

مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز
دوره دوم، شماره اول، تابستان ۱۳۸۹، پیاپی ۵۸/۳ - صفحه‌های ۶۷-۸۴
(مجله علوم اجتماعی و انسانی سابق)

بررسی رابطه‌ی حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سید حسین حسینی**

دانشگاه آزاد اسلامی

واحد علوم و تحقیقات تهران

دکتر شکراله خواجوی*

دانشگاه شیراز

چکیده

مقاله‌ی حاضر به بررسی ارتباط میان نوع مالکیت شرکت‌ها (میزان حمایت سیاسی دولت) و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در این تحقیق که برای یک دوره‌ی ۱۰ ساله اجرا شده، ارتباط میان نوع مالکیت شرکت‌های تحت مطالعه با ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها مورد آزمون قرار گرفته است. همچنین از سایر متغیرهای مستقل، نظیر اندازه‌ی شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به جمع دارایی‌ها و بازده دارایی‌ها نیز بهره گرفته شده که از میان آن‌ها، اندازه‌ی شرکت به‌عنوان یک متغیر کنترل است. فرضیه‌های تحقیق از طریق روش‌های آماری رگرسیون خطی چند متغیره، تحلیل پانلی و آزمون تی استیودنت مورد بررسی قرار گرفته است.

نتایج تحقیق حاکی از آن است که میان ساختار سرمایه و حمایت سیاسی، ارتباط مثبت معنی‌داری وجود دارد. این یافته نشان می‌دهد که در ایران نیز ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های دولتی از کارایی لازم برخوردار نیست و لازم است برای

* استادیار بخش حسابداری

** دانشجوی دکتری بخش حسابداری

رسیدن به ساختار سرمایه‌ی بهینه، کنترل‌های بیشتری اعمال گردد که این مهم جز در سایه‌ی اجرای صحیح خصوصی‌سازی مقدور نیست.

واژه‌های کلیدی: ۱. ساختار سرمایه ۲. حمایت سیاسی دولت^۱ ۳. اندازه‌ی شرکت ۴. فرصت‌های سرمایه‌گذاری ۵. نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به جمع دارایی‌ها ۶. بازده دارایی‌ها ۷. نسبت اهرمی.

۱. مقدمه

از جمله ویژگی‌های بازارهای نوظهور امروز، توجه به عامل سرمایه و روش‌های مؤثر بر حفظ و ایجاد ارزش و مدیریت ریسک از سوی شرکت‌هاست. لازمه‌ی این امر، داشتن آگاهی جامع نسبت به جایگاه شرکت در بازارهای مالی و نیز محیط اثرگذار بر عملکرد شرکت‌های مختلف در قالب صنایع گوناگون است. از نظر متفاوت بودن متغیرهای درونی شرکت‌ها و صنایع، امروزه درجه‌بندی شرکت‌ها از لحاظ اعتباری تا حدود زیادی به ساختار سرمایه‌ی آنان وابسته است و در واقع، مبنای تولید و ارائه‌ی خدمات، به نحوه‌ی تأمین و مصرف وجوه مالی وابسته است. (مایرز و ساسمن، ۲۰۰۳)

گرفتن وام و انتشار سهام، دو گونه‌ی عمده‌ی تأمین مالی شرکت‌ها بوده و انتخاب هرگونه بدهی ارزان قیمت و یا گران قیمت از طرف شرکت، ضمن تغییر هزینه‌ی سرمایه، باعث به وجود آمدن فرصت‌های سودآوری مناسب یا پیش آمدن وضعیت بحرانی خواهد شد. (دی‌آنجلو و ماسولیس، ۱۹۸۰)

دانش اندکی درپاره‌ی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های فعال در اقتصادهای درحال توسعه وجود دارد. آگاهی از عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در چنین محیط‌هایی به نوبه‌ی خود دارای اهمیت است. به‌کارگیری یافته‌های تحقیقات تجربی پیشین در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند در شبیه‌سازی مؤلفه‌های اصلی تأثیرگذار بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های فعال در محیط ایران کمک به‌سزایی کند. در حقیقت، یافته‌های یادشده اغلب نتیجه‌ی پیاده‌سازی نظریه‌های مدیریت مالی موجود در کشور ما هستند.

کشور ایران از جمله کشورهایی است که حضور دولت در صنایع مختلف آن مشهود است و بسیاری از صنایع علی‌رغم تلاش‌های صورت گرفته در راستای خصوصی‌سازی،

کماکان زیر نظر دولت هستند و اعمال کنترل‌های دولت بر سیاست‌های مالی و عملیاتی آن‌ها دیده می‌شود.

ارتباط بالقوه میان حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه، موضوعی بس بااهمیت است که هیچ‌گاه مورد مطالعه قرار نگرفته است. مطالعات تجربی پیشین علی‌رغم باعث آگاهی از مؤلفه‌های تعیین‌کننده‌ی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها می‌شوند، عمدتاً بر مبنای شرکت‌های امریکایی، اروپایی و یا سایر کشورهای توسعه یافته قرار دارند. نخستین تلاش‌ها در این زمینه با بررسی ارتباط میان نهادها و ساختار سرمایه صورت گرفت (راجان و زینگالس، ۱۹۹۵) که در ادامه به صورت هدفمندتر، به وسیله‌ی سایر محققان ادامه داده شد (پورتا و همکاران، ۱۹۹۸؛ جانسون و میتون، ۲۰۰۳) ولی نمونه‌ی آن در داخل کشور تاکنون مورد مطالعه قرار نگرفته است.

