

رابطه ویژگی های شرکت و ساختار سرمایه

رافیک باغومیان*

کیوان عزیززاده مقدم**

چکیده

توانایی شرکت در شناسایی منابع مالی بالقوه داخلی و خارجی، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت آن محسوب می شود. هدف اصلی شرکت ها، به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است و این در حالی می باشد که یکی از عوامل مؤثر در این امر، ساختار سرمایه شرکت است که مستلزم بکارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده متناسب با ریسک های موجود می باشد. هدف اصلی این تحقیق، بررسی رابطه ویژگی های شرکت و ساختار سرمایه آن برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، داده های مربوط به ۱۵۷ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۹ به منظور آزمون فرضیه های تحقیق در نظر گرفته شده و برای انجام آزمون مذکور از روش آماری "داده های تلفیقی" استفاده شده است.

نتایج حاصل از پژوهش نشان می دهد که شاخص های اندازه، دارایی های مشهود و ریسک شرکت رابطه مستقیم و معناداری با ساختار سرمایه و فرصت های رشد شرکت رابطه معکوس و معناداری با آن دارد. علاوه بر این، در تحقیق حاضر ارتباط معناداری بین عمر و صنعت شرکت با ساختار سرمایه، مشاهده نشد.

واژه های کلیدی: ساختار سرمایه، دارایی های مشهود، فرصت رشد، ریسک تجاری

* استادیار عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی rafikbaghoomian@tetrapak.com

** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید بهشتی kyvanazizzademoghadam@yahoo.com

مقدمه

در بازارهای سرمایه، اعتبار شرکت‌ها تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنها وابسته است و در واقع، اساس تولید و ارائه خدمات به چگونگی تامین و مصرف منابع مالی بستگی دارد. به همین دلیل، ساختار سرمایه به عنوان مهم‌ترین عامل موثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و جهت‌گیری آنها در بازارهای سرمایه، مطرح شده است. بیشتر شرکت‌ها وجوه مورد نیاز خود را از روش‌های گوناگونی تامین می‌کنند؛ اما عواملی مانند اندازه شرکت، ریسک، نوع صنعت و میزان دسترسی به بازارهای تامین مالی و نیز محیط‌های اقتصادی و سیاسی، آنها را در خصوص تصمیم‌گیری‌های بهینه در این زمینه، محتاط کرده است. این در حالی می‌باشد که ایجاد بدهی و انتشار سهام به عنوان دو منبع اصلی تامین مالی شرکت‌ها تعریف شده است. البته باید توجه داشت که استفاده از بدهی ضمن ایجاد هزینه‌های ثابت قابل توجه (هزینه‌های مالی مربوط)، موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک شرکت‌ها می‌شود. به همین دلیل، بررسی تامین مالی با استفاده از روش‌های اهرمی و با توجه به سایر عوامل، از اهمیت زیادی برخوردار است.

منابع تامین مالی شرکت‌ها به دو بخش منابع مالی داخلی (سود حاصل از عملیات) و منابع مالی خارجی (استقراض و افزایش سرمایه) تقسیم می‌شود. در تامین مالی نوع اول، شرکت از سود کسب‌شده استفاده می‌کند؛ یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را اغلب در فعالیت‌های عملیاتی شرکت و به منظور کسب بازدهی بیشتر به کار می‌گیرد. همچنین، برای تامین مالی برون‌سازمانی، شرکت‌ها از بدهی‌ها (استقراض) و انتشار سهام استفاده می‌کنند. این در حالی است که تفاوت اصلی بدهی‌ها و سهام را می‌توان در الزام به پرداخت و مزایای مالیاتی بدهی خلاصه کرد (یوسف‌معمار، ۱۳۹۰).

اهمیت و ضرورت تحقیق

توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه داخلی و خارجی برای فراهم‌سازی سرمایه جهت سرمایه‌گذاری و برنامه‌ریزی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکتی محسوب می‌شود. برای بهینه‌سازی ساختار سرمایه، شناخت منابع مختلف تامین مالی و هزینه‌های مربوط به منظور تصمیم‌گیری مدیران در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت، اهمیت ویژه‌ای دارد. تامین مالی در کشور ما با محدودیت‌هایی از قبیل منتشر نشدن به موقع اوراق مشارکت، نرخ بالای سود تسهیلات بانکی، تحریم‌های اقتصادی و غیره روبرو است. این امر می‌تواند تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه را تحت تاثیر قرار دهد. همچنین با وجود تضاد منافع بین

اعتباردهندگان و صاحبان سهام، بحران‌های مالی و وام‌هایی که دارای سطوح ریسک متفاوتی هستند، هیچ روش دقیقی برای محاسبه و تعیین نسبت مطلوبی از ساختار سرمایه (بدهی و حقوق صاحبان سهام) وجود ندارد. در صورتی که بدهی از منابع ارزانی تامین شود، استفاده از آن در ساختار سرمایه شرکت‌ها باعث افزایش بازدهی صاحبان سهام می‌شود و در صورتی که بازده سرمایه‌گذاری پایین‌تر از نرخ بدهی باشد، استفاده از بدهی روش تامین مالی مطلوبی به شمار نمی‌آید.

با توجه به اینکه نوع تامین مالی شرکت‌ها بر ریسک و بازده آنها در عرصه بازارهای تامین مالی تاثیرگذار است، تصمیم‌های مربوط به ساختار سرمایه نقش موثری بر اعتبار شرکت‌ها نزد موسسه‌های تامین مالی خواهد داشت. به همین منظور، در این تحقیق عوامل اثرگذار بر پیش‌بینی ساختار سرمایه شرکت مورد مطالعه قرار گرفته است. هدف از این تحقیق، بررسی رابطه برخی از ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه آن می‌باشد. بر این اساس، پرسش اصلی که پژوهشگر در تحقیق حاضر به دنبال یافتن پاسخ آن می‌باشد، عبارت است از اینکه کدامیک از ویژگی‌های شرکت می‌تواند بر ساختار سرمایه آن تاثیرگذار باشد؟

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

از پرسش‌های مهم فراروی نظریه‌پردازان حوزه مالی، اهمیت و پیامدهای تغییر در ساختار سرمایه است. در واقع، پرسش این بوده است که شرکت چگونه باید نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام خود را انتخاب نماید؟ در این مورد هم مانند سایر تصمیم‌گیری‌های حوزه مدیریت مالی، اقدامی انتخاب می‌شود که ارزش سهام شرکت را حداکثر کند. این اصل برای تصمیم‌های مربوط به ساختار سرمایه، در اصل معادل حداکثر کردن ارزش شرکت است. بحث پیرامون این موضوع اولین بار در سال ۱۹۵۸ توسط مودیلیانی و میلر^۱ تحت فرض‌های خاصی از جمله وجود شرایط بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی، نبود هزینه‌های نمایندگی و وجود تقارن اطلاعاتی در بین فعالان بازار سرمایه و جایگزینی منابع تامین مالی داخلی با خارجی، مطرح شد (مودیلیانی و میلر، ۱۹۵۸). بر این اساس، آنها به این نتیجه رسیدند که مدیران نمی‌توانند تنها با ایجاد تغییر در ترکیب منابع تامین مالی، ارزش شرکت را تغییر دهند؛ به عبارت دیگر، ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه آن است. ولی اندکی بعد و در سال ۱۹۶۳، این دو دانشمند با لحاظ کردن مالیات بر درآمد، نظریه‌های خود را تعدیل

1- Miller and Modigliani

کردند. به اعتقاد آنان، چون هزینه سرمایه به دلیل افزایش اهرم مالی کاهش می‌یابد، لذا ارزش شرکت‌های اهرمی همیشه از ارزش شرکت‌های غیراهرمی بیشتر خواهد بود و اضافه ارزش به مقدار بدهی (صرفه‌جویی مالیاتی) بستگی خواهد داشت (مودیلیانی و میلر، ۱۹۶۳).

