

تأثیر ساختار سرمایه بر رضایت مندی مشتری در شرکتهای بیمه

حسین محسنی^۱

دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبائی(ره)

چکیده: این مقاله رابطه میان ساختار سرمایه(ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام) و رضایت مندی مشتریان را با تأکید خاص بر اهمیت اقدامات بازاریابی شرکتهای بیمه مورد تحلیل قرار می‌دهد. در این مقاله نشان داده می‌شود که شرکت‌های بهره‌مند از اهرم مالی بیشتر، مجبور به پرداخت بدهی از محل منابع داخلی شرکت شده و این امر می‌تواند علاوه بر مشکلات نمایندگی و کاهش ارزش بازاری، شرکت نسبت به فعالیت‌های بازاریابی کندتر شده و بنابراین تأثیر منفی بر رضایتمندی مشتریان داشته باشد. بنابراین مشتریان اگرچه نسبت به ساختار سرمایه شرکت اطلاعی ندارند اما نتایج برآمده ناشی از آن را در نتیجه رفتار بازاریابی شرکت‌های بیمه درک می‌کنند. همچنین در این مقاله رابطه ساختار سرمایه و رضایت‌مندی مشتریان از دو جنبه مستقیم و غیرمستقیم مورد تحلیل قرار می‌گیرد. این مقاله افق‌های جدیدی را از منظر ارتباط پارادایم‌های بازاریابی با نظریه‌های مالی فراهم می‌کند. نتایج این پژوهش می‌تواند در اتخاذ تصمیمات جامع از سوی مدیران شرکتهای بیمه در انتخاب تأمین مالی مناسب از حیث تأثیر بر رضایت‌مندی مشتریان سودمند باشد.

کلیدواژه‌ها: رضایتمندی مشتری، ساختار سرمایه، تبلیغات، شرکتهای بیمه

۱. دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبائی(ره)، Mohseni@ues.ac.ir

مقدمه

ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که شرکت‌ها با آن تأمین مالی دارایی‌های خود را انجام می‌دهند. انتخاب از میان بدهی و حقوق صاحبان سهام تحت تأثیر عوامل داخلی و خارجی است که بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر می‌گذارد. شرکت‌ها برای ادامه فعالیت خود در محیط رقابتی موجود نیازمند تأمین مالی از منابعی هستند که بتواند هزینه سرمایه شرکت را حداقل و سودآوری شرکت را حداکثر نمایند. تأمین مالی شرکت‌ها را می‌توان به طور کلی به دو دسته تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی طبقه بندی کرد. در تأمین مالی داخلی، شرکت‌ها به جای تقسیم سود میان سهامداران آن را در عملیات شرکت جهت کسب بازده بیشتر آتی بکار می‌گیرند و در تأمین مالی خارجی، شرکت از محل بدهی‌ها (استقراض/اهرم مالی) و افزایش سرمایه (انتشار سهام جدید) استفاده می‌کنند. به طور کلی مقایسه میان مزایای بهره‌گیری بدهی یا انتشار سهام را در دو مؤلفه صرفه‌جویی‌های مالیاتی و الزام به پرداخت سود خلاصه کرد.

تأثیر بهتر بر معیارهای ذهنی مشتری موجب عملکرد بازاری بهتر برای فروش محصول شده و در نتیجه افزایش سودآوری شرکت را به همراه خواهد داشت (سرینی و اسا و همکاران، ۲۰۰۹). بنابراین درک رابطه میان ساختار سرمایه و معیارهای ذهنی مشتری می‌تواند فراهم کننده بستر ارتباطی میان این دو موضوع باشد. بنابراین بر خلاف پژوهش‌های صورت گرفته در آزمون ساختار سرمایه سودآوری، این پژوهش علاوه بر سودآوری، تأکید بر بررسی تصمیمات ساختار سرمایه بر استراتژی بازاریابی و ذهنیت مشتریان دارد. دلیل تمرکز بر ذهنیت مشتریان از دو منظر است. اول اینکه در پژوهش‌های بازاریابی شواهدی در خصوص تأثیر مثبت رضایتمندی مشتریان بر مقیاس‌های بازاریابی متنوع نظیر وفاداری (برای نمونه میتال و کاماکورا، ۲۰۰۱ و سیدرز و همکاران، ۲۰۰۵)، مقیاس‌های حسابداری نظیر سودآوری و فروش (برای نمونه اندرسون و لمن، ۱۹۹۴) و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها (نظیر فورنل، ۲۰۰۶ و تالی و هارواج، ۲۰۰۹) وجود دارد اما در خصوص تصمیمات تأمین مالی (که شاید مهتر از موارد مذکور باشد) توجه قابل ملاحظه‌ای نشده است. این در حالی است که تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری برای شرکت‌ها از منظر مالی دو روی یک سکه و از اهمیت مساوی برخوردارند. دوم اینکه در مواردی که پایگاه داده مناسبی برای سنجش رضایتمندی مشتریان وجود ندارد باید از مولفه‌های غیرمستقیم موجود که دارای تأثیر مستقیم و غیرمستقیم بر این مهم هستند بهره گرفت.

پرسش اساسی پژوهش را می‌توان چنین بیان کرد که آیا رابطه معناداری میان ساختار سرمایه، سودآوری و رضایتمندی مشتری در شرکت‌های بیمه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟ در صورت وجود رابطه معنادار، با کدامیک از نظریه‌های ساختار سرمایه مطابقت دارد؟ در نهایت اینکه رابطه میدانی موجود در خصوص ارتباط میان ساختار سرمایه و فعالیت‌های غیرمالی شرکت در راستای ارتقای رضایتمندی مشتری چیست؟

روش این پژوهش همبستگی و ابزار سنجش آن از طریق رگرسیون است. این پژوهش علاوه بر استفاده از ادبیات پژوهشی جدید در حوزه ساختار سرمایه و مشتری مداری از حیث گستره داده‌ها، تفسیر و تحلیل نتایج، از روش سنجی بکارگرفته متمایز است. برای پاسخ به این پرسش، تحقیق حاضر به پنج قسمت تقسیم شده است. پس از بیان مقدمه، در بخش اول به تشریح مبانی نظری تحقیق پرداخته و شرحی اجمالی بر پیشینه پژوهش‌های خارجی و داخلی خواهیم داشت. بخش روش‌شناسی تحقیق است که فرضیه‌های پژوهش و داده‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. بخش سوم آزمون‌های سنجی بر مدل‌ها با استفاده از رویکرد رگرسیون ترکیبی و گشتاوری تعمیم یافته صورت می‌گیرد. در نهایت در بخش چهارم، نتایج را تحلیل کرده و یافته‌های پژوهش را از منظر نظری و کاربردی ارائه خواهد شد.