نتایج یافته‌های تحقیقاتی جانسون و میتون (۲۰۰۳) مؤید این مطلب است که آن دسته از شرکت‌های مالزیایی که از حمایت سیاسی دولت برخوردارند (یعنی از ساختار دولتی برخوردارند)، بدهی بیشتری دارند. با این حال، تمرکز مقاله‌ی آن‌ها به جای بررسی ارتباط میان حمایت سیاسی و ظرفیت استقرایی، بر اثرات ناشی از کنترل‌های سرمایه‌ای متمرکز شده بود.

در تحقیق حاضر، این فرضیه که شرکت‌هایی با حمایت سیاسی دولت ممکن است بدهی بیشتری داشته باشند، بسط داده می‌شود. مطالعه‌ی انجام شده در زمینه‌ی ارتباط میان درجه‌ی اهرم و حمایت سیاسی، در کشورهای دیگر از سه شاخص حمایت سیاسی استفاده کرده‌اند ولی در این پژوهش، برای این منظور به دلیل محدودیت‌های اطلاعاتی، از دو شاخص مالکیت مستقیم، و سرمایه‌گذاری نهادی دولت در سرمایه‌ی شرکت‌ها استفاده شده که اثر ناشی از آن طی یک دوره‌ی ۱۰ ساله آزمون گردیده است.

یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که ارتباط مثبتی میان درجه‌ی اهرم و حمایت سیاسی وجود دارد. نتایج به دست آمده با شواهد محدود موجود در پژوهش انجام شده بوسیله‌ی جانسون و میتون (۲۰۰۳) منطبق است. به علاوه، بر طبق نتایج، ارتباط مثبتی میان اندازه‌ی شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد و همچنین ارتباط معکوس میان حجم دارایی‌های وثیقه‌ای و بازده دارایی‌ها با نسبت اهرمی شرکت‌های مورد مطالعه وجود دارد.

۲. بیان مسأله

ساختار سرمایه‌ی هر شرکت، هشدار اولیه‌ای در ارتباط با میزان مضیقه‌ی مالی شرکت است و لازم است تعیین عوامل مؤثر بر کارایی تأمین مالی شرکت‌ها در برنامه‌ریزی استراتژیک آن‌ها مورد توجه جدی قرار گیرد. عوامل مختلفی از جمله اندازه‌ی شرکت، وضعیت مدیریت، میزان تولید و فروش، منابع کسب مواد اولیه، دسترسی به بازارهای تأمین مالی و نیز محیط‌های اقتصادی و سیاسی آن‌ها را نسبت به اتخاذ تصمیمات بهینه در این زمینه محتاط نموده است. (سینائی، ۱۳۸۶)

این تحقیق ضمن استفاده از نتایج به دست آمده از تحقیقات پیشین در زمینه‌ی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه، به بررسی تأثیر نوع مالکیت شرکت‌ها در این رابطه نیز می‌پردازد. نتایج بررسی‌های به عمل آمده در مورد موضوع تحقیق در محیط ایران، حاکی از ارتباط معنی‌دار میان نوع مالکیت شرکت‌ها (یا همان حمایت سیاسی) و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های مورد مطالعه بوده است. سؤال اصلی تحقیق که در زمینه‌ی این موضوع به ذهن متبادر می‌گردد، عبارت است از:

• آیا بین حمایت سیاسی و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود

دارد؟

در این راستا، پرسش‌های دیگری را نیز می‌توان به تفکیک زیر طبقه‌بندی کرد:

• آیا بین اندازه‌ی شرکت و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود

دارد؟

• آیا بین حجم دارایی‌های مشهود و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها رابطه‌ی معنی‌داری

وجود دارد؟

• آیا بین سودآوری و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد؟

• آیا بین قیمت بازار سهام و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود

دارد؟

پس از مطالعه‌ی منابع و مآخذ و ارزیابی حاصل از بررسی مقدماتی، چهار فرضیه‌ی

فرعی و یک فرضیه‌ی اصلی در ارتباط با پرسش‌های مطرح شده تدوین گردید و تعاریف

عملیاتی متغیرهای تحقیق نیز صورت گرفت. (فریزر؛ ژانگ و دراشید، ۲۰۰۵)

۳. پیشینه‌ی تحقیق

نخستین پژوهش‌های انجام شده در رابطه با ساختار سرمایه به‌وسیله‌ی دیوید دوراند^۲ (۱۹۵۲) و در ادامه، به‌صورت علمی و نوین، از سوی مودیگیلیانی و میلر^۳ (۱۹۵۸) انجام شد. این دو، برای نخستین بار اظهار داشتند که با فرض کارآ بودن بازار، ساختار سرمایه عاملی اثرگذار در تعیین ارزش شرکت محسوب نمی‌شود و با ارائه‌ی نظریه‌ای در این زمینه (نظریه‌ی MM) موضوع ساختار سرمایه را بسط و توسعه دادند.

افرادی از قبیل فرد وستون^۴ (۱۹۶۳)، مرتون^۵ (۱۹۷۷)، میرز و استوارت^۶ (۱۹۸۴) و روبرت هریس^۷ (۱۹۸۴) در ارتباط با نظریه‌ی MM نظرات موافق و مخالفی را ارائه دادند که در مجموع، باعث شکل‌گیری ادبیات حوزه‌ی ساختار سرمایه در خصوص عوامل مؤثر بر آن شدند. جدول شماره ۱ خلاصه‌ای از تحقیقات انجام شده و نتایج به‌دست‌آمده، بر حسب عوامل مختلف مؤثر بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها ارائه می‌دهد. به منظور افزایش دقت مدل نهایی، برای انتخاب متغیرهای مورد مطالعه در فرضیه‌های فرعی تحقیق از نتایج به دست آمده در جدول پیش گفته بهره گرفته شده است.

