

بررسی تأثیر خصوصیات شرکتی بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران

رضا مراداف^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۰۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۲/۱۶

چکیده

این تحقیق با هدف بررسی تأثیر خصوصیات شرکتی بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران به انجام رسید. ساختار سرمایه تحت عنوان متغیر وابسته تحقیق و خصوصیات شرکت شامل ساختار دارایی‌ها، اندازه شرکت، سودآوری، نقدشوندگی، رشد شرکت و سن شرکت به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شدند. بر این اساس تعداد ۱۰۲ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ۵ ساله بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ به عنوان نمونه آماری مورد بررسی قرار گرفت. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون پانل دیتا و رگرسیون ترکیبی در نرم‌افزار ایویوز تجزیه و تحلیل گردید. بر اساس نتایج حاصل از تحلیل فرضیات می‌توان بیان نمود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد ساختار دارایی‌ها، اندازه شرکت، رشد شرکت و سن شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران دارد. سودآوری تأثیر منفی و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران دارد. نقدشوندگی تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

واژگان کلیدی

خصوصیات شرکت، ساختار دارایی‌ها، ساختار سرمایه.

۱. استادیار گروه حسابداری، واحد رودسر و املش، دانشگاه آزاد اسلامی، رودسر، ایران. (rezamoradof@yahoo.com)

مقدمه

ساختار سرمایه شامل ترکیبی از منابع مالی حاصل از حقوق صاحبان سهام و مجموع بدهی‌های شرکت است که در راستای تأمین وجوه نقد مورد نیاز مورد استفاده قرار می‌گیرند (کوهر و راثول، ۲۰۰۷). با توجه به نیاز شرکت‌ها در تأمین سرمایه‌های مورد نیاز انجام طرح‌های تجاری و سرمایه‌گذاری خود، به وجوه نقد، تأمین این منابع و به دست آوردن وجوهی که کمترین هزینه‌های مالی و بیشترین انعطاف‌پذیری را برای شرکت در برداشته باشد، از اهمیت خاصی برخوردار است. لذا ترکیب این وجوه که ساختار سرمایه نامیده می‌شود، از جمله عواملی است که می‌تواند به طور مؤثر بر ادامه فعالیت‌های شرکت و ارزش شرکت، اثرگذار باشد؛ بنابراین به طور معمول بخش اعظمی از تصمیم‌های مدیران مالی درباره همین موضوع است (دیمیتریس و ماریا، ۲۰۱۱). از سویی دیگر با گسترش روز افزون فعالیت‌های اقتصادی و تجاری و سهامی شدن شرکت‌ها و جدایی مدیریت از مالکیت، واحدهای تجاری متحمل هزینه‌هایی هستند که ناشی از تعارض میان اهداف و منافع مالکان و مدیران و نابرابری اطلاعاتی موجود میان افراد یاد شده است. لذا با توجه به این موضوع و یادآوری این نکته که تصمیم‌گیری در رابطه ساختار سرمایه از وظایف اصلی مدیران است عوامل تشکیل دهنده این ساختار اعم از بدهی و یا حقوق صاحبان سهام، باید با در نظر گرفتن تعارض‌ها و تفاوت‌های میان مدیران و اعتباردهندگان و سهام‌داران، در نظر گرفته شود. در مباحث مربوط به تعیین ترکیبی از منابع مختلف مالی و تصمیم‌های مربوط به ساختار سرمایه، نظریه‌ها و رویکردهای مختلفی بیان شده است که از جمله این دیدگاه‌ها، نظریه سلسله مراتبی است. در این نظریه منابع تأمین مالی وجوه مورد نیاز شرکت، بر اساس شدت و میزان ناقرینگی اطلاعاتی، اولویت‌بندی می‌شوند. بر همین اساس، با توجه به آن که اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران معیارهایی را در نظر می‌گیرند که در تصمیم‌های آنان نقش به سزایی خواهد داشت که از آن جمله می‌توان به بررسی عملکرد شرکت، ارزیابی ساختار دارایی‌ها، بررسی سودآوری شرکت، اشاره کرد (نبیئی بروجنی و نوروزی، ۱۳۹۴).

