

## بررسی رابطه عوامل ساختار سرمایه و طبقات ریسک سیستماتیک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر سید علیرضا موسوی\* و حمیده کشاورز\*\*

\* استادیار - دکترای مدیریت بازرگانی - عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزآباد

\*\* کارشناس ارشد حسابداری - دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۸/۰۹/۲۱

تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۸۹/۰۲/۲۶

### چکیده

یکی از مهمترین اجزای هر فعالیت اقتصادی فراهم کردن منابع مالی مورد نیاز است، که این منابع را می‌توان از محل حقوق صاحبان سهام یا بدهی تأمین کرد. در همین راستا مدیران مالی در شرکت‌ها تضمین بهترین ترکیب منابع تأمین مالی یا به عبارت دیگر ساختار سرمایه می‌باشد و تصمیمات اتخاذ شده در این زمینه در راستای افزایش ارزش شرکت است. موضوع ساختار سرمایه از جمله مسائلی است که تا کنون تحقیقات و آزمون‌های زیادی بر روی آن انجام شده است و در حال حاضر نیز تحقیقات نظری و بررسی‌های تجربی در مورد آن ادامه دارد. سؤال اصلی این تحقیق عبارت است از اینکه چگونه شرکت‌ها استراتژی‌های تأمین مالی را هنگامی که موضوع طبقات ریسک سیستماتیک است، تغییر می‌دهند؟ برای این منظور داده‌های مورد نیاز این پژوهش از ۹۹ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۷۸ با استفاده از نرم افزار ره آورد و تدبیرپرداز جمع آوری گردیده است. تکنیک‌های آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیات ضریب رگرسیون می‌باشد. در این پژوهش شرکت‌ها براساس متوسط تغییرات ریسک سیستماتیک ( $\beta$ ) به سه طبقه بالا، متوسط و پایین تقسیم شده و عوامل ساختار سرمایه مؤثر بر تأمین مالی از طریق بدهی‌های بلند مدت و کوتاه مدت براساس سه تئوری توازی ایستا، ترتیب هرمی (سلسله مراتب) و جریان نقد آزاد انتخاب شده‌اند. تحقیق حاضر شامل شش فرض بوده که نتایج حاصل نشان می‌دهد شرکت‌های با ریسک متوسط و پایین بنوبت از بدهی‌های کوتاه مدت و بلند مدت بیشتر استفاده می‌کنند و شرکت‌های با ریسک بالا نسبتاً بیشتر از بدهی‌های بلند مدت نسبت به بدهی‌های کوتاه مدت استفاده می‌کنند. از این رو شرکت‌های با ریسک بالا تمایلی به بالا بردن تأمین مالی از طریق سهام عادی ندارند. از این گذشته نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های با ریسک بالا نسبتاً به وسیله مفروضات تئوری ترتیب هرمی متأثر شده‌اند و همچنین شرکت‌های با ریسک متوسط به وسیله مفروضات جریان نقد آزاد تحت تاثیر قرار گرفته‌اند. نتایج حاصل از این پژوهش با نتایج تحقیقات تارک و همکارانش (۲۰۰۸)<sup>۱</sup> مطابقت دارد.

**واژه‌های کلیدی:** ساختار سرمایه، تأمین مالی، ریسک سیستماتیک، تئوری ترتیب هرمی، تئوری توازی ایستا، تئوری جریان نقد وجوه

1. Tarek et al (2008)

## مقدمه

پرسش را مطرح می‌کند که "چگونه بنگاه‌ها، ساختار سرمایه خود را انتخاب می‌کنند؟" و پاسخ می‌دهد: "ما نمی‌دانیم" (مایرز، ۱۹۸۴، ۵۷۵).<sup>۹</sup>

تصمیمات مالی گوناگون برای رفاه مالی شرکت امری واجب است. یک تصمیم نادرست درباره ساختار سرمایه ممکن است منجر به ضبط و حراج کردن اموال برای تامین بدهی مالی و سرانجام ورشکستگی شود. مدیران شرکت‌ها ساختار سرمایه شان را طوری انتخاب می‌کنند که ارزش شرکت را افزایش دهند. به هر حال شرکت‌ها سطوح اهرم مالی متفاوتی را برای رسیدن به یک ساختار سرمایه مطلوب سرمایه انتخاب می‌کنند. اگرچه تحقیقات نظری و تجربی به ساختار سرمایه مطلوب اشاره دارند، اما هنوز یک روش خاصی وجود ندارد که مدیران شرکت‌ها بتوانند برای رسیدن به سطح بدهی مطلوب انجام دهند. تئوری‌های مالی وجود دارد که قدری به درک چگونگی انتخاب ترکیبی از تامین مالی موثر بر ارزش شرکت کمک می‌نمایند (اریوتیز<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۷، ۳۲۱).

مودیگلیانی و میلر<sup>۱۱</sup> از پیشگامان نظریه پرداز درباره ساختار سرمایه می‌باشند. آنها با ارائه تئوری خود پایه و اساس مباحث علمی را در مورد ساختار سرمایه و ترکیب آنها بنا نهادند (مایرز، ۲۰۰۱، ۸۱). بعد از نظریه مودیگلیانی و میلر که با برخی شرایط محدود کننده اثر تأمین مالی بر ارزش شرکت را نامربوط بیان کردند، ساختار سرمایه به وسیله تئوری‌ها و کمک‌های تجربی بسط داده شد (ویویانی<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۸، ۱۷۲). ادبیات درباره عوامل ساختار سرمایه در سه تئوری توازی ایستا، ترتیب هرمی و جریان نقد آزاد شناخته شده است، که هر تئوری تفسیر متفاوتی از تأمین مالی شرکت‌ها ارائه می‌کنند. (تارک<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۷، ۲۵). براساس تئوری توازی ایستا، شرکت‌ها ساختار سرمایه مطلوب را به وسیله مقایسه

موضوع مربوط به ساختار سرمایه شرکت‌ها به یک دامنه از عنوان‌های تحقیق اساسی میان دانشجویان و دست‌اندرکاران در یک مدت طولانی تعلق دارد. سوال اساسی این است که: آیا شرکت‌ها ساختار سرمایه شان را با آگاهی اداره می‌کنند (تئوری توازی ایستا) و یا ساختار سرمایه موجود شرکت طی یک روند تصادفی معین به وسیله سودآوری گذشته، اختیار سرمایه گذاری، سیاست تقسیمی سود و یا وضعیت بازار سرمایه، اداره شده (تئوری ترتیب هرمی و تئوری زمانبندی بازار<sup>۱۴</sup>) است؟ در این مورد توافق عامی وجود ندارد و همان طوری که توسط بسیاری از دانشجویان بحث شده، نه تئوری ترتیب هرمی و نه تئوری توازی ایستا نمی‌توانند تصمیم رضایت بخشی از انتخاب ساختار سرمایه مناسب در عمل را فراهم کنند (گراهام و هاروی<sup>۱۵</sup>، ۱۹۹۹، ۱۸۷؛ گود و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۴، ۳۸). مطالعات زیادی نتیجه گیری می‌کنند که شرکت‌ها نسبت اهرم مالی هدف دارند، و آن را در بلند مدت دنبال می‌کنند (تئوری توازی ایستا)، اما رفتار ترتیب هرمی به نظر می‌رسد که بر تصمیمات ساختار سرمایه کوتاه مدت تسلط دارد (مایر و ساسمن<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۴، ۴۸؛ تاکر و استوجا<sup>۱۸</sup>، ۲۰۰۴، ۴۰) و بدهی بلند مدت منبع تامین مالی همه طبقات ریسک سیستماتیک است. (Tarek et al, 2008, 25) به هر حال معما باقیمانده و یکی از دلایل برای متناقض بودن نتایج می‌تواند در متفاوت بودن کشورها و عوامل خاص شرکت‌ها<sup>۱۹</sup> مشاهده شود (سپا<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۸، ۵۶). در هر صورت مایرز در مورد موضوع ساختار سرمایه می‌نویسد: "ما اطلاعات بسیار کمی در مورد آن داریم." و از آن به عنوان معمای ساختار سرمایه یاد می‌کند و این

1. Trade-off theory
2. Pecking order and market timing theories
3. Graham & Harvey
4. Gaud et al
5. Mayer & Sussman
6. Tucker & Stoja
7. Company-specific factors
8. Seppa

9. Myers

10. Eriotis

11. Modigliani and Miller (1958)

12. Viviani

13. Tarek

استراتژی‌ها ممکن است تغییر کنند و متأثر از تئوری دیگری شوند. این علت اصلی ادبیات است که نمی‌تواند در یک تئوری (یا یک تفسیر) درباره عوامل ساختار سرمایه در برگرفته شود (تارک، ۲۰۰۷، ۲۵). البته تئوری‌های دیگری از جمله تئوری نمایندگی مطرح شده است. ادبیات مالی شرکت‌ها نسبت به تغییرات ساختار سرمایه شان ناشی از مسئله نمایندگی را شرح می‌دهد که ممکن است درجه ریسک شرکت‌ها را افزایش دهد. مطابق با تئوری نمایندگی، سهامداران پروژه‌ها با ریسک بالا را ترجیح می‌دهند که این برخلاف سلیقه تامین کنندگان از طریق بدهی می‌باشد (تارک، ۲۰۰۸، ۷). استفاده از بدهی کوتاه مدت این برخورد نمایندگی را کاهش می‌دهد. بنابراین این کاهش یافتن به درجه ریسک مربوط می‌شود. این عمل اشاره دارد به این که هنگامی که شرکت‌ها نسبت به ریسک اطمینان بدون حفاظ<sup>۳</sup> هستند، باید تغییرات قطعی نسبت به ساختار سرمایه شان برای مقابله با مسئله نمایندگی وابسته مورد انتظار ایجاد کنند (لیلاند و توفت<sup>۴</sup>، ۱۹۹۶، ۹۹۰). مسئله نمایندگی به اینکه هم سرمایه گذاران و هم مدیران شرکت‌ها باید تا حدودی از اثرات تغییر ساختار سرمایه بر درجه ریسک سیستماتیک وابسته به سرمایه گذاری‌هایشان آگاهی داشته باشند، اشاره دارد (هامادا<sup>۵</sup>، ۱۹۷۲، ۴۳۶). در صورت وجود اطلاعات نامتقارن، شرکت‌ها ممکن است تأمین مالی از طریق بدهی را نسبت به تأمین مالی از طریق فروش سهام ترجیح دهند (مایرز و ماجلوف<sup>۶</sup>، ۱۹۸۴، ۱۸۹ و جون<sup>۷</sup>، ۱۹۸۷، ۶۳۰).