جدول ۱: تحقیقات انجام شده در زمینه‌ی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه

موضوع تحقیق	تحقیقات خارجی	تحقیقات داخلی
شناسایی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه	بررسی تأثیر متغیرهای فرصت‌های رشد، اندازه‌ی شرکت، سودآوری و دارایی‌های مشهود بر ساختار سرمایه و ارائه مدلی غیرخطی: فری و جونز ^۸ ، ۱۹۷۹؛ بنت و دونلی ^۹ ، ۱۹۹۳؛ فاتو و همکاران ^{۱۰} ، ۲۰۰۲.	ارتباط مستقیم میان اندازه‌ی شرکت و سهولت افزایش سرمایه از محل آورده‌ی نقدی و مطالبات حال شده: حسینی ناچی‌زاده، ۱۳۷۸. تأثیر نوع صنعت، اندازه و ارزش شرکت بر تصمیمات ساختار سرمایه و تبعیت شرکت‌های ایرانی از نظریه‌ی سلسله مراتب تأمین مالی: میری، ۱۳۸۰.
	ارتباط مستقیم هزینه‌های ورشکستگی، اندازه‌ی شرکت با ساختار سرمایه: (وارنر ^{۱۱} ، انگ و مک‌کونل). ^{۱۲}	عدم ارتباط مستقیم نوع صنعت و اندازه‌ی شرکت با تصمیمات ساختار سرمایه و عدم ارتباط معکوس ریسک تجاری و اهرم عملیاتی بر درجه‌ی اهرم مالی: (ساختار سرمایه) شرکت‌ها: (سینایی و نیسی، ۱۳۸۲).
	ارتباط مثبت میان ارزش شرکت با درجه‌ی اهرم مالی: (هریس و ریویو ^{۱۳} ، ۱۹۸۸؛ استالز ^{۱۴} ، ۱۹۸۸؛ گرنست و	

تحقیقات داخلی	تحقیقات خارجی	موضوع تحقیق
<p>رابطه‌ی مثبت تغییرات درجه‌ی اهرم با جریان‌های نقدی حاصل از عملیات و تأمین مالی: (جمالی، ۱۳۸۲).</p> <p>ارتباط دارایی‌های وثیقه‌ای، سودآوری و نقدینگی با ساختار سرمایه: (باقرزاده، ۱۳۸۲؛ محمدی، ۱۳۸۴).</p> <p>تأثیر سودآوری، نوع صنعت و اندازه شرکت بر ساختار سرمایه: (محقق، ۱۳۸۵؛ کمالی اردکانی، ۱۳۸۶).</p>	<p>تراولس^{۱۵}، ۱۹۸۹؛ دن و همکاران^{۱۶}، ۱۹۸۹؛ کانت و ماکسیمویچ^{۱۷}، ۲۰۰۰.</p>	
<p>ارتباط معنی‌دار میان نوع صنعت و عدم ارتباط میان اندازه‌ی شرکت با ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها: (سلیمی سفلی، ۱۳۸۳؛ نمازی و شیرزاده، ۱۳۸۴؛ سینایی، ۱۳۸۵).</p>	<p>ارتباط معنی‌دار میان نوع صنعت و ساختار مالی شرکت‌ها: (اسکات و مارتین، ۱۹۷۶؛ ریمرز، ۱۹۷۵؛ برابلی و جاروکیم، ۱۹۸۴؛ بردلی^{۱۸}، لانگ و مالیتز^{۱۹}، ۱۹۸۴؛ اندرسون، ۱۹۹۰).</p>	تأثیر گروه صنعت فعالیت
<p>عدم ارتباط معنی‌دار میان ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها: (ملکی پور غربی، ۱۳۷۵؛ نمازی و شیرزاده، ۱۳۸۴).</p>	<p>ارائه‌ی مدلی غیرخطی در مورد تأثیر سودآوری بر ساختار سرمایه: (فاتو و همکاران، ۲۰۰۲).</p>	سودآوری شرکت
<p>گرفتن وام از سوی شرکت‌های فعال در بورس تهران منجر به ایجاد اهرم مالی مطلوب نمی‌گردد: (دلاوری، ۱۳۷۷).</p> <p>استفاده از بدهی در ساختار سرمایه، عاملی بی‌تأثیر بر بازده سهام شرکت‌های بورس تهران است: (افشارمهر، ۱۳۷۸).</p> <p>بین درصد افزایش سرمایه و درصد تغییر قیمت سهام ارتباط معنی‌داری وجود دارد: (وفادار، ۱۳۷۸).</p> <p>بین ساختار مالی شرکت‌ها و بازده سهام آن‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد: یاری، ۱۳۸۰؛ ولی پور، ۱۳۸۴؛ زحمتکش، ۱۳۸۴).</p>		ساختار سرمایه و بازده

موضوع تحقیق	تحقیقات خارجی	تحقیقات داخلی
سایر عوامل	تصمیمات تأمین مالی مدیران تحت تأثیر شرایط فرهنگی و اقتصادی کلان بازار است: (دی آنجلو و ماسولیس، ۱۹۸۰؛ دی سومساک، ۲۰۰۴). ارزش فعلی هزینه‌های ورشکستگی منتج از بدهی‌ها، نسبت به ارزش ایجاد شده‌ی ناشی از آن ناچیز است: (وارنر، ۱۹۷۷). وجود ارتباط مستقیم ساختار سرمایه و ریسک سیستماتیک شرکت‌ها: (هامادا، ۱۹۷۲؛ بنزیون و شالیت، ۱۹۷۵؛ مایکل اف. دان، ۲۰۰۱).	بین ریسک سیستماتیک و ساختار مالی شرکت‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد: (قالیباف اصل، ۱۳۷۳). نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران از الگوی ترجیحی تبعیت می‌کند: (دهقانی احمدآباد، ۱۳۷۷). ارتباط معنی‌داری میان انواع بدهی‌های شرکت (کوتاه‌مدت و بلندمدت) با ریسک سیستماتیک سهام عادی آن وجود ندارد: (سینایی و خرم، ۱۳۸۳؛ آذری، ۱۳۸۴).