1. Srinivasa

2. Mittal and Kamakura

3. Seiders et al

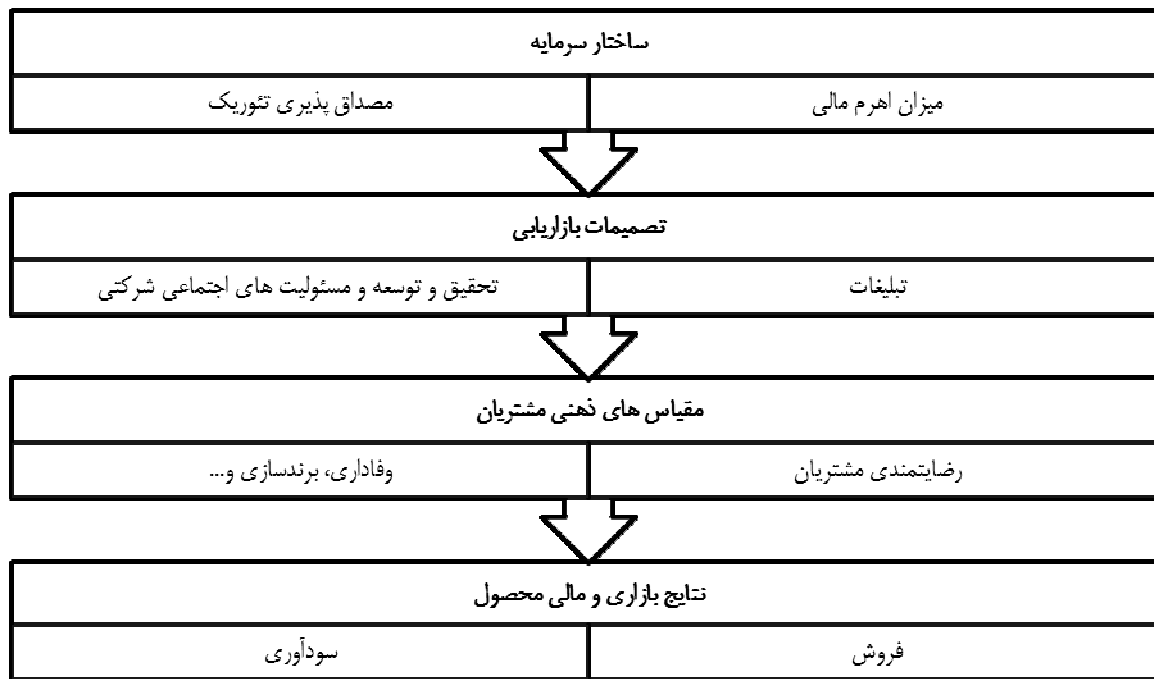
4. Anderson and Lehman

5. Fornell

6. Tuli and Bharadwaj

- چارچوب مفهومی

در حوزه رابطه میان تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها به طور عمده پنج نظریه شامل نظریه سنتی، میلر و مودیلیانی، نظریه نمایندگی، نظریه توازن ایستا و نظریه سلسله مراتبی مطرح است. پژوهشگران اقتصاد مالی دریافته‌اند که ساختار سرمایه و سودآوری به یکدیگر وابسته‌اند ولیکن رابطه میان آنها حسب عملیات مالی شرکت‌های سهامی در حیطه بین‌المللی یکسان نبوده و حسب نوع کشور وابسته به ساختارهای مالی و شرایط اقتصادی است. از اینرو محققان حسب نوع کشورها به تحلیل رابطه مذکور می‌پردازند که البته نتایج بدست آمده در این خصوص حسب داده‌ها و روش تحلیلی بایکدیگر متفاوت است. هدف از تصمیمات بازاریابی دسترسی به عملکرد بازاری بهتر است که در نهایت در قالب نتایج مالی نمود می‌یابد.



شکل ۱. چارچوب مرحله‌ای نظری موضوع

همانطور که در شکل ۱ نمایش داده شده است، چارچوب اصلی این پژوهش در بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر تصمیمات حوزه بازاریابی شرکت‌های بیمه و سنجش نتایج حاصل از آن است. به عبارت دیگر این پژوهش به بررسی تأثیر محدودیت‌های حاصل از ساختار سرمایه شرکت‌های بیمه بر اقدامات بازاریابی و رضایتمندی مشتریان شرکت‌های بیمه در یک چارچوب مشخص می‌پردازد. بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر رضایتمندی مشتری را می‌توان از دو طریق مستقیم و غیرمستقیم مورد بررسی قرار داد. تأثیر مستقیم ساختار سرمایه بر رضایتمندی مشتری را می‌توان با تحلیل تأثیر افزایش بدهی و امکان ورشکستگی شرکت تحلیل کرد (شوموی^۱، ۲۰۰۱). مشتریان شرکت‌های دارای اهرم مالی بالا (در صورتی که وضعیت شرکت را بدانند) همواره در خصوص سطح و کیفیت خدمات آتی شرکت نگرانی دارند. این نگرانی در نتیجه تحمل نوعی خاصی از هزینه‌های مالی (نبود خدمات آتی) و غیر مالی (تلقی منفی از محصول شرکت ورشکسته) است. بنابراین ساختار سرمایه شرکتی که دارای بخش عمده‌ای بدهی یا در مرحله نزدیک به ناتوانی و ورشکستگی مالی است موجب می‌شود تا نگرانی از بابت وضعیت آتی آن شرکت، رضایتمندی مشتری کاهش یابد که این امر می‌تواند خود را در قالب هزینه‌های تبلیغات، فروش و در نهایت سودآوری نمود یابد. ساختار سرمایه می‌تواند همچنین بر رضایتمندی مشتریان از طریق کیفیت خدمات قابل‌ارایه مشتریان تأثیر گذارد. کارکنان شرکت‌های در وضعیت مالی نامناسب یا در معرض ورشکستگی همواره در خصوص امنیت شغلی خود واهمه داشته و تلاش می‌کنند تا قبل از اخراج یا تعدیل، شغل دیگری یافته و شرکت را ترک کنند. شرکت‌های اهرمی معمولاً دست به تعدیل حقوق می‌زنند و یا گردش

¹. Shumway

کارکنان بالایی دارند(شارپ^۱، ۱۹۹۴) که این امر رضایت شغلی را کاهش داده و تأثیر منفی بر کیفیت ارائه خدمات بر مشتریان شرکت می تواند داشته باشد(هامبورگ و استاک^۲، ۲۰۰۴). از طرف دیگر شرکت های اهرمی نسبت به شرکت های هم گروه خود از منظر رقابت پذیری عقب می مانند. مطالعات فیلیپس^۳ (۱۹۹۵) نشان می دهد که نسبت بدهی صنایع دارای همبستگی مثبت با قیمت محصول است اما با خروجی صنایع رابطه منفی دارد. قیمت بالاتر با خروجی کمتر منجر به کاهش رضایت مندی مشتریان می شود. اهرم بالا همچنین قدرت شرکت را در واکنش به هنگام در عرصه رقابت با سایر شرکت ها کاهش می دهد. به طوریکه هر چه اهرم مالی شرکت بیشتر باشد، سهم از بازار به مرور کمتر و عرصه رقابتی بر شرکت تنگ تر خواهد شد. به طور مشابه گرولن، کاناتس و کومار^۴ (۲۰۰۶) دریافتند که سطح بیشتر اهرم مالی منجر به سوق شرکت به اتخاذ سیاست های منفعلانه در رقابت می شود که این امر تأثیر منفی بر رضایت مندی مشتریان دارد. بنابراین می توان از بخش اول نتیجه گرفت که هر چه اهرم مالی شرکت بیشتر باشد، رضایت مندی مشتریان کمتر خواهد بود و بلعکس.

تأثیر غیرمستقیم ساختار سرمایه بر رضایت مندی مشتریان را می توان از حیث بازاریابی مورد تحلیل قرار داد. مطابق با پژوهش های سابق انجام شده(نظیر لو و باتاچاریا^۵، ۲۰۰۶؛ مک آلیستر، سرینواسان و کیم^۶، ۲۰۰۷؛ جوشی و هانستر^۷، ۲۰۱۰) می توان فعالیت های بازاریابی شرکت را در قالب سه مولفه تبلیغات، تحقیق و توسعه (R&D)^۸ و مسئولیت های اجتماعی شرکتی^۹ (CSR) بررسی کرد. در واقع فعالیت های بازاریابی از نظر مالی به آندسته اقداماتی اطلاق می شود که ایجاد کننده دارایی های بازار محور برای شرکت شده و مزیت رقابتی برای شرکت به ارمغان آورند(سریواستاوا، شروانی و فاهی^{۱۰}، ۱۹۹۸). تبلیغات موجب برندسازی برای مشتریان، تمایز محصول از سایر رقبا و ایجاد مرزهایی برای ورود سایر رقبا به عرصه فعالیت های شرکت می شود. فعالیت های تحقیق و توسعه با ایجاد محصولات نوین یا افزایش ظرفیت شناخته می شوند(ناراسیمان، راجیو و دوتا^{۱۱}، ۲۰۰۶). فعالیت های مسئولیت اجتماعی منجر به ایجاد تمایز برای شرکت با لحاظ یک سری پارادایم های خاص اجتماعی و اخلاقی(فعالیت های و محصولات سبز، فعالیت های خیریه، پرهیز از برخی اقدامات هنجاری و...) می شوند. به طور خلاصه فعالیت های بازاریابی یک جریان است که نتیجه آن در سودآوری شرکت نمود می یابد. انتظار می رود که میان اهرم مالی و مولفه های مذکور رابطه منفی برقرار باشد زیرا هرچه اهرم مالی شرکت بیشتر باشد، نیاز به منابع داخلی برای پوشش اصل و فرع بدهی بیشتر شده و در نتیجه شرکت منابع کمتری در اختیار دارد تا آن را صرف تبلیغات، تحقیق و توسعه یا فعالیت های اجتماعی نماید. بنابراین می توان نتیجه گرفت که هرچه اهرم مالی شرکت بیشتر باشد، سرمایه گذاری کمتری در تبلیغات، تحقیق و توسعه و فعالیت های مسئولیت اجتماعی خواهد شد.

