند (Shane, 2000). به‌گونه‌ای که حدود ۴۰ درصد شرکت‌ها کم‌وبیش یک سال عمر می‌کنند (Taylor, 1999) و حدود ۶۰ درصد از شرکت‌ها در حدود ۵ سال بقا دارند (Kirchhoff, 1994). به‌طور کلی، مطالعات انجام شده نشان می‌دهد که احتمال بقا در میان شرکت‌ها، بسته به ویژگی‌های هر شرکت به‌گونه‌ای چشمگیر تفاوت دارد و درباره اهمیت ویژگی‌های شرکت در توصیف ناهمگنی نرخ بقای شرکت‌ها، توافق جمعی وجود ندارد (Audretsch, Houweling & Thurik, 1997).

نظریه سلسله‌مراتبی^۱ از نظریه‌های مرتبط با گزینش میان بدهی و سهام در ساختار سرمایه است و مبتنی بر نامتقارنی اطلاعاتی میان مدیریت و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی شرکت است. راس^۲ (۱۹۷۷) نخستین بار ابزار بدهی را به‌عنوان سازوکار علامت‌دهی، مطرح و بیان کرد که می‌توان از این ابزار در زمان نامتقارنی اطلاعاتی میان مدیریت و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی شرکت بهره برد. به دیگر

1. Pecking Order Theory
2. Ross

سخن، مدیریت در مقایسه با سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی، اطلاعات بیش‌تری دربارهٔ وضعیت مالی و یافته‌های عملکرد جاری و آینده شرکت دارد و می‌کوشد هنگامی که شرکت عملکردی ضعیف دارد، به بدهی روی نیاورد؛ چون احتمال نکول و ورشکستگی شرکت زیاد است. بعدها می‌ریز و ماجلوف^۱ (۱۹۸۴) شکل پیچیده‌تر این مدل را مطرح و بیان کردند چیزی که منجر به ساختار سرمایه می‌شود، میل شرکت‌ها برای تأمین منابع مالی مورد نیاز است. بدین منظور، شرکت نخست به منابع داخلی روی می‌آورد و اگر منابع داخلی جواب‌گوی نیازهای مالی شرکت نبود، به‌ترتیب به سراغ بدهی‌های بدون مخاطره (ریسک) یا با مخاطره ناچیز، بدهی‌های مخاطره‌ساز و سهام می‌رود که از میان سهام‌ها نیز سهام ممتاز را بر سهام عادی برتری می‌دهد. این سلسله‌مراتب تأمین مالی هنگامی شکل می‌گیرد که هزینه‌های انتشار اوراق بهادار جدید بر سایر هزینه‌ها و مزایای سودهای تقسیمی و بدهی فزونی یابد.

در نظریهٔ موازنهٔ ایستا^۲ (Kraus & Litzenberger, 1973؛ Majluf & Myers, 1984)، فرض بر بودن ساختار سرمایهٔ بهینه است. این ساختار از طریق ترکیبی از منابع گوناگون تأمین مالی قابل دسترسی است که هزینه‌ها و منافع تأمین مالی از طریق بدهی را برابر می‌کند. همچنین، در این نظریه فرض می‌شود که نسبت اهرم مالی بهینه یا هدف وجود دارد و بازار، هرگونه انحراف (چه کم‌تر و چه بیش‌تر) از این نسبت را خبری نامطلوب برداشت می‌کند. این اهرم مالی بهینه را می‌توان با برقراری توازن میان هزینه‌ها و منافع حاصل از مبالغ اضافی بدهی شناسایی کرد.

از سویی دیگر، آغاز مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام، تأثیری چشمگیر بر روش کنترل شرکت‌ها داشت. جنسن و مک‌لینگ^۳ در سال ۱۹۷۶ میلادی پایه‌های نظری نمایندگی را مطرح و مدیر را به‌عنوان کارگزار و سهامدار را به‌عنوان کارگمار تعریف کردند. در تحلیل آن‌ها، سهامدار در برابر مدیر قرار دارد. یکی از فرض‌های اصلی این است که کارگمار و کارگزار تضاد منافع دارند. بنابراین، جدایی مالکیت از مدیریت، منجر به مشکلی سازمانی به نام مشکل نمایندگی شد. اصلی‌ترین مشکل مربوط به نمایندگی، تضاد منافع میان سهامدار و مدیر است. یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به بالاترین ارزش سرمایه‌گذاری است و مدیر نیز در گام نخست به دنبال افزایش ثروت خود است. پس، این احتمال وجود دارد که مدیر در راستای منافع سهامدار عمل نکند. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) استدلال کردند که به‌علت سهم بزرگ سهامداران عمده از شرکت، آنان برای بیشینه‌سازی ارزش

1. Myers & Majluf
2. Static Trade-off Theory
3. Jensen & Meckling

سهام خود (و به‌طور همسان، کمیته‌سازی زبان‌های بالقوه ناشی از درماندگی مالی یا ورشکستگی)، مشوق‌هایی برای نظارت بر فعالیت‌ها و تصمیم‌گیری‌های مدیران شرکت دارند. همچنین، ادعا شده است که وجود سهامداران عمده در شرکت، مدیران را زیر فشار می‌گذارد تا اقداماتی خاص را انجام دهند یا بر اعضای هیأت‌مدیره فشار وارد کند تا در شرایطی که شرکت در سطوح پایین‌تر از ظرفیت‌های خود فعالیت می‌کند، خواستار برکناری مدیران شوند (Ely & Song, 2000). علاوه بر این، عبدالله^۱ (۲۰۰۶) و الومی و گوئل^۲ (۲۰۰۱) نیز با توجه به هزینه‌های نمایندگی، از ارتباط معکوس مالکیت عمده و درماندگی مالی خبر دادند. یادآوری می‌شود که در ادبیات موجود، با توجه به قدرت و نفوذ چشمگیر سهامداران نهادی، نقشی مشابه نقش سهامداران عمده برای آنان دیده شده است. برای نمونه، الساید و وهبا^۳ (۲۰۱۳) بر این باورند که سهامداران نهادی، نقشی فعال و اثرگذار در نظارت بر رفتار و تصمیم‌های مدیریت بازی می‌کنند.

بنابر دیدگاه اکولوژی صنعتی هانن و کارول^۴ (۱۹۹۲)، اگر تعداد شرکت‌های موجود نسبت به شرکت‌های جدید بیش‌تر باشد، تأثیر منفی بر احتمال بقای شرکت جدید خواهد داشت (مدهوشی و همکاران، ۱۳۹۲).

هانن و فریمن^۵ (۱۹۸۹) در نظریه اکولوژی سازمانی به اهمیت راهبردهای سازمانی و شرایط محیطی، به‌ویژه تعداد کارکنان و سرمایه به‌کار گرفته‌شده در تأثیرگذاری بر مخاطره شکست اشاره می‌کند. نظریه اکولوژی سازمانی، بقا و شکست شرکت‌ها و عوامل تعیین‌کننده برونزا مانند اندازه و سن را تجزیه و تحلیل می‌کند (تقی‌زاده و تار، ۱۳۸۷).

بنابر فرضیه‌های «تأخیر تراکمی»، سازمان‌هایی که در زمان متراکم‌بودن صنعت تأسیس شوند، نرخ خروج بیش‌تری را نسبت به سازمان‌هایی دارند که در دوره‌های زمانی خلوت‌تری در صنعت تأسیس شده‌اند، بنابر نظریه سازمان صنعتی، شرکت‌های جدید بیش‌تر در یک سطح زیر بهینه وارد می‌شوند؛ در نتیجه، با معایب هزینه‌ای روبه‌رو می‌شوند که بقای آن‌ها را مشکل‌تر می‌کند. البته برای آن‌هایی که توانایی بقا دارند، کاهش شکاف این هزینه، اهمیت چشمگیری دارد (مدهوشی و همکاران، ۱۳۹۲).

1. Abdullah
2. Elloumi & Gueyle
3. Elsayed & Wahba
4. Hannan & Carroll
5. Hannan & Freeman
6. Density Delay

دیکسیت^۱ (۱۹۸۹) و هوپنهاین^۲ (۱۹۹۲) استدلال می‌کنند که بقا از میزان هزینه‌های حاشیه‌ای در صنعت تأثیر می‌گیرد. هزینه‌های حاشیه‌ای زیاد احتمال خروج را کاهش داده و نرخ رشد شرکت‌های زنده را کاهش می‌دهد (Talat Mahmood, 2000).