در بازارهای سرمایه، اعتبار شرکت‌ها تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنها وابسته است و در واقع، اساس تولید و ارائه خدمات به چگونگی تأمین و مصرف منابع مالی بستگی دارد. به همین دلیل، ساختار سرمایه به عنوان مهم‌ترین عامل مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و جهت‌گیری آنها در بازارهای سرمایه، مطرح شده است. بیشتر شرکت‌ها وجوه مورد نیاز خود را از روش‌های گوناگونی تأمین می‌کنند؛ اما عواملی مانند اندازه شرکت، ریسک، نوع صنعت و میزان دسترسی به بازارهای تأمین مالی و نیز محیط‌های اقتصادی و سیاسی، آنها را در خصوص تصمیم‌گیری‌های بهینه در این زمینه، محتاط کرده است. این در حالی می‌باشد که ایجاد بدهی و انتشار سهام به عنوان دو منبع اصلی تأمین مالی شرکت‌ها تعریف شده است. البته باید توجه داشت که استفاده از بدهی ضمن ایجاد هزینه‌های ثابت قابل توجه (هزینه‌های مالی مربوط)، موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک شرکت‌ها می‌شود. به همین دلیل، بررسی تأمین مالی با استفاده از روش‌های اهرمی و با توجه به سایر عوامل، از اهمیت زیادی برخوردار است (باغومیان و عزیز زاده مقدم، ۱۳۹۳).

از جمله مسائلی که بخش اعظمی از تصمیم‌های مدیران مالی شرکت‌ها را به خود اختصاص داده است، تصمیم‌گیری در رابطه با تأمین منابع مالی مورد نیاز و یا به عبارتی دیگر تعیین ساختار سرمایه است. با توجه به آن که ساختار سرمایه می‌تواند به‌طور مستقیم بر ارزش و اعتبار شرکت اثرگذار باشد، در مباحث مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که در این راستا، پژوهشگران با ارائه نظریه‌ها و پیشنهادها، مختلف به دنبال تعیین یک ساختار بهینه از ترکیب منابع مالی هستند که با کمترین هزینه، منابع مورد نیاز شرکت تأمین شود و ارزش شرکت نیز افزایش یابد. از جمله نظریه‌های ارائه شده درباره ساختار بهینه سرمایه، نظریه سلسله مراتبی است. از آنجایی که مبنای اصلی این نظریه مبتنی بر تأمین مالی با کاهش اطلاعات نامتقارن و مسائل و مشکلات نمایندگی است (نبیثی بروجنی و نوروزی، ۱۳۹۴). لذا می‌تواند تا اندازه‌ای در کاهش مشکلات نمایندگی مفید واقع گردد و اطمینان مالکان را بیشتر جلب کند و هماهنگی بیشتری را با دیدگاه مباشرتی و رویکرد حسابداری مدیران در برابر مالکان و سرمایه‌گذاران ایجاد کند. از سویی دیگر همان‌گونه که مطرح شد، تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه از جمله مسائل مهم و اساسی در شرکت‌ها است که عوامل و متغیرهای متفاوتی می‌تواند بر نحوه تصمیم‌گیری آن اثرگذار باشد که از آن جمله می‌توان به عوامل و متغیرهای تحت کنترل شرکت اشاره کرد که میزان مطلوبیت هر یک از این متغیرها به نوعی می‌توانند بر نحوه و میزان استفاده هر یک از منابع تأمین مالی مؤثر باشند. لازم به ذکر است که متغیرهای حسابداری که برخاسته از فعالیت و عملکرد اصلی شرکت هستند، نشان‌دهنده میزان مطلوبیت اوضاع مالی شرکت بوده و در تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان جهت مشارکت در تأمین مالی شرکت نقش مهمی را ایفا می‌کنند و می‌توانند به‌عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر ساختار سرمایه، نقش بسزایی را در ارزش شرکت و همچنین هزینه‌های تأمین مالی شرکت ایفا کنند (رائول، ۲۰۰۹).

