

## تأثیر رفتار تقلیدی شرکت‌های همسان بر ساختار سرمایه شرکت‌های

### پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

وحید جعفر زاده<sup>۲</sup> و سعید علی احمدی<sup>۳</sup>

#### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر رفتار تقلیدی شرکت‌های همسان بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی پژوهش ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ بوده و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون چند متغیره استفاده شد. بر اساس روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک تعداد ۱۲۶ شرکت متعلق به ۱۱ صنعت انتخاب گردید. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش داده‌های تابلویی است. نتایج پژوهش نشان داد که میانگین ساختار بدهی تسهیلات مالی صنعت، میانگین نسبت سود خالص صنعت، میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری صنعت و نوسان سود خالص صنعت بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر ندارد. اما، میانگین لگاریتم فروش خالص صنعت بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر دارد. در کل، نتایج حاکی از این است که شرکت‌های همسان در انتخاب سیاست تأمین مالی خارجی از صنعت شان تقلید نمی‌کنند.

**واژه‌های کلیدی:** شرکت‌های همسان، ساختار سرمایه، نظریه نمایندگی و رفتار تقلیدی.

طبقه‌بندی موضوعی: G3, G33

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2018.14762.1328

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران،

Emial:jafarzadeh5722@gmail.com

۳. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران، نویسنده مسئول،

Emial:saeidaliahmadi@yahoo.com

## مقدمه

در ادبیات مالی تا حد زیادی اهمیت شرکت‌های همسان<sup>۱</sup> در تعیین سیاست‌های مالی شرکت با پذیرش این فرض که تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها مستقل هستند، نادیده گرفته شده است. در مطالعات تجربی، پژوهشگران به‌طور معمول تأثیر صنعت را از طریق در نظر گرفتن متغیرهای مجازی حذف می‌نمایند تا به بررسی این موضوع بپردازند که چگونه ویژگی‌های شرکتی بر تصمیم‌های مالی شرکت‌ها تأثیر دارد. به عبارت دیگر، ساختار سرمایه شرکت معمولاً تابعی از نرخ مالیات، زیان ناشی از نکول بدهی، محیط اطلاعاتی و ساختار انگیزشی است (لاری و روبرتس<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). متأسفانه، این رویکرد نمی‌تواند توضیح دهد که چگونه شرکت‌های همسان بر تصمیم‌های مالی اثرگذار می‌باشند. در واقع شرکت‌های همسان، شرکت‌هایی با شباهت‌های صنعتی و فنی هستند که می‌توانند بر یکدیگر تأثیرگذار باشند و در نهایت نوعی همگرایی در صورت‌های مالی را برای یکدیگر به ارمغان آورند که در مطالعات پیشین کمتر به اهمیت آن توجه شده است (دیوانگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵). اما، شرکت‌های همسان نقش مهمی را در شکل‌دهی به سیاست‌های شرکت ایفا می‌کنند و شواهد موجود حاکی از این است که رفتار شرکت‌های همسان در ایجاد ساختار سرمایه حائز اهمیت است. گراهام و هاروی<sup>۴</sup> (۲۰۰۱) نشان دادند که تعداد اعضای هیات مدیره در تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌های همسان اهمیت دارد. علاوه بر این، پژوهش‌های جدیدتر از جمله ولچ<sup>۵</sup> (۲۰۰۴)، مک‌کای و فلیپس<sup>۶</sup> (۲۰۰۵) و فرانک و گویال<sup>۷</sup> (۲۰۰۷) نشان دادند که میانگین نسبت اهرم مالی صنعت یک متغیر مهم در تعیین ساختار سرمایه شرکت است. از این رو به نظر می‌رسد ویژگی‌های شرکت‌های همسان ساختار سرمایه شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. هدف پژوهش حاضر بررسی اثر رفتار تقلیدی شرکت‌های همسان بر تأمین مالی خارجی شرکت است. انجام این پژوهش می‌تواند علاوه بر توسعه دانش مالی در حوزه ساختار سرمایه، نقش رفتار تقلیدی شرکت‌های همسان را در بازار سرمایه ایران مشخص نماید. به عبارت دیگر، در اکثر پژوهش‌های صورت گرفته در حوزه مالی، پژوهشگران اثرات مربوط به شرکت‌های همسان را کنترل کرده و

- 
1. Peer Firms
  2. Leary and Roberts
  3. Duong et al
  4. Graham and Harvey
  5. Welch
  6. Mackay and Phillips
  7. Frank and Goyal

بررسی نموده‌اند. از این رو، می‌توان نوآوری پژوهش حاضر را در توجه کردن به اثرات رفتار تقلیدی در شرکت‌های همسان در بازار سرمایه نوظهور ایران جستجو کرد. علاوه بر این، بررسی پژوهش‌های صورت گرفته در محیط ایران نشان می‌دهد که تاکنون موضوع رفتار تقلیدی شرکت‌های همسان در محیط ایران مورد آزمون تجربی قرار نگرفته است. این موضوع نیز نشانه‌ای از ضرورت انجام پژوهش بیشتر در این حوزه را آشکار می‌کند.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در بازار کارا، شرکت‌ها می‌توانند از طریق تطابق بین بدهی‌ها و عمر دارایی‌ها، ریسک ورشکستگی شرکت را پوشش دهند. بر اساس این استراتژی مصون‌سازی، هزینه‌های تأمین مالی در طول عمر دارایی شناخته‌شده و جریان‌های نقد مورد انتظار ایجادشده از طریق دارایی‌ها برای تسویه بدهی‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. انحراف از این استراتژی مصون‌سازی، می‌تواند ریسک درماندگی مالی را افزایش دهد. با این حال، زمانی که بازار ناکارا و تخصیص سرمایه و اطلاعات هزینه‌بر باشد؛ ریسک درماندگی مالی تنها عامل تعیین‌کننده سیاست شرکت‌ها در رابطه با تأمین مالی از طریق بدهی نمی‌باشد. در ادبیات مالی برای توضیح سیاست‌های تأمین مالی از دو نظریه عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی استفاده می‌شود. فلائری<sup>۱</sup> (۱۹۸۶) اعتقاد دارد که ساختار بدهی به‌عنوان علامتی از کیفیت اعتبارات شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود. وجود عدم تقارن اطلاعاتی در خصوص کیفیت اعتبارات شرکت مانع تشخیص شرکت‌های خوب از بد توسط اعتباردهندگان می‌شود. از این رو، اعتباردهندگان نرخ سود بالاتری را در مورد بدهی‌های بلندمدت دارند زیرا سررسیدهای بلندمدت در رابطه با بدهی‌ها، منجر به ایجاد عدم قطعیت بالاتر در مورد کیفیت اعتبارات آتی شرکت‌ها می‌شود. انتظار بر این است که شرکت‌های با کیفیت اعتبارات بالا، ساختار بدهی کوتاه‌مدت و شرکت‌های با کیفیت اعتبارات پایین، ساختار بدهی بلندمدت را انتخاب کنند. انتخاب متفاوت سیاست‌های تأمین مالی خارجی توسط شرکت‌ها می‌تواند علامت مناسبی را درباره کیفیت اعتبارات شرکت‌ها به بازار مخابره کند و عدم تقارن اطلاعاتی موجود را برای اعتباردهندگان کاهش دهد.