بنابر نگرش پژوهشگرانی که روی منابع اولیه تمرکز کرده‌اند، فرآیند کارآفرینی و ایجاد شرکت جدید شامل جذب و گسترش منابع توسط بنیانگذاران شرکت است و در این نگرش، خروجی شرکت تازه تأسیس شده تا اندازه‌ی زیادی توسط طبیعت منابعی که کارآفرینان قادرند جذب کنند، تعیین می‌شود (Dollinger, 1999).

عبید^۳ (۲۰۰۹) در پژوهش خود با نام «تأثیر گزینش ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت: شواهدی از مصر»، از سه مقیاس بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و حاشیه سود ناخالص برای محاسبه عملکرد مالی استفاده نمود. او به این نتیجه رسید که تصمیم‌گیری به‌ازای گزینش ساختار سرمایه، به‌طور کلی، تأثیر بسیار اندکی بر عملکرد شرکت دارد یا حتی می‌توان گفت بی‌تأثیر است.

تسوکاس^۴ (۲۰۱۱) در مطالعه‌ای با نام «بقای شرکت و گسترش مالی: شواهدی از پانل اقتصادهای نوظهور آسیا»، با استفاده از داده‌های پنج کشور آسیایی اندونزی، کره جنوبی، مالزی، سنگاپور و تایلند، به این نتیجه رسید که معیارهای سنتی گسترش مالی، نقشی مهم در بقای شرکت دارند. توضیح این‌که افزایش اندازه بازار و نقدشوندگی شرکت‌ها، موجب افزایش احتمال بقای شرکت‌ها می‌شود. پامت^۵ (۲۰۱۳) در پژوهشی با نام «تأثیر تأمین مالی سرمایه‌گذاری بر بقای عرضه اولیه اوراق بهادار فرانسه» در میان سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۶، داده‌های مدنظر را جمع‌آوری کرد و به این نتیجه رسید که تأمین مالی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی بر بقای شرکت‌ها دارد؛ اگرچه کیفیت نظارت سرمایه‌گذاران در طول زمان، تأثیری مثبت بر بقا دارد.

ویلسون^۶ و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی، به بررسی «بقای کسب‌وکار خانوادگی و نقش هیأت مدیره»، با استفاده از مجموعه داده‌های منحصر به فرد بیش از ۷۰۰،۰۰۰ شرکت خانوادگی خصوصی و غیرخانوادگی در انگلستان، طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۰ پرداختند. به‌گونه‌ای که ویژگی‌های هیأت‌مدیره در ارتباط با بقا یا شکست در شرکت‌های خانوادگی، به میزان چشمگیری کمتر از

1. Dixit
2. Hoppenhayan
3. Ebaid
4. Tsoukas
5. Pommet
6. Wilson

شرکت‌های غیرخانوادگی دیده می‌شد، اما به این نتیجه رسیدند که این ویژگی‌ها در احتمال افزایش بقای شرکت‌های خانوادگی مهم هستند.

موریکاوا^۱ (۲۰۱۳) در مطالعه‌ای با نام «بهره‌وری و بقای شرکت‌های خانوادگی در ژاپن»، به بررسی ارتباط میان مالکیت خانوادگی، رشد بهره‌وری و بقا پرداخت. یافته‌های بررسی‌های وی نشان داد که نرخ رشد سالانه بهره‌وری شرکت‌های خانوادگی، کم‌وبیش ۲ درصد آهسته‌تر از شرکت‌های غیرخانوادگی است. این در حالی است که احتمال بقای این شرکت‌ها کم‌وبیش ۵ تا ۱۰ درصد بالاتر از شرکت‌های غیرخانوادگی است.

سوئی و باوم^۲ (۲۰۱۳) در مطالعه‌ای با نام «راهبرد بین‌المللی‌سازی، منابع شرکت و بقای بنگاه‌های کوچک و متوسط در بازار صادرات» داده‌های ۱۹۵۹ شرکت تازه‌تأسیس کوچک و متوسط کانادایی در میان سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۵ بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد که هیچ راهبردی برتر از دیگری نیست، اما راهبرد بین‌المللی شدن، اهمیت نسبی منابع را نسبت به بقای شرکت‌های کوچک و متوسط در خارج از کشور تعدیل می‌کند. اگرچه منابع برای بقای همه بنگاه‌های کوچک و متوسط مهم هستند، اما اهمیت نسبی منابع انبوه و نوآورانه برای شرکت‌های تازه متولد جهانی که در ادامه بنگاه‌های منطقه‌ای خواهند بود مهم‌تر است و برای شرکت‌های بین‌المللی اهمیت کمتری دارند.

ایوازاکی^۳ (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای با نام «بحران مالی جهانی، حاکمیت شرکتی و بقای شرکت: شواهدی از روسیه»، به بررسی عوامل تعیین‌کننده بقای شرکت‌های روسی پیش و پس از بحران مالی جهانی پرداخت. یافته‌های بررسی‌های وی نشان داد که هیأت‌مدیره و کمیته حسابرسی، نقشی حیاتی در کاهش مخاطره بالقوه خروج شرکت ایفا می‌کنند. از این‌رو، بهبود وضعیت حاکمیت شرکت می‌تواند منجر به افزایش احتمال بقای شرکت‌ها گردد.

ویلسون و همکاران (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای با نام «بقای شرکت‌های تازه‌تأسیس و ویژگی‌های مدیر بنیادی» به بررسی مسیر شکست شرکت‌های تازه‌متولدشده و تعیین تأثیر مدیران بنیانگذار بر بقا می‌پردازد. این مطالعه با استفاده از مجموعه داده‌های منحصربه‌فرد بیش از ۵/۸ میلیون مشاهده سال شرکت (نزدیک جمعیت) شرکت‌های تازه وارد و ویژگی‌های هیأت‌مدیره استفاده می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که پس‌زمینه، تجربه، شبکه، تنوع جنسیتی و ترکیب هیأت‌مدیره‌های جدید در تعیین مسیر موفقیت یا شکست شرکت‌های جدید اهمیت دارد.

1. Morikawa
2. Sui & Baum
3. Iwasaki

والکویست^۱ (۲۰۱۴) در پژوهشی با نام «ساختار سرمایه، ساختار مالکیت و بقای شرکت‌های تازه‌تأسیس خانوادگی» به مقایسه شرکت‌های تازه‌تأسیس خانوادگی و غیرخانوادگی در میان سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۱ می‌پردازد و سرانجام به این نتیجه می‌رسد که شرکت‌های خانوادگی تازه‌تأسیس، نسبت به شرکت‌های خانوادگی، تمایل بیشتری به دریافت بدهی، به ویژه بدهی‌های بلندمدت با تمرکز مالکیت بالا دارند؛ ولی برخلاف تمایل بیشتر به بقاء، آن شرکت‌های خانوادگی که به شدت به بدهی‌ها روی آورده‌اند، احتمال بقای کم‌تری نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی دارند و زودتر می‌میرند.

ویلو^۲ (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای با نام «نوآوری مدل کسب‌وکار و اتحاد شخص ثالث بر بقای شرکت‌های جدید»، یک مجموعه داده از ۱۲۹ شرکت جدید که سیستم عامل‌های تجارت الکترونیک را در بازار اوراق قرضه ایالات متحده میان سال‌های ۱۹۹۵ و ۲۰۰۴ جمع‌آوری و با مدل کاکس تحلیل نمود. یافته‌ها نشان داد که شرکت‌های جدید با مدل نوآوری بالا یا پایین، احتمال بقای بیشتری نسبت به شرکت‌های جدید با مدل نوآورانه میانه کسب‌وکار دارند و همچنین، نشان می‌دهد که مشارکت با شرکت‌های ثالث با دارایی‌های تکمیلی، بقای شرکت‌های جدید را کاهش می‌دهد؛ به این دلیل که نوآوری مدل کسب‌وکار، افزایش می‌یابد.

لیانگ^۳ و همکاران (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای با نام «رابطه میان بقای بانک و هزینه بهره‌وری»، با هدف بررسی رابطه میان بقای بانک و کارایی آن، به بررسی ۴۷ بانک تجاری در تایوان در سال‌های ۲۰۰۰ و ۲۰۰۸ پرداختند. بر اساس مدل رگرسیون لجستیک، عوامل کلیدی که ممکن است روی بقای بانک تأثیرگذار باشد را استخراج کرده‌اند. یافته‌های اصلی تجربی عبارتند از: (۱) چهار عامل کلیدی که باعث بقا یا شکست بانک‌ها می‌شود که شامل نسبت بدهی، وام غیرفعال، نرخ رشد دارایی‌ها و مالکیت بانک‌هاست؛ (۲) نسبت بدهی بالاتر و نسبت وام‌های غیرفعال، از کارایی بانک‌ها بدتر است؛ (۳) بازده هزینه بانک‌های دولتی بهتر از بانک‌های خصوصی است؛ (۴) بازده میانگین در بانک‌های شکست‌خورده، بدتر از بانک‌های بقایافته است.