از زمان انتشار مقاله مودیلیانی و میلر، تئوری ساختار سرمایه به یکی از مباحث مورد علاقه اقتصاددانان مالی تبدیل شده است. بیشترین پژوهش‌های اولیه در رابطه با ساختار سرمایه، بر پایه حجم بدهی و حقوق صاحبان سهام بوده و انتخاب‌های مبتنی بر نسبت‌های بدهی-سرمایه، هنوز به عنوان یک سوال مطرح است (مایرز^۱، ۲۰۰۱). در همین راستا، تئوری‌های گوناگونی در تلاش برای تبیین انتخاب ترکیب اوراق بهادار و منابع تأمین مالی از سوی شرکت‌ها توسعه یافته است که در زیر به بیان خلاصه برخی از مهم‌ترین آنها پرداخته می‌شود:

- تئوری موازنه ایستا^۲ بیان‌کننده انتخاب‌های شرکت بر اساس سطح بدهی در شرایطی است که منفعت حاصل از مالیات، هزینه‌های مربوط را پوشش می‌دهد (فیشر^۳ و همکاران، ۱۹۸۹). در چارچوب این نظریه تلاش می‌شود تا بین ارزش صرفه‌جویی مالیاتی بهره، هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی شرکت، تعادل برقرار گردد. طبق این نظریه، شرکت باید آنقدر بدهی را با سهام و سهام را با بدهی جایگزین کند تا ارزش آن حداکثر گردد (فرانک و گویال^۴، ۲۰۰۳). در نظریه موازنه ایستا، فرض بر وجود ساختار سرمایه بهینه است و این ساختار سرمایه از طریق ترکیبی از منابع مختلف تأمین مالی که هزینه‌ها و منافع حاصل از تأمین مالی از طریق بدهی را با هم برابر می‌سازد، قابل دسترسی است. همچنین، در این نظریه فرض می‌شود که نسبت اهرم مالی بهینه یا هدف وجود دارد و بازار هر گونه انحراف (چه به صورت افزایش و چه به صورت کاهش) از این نسبت را خبری نامطلوب تلقی می‌کند. این اهرم مالی بهینه را می‌توان از طریق برابری توازن بین هزینه‌ها و منافع حاصل از مبالغ اضافی بدهی شناسایی کرد (چن و استرنج^۵، ۲۰۰۵). بر اساس تئوری موازنه ایستا، شرکت‌ها نسبت بدهی بهینه را از طریق سنجش مزایا و هزینه انتشار اوراق بدهی جدید تعیین می‌کنند. منافع انتشار بدهی می‌تواند شامل مزایای مالیاتی هزینه بهره و کاهش مشکلات نمایندگی ناشی از وجوه نقد آزاد و هزینه‌های انتشار بدهی شامل هزینه‌های بالقوه ورشکستگی و ناسازگاری‌های بین سهامداران و اعتباردهندگان باشد. این

1- Myers

2- Trade- Off Theory

3- Fischer

4- Frank and Goyal

5- Chen and Strange

نظریه، بیان می‌کند که منافع مالیاتی ناشی از ایجاد بدهی، ارزش شرکت بدهی‌دار را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر، هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از عدم ایفای به موقع تعهدها، ارزش شرکت بدهی‌دار را کاهش می‌دهد. لذا ساختار سرمایه شرکت را می‌توان به منزله توازن بین منافع مالیاتی بدهی و هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از بدهی تلقی نمود. از این رو، دو عامل خنثی‌کننده مذکور (توازن منافع و مخارج ناشی از بدهی) به استفاده بهینه از بدهی در ساختار سرمایه منجر می‌شود (خالقی مقدم و باغومیان، ۱۳۸۶).

• در مقابل، تئوری سلسله‌مراتبی^۱ به طرح این نظریه می‌پردازد که شرکت‌ها در زمان عدم کفایت منابع نقدی داخلی، ابتدا از محل بدهی اقدام به تأمین آن می‌کنند و سپس به سراغ منابع سرمایه‌ای می‌روند (مایرز، ۱۹۸۴). بر اساس این نظریه، شرکت‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، سلسله‌مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل‌گیری این سلسله‌مراتب، نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعاتی است. طبق این نظریه، در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تأمین مالی از محل منابع داخلی شرکت را به منابع بیرونی ترجیح می‌دهند؛ یعنی ابتدا از محل سود انباشته یا اندوخته‌ها تأمین مالی می‌کنند، سپس اگر منابع داخلی کفایت نکرد، از بین منابع خارج از شرکت ابتدا به انتشار کم‌ریسک‌ترین اوراق بهادار یعنی اوراق قرضه (استقراض) می‌پردازند و در صورتی که استقراض هم کافی نباشد و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد، به انتشار سهام مبادرت می‌ورزند. نظریه سلسله‌مراتبی بازتاب‌های مهمی به دنبال دارد که از جمله آنها می‌توان به موارد زیر اشاره نمود (فرانک و گویال، ۲۰۰۳):

- نسبت بدهی هدف یا مطلوبی برای شرکت‌ها وجود ندارد؛
- شرکت‌های سودآور، کمتر استقراض می‌کنند؛ و
- شرکت‌ها تمایل به حفظ و انباشت وجه نقد دارند.

• تئوری هزینه‌های نمایندگی^۲: وام‌دهندگان (طلبکاران شرکت) انتظار دارند که امنیت سرمایه‌های آنها در شرکت تضمین شود و خطر ورشکستگی و از بین رفتن اصل و فرع سرمایه به حداقل برسد. در واقع، تضاد منافع بین سرمایه‌گذاران (سهامداران، صاحبان اوراق قرضه و وام‌دهندگان) و مدیران موجب می‌شود که به خاطر رعایت حقوق

1- Pecking Order Theory
2- Agency Costs Theory

سرمایه‌گذاران، کنترل‌هایی بر نحوه عملکرد مدیریت وضع و محدودیت‌هایی در مفاد قراردادهای وام یا اعتبار ایجاد شود و از مدیریت درخواست می‌گردد تا در قالب قراردادهای جبرانی و پاداش و تشویق‌های لازم، بازده سرمایه‌گذاران را تضمین کنند. هر چقدر میزان بدهی افزایش یابد، میزان صرفه‌جویی مالیاتی بعد از یک حد معین و به علت بالا رفتن هزینه‌های نمایندگی، کاهش می‌یابد. از جمله محدودیت‌هایی که می‌تواند به شرکت تحمیل شود، می‌توان به نگهداری وجه نقد بیشتر، محدودیت در پرداخت صدور سهام جایزه و حق تقدم، اعمال مداخله در انتصاب مدیران ارشد، کنترل میزان بدهی شرکت و فشار برای پایین آوردن هزینه‌های تولید و اجرایی و طرح‌های سرمایه‌گذاری، اشاره کرد (مایرز، ۱۳۷۳). طبق این نظریه که برای نخستین بار توسط جنسن و مک‌لینگ در سال ۱۹۷۶ ارائه شد، ساختار سرمایه شرکت از طریق هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین ذی‌نفعان مختلف شرکت تعیین می‌گردد. این دو محقق در چارچوب واحد اقتصادی، دو نوع تضاد منافع را شناسایی کرده‌اند:

- تضاد منافع بین مدیران و صاحبان سهام؛ و
- تضاد منافع بین صاحبان سهام و دارندگان اوراق بدهی شرکت.