نظریه نمایندگی، هزینه‌های مربوط به تصمیم‌گیری در رابطه با ساختار بدهی‌ها یعنی هزینه‌های مربوط به بیش‌ازحد بودن بدهی<sup>۲</sup> یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد (مایرز<sup>۳</sup>، ۱۹۷۷) و هزینه‌های

---

1. Flannery  
2. Debt Overhang  
3. Myers

مربوط به جانشینی دارایی<sup>۱</sup> (جنسن و مکلینگ<sup>۲</sup>، ۱۹۷۶) را مورد توجه قرار می‌دهد. برای رسیدگی به مشکلات ناشی از بیش از حد بودن بدهی، مایرز (۱۹۷۷) استراتژی‌های مختلفی از جمله استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت، کاهش اهرم‌های مالی، انتشار بدهی‌ها با شرایط سخت و مطابقت سررسید بدهی‌ها با چرخه انتظاری از عمر دارایی‌ها را پیشنهاد می‌دهد. جانشینی دارایی زمانی اتفاق می‌افتد که یک دارایی با ریسک کم با یک سرمایه‌گذاری با ریسک بالا جایگزین گردد.

مشکل نمایندگی زمانی رخ می‌دهد که مدیران اطلاعات خصوصی خود را نادیده بگیرند و از طریق پیروی کردن از ساختار بدهی بلندمدت شرکت‌های همسان، سیاست‌هایی را اجرایی کنند که باعث شود عملکردشان کاهش یابد. مدیران رفتار شرکت‌های همسان را تقلید می‌کنند زیرا آن‌ها نسبت به شهرت خود در بازار کار همواره نگران هستند. آن‌ها به احتمال زیاد زمانی که نسبت به شرکت‌های همسان خود عملکرد ضعیف‌تری داشته باشند (در مقایسه با شرایطی که شرکت‌های همسان نیز عملکرد ضعیفی داشته باشند)، امنیت شغلی آن‌ها بیشتر در معرض خطر قرار می‌گیرد.

انگیزه دیگر برای رفتارهای توده‌وار<sup>۳</sup> توسط هرشلیفر و همکاران<sup>۴</sup> (۱۹۹۴) توصیف شده است. در مدل کسب اطلاعات از رفتارهای توده‌وار، سرمایه‌گذاران اطلاعات مشابهی را در موقعیت‌های مختلف دریافت می‌کنند و مطلوبیت مورد انتظار ناشی از داشتن اطلاعات مشابه موجب افزایش تعداد سرمایه‌گذاران می‌شود. با به کارگیری مدل ارائه‌شده توسط هرشلیفر و همکاران (۱۹۹۴) می‌توان پیش‌بینی کرد که شرکت برای تعیین ساختار سرمایه از الگوی رفتار شرکت‌های همسان استفاده نمایند. برای مثال، وقتی مدیران اطلاعات مشابهی با شرکت‌های همسان خود در مورد رشد آتی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نوسان‌های صنعت داشته باشند، آن‌ها باید در رابطه با ساختار بدهی خود از شرکت‌های همسان پیروی کنند. با اجرای این استراتژی، مدیران انتظار دارند که سودمندی سیاست‌های تأمین مالی افزایش یابد و از این طریق منفعت شرکت‌های خود را نسبت به شرکت‌های همسان افزایش دهند.

تأثیرگذاری شرکت‌های همسان بر ساختار سرمایه شرکت را می‌توان از دیدگاه انگیزه یادگیری<sup>۵</sup> نیز مورد تحلیل قرارداد. مدیران درباره اینکه چگونه به ساختار سرمایه مطلوب برسند، اطمینان ندارند زیرا مدل مناسبی برای آن وجود ندارد و اندازه‌گیری ورودی‌های مدل نیز کار دشواری است (لاری و روبرتس، ۲۰۱۴). بنابراین، مدیران تصمیم‌های تأمین مالی ویژگی‌های شرکت‌های همسان را

---

1. Asset Substitution  
 2. Jensen and Meckling  
 3. Herding Behavior  
 4. Hirshleifer et al.  
 5. Learning Motive

به‌عنوان منبع اطلاعاتی برای تصمیم‌های تأمین مالی خودشان قرار می‌دهند. برای مثال، شرکت‌ها ممکن است فرصت‌های رشد یا سلامت تأمین مالی شرکت‌های همسان را در تعیین ساختار سرمایه خودشان دخالت دهند. بنابراین، اثرات همسان در ساختار سرمایه هنگامی اتفاق می‌افتد که اقدامات یا ویژگی‌های شرکت‌های همسان به‌طور آشکاری در تابع هدف تأمین مالی شرکت وارد شود. بنابراین، انتظار می‌رود که ویژگی‌های شرکت‌های همسان بر ساختار سرمایه شرکت تأثیرگذار باشد. در ادامه برخی از پژوهش‌های مرتبط با موضوع پژوهش موردبررسی قرار می‌گیرد.

چن و ما<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) به بررسی اثر همسانی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند. دوره انجام پژوهش سال ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۲ و کشور محل انجام پژوهش چین است. نتایج پژوهش نشان داد که اثرات همسان بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر دارد. علاوه بر این نتایج پژوهش نشان داد هنگامی که شرکت‌ها از صنعت مشابه خود پیروی می‌کنند، شرکت‌های جوان و دارای محدودیت مالی، به اثرات همسانی شرکت واکنش نشان می‌دهند.

لیانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) به بررسی اثرات همسان ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار چین پرداختند. دوره انجام پژوهش ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۵ است. نتایج پژوهش نشان داد که تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس مستقل نیست. به‌عبارت‌دیگر، ساختار سرمایه شرکت‌ها از اثرات همسان شرکت‌ها تأثیر می‌پذیرد.

امین و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) به بررسی اثر شرکت‌های همسان بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در کشور پاکستان پرداختند. دوره پژوهش ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۲ و تعداد شرکت‌های نمونه پژوهش ۴۰ شرکت است. برای این منظور، اهرم مالی به‌عنوان متغیر وابسته در برابر دو مجموعه از متغیرهای مستقل شامل ویژگی‌های خاص شرکت‌ها و میانگین شرکت‌های همسان برازش گردید. نتایج پژوهش نشان داد که اثرات ویژگی‌های شرکت‌های همسان در حال حاضر در بورس اوراق بهادار پاکستان وجود ندارد و ویژگی‌های خاص شرکت تعیین‌کننده ساختار بدهی است.

دیوانگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۵) به بررسی اثر شرکت‌های همسان بر ساختار سررسید بدهی شرکت‌ها پرداختند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون سه مرحله‌ای<sup>۵</sup> (3SLS) استفاده کردند. دوره پژوهش ۱۹۷۳ تا ۲۰۱۲ و کشور محل پژوهش آمریکا است. نتایج پژوهش

1. Chen and Ma

2. Liang

3. Amin et al

4. Duong et al

5. Three Stage Least Squares (3SLS) Regression

نشان داد که تصمیم‌گیری در خصوص سررسید بدهی شرکت‌های همسان نقش مهمی را در تعیین سررسید بدهی شرکت ایفا می‌کند. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان داد که در کل رفتار تقلیدی در انتخاب سررسید بدهی نمی‌تواند منجر به عملکرد بالاتر نسبت به شرکت‌های همسان شود اما برای سررسیدهای کوتاه‌مدت و میان‌مدت، رفتار تقلیدی از شرکت‌های همسان می‌تواند منجر به عملکرد بالاتری شود.

وانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر شرکت‌های همسان بر پیش‌بینی‌های سود شرکت در اطراف تاریخ اعلام خبر سود در کشور چین پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که احتمال بیشتری وجود دارد که انتشار خبرهای خوب پیش‌بینی‌شده شرکت با انتشار خبرهای خوب پیش‌بینی‌شده شرکت‌های همسان ارتباط مثبتی داشته باشد. اما، احتمال کمی وجود دارد که خبرهای بد پیش‌بینی‌شده شرکت از انتشار خبرهای بد پیش‌بینی‌شده شرکت‌های همسان تأثیر بپذیرد.

رضایی و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی رابطه بین پیش‌بینی سود شرکت‌های همسان باقیمت‌گذاری کمتر شرکت‌ها در عرضه نخستین پرداختند. دوره انجام پژوهش از ۱۹۷۶ تا ۲۰۱۲ و محل انجام پژوهش آمریکا است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که پیش‌بین سود شرکت‌های همسان بر قیمت‌گذاری کمتر شرکت‌ها در عرضه اولیه تأثیر دارد.

لاری و روبرتس<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر شرکت‌های همسان بر سیاست‌های تأمین مالی پرداختند. دوره پژوهش از سال ۱۹۶۵ تا ۲۰۰۸ و کشور محل پژوهش آمریکا است. در این پژوهش از رگرسیون حداقل مربعات دومرحله‌ای<sup>۳</sup> (2SLS) استفاده شد. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت، ساختار سرمایه شرکت‌های همسان است. همچنین، نتایج پژوهش حاکی از این است که شرکت‌های کوچک‌تر و کمتر موفق، بیشتر احتمال دارد تا اقدام به تعدیل ساختار سرمایه خود و سیاست‌های مالی خود در واکنش به اقدامات شرکت‌های همسان نمایند.

خلیفه سلطانی و خواجوی (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر مخاطرات اخلاقی بر ساختار سرمایه پرداختند. نمونه پژوهش شامل ۱۳۲ شرکت و دوره پژوهش ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ است. نتایج پژوهش نشان داد که مخاطرات اخلاقی بر ساختار سرمایه تأثیر منفی معنادار دارد.

- 
1. Wang
  2. Leary and Roberts
  3. Two Stage Least Squares (2SLS) Regression

پور حیدری و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی ارتباط بین نوع رشد و ساختار سرمایه واحدهای تجاری پرداختند. دوره انجام پژوهش ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۲ است. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌های با رشد پایین، تمایل دارند بیشتر از تأمین مالی استفاده می‌کنند و بنابراین اهرم مالی بالایی دارند. همچنین، شرکت‌های با رشد بالا بیشتر تمایل دارند که از حقوق صاحبان سهام برای تأمین مالی استفاده نمایند.

جوادی و فتاحی (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر پاداش مدیران بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. دوره پژوهش از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ و تعداد شرکت‌های نمونه پژوهش ۵۸ شرکت است. نتایج حاکی از این است که عواملی مانند پاداش هیات مدیره، اندازه، تغییرات وجه نقد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر دارد.

نیثی بروجنی و نوروزی (۱۳۹۴) به بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نظریه سلسله مراتبی پرداختند. نمونه پژوهش شامل ۱۰۱ شرکت و دوره پژوهش ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ است. نتایج حاصله از این پژوهش، تأییدکننده استفاده از مبانی نظریه سلسله مراتبی در حالت ایستا برای تصمیم‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اما در نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های مدل پویا، تنها اثر مثبت دارایی‌های ثابت و تأثیر منفی خالص دارایی‌های در گردش مورد تأیید قرار گرفت.

اسدی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی عوامل مالی و غیرمالی مؤثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه پرداختند. تعداد ۷۴ شرکت حائز شرایط مورد نظر پژوهش، طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ انتخاب و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل ضرایب رگرسیون استفاده شد. نتایج حاصله حاکی از آن است که علیرغم تعاریف و اشکال مختلف اهرم شرکت‌های نمونه، در تمامی موارد ارتباط منفی و معنادار بازده دارایی با اهرم شرکت و رابطه مثبت و معنادار اندازه شرکت با اهرم شرکت مشاهده می‌گردد. انحصاری بودن محصولات شرکت، نرخ رشد فروش و نرخ رشد کل دارایی‌ها نیز در اغلب موارد دارای ارتباط مثبت و معنادار است. بین پارامترهایی نظیر نرخ پرداخت سود تقسیمی و ارزش وثیقه گذاری دارایی‌ها با اهرم شرکت رابطه معنادار مشاهده نمی‌شود.