نتایج بررسی‌های ماس وردو^۴ و همکاران (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای با نام «بقای شرکت: نقش موقعیت‌های رشد و مشخصات واحد اقتصادی»، به بررسی تأثیر موقعیت‌های تجارت بر بقای شرکت پرداختند. گفتنی است تأثیر متغیرهایی چون درجه نوآوری واحد اقتصادی، اندازه، نوع صنعت و

1. Wahlqvist
2. Velu
3. Liang
4. Mas-Verdú

فعالیت‌های صادرات، بر بقای شرکت نیز بررسی شد. یافته‌های بررسی‌ها نشان داد که به هنگام استفاده ترکیبی از متغیرهای پیش‌گفته اندازه واحد اقتصادی می‌تواند عامل مهم و کافی برای بقای آن باشد. اوسچ^۱ (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای با نام «رفتار ثبت اختراع و بقای شرکت‌های نرم‌افزاری تازه‌وارد به بورس در اروپا»، از داده‌های کشورهای بریتانیا، آلمان، فرانسه، سوئد، ایتالیا و اسپانیا استفاده کرد. یافته‌های مطالعه وی نشان داد که پس از کنترل متغیرهای کلیدی (مانند عمر، اندازه، فروش و سودآوری شرکت)، میان وضعیت ثبت اختراعات شرکت و بقای آن در بورس، ارتباطی معنادار وجود دارد.

گواریگریا^۲ و همکاران (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای با نام «تا چه اندازه میزان بهره، بقای شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ شواهد از یک گروه از شرکت‌های انگلستان در طول بحران مالی اخیر» که در سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۹ با استفاده از مدل کاکس بررسی شد، دریافتند که در طول بحران مالی اخیر، در مقایسه با دوره‌های آرام‌تر، اثرگذاری قوی‌تر است و تغییرات در میزان بهره، بر بقای شرکت تأثیری چشمگیر دارد. همچنین، نشان می‌دهند که شانس بقای شرکت‌های وابسته به بانک جوان‌تر و غیرصادراتی، بیش‌تر از تغییر در میزان بهره، به‌ویژه در طول بحران، تحت تأثیر قرار می‌گیرد و میان هزینه‌های خدمات بدهی و بقای شرکت تأثیر قوی و معکوس وجود دارد و شرکت‌ها به‌دلیل افزایش بار در بهره‌وری، به احتمال زیاد به شکست می‌رسند.

دلنا و وست^۳ (۲۰۱۶) در پژوهشی با نام «تجزیه و تحلیل بقا از ریسک مالی زنجیره تأمین» با استفاده از رگرسیون خطرات متناسب کاکس، با مقایسه اطلاعات مالی سه ساله برای ۶۹ ناورشکسته و ۷۴ سازمان ورشکسته پرداخته است. تابع بقا، همچنین اطلاعاتی ارزشمند را در مورد این که آیا ممکن است ورشکستگی اتفاق بیفتد را به‌دست می‌آورد. این اطلاعات به اعضای زنجیره تأمین اجازه می‌دهد تا به سه گروه اولویت‌بندی شوند: شرکت‌های سالم با مخاطره فوری، شرکت‌های دارای ورشکستگی فوری و شرکت‌هایی دارای سطوح متوسط خطر که نیاز به نظارت دارند.

مدهوشی و تاری (۱۳۸۶) در مطالعه‌ای با نام «تأثیر سرمایه اولیه در بقای شرکت‌های تولیدی کوچک و متوسط در ایران»، به این نتیجه رسیدند که میان سرمایه اولیه و بقای شرکت‌های تولیدی کوچک و متوسط، رابطه‌ای مثبت وجود دارد. همچنین، نتیجه‌گیری شد که میان توابع بقای شرکت‌های تولیدی کوچک و متوسط، تفاوتی معنادار وجود دارد.

یافته‌های پژوهش خلیلی عراقی و دیگران (۱۳۸۸) با نام «اثر ریسک محیط، استراتژی شرکت

1. Useche
2. Guariglia
3. Dellana & West

و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌ها در صنعت پتروشیمی» نشان داد که در صنعت پتروشیمی، متغیرهای مدل هم‌محوری که شامل مخاطره‌های محیط، راهبرد شرکت و ساختار سرمایه است، هر کدام به‌گونه‌ای بر عملکرد شرکت‌ها اثرگذارند. زینالی و محمد شیلان (۱۳۹۰) پژوهشی را با نام «بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر اندازه، نرخ بازده سرمایه و سود هر سهم از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی: صنعت دارو)» اجرا نمودند. آنان پس از انجام برخی تجزیه و تحلیل‌ها، به این نتیجه رسیدند که در گروه صنعت دارو، میان ساختار مالی شرکت‌ها و اندازه آن‌ها ارتباطی معنادار وجود دارد.

رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲) پژوهشی را با نام «بررسی ارتباط انحنایی ساختار سرمایه با عملکرد و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» اجرا نمودند. هدف اصلی این مطالعه، آزمون ارتباط انحنایی بالقوه میان ساختار سرمایه، عملکرد و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. یافته‌های پژوهش، بیانگر وجود ارتباط یو (U) شکل ساختار سرمایه با عملکرد و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

فرضیه‌های پژوهش:

با توجه به توضیحات ارائه‌شده در بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها به شرح زیر مطرح می‌شوند:

۱. ساختار سرمایه بر بقای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
۲. مالکیت نهادی بر بقای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
۳. مالکیت عمده بر بقای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

روش پژوهش

پژوهش از جنبه هدف، از گونه پژوهش‌های کاربردی به‌شمار می‌رود؛ زیرا یافته‌های آن می‌تواند در تصمیم‌های مدیران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران به‌کار رود. همچنین، از بُعد شیوه استنباط در زمینه فرضیه‌های پژوهش، در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد؛ زیرا برای یافتن روابط میان متغیرهای پژوهش، تکنیک‌های رگرسیون و همبستگی به‌کار می‌رود. به این ترتیب، از دید استدلالی، استقرایی است. همچنین، چون با آزمایش داده‌های موجود به نتیجه‌ای می‌رسد، پژوهش در گروه نظریه‌های اثباتی قرار خواهد گرفت.

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون لجستیک که از روش‌های پارامتری تحلیل بقا است، استفاده شده است و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار ایویوز ۹ بهره گرفته شده است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ است. نمونه مورد استفاده نیز از طریق روش حذف نظام‌مند از جامعه آماری انتخاب شده است؛ به این ترتیب که نمونه، متشکل از همه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که دارای معیارهای زیر باشند:

۱. در دوره پژوهش، در بورس حضور داشته باشند؛
 ۲. جزو شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و مؤسسات مالی نباشند؛ زیرا این مؤسسات از لحاظ چسبندگی فعالیت، متفاوت بوده، درآمد اصلی آن‌ها از سرمایه‌گذاری است و وابسته به فعالیت سایر شرکت‌ها هستند؛ بنابراین، از نمونه مورد بررسی حذف می‌شوند؛
 ۳. دوره مالی آن‌ها منتهی به ۱۲/۲۹ هر سال باشد تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر و در صورت نیاز، به صورت پانلی به کار برد؛
 ۴. داده‌های مورد نیاز برای متغیرهای پژوهش، در طول دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ موجود باشند؛
 ۵. شرکت‌ها در طول دوره بررسی، تغییر سال مالی نداده باشند.
- فرآیند تصفیه، به شرح جدول (۱) است.

