



تبیین تجربی نظریه‌های ساختار سرمایه به منظور تعیین الگوی غالب در بازار سرمایه ایران (با تأکید بر صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر)

رویا منعم

دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد علوم و تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
Roya.monem@gmail.com

حمیدرضا وکیلی فرد

دانشیار مدیریت و توسعه سازمانی، گروه حسابداری، واحد علوم و تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
h-vakilifard@srbiau.ac.ir

هاشم نیکومرام

استاد مدیریت بازرگانی، گروه حسابداری، واحد علوم و تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
h-nikoumaram@srbiau.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۲/۲۴ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۳/۲۱

چکیده

هدف پژوهش حاضر، تبیین تجربی نظریه‌های ساختار سرمایه به منظور تعیین الگوی غالب در بازار سرمایه ایران (با تأکید بر صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر) می‌باشد. دوره زمانی پژوهش، ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۵ بوده و در صنعت دارویی، ۲۰ شرکت و در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر، ۱۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، از مدل -های رگرسیونی تلفیقی/ترکیبی و از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. در این پژوهش، جهت تعیین ساختار سرمایه از سه معیار اهرم دفتری، اهرم بازار و اهرم بلندمدت استفاده شده است. همچنین، به منظور سنجش عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه بر اساس نظریه‌های مختلف، از متغیرهای سود نقدی سهام، سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی، نقدینگی، رشد شرکت، اندازه شرکت، صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی، ظرفیت بدهی، صرفه‌جویی مالیاتی بدهی و نسبت پوشش بهره استفاده بعمل آمده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد در صنایع مورد بررسی، نظریه سلسله مراتبی، الگوی غالب در بازار سرمایه ایران بوده است.

واژه‌های کلیدی: ساختار سرمایه، نظریه‌های مختلف، صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر و الگوی غالب.

۱- مقدمه

فعالان دانش مالی برای نیل به مقصود خود یعنی حداکثرسازی ثروت سهامداران، نظریه‌ها، الگوها و مدل‌های متعددی را توسعه داده‌اند. بودجه‌بندی سرمایه‌ای، حاکمیت شرکتی، مسأله نمایندگی، مدیریت وجوه نقد، سیاست تقسیم سود، نظریه‌های ساختار سرمایه و ... مسائل و موضوعاتی هستند که بیشینه‌سازی ارزش شرکت را هدف گرفته‌اند. در این میان نظریه ساختار سرمایه منشأ طیف گسترده‌ای از تحقیقات در زمینه دانش مالی است و گاهی از آن به عنوان مهمترین نظریه مالی یاد می‌کنند.

در متون مالی پیشرفته شرکت‌ها، بحث ساختار سرمایه به طور نزدیکی با کار مودیلیانی^۱ و میلر^۲ (۱۹۵۸ و ۱۹۶۳) مربوط است. مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) بیان کردند که در دنیای بدون اصطکاک^۳، هیچ تفاوتی بین تأمین مالی از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام در رابطه با ارزش شرکت وجود ندارد. بنابراین، تصمیمات تأمین مالی فاقد ارزش افزوده هستند. شواهد بدست آمده در دنیای واقعی این موضوع را تأیید نمی‌کنند (النجرار و تیلور^۴، ۲۰۰۸، ۹۲۰).

از دهه ۵۰ تاکنون، نظریه‌های متعددی به بررسی ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداخته‌اند. نظریه مودیلیانی-میلر، نظریه بودجه‌ای (مالی)، نظریه سلسله مراتبی^۵، نظریه توازی یا بده - بستان ایستاد^۶، نظریه خوش‌بینی مفرط مدیریتی^۷، نظریه دریچه‌های فرصت و یا نظریه زمان‌بندی بازار^۸ از جمله این نظریه‌هاست.

در واقع با توجه به نظریه‌های مختلف در رابطه با ساختار سرمایه، هدف اصلی این پژوهش تعیین الگوی غالب بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در سطح صنایع دارویی و غذایی بجز قند و شکر از طریق مشخص کردن عوامل تعیین کننده و مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها بر طبق نظریه‌های مختلف ساختار سرمایه در صنایع مورد بررسی است. در واقع بر اساس نتایج حاصل از فرضیه‌های مطرح شده در این مقاله، می‌توان به این نتیجه رسید که کدام یک از نظریه‌های ساختار سرمایه با بازار سرمایه ایران در صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر، سنخیت بیش تری دارد. این نظریه را می‌توان الگوی غالب بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در صنایع مذکور نامید. به عبارت دیگر، در صورتی که عمده فرضیه‌های مربوط به نظریه توازی یا بده-بستان ایستا در سطح صنایع مورد بررسی تأیید شوند، این نظریه حاکم بر بازار سرمایه در سطح صنایع مذکور است. با توجه به این که در بازارهای سرمایه، اعتبار شرکت‌ها تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آن‌ها وابسته بوده و در واقع، اساس تولید و ارائه خدمات به چگونگی تأمین و مصرف منابع

مالی بستگی دارد. همچنین، با توجه به این موضوع که در پژوهش‌های قبلی در زمینه ساختار سرمایه، توجه کمتری به مطالعات موردی در سطح صنایع و آن هم به صورت جامع بر اساس نظریات مختلف ساختار سرمایه، شده است. از این رو، مقاله حاضر می‌تواند برای گروه‌های مختلف (ذیحق، ذینفع و ذیعلاقه) در صنایع مذکور، در زمینه‌های مختلف از قبیل اعتباردهی، سرمایه‌گذاری و ارزشیابی شرکت‌ها، دانش‌افزایی داشته باشد.

۲- پیشینه پژوهش

۱-۲- پیشینه نظری

سابقه بنیادین مطالعات ساختار سرمایه به مودیلیانی و میلر در سال ۱۹۵۸ بر می‌گردد. فرضیه اصلی مطالعات مودیلیانی و میلر آن بود که ارزش شرکت از ساختار سرمایه آن مستقل است. در مقاله‌ای در سال ۱۹۶۳، مودیلیانی و میلر مطالعات اولیه خود را با وارد کردن فرض مالیات تغییر داده و به آن عنوان نظریه بودجه‌ای (مالی) دادند. بر اساس این نظریه آنان نتیجه‌گیری کردند که شرکت‌ها «بدهی» را به سایر منابع تأمین مالی ترجیح می‌دهند، چرا که پرداخت‌های بهره، کاهنده مالیات است.

بعد از سلسله نقدها و نظرها بر نوشته‌های مودیلیانی و میلر، مطالعات متکی به نظریه توازی یا بده-بستان ایستا مورد بررسی قرار گرفت. در این مدل، نه تنها مزایای به کارگیری بدهی، بلکه مضار آن یعنی تقبل هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد. طبق این نظریه، نسبت بدهی بهینه یک شرکت، بر اساس توازی هزینه‌ها و منافع استقراض تعیین می‌شود؛ به بیان دیگر، طبق این نظریه شرکت سعی می‌کند بین ارزش صرفه‌جویی‌های مالیاتی و هزینه‌های ورشکستگی و نمایندگی، تعادل برقرار سازد. طبق این نظریه، شرکت‌ها باید آن قدر بدهی را با سهام و سهام را با بدهی، تعویض و جایگزین کنند، که ارزش شرکت حداکثر شود (اسلامی بیدگلی و مظاهری، ۱۳۸۸، ۸).

نظریه سلسله مراتبی بیانگر این موضوع است که شرکت‌ها در استفاده از منابع مالی، سلسله مراتبی را رعایت می‌کنند: نخست از وجوه داخلی، سپس از بدهی و در نهایت وقتی این منابع در اختیار نباشد، اقدام به افزایش سرمایه جدید می‌کنند. این تئوری بیان می‌کند که شرکت‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل‌گیری این سلسله مراتب؛ نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعات است. مایرز^۹ (۱۹۸۴) از این قاعده به عنوان «تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی» یاد می‌کند. در این تئوری، برخلاف

تئوری توازی ثابت یا پایدار، هیچ ترکیب بدهی به حقوق صاحبان سهام هدف و از قبل تعریف شده‌ای وجود ندارد؛ زیرا دو نوع حقوق مالکانه وجود دارد: داخلی و خارجی، یکی در اولویت اول و دیگری در اولویت آخر. از این رو، نسبت بدهی هر شرکتی، نیازهای انباشته آن را برای تأمین مالی منعکس می‌سازد.

بر اساس نظریه خوش‌بینی مفرط مدیریتی، اگر مدیران نسبت به بازده دارایی‌های شرکت بیش از حد خوش‌بین باشند، ترجیح می‌دهند که قسمت عمده دارایی‌ها را از طریق بدهی - های بلندمدت تأمین مالی نمایند (اسلامی بیدگلی و مظاهری، ۱۳۸۸، ۵).
بر اساس نظریه دریچه‌های فرصت، مدیران در هر زمان با توجه به هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی، به تأمین مالی می‌پردازند. به عنوان مثال اگر قیمت سهام شرکت پایین آمده باشد، آن‌ها ترجیح می‌دهند از طریق انتشار سهام تأمین مالی نکنند (اسلامی بیدگلی و مظاهری، ۱۳۸۸، ۷).
شناخت و آگاهی از ساختار سرمایه شرکت‌ها، از سویی برای سهامداران و سرمایه‌گذاران بالقوه حائز اهمیت است و از سوی دیگر، اطلاعات در مورد ساختار سرمایه، مورد استفاده اعتباردهندگان قرار می‌گیرد. تصمیمات تأمین مالی بسیاری از شرکت‌ها به ارزش بازار سهام بستگی دارد. شرکت‌ها برای تأمین مالی بیشتر، زمانی به انتشار سهام اقدام می‌کنند که ارزش بازار سهام زیاد است و زمانی به بازخرید سهام اقدام می‌کنند که ارزش بازار سهام کم است (بیکر و ورگلر^{۱۱}، ۲۰۰۲). این مطلب حاکم بر نظریه زمان‌بندی بازار است. سؤال اصلی این پژوهش به قرار زیر است:

تئوری توازی ثابت یا پایدار، هیچ ترکیب بدهی به حقوق صاحبان سهام هدف و از قبل تعریف شده‌ای وجود ندارد؛ زیرا دو نوع حقوق مالکانه وجود دارد: داخلی و خارجی، یکی در اولویت اول و دیگری در اولویت آخر. از این رو، نسبت بدهی هر شرکتی، نیازهای انباشته آن را برای تأمین مالی منعکس می‌سازد.

بر اساس نظریه خوش‌بینی مفرط مدیریتی، اگر مدیران نسبت به بازده دارایی‌های شرکت بیش از حد خوش‌بین باشند، ترجیح می‌دهند که قسمت عمده دارایی‌ها را از طریق بدهی - های بلندمدت تأمین مالی نمایند (اسلامی بیدگلی و مظاهری، ۱۳۸۸، ۵).
بر اساس نظریه دریچه‌های فرصت، مدیران در هر زمان با توجه به هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی، به تأمین مالی می‌پردازند. به عنوان مثال اگر قیمت سهام شرکت پایین آمده باشد، آن‌ها ترجیح می‌دهند از طریق انتشار سهام تأمین مالی نکنند (اسلامی بیدگلی و مظاهری، ۱۳۸۸، ۷).
شناخت و آگاهی از ساختار سرمایه شرکت‌ها، از سویی برای سهامداران و سرمایه‌گذاران بالقوه حائز اهمیت است و از سوی دیگر، اطلاعات در مورد ساختار سرمایه، مورد استفاده اعتباردهندگان قرار می‌گیرد. تصمیمات تأمین مالی بسیاری از شرکت‌ها به ارزش بازار سهام بستگی دارد. شرکت‌ها برای تأمین مالی بیشتر، زمانی به انتشار سهام اقدام می‌کنند که ارزش بازار سهام زیاد است و زمانی به بازخرید سهام اقدام می‌کنند که ارزش بازار سهام کم است (بیکر و ورگلر^{۱۱}، ۲۰۰۲). این مطلب حاکم بر نظریه زمان‌بندی بازار است. سؤال اصلی این پژوهش به قرار زیر است:

طبق نظریه‌های مختلف، عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در بازار سرمایه ایران در صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر کدامند؟

کیو و لا^{۱۵} (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه شرکت‌های استرالیایی پرداختند. آن‌ها داده‌های شرکت‌های استرالیایی را طی سال‌های ۱۹۹۲ الی ۲۰۰۶ مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند که بین ساختار سرمایه و دارایی‌های مشهود، یک رابطه مستقیم و معنادار و میان ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد، سودآوری و ریسک تجاری، یک رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. همچنین، آن‌ها بین ساختار سرمایه و اندازه شرکت رابطه معناداری پیدا نکردند. این نتایج مطابق با تئوری‌های سلسله مراتبی و تئوری هزینه‌های نمایندگی و در تناقض با تئوری موازنه ایستا است.