از زمان اولین تحقیقات مودیلیانی و میلر^۲ در سال ۱۹۵۸، انتخاب روش‌های تأمین مالی یکی از برجسته‌ترین و پرکاربردترین زمینه‌های تحقیق در امور مالی بود؛ و تعداد قابل توجهی از مطالعات بر این موضوع انجام شده است. با این وجود، طبق نظر مایرز^۳ (۲۰۰۱)، بیشتر مطالعات ساختار سرمایه بر روی شرکت‌های عمومی متمرکز شده است. در نتیجه، درک ما از گزینه‌های تأمین مالی سایر انواع شرکت‌ها هنوز محدود است. تحقیقات علمی در مورد ساختار سرمایه‌ای شرکت‌ها در حال توسعه جدید است. تمرکز مطالعات قبلی نیز عمدتاً بر روی کشورهای توسعه‌یافته بود. در نتیجه، کمبود مطالعات تجربی درباره ساختار سرمایه شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه وجود دارد (البکپاشی و الگیزی^۴، ۲۰۱۸). بر این اساس می‌توان عنوان کرد که مسئله اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر خصوصیات شرکتی بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یک بازار در حال توسعه است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

1 - Raul

2 - Modigliani and Miller

3- Myers

4 - ELbekpashy and ELgiziry

در حوزه رابطه میان تصمیمات تأمین مالی و سودآوری شرکت‌ها به‌طور عمده از چهار نظریه میلر و مودigliانی، 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 میان ساختار سرمایه و سودآوری شرکت می‌پردازند که البته نتایج به دست آمده در این خصوص با یکدیگر متفاوت است. عوامل متعددی از جمله ماهیت فعالیت، دارایی‌ها و شرایط اقتصادی حاکم بر جامعه می‌تواند بر تأمین مالی شرکت‌ها و به تبع سودآوری آنها تأثیر گذارد که شناسایی نتایج حاصل از این کنش‌های اقتصادی با کاربرد روش‌های تحلیلی کارا و پویا، می‌تواند فراهم‌کننده اخذ تصمیمات دانش‌محور توسط دولتمردان، مدیران و سرمایه‌گذاران باشد (شاهدانی و همکاران، ۱۳۹۱).

بر اساس بسیاری از مطالعات انجام شده، تصمیمات ساختار سرمایه یکی از اساسی‌ترین موضوعاتی است که مدیران مالی با آن مواجه‌اند، این تصمیم به‌ظاهر ساده که به‌عنوان ترکیب بهینه منابع مختلف تأمین مالی شرکت تعریف می‌شود از زوایای مختلف، مورد تحقیق و بررسی قرار گرفته است. مودigliانی و میلر (۱۹۵۸) با ارائه نظریاتی ابراز نمودند که تحت مفروضات خاص از جمله وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی، نبود هزینه‌های نمایندگی و وجود تقارن اطلاعاتی در میان فعالان بازار سرمایه، مدیران می‌توانند تنها به‌واسطه ایجاد تغییر در ترکیب منابع تأمین مالی ارزش شرکت را تغییر دهند به عبارت دیگر ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه آن است. بعد از تحقیقات اولیه انجام شده توسط مودigliانی و میلر، بسیاری از پژوهشگران به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداختند (مقدم و مؤمنی یانسی، ۱۳۹۱).

البکاشی و الگیزی (۲۰۱۸)، در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌های کوچک و متوسط واگذار شده و بدون توافق به بررسی تأثیر ساختار دارایی، اندازه، سودآوری، نقدشوندگی، رشد، سن و ساختار مالکیت به عنوان متغیرهای مستقل بر نسبت اهرم پرداختند. نمونه تحقیق شامل ۹۵ شرکت کوچک و متوسط در بورس مصر بود. نتایج تجزیه و تحلیل نشان داد مالکیت مدیریتی تأثیر منفی بر اهرم کوتاه مدت دارد، در حالی که مالکیت بلوک به‌طور مثبت با اهرم کل و کوتاه مدت مرتبط است.

بایی و همکاران (۲۰۱۷)، در تحقیقی با عنوان آیا مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها هزینه‌های اهرم بالا را کاهش می‌دهد؟ شواهد از ساختار سرمایه و تعاملات بازار کالا به بررسی این پرداختند که آیا مسئولیت اجتماعی شرکت بر تعاملات شرکت‌ها با مشتریان و رقبا تأثیر می‌گذارد و هزینه‌های اهرم بالا را کاهش می‌دهد. نتایج نشان دادند که مسئولیت اجتماعی شرکت باعث کاهش ضرر و زیان در سهم بازار می‌شود، زمانی که شرکت‌ها بسیار قدرتمند هستند. با کاهش رفتارهای نامطلوب مشتریان و رقبا، مسئولیت اجتماعی شرکت به شرکت‌های بسیار قدرتمند کمک می‌کند تا مشتریان را حفظ کنند و در برابر رقیب محافظت شوند.