به نظر جنسن و مک‌لینگ، با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی همچون منافع مالیاتی و هزینه‌های نمایندگی، می‌توان به یک ساختار مطلوب سرمایه دست یافت (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). لازم به ذکر است که بخش عمده‌ای از تلاش‌های پژوهشگران حوزه مالی در سال‌های اخیر، صرف الگوهای مبتنی بر هزینه‌های نمایندگی شده است. طبق این الگوها، ساختار سرمایه بر اساس هزینه‌های نمایندگی تعیین می‌شود.

- تئوری عدم تقارن اطلاعاتی^۱: این پدیده که مدیران نسبت به سرمایه‌گذاران اطلاعات بیشتری را در مورد آینده شرکت دارند، اطلاعات نامتقارن نامیده می‌شود. بنابراین هنگامی که مدیران آینده شرکت را روشن ارزیابی می‌کنند، نیازی نمی‌بینند تا اشخاص دیگری را در سود آینده شرکت با خود شریک کنند؛ از این رو، نیازهای مالی شرکت را از طریق بدهی تامین مالی می‌کنند. اما در صورتی که مدیران پیش‌بینی مساعدی در مورد آینده شرکت نداشته باشند، آنگاه نیازهای مالی شرکت را از طریق انتشار سهام برطرف می‌کنند. بنابراین اعلان عرضه سهام به وسیله شرکت‌های شناخته‌شده، معتبر و مشهوری که به مرحله

بلوغ رسیده‌اند و برای تامین مالی گزینه‌های زیادی را پیش رو دارند، بدان معنی است که مدیران آن شرکت‌ها آینده شرکت را چندان درخشان ارزیابی نمی‌کنند (انتیوی^۱ و همکاران، ۲۰۰۲).

• تئوری جریان‌های نقدی آزاد^۲: منافع و انگیزه‌های مدیران و سهامداران شرکت در قبال مسائلی چون اندازه بهینه شرکت و پرداخت سود به سهامداران، با یکدیگر در تضاد است. چنین تضادهایی در شرکت‌هایی که از جریان‌های نقدی آزاد (یعنی وجوه نقد مازاد بر مبالغ مورد نیاز برای مصرف در فرصت‌های موجود برای سرمایه‌گذاری) بزرگی برخوردار هستند، بیشتر است. چون سهامداران آخرین مدعیان جریان‌های نقدی شرکت تلقی می‌شوند، می‌کوشند تا با انتقال خطر به دارندگان اوراق بدهی، ثروت آنها را به نفع خود کاهش دهند. در مقابل، دارندگان اوراق بدهی نیز تلاش می‌کنند تا گنجاندن شرایط مختلف در قراردادهای انتشار این اوراق، مانع از تحقق این امر شوند. این همه در حالی است که استفاده از بدهی، فرصت اتلاف منابع شرکت توسط مدیران را کاهش می‌دهد و در نتیجه استفاده از بدهی به جای سهام در تامین مالی شرکت، موجب افزایش ارزش آن می‌شود (فرایدنبرگ^۳، ۲۰۰۴).

از زمان مطرح شدن تئوری‌های مختلف که خلاصه برخی از آنها پیش از این از نظر گذشت، دانشمندان این حوزه پژوهش‌های بسیاری را با موضوع ساختار سرمایه و عوامل تاثیرگذار بر آن انجام داده‌اند که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود.

نجار و تیلور^۴ (۲۰۰۸) به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های اردنی، سودآوری، اندازه شرکت، نرخ رشد، ساختار دارایی‌ها، ریسک تجاری و نقدینگی از عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه هستند و با ساختار سرمایه رابطه مستقیمی دارند. سوهیلا و محمود^۵ (۲۰۰۸) رابطه بین ویژگی‌های شرکت (اندازه شرکت، نسبت پوشش بهره و فرصت‌های رشد) را با ساختار سرمایه در شرکت‌های بورسی مالزی برای دوره‌های زمانی ۲۰۰۰ الی ۲۰۰۵ بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که هر سه متغیر با ساختار سرمایه دارای رابطه مستقیم و معناداری هستند. یافته‌های پژوهش سرنیگاج و مرامور^۶ (۲۰۰۹) نیز حاکی از آن است که ساختار سرمایه با قابلیت مشاهده

1- Antoniou
2- Free Cash Flows Theory
3- Frydenberg
4- Najjar and Taylor
5- Sohaila and Mahmood
6- Crnigoj and Mramor

دارایی‌ها (مشهود بودن)، نوسان‌پذیری سود و سودآوری، رابطه معکوس و با اندازه و نرخ رشد، رابطه مستقیم و معناداری دارد. گونی و همکاران^۱ (۲۰۱۰) داده‌های شرکت‌های چینی را طی سال‌های ۱۹۹۴ الی ۲۰۰۶ در ۱۲ صنعت مختلف بررسی کردند و دریافته‌اند که یک رابطه غیرخطی وابسته به نوع صنعت، اندازه و فرصت‌های رشد شرکت بین ساختار سرمایه و بازار رقابتی محصولات وجود دارد و شرکت‌های چینی با گذشت زمان، سعی در تعدیل ساختار سرمایه خود دارند. کیو و لا^۲ (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه شرکت‌های استرالیایی پرداختند. آنها داده‌های شرکت‌های استرالیایی را طی سال‌های ۱۹۹۲ الی ۲۰۰۶ مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند که بین ساختار سرمایه و دارایی‌های مشهود، یک رابطه مستقیم و معنادار و میان ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد، سودآوری و ریسک تجاری، یک رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. همچنین، آنها بین ساختار سرمایه و اندازه شرکت رابطه معناداری پیدا نکردند. این نتایج مطابق با تئوری‌های سلسله‌مراتبی و تئوری هزینه‌های نمایندگی و در تناقض با تئوری موازنه ایستا است.

در ایران نیز سینایی و نیسی (۱۳۸۲) به بررسی عوامل موثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت‌های سهامی عام پرداختند و رابطه بین اندازه شرکت، ریسک تجاری، نوع صنعت و اهرم عملیاتی با ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که بین صنعت و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد و همچنین مشخص شد که بین اندازه شرکت، ریسک تجاری و اهرم عملیاتی و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود ندارد. کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) تاثیر عواملی مانند اندازه، دارایی‌های مشهود، سودآوری و صرفه‌جویی مالیاتی شرکت را بر ساختار سرمایه بررسی کردند و دریافته‌اند که بین اندازه شرکت با ساختار سرمایه، رابطه‌ای مستقیم و معنادار و بین صرفه‌جویی مالیاتی و سودآوری با ساختار سرمایه، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. نتیجه‌گیری مذکور، مطابق با تئوری موازنه ایستا می‌باشد. قالیباف اصل (۱۳۸۸) تاثیر عواملی مانند اندازه، سودآوری، دارایی‌های وثیقه‌ای، ریسک تجاری و نقدینگی شرکت را با ساختار سرمایه در ۶۸ شرکت طی سال‌های ۱۳۷۶ الی ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان داد که عوامل اندازه، سودآوری و نقدینگی از عواملی هستند که ارتباط معکوس و معناداری با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند؛ ولی ارتباط معناداری بین ریسک شرکت با ساختار سرمایه آن مشاهده نشد.