کیو و لا^{۱۵} (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه شرکت‌های استرالیایی پرداختند. آن‌ها داده‌های شرکت‌های استرالیایی را طی سال‌های ۱۹۹۲ الی ۲۰۰۶ مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند که بین ساختار سرمایه و دارایی‌های مشهود، یک رابطه مستقیم و معنادار و میان ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد، سودآوری و ریسک تجاری، یک رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. همچنین، آن‌ها بین ساختار سرمایه و اندازه شرکت رابطه معناداری پیدا نکردند. این نتایج مطابق با تئوری‌های سلسله مراتبی و تئوری هزینه‌های نمایندگی و در تناقض با تئوری موازنه ایستا است.

۲-۲- پیشینه تجربی

طی سال‌های اخیر، تحقیقات داخلی و خارجی در زمینه عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها افزایش چشمگیری داشته است. البته در تعداد بسیار اندکی از آن‌ها، عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه به تفکیک نظریه‌های مختلف حاکم بر این مقوله و در سطح صنایع مختلف بررسی شده‌اند. به هر حال، نتایج تعدادی از پژوهش‌های داخلی و خارجی قبلی که تا حدودی مشابه با موضوع این پژوهش است به شرح ذیل است:
سانگ^{۱۱} (۲۰۰۵) در پژوهشی با بررسی ۶۰۰۰ شرکت سوئدی در فاصله زمانی ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۰ به این نتیجه رسید که بسیاری از عوامل تأثیرگذار در ساختار سرمایه که در تئوری‌های

سهیلا و محمود^{۱۳} (۲۰۰۸) رابطه بین ویژگی‌های شرکت (اندازه شرکت، نسبت پوشش بهره و فرصت‌های رشد) را با ساختار سرمایه در شرکت‌های بورسی مالزی برای دوره‌های زمانی ۲۰۰۰ الی ۲۰۰۵ بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که هر سه متغیر با ساختار سرمایه دارای رابطه مستقیم و معناداری هستند. یافته‌های پژوهش سرینگاج و مرامور^{۱۴} (۲۰۰۹) نیز حاکی از آن است که ساختار سرمایه با قابلیت مشاهده دارایی‌ها (مشهود بودن)، نوسان‌پذیری سود و سودآوری، رابطه معکوس و با اندازه و نرخ رشد، رابطه مستقیم و معناداری دارد.

کیو و لا^{۱۵} (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه شرکت‌های استرالیایی پرداختند. آن‌ها داده‌های شرکت‌های استرالیایی را طی سال‌های ۱۹۹۲ الی ۲۰۰۶ مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند که بین ساختار سرمایه و دارایی‌های مشهود، یک رابطه مستقیم و معنادار و میان ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد، سودآوری و ریسک تجاری، یک رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. همچنین، آن‌ها بین ساختار سرمایه و اندازه شرکت رابطه معناداری پیدا نکردند. این نتایج مطابق با تئوری‌های سلسله مراتبی و تئوری هزینه‌های نمایندگی و در تناقض با تئوری موازنه ایستا است.

یانگ^{۱۶} (۲۰۱۱) بر این باور است که مطالعه زمان‌بندی بازار و ساختار پویای سرمایه بیانگر آن است که اهرم بهینه به تفاوت باورهای مدیران درون سازمانی و سرمایه‌گذاران برون سازمانی بستگی دارد و متفاوت از الگوهای توازی استاندارد است. رفتار زمان‌بندی بازار مدیران، به کاهش نسبت بدهی

تعریف سودآوری دارد و می‌توان ساختار مطلوب سرمایه را در صنایع گوناگون تعیین نمود.

کیمیگری و عینعلی (۱۳۸۷) در پژوهشی زیر عنوان ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران) طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۰، با استفاده ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی متغیرهای تأثیرگذار بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در تئوری توازن، تئوری 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. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که متغیرهای فرصت رشد، ساختار دارایی و بازده سهام دارای اثر منفی بر نسبت بدهی و متغیر ریسک تجاری دارای اثر مثبت بر نسبت فوق است.

کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) در پژوهشی زیر عنوان «بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی» و با بررسی داده‌های ۹۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ به این نتیجه رسیدند که بین اندازه شرکت و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری رابطه مثبت و معنادار و بین صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار رابطه منفی و معنادار وجود دارد که مطابق با نظریه موازنه ایستا است. بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری مطابق با نظریه سلسله مراتبی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین نوسان‌پذیری سود و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار و بین نسبت پرداخت سود و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری بر خلاف پیش‌بینی‌های دو مدل موازنه ایستا و سلسله مراتبی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین قابلیت مشاهده دارایی‌ها و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و بین سودآوری شرکت و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار مطابق با نظریه سلسله مراتبی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

اسلامی بیدگلی و مظاهری (۱۳۸۸) به بررسی نظریه‌های توازی ایستا و سلسله مراتبی در تبیین ساختار سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. شواهد حاصل از این تحقیق حکایت از آن دارد که شرکت‌های مورد مطالعه سعی نموده‌اند، میزان استفاده از بدهی بلندمدت را به سطح میانگین صنعت (میزان بهینه بدهی) برسانند. به عبارتی، نظریه توازی ایستا تا حد زیادی در مورد ساختار سرمایه شرکت‌های بورسی تهران صادق است. اما رابطه بین نیازهای مالی شرکت و تغییرات بدهی بلندمدت مورد تأیید قرار نگرفت. در واقع نظریه

شرکت‌ها منجر می‌شود؛ شرکت‌هایی با بدهی صفر حضور می‌یابند که در مقایسه با سایر شرکت‌ها، سود نقدی زیادی پرداخت می‌کنند؛ وجه نقد زیادی نگه می‌دارند و در بلندمدت بعد از انتشار سهام، بازده غیرعادی منفی کسب می‌کنند. رفتار زمان‌بندی بازار، به از دست رفتن ارزش شرکت از طریق فعالیت‌های تأمین مالی ختم می‌شود. ستیاوان^{۱۷} (۲۰۱۲) با آزمون تجربی نظریه زمان‌بندی بازار در بورس اندونزی شواهدی فراهم کرده است که این نظریه را تأیید می‌کند و حاکی از تأثیر منفی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بر اهرم بازار است.

پرات^{۱۸} (۲۰۱۲) در رساله دکتری خود با عنوان «آیا ساختار سرمایه مربوط است؟ بررسی تجربی گزینه‌های ساختار سرمایه» در کشور آمریکا در دوره زمانی ۱۹۷۰-۲۰۱۰ به این نتیجه رسید که در دوره اول پژوهش (بین سال‌های ۱۹۷۰ الی ۱۹۸۷) تئوری سلسله مراتبی، الگوی غالب و روش دائمی حسابداری برای تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها بوده است. ولی در این دوره، شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد تئوری‌های توازی ایستا و زمان‌بندی بازار در تبیین ساختار سرمایه شرکت‌ها جایگاه ضعیفی دارند. این در حالی است که در دوره دوم پژوهش (بین سال‌های ۱۹۸۸ الی ۲۰۱۰) شواهد مستحکمی در پشتیبانی و حمایت از نظریه توازی ایستا نسبت به تئوری سلسله مراتبی وجود دارد.

وو و الیس^{۱۹} (۲۰۱۷) در پژوهشی زیر عنوان «بررسی تجربی ساختار سرمایه و ارزش شرکت در ویتنام» و با استفاده از داده‌های حسابداری و بازار ۱۲۱۴ سال - شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شهر هو چی مین^{۲۰} طی دوره زمانی ۲۰۰۷ الی ۲۰۱۳ به این نتیجه رسیدند که بین اهرم مالی و ارزش سهامداران، رابطه معکوس وجود دارد و بیانگر آن است که هزینه تأمین مالی از طریق بدهی برای شرکت‌های ویتنامی، بیشتر از مزایای آن برای شرکت‌های مذکور است. علاوه بر آن، نتایج حاکی از آن است که تنها شرکت‌هایی که به میزان کمتری از طریق بدهی، تأمین مالی نموده‌اند، برای سهامداران، ارزش ایجاد می‌کنند.

اردلان^{۲۱} (۲۰۱۷) در پژوهشی زیر عنوان «تئوری ساختار سرمایه، تجدید نظر شده» و بر اساس مبنای بنیادی^{۲۲} به این نتیجه رسید که نتایج مدل‌های ریاضی پیچیده ساختار سرمایه با تغییر در مفروضات (پیش‌فرض‌های) بنیادی^{۲۳} آن‌ها، تغییر می‌کند.

نمازی و شیرزاده (۱۳۸۴) با بررسی ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۷۵ به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها رابطه وجود دارد و این رابطه بستگی به نوع صنعت و

تولیدی طی دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۸ به این نتیجه رسیدند که بین کسری مالی و خالص بدهی بلندمدت منتشر شده و همچنین، بین بدهی بلندمدت سررسید شده و بدهی بلندمدت منتشر شده، رابطه مثبت معناداری وجود دارد. بدین معنی که به نظر می‌رسد شرکت‌های ایرانی در الگوی ساختار سرمایه خود از نظریه ترجیحی (سلسله مراتبی) پیروی می‌کنند.

عربی و ربیعی (۱۳۹۵) در پژوهشی زیر عنوان «تئوری نمایندگی، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» و با بررسی ۱۵۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۲ به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی (کوتاه‌مدت و بلندمدت) با بازده حقوق صاحبان سهام/ بازده دارایی‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

حقیقی طلب و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی زیر عنوان «بررسی اثرات تعاملی وضعیت مالی شرکت و ویژگی‌های صنعت بر تعدیلات ساختار سرمایه» به مطالعه و بررسی تأثیر کسری/مآزاد مالی و سپس تأثیر سه ویژگی صنعت (تمرکز، شکوفایی و پویایی) بر سرعت تعدیلات ساختار سرمایه طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۴ پرداختند. نتایج نشان داد که کسری/مآزاد تأمین مالی، تمرکز و شکوفایی صنعت به صورت مجزا تأثیر معناداری بر سرعت تعدیلات در ساختار سرمایه ندارند. این در حالی است که در صنایع دارای پویایی بالا/پایین، شرکت‌ها مایل به افزایش اهرم مالی هستند. شرکت‌های با مآزاد تأمین مالی و بدهی بالاتر/پایین‌تر از هدف، تمایل به کاهش اهرم مالی دارند. شرکت‌های با تمرکز بالا/پایین و بدهی کمتر از هدف، مایلند اهرم مالی خود را کاهش دهند. شرکت‌ها در صنایع دارای شکوفایی بالا (پایین) و بدهی کمتر از هدف، به ترتیب تمایل به کاهش (افزایش) اهرم مالی خود دارند. شرکت‌ها در صنایع دارای پویایی پایین (با ثبات‌تر) و بدهی کمتر از هدف، با بیش‌ترین سرعت به سمت کاهش اهرم مالی پیش می‌روند.

۳- فرضیه پژوهش

در این پژوهش، چهار نظریه (نظریه توازی یا بده - بستان ایستا، نظریه سلسله مراتبی، نظریه خوش‌بینی مفرط مدیریتی و نظریه درجه‌های فرصت یا زمان‌بندی بازار)، اساس تدوین فرضیه‌ها قرار گرفت. بر اساس مطالعات اکتشافی و پرسش‌های مطرح شده در قسمت انتهایی بیان مسئله و در بخش مقدمه، فرضیه‌های زیر قابل صورت‌بندی است:

سلسله مراتبی در مورد این شرکت‌ها صادق نیست. بنابراین می‌توان گفت علی‌رغم این که شرکت‌های ایرانی به دنبال تأمین ساختار سرمایه بهینه هستند، ولی در این مسیر از نظریه سلسله مراتبی پیروی نمی‌کنند.

اربابیان و صفری گرایلی (۱۳۸۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قالب ۱۳ صنعت مختلف طی دوره ۶ ساله از ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی و سودآوری شرکت و همچنین بین نسبت کل بدهی به دارایی و سودآوری، رابطه مثبت وجود دارد، ولی بین نسبت بدهی بلندمدت به دارایی و سودآوری رابطه منفی وجود دارد.

ستایش و کاشانی پور (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان «بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و مالکیت نهادی در کنار سایر عوامل مؤثر بر این رابطه از قبیل درصد سود نقدی سهام، سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی‌ها، نقدینگی، رشد و اندازه شرکت‌ها در ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قالب ۷ گروه صنعت طی دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ پرداختند. نتایج نشان داد، در سطح کل شرکت‌ها، تمام عوامل به جز مالکیت نهادی از عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه بوده‌اند. این در حالی است که در صنایع شیمیایی، درصد مالکیت نهادی، درصد سود نقدی سهام، ریسک تجاری، نقدینگی و اندازه شرکت‌ها؛ در صنایع غذایی، نقدینگی، ساختار دارایی‌ها و اندازه شرکت؛ در صنایع فلزی، درصد مالکیت نهادی، درصد سود نقدی سهام، ریسک تجاری، ساختار دارایی‌ها، نقدینگی و اندازه شرکت؛ در صنایع کانی غیر فلزی، نقدینگی؛ در صنایع کاشی و سرامیک، ریسک تجاری و نقدینگی و در صنایع مواد و محصولات دارویی، نقدینگی و اندازه شرکت بر ساختار سرمایه مؤثر بوده‌اند.