جدول ۱: تصفیه جامعه و رسیدن به نمونه نهایی

تعداد شرکت حذف شده	تعداد شرکت فعال	کل داده‌ها
۱۷۰	۳۱۴	۴۸۴ (کل شرکت‌های بورسی از سال ۱۳۴۶ تا ۱۳۹۳)
-۱۸	صفر	-۱۸ شرکت‌های حذف شده از سال ۱۳۸۳ به قبل
-۳	-۶۵	-۶۸ واسطه‌های مالی و هلدینگ
-۴۲	-۷۳	-۱۱۵ سال مالی غیر ۱۲-۲۹ و تغییر سال مالی
-۴۹	صفر	-۴۹ نبود دسترسی به اطلاعات در بورس
۵۸	۱۷۶	۲۳۴ نمونه آماری پژوهش

منبع: یافته‌های پژوهشگر

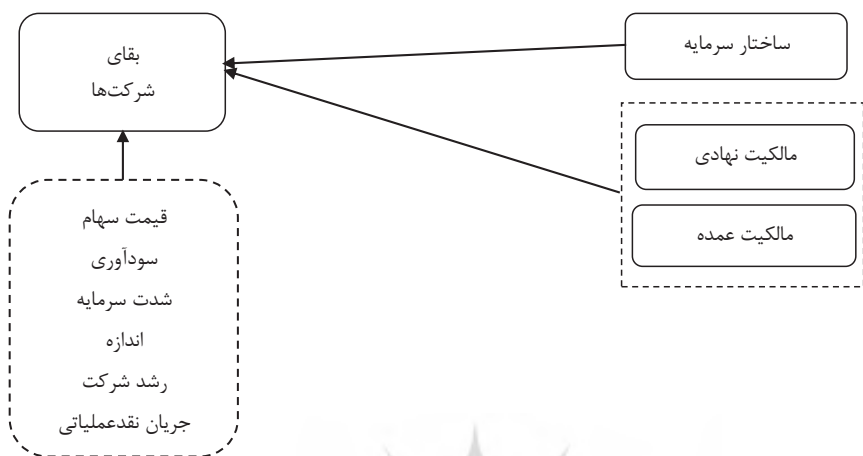
شرکت‌ها در سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳، دارای ۱۱ مجموعه اطلاعات مالی قابل استخراج در

صورت‌های مالی و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط است. چون داده‌ها به صورت ترکیبی هستند، آن‌ها به شکل سال-شرکت در فایل اکسل بر اساس ترتیب الفبایی و زمانی مرتب شده‌اند. برای گردآوری اطلاعات در زمینه تبیین ادبیات پژوهش، روش کتابخانه‌ای و مطالعات اسنادی به کار رفت و برای دستیابی به داده‌های موردنظر برای پردازش فرضیه‌های پژوهش، از اطلاعات موجود در نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بررسی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با مراجعه به تارنمای رسمی بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. جدول (۲)، تعداد شرکت‌های اخراج‌شده، به تفکیک از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۳ را نشان می‌دهد که سال ۱۳۸۷ با ۷۳ شرکت، بیش‌ترین تعداد اخراجی در میان بقیه سال‌ها را دارد. کافی نبودن سرمایه، زیان‌دهی، وضعیت سودآوری شرکت‌ها، میزان سهام شناور آزاد و رعایت نکردن مقررات افشای اطلاعات، زیان انباشته و نبود اطلاع‌رسانی صحیح از صورت‌های مالی، مهم‌ترین دلایل اخراج شرکت‌ها از بورس اوراق بهادار بوده است.

جدول ۲. تعداد شرکت‌های اخراج شده از بورس به تفکیک سال (۱۳۸۱ تا ۱۳۹۳)

سال	تعداد حذف شده‌ها
۱۳۸۱	۱
۱۳۸۲	۲
۱۳۸۳	۱۵
۱۳۸۴	۰
۱۳۸۵	۰
۱۳۸۶	۱۰
۱۳۸۷	۷۳
۱۳۸۸	۱۵
۱۳۸۹	۰
۱۳۹۰	۱۱
۱۳۹۱	۲۰
۱۳۹۲	۱۳
۱۳۹۳	۱۰
جمع کل	۱۷۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های مطالعه از رابطه مدل بقای شرکت، به صورت رابط (۱) استفاده می‌شود:

$$\ln\left(\frac{\theta_i}{1-\theta_i}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Capital Structure}_{i,t} + \alpha_2 \text{Institutional Ownership}_{i,t} + \alpha_3 \text{Major Ownership}_{i,t} + \alpha_4 \text{StockPrice}_{i,t} + \alpha_5 \text{Profitability}_{i,t} + \alpha_6 \text{CapitalIntensity}_{i,t} + \alpha_7 \text{Size}_{i,t} + \alpha_8 \text{Growth}_{i,t} + \alpha_9 \text{CashFlow}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در آن:

متغیر وابسته:

$\ln\left(\frac{\theta_i}{1-\theta_i}\right)$ = خروج شرکت i در سال t از فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که اگر شرکت از بورس بیرون رفته باشد، برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

متغیرهای مستقل:

$\text{Capital Structure}_{i,t}$ = ساختار سرمایه شرکت i در سال t که برابر است با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲).

$\text{Institutional Ownership}_{i,t}$ = مالکیت نهادی شرکت i در سال t که برابر است با درصد سهام تحت تملک نهادها (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسات و صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، واحدهای نیمه دولتی و دولتی و بنیادهای خیریه، سازمان تأمین اجتماعی، بنیاد مستضعفان،

بانک‌ها و مؤسسات مالی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و غیره).
 $Major\ Ownership_{i,t}$ = مالکیت عمده شرکت i در سال t که برابر است با درصد سهام تحت تملک سهامداران عمده

متغیرهای کنترلی:

$StockPrice_{i,t}$ = قیمت سهام شرکت i در سال t .

$Profitability_{i,t}$ = سودآوری شرکت i در سال t که برابر است با نسبت سودخالص به دارایی‌ها.

$CapitalIntensity_{i,t}$ = شدت سرمایه شرکت i در سال t که برابر است با نسبت دارایی‌های ثابت به دارایی‌ها.

$Size_{i,t}$ = اندازه شرکت i در سال t که برابر است لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

$Growth_{i,t}$ = رشد شرکت i در سال t که برابر است با درصد تغییرات در کل دارایی‌ها در سال جاری نسبت به سال پیشین.

$CashFlow_{i,t}$ = جریان نقدی عملیاتی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها.

در جدول (۳)، تعداد شرکت‌های نمونه (۲۳۴ شرکت) به تفکیک هر صنعت، نشان داده شده است. گفتنی است بخش خودرو و ساخت قطعات، با ۲۶ شرکت، بیش‌ترین تعداد در میان بقیه صنایع در نمونه نهایی را دارند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
 پرتال جامع علوم انسانی

جدول ۳: تعداد شرکت‌های حاضر در بورس (نمونه) به تفکیک هر صنعت

تعداد شرکت	صنعت
۱	استخراج ذغال سنگ
۲	استخراج سایر معادن
۷	استخراج کانه‌های فلزی
۱	استخراج نفت، گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف
۱	پیمانکاری صنعتی
۴	حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات
۲	خدمات فنی و مهندسی
۲۶	خودرو و ساخت قطعات
۴	رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن
۲	ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاه‌ها و وسایل ارتباطی
۷	ساخت محصولات فلزی
۱	سایر تجهیزات حمل و نقل
۱۱	سایر محصولات کانی غیرفلزی
۱۲	سیمان، آهک و گچ
۱	عرضه برق، گاز، بخار و آب گرم
۶	فراآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای
۲۵	فلزات پایه‌ای
۲	قند و شکر
۹	کاشی و سرامیک
۱	کشاورزی، دامپروری و خدمات وابسته به آن
۹	لاستیک و پلاستیک
۷	ماشین آلات دستگاه‌های برقی
۱۴	ماشین آلات و تجهیزات
۱	محصولات چوبی
۲۰	محصولات شیمیایی
۲۴	محصولات غذایی و آشامیدنی بجز قند و شکر
۳	محصولات کاغذی
۱	مخابرات

ادامه جدول ۳: تعداد شرکت‌های حاضر در بورس (نمونه) به تفکیک هر صنعت

تعداد شرکت	صنعت
۹	منسوجات
۲۰	مواد و محصولات دارویی
۱	وسایل اندازه‌گیری، پزشکی و اپتیکی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

یافته‌های پژوهش

در این قسمت، میانگین، میانه (شاخص‌های مرکزی)، انحراف معیار، بیشینه، کمینه (شاخص‌های پراکندگی)، چولگی و کشیدگی (شاخص‌های توزیع) متغیرهای مورد استفاده، محاسبه و در جدول (۴) آورده شده است.

