

بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی شرکت: آزمون تجربی تئوری نمایندگی و تئوری اهرم

زهره حاجیها*
حسنعلی اخلاقی**

چکیده

مطالعات تجربی زیادی در زمینه ساختار سرمایه انجام شده است، اما شاخه جدیدی از ساختار سرمایه یعنی ساختار سررسید بدهی شرکت هنوز توجه چندانی را به خود جلب نکرده است. هدف از انجام این پژوهش بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی از دیدگاه تئوری‌های نمایندگی و اهرم در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای دستیابی به هدف مذکور تعداد ۱۴۳ شرکت از بین جامعه آماری که اطلاعات مورد نیاز برای دوره ۹ ساله تحقیق (۱۳۸۰-۱۳۸۸) در خصوص آن‌ها قابل دسترسی بود، انتخاب گردید. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از رگرسیون ترکیبی استفاده شده است. آزمون معنادار بودن مدل پژوهش با استفاده از آماره‌های F و t صورت گرفت. یافته‌های پژوهش حاکی از این است که در سطح کل نمونه بین اندازه شرکت، مشهود بودن دارایی و فرصت رشد شرکت با ساختار سررسید بدهی رابطه مثبت وجود دارد. همچنین بین اهرم مالی و ساختار سررسید بدهی رابطه‌ای یافت نشد. واژه‌های کلیدی: ساختار سررسید بدهی، اندازه شرکت، مشهود بودن دارایی، فرصت رشد، اهرم مالی

* عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق (قیام دشت) Email z_hajiha@yahoo.com

** کارشناس ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.

مقدمه

بحران‌های مالی اخیر جهانی اهمیت ساختار زمانی منابع شرکت را برای ثبات مالی مورد تأکید قرار داده و به تدوین کنندگان قانون و استانداردها خاطر نشان می‌سازد که در حال حاضر چارچوب مناسبی برای تطابق زمانی منابع وجود ندارد (سگورا و سوآرزا،^۱ ۲۰۱۰؛ تارولو،^۲ ۲۰۰۹). تحقیقات نشان می‌دهد که سررسید منابع شرکت زمینه‌های پیش بحران^۳ را برای بحران‌های مالی جهانی آماده ساخته است.

اغلب شرکت‌ها به نوعی از بدهی در ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند. ساختار بدهی^۴ یکی از شاخص‌های مهم تعیین کننده موفقیت شرکت است و باعث رشد پایدار شرکت می‌شود (مادان،^۵ ۲۰۰۷). از این رو تصمیمات معطوف به ساختار بدهی برای بقای تجاری شرکت حیاتی هستند (احمد شیخ و ونگ،^۶ ۲۰۱۱). با این حال انتخاب ساختار بدهی ساده نیست و تصمیم‌گیری اشتباه منجر به هدایت شرکت به بحران و ورشکستگی می‌گردد. مطالعه ادبیات نشان می‌دهد که رابطه بین ساختار بدهی و ارزش شرکت در تحقیقات بسیاری مورد بررسی قرار گرفته است (آبور،^۷ ۲۰۰۷؛ ۲۰۰۵). همچنین ساختار مالکیت و بدهی (کسپدس،^۸ ۲۰۱۰، بوبکین و آرکو،^۹ ۲۰۰۹؛ سو،^{۱۰} ۲۰۱۰؛ فلمینگ و همکاران،^{۱۱} ۲۰۰۵) در تحقیقات قبلی بررسی شده است. اما تحقیقات چندانی درباره ساختار بدهی در دنیا (و به خصوص در ایران) انجام نشده که نشان دهد انگیزه‌های انتخاب انواع بدهی (با سررسیدهای مختلف) توسط شرکت‌ها چیست؟

برخی از مطالعات مانند دمیرگاک کانت و ماکسیموویچ^{۱۲} (۱۹۹۹)، آنتونیو، گونی

1- Segura and Suarez

2- Tarullo

3- Pre-crisis

۴- منظور از ساختار بدهی در ادبیات مالی ساختار زمانی سررسید بدهی‌ها است. بر اساس سررسید، بدهی‌ها در ساختار مالی شرکت به دو گروه بدهی‌های بلند مدت (با سررسید بیش از یکسال) و بدهی‌های کوتاه مدت (با سررسید کمتر از یکسال) تقسیم می‌گردد. میزانی از ایندو گروه که شرکت در ساختار مالی خود می‌گنجانند ساختار سررسید بدهی نامیده می‌شود (ترا، ۲۰۱۱).

5- Madan

6- Ahmed Sheikh and Wang

7- Abor

8- Cespedes

9- Bopkin and Arko

10- Su

11- Fleming et al.

12- Demirguc-Kunt and Maksimovic

و پودیال^۱ (۲۰۰۶) و فن، تیمن و وایت^۲ (۲۰۱۰) عوامل تأثیرگذار بر ساختار سررسید بدهی را از منظر محیط‌های مالی و سیاسی، سیستم‌های حقوقی کشورها، سیستم‌های مالیاتی، محیط‌های اطلاعاتی و ویژگی‌های تأمین‌کنندگان سرمایه بررسی نمودند. برخی دیگر نیز به اکتشاف عوامل تأثیرگذار خاص شرکت بر ساختار بدهی آن می‌پردازند (کورنر^۳، ۲۰۰۷؛ ترا^۴، ۲۰۱۰؛ مصطفی^۵ و همکاران، ۲۰۱۱) که به نظر می‌رسد تحقیقاتی پایه‌ای در مورد ساختار بدهی باشد. بنابراین هدف تحقیق حاضر نیز بررسی تأثیر برخی شاخص‌های خاص شرکت‌ها^۶ بر ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های ایرانی تحت نظریه‌های هزینه‌های نمایندگی و اهرم می‌باشد.

چارچوب نظری تحقیق

از زمان تحقیق مودیگلیانی و میلر^۷ روی ساختار سرمایه، مطالعات زیادی سعی در تبیین تصمیمات ساختار سرمایه کرده‌اند و تئوری‌های مختلفی در رابطه با ساختار بدهی و عوامل شرکت پیشنهاد شده است. پیشینه تحقیقات چندین تئوری پیشرو برای ادبیات مربوط به ساختار سررسید بدهی ارائه می‌دهد که عبارتند از: تئوری هزینه‌های نمایندگی^۸، اهرم^۹، تطابق سررسید^{۱۰}، مالیات^{۱۱} و تئوری علامت دهی^{۱۲} (کورنر، ۲۰۰۷). هر یک از این تئوری‌ها برخی ویژگی‌های شرکت‌ها را عوامل تعیین‌کننده ساختار سررسید بدهی می‌دانند. در این تحقیق دو گروه اول از نظریه‌های مربوط، مبنای انتخاب شاخص‌های خاص شرکت قرار گرفته‌اند. در ادامه به تبیین این دو تئوری پرداخته می‌شود:

تئوری هزینه‌های نمایندگی

اولین گروه تئوری‌ها درباره ساختار سررسید بدهی، هزینه‌های نمایندگی را به عنوان

1- Antoniou, Guney and Paudyal

2- Fan, Titman and Twrite

3- Korner

4- Terra

5- Mustapha et al.