کردستانی و پیرداوری (۱۳۹۱) در پژوهشی با استفاده از اطلاعات مالی ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۸۶ و با بهره‌گیری از روش تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی چند متغیره، نظریه زمان‌بندی بازار را آزمون نمودند. نتایج تحقیق بیانگر رابطه معنادار بین ارزش‌های گذشته بازار با ساختار سرمایه و تغییرات ساختار سرمایه است. این شواهد نظریه زمان‌بندی بازار را تأیید نمی‌کند.

حجازی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «کاربرد نظریه ترجیحی در تأمین مالی» و با بررسی ۱۲۷ شرکت

فرضیه‌های پژوهش بر اساس نظریه خوش‌بینی مفرط مدیریتی به صورت ذیل تدوین شده است:

- (۱۸) بین سودآوری و اهرم بلندمدت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- (۱۹) بین نقدینگی و اهرم بلندمدت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- فرضیه‌های پژوهش بر اساس نظریه درپچه‌های فرصت و یا نظریه زمان‌بندی بازار به صورت ذیل تدوین شده‌اند:
- (۲۰) بین رشد شرکت و اهرم دفتری رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- (۲۱) بین رشد شرکت و اهرم بلندمدت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- (۲۲) بین رشد شرکت و اهرم بازار رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- (۲۳) بین سود نقدی سهام و اهرم دفتری رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

۴- متغیرهای پژوهش

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

۴-۱- متغیرهای مستقل (عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها)

• سود نقدی سهام

گومز و فیلیپس^{۲۴} (۲۰۰۷) معتقدند در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها برای جلوگیری از زیان به سهامداران فعلی، پروژه‌های جدید را از محل اوراق بهاداری که احتمال قیمت‌گذاری کمتر از واقع آن در بازار کمتر است، تأمین مالی می‌کنند. به عنوان مثال، اوراق قرضه، مشمول قیمت‌گذاری کمتر از واقع نمی‌شود و بنابراین، به انتشار سهام ارجحیت دارد. این در حالی است که در شرایط پایین بودن عدم تقارن اطلاعاتی، تأمین مالی از محل انتشار سهام به تأمین مالی از محل استقراض اولویت دارد. از این رو، بر اساس تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی، می‌توان انتظار داشت که یک رابطه منفی بین پرداخت‌های سود نقدی (به عنوان معیار پایین بودن عدم تقارن اطلاعاتی) و اهرم (اعم از دفتری و بازار) وجود داشته باشد.

همچنین، شرکت‌های دارای پرداخت بالای سود نقدی به دلیل ظرفیت بالای جریان‌های نقدی ممکن است بی‌نیاز از تأمین مالی از طریق بدهی باشند و یا به دلیل افزایش هزینه‌های نکول و ورشکستگی ناشی از افزایش بدهی، علی‌رغم صرفه‌جویی مالیاتی، تمایل کمتری به تأمین مالی از طریق

فرضیه‌های پژوهش بر اساس نظریه توازی یا بده - بستان ایستا به صورت ذیل تدوین شده‌اند:

- (۱) بین ریسک تجاری و اهرم دفتری رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- (۲) بین سود نقدی سهام و اهرم دفتری و بازار رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- (۳) بین رشد شرکت و اهرم بازار رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- (۴) بین ظرفیت بدهی و اهرم دفتری، بازار و بلندمدت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- (۵) بین نسبت پوشش بهره و اهرم دفتری، بازار و بلندمدت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- (۶) بین صرفه‌جویی مالیاتی بدهی و اهرم دفتری، بازار و بلندمدت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- (۷) بین رشد شرکت و اهرم دفتری رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- (۸) بین سودآوری و اهرم دفتری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- (۹) بین اندازه شرکت و اهرم دفتری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- (۱۰) بین ساختار دارایی و اهرم دفتری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- (۱۱) بین صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی و اهرم دفتری رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- (۱۲) بین نقدینگی و اهرم دفتری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- فرضیه‌های پژوهش بر اساس نظریه سلسله مراتبی به صورت ذیل تدوین شده‌اند که شش تای آن یعنی فرضیه‌های ۱ تا ۶ با فرضیه توازی یا بده - بستان ایستا، مشترک است که از تکرار آن خودداری شده است:
- (۱۳) بین سودآوری و اهرم دفتری رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- (۱۴) بین رشد شرکت و اهرم دفتری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- (۱۵) بین اندازه شرکت و اهرم دفتری رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- (۱۶) بین ساختار دارایی و اهرم دفتری رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- (۱۷) بین نقدینگی و اهرم دفتری رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

• **ریسک تجاری**

بر اساس نظریه ترازوی ایستا زمانی که میزان نوسان‌پذیری سود بیش‌تر باشد، شرکت‌ها به منظور اجتناب از مخارج ناسامانی مالی از بدهی کم‌تری استفاده می‌کنند. بنابراین، بر اساس این نظریه بین ریسک سود و نسبت بدهی رابطه منفی وجود دارد. همچنین، بر اساس نظریه سلسله مراتبی در شرکت‌هایی که جریان وجوه نقد نوسان‌پذیرتری دارند، مزایای بدهی با ریسک بالا کمتر از سهام است. بنابراین، در این شرایط آن‌ها باید سلسله مراتب تأمین مالی خود را تغییر دهند به گونه‌ای که در زمان نیاز به تأمین مالی خارجی به ترتیب به سراغ سهام و بدهی‌ها بروند (هونگ و جاسون^{۲۹}، ۲۰۰۶). بنابراین، با توجه به تئوری ورشکستگی^{۳۰} و بر اساس نظریه‌های سلسله مراتبی و ترازوی ایستا، یک رابطه منفی بین ریسک تجاری و ساختار سرمایه پیش‌بینی می‌شود. این متغیر از طریق انحراف معیار بازده دارایی‌های شرکت در طی سه سال گذشته به صورت زیر محاسبه شد (النچار و تیلور، ۲۰۰۸، ۹۲۲):

$$\sigma ROA_{it} = \sigma(NI_{it}/TA_{it}) \quad (3)$$

• **ساختار دارایی**

ساختار دارایی‌های یک شرکت می‌تواند بیانگر هزینه‌های نمایندگی و مخارج ناسامانی مالی باشد. وقتی دارایی‌های مشهود یک شرکت زیاد باشد، این دارایی‌ها را می‌توان به عنوان وثیقه مورد استفاده قرار داد و ریسک هزینه‌های نمایندگی بدهی وام‌دهنده را کاهش داد. بنابراین، هر چه دارایی‌های مشهود شرکت بیش‌تر باشد، اهرم مالی آن بیش‌تر است (هوانگ^{۳۱} و سونگ، ۲۰۰۶). بنابراین، بر اساس نظریه ترازوی ایستا، یک رابطه مثبت بین دارایی‌های مشهود و بدهی‌ها انتظار می‌رود. همچنین بر اساس نظریه نمایندگی، شرکت‌هایی که دارای دارایی‌های نامشهود بیش‌تری هستند باید به منظور اجتناب از هزینه‌های نظارتی مفرط، به استقراض کم‌تری روی آورند (چن و روگر^{۳۲}، ۲۰۰۵).

این در حالی است که نتایج مطالعات قبلی از قبیل گرین و جگادیش^{۳۳} (۲۰۰۶) و کیمیاگری و عینعلی (۱۳۸۷) نشان داده است که بین نسبت بدهی شرکت و میزان دارایی‌های مشهود آن، رابطه معکوس و معناداری برقرار است. این نتایج با نظریه سلسله مراتبی سازگار است. بر اساس این نظریه، شرکت‌های دارای نسبت بالای دارایی‌های مشهود به میزان کم‌تری از طریق بدهی تأمین مالی می‌کنند. به بیان دیگر، بر اساس نظریه سلسله مراتبی، هر چه میزان دارایی‌های مشهود یک شرکت بیش‌تر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران برون سازمانی آن کمتر است و این گونه شرکت‌ها تمایل بیش-

بدهی داشته باشند. بنابراین، بر اساس تئوری ترازوی ایستا نیز انتظار می‌رود رابطه بین پرداخت‌های سود نقدی (معیار پایین بودن عدم تقارن اطلاعاتی) و اهرم مالی (اعم از دفتری و بازار)، منفی باشد.

پرداخت سود نقدی سهام طبق مدل‌های مختلف ارزش-گذاری سهام از قبیل مدل فیشر، گوردون و ... منجر به افزایش قیمت بازار سهام می‌گردد. همچنین، بر اساس نظریه زمان-بندی بازار، شرکت‌ها برای تأمین مالی بیشتر، زمانی به انتشار سهام اقدام می‌کنند که ارزش بازار سهام زیاد است و زمانی به بازخرید سهام اقدام می‌کنند که ارزش بازار سهام کم است (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۲). بنابراین، بر طبق نظریه زمان‌بندی بازار انتظار می‌رود شرکت‌های دارای میزان بالای پرداخت سود نقدی، به میزان کم‌تری از طریق بدهی تأمین مالی نمایند. یعنی؛ رابطه بین پرداخت‌های سود نقدی و اهرم مالی (به ویژه اهرم دفتری)، باید منفی باشد. این نسبت از طریق تقسیم سود نقدی هر سهم بر عایدی هر سهم به صورت زیر محاسبه شد (النچار و تیلور، ۲۰۰۸، ۹۲۱):

$$DPO_{it} = DPS_{it}/EPS_{it} \quad (1)$$

• **سودآوری**

شرکت‌های سودآور احتمالاً سود انباشته^{۳۵} بیش‌تری دارند. بنابراین، بر طبق تئوری سلسله مراتبی، یک رابطه منفی بین اهرم و سودآوری شرکت، انتظار می‌رود (میرز^{۳۶} و ماجلوف^{۳۷}، ۱۹۸۴). از طرف دیگر، با توجه به پژوهش‌های انجام شده توسط مولر و مودیلیانی (۱۹۶۳) و دانبولت و همکاران^{۳۸} (۲۰۰۰) ممکن است شرکت‌های سودآور به خاطر توانایی بالا در پوشش هزینه بهره وام‌های دریافتی، بدهی را به خاطر مزیت سپر مالیاتی به انتشار سهام ترجیح دهند که این یافته‌ها توسط تئوری ترازوی ایستا تأیید می‌شود. همچنین، انتظار می‌رود مدیران در شرکت‌های سودآور، نسبت به بازده دارایی‌های شرکت بیش از حد خوش‌بین بوده و بر اساس نظریه خوش-بینی مفرط مدیریتی، ترجیح دهند که قسمت عمده دارایی‌ها را از طریق بدهی‌های بلندمدت تأمین مالی نمایند. از این رو، بر طبق نظریه خوش‌بینی مفرط مدیریتی، رابطه مثبت بین سودآوری و نسبت بدهی‌های بلندمدت بر دارایی‌ها (اهرم بلندمدت) پیش‌بینی می‌گردد. این نسبت از طریق تقسیم سود خالص بر حقوق مالکانه به صورت زیر محاسبه گردید (النچار و تیلور، ۲۰۰۸، ۹۲۱):

$$ROE_{it} = NI_{it}/OE_{it} \quad (2)$$

استقراض کمتری روی می‌آورند؛ زیرا فرصت‌های رشد به عنوان یک دارایی نامشهود را نمی‌توان به عنوان وثیقه مورد استفاده قرار داد (چن، ۲۰۰۴). به عبارت دیگر، هر چه فرصت‌های رشد یک شرکت بیشتر باشد، ریسک آن بیشتر است و هزینه نابسامانی مالی بیشتر تری را متحمل می‌شود (هونگ و جاسون، ۲۰۰۶). شرکت‌های با فرصت‌های رشد زیاد انگیزه بیشتری برای تأمین مالی عملیات خود از طریق سهام دارند. بنابراین؛ انتظار می‌رود که بین سطح بدهی و فرصت‌های رشد یک شرکت رابطه معکوس وجود داشته باشد. بر اساس نظریه سلسله مراتبی، شرکت‌هایی که دارای ارزش بازار (فرصت‌های رشد) زیادی هستند می‌توانند از بدهی بیشتر استفاده کنند؛ زیرا از یک سو بدهی دارای هزینه‌هایی است که ممکن است باعث ورشکستگی شرکت‌های کم ارزش شود و از سوی دیگر در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بیشتر، عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط با کیفیت پروژه‌های سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و امکان استفاده بیشتر از بدهی فراهم می‌شود. بنابراین؛ این نظریه پیش‌بینی می‌کند بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی به ارزش دفتری رابطه مثبت وجود دارد (کردستانی و نجفی عمران، ۱۳۸۷).