جدول ۴: شاخص‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
خروج شرکت	۰/۲۷	۰	۱	۰	۰/۱۶۲	۵/۸۲۸	۳۲/۰۰۱
ساختار سرمایه	۰/۶۲۳	۰/۶۴۲	۰/۹۸۶	۰/۹۰۲	۰/۱۷۹	-۰/۳۹۹	-۰/۳۵۴
مالکیت نهادی	۶۶/۷۲۹	۷۸/۹۵	۹۹/۶۷	۰	۳۰/۶۶۴	-۰/۹۹۲	-۰/۳۷۶
مالکیت عمده	۷۵/۶۱۵	۸۰/۴۱۵	۹۹/۸۷۲	۵/۶۳	۱۷/۵۰۴	-۱/۱۶۲	۱/۲۴۸
قیمت سهام	۵۵۱۵/۸۴۴	۳۱۸۸	۶۷۶۸۸	۱۴۳	۷۰۰۵/۳۴۸	۳/۷۵۹	۲۰/۱۲۵
سودآوری	۰/۱۰۰۸	۰/۰۹۱	۰/۶۳۹	-۰/۶۸۱	۰/۱۴۹	-۰/۲۵۰	۲/۷۳۱
شدت سرمایه	۰/۲۵۷	۰/۲۱۵	۰/۸۸	۰/۰۰۱	۰/۱۷۸	۰/۹۸۶	۰/۵۱۶
اندازه شرکت	۱۳/۳۸	۱۳/۲۱۵	۱۹/۰۰۹	۸/۹۱۳	۱/۶۰۸	۰/۷۳۵	۰/۸۷۲
رشد شرکت	۰/۱۶۴	۰/۱۲۱	۱/۶۴۸	-۰/۴۸۱	۰/۲۵۲	۱/۶۵۱	۵/۳۱۸
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۱۵	۰/۱	۰/۶۶۹	-۰/۳۶۵	۰/۱۳۸	۰/۴۱۸	۱/۳۹۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر

میانگین، اصلی‌ترین و مهم‌ترین شاخص گرایش مرکزی به‌شمار می‌آید که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. همان‌گونه که در جدول (۳) مشاهده می‌شود، مقدار میانگین متغیر خروج شرکت، ۰/۰۲۷ است که نشان می‌دهد، وجود مقادیر صفر در این متغیر بیشتر بوده و در نتیجه،

عدم خروج، بسیار بیش‌تر است. میانه نقطه‌ای است که یک نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می‌نماید. به‌بیان دیگر، ۵۰ درصد مشاهدات، پیش و ۵۰ درصد مشاهدات، پس از آن قرار دارند. همان‌گونه که در جدول شماره (۳) نشان داده شده است، مقدار میانه متغیر خروج شرکت، صفر است. مقدار میانه این متغیر نشان از بیش‌تر بودن تعداد مقادیر صفر دارد که به این ترتیب، نبود خروج شرکت، تعداد بسیار بیش‌تری دارد. بیش‌ترین و کم‌ترین مقدار متغیر خروج شرکت نیز به ترتیب یک و صفر است. گفتنی است مشخصات سایر متغیرهای مورد استفاده نیز در جدول پیش‌گفته ارائه شده است.

در این پژوهش، آزمون‌های همبستگی پیرسون و رگرسیون لجستیک، به‌منظور کشف روابط متغیرهای مستقل و وابسته با تعدیل تأثیر سایر متغیرها استفاده شده‌اند. همچنین، برای اطمینان از اتکاپذیر بودن یافته‌ها، آزمون‌های پیش‌فرض استفاده از رگرسیون به‌کار گرفته شده‌اند. یافته‌های آزمون همبستگی پیرسون متغیرهای مستقل و وابسته، در جدول (۴) ارائه شده است. گفتنی است در خانه‌های موجود در جدول (۴) که حاصل تقاطع یک ستون و یک ردیف هستند، مقادیر مربوط به وضعیت همبستگی دو متغیر حاضر در ستون و ردیف ایجادکننده تقاطع، ارائه شده است. گفتنی است که در هر خانه، عدد پایین، نشانگر سطح معناداری همبستگی است که اگر کوچک‌تر از ۰/۰۵ باشد، همبستگی معنادار خواهد بود. در صورت معنادار بودن همبستگی (اگر همبستگی معنادار نباشد، بررسی همبستگی دو متغیر مورد نظر به اتمام رسیده و نتیجه، نبود همبستگی معنادار است)، به عدد بالا (آماره همبستگی) توجه می‌شود که اگر مثبت باشد، به‌اصطلاح گفته می‌شود که همبستگی مستقیم و معنادار وجود دارد و اگر منفی باشد، به‌اصطلاح گفته می‌شود که همبستگی معکوس و معنادار وجود دارد. همان‌گونه که در جدول (۴) مشهود است، در همبستگی پیرسون، همبستگی مستقیم و معنادار میان خروج شرکت و ساختار سرمایه وجود دارد و همچنین، همبستگی معکوس و معنادار میان خروج شرکت با مالکیت نهادی، قیمت سهام، سودآوری و جریان نقد عملیات برقرار است. علاوه بر این، چون در همه موارد، آماره همبستگی پیرسون متغیرهای مستقل و کنترلی کم‌تر از ۰/۱ است، مشکل خودهمبستگی نیز در تخمین مدل وجود نخواهد داشت.

جدول ۵: همبستگی پیروان

متغیرهای پژوهش	خروج شرکت	ساختار سرمایه	مالکیت نهادی	مالکیت عمده	قیمت سهام	سودآوری	شدت سرمایه	اندازه شرکت	رشد شرکت	عملیات جریان نقد
خروج شرکت ۱	۰/۱۰۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
ساختار سرمایه ۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی ۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
مالکیت عمده ۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
قیمت سهام ۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
سودآوری ۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
شدت سرمایه ۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت ۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
رشد شرکت ۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
جریان نقد ۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

پیش از تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، پایایی متغیرها باید بررسی شود. پایایی متغیرهای پژوهش به این معناست که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها میان سال‌های گوناگون ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. به منظور انجام این تحلیل، از آزمون ایم، پسران و شین استفاده می‌شود. نتیجه این آزمون در جدول (۵) ارائه شده است. گفتنی است متغیر خروج شرکت، به علت تعریف خاص این متغیر، از آزمون ایم، پسران و شین خارج شده است.

جدول ۶: آزمون ایم، پسران و شین

معناداری	آماره t	متغیرهای پژوهش
۰/۰۰۰	-۱۶/۷۲۸	ساختار سرمایه
۰/۰۰۰	-۱۰/۳۳۱	مالکیت نهادی
۰/۰۰۰	-۱۱/۹۸۶	مالکیت عمده
۰/۰۰۰	-۹/۵۲۱	قیمت سهام
۰/۰۰۰	-۱۶/۸۰۱	سودآوری
۰/۰۰۰	-۱۳/۷۳۲	شدت سرمایه
۰/۰۰۰	-۷/۵۲	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۳۳/۶۱۳	رشد شرکت
۰/۰۰۰	-۱۲/۶۷۷	جریان نقد عملیات

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در این قسمت به تخمین مدل پژوهش پرداخته می‌شود. نتیجه آزمون این مدل، با استفاده از رگرسیون لجستیک در جدول (۷) ارائه شده است.

جدول ۷: یافته‌های آزمون فرضیه‌های پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
C	-۱۲/۵۴۲	۳/۸۹۴	-۳/۲۲	۰/۰۰۱
ساختار سرمایه	۹/۱۶۴	۲/۷۴۸	۳/۳۳۳	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	-۰/۰۳	۰/۰۰۸	-۳/۶۲۸	۰/۰۰۰
مالکیت عمده	۰/۰۴۱	۰/۰۲۱	۱/۹۴۱	۰/۰۵۲
قیمت سهام	-۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۲	-۲/۰۹۷	۰/۰۳۶
سودآوری	۵/۸۹۲	۴/۱۰۷	۱/۴۳۴	۰/۱۵۱
شدت سرمایه	۰/۷۰۷	۱/۴۰۸	۰/۵۰۲	۰/۶۱۵
اندازه شرکت	۰/۰۰۳	۰/۲۱۲	۰/۰۱۷	۰/۹۸۶
رشد شرکت	۱/۴۷۹	۰/۹۲۳	۱/۶۰۲	۰/۱۰۹
جریان نقد عملیات	-۰/۷۵۴	۳/۱۵۴	۰/۲۳۹	۰/۸۱
ضریب تعیین مک‌فادن			۰/۳۳۲	
آماره LR			۵۳/۸۳۷	
سطح معناداری آماره LR			۰/۰۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۸: جدول آماره و ضرایب فرضیه‌های پژوهش

مقادیر	ضرایب و آماره
مجدور ضریب همبستگی مک فادن ^۱	۰/۳۳۳
متغیر مستقل انحراف استاندارد ^۲	۰/۰۹۱
معیار اطلاعاتی اکایک ^۳	۰/۰۷۶
معیار شوارتز ^۴	۰/۱۰۹
معیار هنان کوبین ^۵	۰/۰۸۸
ضریب انحراف باقیمانده ^۶	۱۶۱/۸۴۹
ضریب آماره ^۷	۵۳/۸۳۷
آماره ضریب آماره لگاریتم احتمال ^۸	۰
متغیر مستقل میانگین ^۹	۰/۰۰۸
خطای استاندارد رگرسیون ^{۱۰}	۰/۰۸۵
مجموع مربعات باقیمانده ^{۱۱}	۱۱/۹۵۸
لگاریتم احتمال ^{۱۲}	-۵۴/۰۰۶
انحراف معیار ^{۱۳}	۱۰۸/۰۱۲
لگاریتم احتمال باقیمانده ^{۱۴}	-۸۰/۹۲۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به یافته‌های جدول (۵)، چون آماره Z متغیر ساختار سرمایه بزرگ‌تر از $1/965+$ بوده و سطح معناداری آن کم‌تر از $0/05$ است، ارتباطی مستقیم و معنادار میان ساختار سرمایه و خروج