- - مبانی نظری

ساختار سرمایه درحقیقت سمت چپ ترازنامه شرکت هاست که متشکل از دو بخش بدهی و حقوق صاحبان سهام است. ساختار سرمایه شامل اقلام بلندمدت سمت چپ ترازنامه می باشد و بنابراین فاقد بدهی های جاری است که در حالی است که ساختار مالی شامل ترکیب سمت چپ ترازنامه می باشد و بنابراین شامل منابع مالی کوتاه مدت نیز می شود. در اقتصاد مالی، درخصوص وجود یا عدم وجود ساختار سرمایه بهینه نتایج متناقضی وجود دارد اما به طور مشترک ساختار سرمایه ای بهینه است که موجب خلق حداکثر ارزش و حداقل هزینه برای شرکت گردد. تا سال ۱۹۵۸ نظریه ساختار سرمایه به صورت گزاره هایی نه چندان محکم درباره رفتار سرمایه گذاران بود تا اینکه مجموعه ای از مقاله های مالی که دارای تأثیری قابل توجه در تاریخ اقتصاد مالی بوده اند توسط فرانکو مودیلیانی و مرتون میلر ارائه شد که گاهی از آن به عنوان مهمترین نظریه دانش مالی یاد می کنند. فعالان دانش اقتصاد مالی برای نیل به مقصود خود یعنی حداکثر نمودن ثروت سهامداران، نظریه ها، الگوها و مدل های مختلفی را توسعه داده اند. البته در ابتدا شایان ذکر است که هیچکدام از نظریه ها

1. Sharpe

2. Homburg and Stock

3. Philips

4. Grullon, Kanatas and Kumar

5. Luo & Bhattacharya

6. McAlister, Srinivasan and Kim

7. Joshi and Hanssens

8. Research and Development

9. Corporate Social Responsibility

10. Srivastava, Shervani and Fahey

11. Narasimhan, Rajiv and Dutta

تاکنون نتوانسته پاسخ قطعی، برای پرسش ساختار سرمایه بهینه فراهم کنند. دلیل همین امر است که مایرز^۱ (۱۹۸۴) مقوله ساختار سرمایه را به پازل، کامات^۲ (۱۹۹۷) آن را به رمز و بسیاری از اقتصاددانان مالی آن را معما تشبیه می‌کنند (خالقی مقدم و باغومیان، ۱۳۸۵). در مورد ساختار سرمایه تا کنون دیدگاه‌های مختلفی ارائه شده است که در ادامه به بیان مختصر برخی نظریه‌ها و دیدگاه‌های مطرح شده در حوزه رابطه میان سودآوری و ساختار سرمایه خواهیم پرداخت. نظریه سنتی، میلر و مودیلیانی، نظریه نمایندگی، نظریه توازن ایستا و نظریه سلسله مراتبی، نظریه‌هایی هستند که با الگوگیری از پژوهش‌های خارجی مشابه جهت بررسی مصداق‌پذیری آنها در بازار سرمایه کشورمان مورد استفاده قرار می‌گیرند.

در نظریه سنتی ماهیت نگرش، اثبات گرایانه و شناخت تصمیمات مالی ارزشمند در طول زمان است. در این نظریه باور رایج در خصوص ساختار سرمایه این است که هر شرکت با توجه به ویژگی‌هایش از ظرفیتی عادی برای بدهی برخوردار است که موجب کاهش هزینه‌های مالی آن می‌شود. با افزایش بدهی، سهامداران عادی به دلیل ریسک بیشتر ارزش کمتری برای سهام قائل خواهند شد و بدین ترتیب هزینه حقوق صاحبان سهام یا بازدهی مورد انتظار افزایش پیدا خواهد کرد. بنابراین با بکارگیری اهرم بیشتر، هزینه سهام عادی تا جایی افزایش می‌یابد که با منابع بدهی ارزان تر خنثی نمی‌شود.

نظریه سپر مالیاتی مودیلیانی و میلر^۳ (۱۹۶۳) استدلال می‌کنند که چون در محاسبه مالیات بر درآمد شرکت، پرداخت‌های بهره کسر می‌شود هر قدر در بافت سرمایه، بدهی بیشتر باشد، بدهی مالیاتی شرکت کمتر و جریان نقدی بعد از مالیات بیشتر می‌شود که در نهایت ارزش بازار شرکت افزایش می‌یابد. این نظریه بیان می‌کند شرکت‌های سودآور از استقراض بیشتری بهره می‌گیرند تا از صرفه‌های مالیاتی ناشی از هزینه‌های بهره استفاده کنند. بنابراین نظریه سپر مالیاتی پیش‌بینی کننده وجود رابطه مثبت میان سودآوری و ساختار سرمایه است.

در نظریه نمایندگی^۴ بیان می‌شود که مالکان شرکت (سهامداران) اختیارات خود را به مدیران تفویض می‌نمایند اما مدیران دارای هدف‌های شخصی هستند که با دیدگاه سهامدار مبنی بر به حداکثر رساندن ثروت، مغایر است. تضاد بین مدیریت و سهامداران می‌تواند بوسیله سوء مدیریت منابع توسط مدیر شناخته می‌شود. جنسن و مک‌لینگ استدلال می‌کنند که استفاده از بدهی تضمین شده ممکن است هزینه نمایندگی بدهی را کاهش دهد. بدین ترتیب شرکت‌های با سودآوری بالا باید از اهرم مالی بیشتری برای حداقل کردن مشکلات نمایندگی بهره‌گیرند. همچنین اندازه شرکت ممکن است شاخصی برای هزینه‌های نمایندگی بدهی (هزینه نظارت) ناشی از تضاد بین مدیران و سرمایه‌گذاران باشد. از آنجاییکه هزینه نظارت شرکت‌های بزرگ کمتر از شرکت‌های کوچک است، بنابراین شرکت‌های بزرگ بیشتر به استفاده از بدهی ترغیب می‌شوند.

در نظریه توازن ایستا^۵ رابطه بین سودآوری و نسبت بدهی از طریق هزینه‌های ورشکستگی تبیین می‌شود. شرکت‌های با سودآوری پایین را به استفاده کمتر از اهرم مالی سوق می‌دهد. اگر احتمال ورشکستگی وجود داشته باشد و نیز اگر هزینه اداری و سایر هزینه‌های ورشکستگی قابل توجه باشد، شرکت اهرمی جذابیت کمتری برای سرمایه‌گذاران خواهد داشت. لذا پس از کنترل فرصت‌های سرمایه گذاری انتظار می‌رود که نسبت پرداخت سود و نسبت اهرم مالی با سودآوری رابطه مثبتی داشته باشند.

نظریه سلسله مراتبی^۶ ساختار سرمایه بیان می‌دارد که شرکت‌ها ابتدا از منابع داخلی استفاده می‌نمایند و سپس در صورت نیاز از تأمین مالی خارجی استفاده می‌کنند. شرکت‌های با سودآوری بالا صرف نظر از قدرت بازار، بایستی دارای یک نسبت بدهی پایین باشند. بنابراین طبق این نظریه میان ساختار سرمایه و سودآوری رابطه منفی وجود دارد.

بنابراین به طور خلاصه می‌توان گفت که نظریه‌های سنتی، میلر و مودیلیانی، نمایندگی و توازن ایستا قائل به وجود رابطه مثبت میان سودآوری و ساختار سرمایه هستند. این درحالی است که نظریه سلسله مراتبی رابطه میان سودآوری و ساختار سرمایه را منفی ترسیم می‌کند. هر کدام از نظریه‌ها دارای ابعاد تحلیلی خاصی هستند که راهبردهای خرد و کلان متفاوتی را در تأمین مالی شرکت‌ها و وضعیت بازار ترسیم می‌کنند. بررسی مصداق‌پذیری نظریات مذکور در بازار سرمایه برحسب صنایع مختلف می‌تواند ارائه‌کننده بعد تحلیلی وسیع‌تر به سیاستگذاران اقتصادی و سرمایه‌گذاران باشد.