همچنین، نظریه توازی ایستا رابطه بین نسبت بدهی به ارزش بازار و فرصت‌های رشد را منفی پیش‌بینی می‌کند؛ زیرا با افزایش مبالغ مصرفی بابت سرمایه‌گذاری، ارزش بازار یک شرکت افزایش می‌یابد. در شکل ساده نظریه سلسله مراتبی سطح بدهی از طریق تفاوت تجمعی بین سودهای انباشته و مبلغ سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود؛ بنابراین، با فرض پایدار بودن سرمایه‌گذاری و سودهای یک شرکت، رابطه بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی به ارزش بازار منفی است (کردستانی و نجفی عمران، ۱۳۸۷).

همانطور که بیان شد بر اساس نظریه زمان‌بندی بازار، شرکت‌ها برای تأمین مالی بیشتر، زمانی به انتشار سهام اقدام می‌کنند که ارزش بازار سهام زیاد است و زمانی به بازخرید سهام اقدام می‌کنند که ارزش بازار سهام کم است (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۲). بنابراین، بر طبق نظریه زمان‌بندی بازار انتظار می‌رود شرکت‌های دارای رشد بیشتر (شرکت‌های دارای نسبت ارزش بازار به دفتری بیشتر)، به میزان کمتری از طریق بدهی تأمین مالی نمایند. یعنی؛ رابطه بین رشد شرکت و اهرم مالی (طبق معیارهای مختلف)، باید منفی باشد. این متغیر از طریق تقسیم ارزش بازار هر سهم بر ارزش دفتری هر سهم به صورت زیر محاسبه گردید (النجر و تیلور، ۲۰۰۸، ۹۲۳):

$$MB_{it} = MVPS_{it} / BVPS_{it} \quad (6)$$

تری به انتشار سهام دارند. بنابراین، این نظریه پیش‌بینی می‌کند که بین قابلیت مشاهده دارایی‌ها و نسبت بدهی رابطه منفی وجود دارد (جنسن^{۳۴}، ۱۹۸۶). این متغیر از طریق نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌های شرکت به صورت زیر محاسبه گردید (النجر و تیلور، ۲۰۰۸، ۹۲۲):

$$TANG_{it} = FA_{it} / TA_{it} \quad (4)$$

• نقدینگی

نسبت‌های نقدینگی هم تأثیر مثبت و هم تأثیر منفی بر روی تصمیمات ساختار سرمایه دارند و بنابراین میزان خالص تأثیر ناشناخته است. اولاً، شرکت‌های با نسبت‌های بالای نقدینگی ممکن است به طور نسبی، نسبت‌های بدهی بالاتری به علت توانایی بیشترشان برای ایفای تعهدات کوتاه مدت داشته باشند. این استدلال بیانگر یک رابطه مثبت بین نقدینگی و میزان بدهی جذب شده توسط شرکت به دلیل صرفه‌جویی مالیاتی بدهی و بر اساس نظریه توازی ایستا است. از سوی دیگر، شرکت‌های دارای دارایی‌های نقدینه^{۳۵} بیشتر، ممکن است چنین دارایی‌هایی را به عنوان منابع مالی برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی استفاده کنند. بنابراین وضعیت نقدینگی یک شرکت، دارای تأثیر منفی بر روی میزان ساختار سرمایه توسط شرکت است. استدلال بیشتر در مورد این رابطه منفی به وسیله میرز و راجان (۱۹۹۸) ارائه شده است، این دو استدلال می‌کنند زمانی که هزینه‌های نمایندگی نقدینگی بالا هستند، اعتباردهندگان بیرونی، میزان تأمین مالی از طریق بدهی را برای شرکت محدود می‌کنند. بنابراین، یک رابطه منفی بین میزان بدهی و نقدینگی بر اساس نظریه سلسله مراتبی انتظار می‌رود.

انتظار می‌رود مدیران در شرکت‌های دارای نقدینگی بیشتر نیز، بیش از حد خوش‌بین بوده و بر اساس نظریه خوش‌بینی مفرط مدیریتی، ترجیح دهند که قسمت عمده دارایی‌ها را از طریق بدهی‌های بلندمدت تأمین مالی نمایند. از این رو، بر طبق نظریه خوش‌بینی مفرط مدیریتی، رابطه مثبت بین نقدینگی و نسبت بدهی‌های بلندمدت بر دارایی‌ها (اهرم بلندمدت) پیش‌بینی می‌گردد. این نسبت از طریق تقسیم دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری به صورت زیر محاسبه شد (النجر و تیلور، ۲۰۰۸، ۹۲۲):

$$LIQ_{it} = CA_{it} / CL_{it} \quad (5)$$

• رشد شرکت

بر اساس نظریه توازی ایستا، شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد آتی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت‌های با رشد کم، به

• اندازه شرکت

از دیدگاه نظری رابطه بین اندازه شرکت و اهرم مالی روشن نیست. بر اساس نظریه توازی ایستا، شرکت‌های بزرگ‌تر دارای ظرفیت استقراض بیش‌تری بوده و می‌توانند سودهای بیش‌تری را تحصیل کنند. شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً بیش‌تر متنوع هستند و بنابراین دارای جریان‌های نقدی پایدارتری هستند که ثبات وجه نقد باعث کاهش ریسک ورشکستگی آن‌ها می‌شود. آن‌ها همچنین در زمان استفاده از بدهی دارای قدرت چانه‌زنی بیش‌تری هستند و می‌توانند هزینه‌های مبادله مرتبط با انتشار بدهی‌های بلندمدت را کاهش دهند. احتمال دیگر این است که شرکت‌های بزرگ‌تر، سهامداران متنوع‌تری داشته باشند که موجب می‌شود کنترل کم‌تری بر مدیریت شرکت اعمال شود. از این رو، این احتمال وجود دارد که مدیران بر ای کاهش ریسک زبان شخصی حاصل از ورشکستگی، از بدهی بیش‌تری استفاده کنند. بنابراین، انتظار می‌رود رابطه بین اندازه شرکت و اهرم مالی مثبت باشد. با این وجود، در زمانی که اندازه شرکت به عنوان متغیر جانشین ریسک نکول در نظر گرفته شود، در جایی که هزینه‌های نابسامانی مالی بی‌اهمیت باشد، نباید بین اهرم مالی و اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود داشته باشد (چن و روگر، ۲۰۰۵).

روی هم رفته، شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل روبرو شدن با مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی کم‌تر، باید سهام بیش‌تر و اهرم مالی کمتری داشته باشند (هوانگ و سونگ، ۲۰۰۶). بنابراین، بر اساس نظریه سلسله مراتبی، انتظار می‌رود رابطه بین اندازه شرکت و اهرم مالی منفی باشد. بر اساس تئوری نمایندگی شرکت‌های بزرگ بدهی‌های بلندمدت‌تری را منتشر می‌کنند تا بتوانند از این طریق رفتار و تصمیمات مدیریت را کنترل کنند؛ ولی شرکت‌های کوچک‌تر، چون تحت کنترل سهامداران هستند و مشکلات نمایندگی آن‌ها کم‌تر است، تمایل کمتری به انتشار بدهی بلندمدت دارند (چن، ۲۰۰۴). این متغیر از طریق لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت به صورت زیر محاسبه شد (نمازی و خواجوی، ۱۳۸۳):

$$SIZE_{it} = \ln(MV_{it}) \quad (7)$$

• صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی^{۳۶}

هر چه درآمد مشمول مالیات یک شرکت بیش‌تر باشد، مالیات پرداختی توسط آن شرکت بیش‌تر است. لذا؛ هر چه صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی یک شرکت بیش‌تر باشد، درآمد مشمول مالیات کم‌تری خواهد داشت. در نتیجه نرخ مالیات مورد انتظار شرکت، کم‌تر و بازدهی حاصل از صرفه‌جویی‌های مالیاتی بهره کمتر خواهد بود. لذا از آنجا که بدهی

به دلیل وجود هزینه بهره باعث صرفه‌جویی مالیاتی می‌گردد، انتظار می‌رود بر اساس نظریه توازی ایستا بین سطح صرفه‌جویی‌های مالیاتی از محلی غیر از بدهی و نسبت بدهی رابطه منفی وجود داشته باشد (هوانگ و جاسون، ۲۰۰۶). برای سنجش صرفه‌جویی‌های مالیاتی از محلی غیر از بدهی از نسبت هزینه‌های اداری و فروش به فروش سالیانه شرکت استفاده گردید (هوانگ و جاسون، ۲۰۰۶).

• ظرفیت بدهی (نسبت دارایی مشهود به کل بدهی)^{۳۷}

هر چه میزان دارایی‌های مشهود یک شرکت بیش‌تر باشد، توانایی و پشتوانه آن شرکت برای استفاده از بدهی در ساختار سرمایه بیش‌تر است. لذا؛ انتظار می‌رود بر اساس نظریه‌های توازی ایستا و سلسله مراتبی بین ظرفیت بدهی و نسبت بدهی رابطه مثبت وجود داشته باشد. برای سنجش ظرفیت بدهی از نسبت دارایی‌های مشهود به کل بدهی شرکت استفاده شد (پرات^{۳۸}، ۲۰۱۲).

• نسبت پوشش بهره^{۳۹}

هر چه میزان سود یک شرکت بیش‌تر باشد، توانایی و پشتوانه آن شرکت برای استفاده از بدهی در ساختار سرمایه بیش‌تر است. لذا؛ انتظار می‌رود بر اساس نظریه‌های توازی ایستا و سلسله مراتبی بین نسبت پوشش بهره و نسبت بدهی نیز رابطه مثبت وجود داشته باشد. برای سنجش نسبت پوشش بهره از نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به کل بهره شرکت استفاده گردید (پرات، ۲۰۱۲).

• صرفه‌جویی مالیاتی بدهی^{۴۰}

از آنجا که بدهی به دلیل وجود هزینه بهره باعث صرفه‌جویی مالیاتی می‌گردد انتظار می‌رود بر اساس نظریه‌های توازی ایستا و سلسله مراتبی بین سطح صرفه‌جویی‌های مالیاتی بدهی و نسبت بدهی رابطه مثبت وجود داشته باشد. برای سنجش صرفه‌جویی‌های مالیاتی بدهی از تقسیم تفاضل بین سود قبل از بهره و مالیات و سود قبل از بهره بر سود قبل از بهره و مالیات استفاده شد (پرات، ۲۰۱۲).

۴-۲- متغیر وابسته

در این پژوهش، اهرم مالی یعنی میزان استفاده از بدهی، متغیر وابسته پژوهش و معیار ساختار سرمایه است که از طریق سه نسبت ذیل بدست می‌آید:

است که در گذشته روی داده و به اتمام رسیده است. این نوع روش پژوهش، از آن جهت که در صدد دستیابی به رابطه علی و یا علت و معلولی بین عوامل پژوهش می‌باشد، از اعتبار نسبتاً زیادی برخوردار است. در این نوع پژوهش‌ها، امکان دست‌کاری متغیرها توسط پژوهش‌گر و یا ایجاد شرایط «مصنوعی» و یا آزمایشگاهی توسط وی، بنا به علل متعددی امکان‌پذیر نمی‌باشد (سید عباس زاده، ۱۳۸۰). این پژوهش از لحاظ روش اجرا در زمره پژوهش‌های همبستگی قرار دارد. همچنین بر اساس هدف، پژوهش مذکور کاربردی است. فرضیه‌های پژوهش بر اساس داده‌های تلفیقی/ترکیبی آزمون و تحلیل‌های آماری به کمک نرم افزار EViews 9 انجام شده است.

۷- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش، از بین روش‌های تجزیه و تحلیل موجود، از روش «داده‌های ترکیبی/تلفیقی» استفاده شد. این تکنیک (ترکیبی/تلفیقی) امروزه به طور گسترده‌ای توسط پژوهشگران مورد استفاده قرار می‌گیرد. ادغام داده‌های سری زمانی و مقطعی و ضرورت استفاده از آن، بیش‌تر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم‌خطی میان متغیرها می‌باشد. در پژوهش حاضر رابطه بین ساختار سرمایه و سازه‌های مؤثر بر آن با استفاده از تحلیل‌های رگرسیونی تلفیقی/ترکیبی^{۴۴} (بسته به نظریه‌های مختلف ساختار سرمایه) در سطح صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر به صورت زیر بررسی گردید:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta' X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

که در این رابطه داریم:

$LEV = Y_{it}$ = معیار ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت i در سال t که به منظور سنجش آن از سه معیار مختلف استفاده شد.