1- Guney

2- Qiu and La

ستایش و جمالیان‌پور (۱۳۸۸) نشان دادند که میان تمام اجزای ساختار سرمایه به جز سرمایه ثبت‌شده و میزان توانایی شرکت در دستیابی به تولید پیش‌بینی‌شده، رابطه آماری معناداری وجود دارد. قدیری مقدم و اسدیان (۱۳۸۹) تاثیر ویژگی‌های شرکت (نسبت آنی، نسبت پوشش بهره، درصد رشد سود و اندازه شرکت) را با ساختار سرمایه در ۶۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار داد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین نسبت آنی و نسبت پوشش بهره با ساختار سرمایه، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد؛ اما بین رشد سود و اندازه شرکت با ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود ندارد. بدری و ایمنی‌فر (۱۳۹۰) نیز در پژوهش خود نشان دادند که نتیجه‌گیری از تحلیل‌های ساختار سرمایه از یک سو وابسته به تعریف اهرم است و از سوی دیگر تحت تاثیر اندازه‌گیری‌های ناقص محقق می‌باشد. همچنین، نتایج پژوهش آنان نشان داد که سطح اهرم با متغیرهای فرصت‌های رشد و سودآوری رابطه معکوس و با اندازه شرکت رابطه مستقیم دارد؛ اما ساختار دارایی‌ها با اهرم رابطه‌ای ندارد.

فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مبانی نظری ارائه‌شده و بررسی پژوهش‌های انجام‌شده، پرسش‌هایی مطرح و در نهایت فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر بر اساس آنها تدوین شده است:

- ۱) بین اندازه و ساختار سرمایه شرکت ارتباط معناداری وجود دارد.
- ۲) بین دارایی‌های مشهود و ساختار سرمایه شرکت ارتباط معناداری وجود دارد.
- ۳) بین نوع صنعت شرکت و ساختار سرمایه شرکت ارتباط معناداری وجود دارد.
- ۴) بین فرصت‌های رشد و ساختار سرمایه شرکت ارتباط معناداری وجود دارد.
- ۵) بین ریسک تجاری و ساختار سرمایه شرکت ارتباط معناداری وجود دارد.
- ۶) بین قدمت و ساختار سرمایه شرکت ارتباط معناداری وجود دارد.

الگوی رگرسیونی پژوهش، تعریف عملیاتی و روش محاسبه متغیرها با توجه به فرضیه‌های تحقیق پیش‌گفته، الگوی رگرسیونی پیشنهادی برای آزمون فرضیه‌های ارائه‌شده به شرح زیر می‌باشد.

$$DR_{it} = \alpha + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Tangibility_{it} + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 Risk_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

α : عرض از مبدا

β : بردار سطری ضرایب شیب رگرسیون‌ها

ε : بیانگر جمله خطا

i : نشان‌دهنده تعداد شرکت‌ها (از ۱ تا ۱۵۷ به ازای تعداد شرکت‌های برگزیده در نمونه تحقیق)

t : بیانگر بعد زمان (از ۱ تا ۷ به ازای هفت سال طول دوره تحقیق)

متغیر وابسته

ساختار سرمایه (DR): بیانگر نسبت بدهی شرکت است که متداول ترین تعریف ساختار سرمایه تلقی می شود (چندرا^۱، ۲۰۰۱) و معادل نسبت ارزش دفتری کل بدهی ها به ارزش بازار دارایی ها می باشد. برای محاسبه ارزش بازار دارایی ها از جمع ارزش دفتری بدهی ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی استفاده شده است.

متغیرهای مستقل

اندازه شرکت (Size): بیانگر اندازه شرکت می باشد و بر اساس لگاریتم طبیعی ارزش بازار دارایی ها محاسبه می شود. بر اساس یافته های پژوهش های پیشین، میان اندازه شرکت و ساختار سرمایه آن، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد (نجار و تیلور، ۲۰۰۸؛ نیکولائوس^۲ و همکاران، ۲۰۰۷).

دارایی های مشهود (Tangibility): بیانگر دارایی های مشهود شرکت است که به آسانی قابل وثیقه گذاری هستند و عبارت است از نسبت مجموع ارزش دفتری اموال، ماشین آلات و تجهیزات به ارزش بازار کل دارایی های شرکت (کیو و لا، ۲۰۱۰). مطالعات نشان داده است که بین نسبت بدهی شرکت و میزان دارایی های مشهود آن، رابطه معکوس و معناداری برقرار است (گرین و جگادیش^۳، ۲۰۰۶).

فرصت های رشد (Growth): بیانگر فرصت رشد شرکت می باشد و عبارت است از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی (کیو و لا، ۲۰۱۰). نتایج پژوهش های پیشین حاکی از وجود رابطه ای معکوس و معنادار میان فرصت رشد و ساختار سرمایه شرکت است (نیکولائوس و همکاران، ۲۰۰۷؛ مایرز و مجلوف^۴، ۱۹۸۴).

ریسک تجاری (Risk): یکی از عوامل اساسی اثرگذار بر ساختار سرمایه شرکت است (بهادری^۵، ۲۰۰۲) که در این پژوهش بر اساس انحراف معیار بازده دارایی ها (سود خالص بر کل دارایی ها) محاسبه شده است (نجار و تیلور، ۲۰۰۸). انتظار می رود که ریسک تجاری به عنوان معیار احتمالی ورشکستگی، رابطه معکوسی با نسبت بدهی داشته باشد (کیمیاگری و عینعلی، ۱۳۸۷).

1- Chandra

2- Nicholaos

3- Green and Jegadeesh

4- Majluf

5- Bhaduri

قدمت شرکت (Age): نشانه اعتبار و شهرت شرکت است و بر اساس پژوهش‌های پیشین، از عوامل تاثیرگذار بر نسبت بدهی شرکت به شمار می‌آید (سجادی، ۱۳۸۶). در این تحقیق، قدمت شرکت بر اساس فاصله زمانی بین تاریخ تاسیس شرکت تا پایان سال ۱۳۸۹ اندازه‌گیری شده است.

صنعت (Industry): صنعت عبارت است از مجموعه شرکت‌هایی که دارای خطوط تولید محصولات اصلی مشابه هستند. طبق مطالعات انجام شده توسط هریس و راویو^۱ (۱۹۹۱)، نوع صنعتی که شرکت در آن به فعالیت می‌پردازد، عامل مهمی در تعیین ساختار سرمایه شرکت است.