1. McFadden R-squared
2. S.D. Dependent Var
3. Akaike Info Criterion
4. Schwarz Criterion
5. Hannan-Quinn Criterion
6. Restr. Deviance
7. LR Statistic
8. Prob (LR Statistic)
9. Mean Dependent Var
10. S. E. of Regression
11. Sum Squared Residue
12. Log Likelihood
13. Deviance
14. Restr. Log Likelihood

شرکت برقرار است. به این ترتیب، فرضیه نخست پژوهش تأیید می‌شود. همچنین، چون آماره Z متغیر مالکیت نهادی بزرگتر از ۱/۹۶۵- بوده و سطح معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ است، ارتباطی معکوس و معنادار میان مالکیت نهادی و خروج شرکت برقرار است. به این ترتیب فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. از سویی دیگر، چون آماره Z متغیر مالکیت عمده نزدیک به ۱/۹۶۵+ بوده و سطح معناداری آن نزدیک به ۰/۰۵ است، در سطح اطمینان ۹۰ درصد (سطح خطای ۱۰ درصد)، ارتباطی مستقیم و معنادار میان مالکیت عمده و خروج شرکت برقرار است. به این ترتیب، فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود.

علاوه بر این، با توجه به این که آماره Z متغیر قیمت سهام، بزرگتر از قدرمطلق ۱/۹۶۵- بوده و سطح معناداری آن کم‌تر از ۰/۰۵ است، ارتباطی معکوس و معنادار میان قیمت سهام و خروج شرکت برقرار است. به این ترتیب قیمت سهام بر بقای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. همچنین، با توجه به این که آماره Z متغیر سودآوری، کوچک‌تر از قدرمطلق ۱/۹۶۵± بوده و سطح معناداری آن بزرگتر از ۰/۰۵ است، ارتباطی معنادار میان سودآوری و خروج شرکت برقرار نیست. به این ترتیب سودآوری بر بقای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار نیست. چنین شرایطی، برای متغیرهای شدت سرمایه، اندازه شرکت، رشد شرکت و جریان نقد عملیات نیز برقرار است که به این ترتیب، شدت سرمایه بر بقای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار نیست. اندازه شرکت بر بقای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار نیست. رشد شرکت بر بقای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار نیست و جریان نقدی عملیاتی بر بقای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار نیست.

علاوه بر این، درباره قدرت مدل نیز گفتنی است که سطح معناداری آماره LR، کم‌تر از ۰/۰۵ است و نشان می‌دهد که مدل معتبر است. آماره LR نیز برابر ۵۳/۸۳۷ است که نشان از قدرت بالای مدل دارد. ضریب تعیین مکفادن نیز ۰/۳۳۲ است که نشان می‌دهد حدود ۳۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته قابل توضیح توسط متغیرهای مستقل و کنترلی است.

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج این پژوهش، به طور خلاصه حاکی از آن است که افزایش بدهی‌های شرکت و مالکیت عمده، موجب افزایش احتمال خروج شرکت از تابلوی بورس می‌گردد. همچنین، افزایش مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکت با کاهش احتمال خروج شرکت از تابلوی بورس همراه خواهد بود. در راستای

توضیح چگونگی تأثیر افزایشی نسبت بدهی‌ها بر احتمال خروج شرکت از تابلوی بورس، گفتنی است که بدهی‌های شرکت به دلیل این که هزینه‌های ورشکستگی را به همراه دارد و این موضوع ممکن است به همراه مشکل کسر سرمایه‌گذاری تشدید گردد، افزایش سطح بدهی‌های شرکت می‌تواند ارزش را از بین ببرد (Aggarwal & Zhao, 2006) که این نتیجه، با نظریهٔ مودیلیانی و میلر، نظریهٔ سلسله‌مراتبی و نظریهٔ موازنهٔ ایستا تطابق دارد و در رابطهٔ تأثیر مستقیم مالکیت عمده و خروج شرکت‌ها از بورس، نظریهٔ نمایندگی رد می‌شود. دربارهٔ تأثیر معکوس مالکیت نهادی بر احتمال خروج شرکت از تابلوی بورس نیز گفتنی است که سرمایه‌گذاران نهادی، نقشی مهم در حاکمیت شرکتی ایفا می‌کنند که این نتیجه، هم‌راستا با بیش‌تر شواهد تجربی اخیر در مورد مالکیت نهادی و بازماندگی مالی شرکت‌هاست؛ یعنی نظریهٔ نمایندگی تأیید می‌شود. پاند^۱ (۱۹۸۸) به بررسی ارتباط میان سرمایه‌گذاران و مدیریت سود پرداخت و سه فرضیهٔ جایگزین ارائه نمود: فرضیهٔ نظارت کارا^۲، فرضیهٔ هم‌راستایی راهبردی^۳ و فرضیهٔ تضاد منافع^۴. فرضیهٔ نظارت کارا ادعا می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی دارای تخصصی بیش‌تر هستند و با هزینه‌ای کم‌تر نسبت به سهامداران فردی می‌توانند بر مدیران نظارت کنند که می‌تواند به صورتی کارا، رفتار مدیریت سود مدیران را محدود سازد. رابطهٔ معکوس میان مالکیت عمده و بقای شرکت‌ها بر عکس رابطهٔ بین مالکیت نهادی و بقای شرکت‌ها، متناقض با شواهد تجربی اخیر در مورد مالکیت عمده و درماندگی مالی شرکت‌ها است و در این پژوهش، درصد بالای مالکان عمده، باعث خروج بیش‌تر شرکت‌ها از بورس می‌شوند. بنابر نتیجهٔ دیگر این مطالعه، بالا بودن قیمت سهام شرکت نیز نشان می‌دهد که شرکت با احتمالی بالاتر در بورس حضور خواهد داشت. بر همین پایه، کاهش قیمت سهام شرکت نیز می‌تواند علامتی از افزایش احتمال خروج شرکت موردنظر از تابلوی بورس باشد. همان‌گونه که در یافته‌ها مشهود بوده است، اجرای دقیق آزمون‌های آماری نشان داد که افزایش سطح بدهی‌های شرکت با افزایش احتمال خروج شرکت از تابلوی بورس همراه است. این نتیجه را می‌توان نامنطبق با یافته‌های عبید (۲۰۰۹)، ایزدی‌نیا و دستجردی (۱۳۸۸)، خلیلی عراقی و دیگران (۱۳۸۸)، زینالی و محمد سیلان (۱۳۹۰) و رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲) و در انطباق با نتیجهٔ مطالعهٔ آگاروال و ژائو (۲۰۰۶) دانست. دیگر نتیجه این مطالعه را مبنی بر این که مالکیت نهادی دارای اثر معکوس بر احتمال خروج شرکت از تابلوی بورس است، می‌توان در انطباق با استدلال‌ها و یافته‌های

1. Pound
2. Efficient Monitoring Hypothesis
3. Strategic Alignment Hypothesis
4. Conflict of Interest Hypothesis

تاسیا و گو^۱ (۲۰۰۷) و الساید و وهبا^۲ (۲۰۱۳) دانست. دیگر نتیجه این مطالعه را مبنی بر این که مالکیت عمده می‌تواند تأثیر مستقیم و معناداری بر احتمال خروج شرکت از تابلوی بورس داشته باشد، می‌توان در انطباق با یافته و استدلال‌های نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) و اسماعیل‌زاده مقری و همکاران (۱۳۸۹) دانست. افزون بر این، مشخص گردید که افزایش قیمت سهام با کاهش احتمال خروج شرکت از تابلوی بورس همراه است که منطبق با یافته‌های تسوکاس^۳ (۲۰۱۱) است. دیگر نتیجه مطالعه حاضر را مبنی بر این که سودآوری بر احتمال خروج شرکت از تابلوی بورس تأثیر معناداری ندارد، می‌توان منطبق با یافته‌های اوسچ^۴ (۲۰۱۵) دانست. افزون بر این، در انجام بررسی‌ها مشخص گردید که شدت سرمایه نمی‌تواند احتمال خروج شرکت از بورس را تحت تأثیر قرار دهد که به این ترتیب، این نتیجه در تضاد با یافته‌های رضایی (۱۳۹۲) است. نبود تأثیر معنادار اندازه شرکت بر بقای شرکت در بورس را نیز می‌توان در تضاد با یافته‌های ماس - وردو^۵ و همکاران (۲۰۱۵) دانست. همچنین، در انجام بررسی‌ها مشخص شد که رشد شرکت بر بقا یا خروج شرکت از بورس اثرگذار نیست که این نتیجه را می‌توان منطبق با یافته‌های رضایی (۱۳۹۲) دانست. نبود تأثیر معنادار جریان نقدی عملیات بر احتمال خروج شرکت از بورس را نیز می‌توان متضاد با یافته‌های تسوکاس (۲۰۱۱) دانست.