α_{it} = عرض از مبدأ شرکت i در سال t .

β' = بردار سطری ضرایب رگرسیونی سازه‌های مؤثر بر اهرم مالی.

X_{it-1} = بردار ستونی سازه‌های مؤثر بر اهرم مالی برای شرکت i در زمان $t-1$.

$DPO = X_1$ = نسبت پرداخت سود نقدی (سود نقدی هر سهم بر عایدی هر سهم)^{۴۵}.

$ROE = X_2$ = نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (سود خالص بر حقوق مالکانه)^{۴۶}.

- **اهرم دفتری**^{۴۱}: این متغیر از طریق تقسیم ارزش دفتری کل بدهی‌ها بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال مالی محاسبه گردید.
- **اهرم بازار**^{۴۲}: این متغیر از طریق تقسیم مجموع ارزش دفتری بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت بر مجموع ارزش دفتری بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی بدست آمد.
- **نسبت بدهی‌های بلندمدت بر دارایی‌ها (اهرم بلندمدت)**^{۴۳}: این متغیر از طریق تقسیم ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت بر ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان سال مالی اندازه‌گیری شد.

۵- جامعه و نمونه آماری

جامعه مورد مطالعه این پژوهش کلیه شرکت‌ها در صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر طی دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۵ (دوره ۱۳ ساله) می‌باشد، که شرایط زیر را داشته‌اند:

- (۱) تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- (۲) شرکت‌ها در صنایع مورد بررسی، نباید سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند.
- (۳) شرکت‌ها در صنایع مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.
- (۴) اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۵ به طور کامل ارائه کرده باشند.

لازم به ذکر است که از اطلاعات سال‌های ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴ تنها در محاسبه انحراف معیار بازده دارایی‌های شرکت به عنوان معیار سنجش ریسک تجاری استفاده می‌گردد. لذا دوره نهایی پژوهش محدود به سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۵ می‌باشد. با توجه به شرایط و اعمال محدودیت‌های یاد شده، تعداد ۲۰ شرکت در صنعت دارویی و ۱۵ شرکت در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر در دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۵ به عنوان جامعه مورد مطالعه، انتخاب و بررسی شدند.

۶- روش پژوهش

روش پژوهش در این تحقیق از نوع «علی» یا «پس-رویدادی» است. این نوع روش پژوهش برای انجام پژوهش‌هایی به کار می‌رود که در صدد بررسی علت یا علل روابط معینی

$\sigma_{ROA} = BR = X_3$ انحراف معیار بازده دارایی‌های شرکت (سود خالص بر کل دارایی‌ها)^{۴۷}.

$TANG = X_4$ = نسبت دارایی‌های ثابت (دارایی‌های ثابت بر کل دارایی‌ها)^{۴۸}.

$LIQ = X_5$ = نسبت جاری (دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری)^{۴۹}.

$MB = X_6$ = نسبت ارزش بازار به دفتری (ارزش بازار هر سهم بر ارزش دفتری هر سهم)^{۵۰}.

$SIZE = X_7$ = اندازه (لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت)^{۵۱}.

$NDTS = X_8$ = صرفه‌جویی‌های مالیاتی از محلی غیر از بدهی (نسبت هزینه‌های اداری و فروش به فروش سالیانه شرکت).

$TADR = X_9$ = ظرفیت بدهی (نسبت دارایی‌های مشهود به کل بدهی شرکت).

$IC = X_{10}$ = نسبت پوشش بهره (نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به کل بهره شرکت).

$DTS = X_{11}$ = صرفه‌جویی‌های مالیاتی بدهی (تقسیم تفاضل بین سود قبل از بهره و مالیات و سود قبل از بهره بر سود قبل از بهره و مالیات).

ε_{it} = خطای باقیمانده (پسماند) شرکت i در سال t .

لازم به ذکر است که قبل از تخمین مدل‌های رگرسیونی در هر حالت جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شد. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های تصادفی پرداخته شده است. در صورتی که مقدار احتمال آماره F لیمر کمتر از سطح معناداری ۵٪ باشد، استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتهی است. در غیر این صورت اگر سطح معناداری از ۵٪ بیشتر باشد، استفاده از روش داده‌های تلفیقی مناسب است. آزمون F لیمر (تعمیم یافته) متکی بر ضریب تعیین دو روش بوده و آزمون می‌نماید که آیا ضریب تعیین رگرسیون با اثرات ثابت به صورت معناداری بزرگتر از ضریب تعیین مدل رگرسیونی تلفیقی است یا خیر؟ (یافی^{۵۲}، ۲۰۰۳). فرضیه H₁ این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در بین ضریب تعیین دو روش است.

اگر مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های تصادفی انتخاب نشود، به انجام آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. در صورتی که مقدار احتمال آماره هاسمن کمتر از سطح معناداری ۵٪ باشد؛ دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت نداریم و برای آزمون فرضیه باید از الگوی اثرات ثابت استفاده کنیم. در غیر این صورت اگر سطح معناداری از ۵٪ بیشتر باشد، استفاده از

الگوی اثرات تصادفی مناسب است. آزمون هاسمن دارای توزیع مجانبی خی دو بوده، درجات آزادی آن برابر با تعداد متغیرهای توضیحی (تعداد رگرورها) است. فرضیه H₁ این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در ضرایب برآوردی دو روش اثرات ثابت و تصادفی است. در صورت پذیرش فرضیه H₀ از روش اثرات تصادفی و در صورت پذیرش فرضیه H₁ از روش اثرات ثابت استفاده می‌شود (یافی، ۲۰۰۳).

۸- تحلیل داده‌های پژوهش

۸-۱- بررسی آمار توصیفی متغیرها در صنعت دارویی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در صنعت دارویی در جدول ۱ ارائه شده است.

در صنعت دارویی، اهرم بلندمدت در مقایسه با دو معیار دیگر ساختار سرمایه (یعنی؛ اهرم دفتری و اهرم بازار) دارای ضریب تغییرات (حاصل تقسیم انحراف معیار بر میانگین) و پراکندگی نسبتاً بیش‌تر و در نتیجه ثبات و پایداری نسبتاً کم-تری طی دوره پژوهش بوده است. این امر حاکی از آن است که شرکت‌های مورد بررسی در صنعت دارویی از لحاظ اهرم بلندمدت، تفاوت چشمگیری با هم داشته‌اند. این در حالی است که شرکت‌های مورد مطالعه در صنعت مذکور از نظر میزان اهرم دفتری و بازار نسبتاً مشابه بوده‌اند.

با مقایسه ضریب تغییرات متغیرهای مستقل (عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه) طی دوره ۱۱ ساله پژوهش، این نتیجه حاصل شده است که در صنعت دارویی، نسبت پوشش بهره در مقایسه با سایر عوامل، دارای ضریب تغییرات و پراکندگی نسبتاً بیش‌تر و در نتیجه ثبات و پایداری نسبتاً کم‌تری طی دوره پژوهش بوده‌اند. این امر حاکی از آن است که شرکت‌های مورد بررسی در صنعت دارویی از لحاظ نسبت پوشش بهره، تفاوت چشمگیری با هم داشته‌اند.

دیگر نتایج آمار توصیفی حاکی از آن است که شرکت‌های دارویی، به طور متوسط از اهرم دفتری برابر با ۵۷٪، اهرم بازار برابر با ۳۳٪، اهرم بلندمدت برابر با ۳٪، میانگین بازده حقوق صاحبان سهام برابر با ۴۷٪، میانگین نسبت پرداخت سود نقدی برابر با ۷۶٪، میانگین نسبت دارایی‌های ثابت مشهود برابر با ۱۴٪ و متوسط رشد شرکت برابر با ۳/۶۲ (بر اساس نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری) برخوردار بوده‌اند. متوسط نسبت هزینه‌های اداری و فروش به فروش سالیانه (صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی) برابر با ۶٪، میانگین صرفه‌جویی مالیاتی بدهی برابر با ۱۲٪ و متوسط نسبت دارایی‌های مشهود به کل بدهی (ظرفیت بدهی) برابر با ۵۸٪ بوده است. نتایج آماره جاک برا در صنعت دارویی حاکی از نرمال بودن متغیر وابسته

ساختار سرمایه بر اساس معیارهای مختلف طی دوره پژوهش بیشتر از ۵٪ بوده است. است؛ چرا که مقدار احتمال این آماره برای متغیرهای مذکور،

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در صنعت دارویی

متغیرها	معیارها	تعداد	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	ضریب تغییرات	آماره جاک برا	احتمال جاک برا
اهرم دفتری LEV1		۲۲۰	۰/۵۷	۰/۶۱	۰/۸۷	۰/۰۱	۰/۱۹	۰/۳۳	۲/۵۶۳	۰/۲۷۸
اهرم بازار LEV2		۲۲۰	۰/۳۳	۰/۳۳	۰/۸۲	۰/۰۱	۰/۱۷	۰/۵۲	۳/۸۴۵	۰/۱۴۷
اهرم بلندمدت LEV3		۲۲۰	۰/۰۳	۰/۰۲	۰/۳۸	۰/۰۰۳	۰/۰۵	۱/۶۷	۲/۱۶۳	۰/۳۳۹
سود نقدی سهام DPO		۲۲۰	۰/۷۶	۰/۸۲	۰/۹۵	۰	۰/۱۹	۰/۲۵	۲۳۷/۴	۰/۰۰۰
سودآوری ROE		۲۲۰	۰/۴۷	۰/۴۸	۱/۲۵	۰/۰۵	۰/۱۵	۰/۳۲	۸۳/۳	۰/۰۰۰
ریسک تجاری BR		۲۲۰	۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۱۶	۰/۰۰۳	۰/۰۳	۰/۷۵	۲۳۰/۷	۰/۰۰۰
ساختار دارایی TANG		۲۲۰	۰/۱۴	۰/۱۳	۰/۴۶	۰/۰۰۴	۰/۰۹	۰/۶۴	۳۲/۰	۰/۰۰۰
نقدینگی LIQ		۲۲۰	۱/۶۵	۱/۳۷	۵/۲۲	۰/۶۶	۰/۹۱	۰/۵۵	۷۳۹/۸	۰/۰۰۰
رشد شرکت MB		۲۲۰	۳/۶۲	۳/۱۵	۹/۸۱	۰/۸۳	۱/۷۹	۰/۴۹	۷۶/۹	۰/۰۰۰
اندازه شرکت SIZE		۲۲۰	۲۷/۸۲	۲۷/۸۱	۳۰/۰۷	۲۵/۴۰	۱/۰۴	۰/۰۴	۳/۲۲۷	۰/۱۹۹
صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی NDTs		۲۲۰	۰/۰۶	۰/۰۵	۰/۱۹	۰/۰۱	۰/۰۳	۰/۵۰	۲۰/۱/۱	۰/۰۰۰
ظرفیت بدهی TADR		۲۲۰	۰/۵۸	۰/۵۴	۱/۹۱	۰/۰۲	۰/۳۳	۰/۵۷	۱۱۹/۹	۰/۰۰۰
صرفه‌جویی مالیاتی بدهی DTS		۲۲۰	۰/۱۲	۰/۱۳	۰/۲۳	۰	۰/۰۶	۰/۵۰	۱۳/۴	۰/۰۰۱
نسبت پوشش بهره IC		۲۲۰	۲۴/۷۴	۵/۳۴	۱۷۴/۱۶	۱/۱۱	۴۸/۲۷	۱/۹۵	۴۰/۱/۸	۰/۰۰۰

اهرم بلندمدت برابر با ۱۱٪، میانگین بازده حقوق صاحبان سهام برابر با ۲۴٪، میانگین نسبت پرداخت سود نقدی برابر با ۴۲٪، میانگین نسبت دارایی‌های ثابت مشهود برابر با ۳۰٪ و متوسط رشد شرکت برابر با ۲/۸۵ (بر اساس نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری) برخوردار بوده‌اند. متوسط نسبت هزینه‌های اداری و فروش به فروش سالیانه (صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی) برابر با ۱۰٪، میانگین صرفه‌جویی مالیاتی بدهی برابر با ۷٪ و متوسط نسبت دارایی‌های مشهود به کل بدهی (ظرفیت بدهی) برابر با ۸۱٪ بوده است.

نتایج آماره جاک برا در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر نیز حاکی از نرمال بودن متغیر وابسته ساختار سرمایه بر اساس معیارهای مختلف طی دوره پژوهش است؛ چرا که مقدار احتمال این آماره برای متغیرهای مذکور، بیشتر از ۵٪ بوده است.

۸-۲- بررسی آمار توصیفی متغیرها در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر در جدول ۲ ارائه شده است.

در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر نیز، اهرم بلندمدت در مقایسه با دو معیار دیگر ساختار سرمایه دارای ضریب تغییرات و پراکندگی نسبتاً بیشتر و در نتیجه ثبات و پایداری نسبتاً کم‌تری طی دوره پژوهش بوده است.