قلمرو و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۳ تا پایان سال ۱۳۸۹ می‌باشد. تعداد نمونه مورد مطالعه در این تحقیق که در مجموع ۱۵۷ شرکت بوده، با استفاده از روش غربال‌گری و با توجه به معیارهای زیر انتخاب شده است:

- اطلاعات مورد نیاز شرکت‌های برگزیده از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ به صورت متوالی در دسترس باشد.
- به منظور تشابه نوع ارقام و طبقه‌بندی آنها در صورت‌های مالی، شرکت‌های منتخب متعلق به صنایع بورسی "بانک‌ها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی"، "سایر واسطه‌گری-های مالی"، سرمایه‌گذاری مالی" و شرکت‌های چند رشته‌ای صنعتی" نباشد.
- برای رعایت قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت‌های برگزیده منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

روش و ابزار گردآوری داده‌ها

این تحقیق استقرایی، کمی، میدانی، کاربردی و از نوع نیمه‌تجربی است و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) انجام شده است. روش‌های مربوط به گردآوری اطلاعات در این تحقیق عبارتند از مطالعه مبانی نظری بر اساس پژوهش‌های داخلی و خارجی انجام شده، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات واقعی مربوط به متغیرهای مورد نظر از طریق گزارش‌های سازمان بورس اوراق بهادار، صورت‌های مالی شرکت‌های مربوط و همچنین مراجعه به منابع کتابخانه‌ای شامل کتب، ماهنامه‌ها، انتشارات مراکز تحقیقاتی و پژوهشی و

پایان‌نامه‌های تحصیلی به منظور آزمون فرضیه‌های ارائه‌شده. در ادامه و پس از کسب اطمینان از صحت اطلاعات دریافتی، برای پردازش اطلاعات از نرم افزار SPSS استفاده شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها آمار توصیفی شاخص‌های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱. شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	ریسک تجاری	فرصت رشد	قدمت	دارایی‌های مشهود	اندازه	ساختار سرمایه	صنعت
میان	۶/۴۵۵	۵/۵۸۳	۳۵/۴۳۶	۰/۱۷۶۷	۱۳/۵۳۴	۰/۴۶۷	۹/۳۷۶
میانگین	۱/۳۰۶	۳/۲۸۰	۳۷/۰۰۰	۰/۱۴۰۰	۱۳/۴۱۰	۰/۴۵۰۰	۷/۰۰۰۰
انحراف معیار	۱/۹۲۶	۷/۱۳۳	۱۳/۲۳۳	۰/۱۴۵	۱/۶۶۶	۰/۲۳۰	۷/۱۹۵
چولگی	۵/۰۲۲	۴/۱۸۵	-۰/۰۸۶	۱/۵۴۸	-۰/۵۲۰	-۰/۴۲۲	۰/۷۸۶
کشیدگی	۲۴/۹۶۰	۲۴/۹۵	-۱/۰۰۱	۳/۲۰۱	۴/۲۵۱	-۰/۰۰۲	-۰/۶۳۵
کوچکترین	۴۵۳۹	۰/۳	۱۱	۰	۲	۰/۰۳	۱
بزرگترین	۷۵۳۶۵	۷۰/۸۷	۷۰	۰/۸۹	۱۸/۵۴	۱/۴۴	۲۸

نتایج آزمون فرضیه‌ها

آزمون نرمال بودن

برای آزمون نرمال بودن متغیر وابسته، از آماره Z محاسبه شده از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف^۱ استفاده شده است. با توجه به اینکه مقدار آماره Z در بازه $-۱/۹۶$ تا $+۱/۹۶$ قرار می‌گیرد و سطح معناداری آن بیشتر از ۵% است، می‌توان نتیجه گرفت که داده‌های مربوط به متغیرهای مورد نظر از توزیع نرمال پیروی می‌کنند (به جدول (۲) مراجعه شود).

جدول ۲. آزمون نرمال بودن برای متغیرهای پژوهش

آزمون کولموگروف-اسمیرنوف	صنعت شرکت	فرصت رشد	ریسک تجاری	قدمت شرکت	دارایی‌های مشهود	اندازه شرکت	ساختار سرمایه
Z	۱/۸۸	۱/۷۴	۱/۲۵	۱/۷۹	۱/۹۰	۱/۵۸	۱/۴۳
Sig	۱/۵۷	۱/۱۵	۱/۱۰	۱/۴۳	۱/۲۲	۱/۱۱	۱/۰۸

1- Kolmogorov-Smirnov Test

آزمون استقلال خطاها (نبود خودهمبستگی)

به منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دورین - واتسون^۱ استفاده شده است. چنانچه آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد، H_0 آزمون (عدم همبستگی بین خطاها) پذیرفته می‌شود و در غیر این صورت، H_1 رد می‌شود (بین خطاها همبستگی وجود دارد).

جدول ۳. آزمون وضعیت خودهمبستگی متغیرهای الگوی تحقیق

سال	آماره دورین - واتسون
۱۳۸۳	۲/۰۸۷
۱۳۸۴	۲/۰۸۰
۱۳۸۵	۱/۹۵۷
۱۳۸۶	۱/۸۴۷
۱۳۸۷	۲/۱۴۸
۱۳۸۸	۱/۶۶۶
۱۳۸۹	۲/۱۱۲
کل سالها	۱/۹۹۰

از آنجا که مقادیر محاسبه شده برای اندازه آماره این آزمون در جدول (۳) در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، می‌توان ادعا کرد که جمله‌های خطا مستقل هستند و یا به عبارت دیگر، بین آنها خودهمبستگی وجود ندارد.

همبستگی متغیرهای الگوی تحقیق

جدول ۴. نتایج محاسبه ضریب همبستگی پیرسون^۲ برای داده‌های کل سالها

اندازه شرکت	دارایی‌های مشهود	قدمت شرکت	فرصت‌های رشد شرکت	ریسک تجاری	صنعت شرکت
R	۰/۲۶۶**	-۰/۰۲	-۰/۴۹۶**	۰/۱۰**	۰/۰۱۹
Sig (نسبت بدهی)	۰/۰۰۱	۰/۴۲۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۵۳۵
N	۱۰۹۹	۱۰۹۹	۱۰۹۹	۱۰۹۹	۱۰۹۹

معناداری در سطح ۰/۰۵**

1- Durbin - Watson Test
2- Pearson Correlation Coefficient

نتایج حاصل از محاسبه ضریب همبستگی پیرسون (به جدول (۴) مراجعه شود) نشان‌دهنده آن است که اندازه، دارایی‌های مشهود، فرصت‌های رشد و ریسک تجاری شرکت در سطح معناداری ۹۵٪ با ساختار سرمایه رابطه معناداری دارند؛ زیرا مقدار آماره آزمون این چهار متغیر کمتر از ۵٪ می‌باشد. بنابراین فرض صفر (عدم وجود رابطه بین دو متغیر) رد و فرض تحقیق (وجود رابطه بین دو متغیر) تایید می‌گردد. به عبارت دیگر، بین اندازه، دارایی‌های مشهود، فرصت‌های رشد و ریسک تجاری شرکت و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود دارد و این رابطه برای فرصت‌های رشد شرکت به صورت معکوس و برای اندازه، دارایی‌های مشهود و ریسک تجاری شرکت، مستقیم می‌باشد.

آزمون معنادار بودن الگوی رگرسیون

برای آزمون معنادار بودن الگوی رگرسیون از توزیع فیشر^۱ استفاده شده است. برای انجام این آزمون ابتدا آماره F محاسبه و سپس مقدار آن با مقادیر استخراج شده از جدول مربوط مقایسه می‌شود. در صورتی که مقدار محاسبه شده بزرگتر باشد، رگرسیون معنادار خواهد بود. با توجه به اینکه سطح معناداری F کمتر از ۵٪ است (به جدول (۵) مراجعه شود)، می‌توان چنین نتیجه‌گیری کرد که فرض بی‌معنا بودن الگوی رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود؛ یعنی الگوی رگرسیون معرفی شده با ۹۵٪ اطمینان معنادار است.