حاجیها و اخلاقی (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، اطلاعات ۸ ساله (۱۳۸۸-۱۳۸۱) هفتاد و دو شرکت، مورد بررسی قرار گرفت و از رگرسیون

چندمتغیره با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین اندازه هیات مدیره و ساختار سررسید بدهی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، بین درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و ساختار سررسید بدهی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. نتایج پژوهش بیانگر تأثیر هیأت مدیره قوی بر تصمیمات تأمین مالی است. علاوه بر این، بین متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ساختار سررسید بدهی رابطه‌ای یافت نشد.

رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر اظهارنظر حسابرسی تعدیل شده بر ساختار سررسید بدهی پرداختند. نمونه پژوهش، مشتمل بر ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ است و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر عدم تأثیر معنادار اظهارنظر حسابرسی تعدیل شده بر سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

حاجیها و اخلاقی (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در راستای انجام پژوهش، تعداد ۱۴۳ شرکت از بین جامعه آماری که اطلاعات موردنیاز 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. 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.

نیکو مرام و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی ارزیابی تئوری توازن پایدار در ساختار سرمایه شرکت پرداختند. دوره انجام پژوهش ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ و تعداد نمونه ۷۴ شرکت است. نتایج نشان می‌دهد که در طول قلمرو زمانی پژوهش، عامل اندازه جزء عواملی است که ارتباط معنادار ندارد ولی سودآوری و نقدینگی دارای رابطه معکوس و معنادار و متغیر دارایی‌های قابل وثیقه ارتباط مستقیم و معناداری با ساختار سرمایه دارند. همچنین، نتایج حاصله از این پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران، با انتظارات نهفته در تئوری توازن پایدار به‌جز در مورد متغیر دارایی‌های قابل وثیقه همخوانی ندارد.

در کل، بررسی پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که در پژوهش‌های خارجی انجام شده نقش شرکت‌های همسان در شکل‌دهی به ساختار سرمایه شرکت‌ها مورد تأیید قرار گرفته وجود رفتار تقلیدی از شرکت‌های همسان اهمیت زیادی داشته است. در داخل کشور، موضوع رفتار تقلیدی شرکت‌های همسان تاکنون مورد بررسی قرار نگرفته است.



### فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش بیان شده می‌توان فرضیه‌های زیر را برای پژوهش تدوین کرد:

فرضیه اول: میانگین ساختار بدهی تسهیلات مالی صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر دارد.

فرضیه دوم: میانگین سودآوری صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر دارد.

فرضیه سوم: میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر دارند.

فرضیه چهارم: میانگین اندازه صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر دارد.

فرضیه پنجم: میانگین نوسان سودآوری صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت توصیفی همبستگی است. در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، داده‌ها به روش اسناد کاوی و به صورت سالانه جمع‌آوری گردید. در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون حداقل مربعات دومرحله‌ای (2SLS) استفاده می‌شود. در پژوهش‌های از جمله پژوهش لاری و روبرتس (۲۰۱۴) و دیوانگ و همکاران (۲۰۱۵) بر این موضوع تأکید شده است که اقدام‌ها ویژگی‌های گروه می‌تواند اقدام شرکتی که در گروه قرار دارد را تحت نفوذ قرار دهد. در ادبیات اقتصادسنجی این موضوع می‌تواند سبب مشکل درون‌زایی اگر در (مانسکی، ۱۹۹۳). در پژوهش حاضر و پژوهش‌های لاری و روبرتس (۲۰۱۴) و دیوانگ و همکاران (۲۰۱۵) این مشکل از طریق استفاده از سیاست تأمین مالی شرکت‌های همسان که به عنوان متغیر مستقل برای تعیین ساختار سرمایه شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد، ایجاد می‌شود. به عبارت دیگر، هر نوع وابستگی بین سیاست تأمین مالی شرکت و ویژگی‌های شرکت‌های همسان منجر به ایجاد این مشکل می‌شود. به منظور رفع مشکل درون‌زایی علاوه بر استفاده از متغیرهای ابزاری<sup>۲</sup>، لازم است برازش رگرسیون با استفاده از روش حداقل مربعات دومرحله‌ای صورت گیرد (سوری، ۱۳۹۳).

---

1. Endogeneity  
2. Instrumental Variable

در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌ها از مدل بیان شده در پژوهش دیوانگ و همکاران (۲۰۱۵) و لاری و روبرتس (۲۰۱۴) به شرح زیر استفاده شده است.

مدل (۱)

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Profit_{it} + \alpha_2 tanga_{it} + \alpha_3 earningv_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 mtb_{it} + \alpha_6 alev_{it} + \alpha_7 aprofit_{it} + \alpha_8 atanga_{it} + \alpha_9 aearningv_{it} + \alpha_{10} asize_{it} + \alpha_{11} amtb_{it} + \alpha_{12} abr_{it} + \varepsilon_{it}$$

که  $Lev_{it}$ ، نشان‌دهنده نسبت تسهیلات مالی به جمع دارایی شرکت،  $Profit_{it}$  نسبت سود خالص به دارایی شرکت،  $tanga_{it}$  نسبت دارایی‌های ثابت به دارایی شرکت،  $earningv_{it}$  نسبت انحراف معیار سود خالص به دارایی شرکت طی ۳ سال گذشته،  $Size_{it}$  لگاریتم طبیعی فروش شرکت،  $mtb_{it}$  نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت،  $alev_{it}$  میانگین نسبت تسهیلات مالی به دارایی‌های شرکت‌های موجود صنعت،  $aprofit_{it}$  میانگین نسبت سود خالص به دارایی شرکت‌های موجود در صنعت،  $atanga_{it}$  میانگین نسبت دارایی‌های ثابت به دارایی‌های موجود در صنعت،  $aearningv_{it}$  میانگین نسبت انحراف معیار سود خالص به دارایی‌های موجود در صنعت طی ۳ سال گذشته،  $asize_{it}$  میانگین لگاریتم طبیعی فروش شرکت‌های موجود در صنعت،  $amtb_{it}$  میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌های موجود در صنعت و  $abr_{it}$  بازده غیرعادی شرکت است.

در مدل ارائه شده در بالا متغیرهای مرتبط با سودآوری، نسبت دارایی ثابت، انحراف معیار سود خالص، اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به حقوق صاحبان سهام که در سطح شرکت موردسنجش قرار می‌گیرند را می‌توان به عنوان متغیرهای کنترل پژوهش حاضر در نظر گرفت.