در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر، سودآوری (بر حسب نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) و نسبت پوشش بهره در مقایسه با سایر عوامل، دارای ضریب تغییرات و پراکندگی نسبتاً بیشتر و در نتیجه ثبات و پایداری نسبتاً کم‌تری طی دوره پژوهش بوده‌اند. این امر حاکی از آن است که شرکت‌های مورد بررسی در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر از لحاظ میزان سودآوری و نسبت پوشش بهره، تفاوت چشمگیری با هم نداشته‌اند.

دیگر نتایج آمار توصیفی حاکی از آن است که شرکت‌های مورد بررسی در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر، به طور متوسط از اهرم دفتری برابر با ۶۴٪، اهرم بازار برابر با ۵۰٪،

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر

متغیرها	معیارها	تعداد	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	ضریب تغییرات	آماره	احتمال
									چارک‌ها	چارک‌ها
اهرم دفتری LEV1		۱۶۵	۰/۶۴	۰/۶۵	۰/۹۴	۰/۱۲	۰/۲۲	۰/۳۴	۲/۳۰۹	۰/۳۱۵
اهرم بازار LEV2		۱۶۵	۰/۵۰	۰/۵۲	۰/۸۹	۰/۰۵	۰/۲۳	۰/۴۶	۲/۴۵۰	۰/۲۹۴
اهرم بلندمدت LEV3		۱۶۵	۰/۱۱	۰/۰۸	۰/۵۱	۰/۰۰۲	۰/۱۲	۱/۰۹	۱/۹۴۱	۰/۳۷۹
سود نقدی سهام DPO		۱۶۵	۰/۴۲	۰/۴۱	۰/۹۵	۰	۰/۳۸	۰/۹۰	۱۸/۹	۰/۰۰۰
سودآوری ROE		۱۶۵	۰/۲۴	۰/۱۹	۱/۶۰	-۱/۰۷	۰/۳۲	۱/۳۳	۳۵۳/۶	۰/۰۰۰
ریسک تجاری BR		۱۶۵	۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۲۱	۰/۰۰۱	۰/۰۴	۱/۰۰	۲۶۹/۵	۰/۰۰۰
ساختار دارایی TANG		۱۶۵	۰/۳۰	۰/۲۵	۰/۸۲	۰/۰۰۲	۰/۲۰	۰/۶۷	۲۱/۳	۰/۰۰۰
نقدینگی LIQ		۱۶۵	۱/۳۱	۱/۰۷	۵/۲۰	۰/۲۹	۰/۸۶	۰/۶۵	۴۹۴/۲	۰/۰۰۰
رشد شرکت MB		۱۶۵	۲/۸۵	۲/۱۰	۱۴/۱۷	-۰/۴۳	۲/۶۵	۰/۹۲	۳۶۲/۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت SIZE		۱۶۵	۲۶/۶۱	۲۶/۴۳	۳۰/۳۳	۲۳/۲۶	۱/۴۸	۰/۰۶	۴/۷۸۲	۰/۰۹۲
صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی NDTs		۱۶۵	۰/۱۰	۰/۰۸	۰/۸۴	۰/۰۲	۰/۰۹	۰/۹۰	۹۲۲/۶	۰/۰۰۰
ظرفیت بدهی TADR		۱۶۵	۰/۸۱	۰/۸۲	۳/۸۷	۰/۰۲	۰/۵۲	۰/۶۴	۱۰۵/۶	۰/۰۰۰
صرفه‌جویی مالیاتی بدهی DTS		۱۶۵	۰/۰۷	۰/۰۵	۰/۲۲	۰	۰/۰۸	۱/۱۴	۱۷/۸	۰/۰۰۰
نسبت پوشش بهره IC		۱۶۵	۱۲/۷۹	۳/۰۵	۱۷۶/۹۴	-۰/۴۸	۳۳/۰۶	۲/۵۸	۱۷۹/۶	۰/۰۰۰

۸-۳- آزمون فرضیه‌های پژوهش در صنعت دارویی

قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش در صنعت دارویی، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل‌های رگرسیونی پرداخته شده است ولی به دلیل طولانی شدن مطالب از ارائه جزئیات آزمون-های F لیمر و هاسمن خودداری شده است.

مدل‌های رگرسیونی عوامل مؤثر بر معیارهای مختلف ساختار سرمایه شامل اهرم دفتری، اهرم بازار و اهرم بلندمدت در صنعت دارویی، در جدول ۳ ارائه شده است.

نتایج حاصله در جدول ۳ نشان می‌دهد که در صنعت دارویی، در بین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه بر اساس معیار اهرم دفتری، تأثیر سودآوری، نقدینگی، ظرفیت بدهی و صرفه‌جویی مالیاتی بدهی بر اهرم دفتری، منفی و معنی‌دار و در مقابل، تأثیر رشد شرکت بر اهرم دفتری، مثبت و معنی‌دار بوده است. این امر نشان می‌دهد که در شرکت‌های سودآور دارویی، در شرکت‌های دارویی دارای ظرفیت بالای نقدینگی، و همچنین در شرکت‌های دارویی دارای ظرفیت بالای بدهی و میزان بالای صرفه‌جویی مالیاتی بدهی، میزان استفاده از بدهی دفتری در ساختار سرمایه شرکت به طور چشمگیری پایین بوده است. این در حالی است که در شرکت‌های دارویی دارای نسبت بالای ارزش بازار به ارزش دفتری (رشد بالا)، میزان استفاده از بدهی دفتری در ساختار سرمایه شرکت به طور چشمگیری بالا بوده است.

همچنین، در صنعت دارویی، در بین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه بر اساس معیار اهرم بازار، تأثیر رشد شرکت، ظرفیت بدهی و صرفه‌جویی مالیاتی بدهی بر اهرم بازار، منفی و معنی‌دار بوده است. این موضوع نشان می‌دهد که در شرکت‌های دارویی دارای نسبت بالای ارزش بازار به ارزش دفتری (رشد بالا) و در شرکت‌های دارویی دارای ظرفیت بالای بدهی و سطح بالای صرفه‌جویی مالیاتی بدهی، میزان استفاده از بدهی بازار در ساختار سرمایه شرکت به طور چشمگیری پایین بوده است.

دیگر نتایج حاکی از آن است که در صنعت دارویی، ساختار سرمایه بر اساس معیار اهرم بلندمدت، مستقل از عوامل مورد بررسی بوده است.

نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می‌دهد که مدل‌ها در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین-واتسون (البته بعد از اضافه نمودن جملات خودرگرسیونی مرتبه اول بر اساس معیارهای مختلف ساختار سرمایه بجز اهرم بازار)، فاقد مشکل خودهمبستگی شده‌اند. نتایج ضریب تعیین تعدیل شده حاکی از آن است که حدود ۹۶/۵٪ از تغییرات اهرم دفتری، تحت تأثیر عوامل سودآوری، نقدینگی، ظرفیت بدهی، صرفه‌جویی مالیاتی بدهی و رشد شرکت، حدود ۷۳/۴٪ از تغییرات اهرم بازار، تحت تأثیر عوامل رشد شرکت، ظرفیت بدهی و صرفه‌جویی مالیاتی بدهی و حدود ۴۱/۸٪ از تغییرات اهرم بلندمدت، تحت تأثیر عوامل مورد بررسی بوده است.

جدول ۳. عوامل مؤثر بر معیارهای مختلف ساختار سرمایه در صنعت دارویی

اهرم بلندمدت LEV3			اهرم بازار LEV2			اهرم دفتری LEV1			آماره‌ها - متغیر وابسته متغیرها
احتمال آماره t	مقدار آماره t	ضرایب رگرسیون	احتمال آماره t	مقدار آماره t	ضرایب رگرسیون	احتمال آماره t	مقدار آماره t	ضرایب رگرسیون	
۰/۱۲۰۸	۱/۵۶	۰/۰۳	۰/۰۰۰۰	۲۰/۵۵	۰/۷۰	۰/۰۰۰۰	۵/۶۲	۱/۰۷	مقدار ثابت C
--	--	--	۰/۲۲۹۸	-۱/۲۰	-۰/۰۴	۰/۲۸۶۷	-۱/۰۷	-۰/۰۲	سود نقدی سهام DPO
۰/۳۶۱۴	۰/۹۲	۰/۰۲	--	--	--	۰/۰۳۲۹	-۲/۱۵	-۰/۰۷	سودآوری ROE
--	--	--	--	--	--	۰/۰۵۸۵	۱/۹۰	۰/۲۳	ریسک تجاری BR
--	--	--	--	--	--	۰/۵۷۸۶	۰/۵۶	۰/۰۵	ساختار دارایی TANG
۰/۹۳۶۴	-۰/۰۸	-۰/۰۰۱	--	--	--	۰/۰۰۰۰	-۸/۷۹	-۰/۰۸	نقدینگی LIQ
۰/۱۴۹۸	-۱/۴۵	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۰	-۱۳/۵۶	-۰/۰۴	۰/۰۲۶۸	۲/۲۳	۰/۰۵	رشد شرکت MB
--	--	--	--	--	--	۰/۲۵۵۰	-۱/۱۴	-۰/۰۱	اندازه شرکت SIZE
--	--	--	--	--	--	۰/۶۷۷۶	۰/۴۲	۰/۰۶	صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی NDTS
۰/۴۰۷۷	۰/۸۳	۰/۰۱	۰/۰۰۰۰	-۵/۹۷	-۰/۱۶	۰/۰۰۰۰	-۷/۳۹	-۰/۱۹	ظرفیت بدهی TADR
۰/۴۶۱۰	-۰/۷۴	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۰۰	-۵/۳۱	-۰/۸۲	۰/۰۲۵۶	-۲/۲۵	-۰/۲۶	صرفه‌جویی مالیاتی بدهی DTS
۰/۸۸۶۰	۰/۱۴	۰/۰۰۰۲	۰/۱۴۷۶	-۱/۴۵	-۰/۰۰۱	۰/۱۲۵۴	۱/۵۴	۰/۰۰۰۴	نسبت پوشش بهره IC
۰/۰۰۰۰	۱۲/۶۶	۰/۶۷	--	--	--	۰/۰۰۰۰	۶/۶۷	۰/۴۳	خودرگرسیونی مرتبه ۱ AR(1)
اهرم دفتری - مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت									
ضریب تعیین شده		ضریب تعیین شده		مقدار و احتمال آماره جاک برا باقیمانده		احتمال آماره F		آماره دوربین-واتسون	
۰/۹۷۰		۰/۹۶۵		(۰/۳۲۹) ۲/۲۲۵		۰/۰۰۰۰		۱/۹۸۶	
اهرم بازار - مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت									
ضریب تعیین شده		ضریب تعیین شده		مقدار و احتمال آماره جاک برا باقیمانده		احتمال آماره F		آماره دوربین-واتسون	
۰/۸۷۶		۰/۸۶۱		(۰/۲۶۷) ۲/۶۴۳		۰/۰۰۰۰		۱/۵۲۲	
اهرم بلندمدت - مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت									
ضریب تعیین شده		ضریب تعیین شده		مقدار و احتمال آماره جاک برا باقیمانده		احتمال آماره F		آماره دوربین-واتسون	
۰/۱۴۱		۰/۱۰۲		(۰/۲۴۸) ۲/۷۸۸		۰/۰۰۰۰		۲/۱۹۳	

۸-۴ - آزمون فرضیه‌های پژوهش در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر

قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر نیز، به انتخاب الگوی مناسب برای مدل‌های رگرسیونی پرداخته شده است. مدل‌های رگرسیونی عوامل مؤثر بر معیارهای مختلف ساختار سرمایه شامل اهرم دفتری، اهرم بازار و اهرم بلندمدت در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر، در جدول ۴ ارائه شده است.