6- Firm level characteristics

7- Modigliani and Miller

8- Agency Costs

9- Leverage

10- Maturity Matching

11- Taxes

12- Signaling

شاخص مهمی در تعیین ساختار بدهی می‌داند. مشکل نمایندگی یکی از نواقص عمده بازار است و از تضاد منافع مدیران و مالکان منتج می‌گردد. ممکن است مدیران شرکت‌های سهامی عام، اهداف شخصی خود را دنبال کنند که این امر لزوماً با اهداف سهامداران خارج از شرکت همسو نیست. مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، به سرمایه‌گذاری افراطی منجر می‌شود و ممکن است در قالب میل افراطی مدیران به اداره کردن شرکت‌های بزرگ تجلی کند. مدیرانی که نگران شهرت خود در بازار کار هستند، ممکن است انگیزه‌هایی برای اتخاذ اقداماتی داشته باشند که به بهبود عملکرد کوتاه‌مدت آنان و به هزینه عملکرد بلندمدت منجر گردد (مرادی و احمدی، ۱۳۹۰).

بر اساس این تئوری برای حل مشکل عدم تقارن اطلاعاتی^۱، شرکت سررسید بدهی بهینه را انتخاب خواهد کرد (ترا، ۲۰۱۱). این تئوری بحث می‌کند که اگر سررسید بدهی قبل از فرصت‌های رشد مورد اجرای شرکت باشد، بدهی کوتاه‌مدت مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از واقع^۲ را کاهش می‌دهد. سرمایه‌گذاری کمتر از واقع ناشی از تضاد بین اعتباردهندگان و سهامداران است. این گزینه فرصتی را برای وام‌دهندگان و شرکت‌ها برای تجدید قرارداد و کاهش هزینه‌های نمایندگی فراهم می‌سازد. محققین معتقدند که بدهی کوتاه مدت ممکن است مسأله جانشینی دارایی^۳ را کاهش دهد. از سوی دیگر تأمین مالی با بدهی کوتاه‌مدت شرکت‌ها را وادار به گزارش ادواری عملکرد و ریسک عملیاتی خود به قرض‌دهندگان می‌کند (کیل و نو^۴، ۱۹۹۰). از این رو این ارزیابی دوره‌ای، بدهی کوتاه مدت را به تغییرات در ارزش شرکت کمتر حساس می‌کند (چایلز و همکاران^۵، ۲۰۰۵). شرکت‌های با رشد بالا بیشتر امکان مواجه شدن با مشکل نمایندگی مانند سرمایه‌گذاری کمتر از واقع و انتقال ریسک را دارند. بر اساس

۱ - یکی از کاربردهای بالقوه اطلاعات منتشره، کاهش شکاف انتظارات سرمایه‌گذاران و کاهش مزیت اطلاعاتی برخی سرمایه‌گذاران است. این شکاف باعث مزیت اطلاعاتی برخی استفاده‌کنندگان از اطلاعات نسبت به سایرین می‌شود که به آن عدم تقارن اطلاعات گفته می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی به دلیل گزینش نادرست، هزینه‌هایی در معاملات ایجاد می‌کند. این عاملی برای کاهش در نقدشوندگی بازار می‌گردد (قائمی و رحیم پور، ۱۳۸۹؛ قائمی و همکاران، ۱۳۸۹).

2- Underinvestment problem
3- Asset substitution problem
4- Kale and Noe
5- Childs et al.

این تئوری شاخص‌هایی چون فرصت‌های رشد، دارایی‌های قابل وثیقه^۱ (ثابت مشهود) و اندازه شرکت به عنوان عوامل تعیین کننده ساختار سررسید بدهی شرکت‌ها می‌باشند که در بخش‌های بعدی رابطه هر یک با تئوری نمایندگی تبیین خواهد شد.

تئوری اهرم

لیلاند و تافت^۲ (۱۹۹۶) از منظر تئوری تبیین کردند که شرکت‌های دارای اهرم بالاتر تمایل به انتخاب سررسید طولانی‌تر بدهی‌ها دارند و بالعکس. اهرم بهینه بستگی به سررسید بدهی دارد و وقتی شرکت با بدهی‌های کوتاه مدت تأمین مالی شود، ارزش شرکت به شدت کاهش می‌یابد. موریس^۳ (۱۹۹۲) نیز بحث می‌کند که شرکت‌ها با نسبت بدهی بالاتر تمایل به انتشار بدهی بلندمدت دارند، به این منظور که با تأخیر بیشتری در معرض ریسک ورشکستگی قرار گیرند. از سوی دیگر تئوری‌های مالکیت و نمایندگی اثر منفی بر ساختار سررسید بدهی پیش‌بینی می‌کنند، بنابراین اثر اهرم بر سررسید بدهی هنوز ناشناخته است (کورنر، ۲۰۰۷)، از این رو اهرم به عنوان یک تئوری مستقل می‌تواند برای عوامل تعیین کننده ساختار سررسید بدهی مورد بحث باشد. درباره رابطه بین اهرم و سررسید بدهی تحقیقات نتایج مختلفی نشان داده‌اند (دیاموند^۴، ۱۹۹۱؛ لیلاند و تافت، ۱۹۹۶، به نقل از کورنر، ۲۰۰۷). دیاموند (۱۹۹۱) معتقد است شرکت‌های با اهرم بالا بدهی بلندمدت را برای اجتناب از نقدینگی با بهینگی اندک^۵ ترجیح می‌دهند؛ زیرا به شرکت‌ها زمان بیشتری برای بازپرداخت بدهی خود می‌دهد. فلانری^۶ (۱۹۸۶) نشان داد که شرکت‌های با بدهی بیشتر می‌توانند ریسک تأمین مالی مجدد خود را با استقراض بدهی بلندمدت حداقل سازند (به نقل از الکوک و همکاران^۷، ۲۰۱۰). دنیس و همکاران (۲۰۰۰) بحث می‌کنند که اهرم باید اثر منفی بر سررسید بدهی داشته باشد، زیرا هزینه‌های نمایندگی مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از واقع را با دو راهبرد می‌تواند کاهش دهد: کاهش اهرم و یا کوتاه کردن سررسید

1- Collateralizable Assets
2- Leland and Toft
3- Morris
4- Diamond
5- Suboptimal liquidation
6- Flannery
7- Alcock et al.

