

## شناسایی سازه‌های مؤثر در جذب بدهی

سعید جبارزاده کنگرلویی\* انور بایزیدی\*\* امجد رحمانزاده\*\*\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۱۰/۲۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۱۲/۲۳

### چکیده

هدف این پژوهش شناسایی و معرفی سازه‌های مؤثر در تأمین مالی از طریق بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دوره زمانی پژوهش، ۱۳۸۷-۱۳۸۲ بوده و ۳۶۰ سال-شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش در حالت تلفیقی (تجمعی)، از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره با اثرات ثابت در نرم‌افزار اقتصادسنجی 6 EViews استفاده شده است. در این پژوهش، اهرم مالی کل بدهی بر کل دارایی به‌عنوان متغیر وابسته و درصد مالکیت نهادی به‌عنوان متغیر مستقل و از متغیرهای کنترلی مؤثر بر جذب بدهی شامل سود نقدی سهام، سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی‌ها، نقدینگی، رشد و اندازه شرکت نیز استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که بین جذب بدهی و درصد مالکیت نهادی رابطه‌ای وجود ندارد و با وارد کردن متغیرهای کنترلی در مدل رگرسیونی، قدرت توضیحی مدل از ۲۷٪ به ۴۶٪ افزایش می‌یابد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که در طی دوره پژوهش متغیرهای سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی، نقدینگی، نرخ رشد و اندازه شرکت از عوامل مؤثر بر جذب بدهی شرکت بوده‌اند. لازم به ذکر است که در بین متغیرهای پژوهش، متغیر ریسک تجاری در طی دوره پژوهش، با توجه به بالا بودن ضریب رگرسیونی آن در مقایسه با سایر متغیرها، دارای بیش‌ترین تأثیر بر روی جذب بدهی بوده است.

واژه‌های کلیدی: جذب بدهی، درصد مالکیت نهادی، رگرسیون تلفیقی، شرکت‌های بورس.

\* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد ارومیه، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. dr\_jabbarzadeh@yahoo.com

\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شیراز.

\*\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.

## ۱- مقدمه

رابطه بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست‌های تأمین مالی در متون مالی در خور توجه است. لند<sup>۱</sup> و پایل<sup>۲</sup> (۱۹۷۷) و جنسن<sup>۳</sup> (۱۹۸۶) در زمره نخستین پژوهشگرانی بودند که به این موضوع واقف شدند. علاوه بر این، شواهد تجربی از رابطه بین ساختار بدهی و مالکیت نهادی وجود دارد.

چاگانتی<sup>۴</sup> و دامنیور<sup>۵</sup> (۱۹۹۱)، جنسن و همکاران<sup>۶</sup> (۱۹۹۲)، گریر<sup>۷</sup> و زیچوویکز<sup>۸</sup> (۱۹۹۴)، موهد و هماران<sup>۹</sup> (۱۹۹۸) و برایلسفورد و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۲) از جمله کسانی بودند که رابطه بین ساختار بدهی و ساختار مالکیت نهادی را شناسایی کردند.

شرکت‌های کنونی، شرکت‌هایی هستند که مالکیت آن‌ها در اختیار گروه‌های مختلف می‌باشد و هر یک از آن‌ها هدف‌های متفاوتی دارند؛ با توجه به اینکه در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و برخی از مالکان، از جمله مالکان نهادی، ممکن است انگیزه‌ها و استراتژی‌های متفاوتی برای نظارت داشته و نیز ممکن است اطلاعات بهتری نسبت به بازار داشته باشند که به بهبود عملکرد شرکت بیانجامد، در نتیجه وجود مالکان نهادی می‌تواند انگیزه‌ای برای اعتباردهندگان شرکت از طرق مختلف، از قبیل اعطای وام، فروش نسبه به شرکت و ... باشد.

این رابطه واقعاً در بازارهای در حال توسعه به‌خصوص در ایران نادیده گرفته شده است. بنابراین این مطالعه در نظر دارد رابطه متقابل بین جذب بدهی و مالکیت نهادی

- 
1. Leland
  2. Pyle
  3. Jensen
  4. Chaganti
  5. Damanpour
  6. Jensen et al.
  7. Grier
  8. Zychowicz
  9. Moh'd et al.
  10. Brailsford et al.

را در کنار سایر عوامل مؤثر بر تأمین مالی، از طریق بدهی، را در بازار بورس اوراق بهادار تهران بررسی کند.

## ۲- اهمیت موضوع پژوهش

با توجه به رقابت شدید در عرصه صنعت و تجارت و تغییرات سریع و آنی در تکنولوژی تولید و ارائه خدمات در دنیای امروزی، شرکت‌ها همواره به دنبال تأمین منابع مالی مورد نیاز خود برای ادامه فعالیت و کسب سودآوری بیش‌تر هستند. تأمین مالی شرکت‌ها به طرق مختلف صورت می‌گیرد. یکی از مهم‌ترین و شاید جذاب‌ترین منبع تأمین مالی شرکت‌ها، تأمین مالی از طریق بدهی و به ویژه ایجاد بدهی‌های کوتاه مدت، از قبیل بستانکاران، پیش‌دریافت‌ها و ...، و تأخیر در بازپرداخت آن‌ها بدون ایجاد عدم رضایت در این‌گونه اشخاص است؛ و لذا شناسایی عواملی که بتواند در تأمین مالی از طریق بدهی مؤثر واقع شود از نیازهای ضروری شرکت‌ها در عرصه رقابتی امروز است که در این پژوهش به این موضوع پرداخته شده است.

## ۳- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

دو منبع اصلی تأمین مالی هر واحد اقتصادی، در حالت کلی عبارتند از بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام. اتخاذ تصمیمات مهم ساختار سرمایه و تنظیم نسبت هر یک از اجزای تشکیل‌دهنده آن مانند بسیاری از تصمیم‌های مدیریت تحت تأثیر عوامل زیادی قرار می‌گیرد و این عوامل ناشی از خصوصیات ذاتی و ویژگی‌های منابع مالی یا متأثر از سایر عوامل داخلی و خارجی مرتبط با عملیات شرکت و شرایط محیط تجاری آن می‌باشند. حقوق مالکانه، الزامات پرداخت، ادعا بر دارایی‌ها، ادعا بر سود، عمده‌ترین خصوصیات ذاتی و ویژگی‌های منابع مالی هستند که بر انتخاب ساختار سرمایه شرکت مؤثر می‌باشند. سرمایه‌گذاران نهادی تجربه زیادی در جمع‌آوری و تفسیر اطلاعات بر روی عملکرد شرکت‌ها دارند. تئوری نمایندگی بیان می‌کند که ساختار سرمایه و ساختار

۹۰ ..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره سیزدهم، بهار ۱۳۹۱

مالکیت بهینه، هزینه‌های نمایندگی را به حداقل می‌رسانند (جنسن و مک‌لینگ<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶: ۳۱۰ و جنسن، ۱۹۸۶: ۳۲۵). بنابراین انتظار می‌رود که بین جذب بدهی و ساختار مالکیت با استفاده از داده‌های مربوطه، رابطه‌ای یافت شود.