نتایج حاصله در جدول ۴ نشان می‌دهد که در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر، در بین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه بر اساس معیار اهرم دفتری، تأثیر نقدینگی، اندازه شرکت،

صرفه‌جویی مالیاتی بدهی و ظرفیت بدهی بر اهرم دفتری، منفی و معنی‌دار و در مقابل، تأثیر رشد شرکت و صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی بر اهرم دفتری، مثبت و معنی‌دار بوده است. این امر نشان می‌دهد که در شرکت‌های بزرگ غذایی بجز قند و شکر، در شرکت‌های غذایی (بجز قند و شکر) دارای سطح بالای نقدینگی و سطح بالای صرفه‌جویی مالیاتی بدهی، و همچنین در شرکت‌های غذایی (بجز قند و شکر) دارای ظرفیت بالای بدهی، میزان استفاده از بدهی دفتری در ساختار سرمایه شرکت به طور چشمگیری پایین بوده است. این در حالی است که در شرکت‌های غذایی (بجز قند و شکر) دارای نسبت بالای ارزش بازار به ارزش دفتری (رشد بالا) و در

معیار اهرم بلندمدت، تأثیر صرفه‌جویی مالیاتی بدهی، منفی و معنی‌دار بوده است. این امر نشان می‌دهد که در شرکت‌های غذایی (بجز قند و شکر) دارای سطح میزان بالای صرفه‌جویی مالیاتی بدهی، میزان استفاده از بدهی بلندمدت در ساختار سرمایه شرکت به طور چشمگیری پایین بوده است. نتایج ضریب تعیین تعدیل شده حاکی از آن است که حدود ۷۵/۸٪ از تغییرات اهرم دفتری، تحت تأثیر عوامل نقدینگی، اندازه شرکت، صرفه‌جویی مالیاتی بدهی، ظرفیت بدهی، رشد شرکت و صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی، حدود ۸۸٪ از تغییرات اهرم بازار، تحت تأثیر عوامل رشد شرکت، ظرفیت بدهی و صرفه‌جویی مالیاتی بدهی و حدود ۱۴/۳٪ از تغییرات اهرم بلندمدت، تحت تأثیر عوامل مورد بررسی و به ویژه صرفه‌جویی مالیاتی بدهی بوده است.

شرکت‌های غذایی (بجز قند و شکر) دارای میزان بالای صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی، میزان استفاده از بدهی دفتری در ساختار سرمایه شرکت به طور چشمگیری بالا بوده است. همچنین، در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر، در بین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه بر اساس معیار اهرم بازار، تأثیر رشد شرکت، ظرفیت بدهی و صرفه‌جویی مالیاتی بدهی بر اهرم بازار، منفی و معنی‌دار بوده است. این موضوع نشان می‌دهد که در شرکت‌های غذایی (بجز قند و شکر) دارای نسبت بالای ارزش بازار به ارزش دفتری (رشد بالا)، در شرکت‌های غذایی (بجز قند و شکر) دارای ظرفیت بالای بدهی و سطح بالای صرفه‌جویی مالیاتی بدهی، میزان استفاده از بدهی بازار در ساختار سرمایه شرکت به طور چشمگیری پایین بوده است. دیگر نتایج حاکی از آن است که در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر، در بین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه بر اساس

جدول ۴- عوامل مؤثر بر معیارهای مختلف ساختار سرمایه در صنعت مواد غذایی بجز قند و شکر

اهرم بلندمدت LEV3			اهرم بازار LEV2			اهرم دفتری LEV1			آماره‌ها- متغیر وابسته متغیرها
احتمال	مقدار	ضرایب	احتمال	مقدار	ضرایب	احتمال	مقدار	ضرایب	
آماره t	آماره t	رگرسیون	آماره t	آماره t	رگرسیون	آماره t	آماره t	رگرسیون	
۰/۰۰۰۰	۴/۴۹	۰/۱۴	۰/۰۰۰۰	۱۳/۰۶	۰/۷۱	۰/۰۰۰۰	۱۲/۲۱	۲/۳۲	مقدار ثابت C
--	--	--	۰/۸۵۱۰	-۰/۱۹	-۰/۰۰۵	۰/۷۱۶۲	-۰/۳۶	-۰/۰۱	سود نقدی سهام DPO
۰/۲۷۸۴	-۱/۰۹	-۰/۰۲	--	--	--	۰/۸۷۱۲	۰/۱۶	۰/۰۰۳	سودآوری ROE
--	--	--	--	--	--	۰/۰۷۴۰	-۱/۸۰	-۰/۳۱	ریسک تجاری BR
--	--	--	--	--	--	۰/۲۸۴۲	۱/۰۷	۰/۰۸	ساختار دارایی TANG
۰/۰۷۹۵	-۱/۷۶	-۰/۰۲	--	--	--	۰/۰۰۰۱	-۳/۹۱	-۰/۰۷	نقدینگی LIQ
۰/۳۸۶۰	-۰/۸۷	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۰	-۷/۷۵	-۰/۰۲	۰/۰۰۰۰	۶/۷۱	۰/۰۲	رشد شرکت MB
--	--	--	--	--	--	۰/۰۰۰۰	-۸/۲۴	-۰/۰۶	اندازه شرکت SIZE
--	--	--	--	--	--	۰/۰۰۳۸	۲/۹۴	۰/۲۵	صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی NDTs
۰/۱۴۶۶	۱/۴۶	۰/۰۳	۰/۰۰۰۰	-۴/۳۳	-۰/۱۱	۰/۰۱۶۵	-۲/۴۳	-۰/۰۶	ظرفیت بدهی TADR
۰/۰۱۷۵	-۲/۴۰	-۰/۳۲	۰/۰۲۰۰	-۲/۳۵	-۰/۵۰	۰/۰۱۳۵	-۲/۵۰	-۰/۳۱	صرفه‌جویی مالیاتی بدهی DTS
۰/۳۰۳۷	۱/۰۳	۰/۰۰۰۲	۰/۱۲۹۴	-۱/۵۳	-۰/۰۰۱	۰/۱۴۴۰	-۱/۴۷	-۰/۰۰۰۳	نسبت پوشش بهره IC
--	--	--	۰/۰۰۰۰	۱۵/۶۲	۰/۶۵	--	--	--	خودرگرسیون مرتبه ۱ AR(1)
اهرم دفتری- مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات تصادفی									
ضریب تعیین		ضریب تعیین تعدیل شده		مقدار و احتمال آماره جاک برا باقیمانده		احتمال آماره F		آماره دوربین-واتسون	
۰/۷۷۴		۰/۷۵۸		۱/۳۶۳ (۰/۵۰۶)		۰/۰۰۰۰		۱/۹۵۸	
اهرم بازار- مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت									
ضریب تعیین		ضریب تعیین تعدیل شده		مقدار و احتمال آماره جاک برا باقیمانده		احتمال آماره F		آماره دوربین-واتسون	
۰/۸۹۶		۰/۸۸۰		۱/۸۳۴ (۰/۴۰۰)		۰/۰۰۰۰		۲/۳۴۴	
اهرم بلندمدت- مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات تصادفی									
ضریب تعیین		ضریب تعیین تعدیل شده		مقدار و احتمال آماره جاک برا باقیمانده		احتمال آماره F		آماره دوربین-واتسون	
۰/۱۷۸		۰/۱۴۳		۱/۵۵۶ (۰/۴۵۹)		۰/۰۰۰۰		۱/۷۲۵	

۹- بحث و نتیجه گیری

به طور کلی نتایج حاکی از آن است که در سطح صنایع مورد مطالعه، نظریه سلسله مراتبی الگوی غالب در بازار سرمایه ایران بوده است. غالب بودن نظریه سلسله مراتبی در صنایع مورد بررسی، همراستا با نتایج پژوهش‌های قبلی کیو و لا (۲۰۱۰) و حجازی و همکاران (۱۳۹۱) و مغایر با نتایج پژوهش‌های قبلی پرات (۲۰۱۲) و اسلامی بیدگلی و مظاهری (۱۳۸۸) است. خلاصه نتایج به شرح جدول ۵ است:

در این پژوهش به تبیین تجربی نظریه‌های ساختار سرمایه به منظور تعیین الگوی غالب در بازار سرمایه ایران (با تأکید بر صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر) طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۵ پرداخته شد.

جدول ۵. خلاصه یافته‌های پژوهش

نتایج حاصله		نتایج موردانتظار بر اساس نظریات				عوامل مؤثر	نوع اهرم
صنعت غذایی بجز قند و شکر	صنعت دارویی	نظریه زمان‌بندی بازار	خوش‌بینی مفرط مدیریتی	سلسله مراتبی	توازی		
غ م	غ م	منفی	--	منفی	منفی	سود نقدی سهام DPO	اهرم دفتری
غ م	منفی	--	--	منفی	مثبت	سودآوری ROE	
غ م	غ م	--	--	منفی	منفی	ریسک تجاری BR	
غ م	غ م	--	--	منفی	مثبت	ساختار دارایی TANG	
منفی	منفی	--	--	منفی	مثبت	نقدینگی LIQ	
مثبت	مثبت	منفی	--	مثبت	منفی	رشد شرکت MB	
منفی	غ م	--	--	منفی	مثبت	اندازه شرکت SIZE	
مثبت	غ م	--	--	--	منفی	صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی NDTS	
منفی	منفی	--	--	مثبت	مثبت	ظرفیت بدهی TADR	
منفی	منفی	--	--	مثبت	مثبت	صرفه‌جویی مالیاتی بدهی DTS	
غ م	غ م	--	--	مثبت	مثبت	نسبت پوشش بهره IC	
--	--	۲/۲	--	۱۰/۱۰	۱۱/۱۱	درصد موردانتظار تحقق فرضیه‌ها بر اساس نظریات مختلف	
۰	۰					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه توازی ایستا	
۳/۱۰	۳/۱۰					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه سلسله مراتبی	
--	--					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه خوش‌بینی مفرط	
۰	۰					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه زمان‌بندی بازار	
غ م	غ م	--	--	منفی	منفی	سود نقدی سهام DPO	اهرم بازار
منفی	منفی	منفی	--	منفی	منفی	رشد شرکت MB	
منفی	منفی	--	--	مثبت	مثبت	ظرفیت بدهی TADR	
منفی	منفی	--	--	مثبت	مثبت	صرفه‌جویی مالیاتی بدهی DTS	
غ م	غ م	--	--	مثبت	مثبت	نسبت پوشش بهره IC	
--	--	۱/۱	--	۵/۵	۵/۵	درصد موردانتظار و تحقق فرضیه‌ها بر اساس نظریات مختلف	
۱/۵	۱/۵					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه توازی ایستا	
۱/۵	۱/۵					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه سلسله مراتبی	
--	--					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه خوش‌بینی	

نتایج حاصله		نتایج موردانتظار بر اساس نظریات				عوامل مؤثر	نوع اهرم
صنعت غذایی بجز قند و شکر	صنعت دارویی	نظریه زمان بندی بازار	خوش بینی مفرط مدیریتی	سلسله مراتبی	توازی		
						مفرط	
۱/۱	۱/۱					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه زمان بندی بازار	
غ م	غ م	--	مثبت	--	--	سودآوری ROE	اهرم بلندمدت
غ م	غ م	--	مثبت	--	--	نقدینگی LIQ	
غ م	غ م	منفی	--	--	--	رشد شرکت MB	
غ م	غ م	--	--	مثبت	مثبت	ظرفیت بدهی TADR	
منفی	غ م	--	--	مثبت	مثبت	صرفه جویی مالیاتی بدهی DTS	
غ م	غ م	--	--	مثبت	مثبت	نسبت پوشش بهره IC	
--	--	۱/۱	۲/۲	۳/۳	۳/۳	درصد موردانتظار و تحقق فرضیه‌ها بر اساس نظریات مختلف	
۰	۰					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه توازی ایستا	
۰	۰					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه سلسله مراتبی	
۰	۰					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه خوش بینی مفرط	
۰	۰					میزان تحقق فرضیه بر اساس نظریه زمان بندی بازار	
--	--	۴/۴	۲/۲	۱۸/۱۸	۱۹/۱۹	درصد کلی موردانتظار و تحقق فرضیه‌ها بر اساس نظریات مختلف	
۱/۱۹	۱/۱۹					میزان تحقق کلی فرضیه بر اساس نظریه توازی ایستا	
۴/۱۸	۴/۱۸					میزان تحقق کلی فرضیه بر اساس نظریه سلسله مراتبی	
۰	۰					میزان تحقق کلی فرضیه بر اساس نظریه خوش بینی مفرط	
۱/۴	۱/۴					میزان تحقق کلی فرضیه بر اساس نظریه زمان بندی بازار	

۱۰- پیشنهادات

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

با توجه به تأثیر منفی نقدینگی بر ساختار سرمایه بر حسب اهرم دفتری (همراستا با نظریه سلسله مراتبی) در سطح صنایع مورد بررسی، به نظر می‌رسد که شرکت‌های دارای دارایی‌های نقدینه بیشتر (نسبت جاری بالاتر) در صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر، ممکن است چنین دارایی‌هایی را به عنوان منابع مالی برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی استفاده کنند و نیازی به تأمین مالی از طریق بدهی‌ها نداشته باشند. از این رو، پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها در صنایع

مورد بررسی و همچنین سازمان بورس اوراق بهادار، نسبت جاری بالای شرکت‌ها در صنایع مذکور را به عنوان یک پیام منفی تلقی نکنند و در این راستا دقت بیشتری به خرج دهند. همچنین، با توجه به تأثیر مثبت رشد شرکت بر ساختار سرمایه بر حسب اهرم دفتری (همراستا با نظریه سلسله مراتبی) در سطح صنایع مورد بررسی، به نظر می‌رسد که شرکت‌های دارای نسبت بالای ارزش بازار به ارزش دفتری در صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر، به میزان زیادی از طریق بدهی‌ها، تأمین مالی نموده‌اند. از این رو، به استفاده-کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها و به ویژه به سهامداران و اعتباردهندگان بالقوه در شرکت‌های بورسی صنایع مذکور پیشنهاد می‌شود به منظور اطمینان از دریافت سود و بازیافت

از طریق بدهی‌ها، تأمین مالی نموده‌اند. به بیان دیگر، می‌توان گفت این قبیل شرکت‌ها، چنین دارایی‌هایی را به عنوان منابع مالی برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی استفاده نموده و نیازی به تأمین مالی از طریق بدهی‌ها نداشته‌اند. از این رو، پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها در صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر و همچنین سازمان بورس اوراق بهادار، نسبت بالای دارایی مشهود به کل بدهی شرکت‌ها در صنایع مذکور را به عنوان یک پیام منفی تلقی نکنند و در این راستا دقت بیش‌تری به خرج دهند.