بدهی. این دو استراتژی تأمین مالی می‌تواند جانشین یکدیگر باشد. از این رو تئوری اهرم تا حد زیادی وابسته به تئوری هزینه‌های نمایندگی است.

پیشینه تحقیق

در ادامه به تبیین تحقیقات انجام شده به تفکیک هر یک از عوامل تعیین کننده ساختار سررسید بدهی و بر اساس دو تئوری هزینه‌های نمایندگی و اهرم پرداخته می‌شود:

تحقیقات خارجی

فرصت‌های رشد

تحقیقات روی شرکت‌های استرالیایی نشان می‌دهد که شرکت‌های با رشد بالا بدهی کمتری به کار می‌گیرند. الکوک و همکاران (۲۰۱۰) معتقدند در استرالیا تضاد بین سهامداران و اعتباردهندگان بیشتر کاهش می‌یابد، چون شرکت‌ها به شدت به وجوه اعتباری بانک‌ها وابسته هستند، زیرا به این طریق نظارت روی عملیاتشان کاهش می‌یابد. ترا (۲۰۱۱) در تحقیقی بین فرصت‌های رشد و سررسید بدهی در ایالات متحده آمریکا رابطه منفی یافت، در حالی که در کشورهای مختلف آمریکای لاتین هیچگونه رابطه‌ای مشاهده نکرد. تحقیقات استوهز و مویر^۱ (۱۹۹۶) و آنتونیو و همکاران^۲ (۲۰۰۳) رابطه مثبت و اوزکان^۳ (۲۰۰۲، ۲۰۰۰)، اسشر و هولگورت^۴ (۲۰۰۱)، هیمن و همکاران^۵ (۲۰۰۳)، فن و همکاران^۶ (۲۰۰۳) و کورنر (۲۰۰۷) رابطه منفی بین دو متغیر نشان داده است. عیوضیان و همکاران^۷ (۲۰۰۵) نیز با کنترل سطوح کلی اهرم نشان دادند که ساختار سررسید بدهی اثر معنی داری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت دارد. آن‌ها بیان کردند که درصد بالاتر بدهی بلند مدت نسبت به کل بدهی، سرمایه‌گذاری با فرصت‌های رشد بالا را کاهش می‌دهد ولی این رابطه برای شرکت‌های با فرصت‌های

1- Stohs & Mauer

2- Antoniou et al.

3- Ozkan

4- Scherr and Hulgurt

5- Heyman et al.

6- Fan et al.

7- Aivazian et al

رشد پایین معنی دار نبود.

اهرم مالی

الکوک و همکاران (۲۰۱۰) عوامل تعیین کننده سررسید بدهی در بازار سرمایه استرالیا را برای ۴۰۰ شرکت برتر در بورس اوراق بهادار استرالیا طی دوره ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۶ بررسی کردند. آنها با استفاده از مفروضات مدل مرتون^۱، نشان دادند که اهرم در شرکت‌های استرالیایی رابطه مثبت با سررسید بدهی دارد. لیلاند و تافت (۱۹۹۶) و دیاموند (۱۹۹۱) نیز نشان دادند که سررسید بدهی با اهرم رابطه مثبت دارد (به نقل از کورنر، ۲۰۰۷). ترا (۲۰۱۱) در تحقیقی روی کشورهای مختلف آمریکای لاتین رابطه بدون معنی اهرم و سررسید بدهی و در ایالات متحده آمریکا رابطه مثبت یافت. استوهز و مویر^۲ (۱۹۹۶)، هیمن و همکاران (۲۰۰۳)، آنتونیو و همکاران (۲۰۰۳)، فن و همکاران (۲۰۰۳) و کورنر (۲۰۰۶) همگی رابطه مثبت بین دو متغیر نشان داده‌اند.

اندازه شرکت

الکوک و همکاران (۲۰۱۰) به رابطه مثبت اندازه شرکت با شاخص لگاریتم فروش و سررسید بدهی دست یافتند. تحقیقات دیگری نظیر بارکلی و اسمیت^۳ (۱۹۹۵)، گوئدز و آپلر^۴ (۱۹۹۶)، استوهز و مویر (۱۹۹۶) و اوزکان (۲۰۰۲) نیز با شاخص‌های مختلفی برای اندازه این رابطه مثبت را تأیید کرده‌اند (به نقل از کورنر، ۲۰۰۷). ترا (۲۰۱۱) در تحقیقی روی کشورهای مختلف آمریکای لاتین رابطه‌ای بین اندازه شرکت و سررسید بدهی نیافت اما در ایالات متحده آمریکا رابطه منفی مشاهده کرد. تحقیقات استوهز و مویر (۱۹۹۶)، آنتونیو و همکاران (۲۰۰۳)، اوزکان (۲۰۰۲، ۲۰۰۰)، رابطه مثبت و اسشر و هولگورت (۲۰۰۱)، هیمن و همکاران (۲۰۰۳)، فن و همکاران (۲۰۰۳) و کورنر (۲۰۰۶) رابطه منفی بین دو متغیر نشان داده‌اند.

1- Merton

2- Stohs and Mauer

3- Barclay and Smith

4- Guedes and Opler

مشهود بودن دارایی‌ها

به طور کلی اغلب تحقیقات نشان می‌دهند که شرکت‌ها وجوه کوتاه‌مدت را برای تأمین مالی دارایی‌های جاری بکار می‌گیرند (گوئندز و آپلر، ۱۹۹۶؛ هیمن و همکاران، ۲۰۰۸؛ اورتیز-مالینا و پناس، ۲۰۰۸). اما درباره سررسید بدهی ترا (۲۰۱۱) در کشورهای مختلف آمریکای لاتین و در ایالات متحده آمریکا رابطه ای بین سررسید دارایی و سررسید بدهی نیافت. این در حالی است که فن و همکاران (۲۰۰۳) رابطه مثبت و کورنر (۲۰۰۶) رابطه منفی بین دو متغیر نشان داده‌اند.