مطالعات تجربی در این زمینه به نتایج مختلفی دست یافته‌اند. چاگانتی و دامنیور (۱۹۹۱)، گریر و زیچوویگز (۱۹۹۴)، باتالا و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۹۴) و کراتچلی<sup>۳</sup> و جنسن (۱۹۹۶) بین مالکیت نهادی و اهرم<sup>۴</sup> به یک رابطه منفی دست یافتند. از سوی دیگر، لند و پایل (۱۹۷۷)، برگر و همکاران<sup>۵</sup> (۱۹۹۷) و چن<sup>۶</sup> و ستینر<sup>۷</sup> (۱۹۹۹) نشان دادند که بین مالکیت مدیریتی و اهرم رابطه مثبت وجود دارد. به علاوه، تانگ<sup>۸</sup> و نینگ<sup>۹</sup> (۲۰۰۴) ادعا کردند که نسبت‌های بالای اهرمی در شرکت‌ها، یک پیام منفی است که شرکت در آینده با مشکلات مالی مواجه می‌شود. بنابراین سرمایه‌گذاران نهادی، شرکت‌های با نسبت‌های پایین اهرمی را ترجیح می‌دهند.

جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) معتقدند که شرکت‌های دارای دارایی‌های مشهود<sup>۱۰</sup> بیش‌تر می‌توانند از این دارایی‌ها به‌عنوان وثیقه استفاده کنند؛ بنابراین یک رابطه مثبت بین دارایی‌های مشهود (ساختار دارایی‌ها) و بدهی‌ها انتظار می‌رود. علاوه بر این، تئوری نمایندگی بیان می‌کند که ساختارهای بهینه سرمایه و مالکیت ممکن است برای حداقل کردن هزینه‌های نمایندگی استفاده شوند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶: ۳۱۱ و جنسن، ۱۹۸۶: ۳۲۶).

با توجه به تئوری سلسله مراتبی<sup>۱۱</sup> در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، یک شرکت منابع مالی داخلی را نسبت به سایر منابع و جوه ترجیح می‌دهد و لذا یک رابطه منفی بین

- 
1. Meckling
  2. Bathala et al.
  3. Crutchley
  4. Leverage
  5. Berger et al.
  6. Chen
  7. Steiner
  8. Tong
  9. Ning
  10. Tangible
  11. Pecking Order Theory

اهرم و سودآوری گذشته شرکت، انتظار می‌رود (میرزا<sup>۱</sup> و ماجلوف<sup>۲</sup>، ۱۹۸۴: ۱۸۹). والینگ<sup>۳</sup> و لونگ<sup>۴</sup> (۱۹۸۴) پیشنهاد می‌کنند که هم‌راستا کردن منافع مدیران و سهامداران بر روی بستانکاران<sup>۵</sup> هم تأثیر می‌گذارد و نقش حقوق سهامداران را کم اهمیت می‌کند.

جان<sup>۶</sup> و ویلیامز<sup>۷</sup> (۱۹۸۵) و میلر<sup>۸</sup> و کوین<sup>۹</sup> (۱۹۸۵) استدلال می‌کنند که یک رابطه مثبت بین پرداخت‌های سود نقدی و اهرم (ساختار بدهی) وجود دارد.

شرکت‌های بزرگ تمایل به متنوع‌سازی دارند و کمتر در معرض ورشکستگی قرار می‌گیرند. بنابراین یک رابطه مثبت بین اندازه شرکت و اهرم انتظار می‌رود (بهادوری<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۲: ۲۰۰۲) و سرمایه‌گذاران نهادی به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بزرگ تمایل دارند (تانگ و نینگ، ۲۰۰۴، ۵۵).

تسای<sup>۱۱</sup> و گو<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۷) معتقدند که مؤسسات مالی مایل هستند تا در شرکت‌های دارای فعالیت تفریحی عمومی بزرگ‌تر با اهرم مالی<sup>۱۳</sup> پایین‌تر سرمایه‌گذاری کنند.

النجار<sup>۱۴</sup> و تیلور<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۸) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های اردنی از عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه به‌طور مشابه با بازارهای توسعه یافته از قبیل سودآوری، اندازه شرکت، نرخ رشد، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، ساختار دارایی‌ها و نقدینگی استفاده می‌کنند.

نسبت‌های نقدینگی هم اثر مثبت و هم اثر منفی بر روی تصمیم‌های ساختار

- 
1. Myers
  2. Majluf
  3. Waling
  4. Long
  5. Renders
  6. John
  7. Williams
  8. Miller
  9. Kevin
  10. Bhaduri
  11. Tsai
  12. Gu
  13. Financial Leverage
  14. Al-najjar
  15. Taylor

۹۲ ..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره سیزدهم، بهار ۱۳۹۱

سرمایه (بدهی) دارند و بنابراین خالص اثر ناشناخته است (همان مآخذ، ۲۰۰۸: ۹۲۲). مشکلات نمایندگی احتمالاً برای شرکت‌های در حال رشد، جدی‌تر باشد، بنابراین نرخ رشد مورد انتظار بایستی دارای رابطه منفی با اهرم بلندمدت باشد (همان مآخذ، ۲۰۰۸: ۹۲۳).

با توجه به تئوری ورشکستگی<sup>۱</sup>، یک رابطه منفی بین ریسک تجاری و ساختار سرمایه وجود دارد (همان مآخذ، ۲۰۰۸: ۹۲۲).

هوانگ<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که مالکیت مدیریتی، منافع مدیران و سهامداران را همسو می‌کند و این امر موجب کاهش میزان مسائل نمایندگی و نهایتاً کاهش هزینه سرمایه مالکانه شرکت می‌شود، علاوه بر این یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی در تأثیرگذاری بر روی هزینه سرمایه مالکانه می‌تواند جایگزین حقوق سهامداران شود به طوری که در سطح مالکیت مدیریتی بالا، حقوق قوی سهامداران<sup>۳</sup> کم‌اهمیت می‌شود که این موضوع هم‌راستا با تئوری مالکیت مدیریتی<sup>۴</sup> است.