یانگ و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان چگونه مسئولیت اجتماعی شرکت تغییر ساختار سرمایه را تغییر می‌دهد؟ اثر مسئولیت اجتماعی شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و اعتباردهندگان بررسی کردند. در این تحقیق نمونه‌ای شامل ۱۲۰۸ شرکت چینی بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۴ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج کلی

تحقیق نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت می‌تواند به‌طور معناداری عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و اعتباردهندگان را کاهش دهد.

لیو و همکاران (۲۰۱۶)، در تحقیقی با عنوان دارایی‌های واقعی، ارزش تسویه و انتخاب تأمین مالی از شرکت‌های املاک و مستغلات برای بررسی اینکه چگونه ارزش تسویه دارایی‌ها بر انتخاب تأمین مالی شرکت تأثیر می‌گذارد، استفاده کردند. آنها در این تحقیق نشان دادند شرکت‌هایی که از طریق حقوق صاحبان سهام تأمین مالی می‌کنند، در مقایسه با شرکت‌هایی که از طریق بدهی‌ها تأمین مالی می‌کنند، دارایی بالاتری دارند؛ و اثر ارزش تسویه دارایی مورد انتظار آنها قابل توجه است.

کلوزن و فلور (۲۰۱۵)، در تحقیق خود تأثیر دارایی در محل در تأمین مالی شرکت‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. آنها در یک محیط با اطلاعات نامتقارن نسبت بدهی به سرمایه و زمان‌بندی سرمایه‌گذاری را مشاهده کردند. آنها بیان کردند که سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها در محل از طریق ایجاد بدهی بیشتر مورد توجه است. همچنین بیان کردند که شرکت‌های بالغ (با دارایی در محل بزرگ‌تر) به‌طور عمده از تأمین مالی به وسیله بدهی‌ها استفاده می‌کنند، در حالی که شرکت‌های جوان با رشد بالا (بدون دارایی در محل) اغلب از تأمین مالی به وسیله سرمایه‌گذاری اولیه استفاده می‌کنند.

وانگ و همکاران (۲۰۱۵)، در تحقیقی با عنوان رابطه بین رشد دارایی‌ها و بازده مقطعی سهام، به بررسی اثر سرمایه‌گذاری شرکت بر بازده سهام با استفاده از داده‌های موجود در بازار سهام چین پرداختند. آنها دریافتند که یک رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری و بازده سهام پس از انجام سرمایه‌گذاری، برای شرکت‌هایی که جریان نقدی بالاتری و بدهی (اهرم) پایین‌تر دارند وجود دارد. آنها دریافتند که شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بالا بازده بالاتری نسبت به شرکت‌های با سرمایه‌گذاری کم پیش از تشکیل پرتفوی‌ها کسب می‌کنند؛ اما این رابطه پس از تشکیل پرتفوی برعکس خواهد بود. این شواهد رفتار افراط‌گرایانه سرمایه‌گذاران را توضیح می‌دهد. آنها بیان کردند که بازده سهام لزوماً پس از سرمایه‌گذاری کاهش نمی‌یابد؛ و بازده سهام با سودآوری و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت رابطه مثبت و معناداری ندارد؛ بنابراین این نتیجه با تئوری مبتنی با ریسک (تئوری مدرن پرتفوی) همخوانی ندارد؛ و در پایان به این نتیجه رسیدند که نظریه‌های مالی رفتاری بهتر از نظریه‌های مبتنی بر ریسک، رفتارهای سرمایه‌گذاری را توضیح می‌دهد.

الساس و همکاران (۲۰۱۴)، در تحقیقی با عنوان تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های عمده: اطلاعات در مورد تصمیمات ساختار سرمایه به ارزیابی عوامل تعیین‌کننده اهرم مالی شرکت‌های آمریکایی بی‌سالهای ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۸ پرداختند. این رویکرد، تحقیقات تجربی موجود در ساختار سرمایه را تکمیل می‌کرد. نتایج نشان داد که اوراق بهادار صادر شده شرکت‌ها را به سمت نسبت بدهی‌های هدفدار هدایت می‌کند.