در این پژوهش به منظور رفع مشکل درون‌زایی مدل و با اقتباس از پژوهش لاری و روبرتس (۲۰۱۴) از روش تحلیل رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله‌ای (2SLS) و با استفاده از متغیر بازده غیرعادی شرکت به عنوان متغیر ابزاری، مشکل ایجاد شده رفع می‌شود. بازده غیرعادی شرکت از برآورد مدل زیر به دست می‌آید:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{mt} + \alpha_2 R_{int} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در رابطه بالا  $R_i$  بازده سهم،  $m$  بازده بازار و  $R_{im}$  بازده صنعت است. برای محاسبه بازده بازار از شاخص کل و برای محاسبه بازده صنعت از شاخص هر صنعت استفاده گردید. پسماند مدل برآورد شده به عنوان بازده غیرعادی در نظر گرفته شد. بعد از محاسبه بازده غیرعادی شرکت به صورت ماهانه، از میانگین ساده ماهانه برای محاسبه میانگین بازده غیرعادی در طی سال استفاده شد.

جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای انتخاب نمونه پژوهش در دوره ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ از روش حذف سیستماتیک استفاده شد. بر این اساس معیارهای انتخاب نمونه پژوهش به شرح زیر تدوین گردید:

- ۱- در دوره پژوهش (۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴) در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- ۲- به منظور افزایش قابلیت مقایسه شرکت‌های مورد بررسی، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

۳- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه‌ها) به دلیل متفاوت بودن عملکرد آن‌ها، نباشند.

۴- اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

با اعمال معیارهای بالا در نهایت تعداد ۱۲۶ شرکت که در ۱۱ صنعت پذیرفته شده‌اند، به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد. تعداد شرکت‌های هر صنعت در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱. تعداد شرکت در صنایع نمونه پژوهش

| نام صنعت        | تعداد شرکت نمونه پژوهش | نام صنعت              | تعداد شرکت نمونه پژوهش |
|-----------------|------------------------|-----------------------|------------------------|
| دارویی          | ۲۱                     | غذایی به جز قند و شکر | ۹                      |
| خودرو قطعات     | ۱۷                     | کاشی و سرامیک         | ۸                      |
| شیمیایی         | ۱۶                     | فلزات اساسی           | ۷                      |
| سیمان، آهن و گچ | ۱۴                     | ماشین‌آلات و تجهیزات  | ۷                      |
| قند و شکر       | ۱۲                     | لاستیک و پلاستیک      | ۴                      |
| کانی غیرفلزی    | ۱۱                     |                       |                        |

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

در ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ارائه می‌شود. جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیرها   | میانگین | انحراف استاندارد | حداقل  | حداکثر | چولگی | کشیدگی |
|---|---------|------------------|--------|--------|-------|--------|
| نسبت بدهی تسهیلات مالی به دارایی شرکت                                     | ۰/۲۸۲   | ۰/۱۹۲            | ۰/۰۰۸  | ۱/۰۳۱  | ۰/۵۸۶ | ۳/۱۸۷  |
| نسبت سود خالص به دارایی شرکت  | ۰/۱۱۰   | ۰/۱۳۵            | -۰/۸۷۱ | ۰/۶۳۰  | ۰/۰۷۶ | ۳/۳۴۴  |
| نسبت دارایی‌های ثابت به دارایی شرکت                                       | ۰/۲۴۳   | ۰/۱۸۶            | ۰/۰۹۹  | ۰/۸۸۸  | ۱/۰۲۴ | ۳/۷۵۵  |
| نسبت نوسان ۳ ساله گذشته سود خالص به دارایی شرکت                           | ۰/۰۴۳   | ۰/۰۴۱            | ۰/۰۰۳  | ۰/۵۳۹  | ۰/۵۶۸ | ۳/۵۵۱  |
| لگاریتم طبیعی فروش شرکت   | ۱۳/۲۲۰  | ۱/۴۰۶            | ۹/۲۴۱  | ۱۸/۹۳۶ | ۰/۶۸۵ | ۴/۲۹۸  |
| نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری شرکت                       | ۲/۱۳۳   | ۲/۱۴۲            | -۴/۹۰  | ۱۶/۱۳۹ | ۰/۵۰۸ | ۳/۶۳۹  |
| بازده غیرعادی شرکت  | -۰/۰۴۹  | ۰/۲۰۹            | -۱/۰۰۶ | ۱/۰۲۶  | ۰/۶۴۷ | ۳/۱۴۲  |
| میانگین نسبت تسهیلات مالی به دارایی شرکت‌های موجود در صنعت                | ۰/۳۱۸   | ۰/۰۹۸            | ۰/۱۱۵  | ۰/۶۲۳  | ۰/۳۰۰ | ۲/۴۹۷  |
| میانگین نسبت سود خالص به دارایی شرکت‌های موجود در صنعت                    | ۰/۱۰۶   | ۰/۰۸۱            | -۰/۱۱۷ | ۰/۳۲۸  | ۰/۰۳۲ | ۲/۵۲۹  |
| میانگین نسبت دارایی‌های ثابت به دارایی شرکت‌های موجود در صنعت             | ۰/۳۷۷   | ۰/۱۸۴            | ۰/۰۸۴  | ۰/۹۴۲  | ۰/۶۷۶ | ۲/۶۵۴  |
| میانگین نسبت نوسان ۳ ساله گذشته سود خالص به دارایی شرکت‌های موجود در صنعت | ۰/۰۶۳   | ۰/۰۳۵            | ۰/۰۱۲  | ۰/۲۲۹  | ۰/۴۶۱ | ۳/۷۷۵  |
| میانگین لگاریتم طبیعی فروش شرکت‌های موجود در صنعت                         | ۱۳/۶۸۶  | ۱/۲۳۲            | ۱۱/۵۸۸ | ۱۷/۴۲۷ | ۰/۶۶۳ | ۲/۸۳۴  |
| میانگین نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری                    | ۲/۴۵۳   | ۱/۵۹۱            | ۰/۴۷۴  | ۱۵/۱۳۲ | ۰/۸۱۵ | ۳/۵۹۶  |

میانگین و انحراف معیار بدهی تسهیلات مالی به ترتیب ۰/۲۸۲ و ۰/۱۹۲ است. این موضوع نشان می‌دهد که حدود ۲۸ درصد از ساختار سرمایه شرکت‌های نمونه پژوهش از طریق تسهیلات مالی دریافتی از بانک‌ها تأمین شده است. میانگین و انحراف معیار بدهی تسهیلات مالی صنعت به ترتیب ۰/۳۱۸ و ۰/۰۹۸ است. این موضوع حاکی از این است که در صنایع منتخب حدود ۳۱ درصد از ساختار سرمایه از طریق تسهیلات مالی دریافتی از بانک‌ها تأمین شده است.