راه‌چمنی (۱۳۸۵) نقش ساختار مالکیت و حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران و سهامداران پس از خصوصی‌سازی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که در کشورهایی که از سرمایه‌گذاران کمتر حمایت می‌شود، تمرکز در مالکیت بیش‌تر است و خصوصی‌سازی و مالکیت خصوصی سبب بهبود عملکرد می‌شود.

حشمتی (۱۳۸۵) در پایان‌نامه کارشناسی ارشد، با عنوان بررسی تأثیر اطلاعات گذشته بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با بررسی ۱۶۴ شرکت فعال طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۷۹ با بیکارگیری مدل رگرسیونی داده‌های تابلویی به این نتیجه رسید که بین سودآوری، بازده سهام، کسری مالی و نسبت

- 
1. Bankruptcy Theory
  2. Huang
  3. Strong Shareholder Rights
  4. Theory Managerial Ownership

ارزش بازار بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت با ساختار سرمایه رابطه معنی‌داری وجود دارد. این رابطه در مورد سودآوری از قدرت بالایی برخوردار بوده و پایداری تأثیر آن بر اهرم بازار تا ۲ سال ادامه می‌یابد. همچنین در مورد کسری مالی نیز تأثیر آن بر اهرم دفتری تا ۲ سال و تأثیر بازده سهام بر اهرم دفتری تا ۱ سال پایدار می‌باشد. ارزش بازار بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت تنها متغییری است که دارای تأثیر کوتاه‌مدت هم بر اهرم بازار و هم بر اهرم دفتری می‌باشد و تأثیر آن بر دوره‌های دیگر تسری پیدا نمی‌کند. سینایی (۱۳۸۶) به بررسی تأثیر عوامل داخلی شرکت‌ها بر چگونگی شکل‌گیری ساختار سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و نتیجه گرفته است که عامل خاص هر صنعت بر ساختار مالی شرکت‌ها تأثیر دارد.

صلواتی و رساییان (۱۳۸۶) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام (اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام)، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و سودآوری و ساختار سرمایه (اهرم مالی) پرداختند. در این راستا تعداد ۶۰ شرکت از بین جامعه آماری، که اطلاعات مورد نیاز برای دوره ۴ ساله مورد پژوهش (۱۳۸۳-۱۳۸۰) در مورد آن‌ها قابل دسترسی بود را انتخاب کردند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون ترکیبی استفاده کردند. نتایج پژوهش بیانگر این مسأله است که بیش از ۵۷٪ تغییرات در اهرم مالی توسط متغیرهای مستقل نقدشوندگی سهام، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و درآمد قبل از سود تسهیلات دریافتی، مالیات و استهلاک قابل توضیح است.

کیمیاگری و عینعلی (۱۳۸۷) در پژوهشی، با عنوان ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران) در طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۰، با استفاده از تکنیک غربال‌گری، تعداد ۷۸ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را انتخاب و با استفاده از الگوریتم کاهش داده، به بررسی متغیرهای تأثیرگذار بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در تئوری توازن، تئوری

۹۴ ..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره سیزدهم، بهار ۱۳۹۱

سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی، تئوری هزینه‌های نمایندگی و تئوری زمان‌سنجی بازار هم در سطح کل شرکت‌ها و هم در سطح هر یک از صنایع پرداختند.

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

##### ۴-۱- فرضیه اصلی

بین ساختار مالکیت نهادی و جذب بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

##### ۴-۲- فرضیه‌های فرعی

در رابطه با فرضیه اصلی، ۲ فرضیه فرعی زیر بررسی می‌شود:

۱. بین درصد مالکیت نهادی و جذب بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به صورت تجمعی (تلفیقی) رابطه وجود دارد.
۲. بین درصد مالکیت نهادی و جذب بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در کنار سایر عوامل تأثیرگذار، به صورت تجمعی (تلفیقی) رابطه وجود دارد.

#### ۵- متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌ها، به سه گروه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی تقسیم می‌شوند.

##### ۵-۱- متغیر مستقل

متغیر مستقل استفاده شده در این پژوهش عبارت است از:  
درصد مالکیت نهادی از سهام تصویب شده<sup>۱</sup>.



## ۵-۲- متغیر وابسته

متغیر وابسته استفاده شده در این پژوهش عبارت است از:  
جذب بدهی که از طریق تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها<sup>۱</sup> محاسبه می‌شود.

## ۵-۳- متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی استفاده شده در این پژوهش به‌عنوان سایر عوامل تأثیرگذار بر جذب بدهی عبارتند از:

- الف: نسبت پرداخت سود نقدی سهام<sup>۲</sup> به‌عنوان نماینده سود نقدی سهام
- ب: بازده حقوق صاحبان سهام<sup>۳</sup> به‌عنوان شاخصی برای سودآوری
- ج: انحراف معیار بازده دارایی‌ها<sup>۴</sup> به‌عنوان شاخصی برای ریسک تجاری
- د: نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها<sup>۵</sup> به‌عنوان شاخصی از ساختار دارایی‌ها
- ه: نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری<sup>۶</sup> به‌عنوان نماینده‌ای برای نقدینگی دارایی‌ها
- و: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری<sup>۷</sup> به‌عنوان شاخصی برای فرصت‌های رشد
- ز: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها<sup>۸</sup> به‌عنوان نماینده‌ای از اندازه شرکت.

## ۶- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷ (دوره ۶ ساله)، است که با استفاده از روش حذفی (غربال‌گری)، تنها شرکت‌هایی که تمام شرایط زیر را داشته‌اند به‌عنوان نمونه

- 
1. Total Liability/Total Asset = Leverage (LEV)
  2. Dividend Pay Out ratio (DPO)
  3. Return on Equity (ROE)
  4. Standard Deviation of Return On Assets = Business Risk (BR)
  5. Fixed Assets to Total Assets Ratio = Tangibility (TANG)
  6. Current Assets/Current Liabilities = Liquidity (LIQ)
  7. Market-to-Book ratio (MB)
  - 80 Ln (Total Assets) = SIZE

آماری انتخاب شده‌اند. این شرایط به شرح زیر است:

- ۱- تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  - ۲- شرکت‌ها نبایستی سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند.
  - ۳- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷ به‌طور کامل ارائه کرده باشند.
  - ۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد و سودده باشند.
- با توجه به شرایط مذکور ۶۰ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب و بررسی شده است.