این تحقیق رابطه میان بدهی‌های کوتاه مدت و بلند مدت طبقات ریسک سیستماتیک و عوامل ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار می‌دهد. در واقع سوال تحقیق این است که: چگونه شرکت استراتژی‌های تأمین مالی از طریق بدهی، هنگامی که موضوع طبقات ریسک سیستماتیک

مالیات سود بدهی، هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی بدهی و سهام عادی انتخاب می‌نمایند و اینکه نقش انطباقی<sup>۱</sup> بدهی را بیان می‌کند و واقعیت این است که بدهی هزینه‌های اطلاعاتی کمتری نسبت به سهام عادی بیرونی متحمل می‌شود، که این مورد توسط مودigliانی و میلر (۱۹۶۳)، جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶)، مایرز (۱۹۸۴) و تیتمن (۱۹۸۴)<sup>۲</sup> بیان شده است. بنابراین اهرم مالی هزینه سرمایه را مینیمم و ارزش شرکت را ماکزیمم می‌نماید. در تئوری ترتیب هرمی در نتیجه عدم تقارن اطلاعات میان اشخاص دارای اطلاعات محرمانه (درون سازمانی) و بیرون از سازمان، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند که اول به وسیله منابع داخلی و در مرحله بعد به وسیله بدهی و در پایان به وسیله سهام عادی سرمایه گذاری شود. نسبت بدهی به زمان درباره درجه نامتقارنی اطلاعات بر روی ظرفیت تأمین مالی و بر محدودیت‌های گوناگونی که شرکت در دستیابی به منابع مختلف تأمین مالی برخوردار می‌کند، مربوط می‌شود. بنابر این در ترتیب هرمی مشاهده می‌شود که اهرم مالی سودآوری گذشته و فرصت‌های سرمایه گذاری شرکت‌ها را منعکس می‌نماید (ویویانی، ۲۰۰۸، ۱۷۲). در تئوری جریان نقد آزاد فرض بر این است که بدهی تعهدات ثابت (بهره بدهی و پرداخت اصل بدهی) را ارائه می‌نماید، که در آینده توسط شرکت برآورده می‌شود. این تعهدات فرضی است در برابر تصاحب جریان نقد آزاد (اگر وجود داشته باشد)، بنابراین مانع از مصرف منابع مالی شرکت توسط مدیران می‌شود (تارک، ۲۰۰۷، ۲۵). سه تئوری شناخته شده هر یک دارای مفهومی هستند، که پیشنهادات و فرضیات مربوط به خود را دارند (مایر، ۲۰۰۱، ۸۳). در واقع سه تئوری نمی‌تواند تصویر کاملی درباره تکرار ساختار سرمایه را شرح دهد، به این معنا که شرکت‌ها می‌توانند استراتژی‌های ساختار سرمایه‌ای را اتخاذ کنند که شرایط خوبی دارند. هنگام تغییر وضعیت واحد تجاری، تصمیمات تأمین مالی و

3. Exposed  
4. Leland & Toft  
5. Hamada  
6. Myers & Majluf  
7. John

1. disciplinary role  
2. Modigliani & Miller, 1963; Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977; Titman, 1984

است، تغییر می‌دهد؟

## مروری بر ادبیات تحقیق

رابطه میان ساختار سرمایه و ارزش شرکت موضوع مناظره آمیز قابل توجهی می‌باشد و در دهه‌های گذشته زیاد مورد توجه محققان قرار گرفته است (آبور<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶، ۴۳۹). مودیگانی و میلر از جمله محققانی بوده‌اند، که در علم نظری اثر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت پیشقدم شدند. آنها در نظریه اولیه شان بیان کردند که زمانی که مالیات وجود نداشته باشد، بازارها کاملاً کارا هستند. بنابراین ساختار سرمایه و تصمیمات تامین مالی اثری بر هزینه سرمایه و ارزش بازار شرکت ندارد. در پیشنهاد دومشان آنها مدعی شدند که بهره پرداختنی بدهی<sup>۲</sup>، مالیات را کاهش می‌دهد، بنابراین هزینه بدهی نسبت به هزینه سرمایه کمتر می‌باشد (کارادنیز و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹، ۵۹۵). بعد از نظریه مودیگانی و میلر تحقیقات عمیق تری در زمینه مفهوم ساختار سرمایه انجام شد و چندین تئوری شکل گرفت (اریوتیز<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷، ۳۲۱). به طور مثال، نخستین دوره رشد تئوری ترتیب هرمی در تحقیق دونالدسون<sup>۵</sup> (۱۹۶۱) پیگیری شده است. او به طور نمونه شرکت‌های بزرگ را مورد بررسی قرار داد و نشان داد که مدیران شدیداً به منابع داخلی توجه دارند و از واریز وجوه خارجی ممانعت می‌کنند، مگر در صورت نیاز به افزایش وجه نقد، که در مورد سرمایه خارجی مورد نیاز نیز مدیران به طور کلی از انتشار سهام جدید دوری می‌کنند. نتایج حاصل از تحقیقات دونالدسون به وسیله میرز و مجلوف<sup>۶</sup> (۱۹۸۴) به صورت سلسله مراتب انتخاب تامین مالی تشریح شد. در این سلسله مراتب شرکت‌ها تمایل دارند که در مرحله اول به وجوه نقد داخلی (مانند سود تقسیم نشده) و در مرحله بعد بدهی و سرانجام تمایل به انتشار سهام عادی برای تامین باقیمانده سرمایه مورد نیاز دارند (واسلیوس و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۹، ۸۷). یا تئوری توازی

ایستا که براساس هزینه‌های ورشکستگی و تنگدستی مالی<sup>۸</sup> و هزینه‌های نمایندگی تشکیل شده و طبق این تئوری هر افزایشی در سطح بدهی، موجب افزایش در هزینه‌های ورشکستگی و تنگدستی مالی و هزینه‌های نمایندگی می‌شود، در نتیجه موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود. به طور کلی مطالعات زیادی در زمینه تجربی بودن تئوری‌های ساختار سرمایه صورت گرفته، که در این مطالعات ساختار سرمایه شرکت‌ها به فاکتورها و عواملی نظیر فرصت‌های رشد، سهم دارایی‌های ثابت (مشهود) نرخ مالیاتی موثر، پوشش‌های مالیاتی غیر بدهی، اندازه شرکت، سودآوری و جریان نقد آزاد مربوط می‌باشند (کارادنیز و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۹، ۵۹۶). بکلر و ورگلر با بررسی ارتباط میان ساختار سرمایه و زمان بندی بازار<sup>۱۰</sup> به این نتیجه رسیدند که بنگاه‌های با اهرم مالی کم تمایل دارند وجوه خود را زمانی که ارزش آنها بالا است، افزایش دهند و برعکس (بیکر و یورگلر<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۲، ۱). ولش ارتباط بازده سهام و ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار داد و بازده سهام را یک تخمین زنده‌ی درجه اول برای نسبت‌های بدهی معرفی می‌کند، که شاید تنها اثری است که درباره تغییرات بدهی استنباط می‌شود (ولج<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۴، ۱۰۶). هواکیمیان طی تحقیقات خود به این نتیجه رسید که اگرچه معاملات سهام ممکن است با شرایط بازار سهام، زمان بندی شود، اما آنها اثرات عمده نهایی طولانی بر ساختار سرمایه ندارند (هواکیمیان<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۶، ۲۲۱). تارک و همکارانش عوامل ساختار سرمایه شرکت‌ها را در اقتصادی نوظهور، با توجه به سه تئوری توازی ایستا، ترتیب هرمی، جریان نقد آزاد مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که شرکت‌ها از بدهی کوتاه مدت و بلند مدت در تنظیم اهرم مالی استفاده می‌کنند، که وابستگی نسبی در مورد بدهی‌های بلند مدت است (تارک و همکاران، ۲۰۰۷، ۲۵) و همچنین تحقیقی در زمینه ارتباط با عوامل ساختار سرمایه و طبقات ریسک سیستماتیک نا متقارن در مصر انجام دادند و شرکت‌ها را

8. Financial distress  
9. Karadeniz et al  
10. Market timing  
11. Baker & Wurgler  
12. Welch  
13. Hovakimian

1. Abor  
2. Interest payment of debt  
3. Karadeniz et al  
4. Eriotis  
5. Donaldson  
6. Myers & Majluf  
7. Vasiliou et al

شرکت‌های بزرگ بیشتر انتظار می‌رود که از نسبت‌های بدهی هدف حمایت کنند (ازکان<sup>۴</sup>، ۲۰۰۱، ۱۷۵؛ گراهام و هاروی<sup>۵</sup>، ۲۰۰۱، ۱۸۸).