به طور کلی، کارهای تجربی پیشین در خصوص عوامل تعیین کننده‌ی ساختار سرمایه، علی‌رغم ارائه‌ی اطلاعات مفید، عمدتاً بر اساس شرکت‌های بزرگ امریکایی قرار دارند که دارای تفاوت‌های عمده‌ای با شرکت‌های ایرانی هستند. (تایتمن و وسلز،^{۲۰} ۱۹۹۸؛ هریس و ریویو،^{۲۱} ۱۹۹۱؛ مایرز،^{۲۲} ۲۰۰۱؛ هووکی‌میان^{۲۳} و همکاران، ۲۰۰۱؛ فرانک و گوپال،^{۲۴} ۲۰۰۳؛ ولش،^{۲۵} ۲۰۰۴) علی‌رغم این موضوع، در زمینه‌ی بررسی ارتباط میان نهادها و ساختار سرمایه تلاش‌هایی صورت گرفت. (راجان و زینگالس، ۱۹۹۵؛ پورتا و همکاران، ۱۹۹۸؛ جانسون و میتون، ۲۰۰۳)

ارتباط میان متغیر مستقل اصلی مورد مطالعه و ساختار سرمایه، تا به حال در هیچ تحقیقی در داخل کشور مورد بررسی قرار نگرفته است و تحقیقات تجربی انجام شده در ارتباط با این موضوع، عمدتاً مربوط به خارج از کشور بوده که سهم به سزایی در غنی کردن ادبیات این حوزه داشته‌اند. این تحقیقات نیز عمدتاً مبتنی بر کشورهای امریکایی بوده است، ولی در کشورهای آسیایی از جمله مالزی نیز می‌توان نمونه‌هایی از آن را یافت که جملگی مؤید ارتباط نزدیک سیاست و کسب و کار در مالزی هستند. (گومز و جومو، ۱۹۹۷ و ۱۹۹۸؛ فاجو و همکاران، ۲۰۰۱؛ گومز، ۲۰۰۲).

جانسون و میتون (۲۰۰۳) اولین افرادی بودند که به بررسی ارتباط میان ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های فعال در اقتصاد مالزی با حمایت سیاسی دولت پرداختند. آن‌ها پی بردند شرکت‌هایی که از حمایت سیاسی دولت برخوردارند، میزان بدهی بیشتری دارند. با این حال، تمرکز مقاله‌ی آن‌ها به جای بررسی ارتباط حمایت سیاسی و ساختار سرمایه، به تأثیر کنترل‌های سرمایه‌ای پرداخته بود. به علاوه، آن‌ها نتایج را تنها برای یک بعد از حمایت سیاسی و برای یک سال گزارش کردند.

فریزر و همکاران (۲۰۰۵) در تحقیق خود به طور خاص، ارتباط میان درجه‌ی اهرم شرکت را با حمایت سیاسی در گروه شرکت‌های مالزیایی، طی یک دوره‌ی ۱۰ ساله مورد بررسی قرار دادند. فرضیه‌ی آن‌ها چنین بود که شرکت‌های برخوردار از حمایت سیاسی دولت مالزی، بدهی بیشتری دارند. نتیجه‌ی بررسی‌ها حاکی از این بود که ارتباط مثبت و معنی‌داری میان درجه‌ی اهرم و هر سه بعد حمایت سیاسی (اقتصادی، اجتماعی و فردی) وجود دارد. نتیجه‌ی به دست آمده با تحقیق جانسون و میتون (۲۰۰۳) منطبق است که در آن، ارتباط مثبتی میان درجه اهرم شرکت‌ها و میزان لابی‌های غیررسمی سیاسی، مشاهده شده بود.

همان‌طور که گفته شد، در اقتصاد ایران، دولت نقشی اساسی در ساختار شرکت‌های بزرگ دارد و عمده‌ی صنایع را شرکت‌هایی با مالکیت دولتی تشکیل می‌دهند. سرمایه‌گذاری دولت در شرکت‌های سهامی یا به گونه‌ی مستقیم و یا از طریق کنترل بخش بانکداری، و سرمایه‌گذاری نهادی است.

متغیر وابسته در تحقیق حاضر، ساختار سرمایه است که با استفاده از نسبت بدهی به جمع دارایی‌ها (نسبت اهرمی) اندازه‌گیری می‌شود. اما متغیرهای مستقلی که اثر آن‌ها بر نسبت اهرمی، به عنوان متغیر وابسته مورد بررسی قرار می‌گیرد، عبارتند از حمایت سیاسی دولت شامل حمایت نهادی و اقتصادی دولت، اندازه‌ی شرکت، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به جمع دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌ها. از میان متغیرهای اشاره شده، اندازه‌ی شرکت یک متغیر کنترل است که به کمک آن، اثر سایر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته (نسبت اهرمی) تعدیل شده است.

مدل مورد استفاده در این تحقیق، مشابه مدل فریزر و همکاران (۲۰۰۵) است. به این ترتیب که متغیر حمایت سیاسی به عنوان یک عامل مؤثر در برآورد اطلاعات پنل دیتا استفاده

شده است. بر این اساس، فرضیه‌های تحقیق، شامل یک فرضیه‌ی اصلی و چهار فرضیه‌ی فرعی، به ترتیب زیر تدوین گردیده است:

فرضیه‌ی اول: بین حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد؛

فرضیه‌ی دوم: بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد؛

فرضیه‌ی سوم: بین حجم دارایی‌های مشهود (وثیقه‌ای) و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد؛

فرضیه‌ی چهارم: بین سودآوری (نسبت بازده دارایی‌ها) و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد؛

فرضیه‌ی پنجم: بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری (قیمت بازار سهام) و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها، رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