#### ۷- روش پژوهش و گردآوری داده‌ها

این پژوهش از این لحاظ که به دنبال تعیین رابطه بین جذب بدهی و مالکیت نهادی و سایر عوامل تأثیرگذار بر ساختار بدهی است، از نوع همبستگی بوده و از آنجا که تعیین رابطه بین ساختار بدهی و مالکیت می‌تواند مورد استفاده گروه کثیری از استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها قرار گیرد، از نوع کاربردی نیز می‌باشد. برای اجرای پژوهش از رویکرد پس‌رویدادی استفاده می‌شود. از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد، افزون بر این، امکان دست‌کاری متغیرهای مستقل وجود ندارد (نمازی، ۱۳۷۹: ۳۵).

در این پژوهش، داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای دناسهم، صحرا و تدبیرپرداز انجام شده است.

#### ۸- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

این پژوهش رابطه بین جذب بدهی و مالکیت نهادی و سایر عوامل تأثیرگذار بر

شناسایی سازه‌های مؤثر در جذب بدهی..... ۹۷

جذب بدهی را با استفاده از تحلیل‌های رگرسیونی تلفیقی<sup>۱</sup> به صورت زیر بررسی می‌کند (النجر و تیلور، ۲۰۰۸: ۹۲۴):

$$LEV_{it} = \alpha + \beta' PIO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱) \text{ (مدل تلفیقی بدون متغیرهای کنترلی)}$$

$$LEV_{it} = \alpha + \beta' PIO_{it} + \beta'' Others_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲) \text{ (مدل تلفیقی با متغیرهای}$$

کنترلی)

$LEV_{it}$  = معیار جذب بدهی بر اساس نسبت کل بدهی به کل دارایی در شرکت  $i$

در سال  $t$

$PIO_{it}$  = درصد مالکیت نهادی در شرکت  $i$  در سال  $t$

$\alpha_i$  = عرض از مبدأ شرکت  $i$

$\varepsilon_{it}$  = خطای باقیمانده (پسماند) شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$Others_{it}$  = سایر عوامل تأثیرگذار بر جذب بدهی (متغیرهای کنترلی) شرکت  $i$  در

سال  $t$ .

ادغام داده‌های سری زمانی و مقطعی (داده‌های تلفیقی) و ضرورت استفاده از آن، بیشتر به علت افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم خطی میان متغیرها می‌باشد.

## ۹- آزمون فرضیه‌ها

### ۹-۱- بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که متغیر مستقل پژوهش، یعنی درصد مالکیت نهادی، تقریباً دارای توزیع نرمال می‌باشد چرا که این متغیر دارای میانگین و میانه حدوداً برابر می‌باشد. با مقایسه ضریب تغییرات (حاصل تقسیم انحراف معیار بر میانگین) متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش به

این نتیجه می‌رسیم که متغیر درصد مالکیت نهادی در مقایسه با جذب بدهی دارای ضریب تغییرات بیشتری است؛ یعنی در حالت کلی به‌طور نسبی جذب بدهی در مقایسه با درصد مالکیت نهادی از پایداری بیشتری برخوردار است، بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که تقریباً جذب بدهی شرکت‌های مورد بررسی در طی دوره ۶ ساله پژوهش، علی‌رغم تغییرات در درصد مالکیت نهادی، از پایداری و ثبات نسبی بیشتری برخوردار بوده است و لذا جذب بدهی شرکت باید علاوه بر درصد مالکیت نهادی تحت تأثیر عوامل دیگری باشد که در این پژوهش به‌عنوان متغیرهای کنترلی (سایر عوامل تعیین‌کننده جذب بدهی) استفاده شده است.

آمار توصیفی سایر عوامل تعیین‌کننده جذب بدهی در جدول ۱ نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای کنترلی به دلیل بیشتر بودن میانگین از میانه، دارای توزیع چوله به راست بوده‌اند و این چولگی برای متغیر سود نقدی سهام بیشتر از سایر متغیرهای کنترلی است. در بین متغیرهای کنترلی پژوهش، متغیر سود نقدی سهام دارای بیشترین پراکندگی و در نتیجه کمترین ثبات و پایداری در طی دوره ۶ ساله پژوهش است؛ و بالعکس متغیر اندازه شرکت دارای کمترین پراکندگی است ولی به دلیل این که این متغیر از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها به دست آمده است، پایداری و ثبات آن از قابلیت اتکای بالایی برخوردار نیست.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در حالت تلفیقی

متغیرها معیارها	جذب بدهی (LEV)	درصد مالکیت نهادی (PIO)	نسبت پرداخت سود نقدی (DPO)	سودآوری (ROE)	ریسک تجاری (BR)	ساختار دارایی‌ها (TANG)	نقدینگی (LIQ)	نرخ رشد (MB)	اندازه شرکت (SIZE)
میانگین	۰/۷۳	۰/۴۷	۱/۳۲	۰/۶۶	۰/۰۷	۰/۲۰	۱/۲۶	۵/۰۵	۱۲/۸۲
میانه	۰/۶۹	۰/۴۸	۰/۷۸	۰/۵۲	۰/۰۵	۰/۱۸	۱/۱۹	۳/۱۵	۱۲/۵۳
ماکزیمم	۱/۴۳	۰/۹۹	۱۸۰/۳۳	۴/۲۱	۰/۴۰	۰/۷۴	۴/۴۸	۵۵/۰۶	۱۷/۸۵
مینیمم	۰/۱۶	۰/۰۲	۰	-۲/۵۸	۰	۰	۰/۳۰	۰/۴۴	۱۰/۰۹
انحراف معیار	۰/۲۱	۰/۲۰	۹/۵۶	۰/۶۱	۰/۰۶	۰/۱۵	۰/۴۶	۶/۶۵	۱/۳۹
چولگی	۰/۴۸	۰/۲۸	۱۸/۴۰	۱/۵۱	۱/۷۶	۱/۱۰	۲/۲۱	۴/۴۲	۱/۱۵
کشیدگی	۲/۹۴	۲/۹۲	۳۴۴/۴۵	۱۰/۸	۶/۶۴	۴/۱۰	۱۲/۷۵	۲۷/۰۱	۴/۶۱

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۹-۲- بررسی پایایی متغیرهای پژوهش در حالت تلفیقی

نتایج پایایی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه شده است. بر اساس آزمون‌های ریشه واحد<sup>۱</sup> از نوع آزمون‌های لوین، لین و چو<sup>۲</sup> و ایم، پسران و شین<sup>۳</sup> چون مقدار P-Value کمتر از ۰/۰۵ بوده است، کل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح<sup>۴</sup> پایا بوده‌اند. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است.