اثر مالیات نسبی<sup>۶</sup> - در رابطه با این موضوع اثرات انواع مختلف مالیات‌ها بر روی تصمیمات نسبت به تغییر ساختار سرمایه مورد آزمون قرار گرفته‌اند. تعدادی از محققان دریافته‌اند که رابطه میان اندازه میان پوشش‌های مالیات غیر بدهی<sup>۷</sup> و اهرم مالی معکوس می‌باشد (ازکان، ۲۰۰۱، ۱۷۵؛ روز<sup>۸</sup>، ۱۹۸۵، ۶۳۷). تعدادی نیز به این نتیجه رسیدند که پوشش‌های مالیات غیر بدهی بر نسبت‌های بدهی اثری ندارند (همایی‌فر و همکاران<sup>۹</sup>، ۱۹۹۴، ۱۰؛ تیتمن و وسلز<sup>۱۰</sup>، ۱۹۸۸، ۲). و امتیازات مالیاتی اهمیت مناسبی در شرکت‌های با اندازه متوسط و اهمیتی زیاد برای شرکت‌های بزرگ و شرکت‌هایی که به طور منظم سود پرداخت می‌کنند دارا می‌باشد (گراهام و هاروی، ۲۰۰۱، ۱۸۷).

هزینه‌های نمایندگی: بدهی‌های شرکت تعهد شده با وجوه نقد تصفیه می‌شوند، بنابراین مقدار جریان نقد آزاد در دسترس نزد مدیران برای فعالیت‌های شخصی کاهش می‌یابد. با وجوه نقد شرکت‌های با احتمال بالای مسئله جریان نقدی آزاد و شرکت‌های با چندین فرصت سرمایه گذاری مورد انتظار سطوح بدهی بالایی دارند (استولز<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۰، ۴).

سودآوری: شواهدی در مورد نقش تامین مالی از طریق سودنباشته و رابطه آن با ساختار سرمایه وجود دارد. شرکت‌ها ترجیح می‌دهند، اول سرمایه را با سود انباشته، دوم با بدهی و سوم با انتشار سهام جدید افزایش دهند (تئوری ترتیب هرمی) (مایرز و مجلوف، ۱۹۸۴، ۱۸۸؛ مایرز، ۱۹۸۴، ۵۷۷). بسیاری محققان به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس میان سودآوری و اهرم مالی وجود دارد و دریافته‌اند که میان سودآوری و سطح بدهی در ساختار سرمایه شان رابطه منفی وجود دارد (تیتمن و

از لحاظ متوسط تغییرات ریسک سیستماتیک به سه گروه شرکت‌های با ریسک بالا، متوسط و پایین طبقه بندی کردند و به این نتیجه رسیدند که بدهی بلند مدت منبع تأمین مالی همه طبقات ریسک سیستماتیک است و اینکه شرکت‌های با ریسک متوسط، بدهی بلند مدت خود را براساس بدهی شاخص صنعت وفق می‌دهند و به تأمین مالی از طریق بدهی بلند مدت وابسته می‌باشند و همچنین این شرکت‌ها نسبتاً تحت تاثیر مفروضات اساسی جریان نقدی آزاد قرار می‌گیرند و شرکت‌های با ریسک بالا به وسیله تئوری ترتیب هرمی تحت تأثیر قرار می‌گیرند (تارک و همکاران، ۲۰۰۸، ۷). سه پا تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های غیر مالی<sup>۱</sup> مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که تصمیمات ساختار سرمایه در میان شرکت‌های غیر مالی به وسیله تئوری ترتیب هرمی تحریک شده‌اند و شواهدی وجود دارد که بیان می‌کند که انتخاب ساختار سرمایه مطلوب در بلند مدت سست (ضعیف) مانده است. نیرومندی رفتار ترتیب هرمی تفاوت میان شرکت‌های بزرگ و کوچک را قابل توجه می‌نماید (سپا، ۲۰۰۸، ۵۵). ویویانی در زمینه عوامل ساختار سرمایه مطالعه تجربی روی شرکت‌های صنعت نوشیدنی در فرانسه انجام داده است و تئوری ترتیب هرمی را برای تشریح اهرم مالی در شرکت‌های نوشیدنی فرانسه مناسب دانسته است (ویویانی، ۲۰۰۸، ۱۷۱).

### چارچوب نظری

در این بررسی شرکت‌ها براساس ریسک سیستماتیک به سه طبقه: بالا، متوسط و پایین تقسیم می‌شود و عوامل ساختار سرمایه براساس سه تئوری ساختار سرمایه: تئوری توازی ایستا، تئوری ترتیب هرمی و تئوری جریان نقد آزاد، انتخاب شده‌اند، که به شرح زیر می‌باشند:

نسبت بدهی هدف: شرکت‌ها در بدست آوردن سطوح بدهی هدف بلندمدت کوشش می‌کنند، اگرچه ممکن است در مسیر در واکنش به بررسی‌های (ملاحظات) زمان‌بندی و معایب ساختار سرمایه منحرف شوند (شیام-ساندر و مایرز<sup>۲</sup>، ۱۹۹۹، ۲۲۰ و یورباج<sup>۳</sup>، ۱۹۸۵، ۳۰۵). از

4. Ozkan  
5. Graham & Harvey  
6. Relative tax effects  
7. non-debt tax  
8. Ross  
9. Homaifar et al  
10. Titman & Wessels  
11. Stulz

1. Non-financial companies  
2. Shyam-Sunder & Myers  
3. Auerbach

ازکان (۲۰۰۱) نشان داد که نقدینگی شرکت‌ها یک رابطه منفی بر تصمیمات استقراض شرکت‌ها دارد (ازکان، ۲۰۰۱، ۱۷۵).

رشد: نظریه تئوری نمایندگی فرض می‌کند که شرکت‌های کنترل شونده سهام عادی<sup>۷</sup> تمایل بیشتری برای سرمایه گذاری کردن مطلوب نسبت به سلب مالکیت کردن از دارندگان اوراق قرضه دارند و هزینه وابسته به این رابطه نمایندگی احتمالاً برای شرکت‌های در حال رشد بالاتر است. بنابراین رشد آینده مورد انتظار شرکت‌ها به طور منفی به سطوح بدهی بلندمدت وابسته است (هاریس و راویو، ۱۹۹۱، ۲۹۷؛ گوش و همکاران، ۲۰۰۰، ۱۲۹). به هر حال مایرز (۱۹۷۷) اشاره می‌کند که مسئله نمایندگی زمانی که شرکت‌ها بدهی کوتاه مدت بیشتری نسبت به بدهی بلند مدت منتشر می‌کند، کم می‌شود. با وجود این گوبتا (۱۹۶۹) و توی و همکارانش (۱۹۷۴)<sup>۸</sup> دریافته‌اند که نسبت بدهی کل به طور مثبت با رشد سنجیده شده به وسیله رشد فروش‌ها و گردش دارایی‌ها، وابسته می‌باشد (تارک و همکاران، ۲۰۰۸، ۱۵).

فرصت رشد سرمایه گذاری: تعدادی از مطالعات تغییرات در ساختار سرمایه شرکت با فرصت‌ها سرمایه گذاری را شرح می‌دهد که به وسیله وجود بدهی‌های بلند مدت تحت تأثیر قرار می‌گیرند. رابطه‌ای میان فرصت‌های رشد، هزینه‌های ورشکستگی و اهرم مالی وجود دارد. هزینه‌های ورشکستگی مورد انتظار بیشتر، به اهرم مالی کمتر اشاره دارد (مایرز، ۱۹۸۴، ۵۷۵؛ ویلیامسون<sup>۹</sup>، ۱۹۸۸، ۵۶۷؛ هاریس و راویو، ۱۹۹۱، ۲۹۷). شرکت‌های در صنایع در حال رشد هزینه‌های نمایندگی بالاتری متحمل می‌شوند، زیرا آنها قابلیت انعطاف پذیری بیشتری در گرفتن سرمایه گذاری آینده دارند (تیتن و وسلز، ۱۹۸۸، ۱). شرکت‌ها با فرصت‌های رشد کمتر، بدهی بیشتری در ساختار سرمایه‌شان دارد، در واقع بیانگر یک رابطه معکوس می‌باشد (لاسفر<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۵، ۲۶۵). ازکان (۲۰۰۱) نیز با ارائه شواهدی اضافی منفی بودن و رابطه قابل توجه میان فرصت‌های رشد و اهرم مالی را بیان می‌نماید. او همچنین رابطه مثبت و قابل توجه آماری میان کند شدن

وسلز، ۱۹۸۸، ۲؛ هاریس و راویو<sup>۱</sup>، ۱۹۹۱، ۲۹۷؛ راجان و زینگالز<sup>۲</sup>، ۱۹۹۵، ۱۴۲۲؛ گوش و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰، ۱۳۰).

ازکان<sup>۴</sup> (۲۰۰۱) تأخیر نتایج سودآوری شرکت‌ها را بر روی تصمیمات بدهی شرکت مطرح کرده و بیان می‌کند که رابطه منفی میان سودآوری جاری شرکت‌ها و تصمیمات مربوط به استقراض وجود دارد. در حقیقت رابطه مثبت میان سودآوری گذشته و نسبت بدهی وجود دارد (تارک، ۲۰۰۸، ۱۶).

اندازه: در نتایج مطالعات درباره رابطه میان اندازه شرکت و انتخاب ساختار سرمایه مغایرت‌هایی وجود دارد (تارک و همکاران، ۲۰۰۸، ۱۶) در یک طرف، رابطه مثبت میان اندازه شرکت و ساختار سرمایه بیان شده است. بعضی از محققان به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های بزرگ بیشتر بدهی بلندمدت و شرکت‌های کوچک بیشتر بدهی کوتاه مدت دارند (همایی‌فر و همکاران، ۱۹۹۴، ۲؛ تیتن و وسلز، ۱۹۸۸، ۳). شرکت‌های کوچک‌تر به سوی نسبت‌های اهرم مالی پایین‌تر گرایش دارند (ازکان، ۱۹۹۶، ۱۰۵) و میان اندازه دارایی‌ها و نسبت بدهی بلند مدت رابطه مثبت قابل توجهی وجود دارد (گوش و همکاران، ۲۰۰۰، ۱۲۹). در طرف دیگر رابطه غیر خطی میان نسبت بدهی کل و اندازه شرکت وجود دارد (ازکان، ۲۰۰۱، ۱۷۵؛ چانگ<sup>۵</sup>، ۱۹۹۳، ۸۳).

وضعیت نقدینگی: نقدینگی شرکت در نیازهای مالی نسبت به ساختار سرمایه اثر گذار می‌باشد. نقدینگی دارایی‌ها می‌تواند به وسیله سهامداران در مخارج دارندگان اوراق قرضه دستکاری شود. دو تفسیر برای رابطه میان نقدینگی و استفاده از بدهی وجود دارد. در یک طرف، شرکت‌ها با دارایی نقدی و شبه پول<sup>۶</sup> بالاتر توانایی بیشتری در نسبت‌های بدهی بالاتر دارند، که رابطه مثبت میان هر دو را توسعه می‌دهد. در طرف دیگر، شرکت‌ها می‌توانند از دارایی‌های نقدی به عنوان منبع تأمین مالی استفاده کنند که موجب یک رابطه منفی میان نقدینگی و نسبت‌های بدهی می‌شود (تارک و همکاران، ۲۰۰۸، ۱۶).

1. Harris & Raviv
2. Rajan & Zingales
3. Ghosh et al
4. Ozkan (2001)
5. Chung
6. Liquid assets

7. Equity-controlled firms

8. Gupta (1969) & Toy et al. (1974)

9. Williamson

10. Lasfer

اثر زمان‌بندی: به طور نظری، شرکت‌ها سعی می‌کنند که تصمیم‌گیری کنند که چه مقدار بدهی را بنابر استقرار در مطابقت با کارایی سهام عادی تعیین کنند. این اثر زمان‌بندی سرمایه‌گذاری اوراق بهادار است (تارک و همکاران، ۲۰۰۸، ۱۸) و نامتقارنی اطلاعات می‌تواند یک دلیل برای انتشار سهام عادی در پی افزایش قیمت سهام باشد (هوواکیمیان و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۱، ۲). قیمت سهام جدید اول اینکه مهمترین فاکتور موثر بر تصمیمات انتشار سهام عادی است که یک روزنه فرصت را به وجود می‌آورد. و دوم خیلی اهمیت دارد برای زیان شرکت‌ها که در نتیجه نامتقارنی اطلاعات است. به طور مثال عدم پرداخت سود سهام. این اثر مفهومی با اهمیت در شرکت‌هایی که در تحول اقتصادی، جایی که نامتقارنی اطلاعات آشکار است، می‌باشد (گراهام و هاروی، ۲۰۰۱، ۱۸۷).

### فرضیه‌ها

فرضیه‌ها براساس تحقیقات تارک و همکارانش (۲۰۰۸) تدوین گردیده است.

فرضیه اول - بدهی‌های بلند مدت و بدهی‌های کوتاه مدت با طبقات ریسک سیستماتیک رابطه مثبت دارد.

فرضیه دوم - بین بدهی بلند مدت با نسبت بدهی مورد انتظار، پوشش مالیاتی و جریان نقدی آزاد و دارایی‌های مشهود رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه سوم - بین بدهی بلند مدت با رشد شرکت، فرصت رشد سرمایه‌گذاری، هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌های معامله رابطه منفی وجود دارد.

فرضیه چهارم - بین بدهی بلند مدت با اندازه شرکت، سودآوری، نقدینگی و قیمت سهام رابطه منفی وجود دارد. فرضیه پنجم - بین بدهی کوتاه مدت با رشد شرکت، فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری و هزینه‌های نمایندگی رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه ششم - بین بدهی کوتاه مدت با اندازه شرکت، سودآوری و دارایی‌های مشهود رابطه مثبت وجود دارد. با توجه به بررسی عوامل ساختار سرمایه موجود در فرضیات به طور مختصر هریک از این عوامل و نسبت مورد نظر در جدول زیر مطرح شده است.

رشد و اهرم مالی بیان کردند و دریافت که رابطه مثبت ممکن است رخ دهد، زیرا رشد اثر ناپایداری بر نسبت‌های اهرم مالی دارد (تارک و همکاران، ۲۰۰۸، ۱۵).

ساختار دارایی‌های مشهود: تئوری ساختار سرمایه روابط قطعی میان ساختار دارایی‌های مشهود (ثابت) شرکت و ساختار سرمایه را فراهم می‌آورد. نتایج متفاوتی درباره رابطه میان بدهی دارایی‌های ثابت وجود دارد. در یک طرف توی و همکارانش (۱۹۷۴) نشان دادند که مدیران اجرائی نقدینگی دارایی‌ها را، یک عامل مهم درباره نسبت بدهی مطرح می‌کنند. اسچیمیت (۱۹۷۶) و فری و جنس (۱۹۷۹)<sup>۱</sup> ارتباط منفی میان بدهی کل و نسبت دارایی‌های ثابت را بیان نمودند. در طرف دیگر جنسن مک‌لینگ (۱۹۷۶) و مایرز (۱۹۷۷)<sup>۲</sup> شواهدی مبنی بر رابطه مثبت میان نسبت‌ها بدهی شرکت و دارایی‌های وثیقه گذاشته شده (دارایی‌های وثیقه شده) فراهم کردند (تارک و همکاران، ۲۰۰۸، ۱۵). تیتمن و وسلز (۱۹۸۸) طی تحقیقات خود اثر ارزش وثیقه دارایی‌ها بر انتخاب ساختار سرمایه شرکت را مطرح کردند (تیتمن و وسلز، ۱۹۸۸، ۱). گوش و همکارانش (۲۰۰۰) نسبت دارایی‌های ثابت با جمع کل دارایی‌ها را مثبت و عاملی قابل توجه در ساختار سرمایه شرکت بیان کردند (گوش و همکاران، ۲۰۰۰، ۱۲۹).

هزینه‌های معامله: برخی تحقیقات اثر هزینه‌های معامله بدهی منتشر و یا تسویه شده بر انتخاب ساختار سرمایه شرکت را نشان دادند و اینکه شرکت‌ها نسبت بدهی شان را مطابق با تغییرات هزینه‌های معامله وابسته متعادل می‌کنند (فیسچر و همکاران<sup>۳</sup>، ۱۹۸۹، ۱۹؛ گیلسون<sup>۴</sup>، ۱۹۹۷، ۱۹). مارش بیان می‌کند که نتیجه پرداخت اشاره دارد به اینکه شرکت‌ها سعی می‌کنند هزینه‌های معامله در تامین مالی مشترک و تصمیمات سیاست تقسیم سود را به حداقل برسانند (مارش<sup>۵</sup>، ۱۹۸۲، ۱۲۱). شرکت‌ها هزینه‌های معامله را زمانی که تصمیمات انتشار بدهی انجام می‌شود بررسی می‌کنند (گراهام و هاروی، ۲۰۰۱، ۱۹۰).