1. Myers

2. Kamase

3. Modigliani and Miller

4. Agency Theory

5. Trade off Theory

6. Pecking Order Theory

بعد دیگر این پژوهش مقوله مشتری مداری است. مشتری مداری درک کافی یک شرکت از خریداران هدف خود می‌باشد تا بتوانند برای آنان ارزش برتر ایجاد نمایند. مشتری مداری از یک وضعیت مداوم و فعال برای رویارویی با ضروریات مشتریان، طرفداری می‌کند (هان و همکاران^۱، ۱۹۹۸). واحدهای کسب و کاری که در محیط‌های پرتلاطم فعالیت می‌کنند با تغییرات سریع در نیازها و ترجیحات مشتریان و تقاضاها و نیازمندی‌های پیش‌بینی نشده آنها روبه‌رو می‌شوند. بنابراین آنها بدلیل وجود نیازها و انتظارات در حال تکامل مشتریان نیاز بیشتری دارند که مشتری مدار باشند (جاورسکی و کوهلی^۲، ۱۹۹۰). مشتریان بالقوه امروز می‌توانند مشتریان آینده باشند و چیزی که آنها امروز می‌خواهند، چیزی که آنها در آینده می‌خواهند، چیزی که آنها امروز درک می‌کنند و نیز آنچه ممکن است در آینده به عنوان ارضا کننده خواسته‌هایشان درک کنند را بدرستی فهمند. در پژوهش‌های مالی معمولاً از داده‌های شاخصی برآمده از یک پایگاه‌های داده بهره می‌گیرند. برای نمونه شاخص رضایتمندی مشتریان آمریکایی^۳ (ACSI) برای اولین بار در سال ۱۹۹۴ منتشر شد، سالانه رضایتمندی مشتریان داخل ۴۱ طبقه‌بندی صنعتی را ارائه می‌دهد. در کشورهایی که یک پایگاه داده متمرکز برای تحقیقات بازار وجود ندارد، از شاخص‌های غیرمستقیم موثر بر رضایتمندی مشتری نظیر تبلیغات، تحقیق و توسعه، فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی و... استفاده می‌شود.

تحقیقات متعددی در خصوص بررسی تبلیغات بر معیارهای عملکردی شرکت در خصوص رضایتمندی مشتریان صورت گرفته است (لو هامبورگ^۴، ۲۰۰۷). انتظار می‌رود رابطه مثبتی میان تبلیغات و رضایتمندی مشتریان با در نظر گرفتن سه مولفه شامل ترغیب، اطلاع دهی و پرستیژ وجود دارد (باگ ول^۵، ۲۰۰۷).

مولفه ترغیب به منزله ایجاد تمایز در محصول و وفاداری به برند با ارائه محصول مطابق با خواسته مشتری است (بولدینگ، لی و استالین^۶، ۱۹۹۴). تبلیغات می‌تواند اطلاعات اساسی در خصوص محصول فراهم کند. این اطلاعات می‌تواند مستقیم (در خصوص قیمت) یا غیرمستقیم (کیفیت محصول/خدمت) باشد. بنابراین تبلیغات با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ارائه اطلاعات تکمیلی می‌تواند رضایتمندی مشتری را ارتقا بخشد. همچنین نقش پرستیژ تبلیغات می‌تواند فراهم کننده ابعاد روانی اجتماعی مطلوب برای مشتریان باشد که این خود موثر بر رضایتمندی مشتری است.

هزینه‌های تحقیق و توسعه دارای رابطه مستقیمی با خروجی‌های شرکت است (مانفیلد^۷، ۱۹۹۴). تأثیر تحقیق و توسعه بر رضایتمندی مشتریان می‌تواند از طریق فعالیت‌های نوآورانه در خلق خدمت یا توسعه محصولات موجود و توانایی شرکت در برآورده سازی نیازهای آتی مشتریان باشد (ناراسیمهان، راجیو و دوتا^۸، ۲۰۰۶). هزینه‌های حوزه مسئولیت اجتماعی شرکت مطابق با اهداف غیرمالی در ارتباط با ذینفعان است که برخی از آنها می‌توانند مشتریان شرکت باشند. سرمایه‌گذاری در مولفه‌های اجتماعی می‌تواند موجب ترجیح محصولات شرکت توسط مشتریان و جامعه شده و این به منزله درک بهتر مشتریان موجود و بالقوه است. بنابراین این امر می‌تواند موجب ارتقای رضایتمندی مشتریان شود (باتاپاریا و سن^۹، ۲۰۰۳). بنابراین می‌توان خلاصه کرد که هر چه میزان سرمایه‌گذاری شرکت در تبلیغات، تحقیق و توسعه و فعالیت‌های اجتماعی بیشتر باشد، رضایتمندی مشتریان بیشتر خواهد بود و بالعکس.

- - پیشنهاد تحقیق

پژوهش‌هایی که به طور مستقیم به بررسی ساختار سرمایه و رضایتمندی مشتری یا متغیرهای تبیین کننده رضایتمندی مشتری پرداخته‌اند، انگشت شمارند. با عنایت به متغیرهای توضیحی موجود در مدل می‌توان یکسری از تحقیقات متمرکز بر ساختار سرمایه و رابطه آن با متغیرهای توضیحی نظیر سودآوری، اندازه، ساختار بازار و نظایر آن مشاهده کرد که در ابتدا بیان می‌شود. بخش دوم به پژوهش‌هایی تعلق دارند که کما بیش مقوله تبلیغات و رضایتمندی مشتری را از منظر مالی مورد بررسی قرار داده‌اند.

1. Han, J. K., Kim, N., Srivastava

2. Jaworski, B. J., Kohli, A. K

3. American Customer Satisfaction Index

4. Luo and Hamburg

5. Bagwell

6. Boulding, Lee and Staelin

7. Mansfield

8. Narasimhan, Rajiv and Dutta

9. Bhattacharya and sen

فعالیت‌های پژوهشی مودیگلیانی و میلر (۱۹۸۵ و ۱۹۶۳) در حوزه مالیه شرکتی درخصوص ساختار سرمایه و مزیت سپر مالیاتی سبب شد تا راه برای توسعه دیگر نظریه‌ها و تحقیقات میدانی درخصوص ساختار سرمایه باز شود. هاریس و راویو (۱۹۹۱) نشان می‌دهند که عمده نظریات این حوزه برآمده از نتایج پژوهش‌های متعدد انجام شده در کشورهای توسعه یافته و به طور خاص برای ایالات متحده آمریکا است. در این راستا گزارش‌های تطبیقی محدودی در حوزه بین‌المللی درخصوص عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه صورت گرفته است. براندر و لوپس^۲ (۱۹۸۶) و ماکسیمویک^۳ (۱۹۸۸) چارچوب نظری درخصوص رابطه میان ساختار سرمایه و ساختار بازار فراهم کردند. آنها نشان دادند که ساختار بازار موثر بر ساختار سرمایه است که از طریق رفتار رقابتی و استراتژی‌های شرکت‌ها این تأثیرگذاری پدید می‌آید. زینگلاس^۴ (۱۹۹۸) نشان داد که شرکت‌های برخوردار از اهرم مالی بالا بخشی از سودآوری فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود را به اعتباردهندگان (به جای سهامداران) منتقل می‌کنند و این امر در نهایت موجب کاهش سطوح سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها به کمتر از حد بهینه (برای سرمایه‌گذاری‌هایی با ارزش فعلی مثبت) می‌شود. گراهام^۵ (۲۰۰۰) در پژوهش خود نشان می‌دهد که شرکت‌ها تا جایی از بدهی استفاده می‌کنند تا بوسیله صرفه مالیاتی، موجب کاهش هزینه سرمایه آنها شود. این در حالی است که شرکت‌های سودآور و بزرگ بدلیل اجتناب از هزینه‌های ورشکستگی به سطوح اندک بدهی تمایل دارند. پژوهش انجام شده توسط بوث و همکارانش^۶ (۲۰۰۱) نشان دادند که سودآوری رابطه منفی با سطوح بدهی و اندازه شرکت‌ها دارد. پاندی^۷ (۲۰۰۴) به بررسی رابطه میان ساختار سرمایه، سودآوری و ساختار بازار می‌پردازد و نشان می‌دهد که رابطه میان ساختار سرمایه و سودآوری غیرخطی و به شکل سهمی وار است. پژوهش هادلک و جیمز^۸ (۲۰۰۲) نشان می‌دهد که شرکت‌ها، تأمین مالی مبتنی بر بدهی را ترجیح می‌دهند زیرا شواهد حاکی از آن است این تأمین مالی برای آنها بازده بیشتری را به ارمغان می‌آورد.

گروئن، کانتاس و کومار^۹ (۲۰۰۶) دریافتند که شرکت‌های با اهرم مالی روبه کاهش بیشتر از شرکت‌های با اهرم مالی روبه افزایش در تبلیغات سرمایه‌گذاری می‌کنند. همچنین آنها نتیجه گرفتند که هرچه اهرم مالی در ساختار سرمایه شرکت‌های رقیب بیشتر باشد، واکنش آنها نسبت به فعالیت‌های بازاریابی شرکت، منفعلانه‌تر است. سانگ و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر فعالیت‌های بازاریابی و رضایت‌مندی مشتریان در کلیه صنایع آمریکایی می‌پردازد. نتایج پژوهش وی موید رابطه منفی میان ساختار سرمایه با رضایت‌مندی و فعالیت‌های بازاریابی، تحقیق و توسعه در شرکت‌های بورسی آمریکایی است.