1. Unit Root Tests
2. Levin, Lin & Chu
3. Im, Pesaran & Shin
4. Level

۱۰۰ ..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره سیزدهم، بهار ۱۳۹۱

جدول ۲- آزمون پایایی (ایستایی) متغیرها در طی دوره پژوهش (آزمون ریشه واحد تلفیقی)

آمارهها متغیرها	مقدار آماره لوین، لین و چو	احتمال آماره لوین، لین و چو	مقدار آماره ایم، پسران و شین	احتمال آماره ایم، پسران و شین
جذب بدهی (LEV)	-۷۹/۴۲	۰/۰۰۰۰	-۲۹/۹۳	۰/۰۰۰۰
درصد مالکیت نهادی (PIO)	-۲۵۱۹۸	۰/۰۰۰۰	-۲۳۷۸۹	۰/۰۰۰۰
نسبت پرداخت سود نقدی (DPO)	-۱۹/۹	۰/۰۰۰۰	-۲/۰۶	۰/۰۱۹۵
سودآوری (ROE)	-۲۴/۲۶	۰/۰۰۰۰	-۳/۷۱	۰/۰۰۰۰
ریسک تجاری (BR)	-۲۸/۵۷	۰/۰۰۰۰	-۱۲/۹۳	۰/۰۰۰۰
ساختار داراییها (TANG)	-۴۲/۲۲	۰/۰۰۰۰	-۱۱/۳۵	۰/۰۰۰۰
نقدینگی (LIQ)	-۲۸۸/۸۴	۰/۰۰۰۰	-۲۴/۴۲	۰/۰۰۰۰
نرخ رشد (MB)	-۳۲/۳۵	۰/۰۰۰۰	-۱۰/۲۸	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت (SIZE)	-۲۶/۶۸	۰/۰۰۰۰	-۹/۷۹	۰/۰۰۰۰

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

۹-۳- مدل‌های رگرسیونی اثر درصد مالکیت نهادی بر روی جذب بدهی در

### حالت تلفیقی

مدل‌های رگرسیونی اثر درصد مالکیت نهادی بر روی جذب بدهی در جداول ۳ تا ۶ ارائه شده است. نتایج اثر درصد مالکیت نهادی بر روی جذب بدهی بدون متغیرهای کنترلی در جدول ۳ نشان می‌دهد که بین این دو متغیر رابطه‌ای وجود ندارد؛ چرا که رابطه بین درصد مالکیت نهادی و جذب بدهی با توجه به ضریب رگرسیونی متغیر درصد مالکیت نهادی نسبتاً ضعیف بوده و از لحاظ آماری با توجه به مقدار احتمال آماره t معنی‌دار نمی‌باشد. ضعیف و غیرمعنی‌دار بودن ضریب رگرسیونی متغیر درصد مالکیت نهادی نشان می‌دهد که عوامل دیگری به جز درصد مالکیت نهادی در میزان

شناسایی سازه‌های مؤثر در جذب بدهی.....۱۰۱

تأمین مالی از طریق بدهی توسط شرکت‌ها تأثیرگذار است. نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است. نتایج مربوط به ضریب تعیین، نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۲۷٪ از تغییرات جذب بدهی شرکت تحت تأثیر میزان مالکیت نهادی بوده است.

جدول ۳- مدل رگرسیونی اثر درصد مالکیت نهادی بر روی جذب بدهی در حالت تلفیقی-بدون متغیرهای کنترلی

متغیرها	ضریب رگرسیونی	خطای معیار	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	۰/۶۱	۰/۰۸	۸/۰۶	۰/۰۰۰۰
درصد مالکیت نهادی (PIO)	۰/۲۶	۰/۱۶	۱/۶۳	۰/۱۰۳۷
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین-واتسون	مقدار آماره F	احتمال آماره F
۰/۲۷	۰/۱۲	۱/۹۵	۱/۷۹	۰/۰۰۰۸

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج اثر درصد مالکیت نهادی بر روی جذب بدهی همراه با متغیرهای کنترلی در جدول ۴ نشان می‌دهد که باز هم بین درصد مالکیت نهادی و جذب بدهی در کنار متغیرهای کنترلی رابطه‌ای وجود ندارد. لازم به ذکر است که رابطه بین درصد مالکیت نهادی و جذب بدهی با توجه به ضریب رگرسیونی متغیر درصد مالکیت نهادی ضعیف بوده و از لحاظ آماری با توجه به مقدار احتمال آماره t معنی‌دار نمی‌باشد. نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است.

نتایج همچنین نشان می‌دهد که در بین متغیرهای کنترلی پژوهش، متغیرهای سود نقدی سهام و سودآوری با جذب بدهی رابطه مثبت و متغیرهای ریسک تجاری، ساختار دارایی‌ها، نقدینگی، رشد و اندازه شرکت با جذب بدهی رابطه منفی دارند. لازم

۱۰۲ ..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره سیزدهم، بهار ۱۳۹۱

به ذکر است که در بین متغیرهای کنترلی، فقط رابطه متغیرهای ساختار دارایی‌ها، نقدینگی، رشد و اندازه شرکت با جذب بدهی معنی‌دار است و در بین متغیرهای پژوهش، متغیر ریسک تجاری در طی دوره پژوهش با توجه به بالا بودن ضریب رگرسیونی آن در مقایسه با سایر متغیرها، دارای بیشترین تأثیر بر روی جذب بدهی بوده است. نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می‌دهد، که در کل دوره پژوهش، حدود ۴۶٪ از تغییرات جذب بدهی شرکت تحت تأثیر میزان مالکیت نهادی و متغیرهای کنترلی بوده است.