بنابر نتایج آزمون فرضیه‌های این پژوهش، پیشنهادهای کاربردی به شرح زیر مطرح می‌شوند:

۱. با توجه به تأثیر مستقیم سطح بدهی‌های شرکت بر احتمال خروج آن از بورس، به سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که افزایش سطح بدهی‌های شرکت را به‌عنوان علامتی هشداردهنده مورد توجه قرار دهند. گفتنی است افزایش و تغییر سطح بدهی‌های شرکت می‌تواند آثار مثبتی نیز داشته باشد که باید این موضوع، به هنگام ارزیابی وضعیت بدهی‌های شرکت، مورد توجه جدی قرار گیرد. با توجه به این نتیجه، به مدیران این شرکت‌ها نیز پیشنهاد می‌گردد که توجهی بیش‌تر را به افزایش سطح بدهی‌های شرکت و عواقب منفی آن داشته باشند.
۲. با توجه به تأثیر معکوس مالکیت نهادی بر احتمال خروج شرکت از بورس، به سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که افزایش درصد سهام تحت تملک نهادها را به‌عنوان علامتی مثبت، مدنظر قرار دهند. این موضوع می‌تواند نشانگر این باشد که مالکان نهادی، نقش کنترلی و حمایتی مثبتی را در شرکت‌های تحت سرمایه‌گذاری خود ایفا می‌کنند.

1. Tsia & Gu
 2. Elsayed & Wahba
 3. Tsoukas
 4. Useche
 5. Mas-Verdú

۳. باتوجه به تأثیر مستقیم مالکیت عمده بر احتمال خروج شرکت از بورس، به سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که افزایش درصد سهام تحت تملک سهامداران عمده را به‌عنوان علامتی منفی مدنظر قرار دهند.

بنابر یافته‌های به‌دست‌آمده در مطالعه پیش‌رو مبنی بر این‌که افزایش قیمت سهام با کاهش احتمال خروج شرکت از بورس همراه خواهد بود، به سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که افزایش قیمت سهام شرکت را به‌عنوان علامتی مثبت برای پایداری شرکت در بورس مدنظر قرار دهند. توضیح این‌که بنابر این نتیجه، کاهش مستمر ارزش بازار سهام یک شرکت می‌تواند علامتی از افزایش احتمال خروج شرکت از تابلوی بورس باشد. همچنین، پیشنهادهایی دیگر به شرح زیر مطرح می‌گردد:

۱. اطلاع‌رسانی و درنظرگرفتن امتیازات تشویقی برای ایجاد شرکت در صنایعی مانند صنعت خودرو و ساخت قطعات، صنعت مواد و محصولات دارویی و صنعت سیمان و آهک و گچ که شانس بقا در آن‌ها بیشتر است.

۲. ایجاد مراکز علمی و تخصصی کارآمد و باتجربه در بورس تهران، برای اراییه کمک‌ها و مشاوره‌های فنی، مدیریتی و اطلاعاتی به شرکت‌ها اخراج‌شده و کمک به آن‌ها برای بازگشت دوباره به بورس تهران همراه با توجه‌های مناسب و کافی.

۳. در صورت امکان، ضوابط و حجم اعتبارات و تسهیلات بانک‌های تجاری را با نیازها و شرایط شرکت‌های اخراج‌شده زیرمجموعه صنایعی همچون صنعت منسوجات، صنعت لاستیک و پلاستیک، صنعت محصولات کاغذی، صنعت محصولات فلزی و صنعت ماشین‌آلات و تجهیزات که نرخ خروج بیش‌تری را در میان بقیه صنایع دارند (که از جمله دلایل اخراج آن‌ها از بورس، دلایل مالی است)، متناسب‌سازی کنند که بتوان پس از بازگشت به بورس، میان صنایع تعادل برقرار کرد. در ادامه، بنابر نتایج آزمون فرضیه‌های این پژوهش، پیشنهادهای پژوهشی به شرح زیر مطرح می‌شوند:

۱. در این مطالعه، از معیارهای مالکیت عمده و نهادی به‌عنوان شاخصه‌های ساختار مالکیت استفاده شد و از این‌رو پیشنهاد می‌شود تا در پژوهش‌های آینده از سایر معیارهای مالکیتی همچون مالکیت مدیریتی و مالکیت خارجی نیز استفاده گردد.

۲. متغیر وابسته در مطالعه پیش‌رو، ابقا یا خروج شرکت از تابلوی بورس بوده است که می‌توان در پژوهش‌های آینده، احتمال ورشکستگی شرکت را به‌عنوان متغیر وابسته مورد استفاده قرار داد و

بعد دیگری از نظریه‌های پشتوانه این مطالعه را آزمون کرد.

۳. شرایط سیاسی و اقتصادی کشور و نیز جو روانی حاکم بر بازار بورس اوراق بهادار تهران، از عواملی هستند که ممکن است بر متغیرهای این پژوهش اثر گذارند، اما در این پژوهش کنترل نشده‌اند.

۴. داده‌های مستخرج از صورت‌های مالی، از بابت تورم، تعدیل نشده‌اند. با توجه به متفاوت بودن نرخ تورم در سال‌های مورد بررسی، در صورتی که داده‌های مورد استفاده از این بابت تعدیل می‌شدند، ممکن بود یافته‌های متفاوت از یافته‌های فعلی به دست آیند.

منابع

الف) فارسی

- اسدی، غلامحسین؛ محمدی، شاپور و خرم، اسماعیل. (۱۳۹۰). رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت. *مجله دانش حسابداری*، دوره ۲، شماره ۴، صص ۴۸-۲۹.
- اسماعیل‌زاده مقری، علی؛ جلیلی، محمد و زند عباس آبادی، عباس. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر نظام راهبری بنگاه بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله حسابداری مدیریت*، دوره ۳، شماره ۷، صص ۹۱-۷۹.
- ایزدی‌نیا، ناصر و رحیمی‌دستجردی، محسن. (۱۳۸۸). تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم. *مجله تحقیقات حسابداری*، دوره ۱، شماره ۳، صص ۱۶۱-۱۳۶.
- تقی‌زاده، هوشنگ و تاری، غفار (۱۳۸۷). نقش اندازه ابتدایی در طول عمر شرکت‌های تولیدی کوچک و متوسط. *مجله علوم مدیریت*، دوره ۲، شماره ۴، صص ۱۶۲-۱۳۹.
- خلیلی‌عراقی، مریم؛ اکبری‌مقدم، بیت‌ا... و عطالهی، معصومه. (۱۳۸۸). اثر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌ها در صنعت پتروشیمی. *مجله مدیریت توسعه و تحول*، دوره ۱، شماره ۱، صص ۴۱-۴۷.
- دوگاس، اریه (۱۳۷۸). *راز بقای شرکت‌ها و ادامه حیات شرکت‌ها در محیط پرتلاطم صنعت و تجارت*. علی پارسایان (مترجم)، چاپ اول، تهران، شرکت طراحی مهندسی و تأمین قطعات خودرو داخلی (سپکو).
- رحیمیان، نظام‌الدین؛ توکل‌نیا، اسماعیل و تیرگری، مهدی. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط انحنایی ساختار سرمایه با عملکرد و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، دوره ۶، شماره ۱۹، صص ۷۹-۶۷.
- رضایی، فائقه. (۱۳۹۲). *بررسی تأثیر ویژگی‌های صنعت و شرکت بر بقای شرکت‌های تازه وارد در صنایع برق و الکترونیک استان مازندران*. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد مدیریت صنعتی، دانشگاه مازندران.

زینالی، مهدی و محمدشیلان، جمال. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر اندازه، نرخ بازده سرمایه و سود هر سهم شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی: صنعت دارو). *مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، دوره ۴، شماره ۹، صص ۶۰-۴۳.

مدهوشی، مهرداد و تاری، غفار. (۱۳۸۶). تأثیر سرمایه اولیه در بقای شرکت‌های تولیدی کوچک و متوسط در ایران. *دانش و گسترش*، شماره ۲۰، صص ۱۶۶-۱۴۷.