- روش شناسی تحقیق

روش این تحقیق توصیفی و از نوع همبستگی است. در روش تحقیق توصیفی، محقق بدون دستکاری در متغیرهای مستقل، وضعیت فعلی و موجود آنها را مورد بررسی قرار می‌دهد. در روش تحقیق همبستگی، رابطه میان دو یا چند متغیر براساس هدف تحقیق تحلیل می‌گردد.

تصمیمات بازاریابی با در نظر گرفتن ساختار مالی و منابع مالی در دسترس شرکت اتخاذ می‌شود. با عنایت به سنخیت متفاوت متغیرهای پژوهش شایسته است از روش‌های بررسی روابط غیرخطی بهره بگیریم. فعالیت‌های بازاریابی شرکت را می‌تواند در قالب سه متغیر مالی شامل هزینه تبلیغات، هزینه تحقیق و توسعه و هزینه فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی مطابق با پژوهش‌های قبلی در نظر گرفت. در عمل برای سنجش رضایت‌مندی مشتری دشواری‌هایی از منظر متغیرهای مورد بررسی وجود دارد. شاخص‌های سنجش رضایت مشتری در بسیاری از کشورهای کمتر توسعه یافته وجود ندارد و متغیرهای مذکور نظیر هزینه‌های تحقیق و توسعه، فعالیت‌های اجتماعی شرکت و... به عنوان هزینه‌های قابل قبول مالیاتی یا پذیرفته شده از منظر حسابداری قرار نمی‌گیرد. نظر به اینکه عمده این متغیرها توسط شرکت‌ها افشا نمی‌شود، در مورد کشورهای در حال توسعه یا کمتر توسعه یافته مجبور به محدود کردن دامنه متغیرهای مورد بررسی به داده‌های موجود در صورت‌های مالی شرکت‌ها هستیم. برای نمونه درخصوص مورد ایران تنها می‌توان از هزینه‌های

1. Harris and Revive

2. Brander and Lewis

3. Maksimovic

4. Zingales

5. Graham

6. Booth L, V. Aivazian A. K, Demircug & V. Maksimovic

7. Pandey

8. Hadlock and James

9. Grullon, Kantas and Kumar

10. Song et al

تبلیغات در صورت‌های مالی استفاده کرد زیرا متغیرهایی نظیر هزینه‌های تحقیق و توسعه، هزینه‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی و... منتشر نمی‌شود

- فرضیه های پژوهش

این تحقیق دارای پنج فرضیه برگرفته از متغیرهای تعدیلی تحقیق است.

فرضیه اول- میان ساختار سرمایه سودآوری شرکت‌های بیمه پذیرفته شده در بورس رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم- میان ساختار سرمایه و ساختار بازار شرکت‌های بیمه پذیرفته شده بورس رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم- میان ساختار سرمایه و هزینه‌های تبلیغات شرکت‌های بیمه پذیرفته شده بورس رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم- میان ساختار سرمایه و رشد شرکت‌های بیمه پذیرفته شده بورس رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه پنجم- میان ساختار سرمایه و اندازه شرکت‌های بیمه پذیرفته شده بورس رابطه معناداری وجود دارد.

- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل کل شرکت‌های بیمه است. از آنجایی که از منظر دسترسی به داده‌ها، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس از قابلیت دسترسی بهتری برخوردارند. نمونه پژوهش کلیه شرکت‌های بیمه حاضر در بورس اوراق بهادار تهران در طول سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران است که البته با استفاده از روش گزینش منطقی بر مبنای دو معیار انتخاب گردیده است. اول اینکه اطلاعات کامل و تفصیلی صورت‌های مالی سالانه هریک از شرکت‌ها همراه با قیمت سهم در پایان سال مربوطه در تابلوی بورس تهران در دوره مورد بررسی موجود باشد. دوم، شرکت حداقل تا یکسال از قبل از دوره بررسی وارد بورس شده باشد (جهت محاسبه موارد رشد).

- مدل پژوهش

متغیر وابسته این پژوهش ساختار سرمایه (DR) است. متغیرهای سودآوری (ROA)، هزینه تبلیغات (AD)، ساختار بازار (MS)، نرخ رشد (GR) و اندازه (SIZ) به عنوان متغیرهای مستقل پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرند.

مدل تخمین این پژوهش از نوع رگرسیون داده‌های ترکیبی^۱ و رگرسیون گشتاوری تعمیم یافته^۲ است. کاربرد داده‌های ترکیبی در اقتصاد سنجی، برتری‌های زیادی نسبت به استفاده از داده‌های مقطعی یا سری زمانی دارد. داده‌های ترکیبی اطلاعات مقاطع مختلف و پویایی آنها را همزمان در نظر می‌گیرد. از آنجا که لحاظ نکردن برخی از متغیرها در ساختار مدل موجب ایجاد عدم کارایی در برآورد مدل‌های اقتصاد سنجی می‌شود، روش داده‌های ترکیبی اثر این نوع متغیرهای لحاظ نشده یا غیر قابل اندازه‌گیری را بهتر از داده‌های مقطعی یا سری‌های زمانی نشان می‌دهد. همچنین داده‌های ترکیبی روندهای گذشته متغیرها را در می‌گیرد و از نظر لحاظ کردن پویایی متغیرها، اطمینان ایجاد می‌کند.

برای تعیین نوع مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی از آزمون‌های مختلفی استفاده می‌شود. رایج‌ترین آنها، آزمون چاو^۳ برای استفاده از مدل اثر ثابت در مقابل مدل برآورد داده‌های تلفیق شده^۴ است. آماره آزمون چاو براساس مجموع مربعات خطای مدل مقید و مدل غیر مقید به صورت زیر است. این آماره دارای توزیع F با N-1 و NT-N-K درجه آزادی است.

$$\text{Chow} = \frac{(URSS - URSS) / N - 1}{URSS / NT - N - K}$$

آزمون هاسمن^۵ برای استفاده از مدل اثر ثابت در مقابل مدل اثر تصادفی است. آزمون هاسمن بر پایه وجود یا عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل مدل شکل گرفته است. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، مدل اثر تصادفی و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد، مدل اثر ثابت کاربرد خواهد داشت. در این حالت β_1 با برقراری فرضیه H_1 تخمین زن سازگار و کارا است، ولی با برقراری فرضیه H_0 کارا نیست. H_1 کارا نیست. β_1 با برقراری فرضیه H_0 تخمین زن کارا است، ولی با برقراری فرضیه H_1 کارا نیست. اگر تفاوت تخمین زنهای β_1 و β_2 مقدار $\hat{q}(\beta_1 - \beta_2) = q$ باشد، واریانس از تفاضل مقادیر واریانس‌های β_{1x} حاصل می‌شود و آماره آزمون هاسمن به صورت زیر خواهد شد.

1. Panel Data

2. Generalized Method of Moment

3. Chow

4. Pooled data

5. Hasman

$$M = \frac{q^r}{\bar{V}(q)}$$

مدل رگرسیون ترکیبی تحقیق را می‌توان به صورت زیر تعریف کرد:

$$DR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA + \alpha_2 AD + \alpha_3 MS + \alpha_4 GR + \alpha_5 SIZ + \varepsilon_{it}$$

مدل گشتاور تعمیم یافته (GMM) مبتنی بر مدل های پانل پویا است. بهره‌گیری از پانل متوازن با رویکرد گشتاوری تعمیم یافته در تحقیقات حوزه اقتصاد مالی از اهمیت بالایی برخوردار است. مطالعات یو، لو و هانگ^۱ (۲۰۰۶) و آنتونیو و همکارانش^۲ (۲۰۰۸) نشان می‌دهند که مدیران تأمین مالی خود را با تغییر در وضعیت داخلی یا شوک‌های خارجی تعدیل می‌کنند که این امر در عمل حکایت از وجود ساختار سرمایه پویا برای شرکت‌ها دارد. آمرمان و پاترسون^۳ (۲۰۰۳) معتقدند که غیرخطی بودن در مطالعات مربوط به ساختار سرمایه به عنوان یک پدیده عمومی است که به عنوان یک پدیده ذاتی در رفتار بازار مشاهده می‌شود. با عنایت به نکته مطرح شده نیاز است تا در این پژوهش برای تبیین بهتر رابطه میان سودآوری و ساختار سرمایه از مدل‌های غیرخطی استفاده کنیم. متغیرهای توضیح دهنده مدل گشتاوری تعمیم یافته به طور ساده همانند متغیرهای قسمت قبل است به جز دو متغیر که در اینجا

γ_t : نماینده اثرات ثابت زمانی اما مقطعی متغیر

η_i : نماینده اثرات متغیر زمانی اما مقطعی ثابت

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it} + \beta_2 Z_{it} + \gamma_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

برای تخمین مدل به وسیله این روش لازم است ابتدا متغیرهای ابزاری بکارگرفته در مدل مشخص شوند. متغیرهای ابزاری این مدل مقادیر با وقفه متغیر وابسته و متغیرهای توضیحی هستند.