جدول ۴- مدل رگرسیونی اثر درصد مالکیت نهادی بر روی جذب بدهی در حالت تلفیقی -  
با متغیرهای کنترلی

متغیرها	ضریب رگرسیونی	خطای معیار	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	۳/۵۹	۰/۳۵	۱۰/۱۱	۰/۰۰۰۰
درصد مالکیت نهادی (PIO)	۰/۰۸	۰/۱۴	۰/۵۹	۰/۵۵۸۵
نسبت پرداخت سود نقدی (DPO)	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۱	۰/۷۸	۰/۴۳۷۵
سودآوری (ROE)	۰/۰۶	۰/۰۳	۱/۷۹	۰/۰۷۵۱
ریسک تجاری (BR)	-۰/۶۶	۰/۳۳	-۱/۹۷	۰/۰۵۰۳
ساختار دارایی‌ها (TANG)	-۰/۳۳	۰/۱۴	-۲/۳۰	۰/۰۲۲۳
نقدینگی (LIQ)	-۰/۱۱	۰/۰۳	-۳/۵۹	۰/۰۰۰۴
نرخ رشد (MB)	-۰/۰۱	۰/۰۰۳	-۳/۶۳	۰/۰۰۰۳
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۲۰	۰/۰۳	-۸/۰۲	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین- واتسون	مقدار آماره F	احتمال آماره F
۰/۴۶	۰/۳۳	۱/۸۰	۳/۶۷	۰/۰۰۰۰

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج اثر درصد مالکیت نهادی بر روی جذب بدهی همراه با متغیرهای کنترلی



شناسایی سازه‌های مؤثر در جذب بدهی.....۱۰۳

معنی‌دار در جدول ۵ نشان می‌دهد که بین درصد مالکیت نهادی و جذب بدهی در کنار متغیرهای کنترلی معنی‌دار نیز رابطه‌ای وجود ندارد. از مقایسه این سه مدل در جداول ۳، ۴ و ۵ می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش متغیرهای کنترلی، به ویژه متغیرهای کنترلی معنی‌دار، اثر درصد مالکیت نهادی بر جذب بدهی کاهش یافته است که این موضوع بیانگر ناپایداری و عدم ثبات میزان مالکیت نهادی بر جذب سرمایه از طریق بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در طی دوره پژوهش، بوده است. نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است.

نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می‌دهد که، در کل دوره پژوهش، حدود ۴۶٪ از تغییرات جذب بدهی شرکت تحت تأثیر میزان مالکیت نهادی و متغیرهای کنترلی بوده است.

جدول ۵- مدل رگرسیونی اثر درصد مالکیت نهادی بر روی جذب بدهی در حالت تلفیقی-با

متغیرهای کنترلی معنی‌دار

متغیرها	ضریب رگرسیونی	خطای معیار	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	۳/۵۴	۰/۳۵	۱۰/۱۳	۰/۰۰۰۰
درصد مالکیت نهادی (PIO)	۰/۰۷	۰/۱۴	۰/۵۱	۰/۶۰۶۷
سودآوری (ROE)	۰/۰۶	۰/۰۳	۲/۰۱	۰/۰۴۶۸
ریسک تجاری (BR)	-۰/۶۷	۰/۳۳	-۲/۰۳	۰/۰۴۳۸
ساختار دارایی‌ها (TANG)	-۰/۳۲	۰/۱۴	-۲/۲۸	۰/۰۲۳۳
نقدینگی (LIQ)	-۰/۱۱	۰/۰۳	-۳/۶۳	۰/۰۰۰۳
نرخ رشد (MB)	-۰/۰۱	۰/۰۳	-۳/۷۳	۰/۰۰۰۲
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۲۰	۰/۰۳	-۷/۹۸	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین-واتسون	مقدار آماره F	احتمال آماره F
۰/۴۶	۰/۳۳	۱/۸۰	۳/۷۶	۰/۰۰۰۰

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

۱۰۴ ..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره سیزدهم، بهار ۱۳۹۱

نتایج مدل نهایی اثر عوامل تأثیرگذار بر روی جذب بدهی در جدول ۶ نشان می‌دهد که در طی دوره پژوهش متغیرهای سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی، نقدینگی، نرخ رشد و اندازه شرکت از عوامل مؤثر بر جذب بدهی شرکت بوده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که در بین متغیرهای کنترلی پژوهش، متغیر سودآوری با جذب بدهی رابطه مثبت و متغیرهای ریسک تجاری، ساختار دارایی‌ها، نقدینگی، نرخ رشد و اندازه شرکت با جذب بدهی رابطه منفی دارند. لازم به ذکر است که در بین متغیرهای پژوهش، متغیر ریسک تجاری در طی دوره پژوهش، با توجه به بالا بودن ضریب رگرسیونی آن، در مقایسه با سایر متغیرها دارای بیشترین تأثیر بر روی جذب بدهی بوده است. نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است.

نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش، حدود ۴۶٪ از تغییرات جذب بدهی شرکت تحت تأثیر متغیرهای سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی، نقدینگی، رشد و اندازه شرکت بوده است.

جدول ۶- مدل نهایی رگرسیونی اثر درصد مالکیت نهادی بر روی جذب بدهی در حالت تلفیقی

متغیرها	ضریب رگرسیونی	خطای معیار	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	۳/۵۹	۰/۳۴	۱۰/۶۶	۰/۰۰۰۰
سودآوری (ROE)	۰/۰۶	۰/۰۳	۱/۹۷	۰/۰۴۹۵
ریسک تجاری (BR)	-۰/۷۰	۰/۳۳	-۲/۱۵	۰/۰۳۲۸
ساختار دارایی‌ها (TANG)	-۰/۳۳	۰/۱۴	-۲/۳۲	۰/۰۲۰۹
نقدینگی (LIQ)	-۰/۱۱	۰/۰۳	-۳/۶۶	۰/۰۰۰۳
نرخ رشد (MB)	-۰/۰۱	۰/۰۰۳	-۳/۷۳	۰/۰۰۰۲
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۲۰	۰/۰۳	-۸/۰۳	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین- واتسون	مقدار آماره F	احتمال آماره F
۰/۴۶	۰/۳۴	۱/۸۰	۳/۸۲	۰/۰۰۰۰

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۱۰- نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بررسی رابطه بین ساختار مالکیت نهادی و جذب بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای انجام این پژوهش تعداد ۶۰ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۲ بررسی شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، از داده‌های تلفیقی در مدل‌های رگرسیونی تلفیقی با اثرات ثابت در طی دوره پژوهش استفاده شده است.

نتایج نشان می‌دهد که جذب بدهی، به‌طور مشابه با بازارهای توسعه‌یافته، تابع عواملی از قبیل سودآوری، اندازه شرکت، نرخ رشد، ریسک تجاری، ساختار دارایی‌ها و نقدینگی بوده است. خلاصه نتایج این پژوهش به شرح زیر است:

بین جذب بدهی و درصد مالکیت نهادی رابطه‌ای وجود ندارد.

متغیر سود نقدی سهام با جذب بدهی، رابطه ندارد.

متغیر سودآوری با جذب بدهی، رابطه مثبت و معنی‌دار دارد.