تحقیقات داخلی

طبق بررسی‌های انجام شده تحقیقی که مستقیماً عوامل تعیین کننده سررسید بدهی شرکت‌های ایرانی را نشان دهد، انجام نشده است، اما برخی تحقیقات در مورد عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه انجام شده که در ادامه به آن‌ها اشاره خواهد شد:

باقرزاده (۱۳۸۲) تحقیقی پیرامون تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. نتایج این تحقیق، نشان داد که شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، در تأمین منابع مالی مورد نیاز از خارج شرکت، استقراض را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

رضاییان و سینایی (۱۳۸۴) درباره تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی) تحقیقی انجام داده‌اند. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که اندازه یک شرکت از مهم‌ترین پارامترهای تأثیرگذار بر تعدیل و یا انتخاب تصمیمات تأمین مالی محسوب می‌گردد. همچنین سودآور بودن شرکت، ساختار مالکیت متفاوت و تغییر پارامترهای مؤثر بر تحلیل بنیادی شرکت‌ها مانند سهم شناور آزاد و سود سهام از دیگر عوامل مؤثر در انتخاب شیوه‌های تأمین مالی می‌باشد.

کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) به بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه مانند اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، مشهود بودن دارایی‌ها و سودآوری تحت نظریه موازنه ایستا و نظریه سلسله مراتبی برای ۹۳ شرکت بورس تهران طی سال‌های ۱۳۷۸ تا

1- Heyman, Deloof, and Ooghe

2- Ortiz-Molina and Penas

۱۳۸۵ پرداختند. نتایج نشان داد که بین اندازه شرکت و نسبت بدهی رابطه منفی و بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی رابطه مثبت و بین مشهود بودن دارایی‌ها و سودآوری و نسبت بدهی رابطه منفی وجود دارد.

قدیری مقدم و اسدیان (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های شرکت مانند نسبت آنی، نسبت پوشش بهره، درصد رشد سود و اندازه شرکت بر ساختار سرمایه پرداختند و نشان دادند که رابطه معنی‌داری بین نسبت آنی و نسبت پوشش بهره با نسبت بدهی (ساختار سرمایه) شرکت وجود دارد.

متغیرهای پژوهش و تدوین فرضیات

متغیرهای متنوعی در سطح شرکت با ساختار بدهی ارتباط دارد که تئوری‌های مختلف برای تبیین آن‌ها استفاده شده است. در این تحقیق متغیرهای زیر به عنوان شاخص‌ها و ویژگی‌های مربوط به شرکت (تحت دو تئوری هزینه‌های نمایندگی و اهرم) متغیرهای مستقل هستند و ساختار سررسید بدهی متغیر وابسته می‌باشد. سازگار با تحقیق آنتونیو و همکاران (۲۰۰۶)؛ ماگری (۲۰۱۰)، فن و همکاران (۲۰۱۰) و ونگ و همکاران (۲۰۱۰) نسبت بدهی بلندمدت به کل بدهی‌ها به عنوان نماینده ساختار سررسید بدهی، استفاده شده است.

اندازه شرکت

ادبیات اخیر تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های بزرگتر هزینه‌های نمایندگی کمتری دارند (اوزکان، ۲۰۰۲؛ یی، ۲۰۰۵). چون اعتقاد بر این است که شرکت‌های بزرگتر دسترسی آسانتری به بازارهای سرمایه دارند (آن‌ها آسان‌تر بر هزینه‌های مبادله فائق آمده) و قدرت چانه زنی بیشتری دارند (آن‌ها جایگاه قوی‌تری برای مذاکرات بدهی نسبت به شرکت‌های کوچکتر دارند). از این رو انتظار می‌رود که شرکت‌های بزرگتر در مقایسه با شرکت‌های کوچکتر بیشتر دست به انتشار بدهی بلندمدت بزنند (کورنر، ۲۰۰۷). به علاوه اسمیت و وارنر^۳ (۱۹۷۹) معتقدند که شرکت‌های کوچکتر به

1- Wang et al.

2- Yi

3- Smith and Warner

خاطر تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان به احتمال بیشتر با هزینه‌های نمایندگی روبرو می‌شوند (به نقل از احمد شیخ و ونگ، ۲۰۱۱). رابطه مثبت اندازه شرکت و ساختار بدهی در شرکت‌های تولیدی پاکستانی (احمد شیخ و ونگ، ۲۰۱۱) و شرکت‌های پرتغالی (سراسکوئرو و روگائو، ۲۰۰۹) تأیید شده است. همچنین تحقیقات کسپدس و همکاران (۲۰۱۰) و راجان و زینگالس^۱ (۱۹۹۵) که بر روی هفت کشور انجام شده است نیز این رابطه را تأیید می‌کند. در این تحقیق سازگار با تحقیق مصطفی و همکاران (۲۰۱۱) و چن^۲ (۲۰۰۴) از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها برای اندازه‌گیری اندازه شرکت استفاده شده است.

$$Size = Ln(Assets) \quad (1)$$

بنابراین فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

بین ساختار سررسید بدهی و اندازه شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

مشهود بودن^۳ دارایی‌ها

مطالعات قبلی نشان داده‌اند که مشهود بودن دارایی‌ها همیشه با بدهی‌های شرکت رابطه مثبت داشته است (راجان و زینگالس، ۱۹۹۵؛ سراسکوئرو و راگائو، ۲۰۰۹؛ کسپدس و همکاران، ۲۰۱۰) زیرا شرکت‌ها با سطح دارایی‌های قابل وثیقه بالاتر (داشتن دارایی‌های ثابت مشهود بیشتر یا موجودی‌های کالا) می‌توانند بدهی بیشتری داشته باشند (کورنر، ۲۰۰۷)، بنابراین انتظار می‌رود که شرکت‌هایی که کمتر از دارایی‌های مشهود استفاده می‌کنند، بدهی کوتاه‌مدت بیشتری داشته باشند. البته احمد شیخ و ونگ (۲۰۱۱) رابطه منفی برای شرکت‌های پاکستانی بین میزان مشهود بودن و بدهی‌های بلندمدت یافتند. همچنین آبور (۲۰۰۸) برای شرکت‌های کوچک و متوسط رابطه منفی یافت. او استدلال می‌کند که شرکت‌های کوچک و متوسطی که دارایی‌های ثابت بیشتری دارند سودآوری با ثبات‌تری را تجربه می‌کنند که برای آن‌ها منابع داخلی به همراه دارد و آن‌ها را از استقراض (خصوصاً بلندمدت) بی‌نیاز می‌سازد. سازگار با تحقیق مصطفی و همکاران (۲۰۱۱) و ترا (۲۰۱۱) برای اندازه‌گیری این متغیر از نسبت خالص دارایی‌های

1- Serrasquero and Rogao

2- Rajan and Zingales

3- Chen

4- Tangibility

ثابت به کل دارایی‌ها استفاده شده است.