معادل رگرسیون با مدل سیستم گشتاوری تعمیم یافته به شرح زیر است:

$$DR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 AD_{it} + \alpha_3 MS + \alpha_4 GR + \alpha_5 SIZ + \gamma_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

کاربرد روش اثرات ثابت به طور بالقوه عوامل نامشهود خاص نوع شرکت‌ها^۴ کنترل می‌شود اما این روش منجر به حل مشکل درون‌زایی^۵ نمی‌شود. بنابراین استفاده از این روش گشتاوری تعمیم یافته به منظور کاهش کژدیدی^۶ ناشی از مدل اثرات ثابت و مشکلات مربوط به همزمانی و درون‌زایی است. در این سیستم با استفاده از اثر تفاضلی مقطعی و سیستم وزن‌دهی مبتنی بر دوره‌های زمانی وایت^۷، برازش رگرسیون پویا صورت می‌گیرد.

- - متغیرهای پژوهش

- -

راجان و زینگلاس (۱۹۹۵) بیان می‌کنند که ساختار سرمایه می‌تواند حسب هدف پژوهش به صورت‌های مختلف تعریف شود. برای نمونه در مطالعات مرتبط با مسائل نمایندگی، ساختار سرمایه می‌تواند به صورت نسبت کل بدهی به ارزش شرکت اندازه‌گیری شود. بدهی می‌تواند به ارزش دفتری یا بازاری باشد. در این پژوهش ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته تحقیق است. در این تحقیق نسبت کل بدهی به کل دارایی را به عنوان نماینده مفهوم ساختار سرمایه در نظر می‌گیریم و کاربرد نسبت مذکور در مطالعات میدانی صورت گرفته در این حوزه رایج‌تر است.

- -

مدلهای مبتنی بر نمایندگی به ما پیش بینی‌های متناقضی در رابطه با اهرم مالی و سودآوری ارائه می‌دهند. از یک طرف مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) تحت مدل علامت‌دهی بیان می‌کنند که شرکت‌های با سودآوری بالاتر باید از نسبت بدهی کمتر بهره‌برند. از طرف دیگر جنسن^۸ (۱۹۸۶) در مدل جریان نقد آزاد بیان می‌کنند که شرکت‌های با سودآوری بالا از بدهی بیشتری برای کنترل مسائل نمایندگی به عنوان یک ابزار کنترلی استفاده می‌کنند. رضایت‌مندی مشتریان می‌تواند به عنوان نتیجه‌ای در سودآوری شرکت نمود یابد.

1. Hui, Lo and Hang

2. Antoniou et al

3. Ammermann and Paterson

4. Unobservable firm specific factor

5. Endogeneity

6. Distortion

7. White Period (AB-n step)

8. Jensen

لذا لحاظ سودآوری در مدل بسیار اساسی است. در اینجا سود عملیاتی به کل دارایی‌ها (ROA) را به عنوان متغیر نماینده سودآوری در نظر می‌گیریم.

- -

هزینه تبلیغات از جمله هزینه‌های غیرعملیاتی در صورت‌های مالی شرکت‌های بیمه طبقه‌بندی می‌شود. در اینجا با الهام از تحقیقات پیشین نظیر سانگ و همکاران (۲۰۱۲) نسبت هزینه تبلیغات به فروش به عنوان معیاری برای سنجش هزینه تبلیغات مورد استفاده قرار می‌گیرد.

- -

ساختار بازار در پژوهش‌های اقتصادی و مالی به عنوان قدرت بازار شرکت‌ها تعریف می‌شود. بررسی ساختار بازار در ادبیات اقتصادی با تکیه بر شاخص‌های تمرکز صورت می‌گیرد. اغلب برای شناسایی ساختار بازار از شاخص‌های تمرکز استفاده می‌شود. تحقیقات حوزه ساختار بازار در علم مالی با تکیه بر شاخص‌های کیوتوبین، هرشمن-هرفیندال و لرنر انجام می‌شوند. معمولاً در کشورهای درحال توسعه داده‌های مربوط به قیمت و مقدار، هزینه‌های نهایی و همچنین بخش‌های اقتصادی به تفکیک دقیق موجود نیست که این امر بهره‌گیری از شاخص لرنر و شاخص هرفیندال-هرشمن را با دشواری و در برخی موارد ناممکن می‌سازد. از منظر نظری و عملی، شاخص کیوتوبین برآورده کننده بهتری برای اندازه‌گیری قدرت رقابتی بازار یا ساختار بازار است. از منظر نظری نسبت کیوتوبین معادل نسبت ارزش بازاری سرمایه بعلاوه ارزش دفتری بدهی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها است. ساختار بازار در این معادله نقش یک متغیر کنترلی درخصوص داده‌های برآمده از شرکت‌های بخش بیمه را دارد.

- -

بر اساس نظریه توازن ایستا، شرکت‌هایی که رشد آتی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت‌های با رشد کم (دارای دارایی مشهود زیاد) به استقرار کمتری روی می‌آورند. بر اساس نظریه سلسله مراتبی، شرکت‌هایی که دارای ارزش بازار (فرصت‌های رشد) زیادی هستند می‌توانند از بدهی بیشتری بدلیل کاهش هزینه‌های ورشکستگی استفاده کنند. انتظار می‌رود فعالیت‌های تحقیق و توسعه، تبلیغات و سایر رویکردهای مشتری مدارانه باعث افزایش دارایی‌های شرکت شوند. متغیر نماینده برای رشد در این پژوهش، نرخ رشد کل دارایی‌ها در نظر گرفته شده است.

"!-#"

به طور نظری رابطه میان اندازه شرکت و اهرم مالی نامشخص است. شرکت‌های بزرگتر بدلیل داشتن تنوع بیشتر در ساختار و احتمال ورشکستگی کمتر، تمایل دارند که از نسبت اهرم بیشتری، بدلیل کاهش هزینه‌های دریافت بدهی، بهره‌گیرند. درحالی‌که راجان و زینگلز (۱۹۹۵) استدلال می‌کنند که شرکت‌های بزرگ تمایل به ارائه اطلاعات بیشتر نسبت به شرکت‌های کوچکتر به سرمایه‌گذاران بیرونی دارند و این امر بهره‌گیری از تأمین مالی مبتنی بر سهام را افزایش می‌دهد. انتظار می‌رود شرکت‌های بیمه بزرگتر از کانال‌های دسترسی بیشتری برخوردار بوده و بتوانند طیف گسترده‌تری از خدمات را به مشتریان خود ارائه دهند. در این تحقیق برای سنجش اندازه از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها به عنوان شاخص اندازه استفاده می‌شود.

- - رگرسیون داده‌های ترکیبی

در گرسین داده‌های ترکیبی برای انتخاب از میان روش‌های برآورد اثرهای ثابت و تلفیقی از آزمون چاو استفاده می‌شود. به این ترتیب فرضیه صفر آزمون چاو براساس برابری عرض از مبدأها شکل می‌گیرد که در صورت رد فرضیه صفر، روش اثرات ثابت بر مدل تلفیقی ارجحیت دارد و غیر این صورت از مدل تلفیقی استفاده می‌شود. با اجرای آزمون چاو، مقدار معناداری برابر با صفر شد. بنابراین وجود حداقل یک نابرابری در عرض از مبدأها تأیید می‌شود و مدل مناسب برای برآورد رگرسیون ترکیبی در این مرحله رگرسیون ترکیبی با اثرات ثابت است.