نتایج آزمون F لیمر و هاسمن جهت تعیین نوع داده‌ها در جدول (۳) ارائه شده است. بر اساس نتایج این دو آزمون، مدل اصلی پژوهش با استفاده از روش اثرات تصادفی و مدل بازده غیرعادی با استفاده از روش تلفیقی برازش شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون تشخیصی پژوهش

| نام مدل               | آماره F لیمر | سطح معناداری | نتیجه   | آماره هاسمن  | سطح معناداری | نتیجه        |
|-----------------------|--------------|--------------|---------|--------------|--------------|--------------|
| مدل اصلی پژوهش (۱)    | ۱/۲۷         | ۰/۰۰         | تابلویی | ۰/۰۰         | ۱/۰۰         | اثرات تصادفی |
| مدل بازده غیرعادی (۲) | ۰/۰۰         | ۱/۰۰         | تلفیقی  | نیازی ندارد. |              |              |

نتایج مربوط به برازش مدل بازده غیرعادی در جدول (۴) ارائه شده است. نتایج آزمون ولدریج جهت بررسی خودهمبستگی و آزمون نسبت راست نمایی<sup>۱</sup> (LR) ناهمسانی واریانس حاکی از وجود خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس است. به منظور رفع مشکل خودهمبستگی از مدل خود بازگشتی مرتبه اول و به منظور رفع مشکل ناهمسانی واریانس از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. نتایج جدول (۴) نشان می‌دهد که بازده صنعت و بازده بازار در سطح خطای ۵ درصد بر بازده سهم تأثیر مثبت و معنادار دارد.

جدول ۴. نتایج برازش مدل (۲) جهت محاسبه بازده غیرعادی

| $R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 R_{mt} + \alpha_2 R_{int} + \varepsilon_{it}$ |               |                |          |              |
|---|---------------|----------------|----------|--------------|
| نام متغیر   | ضریب          | خطای استاندارد | t آماره  | سطح معناداری |
| عرض از مبدأ   | -۰/۰۶۷        | ۰/۰۰۰۲         | -۲۶۷/۲۲۹ | ۰/۰۰۰        |
| بازده صنعت  | ۰/۷۲۱         | ۰/۰۰۲          | ۲۵۳/۸۰۴  | ۰/۰۰۰        |
| بازده بازار   | ۰/۱۳۳         | ۰/۰۰۴          | ۳۰/۳۲۲   | ۰/۰۰۰        |
| خود بازگشتی مرتبه اول   | ۰/۰۰۶         | ۰/۰۰۱          | ۴/۰۰۵    | ۰/۰۰۰        |
| ضریب تعیین تعدیل شده  | ۰/۰۶          |                |          |              |
| آماره F سطح معناداری  | ۳۴۴۵۲ (۰/۰۰۰) |                |          |              |
| دوربین واتسون   | ۱/۷۳          |                |          |              |

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش در جدول (۵) ارائه گردیده است. تفسیر مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش بر اساس سطح خطای ۵ درصد و آماره Z به شرح زیر بیان شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

| $Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Profit_{it} + \alpha_2 tanga_{it} + \alpha_3 earningv_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 mtb_{it} + \alpha_6 alev_{it} + \alpha_7 aprofit_{it} + \alpha_8 atanga_{it} + \alpha_9 aearningv_{it} + \alpha_{10} asize_{it} + \alpha_{11} amtb_{it} + \alpha_{12} abr_{it} + \varepsilon_{it}$ |         |                  |         |              |
|---|---------|------------------|---------|--------------|
| متغیر   | ضریب    | انحراف استاندارد | آماره Z | سطح معناداری |
| عرض از مبدأ   | ۰/۸۷۱   | ۰/۳۴۰            | ۲/۵۶    | ۰/۰۱         |
| نسبت سود خالص به دارایی شرکت  | -۰/۷۶۰  | ۰/۰۵۲            | -۱۴/۴۴  | ۰/۰۰         |
| نسبت دارایی‌های ثابت به دارایی شرکت   | -۰/۰۰۰۳ | ۰/۰۴۳            | -۰/۰۱   | ۰/۹۹         |
| نسبت نوسان سود خالص به دارایی شرکت  | -۰/۵۹۹  | ۰/۱۱۰            | -۵/۴۴   | ۰/۰۰         |
| لگاریتم طبیعی فروش شرکت   | ۰/۰۲۹   | ۰/۰۰۳            | ۷/۷۳    | ۰/۰۰         |
| نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری شرکت   | ۰/۰۰۴   | ۰/۰۰۲            | ۱/۷۸    | ۰/۰۷         |
| میانگین نسبت تسهیلات مالی به دارایی شرکت‌های موجود در صنعت  | -۰/۹۴۷  | ۰/۵۴۸            | -۱/۷۳   | ۰/۰۸         |
| میانگین نسبت سود خالص به دارایی شرکت‌های موجود در صنعت  | -۰/۴۰۹  | ۰/۴۵۴            | -۰/۹۰   | ۰/۳۶         |
| میانگین نسبت دارایی‌های ثابت به دارایی شرکت‌های موجود در صنعت   | ۰/۰۱۱   | ۰/۰۵۱            | ۰/۲۳    | ۰/۸۱         |
| میانگین نسبت نوسان سود خالص به دارایی شرکت‌های موجود در صنعت  | -۰/۰۳۶  | ۰/۱۶۷            | -۰/۲۲   | ۰/۸۲         |
| میانگین لگاریتم طبیعی فروش شرکت‌های موجود در صنعت   | -۰/۰۳۹  | ۰/۰۰۷            | -۵/۱۷   | ۰/۰۰         |
| میانگین نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری شرکت‌های موجود در صنعت   | ۰/۰۰۰۹  | ۰/۰۰۷            | ۰/۱۳    | ۰/۸۹         |
| بازده غیرعادی شرکت  | -۰/۰۴۳  | ۰/۰۲۲            | -۱/۹۲   | ۰/۰۶         |
| آماره والد  |         | ۶۴۱/۶۷           |         |              |
| سطح معناداری  |         | (۰/۰۰۰)          |         |              |
| ضریب تعیین  |         | ۰/۲۸             |         |              |

در فرضیه اول پژوهش تأثیر میانگین ساختار بدهی تسهیلات مالی صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت مطرح گردید. ضریب و آماره Z برای متغیر ساختار بدهی تسهیلات مالی صنعت به ترتیب  $-0/947$  و  $-1/73$  است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار نمی‌باشد. به عبارت دیگر، میانگین ساختار بدهی تسهیلات مالی صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر ندارد.