1. Schmidt (1976) , Ferri & Jones (1979)
2. Jensen & Meckling (1976) , Myers (1977)
3. Fischer et al
4. Gilson
5. Marsh

6. Hovakimian et al

جدول شماره ۱- عوامل ساختار سرمایه

عوامل ساختار سرمایه	متغیرها (نسبت/نماینده)
نسبت بدهی مورد انتظار (هدف)	$\Delta E_{t+1}$ (بدهی/حقوق صاحبان سهام) $\Delta DR_t$ (نسبت بدهی کل) $[\Delta = (t+1) - t]$
ساختار دارایی‌های مشهود	$FATA_t$ نسبت داراییهای ثابت/جمع دارایی‌ها)
اثرات مالیات نسبی	$\Delta NDTAX_t$ نسبت استهلاک/جمع دارایی‌ها $[\Delta = t - (t-1)]$
رشد	$CETA_t$ (مخارج سرمایه ای <sup>۱</sup> / جمع دارایی‌ها)
فرصتهای رشد سرمایه گذاری	نسبت $MB_t$ (ارزش دفتری دارایی‌ها- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام+ ارزش بازار حقوق صاحبان سهام/جمع دارایی‌ها)
هزینه‌های نمایندگی	$ER_t$ (نسبت هزینه= هزینه‌های عملیاتی بوجود آمده / وسیله فروش سالانه) $AUR_t$ (نسبت به کار گیری دارایی= فروش‌های سالانه / جمع کل دارایی‌ها)
اندازه	$Ln$ فروش سالانه، لگاریتم طبیعی فروش سالانه
سودآوری	$\Delta OIA_t$ سود عملیاتی / مجموع دارایی‌ها $\Delta ROI_t$ بازده سرمایه گذاری (سود قبل از مالیات/ حقوق صاحبان سهام) $[\Delta = t - (t-1)]$
وضعیت نقدینگی	$\Delta CashR_t$ نسبت نقد(وجه نقد/بدهی‌های جاری) $\Delta CR_t$ نسبت جاری(دارایی‌های جاری/ بدهی‌های جاری) $[\Delta = t - (t-1)]$
هزینه‌های معامله	$DPR_t$ نسبت سود تقسیمی
جریان نقد آزاد	$FCF_t$ <sup>۲</sup>
قیمت سهام	نسبت $PE$ <sup>۳</sup> $[\Delta = t - (t-1)]$

۱. مخارج سرمایه ای= خالص ارزش دفتری دارایی‌های ثابت پایان دوره - خالص ارزش دفتری دارایی‌های ثابت اول دوره + هزینه استهلاک
۲. جریان نقد آزاد= سود قبل از کسر بهره و مالیات (۱- نرخ مالیات) + هزینه استهلاک + مخارج سرمایه ای- افزایش (کاهش) سرمایه در گردش
۳. نسبت قیمت به سود هر سهم



می‌نماید که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\beta_j = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)} = \rho_{im} \cdot \frac{\sigma_i}{\sigma_m}$$

### روش گردآوری داده‌ها و قلمرو مکانی و زمانی

داده‌های مورد نیاز از طریق مشاهده و بررسی اسناد و مدارک شامل اطلاعات صورت‌های مالی شرکت نیز مربوط به سهام شرکت در بازار بورس اوراق بهادار است. در این تحقیق برای تدوین ادبیات و پیشینه تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است و برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌ها، نرم افزار ره آورد نوین، تدبیر پرداز و صحرا بهره گرفته شده است. این تحقیق بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است و در دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۰ می‌باشد.

### روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق از ضریب همبستگی پیرسون و رگرسیون چند متغیره برای تحلیل داده‌ها استفاده می‌شود. داده‌های اولیه در قالب فایل‌هایی در نرم افزار صفحه گسترده Excel طراحی و تکمیل گردید و سپس به منظور تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات حاصله، از نرم افزار SPSS استفاده گردید.

### نتایج تحلیل داده‌ها

#### فرضیه اول -

$H_0$  - بین بدهی‌های بلند مدت و بدهی‌های کوتاه مدت با طبقات ریسک سیستماتیک رابطه مثبت وجود دارد.

$H_1$  - بین بدهی‌های بلند مدت و بدهی‌های کوتاه مدت با طبقات ریسک سیستماتیک رابطه مثبت وجود دارد.

نتیجه حاصل از ضریب رگرسیون میان بدهی‌های بلندمدت و بدهی‌های کوتاه مدت با طبقات ریسک سیستماتیک آزاد به صورت زیر ارائه شده است:

### جامعه و نمونه آماری

در این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به عنوان جامعه آماری انتخاب شده‌اند. توجه بیشتر سرمایه گذاران در دسترس بودن اطلاعات و همچنین شفافیت داده‌های اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بوده است. الزامات بورس برای انتشار به موقع صورت‌های مالی باعث شده تا محیط اطلاعاتی مناسب تری برای محققان به وجود آورد. بدین ترتیب که از میان تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شرکت‌هایی را که واجد شرایط ذیل باشند، انتخاب کرده‌ایم.

۱- شرکت مزبور قبل از سال ۷۷ مورد پذیرش قرار گرفته باشد.

۲- شرکت مزبور سال مالی آن ۲۹ اسفند هر سال باشد.

۳- شرکت مزبور در دوره مورد بررسی توقف معامله نداشته باشد.

۴- شرکت مزبور در دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد.

از آنجایی که در این تحقیق به محاسبه شاخص ریسک سیستماتیک سهام شرکت پرداخته‌ایم، لازم بود که شرکت موجود در نمونه شرکتی فعال باشد. همچنین شرکت‌ها براساس متوسط تغییرات ریسک سیستماتیک ( $\beta$ ) به سه طبقه بالا، متوسط و پایین تقسیم شده‌اند. ریسک سیستماتیک در این تحقیق از رابطه زیر بدست آمده است:

برای محاسبه بتای یک ورقه بهادار از مدل بازار (ایجاد شده توسط ویلیام شارپ) با شکل کلی زیر استفاده می‌شود:

$$K = \alpha_j + \beta_j \cdot K_m + e_j$$

که در آن:

$$K_j = \text{بازده ورقه بهادار } j$$

$$\alpha_j = \text{مقدار ثابت آلفا}$$

$$\beta_j = \text{ضریب رگرسیون (بتا)}$$

$$K_m = \text{بازده پرتفوی بازار}$$

$$e_j = \text{اقدام خطای تصادفی (حاصل از نمونه گیری)}$$

بتا ( $\beta_j$ ) شیب رابطه رگرسیون فوق را منعکس

جدول شماره ۲- محاسبه ضریب همبستگی میان بدهی بلند مدت و کوتاه مدت با طبقات ریسک سیستماتیک

نام متغیر مستقل	نام متغیر وابسته	ضریب همبستگی	p-value	فرض $H_0$
ریسک بالا	بدهی بلند مدت	۰/۹۰	۰/۰۰۰	رد شد
		۰/۷۳		رد شد
		۰/۴۲		رد شد
ریسک پایین	بدهی کوتاه مدت	۰/۴۳	۰/۰۰۰	رد شد
		۰/۶۱		رد شد
		۰/۷۰		رد شد

مطابق نتایج ارائه شده در جدول میان بدهی‌های بلند مدت و بدهی‌های کوتاه مدت با طبقات ریسک سیستماتیک رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد و در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه  $H_0$  رد شده و فرضیه  $H_1$  تایید می‌شود، که نتایج بدست آمده با تحقیقات تارک و همکارانش (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

وجود ندارد.

$H_1$  - بین بدهی بلند مدت با نسبت بدهی مورد انتظار، پوشش مالیاتی و جریان نقدی آزاد و رابطه مثبت وجود دارد. نتیجه حاصل از ضریب رگرسیون میان بدهی‌های بلندمدت و نسبت بدهی مورد انتظار، پوشش مالیاتی و جریان نقد آزاد به صورت زیر ارائه شده است:

### فرضیه دوم

$H_0$  - بین بدهی بلند مدت با نسبت بدهی مورد انتظار، پوشش مالیاتی و جریان نقدی آزاد رابطه مثبت

جدول شماره ۳- محاسبه ضریب همبستگی میان بدهی بلند مدت و با نسبت بدهی مورد انتظار، پوشش مالیاتی و جریان نقدی آزاد و دارایی‌های مشهود

نام متغیر مستقل	نام متغیر وابسته	ضریب همبستگی			p-value	فرض $H_0$		
		بالا	متوسط	پایین		بالا	متوسط	پایین
نسبت بدهی مورد انتظار $\Delta DR_t$ پوشش مالیاتی $\Delta NDTAX_t$ جریان نقد آزاد $FCF_t$ دارایی‌های مشهود $FATA_t$	بدهی بلندمدت	۰/۶۶	۰/۳۲	۰/۴۱	۰/۰۰۱	رد شد	رد شد	رد شد
		۰/۳۱	۰/۲۶	۰/۲۲		رد شد	رد شد	رد شد
		۰/۲۴	۰/۱۹	۰/۱۶		تایید شد	تایید شد	تایید شد
		۰/۴۰	۰/۳۱	۰/۲۵		رد شد	رد شد	رد شد

مطابق نتایج ارائه شده در جدول میان بدهی بلندمدت و نسبت بدهی مورد انتظار، پوشش مالیاتی و دارایی‌های مشهود در سطوح ریسک سیستماتیک رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد و در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه  $H_0$  رد می‌شود و فرضیه  $H_1$  تایید می‌شود. اما در مورد رابطه میان بدهی بلند مدت و جریان نقد آزاد براساس نتایج بدست آمده فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید می‌شود. این نتایج با تحقیقات تارک و همکارانش که در سال ۲۰۰۸ انجام شده است، مطابقت دارد.