۴. روش‌شناسی و روش اجرای تحقیق

جامعه‌ی آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این تحقیق در دوره‌ی زمانی بین سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۶ صورت گرفته است. با توجه به معیارهای زیر، کلاً ۱۳۳ شرکت به عنوان نمونه‌ی نهایی مورد تجزیه و تحلیل و بررسی قرار گرفت که طبقه‌بندی آن‌ها به تفکیک صنعت در جدول ۳ آورده شده است:

۱. شرکت سرمایه‌گذاری فعال در صنعت واسطه‌گری مالی نباشند.
۲. شرکت‌هایی که در دوره‌ی مورد بررسی توقف معاملاتی نداشته باشند.
۳. شرکت‌هایی که داده‌های آن‌ها در دسترس باشد.
۴. شرکت‌هایی که مالکیت آن‌ها (دولتی یا خصوصی) از سال ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۶ تغییر نکرده باشد.^{۲۶}

۵. سال مالی منتهی به پایان اسفندماه باشد.

متغیرهای مستقل این تحقیق شامل یک متغیر اصلی و سه متغیر فرعی است؛ یک متغیر نیز از نوع کنترلی است. متغیر اصلی مورد مطالعه، حمایت سیاسی دولت بوده که دارای سه بعد اقتصادی، اجتماعی و فردی است. بعد اقتصادی آن عبارت است از درصد مالکیت

مستقیم دولت از سرمایه‌های شرکت‌ها. (Pol Gove) بعد اجتماعی آن عبارت است از سرمایه‌گذاری نهادهای وابسته به دولت در سرمایه‌ی شرکت‌ها که بیان‌گر حمایت نهادی دولت است. (Pol Inst) این دو بعد، برای سنجش میزان حمایت سیاسی دولت استفاده شده است. سایر متغیرهای مستقل نیز شامل نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به جمع دارایی‌ها، نرخ بازده دارایی‌ها و نسبت قیمت به سود است. اندازه‌ی شرکت نیز به‌عنوان یک متغیر کنترل در نظر گرفته شده است. همین متغیر وابسته نیز ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها است. از آن‌جا که در ایران، بانک‌ها در جایگاه نهادهای ارائه‌کننده‌ی اعتبار و وام در اقتصاد، به صورت مضاربه/ جعاله و سلف به مشتریان (شرکت‌ها) وام می‌دهند، در نتیجه، تأمین مالی کوتاه‌مدت در میان شرکت‌ها و اشخاص حقوقی رواج زیادی دارد و بنابراین، از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها برای سنجش ساختار سرمایه منطقی‌تر به نظر می‌رسد. (جهانخانی و یزدانی، ۱۳۷۴) روش تحقیق در این مقاله، از نوع اکتشافی^{۲۷} بوده و جهت تعیین رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته، از آزمون رگرسیون و همبستگی استفاده شده است.

۵. آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل نتایج

در این تحقیق، به دنبال بررسی وجود یا عدم رابطه بین حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها هستیم. برای این منظور، با استفاده از تحلیل رگرسیون و تحلیل پانلی بهترین ارتباط (در صورت وجود ارتباط) بین متغیر مستقل و وابسته برآورد شده است. تحلیل رگرسیونی برای داده‌ها و به صورت سال به سال و تحلیل پانلی بنا به شرایط جمع‌آوری داده‌ها (سال و شرکت) برای برآورد پارامترها به کار رفته است. تحلیل رگرسیون و یا تحلیل پانلی در صورتی اعتبار کافی را دارد که داده‌ها از فرضیات مشخصی، از جمله نرمال بودن، خطی بودن و همسانی واریانس برخوردار باشند که صحت برقراری این فرضیات پیش از برآزش مدل مورد آزمون قرار گرفت.

۱. ۵. نتایج آزمون فرضیه‌ها

بررسی رابطه با استفاده از تحلیل رگرسیونی برای هر یک از سال‌ها صورت گرفت و از مدل رگرسیون ساده‌ی خطی برای برآزش مدل زیر برای هر یک از سال‌ها استفاده شد:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 Z_{1i} + \beta_2 Z_{2i} + \beta_3 Z_{3i} + \beta_4 Z_{4i} + \beta_5 X_i + \varepsilon_i \quad (6-1)$$

$$i = 1, 2, \dots, n$$

برای برازش بالا، ابتدا معنی‌داری مدل و سپس میزان شدت و نوع ارتباط بررسی گردید. معنی‌داری مدل به صورت فرضیه‌ی صفر و فرضیه‌ی مقابل زیر فرمول بندی می‌شود:

فرض صفر: مدل معنی‌داری وجود ندارد.

فرض مقابل: مدل معنی‌داری وجود دارد.

مقادیر سطح معنی‌داری F برای سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۸ کم‌تر از ۰/۰۵ بوده، بنابراین فرضیه‌ی صفر در تمامی سال‌ها رد می‌شود؛ یعنی مدل معنی‌دار است.

در ادامه، رابطه با استفاده از تحلیل پانلی^{۲۸} مورد بررسی قرار گرفت. دلیل استفاده از این روش، نوع ماهیت داده‌هاست. زیرا در تحلیل پانلی، داده‌ها به صورت مقطعی - زمانی^{۲۹} گردآوری می‌شوند. در داده‌هایی که بدین صورت جمع‌آوری می‌شوند، استقلال مشاهدات حفظ نشده بنابراین، داده‌ها به صورت انباشتی در نظر گرفته می‌شوند. مدل کلی برای ۱۰ سال مورد آزمون به صورت زیر خواهد بود:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Z_{1it} + \beta_2 Z_{2it} + \beta_3 Z_{3it} + \beta_4 Z_{4it} + \beta_5 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۶-۲)$$

$$i = 1, 2, \dots, n$$

$$t = 77, 78, \dots, 86$$

هدف، برآورد پارامترهای $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_5$ با استفاده از روش حداقل مربعات ترکیب شده^{۳۰} (PLS) است. گرچه برآورد پارامترها در این روش با روش حداقل مربعات معمولی^{۳۱} (OLS) متفاوت است (در روش حداقل مربعات معمولی مشاهدات از هم مستقل هستند؛ در حالی که در روش حداقل مربعات ترکیب شده، در مشاهدات استقلال وجود ندارد) ولی شاخص‌های به دست آمده، تفسیری مشابه با تحلیل رگرسیونی خواهند داشت.