موارد زیر نیز جهت پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود:

- ۱) بررسی تأثیر شرایط اقتصادی از قبیل رکود، رونق، بحران مالی و ... بر عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها طبق نظریه‌های مختلف ساختار سرمایه.
- ۲) بررسی و آزمون عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌های زیان ده در مقایسه با شرکت‌های سودده طبق نظریه‌های مختلف ساختار سرمایه.
- ۳) تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی از قبیل ویژگی‌های هیئت مدیره، ساختارهای مختلف مالکیت از قبیل مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، مالکیت شرکتی و ... بر عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها طبق نظریه‌های مختلف ساختار سرمایه.
- ۴) بررسی و آزمون عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها طبق نظریه‌های مختلف ساختار سرمایه با استفاده از وقفه‌های زمانی (تأثیر ساختار سرمایه شرکت‌ها در سنوات گذشته بر ساختار سرمایه آنان در سال جاری و سنوات آتی) و تعیین افزایش وقفه‌های زمانی در بهبود پیش‌بینی این قبیل مدل‌های پویا.

فهرست منابع

- * اربابیان، علی اکبر و مهدی صفری گرایلی (۱۳۸۸). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز مدیریت، شماره ۳۳، ۱۷۵-۱۵۹.
- * اسلامی بیدگلی، غلامرضا و طهماسب مظاهری (۱۳۸۸). بررسی نظریه‌های تراز ایستا و سلسله مراتبی در تبیین ساختار سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، شماره سوم، پاییز، ۲۱-۴.
- * حجازی، رضوان؛ ولی پور، هاشم و مهرنوش سیامر (۱۳۹۱). کاربرد نظریه ترجیحی در تأمین مالی، فصلنامه

اصل و فرع سرمایه خود، در راستای سرمایه‌گذاری در / اعطای اعتبار به شرکت‌های بورسی دارای نسبت بالای ارزش بازار به ارزش دفتری در در صنایع مذکور، دقت بیشتری به خرج دهند؛ چرا که این قبیل شرکت‌ها، به دلیل استفاده زیاد از بدهی، دارای ظرفیت بدهی پایینی بوده و اعتباردهندگان باید متوجه این موضوع باشند و همچنین در این قبیل شرکت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر بوده و سهامداران باید به این مقوله توجه نمایند.

از سوی دیگر، با توجه به تأثیر منفی رشد شرکت بر ساختار سرمایه بر حسب هرم بازار (همراستا با نظریه‌های تراز، سلسله مراتبی و زمان‌بندی بازار) در سطح صنایع مورد بررسی، به نظر می‌رسد که شرکت‌های دارای نسبت بالای ارزش بازار به ارزش دفتری، به میزان کمتری از هرم بازار، تأمین مالی نموده‌اند. به بیان دیگر، در شرکت‌های بورسی دارای فرصت رشد بیش‌تر در صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر، نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام نسبتاً پایین بوده است. از این رو، به استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها و به ویژه به سهامداران و اعتباردهندگان بالقوه در شرکت‌های بورسی در صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر پیشنهاد می‌شود به این مقوله نیز توجه نمایند.

با توجه به تأثیر منفی سودآوری بر ساختار سرمایه بر حسب هرم دفتری (تنها در صنعت دارویی)، به نظر می‌رسد در شرکت‌های دارویی دارای نسبت بالای بازده حقوق صاحبان سهام، میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت به میزان چشمگیری پایین بوده است. به بیان دیگر، در شرکت‌های دارویی، از آورده صاحبان سهام، به طور مؤثر و اثربخش استفاده بعمل آمده و ضمناً در این قبیل شرکت‌ها، ظرفیت بدهی نیز، بالا بوده است. از این رو، به تحلیلگران بورسی پیشنهاد می‌شود که در رتبه‌بندی شرکت‌های دارویی از نظر ارزیابی عملکرد، به این مقوله توجه داشته باشند. همچنین، به سهامداران و اعتباردهندگان بالقوه در صنایع دارویی نیز پیشنهاد می‌شود به منظور اطمینان از دریافت سود و بازافت اصل و فرع سرمایه خود، در شرکت‌های دارویی سرمایه‌گذاری نمایند.

و در آخر این که، با توجه به تأثیر منفی ظرفیت بدهی بر ساختار سرمایه بر حسب هرم دفتری و بازار (بر خلاف نظریه‌های تراز و سلسله مراتبی) در سطح صنایع مورد بررسی، به نظر می‌رسد که شرکت‌های بورسی دارای نسبت بالای دارایی مشهود به کل بدهی (ظرفیت بدهی بیشتر) در صنایع دارویی و مواد غذایی بجز قند و شکر، بر خلاف انتظار، به میزان کمتری

- * Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 57, 1-32.
- * Bhaduri, S. (2002). "Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure", *Journal of Economic and Finance* 26, 200-15.
- * Chen, J (2004). "Determinants of Capital Structure of Chinese Listed Companies", *Journal of Business Research* 57, 1341-1351.
- * Chen, J., & Roger, S. (2005). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies", *Economic Change and Restructuring*, 11-35.
- * Danbolt, Jo, Rees, W., and Shamsher, M. (2000). "Disadvantaged capital access - impediments to Scotland's economic growth", University of Glasgow & University Putra Malaysia.
- * Gomes, A. & G. Phillips (2007). "Why Do Public Firms Issue Private and Public Securities", University of Pennsylvania.
- * Green T. C., and N. Jegadeesh (2006). "Trade-off, Timing, and Capital Structure", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=90846>.
- * Hong, Z & Z. X, Jason (2006). "The Financing Behavior of Listed Chinese Firms", *the British Accounting Review*, 38, 239-258.
- * Huang, S. G. & F. M. Song (2006). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", *China Economic Review* 17, 1-23.
- * Modigliani, F. & M. Miller (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance & the Theory of Investment", *American Economic Review* 48, 261-297.
- * Modigliani, F. & M. Miller (1963). "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review* 53, 433-43.
- * Myers, S. C. (1984). "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, 575-92.
- * 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* 13, 187-221.
- * Myers, S.C. & R. G. Rajan (1998). "The Paradox of Liquidity", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, 733-71.
- * Pratt, W. A. (2012). IS CAPITAL STRUCTURE RELEVANT? AN EMPIRICAL EXAMINATION OF CAPITAL STRUCTURE CHOICES, A Dissertation Submitted to the Graduate School of The University of Texas-Pan American In partial fulfillment of the requirements for the degree of DOCTOR OF PHILOSOPHY.
- * Qiu, M., and B. La. (2010). "Firm Characteristics as Determinants of Capital Structure in Australia", *International Journal of the Economics of Business*, 17 (3), 277-287.
- * Setyawan, R. I. (2012). Empirical Tests for Market Timing Theory of Capital Structure on the Indonesian Stock Exchange, <http://ssrn.com/abstract=1980014>.
- * Song, H. (2005). "Capital Structure Determinants An Empirical Study of Swedish Companies", *The Royal*
- علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۵، ۳۱-۴۶.
- * حقیقی طلب، بهاره؛ عباس زاده، محمدرضا و مهدی صالحی (۱۳۹۶). بررسی اثرات تعاملی وضعیت مالی شرکت و ویژگی‌های صنعت بر تعدیلات ساختار سرمایه، *مجله مدیریت دارایی و تأمین مالی*، مقالات پذیرفته شده و آماده انتشار.
- * ستایش، محمد حسین و فرهاد کاشانی پور (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *نشریه تحقیقات مالی*، دوره ۱۲، شماره ۳۰، ۵۷-۷۴.
- * سید عباس زاده، میرمحمد (۱۳۸۰). روش‌های عملی پژوهش در علوم انسانی. چاپ اول، ارومیه: دانشگاه ارومیه.
- * عربی، سیدهدادی و ریحانه ربیعی (۱۳۹۵). تئوری نمایندگی، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دوفصلنامه علمی-پژوهشی جستارهای اقتصادی ایران*، سال ۱۳، شماره ۲۵، ۱۴۲-۱۲۱.
- * کردستانی، غلامرضا و طناز پیرداوری (۱۳۹۱). ساختار سرمایه، آزمون تجربی نظریه زمان‌بندی بازار، *مجله دانش حسابداری*، سال سوم، شماره ۹، ۱۴۲-۱۲۳.
- * کردستانی، غلامرضا و مظاهر نجفی عمران (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی، *تحقیقات مالی*، دوره ۱۰، شماره ۲۵، ۷۳-۹۰.
- * کیمیاگری، علی محمد و سودابه عینعلی (۱۳۸۷). ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران)، *تحقیقات مالی*، شماره ۲۵، ۹۱-۱۰۸.
- * نمازی، محمد و شکراله خواجهی (۱۳۸۳). سودمندی متغیرهای حسابداری در پیش‌بینی ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۸، ۱۱۹-۹۳.
- * نمازی، محمد و جلال شیرزاده (۱۳۸۴). بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۲، ۷۵-۹۵.
- * Al-najjar, B. & P. Taylor (2008). "The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure", *Managerial Finance* 34, 919-33.
- * Ardalan, K. (2017). "Capital structure theory: Reconsidered", *Research in International Business and Finance* 39, 696-710.

یادداشت‌ها

- ¹ Modigliani
- ² Miller
- ³ Friction
- ⁴ Al-Najjar & Taylor
- ⁵ The Pecking-Order Theory
- ⁶ The Static Trade-Off Theory
- ⁷ The Extreme Management Optimism Theory
- ⁸ The Market-Timing Theory
- ¹ Myers
- ¹⁰ Baker & Wurgler
- ¹¹ Song
- ¹² Bankruptcy Theory
- ¹³ Suhaila & Mahmood
- ¹⁴ Crnigoj & Mramor
- ¹⁵ Qiu & La
- ¹⁶ Yang
- ¹⁷ Setyawan
- ¹⁸ Pratt
- ¹⁹ Vo & Ellis
- ²⁰ Ho Chi Minh
- ²¹ Ardalan
- ²² Foundational ground
- ²³ Underlying assumptions
- ²⁴ Gomes & Phillips
- ²⁵ Retained Earnings
- ²⁶ Myers
- ²⁷ Majluf
- ²⁸ Danbolt et al.
- ²⁹ Hong & Jason
- ³⁰ Bankruptcy Theory
- ³¹ Huang
- ³² Chen & Roger
- ³³ Green & Jegadeesh
- ³⁴ Jensen
- ³⁵ Liquid
- ³⁶ Non Debt Tax Saving (NDTS)
- ³⁷ Tangible Assets to Debt Ratio (TADR)
- ³⁸ Pratt
- ³⁹ Interest Coverage (IC)
- ⁴⁰ Debt Tax Shelter (DTS)
- ⁴¹ Book leverage (LEV1)
- ⁴² Market leverage (LEV2)
- ⁴³ Long-term leverage (LEV3)
- ⁴⁴ Pooled/Panel
- ⁴⁵ Dividend Per Share/Earnings Per Share
- ⁴⁶ Net Income/Owners Equity
- ⁴⁷ Net Income/Total Assets
- ⁴⁸ Fixed Assets/Total Assets
- ⁴⁹ Current Assets/Current Liabilities
- ⁵⁰ Market Value Per Share/Book Value Per Share
- ⁵¹ Ln(Market Value of Firm' Stocks)
- ⁵² Yafee

Institute of technology Centre of Excellence for Science and Innovation Studies, January 2005.

- * Suhaila, M.K., and W.M.W. Mahmood. (2008). "Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies", Available at: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/14616/>.
- * Vo, X. V. & C. Ellis (2017). "An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam", Finance Research Letters 22, 90-94.
- * Yafee, R., (2003). A Primer for Panel Data Analysis, New York University, derivation from: http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yafee_primer.html.
- * Yang, B. (2011). Dynamic Capital Structure with Heterogeneous Beliefs and Market Timing, <http://ssrn.com/abstract=1732870>