جدول ۱. نتیجه آزمون چاو

آزمون اثرات ثابت (آزمون اثر مقطعی ثابت)			
آزمون	آماره	درجه آزادی	معناداری

1. Return on Assets

مقطعی ثابت	۲.۱۷۴	-100,۱۲۵	0
------------	-------	----------	---

منبع: یافته‌های تحقیق

حال باید مشخص کرد که در میان مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی از کدامیک بهره گرفته شود. انتخاب از بین روش‌های برآورد اثرهای ثابت و اثرهای تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. به این ترتیب فرضیه صفر آزمون هاسمن براساس ناهمبسته بودن اثرهای تصادفی با متغیرهای توضیحی شکل می‌گیرد. بنابراین در صورت رد فرضیه صفر، روش اثرات ثابت بر اثرهای تصادفی ارجحیت دارد و غیر این صورت از روش‌های تصادفی استفاده می‌شود. با اجرای آزمون هاسمن، مقدار آماره معناداری آزمون برابر با ۰,۰۰۱۲ می‌شود که نشان می‌دهد میان متغیرهای مستقل و خطای تخمین رابطه وجود دارد. بنابراین مدل مناسب برای تشکیل رگرسیون ترکیبی همانا مدل رگرسیون ترکیبی با اثرات ثابت مقطعی است.

جدول ۲. نتیجه آزمون هاسمن

آزمون اثرات تصادفی(هاسمن)			
آزمون	آماره	درجه آزادی	معناداری
مقطعی تصادفی	1۴.۲3۱0 ۹۲	۴	0.001۲

منبع: یافته‌های تحقیق

بنابراین با برآزش مدل رگرسیون ترکیبی با اثرات ثابت، مدل رابطه میان سودآوری و ساختار سرمایه به صورت زیر ارائه می‌شود. شایان ذکر است که در این مدل، اثرات مقطعی ثابت و مدل با وزن‌دهی مقطعی بهینه شده است.

$$DR = C(1) + C(2)*ROA + C(3)* AD + C(4)* MS + C(5)*GR + C(6)*SIZ + [CX=F] + \epsilon_{it}$$

$$DR = 0.0۸۱۳۵ - 0.72333*ROA - 0.۲۱۱3* AD + 0.52798*MS + 0.11274*GR - 0.10826*SIZ + [CX=F] + \epsilon_{it}$$

در جدول زیر به طور خلاصه برآزش مدل رگرسیون ترکیبی با اثرات تصادفی ترسیم شده است.

جدول ۳. خروجی مدل رگرسیون ترکیبی با اثرات ثابت

پانل با روش وزن دهی مقطعی				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره-t	معناداری
ثابت	0.0۸۱۳۵	0.0۱34۸	1.۳20۹6۱	0.1561
بازده دارایی‌ها	-0.72333	0.04۲03	-1۵.۷993	۰
تبلیغات	-0.۵2۱۱3	0.04۷۸۴	-1۲.8۷93	۰
ساختار بازار	0.52798	0.02۸0۵	۱.41۷99۷	0.6791
نرخ رشد	0.11274	0.0۳96۳	1.30848۷	0.1915
اندازه	0.10826	0.0۲0۹2	۷.19753	۰
RMSE				0.8596
آماره‌های موزون شده اثرات ثابت (متغیرهای دامی)				
R2 تعدیل شده	0.۶07424	آماره F	9.2996	96
دوربین-واتسون	2.550507	معناداری	۰	۰

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول خروجی مدل رگرسیون ترکیبی با اثرات ثابت حاکی از آن است که سودآوری با ساختار سرمایه از همبستگی و رابطه منفی معنادار برخوردارند. بدین ترتیب شرکت‌های با سودآوری بالا از اهرم مالی کمتری در ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند. همچنین متغیر هزینه تبلیغات نیز دارای رابطه منفی با ساختار سرمایه است. به عبارت دیگر شرکت‌های اهرمی، بودجه کمتری صرف تبلیغات

می‌کنند. در نهایت اینکه اندازه شرکت‌ها، دارای رابطه مثبت معنادار با ساختار سرمایه است که این بدین معنی است که شرکت‌های بزرگتر از اهرم مالی بیشتری در ساختار سرمایه خود بهره می‌گیرند.

- رگرسیون گشتاوری تعمیم یافته

مدل گشتاوری تعمیم یافته دلیل داشتن پویایی در تخمین از کارایی بالاتری نسبت به سایر مدل‌های رگرسیونی رایج برخوردار است. متغیرهای ابزاری این پژوهش در رگرسیون گشتاوری تعمیم یافته استفاده از تأخیر یک تا سه ساله متغیرهای موجود در مدل، شکل می‌یابد و مدل دوره زمانی تعدیل شده سه ساله را پیشنهاد می‌دهد. همچنین در مدل از ضریب وزن دهی کوواریانس متناسب با مدل نهایی یعنی اوزان مقطعی استفاده شد که در نهایت جدول خروجی مدل برازش شده با استفاده از سیستم گشتاوری تعمیم یافته به شرح ادامه است:

جدول ۴. خروجی مدل رگرسیون ترکیبی با رویکرد گشتاوری تعمیم یافته

پانل روش گشتاوری تعمیم یافته (نمونه تعدیل شده)				
انتقال: تفاضل اول-ماتریس وزن دهی دوره ابزاری وایت				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره-t	معناداری
بازده دارایی‌ها	-2.72163	1.03۵۴8	-2.617754	0.009۱
تبلیغات	-3.78714	10.95۳۲7	2.353212	0.00۳2
ساختار بازار	0.29981	0.1199۸2	2.4۳۵646	0.۵۱۴1
نرخ رشد	0.06757	0.268۵۳4	0.20۸۲24	0.۸36۲
اندازه	0.21658	0.1977۵۴	-1.۱۲9631	0.002۱
RMSE	0.3۱7۴			
میانگین var	0.00۴4۰1	انحراف معیار var		0.۱6۰5۲۱
انحراف معیار رگرسیون	0.501۴۱۹	آماره J		1۲.7054۱

منبع: یافته‌های تحقیق

$$\text{DADJ}(\text{DR}) = -2.72163 * \text{DADJ}(\text{ROA}) - 3.78714 * \text{DADJ}(\text{AZ}) + 0.29981 * \text{DADJ}(\text{MS}) + 0.067567 * \text{DADJ}(\text{GR}) - 0.21658 * \text{DADJ}(\text{SIZ}) + \gamma_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

براساس خروجی‌های جداول اول و دوم می‌توان نتیجه‌گیری کرد که ساختار سرمایه با سودآوری و تبلیغات رابطه منفی معنادار دارد. بدین ترتیب فرضیات اول، دوم و پنجم تأیید و باقی فرضیه‌های پژوهش رد می‌شوند.

- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش رابطه میان ساختار سرمایه، سودآوری و هزینه‌های تبلیغات بوسیله رگرسیون خطی پانل دیتا، رگرسیون گشتاوری تعمیم یافته و شبکه‌های عصبی مصنوعی مدل‌سازی شد. نظر به تأیید فرضیه اول، دوم و پنجم، اولین یافته با اهمیت این پژوهش را می‌توان چنین بیان کرد که با عنایت به تأیید رابطه منفی خطی میان اهرم مالی و سودآوری، نظریه سلسله مراتبی در شرکت‌های بیمه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأیید و سایر مدل‌هایی که قائل به وجود رابطه مثبت میان اهرم مالی و سودآوری هستند، رد می‌شوند. بنابراین می‌توان بیان کرد که شرکت‌های بیمه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در صورت سودآوری، ابتدا ترجیح می‌دهند که از منابع داخلی استفاده کنند و سپس به استقراض روی می‌آورند. به عبارت دیگر هرچه شرکت‌ها سودآورتر باشند، بهره‌گیری از اهرم مالی در ساختار سرمایه آنها کمتر خواهد بود و این امر می‌تواند ناشی از مشکلات تأمین مالی مبتنی بر بدهی برای شرکت‌ها، وجود تفاضل نامطلوب بازده طرح‌های غیرمالی از نرخ تسهیلات پرداختی به بانک‌ها و روابط پیچیده و هزینه‌های نمایندگی موجود در بازار از حیث مالی رفتاری مدیران و سرمایه‌گذاران شرکت‌های بورسی داشته باشد. علاوه بر این به عنوان یافته دیگر می‌توان به تأیید رابطه مثبت معنادار میان ساختار سرمایه و اندازه اشاره کرد. این امر بدین معنی است که شرکت‌های بیمه بزرگ تمایل به گسترش بیشتر دامنه فعالیت‌های خود با بهره‌گیری از استقراض دارند. زیرا هزینه‌های تراکنش مربوط به انتشار اوراق و یا استقراض آنها از بانک‌ها، کمتر

است و یا جزیی از یک هلدینگ مالی بزرگ هستند که بدین ترتیب کمتر در معرض ورشکستگی قرار می‌گیرند. بدین ترتیب هرچه شرکت‌های بزرگتر باشند، بهره‌گیری از اهرم مالی در ترازنامه آنها بیشتر خواهد بود.