(۲) مجموع دارایی / خالص دارایی ثابت = F/A

بنابراین فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

بین ساختار سررسید بدهی و مشهود بودن دارایی‌ها رابطه معنی داری وجود دارد.

فرصت‌های رشد

تحقیقات اولیه روی فرصت‌های رشد (میرز، ۱۹۷۷ به نقل از کورنر، ۲۰۰۷) بحث می‌کنند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی شرکت را می‌توان به عنوان فرصت‌های رشد در نظر گرفت. بنابراین ارزش این فرصت‌های رشد بستگی به احتمال توانایی شرکت برای بهینه کردن این فرصت‌ها دارد. در برخی موارد اعتباردهندگان ممکن است سهم بسیار زیادی از منافع سرمایه‌گذاری‌ها را عاید خود کنند و تنها بازده عادی پایینی برای سهامداران باقی گذارند. این ممکن است مسأله انگیزشی برای سهامداران فراهم سازد که در مواردی که یک پروژه دارای خالص ارزش فعلی مثبت است آن را رد کنند. میرز (۱۹۷۷) این وضعیت را مسأله سرمایه‌گذاری کمتر از واقع^۱ می‌نامد. ساختار سررسید بدهی می‌تواند در حل کردن این مسأله نقشی اساسی ایفا کند. او معتقد است که شرکت‌ها می‌توانند بدهی کوتاه مدتی منتشر کنند که قبل از این که فرصت‌های رشد اجرا شود به سررسید برسد و تجدید قرارداد شود. همچنین بارنئا و همکاران، ۱۹۸۰ به نقل از مصطفی و همکاران، ۲۰۱۱) معتقدند که کوتاه کردن سررسید بدهی می‌تواند ابزار کاهش تضاد نمایندگی بین سهامداران و اعتباردهندگان باشد. تحقیقات زیادی رابطه مثبت این دو را تأیید کرده‌اند (داپلر و آبنجا، ۲۰۰۱، کسپدس و همکاران، ۲۰۱۱). در مقابل راجان و زینگالس (۱۹۹۵) رابطه منفی یافتند. تحقیقات اخیر نیز هیچ رابطه‌ای بین نسبت بدهی و فرصت‌های رشد نیافتند (احمدشیک و ونگ، ۲۰۱۱ برای شرکت‌های پاکستانی و کارادنیز و همکاران، ۲۰۰۹ برای شرکت‌های ترکیه‌ای). در این تحقیق هماهنگ با برخی تحقیقات از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها برای محاسبه فرصت‌های رشد استفاده شده است (مصطفی و همکاران، ۲۰۱۱؛ بوث و همکاران، ۲۰۰۱).

1- Underinvestment problem

2- Karadeniz et al.

(۳) ارزش دفتری کل دارایی ها / ارزش بازار شرکت = M/B

با توجه به مطالب مذکور فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر تدوین می گردد:
بین ساختار سررسید بدهی و فرصت رشد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

اهرم مالی

براساس تئوری نمایندگی و تئوری تطابق سررسید انتظار می رود بین این شاخص و سررسید بدهی رابطه مثبت وجود داشته باشد (ترا، ۲۰۱۱). در تحقیق حاضر، مطابق تحقیق ترا (۲۰۱۱) از نسبت بدهی بلندمدت به ارزش دفتری سرمایه به عنوان شاخص اهرم مالی استفاده شده است.

(۴) ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام / بدهی بلندمدت = LEV

فرضیه چهارم به شرح زیر تدوین گردیده است:

بین ساختار سررسید بدهی و اهرم مالی رابطه معنی داری وجود دارد.

همچنین در این تحقیق مطابق پیشینه تحقیق انجام شده (ترا، ۲۰۱۱) متغیر سودآوری به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شده است. تحقیقات نشان داده که سودآوری رابطه ای معنی دار با ساختار بدهی شرکت دارد، اما مثبت یا منفی بودن این رابطه مشخص نیست (موری و کریستیانزانی، ۲۰۰۹؛ مصطفی و همکاران، ۲۰۱۱). میرز و مجداف^۱ (۱۹۸۴)، به نقل از مصطفی و همکاران، ۲۰۱۱) وجود رابطه منفی بین این دو متغیر را نشان دادند. راجان و زینگال (۱۹۹۵) نیز این یافته را تأیید کردند. اما تحقیقات اخیر توسط آبور (۲۰۰۸)، سراسکوئر و روگائو (۲۰۰۹) کسپدس و همکاران (۲۰۱۰) و احمد شیخ و ونگ (۲۰۱۱) نیز رابطه منفی بین سودآوری و نسبت بدهی را تأیید کرده اند. در این تحقیق سازگار با تحقیق مصطفی و همکاران (۲۰۱۱) و هوانگ و سانگ (۲۰۰۶) و چن (۲۰۰۴) از نسبت سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی ها (ROA) به عنوان شاخص سودآوری استفاده شده است.

قلمرو پژوهش، جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

در قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ است. از جامعه نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که دارای ویژگی‌های زیر بودند با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند:

الف) به منظور افزایش قابلیت مقایسه اطلاعات به دست آمده، پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند باشد. ب) به منظور همگن بودن اطلاعات فعالیت آن‌ها از نوع تولیدی باشد. ج) در کلیه سال‌های مورد رسیدگی، از طریق بدهی بلند مدت، تأمین مالی داشته باشند. د) در طی سال‌های مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند. ه) در دوره زمانی مورد تحقیق حداقل هر سه ماه یکبار سهام آن‌ها مورد مبادله واقع شده باشد. و) اطلاعات مورد نیاز شرکت، در دوره مورد بررسی موجود باشد. با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۴۳ شرکت انتخاب شدند.

مدل پژوهش

مدل مورد استفاده در تحقیق به صورت زیر تصریح می‌گردد:

$$DM = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 F/A + \beta_3 M/B + \beta_4 LEV + \beta_5 ROA + \varepsilon \quad (5)$$

که در آن DM، متغیر وابسته ساختار سررسید بدهی (که از نسبت بدهی بلندمدت به کل بدهی برای محاسبه آن استفاده شده است) و متغیرهای مستقل، SIZE اندازه شرکت، FA مشهود بودن دارایی، M/B فرصت رشد شرکت و LEV اهرم مالی می‌باشد. ROA متغیر کنترل سودآوری است. ۰ ضریب ثابت و ضریب خطا که برای هر دوره مستقل است، دارای توزیع نرمال و مستقل از عوامل رگرسیونی است.