#### فرضیه سوم

$H_0$  - بین بدهی بلند مدت با رشد شرکت، فرصت رشد سرمایه گذاری، ریسک ورشکستگی BR، هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌های معامله رابطه منفی وجود ندارد.  
 $H_1$  - بین بدهی بلند مدت با رشد شرکت، فرصت رشد سرمایه گذاری، ریسک ورشکستگی BR، هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌های معامله رابطه منفی وجود دارد.  
 نتایج حاصل از ضریب رگرسیون بین متغیرهای بدهی بلند مدت و رشد شرکت، فرصت رشد سرمایه گذاری، ریسک ورشکستگی، هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های معامله در جدول زیر ارائه شده است:

جدول شماره ۴ - محاسبه ضریب همبستگی میان بدهی بلند مدت با رشد شرکت، فرصت رشد سرمایه گذاری، هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌های معامله

فرض $H_0$			p-value	ضریب همبستگی			نام متغیر وابسته	نام متغیر مستقل
پایین	متوسط	بالا		پایین	متوسط	بالا		
			۰/۰۰۱				بدهی بلندمدت	رشد شرکت
رد شد	رد شد	رد شد		-۰/۲۶	-۰/۲۵	-۰/۳۲		$CETA_t$
								فرصت رشد سرمایه گذاری
رد شد	رد شد	رد شد		-۰/۲۵	-۰/۱۸	-۰/۵۵		MB
								هزینه‌های نمایندگی
رد شد	رد شد	رد شد		-۰/۱۶	-۰/۱۳	-۰/۵۶		$ER_t$
								هزینه‌های معامله
تأیید شد	تأیید شد	تأیید شد		۰/۱۹	۰/۱۹	۰/۳۵	$DPR_t$	

مطابق نتایج ارائه شده در جدول میان بدهی بلندمدت با رشد شرکت، فرصت رشد سرمایه گذاری، ریسک ورشکستگی BR، در سطوح ریسک سیستماتیک رابطه منفی و معکوس وجود دارد و در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه  $H_0$  رد می‌شود و فرضیه  $H_1$  تایید می‌شود، اما در مورد رابطه میان بدهی بلند مدت و هزینه‌های معامله در فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید می‌شود. این نتایج با تحقیقات تارک و همکارانش که در سال ۲۰۰۸ مطابقت دارد.  
 فرضیه چهارم

$H_0$  - بین بدهی بلند مدت با اندازه شرکت، سودآوری، نقدینگی و قیمت سهام رابطه منفی وجود ندارد.  
 $H_1$  - بین بدهی بلند مدت با اندازه شرکت، سودآوری، نقدینگی و قیمت سهام رابطه منفی وجود دارد.  
 نتایج حاصل از ضریب رگرسیون بین متغیرهای بدهی بلند مدت و اندازه شرکت، سودآوری، نقدینگی و قیمت سهام در جدول زیر ارائه شده است:

جدول شماره ۵- محاسبه ضریب همبستگی میان بدهی بلند مدت با اندازه شرکت، سودآوری، نقدینگی و قیمت سهام

فرض $H_0$			p-value	ضریب همبستگی			نام متغیروابسته	نام متغیر مستقل
پایین	متوسط	بالا		پایین	متوسط	بالا		
رد شد	رد شد	رد شد	۰/۰۰۱	-۰/۲۸	۰/۲۵	-۰/۳۱	اندازه شرکت	
							Ln sales	
							سودآوری	
رد شد	رد شد	رد شد		-۰/۲۳	-۰/۶۱	-۰/۲۵	$\Delta OIA_t$	
رد شد	رد شد	رد شد		-۰/۳۹	-۰/۴۴	-۰/۲۰	$\Delta ROI_t$	
							نقدینگی	
رد شد	رد شد	رد شد		۰/۵۴	۰/۴۱	۰/۶۳	$\Delta CR_t$	
رد شد	رد شد	رد شد		۰/۴۱	۰/۳۶	-۰/۵۵	$\Delta CashR_t$	
تاییدشد	تاییدشد	تاییدشد		۰/۴۴	۰/۳۴	۰/۵۱	قیمت سهام ( $PE_t$ )	

مطابق نتایج ارائه شده در جدول میان بدهی بلندمدت با اندازه شرکت، سودآوری، نقدینگی در سطوح ریسک سیستماتیک رابطه منفی و معکوس وجود دارد و در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه  $H_0$  رد می‌شود و فرضیه  $H_1$  تایید می‌شود، میان بدهی بلند مدت و قیمت سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه  $H_0$  تایید می‌شود، که نتایج بدست آمده با نتایج تحقیقات تارک و همکارانش (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

### فرضیه پنجم

$H_0$  - بین بدهی کوتاه مدت با رشد شرکت، فرصت‌های رشد سرمایه گذاری و هزینه‌های نمایندگی رابطه مثبت وجود ندارد.

$H_1$  - بین بدهی کوتاه مدت با رشد شرکت، فرصت‌های رشد سرمایه گذاری و هزینه‌های نمایندگی رابطه مثبت وجود دارد.

نتایج حاصل از ضریب رگرسیون بین متغیرهای بدهی کوتاه مدت رشد شرکت، فرصت‌های رشد سرمایه گذاری و هزینه‌های نمایندگی در جدول زیر ارائه شده است:

جدول شماره ۶- محاسبه ضریب همبستگی میان بدهی کوتاه مدت با رشد شرکت، فرصت‌های رشد سرمایه گذاری و هزینه‌های نمایندگی

فرض $H_0$			p-value	ضریب همبستگی			نام متغیروابسته	نام متغیر مستقل
پایین	متوسط	بالا		پایین	متوسط	بالا		
ردشد	ردشد	ردشد	۰/۰۰۱	۰/۳۵	۰/۴۹	۰/۸۶	رشد شرکت	
							$CETA_t$	
							فرصت‌های رشد سرمایه گذاری	
ردشد	ردشد	ردشد		۰/۱۴	۰/۱۵	۰/۳۵	بدهی کوتاه مدت	
							MB	
ردشد	ردشد	تاییدشد		۰/۲۱	۰/۳۷	۰/۳۱	هزینه‌های نمایندگی	
							$ER_t$	

مطابق نتایج ارائه شده در جدول میان بدهی کوتاه مدت با رشد شرکت، فرصت‌های رشد سرمایه گذاری در سطوح ریسک سیستماتیک رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد و در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه  $H_0$  رد می‌شود و فرضیه  $H_1$  تایید می‌شود، که این نتایج با تحقیقات تارک و همکارانش که در سال ۲۰۰۸ مطابقت دارد.

#### فرضیه ششم

$H_0$  - بین بدهی کوتاه مدت با اندازه شرکت، سودآوری و دارایی‌های مشهود رابطه مثبت وجود ندارد.  
 $H_1$  - بین بدهی کوتاه مدت با اندازه شرکت، سودآوری و دارایی‌های مشهود رابطه مثبت وجود دارد.  
 نتایج حاصل از ضریب رگرسیون بین متغیرهای بدهی کوتاه مدت و اندازه شرکت، سودآوری و دارایی‌های مشهود در جدول زیر ارائه شده است:

جدول شماره ۷- محاسبه ضریب همبستگی میان بدهی کوتاه مدت با اندازه شرکت، سودآوری و دارایی‌های مشهود

فرض $H_0$			p-value	ضریب رگرسیون			نام متغیروابسته	نام متغیر مستقل
پایین	متوسط	بالا		پایین	متوسط	بالا		
			۰/۰۰۱				بدهی کوتاه مدت	اندازه شرکت
رد شد	رد شد	رد شد		۰/۵۲	۰/۶۱	۰/۴۰		Ln sales
								سودآوری
رد شد	رد شد	رد شد		۰/۱۰	۰/۵۱	۰/۶۳		$\Delta OIA_t$
رد شد	رد شد	رد شد		۰/۹	۰/۱۲	۰/۵۶		$\Delta ROI_t$
								دارایی‌های مشهود
تایید شد	تایید شد	تایید شد		-۰/۴۳	-۰/۴۷	-۰/۵۹	$FATA_t$	

مطابق نتایج ارائه شده در جدول میان بدهی کوتاه مدت و اندازه شرکت، سودآوری در سطوح ریسک سیستماتیک رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد و در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه  $H_0$  رد می‌شود و فرضیه  $H_1$  تایید می‌شود، اما فرضیه ما فرضیه  $H_0$  درباره رابطه میان بدهی کوتاه مدت و دارایی‌های مشهود در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار گرفت. این نتایج با تحقیقات تارک و همکارانش که در سال ۲۰۰۸ مطابقت دارد.

## نتایج پژوهش

۱. همانطور که از فرضیه اول و نتایج مشخص گردید بین متغیر مستقل طبقات ریسک سیستماتیک و متغیرهای وابسته بدهی‌های بلند مدت و بدهی‌های کوتاه مدت رابطه مثبت و مستقیمی وجود دارد. هر نوع بدهی در سه طبقه ریسک سیستماتیک بالا، متوسط و پایین بررسی شده است. ارزیابی میزان تعدیل بدهی بلند مدت نتایج معناداری را ارائه می‌کند چون آن برای سه طبقه ریسک سیستماتیک معنادار است. بالاترین ریسک سیستماتیک، بالاترین سرعت تعدیل در سطح بدهی مورد انتظار را نشان می‌دهد. تمام برآوردها برای سه طبقه ریسک سیستماتیک مثبت و از لحاظ آماری با اهمیت است. از این رو شرکت‌های با ریسک بالا تمایلی به بالا بردن تامین مالی از طریق سهام عادی ندارند. نتایج حاصل شده در این فرضیه با تحقیقات تارک و همکارانش (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

۲. همان‌طور که از فرضیه دوم و نتایج آن مشخص گردیده است، بین متغیرهای مستقل نسبت بدهی هدف، پوشش مالیاتی و دارایی‌های مشهود و متغیر وابسته بدهی بلند مدت به رابطه معناداری از نوع مستقیم و مثبت وجود دارد. همچنین نتایج بدست آمده، رابطه منفی میان بدهی بلند مدت و جریان نقد آزاد را نشان می‌دهد.