جدول ۵. نتایج آزمون معنادار بودن الگوی رگرسیون

منابع تغییرات	مجموع مجذورات	درجات آزادی	میانگین مجذورات	F	سطح معناداری
رگرسیون	۱۶/۱۹۴	۶	۲/۶۹۹	۷۰/۱۸۹	۰/۰۰۰
باقیمانده	۴۱/۹۹۱	۱۰۹۲	۰/۰۳۸		
کل	۵۸/۱۸۵	۱۰۹۸			

آزمون معنادار بودن ضرایب الگوی رگرسیون

برای آزمون معنادار بودن ضرایب الگوی رگرسیون از توزیع تی استیودنت^۲ استفاده شده است. برای انجام این آزمون ابتدا آماره t محاسبه و با مقادیر استخراج شده از جدول مربوط

1- Fisher (F) Distribution
2- Student s t-Distribution

مقایسه می‌شود و در صورتی که مقدار محاسبه شده بزرگتر باشد، ضرایب رگرسیون معنادار خواهد بود. با توجه به نتایج آزمون ارائه شده در جدول (۶)، می‌توان ملاحظه کرد که سطح معناداری t برای متغیرهای اندازه، دارایی‌های مشهود، فرصت‌های رشد و ریسک تجاری شرکت کمتر از ۵٪ است. بنابراین ضرایب الگوی رگرسیون برای متغیرهای اندازه، دارایی‌های مشهود، فرصت‌های رشد و ریسک تجاری شرکت معنادار است. به علاوه، ضریب رگرسیون متغیر فرصت‌های رشد منفی است که نشان دهنده وجود ارتباط معکوس آن با ساختار سرمایه می‌باشد. همچنین، ضرایب رگرسیون متغیرهای اندازه، دارایی‌های مشهود، فرصت‌های رشد و ریسک تجاری شرکت مثبت است که نشان دهنده وجود رابطه مستقیم آنها با ساختار سرمایه می‌باشد. با توجه به میزان ضریب تعیین محاسبه شده در جدول (۶)، می‌توان نتیجه گرفت که عوامل ذکر شده در حدود ۲۷/۸٪ از تغییرات متغیر ساختار سرمایه را در الگوی ارائه شده تبیین می‌کنند. مقدار t در مدل ارائه شده نشان دهنده میزان تبیین تغییرات متغیرهای پیش‌بین (متغیرهای مستقل) روی ملاک مربوط (متغیر وابسته) است. بر اساس ضرایب استاندارد t ، بیشترین نقش تبیین‌کنندگی در خصوص تغییرات ساختار سرمایه بر عهده مولفه فرصت‌های رشد می‌باشد. در جایگاه‌های بعدی نیز مولفه‌های دارایی‌های مشهود با مقدار t ۰/۱۳۳، اندازه شرکت با مقدار t ۰/۱۰۳ و ریسک تجاری شرکت با مقدار t ۰/۰۷، در تبیین ساختار سرمایه نقش آفرینی می‌کنند.

جدول ۶. نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب الگوی رگرسیون

Sig	t	ضرایب استاندارد بتا	ضرایب غیر استاندارد		متغیر پیش‌بین	ساختار سرمایه (نسبت)
			خطای ضرایب غیر استاندارد	B		
۰/۰۰۰	۶/۰۹۱		۰/۰۵۲	۰/۳۱۹	اثر ثابت	ساختار سرمایه (نسبت بدهی)
۰/۰۰۰	۳/۹۶۵	۰/۱۰۳	۰/۰۰۴	۰/۰۱۴	اندازه شرکت	
۰/۰۰۰	۴/۹۲۶	۰/۱۳۳	۰/۰۴۳	۰/۲۱۲	دارایی‌های	
۰/۳۸۳	-۰/۸۷۳	-۰/۰۲۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	قدمت شرکت	
۰/۰۰۰	-۱۶/۷۳۰	-۰/۴۵۲	۰/۰۰۱	-۰/۰۱۵	فرصت رشد	
۰/۰۰۶	۲/۷۳۶	۰/۰۷۱	۰/۰۰۰	۸/۴۴۱	ریسک شرکت	
۰/۳۲۴	۰/۹۸۶	۰/۰۲۵	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	صنعت شرکت	
۰/۲۷۸		R ²	۰/۵۲۸		R	

بحث و نتیجه‌گیری

در این تحقیق شش فرضیه پژوهشی مورد آزمون قرار گرفت که خلاصه نتایج آزمون آنها در

جدول (۷) ارائه شده است.

جدول ۷. خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه‌ها	کل سال‌ها
اندازه شرکت	تایید (رابطه مستقیم)
دارایی‌های مشهود شرکت	تایید (رابطه مستقیم)
قدمت شرکت	رد
فرصت‌های رشد شرکت	تایید (رابطه معکوس)
ریسک تجاری شرکت	تایید (رابطه مستقیم)
صنعت شرکت	رد

فرضیه اول: نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول با نتایج پژوهش‌هایی نظیر بهادری (۲۰۰۲)، هوانگ و سانگ^۱ (۲۰۰۶)، زووا و ژائو^۲ (۲۰۰۶)، نیکولائوس و همکاران (۲۰۰۷)، سوهایلا و محمود (۲۰۰۸)، نجار و تیلور (۲۰۰۸)، سرنیگاج و مرامور (۲۰۰۹)، پورحیدری (۱۳۸۲)، کردستانی و نجفی (۱۳۸۷) مطابقت دارد. این در حالی است که یافته‌های تحقیق حاضر با نتایج پژوهش‌های کیو و لا (۲۰۱۰)، جهانخانی و یزدانی (۱۳۷۳)، احمدپور و سلیمی (۱۳۸۶)، قالیباف اصل (۱۳۸۸) و قدیری مقدم و اسدیان (۱۳۸۹) همخوانی ندارد.

فرضیه دوم: نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم با نتایج پژوهش‌هایی نظیر تیمن و گرینبلات^۳ (۱۹۸۸)، هاریس و راویو (۱۹۹۱)، بهادری (۲۰۰۲)، سوگورب^۴ (۲۰۰۵)، چن و استرنج (۲۰۰۵)، زووا و ژائو (۲۰۰۶)، هانگ و سانگ (۲۰۰۶)، نجار و تیلور (۲۰۰۸) و کیو و لا (۲۰۱۰) مطابقت دارد. این در حالی است که یافته‌های تحقیق حاضر با نتایج پژوهش‌های کسار و هولمز^۵ (۲۰۰۳)، داسکالاکیس و سیلاکی^۶ (۲۰۰۵) و کیمیاگری و عینعلی (۱۳۸۷) همخوانی ندارد. طبق تئوری موازنه ایستا، شرکت‌هایی که دارایی‌های آنها وثیقه مناسبی برای وام هستند و قسمت اعظم دارایی‌های آنها دارایی‌های مشهود است، نسبت به شرکت‌هایی که دارایی‌های آنها نامشهود است از بدهی و وام بیشتری استفاده می‌کنند؛ زیرا در مواقع بحران‌های مالی به علت

1- Huang and Song
 2- Zoua and Xiao
 3- Titman and Grinblatt
 4- Sogorb
 5- Cassar and Holmes
 6- Daskalakis and Psillaki

تغییر موقعیت و وضعیت، دارایی‌های نامشهود بیشتر از دارایی‌های مشهود موجب کاهش ارزش شرکت می‌شوند. لذا انتظار می‌رود شرکت‌هایی که دارایی‌های مشهود بیشتری دارند و از ارزش وثیقه گذاری بالاتری برخوردارند به هنگام تصمیم‌گیری در خصوص تامین مالی مورد نیاز، روش استقراض را به انتشار سهام ترجیح دهند.