آمار توصیفی

جدول شماره ۱ نشانگر آمار توصیفی داده‌های مورد مطالعه برای استفاده در رگرسیون خطی است. همانگونه که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، مقدار میانگین برای متغیر اندازه شرکت برابر با ۵/۴ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. میانه متغیر مذکور نیز ۵/۴ می‌باشد که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. همچنین یکسان بودن مقدار میانگین و میانه برای متغیر اندازه شرکت، نشان دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	چارکو پرا	سطح بحرانی	تعداد مشاهده
ساختار سررسید بدهی	۰/۱۲۸	۰/۰۸۶	۰/۱۲۶	۲/۰۲۲	۷/۶۴	۲۰۳۴	۰/۰۰۰	۱۲۸۷
اندازه شرکت	۵/۴۸	۵/۴۷	۰/۶۱	۰/۶۸۸	۳/۹۳	۱۴۸/۲	۰/۰۰۰	۱۲۸۷
مشهود بودن دارایی	۰/۲۴۶	۰/۲۰۶	۰/۱۷۶	۱/۰۱	۳/۶۲	۲۴۰/۶	۰/۰۰۰	۱۲۸۷
فرصت رشد	۱۸/۶	۲/۴۱	۰/۳۶۶	۳۵/۷	۱۲۸۰	۸۷۸۴۷	۰/۰۰۰	۱۲۸۷
اهرم مالی	۰/۶۵۷	۰/۱۷۷	۰/۱۵۷	۳۲/۴۲	۱۱۳۱	۶۷۴۷۷	۰/۰۰۰	۱۲۸۷
سودآوری	۰/۵۱۲	۰/۴۱۴	۰/۷۹۸	۱۰/۶۵	۲۰۹/۵۱	۲۳۱۱۴	۰/۰۰۰	۱۲۸۷

آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

در اولین مرحله از فرآیند تجزیه و تحلیل داده‌ها، مفروضات کلاسیک رگرسیون که در این پژوهش کاربرد دارد، مورد بررسی قرار گرفت. یکی از روش‌های متداول برای آزمون هم خطی متغیرها این است که در هر مرحله باید یکی از متغیرهای مستقل معادله خط رگرسیون را از مدل حذف کرد، اگر در معادله جدید (پس از برآورد ضرایب) در مقادیر ضرایب رگرسیون تغییر زیادی مشاهده نشد، نشانه این است که متغیرهای مدل هم خطی ندارند. در این پژوهش نیز روش مذکور اعمال گردید و مشاهده شد که متغیرهای مدل، هم خطی ندارند. جهت آزمون خود همبستگی بین متغیرها از آزمون دورین - واتسون استفاده شد. در پژوهش حاضر از آزمون مذکور برای داده‌های تابلویی مورد استفاده قرار گرفته و در صورت وجود خود همبستگی به وسیله جزء AR برطرف گردیده است. علاوه بر این یکی دیگر از فرضیه‌های اساسی یک مدل رگرسیونی مناسب، فرض همگونی (همسانی) واریانس است. برای آزمون این فرض باید نمودار پراکنش مقادیر برازش شده در مقابل مانده‌ها رسم شود. در صورتی که این نمودار هیچ روند خاصی نداشته باشد و داده‌ها بصورت تصادفی در نمودار پراکنده باشند، واریانس همگون است. در این پژوهش نمودار مذکور رسم شد

و مشاهده شد که فرض همسانی واریانس برقرار نیست. در این پژوهش فرض همسانی واریانس با استفاده از روش کمترین مجذورات تعمیم یافته (GLS) برقرار شده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها

نتایج حاصل از اجرای مدل پژوهش در جدول ۲ نشان داده شده است. آماره دوربین واتسون نشان دهنده فقدان خود همبستگی سریالی در پسماندها می‌باشد. برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی و تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است. همچنین برای انتخاب بین روش اثرات ثابت^۳ و اثرات تصادفی^۴ از آزمون هاسمن^۵ استفاده شده، که در نهایت روش اثرات ثابت انتخاب گردید. آماره F در رگرسیون برآوردی در سطح اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار می‌باشد و بین متغیرهای توضیحی مدل پژوهش هم‌خطی وجود ندارد.

جدول ۲. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه‌ها (روش تخمین اثرات ثابت با داده‌های تابلویی)

فرضیه	متغیر مستقل	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	مقدار احتمال	نتیجه فرضیه
۱	اندازه شرکت	۰/۰۱۱۱	۰/۰۰۰۳	۳/۶۵۳	۰/۰۰۰۳	تأیید
۲	مشهود بودن	۰/۳۵۶۶	۰/۰۱۵۶	۱۶/۳۹۷	۰/۰۰۰	تأیید
۳	فرصت رشد	۰/۳۶۵۵	۰/۰۵۳۳	۳/۵۲۳۷	۰/۰۰۰۶	تأیید
۴	اهرم مالی	-۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۰۵	-۰/۵۵۲۲	۰/۵۸۰۹	رد
ضریب همبستگی ۰/۷۴ دوربین واتسون ۱/۹۳ آماره F ۱۹/۵۸ (۰/۰۰۰)						
آزمون F لیمر ۳/۸۱۷ (۰/۰۰۰) آزمون هاسمن ۱۵/۲۹ (۰/۰۳۱۹)						

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

اولین فرضیه بیانگر رابطه بین ساختار سررسید بدهی و اندازه شرکت است. طبق

1- Generalized Least Squares Method
 2- Leamer F-test
 3- Fixed effect
 4- Random effect
 5- Hausman test

ادبیات موجود انتظار می‌رود بین دو متغیر مذکور ضریب همبستگی مثبت وجود داشته باشد (کورنر، ۲۰۰۷؛ احمد شیخ و ونگ، ۲۰۱۱؛ سراسکوئرو و روگائو، ۲۰۰۹؛ کسپدس و همکاران، ۲۰۱۰ و راجان و زینگالس، ۱۹۹۵). نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش تخمین اثرات ثابت با داده‌های تابلویی برای سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین ساختار سررسید بدهی و اندازه شرکت در سطح ۹۵٪ وجود دارد. از این رو انتظار می‌رود که شرکت‌های ایرانی بزرگتر در مقایسه با شرکت‌های کوچک تر بیشتر دست به انتشار بدهی بلندمدت بزنند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