در فرضیه دوم پژوهش تأثیر میانگین سودآوری صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت بررسی می‌شود. ضریب و آماره Z برای متغیر سودآوری صنعت به ترتیب  $-0/409$  و  $-0/90$  است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار نمی‌باشد. به عبارت دیگر، میانگین سودآوری صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر ندارد.

در فرضیه سوم پژوهش به آزمون این فرضیه پرداخته شد که میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر دارد. ضریب و آماره Z برای متغیر میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری صنعت به ترتیب  $0/0009$  و  $0/13$  است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار نمی‌باشد. به عبارت دیگر، میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر ندارد.

فرضیه چهارم پژوهش به بررسی تأثیر میانگین اندازه صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی می‌پردازد. ضریب و آماره Z برای متغیر اندازه صنعت به ترتیب  $-0/039$  و  $-5/17$  است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. به عبارت دیگر، میانگین اندازه صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی تأثیر دارد.

در فرضیه پنجم تأثیر میانگین نوسان سودآوری صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت بررسی می‌شود. ضریب و آماره Z برای متغیر اندازه صنعت به ترتیب  $-0/036$  و  $-0/22$  است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار نمی‌باشد. به عبارت دیگر، میانگین نوسان سودآوری صنعت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر ندارد.

علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان دارد که از ویژگی‌های خاص شرکت متغیرهای سودآوری شرکت، نوسان سودآوری شرکت و اندازه شرکت بر ساختار بدهی تسهیلات مالی شرکت در سطح خطای ۵ درصد به ترتیب تأثیر منفی، منفی و مثبت معنادار دارد.

## نتیجه‌گیری و بحث

یکی از چالش‌های مدیران شرکت‌ها انتخاب ساختار سرمایه بهینه است. به دلیل نبود مدل‌های دقیق و مشخص نبودن تمام عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه بهینه، مدیران تمایل دارند رفتار تقلیدی از شرکت‌های همسان را برای دستیابی به ساختار سرمایه مناسب در پیش گیرند. نظریه عدم تقارن اطلاعاتی و نظریه نمایندگی از وجود رفتار تقلیدی شرکت‌های همسان حمایت می‌کند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر رفتار تقلیدی شرکت‌های همسان بر تأمین مالی خارجی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای دستیابی به این هدف، پنج فرضیه تدوین و مورد آزمون تجربی قرار گرفت.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که متغیرهای میانگین بدهی تسهیلات مالی صنعت، میانگین سودآوری صنعت، میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری صنعت و میانگین نوسان سودآوری صنعت بر ساختار سرمایه تأثیر ندارد. نتایج پژوهش با پژوهش‌های دیوانگ و همکاران (۲۰۱۵) و لاری و روبرتس (۲۰۱۴) سازگاری ندارد ولی با پژوهش امین و همکاران (۲۰۱۶) سازگار است. علاوه بر این نتایج پژوهش نشان داد که متغیر میانگین اندازه صنعت بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر دارد. اگرچه این متغیر در سطح خطای ۵ درصد معنادار است اما از نظر علامت ضریب با پژوهش‌های دیوانگ و همکاران (۲۰۱۵) و لاری و روبرتس (۲۰۱۴) همخوانی ندارد. بنابراین، در کل می‌توان بیان نمود که رفتار تقلیدی شرکت‌های همسان تأثیری بر انتخاب سیاست‌های تأمین مالی خارجی شرکت ندارد.

نتایج آزمون پژوهش نشان داد که میانگین بدهی تسهیلات مالی صنعت بر بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر ندارد. بنابراین، ساختار سرمایه شرکت تحت تأثیر شرکت‌های همسان قرار نمی‌گیرد. نتیجه دیگر پژوهش حاکی از این است که مدیران شرکت‌ها برای تأمین مالی خارجی به‌جای توجه به اثرات شرکت‌های همسان، از ویژگی‌های خاص شرکت برای دستیابی به ساختار سرمایه بهینه شرکت استفاده می‌کنند و از این رو، مدیران شرکت‌ها متناسب با شرایط و موقعیت شرکت اقدام به تأمین مالی خارجی می‌کنند.

نتایج آزمون سایر فرضیه‌های پژوهش نشان داد میانگین سودآوری صنعت، میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری صنعت و میانگین نوسان سودآوری صنعت بر بدهی تسهیلات مالی شرکت تأثیر ندارد. این نتایج اشاره دارد که اثرات شرکت‌های همسان از نظر متغیر سودآوری، نوسان سودآوری و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بر تصمیم‌گیری مدیران برای انتخاب سیاست‌های



تأمین مالی شرکت تأثیر ندارد. به عبارت دیگر مدیران در انتخاب سیاست‌های تأمین مالی شرکت شرایط درون‌سازمانی را مورد توجه قرار می‌دهند و به رفتار تقلیدی از شرکت‌های همسان توجهی نمی‌کنند.

### پیشنادهای حاصل از نتایج پژوهش

بر اساس نتایج به دست آمده به اعتبار دهندگان پیشنهاد می‌شود برای اختصاص منابع به شرکت‌ها به ویژگی‌های خاص شرکت توجه نمایند. افزون بر این به مدیران پیشنهاد می‌گردد که اثرات شرکت‌های همسان را در تصمیم‌گیری‌های مرتبط با ساختار سرمایه دخالت ندهند و با عدم پیروی از رفتار تقلیدی در شرکت‌های همسان، متناسب با شرایط شرکت اقدام به تغییر ساختار سرمایه کنند.