فرضیه سوم: نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم با نتایج پژوهش سجادی (۱۳۸۶) مطابقت دارد. این در حالی است که به اعتقاد برخی از محققان نظیر دولینگر^۱ (۱۹۹۵)، بین قدمت شرکت و منابع تامین مالی و ساختار سرمایه آن، ارتباط وجود دارد. در فضای حاکم و به طور عام شرایط اعطای وام در ایران (به عنوان عمده‌ترین منبع تامین مالی برای شرکت‌های ایرانی)، به عامل قدمت شرکت‌ها کمتر توجه می‌شود و شرایط اعطای وام‌ها اغلب بر اساس عواملی نظیر چگونگی سیاست گذاری در بخش‌های مختلف اقتصاد نظیر اشتغال و حمایت‌های خاص دولتی در بعضی از بخش‌های فعال اقتصادی، تعیین می‌شود.

فرضیه چهارم: نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم با نتایج پژوهش‌های زووا و ژائو (۲۰۰۶)، نیکولائوس و همکاران (۲۰۰۷)، کیو و لا (۲۰۱۰) و کیمیاگری و عینعلی (۱۳۸۷)، مطابقت دارد. این در حالی است که یافته‌های تحقیق حاضر با نتایج پژوهش‌های هاریس و راویو (۱۹۹۱)، تویت^۲ (۲۰۰۱)، کسار و هولمز (۲۰۰۳)، تونگ و نینگ^۳ (۲۰۰۴)، داسکالاکیس و سیلاکی (۲۰۰۵)، سوگورب (۲۰۰۵)، سوهایلا و محمود (۲۰۰۸)، نجار و تیلور (۲۰۰۸)، سرینگاج و مرامور (۲۰۰۹) و کردستانی و نجفی (۱۳۸۷) همخوانی ندارد. بر اساس نظریه موازنه ایستا، شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد آتی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که از رشد کمتری برخوردارند، کمتر استقراض می‌کنند. با توجه به یافته‌های تحقیق، پیش‌بینی تئوری موازنه ایستا و تئوری هزینه‌های نمایندگی در مورد رابطه معکوس بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی تایید شد؛ اما پیش‌بینی تئوری سلسله‌مراتبی در زمینه گزینه‌های تامین مالی، مورد تایید قرار نگرفت.

فرضیه پنجم: نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم با نتایج پژوهش‌هایی نظیر چن و استرنج (۲۰۰۵) و کیمیاگری و عینعلی (۱۳۸۷) مطابقت دارد. این در حالی است که یافته‌های تحقیق حاضر با نتایج پژوهش‌های هاریس و راویو (۱۹۹۱)، نجار و تیلور (۲۰۰۸)، کیو و لا (۲۰۱۰) و

1- Dollinger

2- Twite

3- Tong and Ning

قالیباف اصل (۱۳۸۸) همخوانی ندارد. عواملی که ساختار سرمایه کشورهای توسعه یافته را تحت تاثیر قرار می دهند، در ایران تا حدی اثرگذار هستند. متغیر ریسک تجاری که در جوامع غربی به عنوان شاخص احتمال ورشکستگی به حساب می آید، به هنگام اخذ وام چندان مورد توجه اعتباردهندگان و شرکت های ایرانی نیست. این در حالی است که هزینه های ورشکستگی در ایران با کشورهای دیگر متفاوت است. از علل این امر می توان به نبود قوانین اثربخش در زمینه ورشکستگی و همچنین نبود موسسه هایی برای رتبه بندی اعتباری شرکت ها اشاره کرد.

فرضیه ششم: یافته های حاصل از فرضیه ششم نشان می دهد که بین صنعت شرکت ها با ساختار سرمایه در سال های مورد بررسی و در مجموع سال ها، هیچ ارتباط معناداری وجود ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم با نتایج پژوهش پورحیدری (۱۳۸۲) مطابقت دارد. این در حالی است که یافته های تحقیق حاضر با نتایج پژوهش های بردلی^۱ و همکاران (۱۹۸۴)، گونی و همکاران (۲۰۱۰)، جهانخانی و یزدانی (۱۳۷۳) و احمد پور و سلیمی (۱۳۸۶) همخوانی ندارد.

- همان گونه که ملاحظه شد، بر اساس یافته های تحقیق مشخص می شود که ریسک یکی از عواملی است که به عنوان مانعی بازدارنده بر سر راه سرمایه گذاران قرار دارد. از سوی دیگر، تنوع نداشتن اوراق بهادار در کشورمان باعث محدود شدن گزینه های تصمیم گیرندگان حوزه سرمایه گذاری در خصوص تصمیم های مربوط به تامین مالی شده است. از این رو با ایجاد تنوع در اوراق بهادار در بازار کشورمان، شرایطی ایجاد می شود که سرمایه گذاران بتوانند تصمیم های مناسب حال خود را با توجه به گزینه های موجود، اتخاذ کنند و شرکت ها نیز مزیت امکان تامین مالی از منابع مختلف را دارا خواهند بود. در نتیجه، این اقدام باعث می شود که موضوع بدهی، ساختار سرمایه و تحلیل ریسک شرکت ها به صورت جدی وارد مباحث و اقدام های عملی بورس اوراق بهادار تهران شود.
- بنابراین با توجه به اهمیت عامل ریسک در تصمیم های سرمایه گذاران برای خرید، فروش و یا نگهداری سهام، به سرمایه گذاران و تحلیلگران توصیه می شود که علاوه بر ریسک تجاری، عواملی مانند اندازه، دارایی های مشهود و فرصت های رشد شرکت ها را نیز در تصمیم گیری ها و پیشنهادهای سرمایه گذاری خود در نظر بگیرند تا بتوانند پرتفویی را تشکیل یا پیشنهاد دهند که طی دوره های آتی دارای سطح قابل قبولی از ریسک باشد.

- بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق، به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود به هنگام تصمیم‌گیری در خصوص تامین مالی و تعیین ساختار سرمایه مناسب برای شرکت، عوامل تاثیرگذار معرفی شده را در نظر گیرند و با توجه به وزن متغیرهای معرفی شده در الگوی تحقیق، نسبت به ایجاد یا بهبود ساختار سرمایه شرکت‌ها اقدام نمایند.
- همچنین برای غنی‌سازی ادبیات این حوزه پژوهشی، موضوع‌های مطالعاتی زیر در زمینه ساختار سرمایه به محققان توصیه می‌شود:
- بررسی و آزمون رابطه ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه برای دوره‌های کوتاه‌مدت کمتر از یک سال،
- مقایسه ساختار سرمایه شرکت‌های ایرانی با دیگر کشورها،
- رابطه ساختار سرمایه و مالیات برای شرکت‌های بورسی و غیربورسی فعال در صنایع مختلف، و
- بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی مانند تورم، بیکاری، تولید ناخالص داخلی و غیره بر ساختار سرمایه شرکت‌ها.