فرضیه‌ی صفر و فرضیه‌ی مقابل برای معنی‌داری مدل به صورت زیر است.

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \dots = \beta_5 = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \end{cases} \quad \exists i = 1, 2, \dots, 5$$

یا به عبارتی دیگر، فرض صفر: مدل معنی‌داری وجود ندارد.

فرض مقابل: مدل معنی‌داری وجود دارد.

مقدار احتمال (یا سطح معنی‌داری) F برای مدل‌های اول و دوم برابر با صفر بوده و

چون این مقادیر کم‌تر از ۰/۰۵ هستند، بنابراین فرضیه‌ی صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. باید یادآور شد که چون مقدار آماره‌ی دوربین واتسون در مدل اول حاکی از خودهمبستگی باقیمانده‌ها بود، بنابراین از بخش AR مرتبه‌ی اول (متغیر وابسته با یک زمان تأخیر) در مدل استفاده شد و از مدل‌های اتورگرسیون برای این منظور بهره گرفته شد. در نتیجه، نتایج تحلیل پانلی طبق جدول شماره ۲، به عنوان مدل نهایی تحقیق به دست آمد که مقدار آماره‌ی دوربین واتسون آن به مقدار ۲ نزدیک است، پس مدل خود همبستگی نیز ندارد. میزان ضریب تعیین نیز برای مدل اول برابر با ۰/۴۲ بود که در مدل دوم (جدول ۴) به ۰/۶۶ رسید. به عبارت دیگر، این بدان معناست که در مدل اول ۴۲ درصد تغییرات و در مدل دوم ۶۶ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله‌ی متغیرهای مستقل بیان می‌گردد.

جدول ۲: نتایج تحلیل پانلی به همراه ضرایب مدل

میزان احتمال	مقدار آماره t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
		انحراف معیار	ضریب	
۰,۰۰۰۰	-۸,۶۸۰۲	۰,۰۴۶۳	-۰,۴۰۲۰	Constant
۰,۰۰۶۰	۲,۷۵۰۹	۰,۰۳۳۹	۰,۰۹۳۳	Z ₁
۰,۰۶۲۵	-۱,۸۶۴۲	۰,۰۷۵۴	-۰,۱۴۰۵	Z ₂
۰,۰۰۰۰	-۱۲,۹۰۴۴	۰,۰۷۳۰	-۰,۹۴۱۷	Z ₃
۰,۰۰۰۲	۳,۷۲۳۰	۰,۰۰۰۹	۰,۰۰۳۳	Z ₄
۰,۰۰۰۳	۳,۶۴۰۶	۰,۰۳۵۷	۰,۱۳۰۰	X
۰,۰۰۰۰	۱۸,۵۶۳۸	۰,۰۳۷۲	۰,۶۹۰۰	AR(۱)
-۰,۳۴۸۱	Mean dependent var		۰,۶۶۲۶	R-squared
۰,۲۷۵۲	S.D. dependent var		۰,۶۶۰۹	Adjusted R-squared
۲۹,۸۹۶۳	Sum squared resid		۰,۱۶۰۳	S.E. of regression
۱,۹۵۵۹	Durbin-Watson stat		۳۸۰,۹۸۵۹	F-statistic
			۰,۰۰۰۰	Prob(F-statistic)

که در آن:

اهرم مالی	Y
اندازه‌ی شرکت	Z _۱
نسبت دارایی‌های ثابت مشهود	Z _۲
بازده دارایی‌ها	Z _۳
فرصت سرمایه‌گذاری و رشد	Z _۴
حمایت سیاسی دولت	X

بنابراین، مدل نهایی تحقیق را می‌توان به ترتیب زیر بیان داشت:

$$Y_{it} = -0,4020 + 0,0933Z_{1it} - 0,1405Z_{2it} - 0,9417Z_{3it} + 0,0033Z_{4it} \quad (6-3) \\ + 0,1300X_{it}$$

۶. ارزیابی نتایج

۱. ۶. تجزیه و تحلیل و ارزیابی نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی اول

نتایج حاکی از وجود ارتباط معنی‌دار میان دو متغیر ساختار سرمایه و حمایت سیاسی دولت و تأثیرپذیری ساختار سرمایه از حمایت سیاسی دولت در محیط ایران است.^{۳۳} نتیجه‌ی به دست آمده مؤید آن است که عدم توجه کافی به کارایی منابع سرمایه‌ای، و افزایش بی‌رویه‌ی حجم بدهی‌ها بدون توجه به بازده حاصل از آن و ظرفیت استقرایی، در میان شرکت‌های دولتی فعال در ایران نیز وجود دارد. نتیجه‌ی این آزمون با نتیجه‌ی آزمون انجام شده به‌وسیله‌ی فریزر، ژنگ و دراشید (۲۰۰۵) در کشور مالزی یکسان است.