بیشتر مطالعات یک رابطه مثبت میان دارایی‌های ثابت و نسبت اهرم مالی نشان می‌دهد (بوث و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱، ۸۷؛ چین، ۲۰۰۴، ۱۳۴۱؛ فاتو و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵، ۲۳۱؛ زو و اکسیاوا<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶، ۲۳۹) و همچنین نتایج برخی تحقیقات نشانگر رابطه مثبت میان تامین مالی از طریق بدهی‌های بلند مدت و دارایی‌های ثابت و رابطه منفی میان بدهی کوتاه مدت و دارایی‌های ثابت می‌باشند (فیکادیس و رووالیس<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷، ۹۸۹). نتایج بدست آمده رابطه مثبت میان بدهی‌های بلند مدت و ساختار سرمایه را نشان می‌دهد. طی تحقیقاتی که انجام شده انواع مالیات‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. مانند نرخ مالیات شرکتی

موثر و مالیات پوشش‌های غیر بدهی. در این پژوهش نیز رابطه میان بدهی‌های بلند مدت و مالیات پوشش‌های مالیاتی غیر بدهی بررسی شده که نتایج حاکی از این است که میان بدهی‌های بلند مدت و این نوع مالیات رابطه مثبت وجود دارد. مطالعاتی که توسط لِسو و پکلیمان (۱۹۷۵)، آنگ (۱۹۷۶)، تاگارت (۱۹۷۷) و جلیلیانند و هریس (۱۹۸۴)<sup>۵</sup> انجام شد، اشاره به این دارد که شرکت‌ها تلاش می‌کنند سطح بدهی مطلوب بدهی بلند مدت را پیدا کنند. به نظر سراسکویرو (۲۰۰۹) ساختار سرمایه پویا است و شرکت‌ها سعی در تعدیل کردن سطح آینده بدهی در سطح مطلوب را دارند که این موضوع به وسیله تئوری توازی ایستا تایید می‌شود (سراسکویرو<sup>۶</sup>، ۲۰۰۹، ۵۶). با توجه به نتایج بدست آمده بدهی‌های بلند مدت با نسبت بدهی مورد انتظار رابطه مثبت دارد که در شرکت‌های با ریسک بالاتر این رابطه قوی تر می‌باشد. نتایج برآورد مستقیم جریان نقد آزاد حاکی از آن است که میان بدهی‌های بلند مدت و جریان نقد آزاد رابطه معکوسی وجود دارد که این رابطه در شرکت‌های با ریسک بالا بیشتر می‌باشد. به طور کلی نتایج حاصل شده در این فرضیه با تحقیقات انجام شده تارک و همکارانش (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

۳. همان‌طور که فرضیه سوم و نتایج آن نشان می‌دهد بین متغیرهای مستقل رشد شرکت، فرصت رشد سرمایه گذاری، هزینه‌های نمایندگی و متغیر وابسته بدهی‌های بلند مدت رابطه منفی و قابل قبول وجود دارد و همچنین نتایج نشانگر رابطه مثبت میان هزینه‌های معامله و بدهی‌های بلند مدت می‌باشد. طی تحقیقات انجام شده رشد آینده مورد انتظار شرکت‌ها به طور منفی به سطوح بدهی بلند مدت وابسته است (گوش و همکاران، ۲۰۰۰، ۱۲۹). که با نتایج حاصل شده در این تحقیق همخوانی دارد. بنابراین با افزایش بدهی‌های بلند مدت در ساختار سرمایه، امکان رشد شرکت‌ها در آینده کاهش پیدا می‌کند. در تئوری توازی ایستا رابطه میان فرصت‌های سرمایه گذاری و اهرم‌های مالی منفی بیان شده است،

5. Lev and Pekelman (1975), Ang (1976), Taggart (1977) and Jalilvand and Harris (1984)  
6. Serrasqueiro

1. Booth et al  
2. Fattouh et al  
3. Zou & Xiao  
4. Feikadis & Rovolis

دارد که به طور کلی مطالعات زیادی این رابطه منفی را بیان کرده‌اند. نتایج بدست آمده در این پژوهش نیز نشانگر رابطه منفی میان رشد و بدهی‌های بلند مدت می‌باشد. رابطه منفی میان نسبت‌های بدهی و نقدینگی نشانگر آن است که شرکت‌ها می‌توانند از وجوه نقد موجود در شرکت به عنوان تامین مالی استفاده کنند که این رابطه براساس تئوری ترتیب هرمی مطرح شده است (تارک و همکاران، ۲۰۰۸، ۱۶). از کان نیز رابطه منفی میان نقدینگی و استقراض شرکت‌ها را بیان کرده است (ازکان، ۲۰۰۱، ۱۷۵). نسبت نقد منفی و از نظر آماری با اهمیت و قوی در شرکت‌های با ریسک پایین نشان می‌دهد. این رابطه منفی به وسیله مفروضات تئوری ترتیب هرمی پشتیبانی می‌شود، زیرا بالاترین نقدینگی شرکت، مقدار کمتری بدهی بلند مدت و کوتاه مدت را دارد. در مورد اثر نقدینگی، نتایج تحلیل حساسیت برآورد نسبت جاری را منفی و از لحاظ آماری با اهمیت نشان می‌دهد. که این اهمیت در شرکت‌های با ریسک بالا بیشتر می‌باشد و همچنین نتایج نشانگر رابطه مثبت میان قیمت سهام و بدهی‌های بلند مدت است. به طور کلی نتایج مطرح شده در این فرضیه با تحقیقات تارک و همکارانش (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

۵. همان‌طور که فرضیه پنجم و نتایج آن نشان می‌دهد بین متغیرهای مستقل رشد شرکت، سودآوری، فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری و هزینه‌های نمایندگی و متغیر وابسته بدهی‌های کوتاه مدت رابطه مثبت وجود دارد. براساس تئوری ترتیب هرمی رابطه مورد انتظار میان بدهی‌های کوتاه مدت و رشد مثبت می‌باشد (تارک و همکاران، ۲۰۰۸، ۱۶) که این پژوهش نیز رابطه مثبت میان رشد و بدهی‌های کوتاه مدت را نشان می‌دهد، و اینکه شرکت‌های با ریسک بالا از رابطه‌ای قوی تر برخوردار می‌باشد. براساس تئوری ترتیب هرمی فرصت‌های رشد رابطه مثبت با نسبت بدهی یک شرکت دارد، که نتایج برخی از تحقیقات حاکی از این رابطه می‌باشد (زو و اکسیا، ۲۰۰۶، ۲۳۹؛ هال و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰، ۲۹۷). براساس نتایج بدست آمده می‌توان بیان نمود که شرکت‌ها با ریسک بالا

بنابراین شرکت‌ها فرصت‌های رشد را با تحمل ریسک بیشتر به دست می‌آورند (کارادنیز و همکاران، ۲۰۰۹، ۵۹۶). نتایج برخی تحقیقات نشان‌دهنده رابطه منفی میان اهرم‌های مالی و فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری می‌باشد (مایرز، ۱۹۸۴، ۵۷۵؛ هاریس و همکاران، ۱۹۹۱، ۲۹۷). نتایج بدست آمده نیز نشانگر رابطه منفی میان این دو متغیر می‌باشد و شرکت‌ها با افزایش بدهی‌های بلند مدت برای تامین مالی موجب از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شوند. شرکت‌ها هزینه‌های معامله را زمانی که تصمیمات تامین مالی از طریق اهرم‌های مالی اتخاذ می‌شود محاسبه می‌گردد (گراهام و هاروی، ۲۰۰۱، ۱۹۰). نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش بدهی‌های بلند مدت هزینه‌های معامله نیز افزایش می‌یابد که نشان‌دهنده این است میان بدهی‌های بلند مدت و هزینه‌های معامله رابطه مثبت وجود دارد که این رابطه در شرکت‌های با ریسک بالا بیشتر می‌باشد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که رابطه میان بدهی‌های بلند مدت و هزینه‌های نمایندگی منفی می‌باشد که این رابطه در شرکت‌های با ریسک بالا بیشتر می‌باشد. به طور کلی می‌توان گفت که نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش‌های تارک و همکارانش (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

۴. همان‌طور که فرضیه چهارم و نتایج آن نشان می‌دهد بین متغیرهای مستقل اندازه شرکت، سودآوری، نقدینگی و متغیر وابسته بدهی‌های بلند مدت رابطه منفی وجود دارد و همچنین نتایج نشانگر رابطه مثبت میان قیمت سهام و بدهی‌های بلند مدت می‌باشد. تئوری ترتیب هرمی رابطه منفی میان اهرم‌های مالی و اندازه شرکت را بیان می‌کند که در تئوری توازی ایستا عکس این رابطه مطرح شده است (کارادنیز و همکاران، ۲۰۰۹، ۵۹۸). بنابراین در شرکت‌های بزرگ نامتقارنی اطلاعاتی کمتر شدید می‌شود، بنابراین هزینه سرمایه شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک کمتر می‌باشد (زو و اکسیا، ۲۰۰۶، ۲۴۰). براساس نتایج بدست آمده بدهی‌های بلند مدت با اندازه شرکت رابطه منفی دارند که به وسیله تئوری ترتیب هرمی مورد حمایت قرار می‌گیرد. سودآوری براساس تئوری ترتیب هرمی رابطه منفی با نسبت بدهی