متغیرهای ریسک تجاری، ساختار دارایی‌ها، نقدینگی، نرخ رشد و اندازه شرکت با جذب بدهی رابطه منفی و معنی‌دار دارند.

در کل دوره پژوهش، حدود ۴۶٪ از تغییرات جذب بدهی شرکت تحت تأثیر متغیرهای سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی، نقدینگی، رشد و اندازه شرکت بوده است.

با افزایش متغیرهای کنترلی، به‌ویژه متغیرهای کنترلی معنی‌دار، اثر درصد مالکیت نهادی بر جذب بدهی کاهش یافته که این موضوع بیانگر ناپایداری و عدم ثبات میزان مالکیت نهادی بر جذب سرمایه از طریق بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در طی دوره پژوهش، بوده است.

در رابطه با تأثیر ساختار دارایی‌ها بر جذب بدهی، نتایج این پژوهش مغایر با نتایج جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) است.

۱۰۶ ..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره سیزدهم، بهار ۱۳۹۱

در رابطه با تأثیر سودآوری بر جذب بدهی، نتایج این پژوهش مغایر با نتایج میرز و ماجلوف (۱۹۸۴) و موافق با نتایج حشمتی (۱۳۸۵) است.

در رابطه با تأثیر اندازه شرکت بر جذب بدهی، نتایج این پژوهش مغایر با نتایج بهادوری (۲۰۰۲) و موافق با نتایج صلواتی و رساییان (۱۳۸۵) است.

در رابطه با تأثیر نقدینگی بر جذب بدهی، نتایج این پژوهش موافق با نتایج النجار و تیلور (۲۰۰۸) است.

در رابطه با تأثیر نرخ رشد بر جذب بدهی، نتایج این پژوهش موافق با نتایج النجار و تیلور (۲۰۰۸)، حشمتی (۱۳۸۵) و صلواتی و رساییان (۱۳۸۵) است.

در رابطه با تأثیر ریسک تجاری بر جذب بدهی، نتایج این پژوهش موافق با نتایج النجار و تیلور (۲۰۰۸) است.

با توجه به نتایج این پژوهش می‌توان پیشنهادات زیر را ارائه داد:

۱- با توجه به وجود رابطه منفی بین جذب بدهی‌ها و میزان نقدینگی، به نظر می‌رسد که شرکت‌های دارای دارایی‌های نقدینه بیشتر، ممکن است چنین دارایی‌هایی را به‌عنوان منابع مالی برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی استفاده کنند و لذا پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها و همچنین سازمان بورس اوراق بهادار، نسبت جاری بالای شرکت‌ها را به‌عنوان یک پیام منفی تلقی نکنند و در این راستا دقت بیشتری به خرج دهند.

۲- با توجه به وجود رابطه مثبت بین سودآوری و جذب بدهی‌های شرکت و به‌منظور لحاظ کردن توان شرکت‌ها در بکارگیری منابع تأمین مالی خارجی، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که در رتبه‌بندی شرکت‌ها، به این مقوله توجه داشته باشند.

۳- علی‌رغم وجود تأثیر منفی نسبتاً قوی ریسک تجاری شرکت بر جذب بدهی‌ها و همچنین وجود رابطه مثبت بین سودآوری و جذب بدهی‌های شرکت، به اعتباردهندگان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌های اعطای اعتبار تنها به نیمه خالی

لیوان(ریسک) توجه نکنند.

۴- وجود رابطه منفی بین ساختار دارایی‌ها(ثابت) و جذب بدهی‌ها، شاید این ابهام را در ذهن اعتباردهندگان ایجاد نماید که وجود دارایی ثابت بیشتر در شرکت، باعث کاهش قدرت بازپرداخت بدهی‌ها در سررسید می‌شود، اما چنین نگرشی بدون توجه به ترکیب و نحوه استفاده از دارایی‌های مذکور غیرمنصفانه بوده و لذا به اعتباردهندگان پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌های اعطای اعتبار، به این موضوع توجه داشته باشند.

از جمله محدودیت‌های این پژوهش را می‌توان عوامل زیر دانست:

۱- محدودیت زمانی و مکانی: در این پژوهش تنها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷، بررسی گردیدند.  
۲- تغییر سال مالی تعدادی از شرکت‌ها در طی دوره ۶ ساله پژوهش توسط مدیران آن‌ها.

۳- استفاده از اطلاعات بازده دارایی‌های تنها دو سال ۱۳۸۱ و ۱۳۸۲ در محاسبه انحراف معیار بازده دارایی‌ها به‌عنوان معیار ریسک تجاری در سال ۱۳۸۲ و اطلاعات بازده دارایی‌های تنها سه سال ۱۳۸۱، ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ در محاسبه ریسک تجاری در سال ۱۳۸۳.

به نظر پژوهشگر، هنوز موضوعات مختلفی در این زمینه وجود دارد که برای انجام پژوهش‌های آینده می‌تواند حائز اهمیت باشد. بنابراین پیشنهاد می‌شود به‌منظور استفاده هر چه بیش‌تر از نتایج پژوهش و نیز کمک به روشن شدن رابطه بین جذب بدهی و مالکیت نهادی در آینده، به موضوعات زیر توجه بیشتری شود:

۱- تأثیر نوع صنعت بر روی روابط بین جذب بدهی و مالکیت نهادی شرکت‌ها.  
۲- بررسی سایر ساختارهای مالکیت(شرکتی، خصوصی، خارجی)، در بررسی روابط بین جذب بدهی و مالکیت شرکت‌ها.  
۳- بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر روی روابط بین جذب بدهی و مالکیت نهادی شرکت‌ها.

۱۰۸ ..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره سیزدهم، بهار ۱۳۹۱

۴- بررسی و آزمون روابط بین جذب بدهی و مالکیت نهادی برای شرکت‌های زیان‌ده در مقایسه با شرکت‌های سودده با استفاده از متغیر مجازی در پژوهش‌های آینده.

۵- تکرار این پژوهش با در نظر گرفتن تأثیر مسائل سیاسی و انتخابات بر روابط بین جذب بدهی و مالکیت نهادی شرکت‌ها.

۶- تکرار این پژوهش با استفاده از وقفه‌های زمانی و بررسی اثر افزایش وقفه بر بهبود پیش‌بینی مدل.

۷- با توجه به نوسانات نسبتاً زیاد در عوامل اقتصادی، فرهنگی و سیاسی حاکم بر شرکت‌ها در کشورمان، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از طراحی رگرسیون غیرخطی در تعیین جذب بدهی و مالکیت نهادی شرکت‌ها استفاده شود.