۲. ۶. تجزیه و تحلیل و ارزیابی نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی دوم

شرکت‌های بزرگ در تعیین ترکیب سرمایه‌ی خود انعطاف‌پذیری بیشتری دارند و می‌توانند با کم‌ترین قیود محدودکننده و از طریق فروش سهام عادی، ممتاز و یا اوراق قرضه به عموم، منابع مورد نیاز خود را تأمین کنند. به دلیل حجم بالای اوراق منتشر شده و صرفه‌جویی در مقیاس، هزینه‌ی انتشار نسبت به شرکت‌های کوچک به مراتب کم‌تر خواهد بود و به خاطر حجم بالای سهام منتشرشده، ریسک از دست دادن کنترل نیز وجود نخواهد داشت. شرکت‌های بزرگ‌تر دارای بدهی بیشتری نیز هستند. این یافته‌ی تحقیق با مطالعات

انجام شده به وسیله‌ی وارنر و انگ مطابقت دارد.

۳. ۶. تجزیه و تحلیل و ارزیابی نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی سوم

طبق یافته‌های تحقیق، نسبت دارایی‌های ثابت به جمع دارایی‌ها اثری معکوس بر نسبت اهرمی دارد، یعنی اگر این نسبت افزایش یابد، نسبت اهرمی کاهش می‌یابد. این نتیجه احتمالاً می‌تواند در راستای عدم تفکیک محتوایی میان روابط مالک و مدیر، تسلط عمده‌ی بخش دولتی بر مالکیت اکثر واحدهای تجاری بزرگ و نبودن بازار رقابتی برای واحدهای تجاری در محیط ایران باشد. در نتیجه، به دلیل دولتی بودن اکثر واحدهای تجاری بزرگ در محیط اقتصادی ایران، مدیران در مقابل ایجاد دارایی‌های ثابت، موفق به کسب بازده به اندازه‌ی کافی نشده‌اند. به بیان دیگر می‌توان گفت، مدیران به منظور دریافت تسهیلات، انگیزه‌ای برای ارائه‌ی صورت مطلوب و بهینه‌ای از نسبت‌های مالی (مانند نسبت اهرمی) از طریق استفاده از روش‌های حسابداری افزایش‌دهی دارایی و افزایش سهم دارایی ثابت از جمع دارایی‌ها ندارند.

مقایسه‌ی اطلاعات جمع‌آوری شده نشان می‌دهد که اگرچه شرکت‌های خصوصی از دارایی‌های وثیقه‌ای بیشتری برخوردارند، با اینحال درجه‌ی اهرم آن‌ها کم‌تر از شرکت‌های دولتی است. همان‌طور که در بخش بعد اشاره می‌شود، نسبت اهرمی با بازده دارایی‌ها، رابطه‌ای معکوس دارد. به عبارت دیگر، شرکت‌های دولتی علیرغم استفاده از حجم بدهی بیشتر، از بازده کافی برخوردار نیستند. این یافته با نتایج یافته‌های تحقیق فریزر و همکاران (۲۰۰۵) و همچنین سایر تحقیقات انجام شده در شرکت‌های امریکایی همخوانی ندارد.

۴. ۶. تجزیه و تحلیل و ارزیابی نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی چهارم

بر طبق نتایج، نرخ بازده دارایی‌ها (نسبت سود قبل از بهره و مالیات به جمع دارایی‌ها) اثری معکوس بر نسبت اهرمی دارد. بر این اساس، با افزایش نسبت اهرمی در شرکت‌های مورد تحقیق، سودآوری کاهش می‌یابد. این نتیجه با نتایج به دست آمده از تحقیق فریزر، ژنگ و دراشید (۲۰۰۵) و سایر تحقیقات انجام شده در شرکت‌های امریکایی مبنی بر این - که شرکت‌های سودآور دارای بدهی کم‌تری هستند، همخوانی کمتری دارد. علت این ارتباط نیز منطقی است، زیرا شرکت‌هایی که از سودآوری بیشتری برخوردارند، می‌توانند به جای استقراض، نیاز مالی خود را از محل سود شرکت تأمین کنند.

۵. ۶. تجزیه و تحلیل و ارزیابی نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی پنجم

بر طبق این یافته، نتیجه گرفته می‌شود که بدهی‌های تحصیل شده از سوی شرکت‌ها توانسته به افزایش ارزش شرکت که همانا در قیمت سهام شرکت نهفته است، منجر گردد. این یافته با نتایج تحقیق فریزر و همکاران (۲۰۰۵) منطبق است.

۷. پیشنهادها

با توجه به نتایج این تحقیق مبنی بر عدم کارایی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌هایی که از حمایت سیاسی دولت برخوردارند و با توجه به فضای عمومی کسب و کار حاکم بر ایران مبنی بر حضور پر رنگ دولت در صنایع مختلف و لزوم توجه به کارایی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های بورسی، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

۱. از جمله ساز و کارهای در نظر گرفته شده برای کاهش تأثیر و نقش دولت در محیط کسب و کار و ایجاد فضای رقابتی و در نتیجه، افزایش کیفیت کالاها و خدمات تولیدی و بهره‌مندی بیشتر مصرف‌کنندگان آنها، اصل ۴۴ قانون اساسی است که در سال‌های اخیر بیشتر در کانون توجه مسوولان امر قرار گرفته است. از این رو پیشنهاد می‌شود برای رفع انحصار و ایجاد فضای رقابتی، اجرای صحیح و سریع این اصل بیشتر مورد مذاقه و توجه قرار گیرد.

۲. علی‌رغم الزام شرکت‌ها برای ارائه‌ی گزارش‌های مالی سالانه و افشای اطلاعات مربوط به بخش حقوق صاحبان سرمایه و بدهی‌های شرکت‌ها، پیشنهاد می‌گردد در فواصل زمانی معین، گزارش‌هایی از سوی بورس تهران منتشر گردد که در آن گزارش‌ها نشان داده شود افزایش مقدار بدهی کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده طی مدت زمان بین تهیه‌ی گزارش‌ها، چه مقدار افزایش یا کاهش داشته است تا شرکت‌های بزرگ‌تر که در تأمین مالی از طریق بدهی‌ها از استطاعت بیشتری برخوردارند، بیشتر در کانون توجه سهام‌داران قرار گیرند و با استفاده از این سازوکار اطلاعاتی، از شکل‌گیری حساب‌های قیمت برای سهام این قبیل شرکت‌ها جلوگیری به عمل آید.