1. Hall et al

- analysis of listed firms in Ghana*, *The Journal of Risk Finance* Vol. 6 No. 5, 2006 pp. 438-445.
2. Ang, J. S. , Cole, R. A. and Lin, J. W. (2000), *Agency costs and ownership structure*, *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 81-106.
  3. Auerbach, A. J. (1985), *Real Determinants of Corporate Leverage*, NBER No. 616, University of Chicago Press, Chicago, IL, pp. 301-22.
  4. Baker, M. and Wurgler, J. (2002), *Market timing and capital structure* , *The Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1-32.
  5. Booth, L. , Aivazian, V. , Kunt, A. and Maksimović, V. (2001), *Capital structures in developing countries*, *Journal of Finance*, Vol. 56 No. 1, pp. 87-130
  6. Chen, J. (2004), *Determinants of capital structure of Chinese-listed companies*, *Journal of Business Research*, Vol. 57 No. 12, pp. 1341-51.
  7. Chung, K. H. (1993), *Asset characteristics and corporate debt policy: an empirical test*, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 20, pp. 83-98.
  8. Eriotis, Nikolaos, (2007), " *How firm characteristics affect capital structure: an empirical study*", *Managerial Finance*, Vol. 33, pp. 321-331.
  9. Fattouh, B. , Scaramozzino, P. and Harris, L. (2005), *Capital structure in South Korea: a quantile regression approach* , *Journal of Development Economics*, Vol. 76, pp. 231-50
  10. Feikadis, A. and Rovolis, A. (2007), *Capital structure choice in European Union: evidence from the construction industry*, *Applied Financial Economics*, Vol. 17 No. 12, pp. 989-1002.
  11. Fischer, E. O. , Heinkel, R. and Zechner, J. (1989), *Dynamic capital structure choice: theory and tests*, *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 19-40.
  12. Ghosh, A. , Cai, F. and Li, W. (2000), *The determinants of capital structure*, *American Business Review*, Vol. 18, pp. 129-32.
  13. Gaud, P. , Hoesli, M. and Bender, A. (2004), *Further evidence on debt-equity*

و نسبت MB پایین رابطه مثبت میان بدهی‌های کوتاه مدت و فرصت‌های رشد سرمایه گذاری را نشان می‌دهند، اما در شرکت‌های با ریسک پایین و متوسط و همچنین MB متوسط و بالا باید گفت رابطه ضعیفی وجود دارد. همچنین براساس نتایج بدست آمده رابطه مثبت میان هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های با ریسک متوسط و پایین وجود دارد که این رابطه در شرکت‌های با ریسک بالا منفی می‌باشد. به طور کلی نتایج این فرضیه با نتایج تحقیقات تار و همکارانش (۲۰۰۸) همخوانی دارد.

۶. همان‌طور که فرضیه ششم و نتایج آن نشان می‌دهد بین متغیرهای مستقل دارایی‌های مشهود، اندازه، سودآوری و متغیر وابسته بدهی‌های کوتاه مدت رابطه مثبت وجود دارد. همان‌طور که در توضیح فرضیه اول مطرح گردید براساس تئوری ترتیب هرمی نسبت دارایی‌های مشهود به بدهی‌های کوتاه مدت که رابطه‌ای منفی وجود دارد (فیکادیس و رووالیس، ۲۰۰۷، ۹۸۹؛ کارادنیز و همکاران، ۲۰۰۹، ۵۹۸). براساس نتایج این پژوهش نیز رابطه منفی میان این دو متغیر وجود دارد. با توجه به مطالب مطرح شده درباره رابطه میان سودآوری و نسبت بدهی در فرضیه دوم می‌توان گفت که براساس تئوری ترتیب هرمی رابطه منفی می‌باشد، که بدهی کوتاه مدت را شامل می‌شود و براساس نتایج بدست آمده می‌توان گفت این رابطه در سه طبقه ریسک سیستماتیک ضعیف می‌باشد. تئوری توازی ایستا درباره رابطه نسبت بدهی و اندازه شرکت رابطه مثبت را مطرح کرده و بیان می‌کند که هزینه‌های ورشکستگی پایین تر این اجازه را به شرکت‌های بزرگ می‌دهد که برتری اهرم‌های مالی را بپذیرند و در مقابل تئوری ترتیب هرمی وجود دارد که رابطه منفی میان این دو متغیر را مطرح کرده است. با توجه به نتایج حاصل شده رابطه مثبت میان بدهی‌های کوتاه مدت و اندازه شرکت وجود دارد. به طور کلی می‌توان گفت که نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش‌های تارک و همکارانش (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

## منابع و مأخذ

1. Abor, J. (2006), " *The effect of capital structure on profitability: an empirical*



- Management, Vol. 1, pp. 265-85.*
25. Leland, H. E. and Toft, K. B. (1996), *Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spread*, *Journal of Finance*, Vol. 51, pp. 987-1019.
  26. Marsh, P. (1982), *The choice between equity and debt: an empirical study*, *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 121-44.
  27. Mayer, C. and Sussman, O. (2004), *A new test of capital structure*, *AFA 2005 Philadelphia Meetings*, p. 47, available at: <http://ssrn.com/abstract=643388>
  28. Myers, S. C. (1984), *The capital structure puzzle*, *Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 575-92.
  29. Myers, S. C. (2001), *Capital structure*, *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 15, pp. 81-102.
  30. Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
  31. Ozkan, A. (1996), *Corporate bankruptcies, liquidation costs and the role of banks*, *The Manchester School*, Vol. 64, pp. 104-19.
  32. Ozkan, A. (2001), *Determinants of capital structure and adjustment to long-run target: evidence from UK company panel data*, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28, pp. 175-98.
  33. Rajan, R. G. and Zingales, L. (1995), *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*, *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 1421-60.
  34. Ross, S. A. (1985), *Debt and taxes and uncertainty*, *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 637-57.
  35. Serrasqueiro, Z. M. & Rego Rogao, M. C. (2009). " *Capital structure of listed Portuguese companies, Determinants of debt adjustment*". *Review of Accounting and Finance* Vol. 8 No. 1, 2009. pp. 54-75
  36. Sappa, R. (2007), " *Capital structure decisions: research in Estonian non-financial companies*", *Baltic Journal of Management*, Vol. 3, pp. 55-70.
  - choicef, *Research Paper No. 114, Universite of Geneve, Geneva*, p. 38.
  14. Gilson, S. C. (1997), *Transaction costs and capital structure choice: evidence from financially distress firms*, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 111-33.
  15. Graham, J. R. and Harvey, C. R. (2001), *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, pp. 187-243.
  16. Hall, G. , Hutchinson, P. and Michaelas, N. (2000), *Industry effects on the determinants of unquoted SMEs capital structure*, *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 7 No. 3, pp. 297-312.
  17. Hamada, R. S. (1972), *The effects of the firm s capital structure on the systematic risk of common stocks*, *Journal of Finance*, Vol. 27, pp. 435-52.
  18. Harris, M. and Raviv, A. (1991), *The theory of capital structure*, *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 297-355.
  19. Homaifar, G. , Zietz, J. and Benkato, O. (1994), *An empirical model of capital structure: some new evidence*, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, pp. 1-14.
  20. Hovakimian, A. , Opler, T. C. and Titman, S. (2001), *Debt-equity choice*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, pp. 1-24.
  21. Hovakimian, A. (2006). *Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 1, pp: 221- 234.
  22. Karadeniz, E, Kandir, SY, Balcilar, M. BeyazitOnal, Y, (2009), " *Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies*", *International Journal of Contemporary Hospitality Management* ,Vol. 21, No. 5, 2009, pp. 594-609
  23. John, K. (1987), *Risk-shifting incentives and signalling through corporate capital structure*, *Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 623-41.
  24. Lasfer, M. A. (1995), *Agency costs, taxes and debt*, *European Financial*

- determinants of capital structure choicef, *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 1-19.
43. Vasiliou, D & Eriotis, N & Daskalakis, N; (2009) *The Journal of Qualitative Research in Financial Markets*, Vol. 1 No. 2, 2009, pp. 85-96
44. Viviani, Jean-Laurent, (2008), "Capital structure determinants: an empirical study of French companies in the wine industry", *International Journal of Wine Business Research*, Vol. 20, pp 171-194.
45. Welch, Ivo. (2004). *Capital Structure and Stock Returns*f, *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 1, pp: 106- 131.
46. Whited, T. (1992), *Debt, liquidity constraints, and corporate investment: evidence from panel data*f, *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1425-60.
47. Williamson, O. E. (1988), *Corporate finance and corporate governance*f, *The Journal of Finance* Vol. 43, pp. 567-91,
48. Zou, H. and Xiao, Z. J. (2006), *The financing behavior of listed Chinese firms*f, *The British Accounting Review*, Vol. 38 No. 3, pp. 239-58
37. Shyam-Sunder, L. and Myers, S. C. (1999), *Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure*f, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 219-44.
38. Stulz, R. M. (1990), *Managerial discretion and optimal financing policies*f, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 3-28.
39. Tang, C. H. and Jang, S. S. (2007), *Revisit to the determinants of capital structure: a comparison between lodging firms and software firms*f, *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 26 No. 1, pp. 175-87.
40. Tarek I. Eldomiaty and Mohamed H. Azim, (2008), "The dynamics of capital structure and heterogeneous systematic risk classes in Egypt", *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 3, pp. 7-37
41. Tarek I. Eldomiaty, (2007), "Determinants of corporate capital structure: evidence from an emerging economy", *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 17, pp. 25-43
42. Titman, S. and Wessels, R. (1988), *The*