دومین فرضیه بیانگر رابطه بین ساختار سررسید بدهی و مشهود بودن دارایی‌ها است. طبق پژوهش‌های دیگر همچون سراسکوئرو و راگائو (۲۰۰۹) و کسپدس و همکاران (۲۰۱۰)، هر چه دارایی‌های مشهود بیشتر باشد، بدهی یک شرکت بیشتر است. بنابراین برای دو متغیر مذکور در نتایج پژوهش ضریب همبستگی مثبت انتظار می‌رود. با توجه به p-value آماره t برای متغیر مشهود بودن دارایی فرض H_0 رد می‌شود و می‌توان چنین استنتاج نمود که بین ساختار سررسید بدهی و مشهود بودن دارایی‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. علاوه بر این با توجه به ضریب مثبت متغیر مشهود بودن دارایی این رابطه از نوع مثبت می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

سومین فرضیه بیانگر رابطه بین ساختار سررسید بدهی و فرصت‌های رشد شرکت است. با توجه به ادبیات موضوع هر چه فرصت رشد یک شرکت بیشتر باشد، نسبت‌های اهرمی (بدهی‌ها) افزایش پیدا می‌کند (داپلر و آبنجا، ۲۰۰۱، کسپدس و همکاران، ۲۰۱۱). بنابراین برای این متغیرها در نتایج پژوهش ضریب همبستگی مثبت انتظار می‌رود. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها بیانگر رابطه مثبت ساختار سررسید بدهی و فرصت رشد شرکت است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم

چهارمین فرضیه بیانگر رابطه بین ساختار سررسید بدهی و اهرم مالی است. با توجه

به p-value آماره t برای متغیر اهرم مالی فرض H_0 تأیید می‌شود و می‌توان چنین استنتاج نمود که بین ساختار سررسید بدهی و اهرم مالی رابطه معنی‌داری در سطح ۹۵٪ وجود ندارد.

نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر به منظور بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی شرکت از دیدگاه تئوری‌های نمایندگی و اهرم داده‌های گردآوری شده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که فرض H_0 در سطح کل نمونه برای متغیر اندازه شرکت (SIZE) رد شده است. بنابراین بین ساختار سررسید بدهی و اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. این نتیجه با یافته‌های پژوهش روی شرکت‌های تولیدی پاکستانی (احمد شیخ و ونگ، ۲۰۱۱) و شرکت‌های پرتهالی (سراسکوئرو و روگائو، ۲۰۰۹) مطابقت دارد. همچنین با تحقیقات کسپدس و همکاران (۲۰۱۰) و راجان و زینگالس (۱۹۹۵) نیز سازگار است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که بین ساختار سررسید بدهی و مشهود بودن دارایی‌ها (FA) رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. این یافته با تحقیق راجان و زینگالس، ۱۹۹۵؛ سراسکوئرو و راگائو، ۲۰۰۹؛ کسپدس و همکاران، ۲۰۱۰ سازگار است، اما احمد شیخ و ونگ (۲۰۱۱) رابطه منفی برای شرکت‌های پاکستانی یافتند. همچنین آبور (۲۰۰۸) برای شرکت‌های کوچک و متوسط رابطه منفی یافت. نتایج آزمون فرضیه سوم بیانگر رابطه مثبت ساختار سررسید بدهی با فرصت رشد شرکت است. نتایج آزمون این فرضیه با تحقیقات داپلر و آپنجا، ۲۰۰۱؛ کسپدس و همکاران، ۲۰۱۱ سازگار است، در مقابل با نتایج تحقیق راجان و زینگالس (۱۹۹۵) مطابقت ندارد. علاوه بر این هیچ‌گونه رابطه معنی‌دار بین ساختار سررسید بدهی و اهرم مالی یافت نشد. نتایج این تحقیق فرضیه هزینه‌های نمایندگی را در سطح همه متغیرها در بازار سرمایه ایران تأیید می‌کند، اما برخلاف تحقیقات مشابه در سایر کشورها تئوری اهرم تأیید نشد. به عبارت دیگر شرکت‌های دارای اهرم بالاتر لزوماً تمایل به انتخاب سررسید طولانی‌تر بدهی‌ها ندارند.

پیشنهادات تحقیق

پیشنهادات مبتنی بر نتایج تحقیق

نتایج تحقیق شواهدی قوی برای تئوری نمایندگی در بازار سرمایه ایران فراهم می‌سازد. این تئوری بحث می‌کند که تحت شرایطی بدهی کوتاه‌مدت مسأله سرمایه‌گذاری کمتر از واقع را کاهش می‌دهد. سرمایه‌گذاری کمتر از واقع ناشی از تضاد بین اعتباردهندگان و سهامداران است. انتشار بدهی کوتاه‌مدت امکان نظارت ادواری اعتباردهندگان را بر عملکرد شرکت فراهم می‌سازد. اعتباردهندگان کوتاه‌مدت بیشتر از اعتباردهندگان بلندمدت تمایل به نظارت بر عملکرد شرکت دارند و این نظارت مشکل نمایندگی را تا حد زیادی حل می‌کند. بنابراین پیشنهاد می‌گردد شرکت‌های ایرانی انتشار بدهی‌های کوتاه‌مدت را به عنوان گزینه‌ای برای کاهش مشکل نمایندگی بیش از پیش مورد نظر قرار دهند. همچنین نتایج این پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌های بزرگ‌تر، نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر بیشتر دست به انتشار بدهی بلندمدت می‌زنند.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

به منظور انجام پژوهش‌های آتی موضوعات زیر پیشنهاد می‌گردد:

۱. رابطه بین ساختار سررسید بدهی با ساختار مالکیت و هزینه سرمایه مورد بررسی قرار گیرد.
۲. تحقیق برای شرکت‌های غیر تولیدی نیز انجام و نتایج با یافته‌های این تحقیق مقایسه شود.
۳. اجرای تحقیق با سایر متغیرهای تأثیرگذار و تئوری‌های ساختار سررسید بدهی.
۴. در این تحقیق ویژگی‌های خاص شرکت مانند اندازه و اهرم مورد آزمون قرار گرفت، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی با توجه به شرایط خاص اقتصادی ایران عوامل خاص کشور نیز آزمون و تأثیر آنها بر ساختار سررسید شرکت‌های ایرانی بررسی گردد.
۵. اجرای این پژوهش برای صنایع مختلف در بورس اوراق بهادار تهران.
۶. رابطه بین معیارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سررسید بدهی بررسی شود.