## منابع

- اسدی، غلامحسین، بیات، مرتضی و سجاد نقدی (۱۳۹۳). عوامل مالی و غیرمالی مؤثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه. پژوهش‌های تجربی حسابداری. ۴(۲). صص. ۱۸۷-۲۰۳.
- حاجیها، زهره، اخلاقی، حسنعلی (۱۳۹۲). «بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت»، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال ششم، شماره هفدهم، صص. ۵۹-۷۴.
- حاجیها، زهره، اخلاقی، حسنعلی (۱۳۹۱). «بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی شرکت: آزمون تجربی تئوری نمایندگی و تئوری اهرم»، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی سال دهم - شماره ۳۳، بهار ۱۳۹۱، صص. ۱۶۱-۱۴۱.
- خلیفه سلطانی، سید احمد و سیمین خواجوی (۱۳۹۵). تأثیر مخاطرات اخلاقی بر ساختار سرمایه. مطالعات تجربی حسابداری مالی. ۴۹، صص. ۱۷۱-۱۸۹.
- رحیمیان، نظام‌الدین، توکل نیا، اسماعیل، کرملو، میثم (۱۳۹۲). «اظهار نظر حسابرسی تعدیل شده و ساختار سررسید بدهی»، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۵، شماره ۲۰، صص. ۱۵۷-۱۸۰.
- سوری، علی (۱۳۹۳). اقتصادسنجی (پیشرفته) همراه با کاربرد Stata12 و Eviews8 چاپ دوم. تهران: نشر فرهنگ شناسی.
- نبیئی بروجنی، حسین و محمد نوروزی (۱۳۹۴). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نظریه سلسله مراتبی. پژوهش‌های حسابداری، ۴(۴)، صص. ۶۵-۸۴.
- نیکو مرام، هاشم، رهنمای رود پستی، فریدون و عارفه مصحفی. (۱۳۹۱). ارزیابی کاربرد تئوری توازن پایدار در ساختار سرمایه شرکت. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی ۴ (۱۵). صص. ۲۱-۴۲.
- جوادی، نوید و سیروس فتاحی (۱۳۹۵). بررسی تأثیر پاداش مدیران بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی. ۴(۳). صص. ۶۹-۹۴.

— پور حیدری، امید، ودیعی نوقانی، محمد حسین، هوشمند زعفرانی، رحمت اله، دهقانی، مرتضی و فاطمه دهقان (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین نوع رشد و ساختار واحدهای تجاری. راهبرد مدیریت مالی. ۴(۲). صص. ۱-۲۳.

- Amin, M., Hashmi, S. H., & Saeed, M. B. (2016). Impact of Peer Firms on Capital Structure of Firm: Evidence from Pakistan. *www.ssrn.com*.
- Asadi, G., Bayat, M., Naghdi, S.(2015). Financial and Non-financial Factors Effective on Capital Structure Decisions. *Journal of Empirical research in Accounting*, 4( 2), pp.187-203. [In Persian].
- Chen, S., & Ma, H. (2017). Peer effects in decision-making: Evidence from corporate investment. *China Journal of Accounting Research*, 10(2), pp.167-188.
- Duong, H. K., Ngo, A. D., & McGowan, C. B. (2015). Industry peer effect and the maturity structure of corporate debt. *Managerial Finance*, 41(7), pp.714-733.
- Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance*, 41(1), pp.19-37.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2), pp.187-243.
- Hajiha, Z., Akhlaghi, H. (2013). The Investigation of the Board Characteristics' Effect on Firm Debt Maturity Structure. *Management Accounting*, 6(17), pp.59-74. [In Persian].
- Hajiha, Z., Akhlaghi, H. (2012). The Investigation of the Board Characteristics' Effect on Firm Debt Maturity Structure. *Empirical Studies in financial Accounting Quarterly*, 10(33), pp.141-161. [In Persian].
- Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., & Titman, S. (1994). Security analysis and trading patterns when some investors receive information before others. *The Journal of Finance*, 49(5), pp.1665-1698.
- Hoberg, G., & Phillips, G. (2010). Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: A text-based analysis. *Review of Financial Studies*, 23(10), pp.3773-3811.
- Javadi, N., and Fatahi,S. (2016). The Effect of the Executive Compensation on the Capital Structure and Financial Performance of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Strategy*, 4(3), 69-94. [In Persian].
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), pp.305-360.

- Khalifeh Soltani, S. A., Khajavi, S. (2016). The Impact of Moral Hazard on Capital Structure. *Empirical Studies in financial Accounting Quarterly*, 13( 49), pp.171-189. [In Persian].
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2014). Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? *Journal of Finance*, 69(1), 139–178.
- Liang, Y. (2016) The Recognition of Capital Structure Peer Effect of Chinese Listed Companies. *American Journal of Industrial and Business Management*, 6, pp.709-716.
- MacKay, P., & Phillips, G. M. (2005). How does industry affect firm financial structure?. *Review of Financial Studies*, 18(4), pp.1433-1466.
- Manski, C. F. (1993). Identification of endogenous social effects: The reflection problem. *The review of economic studies*, 60(3), pp.531-542.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), pp.147-175.
- Nabiei Boroujeni, H. (2015). The Determinant Factors of Capital Structure of Companies Listed in Tehran Stock Exchange using Hierarchical Theory. *Journal of accounting research*, 4(4), pp.65-84. [In Persian].
- Nikoomaram, H., Rahnamaye Roodposhti, F, Moshefi, A. (2012). The Evaluation of the Static Tread-off Theory in Capital Structure. *The Financial Accounting and Audit in Researches*, 4(15), pp.21-41. [In Persian].
- Pourheydari, O., Vadiee Nowghabi, M. H., Houshmand Zaferanie, R., Dehghani, M., and Dehghan, F. (2016). The Investigation of the Relationship between Growth Type and Capital Structure of Firms. *Journal of Financial Management Strategy*, 4(2), pp.1-23. [In Persian].
- Rahimian, N., Tavakolnia, E., Karamlou, M. (2014). Qualified Audit Opinion and Debt Maturity Structure. *The Financial Accounting and Auditing Researches*, 5(20), pp.157-180. [In Persian].
- Rezaee, Z., Gao, L., & Yu, J. Industry peer firms earnings predictably, financial crisis and IPO underpricing. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Sourì, A. (2013). *Advanced Econometrics by using Stata12 and Eviews8*, Farhang press. [In Persian].
- Wang, X., (2015). How do peer firms affect a firm's earnings forecast decision around the earnings announcement date?. *HKU Theses Online (HKUTO)*.
- Welch, I. (2004). Capital structure and stock returns. *Journal of political economy*, 112(1), pp.106-131.