دومین یافته مهم این پژوهش را با عنایت به تأیید رابطه منفی میان متغیرهای نماینده ساختار سرمایه و تبلیغات بدین ترتیب بیان کرد که مدیران شرکت‌های بیمه باید در اتخاذ تصمیمات تأمین مالی (ساختار سرمایه) خود همواره رضایت‌مندی مشتریان را مدنظر قرار دهند چرا که کاهش رضایت‌مندی مشتریان در نهایت خود را در کاهش ارزش شرکت نشان خواهد داد. همچنین می‌توان بیان کرد که بهترین روش برای تأمین مالی تبلیغات بهره‌گیری از منابع داخلی است زیرا استفاده از منابع بدهی برای این امر در نهایت منجر به کاهش رضایت‌مندی مشتریان خواهد شد.

در نهایت اینکه مدیران می‌توانند از مدل و نتایج حاصل از این تحقیق به منظور تعدیل پویای ساختار سرمایه جهت حصول به ارزش بهینه شرکت بوسیله منافع حاصل از اهرم در زمان بزرگتر شدن یا کاهش سودآوری بهره‌گیرند. نتایج این تحقیق برای مدیریت شرکت‌ها در اتخاذ تصمیم‌های تأمین مالی، اعتباردهندگان از جمله بانک‌ها، تحلیلگران و سرمایه‌گذاران بورس حقیقی و شرکت‌های تأمین سرمایه، مشاوره سرمایه‌گذاری، هلدینگ و محققان حوزه اقتصاد مالی کاربردی باشد. نتایج این پژوهش می‌تواند گشاینده فصل جدیدی از رویکردهای پژوهشی در بررسی متغیرهای بازرگانی و بازاریابی در چارچوب نظری و روش‌شناختی مالی باشد.

محدودیت اصلی این پژوهش در داده‌های آن است، از آنجایی همانند مدل‌های آمریکایی یا اروپایی، شاخص رضایت‌مندی مشتری در خصوص صنایع مختلف در قالب یک پایگاه داده وجود ندارد، ناگزیر به بهره‌گیری از متغیرهای غیرمستقیم پیشنهادی شده است. این درحالی است که در این مرحله نیز تنها منبع داده‌ای قابل اتکا، بهره‌گیری از اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌های بیمه پذیرفته شده در بورس است.

برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود که رابطه ساختار سرمایه با معیارهای متمرکز بر مشتری مداری نظیر وفاداری، برندسازی و نظایر آن صورت گیرد. همچنین بخش بیمه با سایر بخش‌های مالی نظیر شرکت‌های حوزه بازار سرمایه (نظیر شرکت‌های سرمایه‌گذاری) و شرکت‌های حوزه بازار پول (بانک‌ها و لیزینگ‌ها) از حیث این رابطه مورد مقایسه قرار گیرد. در نهایت از روش‌های سنجش بهتر رابطه نظیر شبکه‌های عصبی مصنوعی و الگوریتم ژنتیک به منظور بهینه‌سازی پارامترها و یا انتخاب مدل پژوهش بهره گرفته شود.

منابع

1. خالقی مقدم، حمید. باغومیان، رافیک. مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه، پیک نور، سال پنجم، سال چهارم، ۱۳۸۵.
2. Anderson, Eugene and Sanal K. Mazvancheryl (2004), Customer Satisfaction and Shareholder Value, *Journal of Marketing*, 68 (October), 172-85.
3. Anderson, Eugene W., Claes Fornell, and Donald R. Lehmann (1994), Customer Satisfaction, Market Share, and Profitability, *Journal of Marketing*, 58 (July), 53-66.
4. Bagwell, Kyle (2007), the Economic Analysis of Advertising, *Handbook of Industrial Organization*, Volume 3, 1701-1844.
5. Bhattacharya, C.B. and Sankar Sen (2003), Consumer-Company Identification: A Framework for Understanding Consumers' Relationships with Companies, *Journal of Marketing*, 67(April), 76-88.
6. Booth L, V. Aivazian, A. K, Demircug&V.Maksimovic (2001). Capital Structure in Developing Countries. *The Journal of Finance*, Vol. LVI, No 1, pp: 87-130.
7. Boulding, William, Eunkyu Lee, and Richard Staelin (1994), Marketing the Mix: Do Advertising, Promotions and Sales Force Activities Lead to Differentiation? *Journal of Marketing Research*, 31(May), 159-172.
8. Comanor, William S. and Thomas A. Wilson (1967), Advertising, Market Structure and Performance, *The Review of Economics and Statistics*, 49, 423-40.
9. Fornell, Claes, Sunil Mithas, Forrest V. Morgeson III, and M.S. Krishnan (2006), Customer Satisfaction and Stock Prices: High Returns, Low Risk, *Journal of Marketing*, 70(January), 3-14.

10. Graham JR (2000), how big are the tax benefits of debt, *Journal Finance*, Vol.55 No.5, pp. 1901-1941.
11. Grullon, Gustava, George Kanatas and Piyush Kumar (2006), The Impact of Capital Structure on Advertising Competition: An Empirical Study, *Journal of Business*, 79(6), 3101-3124.
12. Hadlock, C. J. and James, C. M. (2002), Do Banks Provide Financial Slack? *The Journal of Finance*, 57: 1383–1419.
13. Han, J. K., Kim, N., Srivastava, R. K. (1998). Market orientation and organizational performance: Is innovation a missing link? *Journal of Marketing*, 62(4), 30–45.
14. Homburg, Christian, and Ruth M. Stock (2004), the Link between Salespeople's Job Satisfaction and Customer Satisfaction in a Business-to-Business Context: A Dyadic Analysis, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 32(2), 144-158.
15. Jaworski, B. J., Kohli, A. K. (1993). "Market orientation, antecedents and consequences". *Journal of Marketing*, 57, 53–70.
16. Joshi, Amit, and Dominique M. Hanssens (2010), The Direct and Indirect Effects of Advertising Spending on Firm Value, *Journal of Marketing*, 74(January), 20-33.
17. Luo, Xiuming and C.B. Bhattacharya (2006), Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value, *Journal of Marketing*, 70(October), 1-19.
18. Luo, Xiuming and Christian Homburg (2007), Neglected Outcomes of Customer Satisfaction, *Journal of Marketing*, 71(April), 133-149.
19. Mansfield, Edwin (1964), Industrial Research and Development Expenditures: Determinants, Prospects, and Relation to Size of Firm and Inventive Output, *Journal of Political Economy*, 72(4), 319-340.
20. McAlister, Leigh, Raji Srinivasan, and MinChung Kim (2007), Advertising, Research and Development, and Systematic Risk of the Firm, *Journal of Marketing*, 71 (January), 35–48.
21. Mittal, Vikas and Wagner A Kamakura (2001), Satisfaction, Repurchase Intent, Repurchase Behavior: Investigating the Moderating Effects of Customer Characteristics, *Journal of Marketing Research*, 38(February), 131-142.
22. Modigliani, France & Miller, Merton, The cost of Capital, Corporation Finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 1958 No 48. PP. 261-297
23. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
24. Narasimhan, Om, Surendra Rajiv, and Shantanu Dutta (2006), Absorptive Capacity in High-Technology Markets: The Competitive Advantage of the Haves, *Marketing Science*, 25(5), 510-524.
25. Pandey, I. M. (2004). Capital structure, profitability and market structure: Evidence from Malaysia. *Asia Pacific Journal of Economics and Business*, 8(2), 78–91.
26. Phillips, Gordon M. (1995), Increased Debt and Industry Product Markets: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 37(2), 189-238.
27. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
28. Seiders, Kathleen, Glenn B. Voss, Dhruv Grewal, and Andrea L. Godfrey (2005), Do Satisfied Customers Buy More? Examining the Moderating Influences in a Retail Context, *Journal of Marketing*, 69(October), 26-43.
29. Sharpe, Steven A. (1994), Financial Market Imperfections, Firm Leverage, and the Cyclicity of Employment. *The American Economic Review*, 84(4), 1060-1074.
30. Shumway, Tyler (2001), Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model, *Journal of Business*, 74(1), 101-124.
31. Song, reo. Vadakkepatt, Gautham. Lehman, Donald (2012), The Impact of Capital Structure on Marketing Effort and Customer Satisfaction, worlin paper.
32. Srivastava, Rajenda K., Tasadduq A. Shervani, and Liam Fahey (1998), Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis, *Journal of Marketing*, 62(January), 2-18.

33. Tuli, Kapil and Sundar Bharadwaj (2009), Customer Satisfaction and Stock Returns Risk, *Journal of Marketing*, 73(December), 184-197.