مدهوشی، مهرداد و نصیری، آذر. (۱۳۸۹). تأثیر ویژگی‌های صنعت بر بقای شرکت‌های تازه وارد. *پژوهشنامه مدیریت اجرایی*، دوره ۱۰، شماره ۱، صص ۱۴۷-۱۲۷.

مدهوشی، مهرداد؛ نصیری، آذر و رضانی، ایوب. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر اندازه متوسط صنعت و سرمایه اولیه بر بقای شرکت‌های تولیدی با استفاده از تابع هزارد در استان مازندران. *مجله مدیریت صنعتی*، دوره ۵، شماره ۱، صص ۱۲۲-۱۰۱.

نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.

(ب) انگلیسی

- Abdullah, S.N. (2006). Board Structure and Ownership in Malaysia: The Case of Distressed Listed Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 6(5), pp.582-594.
- Acs, Z. J.; Braunerhjelm, P.; Audretsch, D. B., & Carlsson, B. (2009). The Knowledge Spillover Theory of Entrepreneurship. *Small Business Economics*, 32(1), pp.15-30.
- Aggarwal, R., & Zhao, X. (2007). The Leverage-value Relationship Puzzle: An Industry Effects Resolution. *Journal of Economics and Business*, 59(4), 286-297.
- Audretsch, D.B, Houweling, P. and Thurik, A.R. (1997). New-Firm Survival: Industry versus Firm Effects. <http://www.tinbergen.nl/discussionpapers/97063.pdf>. duration in Brittan. *The Economic Journal*, 109 (454), pp.140-155.
- Dellana, S., Dellana, S., West, D., & West, D. (2016). Survival Analysis of Supply Chain Financial Risk. *The Journal of Risk Finance*, 17(2), pp.130-151.
- Dollinger, M. J.,(1999). Entrepreneurship Strategies And Resources. Richard D.Irwin, Homewood. *The Economic Journal*, 109 (454), pp.140-155.
- Dzhumashev, R., Mishra, V. and Smyth, R. (2011). *Exporting, R&D Investment and Firm Survival*. Monash University. Department of Economics. Discussion Paper.
- Ebaid, I. E. (2009). The Impact of Capital-Structure Choice on Firm Performance: Empirical Evidence From Egypt. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), pp.477-487.
- Elloumi, F. and Gueyle, P.J. (2001). Financial Distress and Corporate Governance: An Empirical Analysis. *Corporate Governance*, 1(1), pp. 15-23.
- Elsayed, K. and Wahba, H. (2013). Reinvestigating the Relationship between Ownership Structure and Inventory Management: A Corporate Governance Perspective. *International Journal of Production Economics*, 143(1), pp.207-218.

- Ely, D.P. and Song, M.H. (2000). Acquisition Activity of Large Depository Institutions In the 1990s: An Empirical Analysis of Motives. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 40(4), pp. 467-484.
- Fritsch, M., Brixy, U., & Falck, O. (2006). The Effect of Industry, Region, and Time on New Business Survival—A Multi-Dimensional Analysis. *Review of Industrial Organization*, 28(3), pp. 285-306.
- Guariglia, A., Spaliara, M. E., & Tsoukas, S. (2016). To What Extent Does the Interest Burden Affect Firm Survival? Evidence From a Panel of Uk Firms During the Recent Financial Crisis. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 78(4), pp.576-594.
- Hiugbert, S. A., Hogg, G., & Quinn, T. (2002). Consumer Response to Social Entrepreneurship: The Case of the Big Issue in Scotland. *International Journal of Nonprofit and Voluntary Sector Marketing*, 7(3), pp. 288-301.
- Iwasaki, I. (2014). Global Financial Crisis, Corporate Governance, and Firm Survival: The Russian Experience. *Journal of Comparative Economics*, 42(1), pp.178–211.
- Jensen, M. C., and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4) , pp. 305-360.
- Kirchhoff, B.A. (1994). *Entrepreneurship and Dynamic Capitalism*. The Economics of Business Firm Formation and Growth, ABC-CLIO Publication.
- Klapper, L., & Richmond, C. (2011). Patterns of Business Creation, Survival and Growth: Evidence From Africa. *Labour Economics*, 18(s1), pp. S32-S44.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), pp. 911-922.
- Liang, L. W., Cheng, C. P., & Lin, Y. P. (2015). A Study of the Relationship between Bank Survival and Cost Efficiency. *Journal of Finance*, 3(2), pp. 35-47.
- Mahmood, T. (2000). Survival of Newly Founded Businesses: A Log-Logistic Model Approach. *Small Business Economics*, 14(3), pp. 223-237.
- Mas-Verdu, F., Ribeiro-Soriano, D. and Roig-Tieno, N. (2015). Firm Survival: The Role of Incubators and Business Characteristics. *Journal of Business Research*, 68 (4), pp. 793-796.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), pp.433-443.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958).The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3)-pp.261-297.
- Morikawa, M. (2013). Productivity and Survival of Family Firms In Japan. *Journal of Economics and Business*, 70(c) , pp.111-125.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp.187–221.
- Najjar, B. and Taylor, P. (2008). The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure. *Managerial Finance*, 34(12), pp.919-933.
- Pommet, S. (2013). The Impact of Venture Capital Investment Duration on the Survival of French IPOs. Accessible: <http://gretha.u-bordeaux.fr/fr>
- Pound, J. (1988). Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of*

- Financial Economics*, 20, pp.237-265.
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Intensive Signaling Approach. *Bell Journal of Economic*, 8(1), pp. 23-40.
- Shane, S. (2000). Prior Knowledge and the Discovery of Entrepreneurial Activities. *Organization Science*, 11(4), pp. 448-469.
- Sui, S., & Baum, M. (2014). Internationalization Strategy, firm Resources and the Survival of Smes in the Export Market. *Journal of International Business Studies*, 45(7), pp. 821-841.
- Taylor, M. P. (1999). Survival of the Fittest? An Analysis of Self-Employment Duration in Britain. *The Economic Journal*, 109(454), pp.140-155.
- Tsai, H., & Gu, Z. (2007). The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance. *International Journal of Hospitality Management*, 26(3), pp. 517-530.
- Tsoukas, S. (2011). Firm Survival and Financial Development: Evidence From a Panel of Emerging Asian Economies. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), pp. 1736-1752.
- Useche, D. (2015). Patenting Behavior and the Survival of Newly Listed European Software Firms. *Industry and Innovation*, 22(1), pp. 37-58.
- Velu, C. (2015). Business Model Innovation and Third-Party Alliance on the Survival of New Firms. *Technovation*, 35, pp. 1-11.
- Wahlqvist, I. (2014). The Capital Structure, *Ownership and Survival of Newly Established Family Firms* (Doctoral dissertation, BI Norwegian Business School).
- Wilson, N., Wright, M., & Altanlar, A. (2014). The Survival of Newly-Incorporated Companies and Founding Director Characteristics. *International Small Business Journal*, 32(7), pp. 733-758.
- Wilson, N., Wright, M., & Scholes, L. (2013). Family Business Survival and the Role of Boards. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), pp. 1369-1389.

The Impact of Capital Structure and Ownership Structure on the Survival of Companies in Tehran Stock Exchange Market

Mehdi Rasouli Ghahroudi¹

| m.rasouli@imps.ac.ir

Ehsan Fakhraei²

| ehsan20_fakhraei@yahoo.com

Abstract This study examines the impact of capital structure and ownership structure on the survival of companies. The ownership structure includes two types of ownership: major structure and institutional ownership. The statistical population consists of 484 companies listed in Tehran Stock Market for the period 2004-2014; eventually, through a systematic elimination method, our samples includes 234 companies. In this research, the logistic regression model and Eviews-9 software are used to analyze the data and test the hypotheses. The results of the research show that there is a negative and significant relationship between capital structure and company survival. In addition, major ownership has a negative effect on the survival of companies in the stock market. Moreover, the results indicate the positive and direct impact of institutional ownership on the survival of the companies. Therefore, our findings show that the increase in corporate debt and major ownership increases the probability of company's withdrawal from the stock market. However, the increase in institutional ownership and company stock prices will increase the probability of survival in the stock exchange market.

Keywords: Capital Structure, Ownership Structure, Institutional Ownership, Major Ownership, Survival, Tehran Stock Exchange Market.

JEL Classification: G32, G33, L25.

1. Assistant Professor, Institute for Management and Planning Studies, Tehran, Iran
(Corresponding Author)

2. M.A. of Business Management, Institute for Management and Planning Studies, Tehran, Iran.