۳. همچنین می‌توان گزارش‌هایی مقایسه‌ای از میزان بازده دارایی‌های شرکت‌ها منتشر کرد تا بدین وسیله، سهام‌داران صرفاً به دلیل حجم عمده‌ی دارایی‌های ثابت شرکت‌ها، فریب پشتوانه‌ی قوی شرکت‌ها را نخورند و به این نکته توجه کنند که مبادا این حجم عمده‌ی دارایی‌ها، تنها تلاشی باشد که از سوی مدیریت برای کاهش ریسک تأمین مالی شرکت

خصوصی سازی در کشور ما کمک خواهد نمود.

جدول ۳: توزیع نمونه‌های انتخابی به تفکیک صنایع مختلف

ردیف	نوع صنعت	تعداد نمونه
۱	استخراج کانی‌های فلزی	۱
۲	فراورده های غذایی	۱۳
۳	منسوجات	۵
۴	صنعت محصولات کاغذی	۵
۵	انتشار چاپ و تکثیر	۱
۶	محصولات شیمیایی	۳۱
۷	لاستیک و پلاستیک	۵
۸	سایر محصولات کانی غیر فلزی	۲۶
۹	ساخت محصولات فلزی	۷
۱۰	ماشین آلات و تجهیزات	۱۸
۱۱	ساخت رادیو و تلویزیون	۲
۱۲	خودرو و ساخت قطعات	۱۹
	جمع	۱۳۳

یادداشت‌ها

1. Political Patronage
2. David Durand.
3. Franco Modigliani, and Merton Miller
4. J. Fred Weston.
5. Merton
6. Myers and C. Stewart
7. Harris, Robert S
8. Ferri & Jones
9. Bennet & Donnelly
10. Fattouh, Scaramozzino, and Harris
11. Warner
12. Ang & Mcconnel
13. Harris & Raviv
14. Stalz
15. Cornett & Travlos
16. Dann, et al.
17. Kunt & Maksimovic
18. Bradley & et al.
19. Long & Maitz
20. Titman, S., and Wessels, R.
21. Harris, M., and Raviv, A
22. Myers
23. Hovakimian
24. Frank and Goyal

25. Welch

۲۶. شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران از تیرماه سال ۸۴ روندی نزولی را طی نمود و نسبت به سال ۸۳، روندی غیر طبیعی داشت. تنها متغیر مستقلی که تحت تأثیر وضعیت بورس است، فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که تأثیر آن نسبت به قلمرو زمانی ۱۰ ساله تأثیر عمده‌ای بر نتایج به‌دست‌آمده نداشته است.

27. Intensive Research

28. Panel Analysis

29. Cross Section-time Series

30. Pooled Least Squares

31. Ordinary Least Squares

۳۲. بر طبق نتایج به دست آمده از تحقیق آن‌ها، حمایت سیاسی دولت با توانایی شرکت برای تحمل بدهی بیشتر ارتباط دارد.

منابع

الف. فارسی

جمالی، فاطمه. (۱۳۸۲). بررسی رابطه‌ی بین ساختار سرمایه (اهرم مالی) با صورت جریان وجوه نقد گروه صنایع غذایی بورس اوراق بهادار تهران. *پایان نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه الزهراء تهران.

حسینی، سید حسین. (۱۳۸۷). تبیین و ارائه الگو برای سنجش میزان ارتباط ساختار سرمایه و حمایت سیاسی دولت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد*، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.

سینائی، حسنعلی. (۱۳۸۶). بررسی تأثیر عوامل داخلی شرکت‌ها بر چگونگی شکل‌گیری ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، مجله‌ی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ۴۸: ۶۳-۸۴.

قالیباف اصل، حسن. (۱۳۷۳). بررسی تأثیر ساختار سرمایه (اهرم مالی) بر روی ریسک سیستماتیک سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد*، دانشگاه تهران.

محمدی، راضیه. (۱۳۸۴). عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد*، دانشگاه الزهراء.

نمازی، محمد و شیرزاده، جلال. (۱۳۸۴). بررسی رابطه‌ی ساختار سرمایه با سودآوری

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران، ۱۲ (۴۲): ۷۵-۹۵.

ب. انگلیسی

- Deangelo, H. & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and person taxation. *Journal of Financial Economics* (8): 3-29.
- Faccio, M. et al. (2001). Dividend and expropriation. *American Economic Review* (91):54-78.
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2): 217-248.
- Fraser, D. R., Zhang, H. & Derashid, C. (2005). Capital structure and political patronage: The case of Malaysia. *Journal of Banking & Finance*, 30(4): 1291-1308.
- Gomez, E.T. & Jomo, K. S. (1997). *Malaysia's political economy: Politics, patronages and profits* (first ed.). Cambridge: Cambridge University Press.
- Gomez, E.T., & Jomo, K.S. (1998). *Malaysia's Political Economy: Politics, Patronages and Profits* (second ed.). Cambridge: Cambridge University Press.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46 (1): 297-355.
- Hovakimian, A., Opler, T. & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36 (1):1-24.
- Johnson, S. & Mitton, T. (2003). Cronyism and capital controls: Evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics* (67): 351-382.
- Myers, S.C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives* 15: 81-102.
- Myers, S. & Sussman, N. (2003). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2): 187-221.
- Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure: Some evidence from international data. *Journal of Finance* (December):1421-1458.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43: 1-20.
- Warner, J. (1977). Bankruptcy costs: Some evidence. *Journal of Finance*, 32: 337-347
- Welch, I. (2004). Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, (111): 106-131.