منابع و مأخذ

۱. باقرزاده، سعید، (۱۳۸۲)، "تبیین الگو ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله تحقیقات مالی*، شماره ۶، پاییز و زمستان.
۲. قدیری مقدم، ابوالفضل و فاطمه اسدیان، (۱۳۸۹)، "بررسی تاثیر ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه"، *مجله توسعه و سرمایه*، سال سوم، شماره ۵، ۱۵۵-۱۷۶.
۳. قائمی، محمدحسین و رحیم پور، محمد، (۱۳۸۹)، "اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام"، *پژوهش‌های حسابداری مالی* ۲(۴): (۶): ۱۵۸-۱۴۵.
۴. قائمی، محمدحسین، رحیم پور، محمد، نوذری، روح اله و روحی، بهزاد، (۱۳۸۹)، "اعلان سودهای فصلی و عدم تقارن اطلاعاتی"، *پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)* ۲(۲) (پیاپی ۵۹/۳): ۳۱-۵۰.
۵. سینایی حسن علی و علی رضاییان، (۱۳۸۴)، "بررسی تاثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی)"، *پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی*، ۵(۱۹) (ویژه اقتصاد)، صص. ۱۲۳-۱۴۸.
۶. کردستانی، غلامرضا و مظاهر نجفی عمران، (۱۳۸۷)، "بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی"، *تحقیقات مالی*، دوره ۱۰، شماره ۷۳، ۲۵-۹۰.
۷. مرادی، جواد و احمدی، غلامرضا، (۱۳۹۰)، "تعیین عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه گذاری شرکت‌ها در عرصه بازارهای ناقص"، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، تابستان ۱۳۹۰؛ ۲(۸): (۸): ۱۲۵-۱۳۶.
8. Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: empirical analysis of listed firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445.
9. Abor, J. (2007). Agency theories determinants of debt levels: evidence from Ghana. *Review of Accounting and Finance*, 7(2), 183-192.
10. Abor, J. (2008). Debt policy and performance of SMEs: Evidence from Ghana and South African firms. *The Journal of Risk Finance*, 8(4), 364-379.
11. Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133.
12. Alcock, Jamie A, B, Finn Frank C. and Kelvin Jui Keng Tan, (2010), The Determinants of Debt Maturity in Australian Firms, available at: <http://ssrn.com/abstract=1728565>
13. Antoniou A, Guney Y, Paudyal K (2003): The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *EFA Annual Conference Paper*, no. 802.
14. Bokpin, G.A., & Arko, A. C. (2009). Ownership structure, corporate

- governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, 26(4), 246-256.
15. Cespedes, J., Gonzalez, M. & Molina, C.A. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63, 248-254.
 16. Chen, J.J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese listed companies. *Journal of Business Research*, 57,1351-1341.
 17. Childs, P.D. Mauer, D.C. and Ott, S.H.,(2005), Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: The Effects of Agency Conflicts , *Journal of Financial Economics*, 76,P. 667-690.
 18. Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1999). Institutions, financial markets and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics*, 54, 295-336.
 19. Fan JPH, Titman S, Twite G (2003): An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *University of Texas Austin working paper*, June 2003.
 20. Fan , JP.H. Titman , S and Twite,G. (2010),"AN INTERNATIONAL COMPARISON OF CAPITAL STRUCTURE AND DEBT MATURITY CHOICES" NBER WORKING PAPER SERIES", Working Paper 16445, available at :<http://www.nber.org/papers/w16445>,NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH.
 21. Fleming, G., Heaney, R., & McCosker, R. (2005). Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific Basin Finance Journal*, 13, 29-52.
 22. Heyman D, Deloof M, Ooghe H (2003): The Debt Maturity Structure of Small Firms in a Creditor Oriented Environment. *Vlerick Leuven Gent Working Paper Series*, 2003/24.
 23. Heyman, D., Deloof, M., & Ooghe, H. (2008). The financial structure of private held Belgian firms. *Small Business Economics*, 30(3), 301° 313.
 24. Kale, J.,&Noe, T. (1990). Risky debt maturity choice in a sequentialgameequilibrium. *Journal of Financial Research*, 13, 155° 165.
 25. Karadeniz, E., Kandir, S. Y., Balcilar, M. and Onal, Y. B. (2009). Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21(5), 594- 609.
 26. Korner , P.(2007), "The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure: Evidence from Czech Firms", *Finance a úver - Czech Journal of Economics and Finance*, 57, (3-4), 142-158.
 27. Madan, K. (2007). An analysis of the debt-equity structure of leading hotel chains in India. *International Journal Of Contemporary Hospitality Management*, 19(5), 397-414.
 28. Magri, S.,(2010), Deb Maturity Choice of Nonpublic Italian Firms , *Journal of Money, Credit and Banking*, 42 (2-3), March-April, P. 443-463.
 29. Morri, G. & Cristanziani, F. (2009). What determines the capital structure of real estate companies? An analysis of the EPRA/ NAREIT Europe Index. *Journal of Property Investment and Finance*, 27 (4), 318-372.
 30. MUSTAPHA,M. BT ISMAIL, H AND BADRIYAH BT MINAI, (2011)," DETERMINANTS OF DEBT STRUCTURE: EMPIRICAL EVIDENCE FROM MALAYSIA", 2ND INTERNATIONAL CONFERENCE ON

BUSINESS AND ECONOMIC RESEARCH (2ND ICBER 2011) PROCEEDING, PP. 2523-2540.

31. Ortiz-Molina, H., & Penas, M. (2008). Lending to small businesses: The role of loan maturity in addressing information problems. *Small Business Economics*, 30(4), 361° 383.
32. Ozkan, A. (2002). The determinants of corporate debt maturity: Evidence from UK firms. *Applied Financial Economics*, 12, 19° 24.
33. Serrasqueiro, Z. M. S. & Ragao, M. C. R. (2009). Capital structure of listed Portuguese companies. *Review of Accounting and Finance*, 8(1), 54-75.
34. Scherr FC, Hulburt HM (2001): The Debt Maturity Structure of Small Firms. *Financial Management, Spring 2001:85° 111*.
35. Segura , A. and Suarez, J.(2010), "Liquidity shocks, roll-over risk and debt maturity", available at www.ssrn.com.
36. Su, L.D. (2010). Ownership structure, corporate diversification and capital structure:Evidence from China's publicly listed firms. *Management Decision*, 48(2), 314-339.
37. Tarullo, Daniel (2009), Regulatory Reform, Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C., October 29, 2009.
38. Terra, P.R.S,(2011)," Determinants of corporate debt maturity in Latin America", *European Business Review*, 23 (1), 45-70.
39. Upneja, A. & Dalbor, M. (2001).An examination of capital structure in the restaurant industry. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 13(2), 54-59.
40. Wang, Yanhui, Sun, Yexin, & Qingjun Lv.(2010), Empirical Study on the Debt Maturity Structure Based on the Macroeconomic Variables, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 12.
41. Yi J (2005): A Study on Debt Maturity Structure. *The Journal of American Academy of Business*, 7(2):277° 285.