منابع و مأخذ

۱. احمدپور، احمد و امین سلیمی. (۱۳۸۶). *تاثیر نوع صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*. مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره ۲۶، صص ۳۶-۱۳.
۲. بدری، احمد و محمد ایمنی‌فر. (۱۳۹۰). *تحلیل واشکافانه ساختار سرمایه و عوامل موثر بر آن: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران*. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی دانشگاه علامه طباطبایی، شماره ۳۰، صص ۵۸-۳۷.
۳. پورحیدری، امید. (۱۳۸۲). *نوع صنعت و تاثیر آن بر ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*. دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، شماره ۱۶، صص ۶۰-۴۹.
۴. جهانخانی، علی و ناصر یزدانی (۱۳۷۳). *بررسی تاثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکت‌ها بر میزان اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*. فصلنامه مطالعات مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی، شماره ۱۸ و ۱۹، صص ۱۸۶-۱۶۹.
۵. خالقی مقدم، حمید و رافیک باغومیان (۱۳۸۶). *مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه*. فصلنامه پیک نور دانشگاه پیام نور، سال پنجم، شماره ۴، صص ۸۲-۵۸.
۶. ستایش، محمدحسین و مظفر جمالیان‌پور. (۱۳۸۸). *بررسی تاثیر ساختار سرمایه و تغییرات آن بر تولید محصولات*. فصلنامه مطالعات حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی، شماره ۲۵، صص ۱۴۶-۱۲۷.
۷. سجادی، سید حسین. (۱۳۸۶). *بررسی ساختار سرمایه شرکت‌های کوچک و کارآفرین*. دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، دوره ۹، شماره ۲۴، صص ۵۶-۳۳.
۸. سینایی، حسنعلی و عبدالحسین نیسی (۱۳۸۲). *بررسی عوامل موثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت‌های سهامی عام*. فصلنامه مطالعات حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی، شماره ۴، صص ۱۴۸-۱۳۰.
۹. قالیباف اصل، حسن. (۱۳۸۸). *مطالعه تجربی تئوری توافقی ایستا در بورس اوراق بهادار تهران*. مجله دانش و توسعه، سال شانزدهم، شماره ۲۶، صص ۱۲۱-۱۰۴.
۱۰. قدیری مقدم، ابوالفضل و فاطمه اسدیان. (۱۳۸۹). *بررسی تاثیر ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه*. مجله توسعه و سرمایه، سال سوم، شماره ۵، صص ۱۷۶-۱۵۵.

۱۱. کردستانی، غلامرضا و مظاهر نجفی عمرانی. (۱۳۸۷). *بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله‌مراتبی*. دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، شماره ۲۵، صص ۷۳-۹۰.
۱۲. کیمیاگری، علی محمد و سودابه عینعلی. (۱۳۸۷). *ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران)*. دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، دوره ۱۰، شماره ۲۵، صص ۹۱-۱۰۸.
۱۳. میرز، استوارت. (۱۳۷۳). *ساختار سرمایه*. ترجمه علی پارسائیان، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، دوره اول، شماره ۲، صص ۹۱-۱۱۰.
۱۴. یوسف‌معمار، فاطمه. (۱۳۹۰). *بررسی سیاست‌های تامین مالی شرکت‌ها بر اساس تئوری همگام با بازار شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد (منتشر نشده)، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی.
15. Antoniou, A, Y. Guney, and K. Paudyal. (2002). *Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries*. Working Paper, Department of Economics and Finance, Durham University, England.
16. Bhaduri, S. (2002). Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure. *Journal of Economic and Finance*, Vol. 26: 200-215
17. Bradly, M., A. Jarrel , and H. Kim. (1984). *On the Existence of an Capital Structure: Theory and Evidence*. *Journal of Finance*, 39(3): 857-878.
18. Cassar, G., and S. Holmes. (2003). *Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence* *Accounting and Finance*, 43(2): 123° 147.
19. Chandra, P. (2001). *Financial Management, Theory and Practice*. 5th ed., New Delhi: TATA McGraw-Hill.
20. Chen, J., and R. Strange. (2005). *The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies*. *Economic Change and Restructuring*, 38, 11-35.
21. Crnigoj, M, and D. Mramor. (2009). Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 45(1): 72° 89.
22. Daskalakis, N., and M. Psillaki. (2005). *The Determinants of Capital Structure of the SMEs: Evidence From the Greek and The French Firms*, Athens University of Economics and Business, 76 Patission Street, GR ° 104 34, Athens, Greece.
23. Dollinger, M.J. (1995). *Entrepreneurship: Strategies and Resources*. MA: Irwin.
24. Fischer, E.O., R. Heinkel, and J. Zechner. (1989). *Dynamic Capital Structure Chouce: Theory and Tests*. *Journal of Finance*, 44(1): 19-40.
25. Frank, M.Z., and V.K. Goyal. (2003). *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*. *Journal of Financial Economics*, 67(2): 217-248.

26. Frydenberg, S. (2004). *Theory of Capital Structure – A Review*. Working Paper, Department of Business Administration, Sor-Trondelag University College, Trondheim, Norway.
27. Green T.C., and N. Jegadeesh. (2006). *Trade-off, Timing, and Capital Structure*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=90846>.
28. Guney, Y., L. Li, and R. Fairchild. (2010). *The Relationship between Product Market Competition and Capital Structure in Chinese Listed Firms*. International Review of Financial Analysis, Vol. 20: 41-51.
29. Harris, M., and A. Raviv. (1991). *The Theory of Capital Structure*. Journal of Finance, 46(1): 261-297.
30. Huang, G, and F.M. Song. (2006). *The Determinants of Capital Structure: Evidence from China*. China Economic Review, Vol.17: 14-36.
31. Jensen, M.C., and W.H. Meckling. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, 3(4): 305-360.
32. Modigliani, F., and M. Miller. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*. American Economic Review, Vol. 48, 261-297.
33. Modigliani, F., and M. Miller. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. American Economic Review, Vol. 53, 443-433.
34. Myers, S.C. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. Journal of Finance, 39(3), 574-592.
35. Myers, S.C. (2001). *Capital Structure*. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 81-102.
36. Myers S.C., and N.S. Majluf (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. Journal of Financial Economics, Vol. 13: 187-221.
37. Najjar, B., and P. Taylor. (2008). *The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure*. Managerial Finance, Vol. 12: 919-933.
38. Nicholaos E., V. Dimitrios, and Z. Ventoura-Neokosmidi. (2007). *How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An Empirical Study*. The Journal of Financial Research, 33(5): 321-331.
39. Qiu, M., and B. La. (2010). *Firm Characteristics as Determinants of Capital Structure in Australia*. International Journal of the Economics of Business, 17(3): 277-287.
40. Sogorb, F. (2005). *How SME Uniqueness Affects Capital Structure : Evidence a 1994-1998 Spanish Data Panel*, Small Business Economics, 25(5), 447-457.
41. Suhaila, M.K., and W.M.W. Mahmood. (2008). *Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies*. MPRA Paper #14616, Available at: <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/14616/>.
42. Titman, S., and M. Grinblatt. (1988). *Financial Markets and Corporate Strategy*. McGraw-Hill, Inc.
43. Tong, S. and Y. Ning. (2004). *Does Capital Structure Affect Institutional Investor Choices?* The Journal of Investing, Vol. 28, pp. 53-66.

44. Twite, G. (2001). Capital Structure and Taxes: Evidence From the Australian Dividend Imputation Tax System. *International Review of Finance*, Vol. 2: 217° 34.
45. Zoua H., and J. Z. Xiao (2006), *The Financing Behavior of Listed Chinese Firms*, *British Accounting Review*, Vol. 38, 239-258.