## منابع

حشمتی، مرتضی، ۱۳۸۵، بررسی تأثیر اطلاعات گذشته بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.

راه‌چمنی، ابوالقاسم، ۱۳۸۵، مدیریت شرکت‌های بیمه در دوره پس از خصوصی‌سازی: نقش ساختار مالکیت و میزان حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، فصلنامه آسیا، تابستان ۸۵، صص. ۳۰-۳۶.

رشاد، عبدالخلیق، ۱۳۷۹، پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی، محمد نمازی، چاپ اول، شیراز، انتشارات دانشگاه شیراز.

سینایی، حسنعلی، ۱۳۸۶، بررسی تأثیر عوامل داخلی شرکت‌ها بر چگونگی شکل‌گیری ساختار سرمایه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۸، صص. ۶۳-۸۴.

صلواتی، شاپور و امیر رساییان، ۱۳۸۶، بررسی رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران، نامه مفید(نامه اقتصادی)، شماره ۱۳(پیاپی ۶۳)، صص. ۱۶۳-۱۴۳.

کیمیاگری، علی محمد و سودابه عینعلی، ۱۳۸۷، ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران)، تحقیقات مالی، شماره ۲۵، صص. ۹۱-۱۰۸.

Al-najjar, B. & P.Taylor, (2008), "The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure", *Managerial Finance*, Vol. 34, PP. 919-33.

Bathala, C. and K.Moon and R.Rao, (1994), "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Hholdings: An Agency Perspective", *Financial Management*, Vol. 23, PP. 38-50.

Berger, P. and E.Ofek and D.Yermack, (1997), "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions", *Journal of Finance*, Vol. 52, PP. 1411-38.

Bhaduri, S., (2002), "Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure", *Journal of Economic and Finance*, Vol. 26, PP. 200-15.

Brailsford, T. J. and B. R. Oliver and S. L. H.Pua, (2002), "On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure", *Accounting and Finance*, Vol. 42, PP. 1-26.

Chaganti, R. & F.Damanpour, (1991), "Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, PP. 479-93.

Chen, C. & T.Steiner, (1999), "Managerial Ownership and Agency Conflicts: An on Linear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risktaking, Debt Policy, and Dividend policy", *Financial Review*, Vol. 34, PP. 119-36.

Crutchley, C. E. & M. R. H.Jensen, (1996), "Changes in Corporate Debt Policy: Information Asymmetry and Agency Factors", *Managerial Finance*, Vol. 22, PP. 1-16.

Grier, P. and E.Zychowicz, (1994), "Institutional Investors, Corporate Discipline and the Role of Debt", *Journal of Economics and Business*, Vol. 46, PP. 1-11.

Huang, H. and Q.Wang and X.Zhang, (2009), "The Effect of CEO Ownership and Shareholder Rights on Cost of Equity Capital", *Corporate Governance*, Vol. 9, No. 3, PP. 255-270.

Jensen, G. R. and D. P.Zolberg and T.Zorn, (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, PP. 247-63.

Jensen, M., (1986), "Agency Cost Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, PP. 323-9.

Jensen, M. & W.Meckling, (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Finance Economics*, Vol. 3, No. 4, PP. 305-60.

John, K. & J.Williams, (1985), "Dividends, dilution, and Taxes: a Signaling Equilibrium", *The Journal of Finance*, Vol. 40, PP. 1053-70.

Leland, H. E. & D. H.Pyle, (1977), "Informational asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, Vol. 32, PP. 371-8.



Miller, M. H. & Kevin, R. ,(1985),"Dividend Policy under Asymmetric Information", The Journal of Finance, Vol. 40, PP. 1031-51.

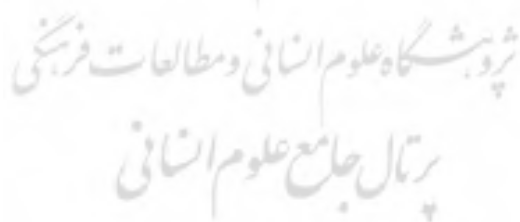
Moh'd, M. A. and L. G.Perry and J. N.Rimbey, (1998), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis", The Financial Review, Vol. 33, PP. 85-98.

Myers, S. C. & N. S.Majluf, (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors Do not have", Journal of Financial Economics, Vol. 13, PP. 187-221.

Tong, S. & Y.Ning, (2004), "Does Capital Structure Affect Institutional Investor Choices?", The Journal of Investing, Vol. 28, PP. 53-66.

Tsai, H. & Z.Gu, (2007), "The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance", Hospitality Management, Vol. 26, PP. 517-530.

Waling, R. & M.Long, (1984), "Agency Theory, Management Welfare, and Takeover Bid Resistance", Rand Journal of Economics, Vol. 15, No. 1, PP. 54-68.



## The Introducing of Effective Factors in Absorption of Liabilities

Saeed Jabbarzadeh Kangarluei\*  
Anvar Bayazidi\*\*  
Amjad Rahmanzadeh\*\*\*

(Received: 12/Jan/2012; Accepted: 13/Mar/2012)

### Abstract

The aim of this research is to introduce of effective factors in financing by liabilities in listed companies in Tehran Stock Exchange. Time period of the research is 2003-2008 and it's been selected 360 firm-years as sample. To analyze of research data in pooled status were used multiple regression models with fixed effect in econometric software EViews 6. In this research, Debt structure (financial leverage of total liabilities to total assets) was applied as dependent variables and percentage of institutional ownership as independent variable, and it's used effective control variables on liabilities structure such as dividend pay out ratio, profitability, business risk, assets structure, liquidity, growth rate (market-to-book ratio) and company size, too. Findings show that there isn't relation between liability absorption and percentage of institutional ownership; however, with entering control variables to regression model, explanatory power of it increases from 27% to 46%. The results too indicate that profitability, business risk, assets structure, liquidity, growth rate and size of firm have been effective factors on liability absorption during research period. It should be mentioned that among research variables, business risk variable has had the highest effect on liability absorption based on its high regression coefficient in comparing to other variables.

**Key Words:** Liability Absorption, Percentage of Institutional Ownership, Pooled Regression, and Exchange Companies.

---

\*Assistant Professor, Islamic Azad University, Urmia Branch, Corresponding Author, dr\_jabbarzadeh@yahoo.com.

\*\*M.A. in Accounting, National Shiraz University.

\*\*\*M.A Student in Accounting, Islamic Azad University, Tabriz Branch.