دیدار و بیکی (۱۳۹۶) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این ارزیابی از طریق اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی بر اساس ۶۹ عامل انجام گرفت. برای آزمون، از اطلاعات مربوط به ۱۰۳ شرکت طی دوره زمانی ۱۱ سال (از ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳) استفاده شد. در پژوهش حاضر، آزمون فرضیه‌ها با استفاده از

روش رگرسیونی چندمتغیره بر اساس داده‌های تلفیقی انجام گرفت. نتایج پژوهش بیان‌کننده این است که ساختار سرمایه با مازاد بازده رابطه مثبت و معنادار دارد، همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده، اثر تعدیل کننده ندارد.

احمدپور و پاکدلان (۱۳۹۵)، در مقاله ای با عنوان نقش فرصت‌های رشد در تعدیل رابطه اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری پژوهش حاضر به بررسی رابطه اهرم مالی با تصمیمات سرمایه‌گذاری و نقش فرصت‌های رشد در این زمینه پرداختند. از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ۹۷ شرکت طی دوره ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفتند. برای سنجش اهرم مالی از دو شاخص استفاده شد: نسبت بدهی بر دارایی و نسبت بدهی‌های بلند مدت بر دارایی‌ها. شاخص اول اهرم مالی با سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معنی دار، شاخص دوم اهرم مالی با سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنادار دارد. به علاوه، نتایج پژوهش نشان داد رابطه‌ی منفی شاخص اول اهرم مالی با سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فرصت رشد کمتر قوی‌تر از شرکت‌های با فرصت رشد بیشتر است.

انواری رستمی و همکاران (۱۳۹۴)، در تحقیقی با عنوان تاثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر پاداش هیئت مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه از نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام و برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری از مدل بیدل و همکاران استفاده گردید. به منظور بررسی این فرضیه‌ها داده‌های ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ و با به‌کارگیری مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که ساختار سرمایه بر پاداش هیئت مدیره تأثیر معنادار و مثبت دارد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین پاداش هیئت مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

رضایی و سیاری (۱۳۹۴)، در پژوهش خود به بررسی رابطه رشد دارایی‌ها با بازده سهام شرکت‌ها و همچنین نقش منابع تأمین مالی بر بازده شرکت‌های با رشد دارایی بالا و پایین پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد بین رشد دارایی و بازده سهام شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. همچنین، رابطه تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی با بازده شرکت‌های با رشد دارایی بالا (پایین)، منفی (مثبت) و معنی دار است اما رابطه تأمین مالی بانکی و تأمین مالی از طریق بازار سرمایه با بازده شرکت‌های با رشد دارایی بالا (پایین)، مثبت (منفی) و معنی دار است. به علاوه، بین نسبت سهام شناور آزاد با بازده شرکت‌های با رشد دارایی بالا رابطه معنی داری وجود ندارد، اما رابطه بین نسبت سهام شناور آزاد و بازده شرکت‌های با رشد دارایی پایین، مثبت و معنی دار است.

باغومیان و عزیز زاده مقدم (۱۳۹۳)، در تحقیقی با عنوان رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه بررسی رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه آن برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور، داده‌های مربوط به ۱۵۷ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۹ به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق در نظر گرفته شد و برای انجام آزمون مذکور از روش آماری "داده-های تلفیقی" استفاده شد. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که شاخص‌های اندازه، دارایی‌های مشهود و ریسک شرکت رابطه مستقیم و معناداری با ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد شرکت رابطه معکوس و معناداری با آن دارد. علاوه بر این، در تحقیق حاضر ارتباط معناداری بین عمر و صنعت شرکت با ساختار سرمایه، مشاهده نشد.

اسدی و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان عوامل مالی و غیر مالی موثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه به بررسی تأثیر عوامل مالی و غیر مالی موثر بر تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. تعداد ۷۴ شرکت حائز شرایط مورد نظر تحقیق، طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ بودند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل ضرایب رگرسیون استفاده شد. نتایج حاصله حاکی از آن بود که علیرغم تعاریف و اشکال مختلف اهرم شرکت‌های نمونه، در تمامی موارد ارتباط منفی و معنادار بازده دارایی با اهرم شرکت و رابطه مثبت و معنادار اندازه شرکت با اهرم شرکت مشاهده می‌گردد. انحصاری بودن محصولات شرکت، نرخ رشد فروش و نرخ رشد کل دارایی‌ها نیز در اغلب موارد دارای ارتباط مثبت و معنادار است. بین پارامترهایی نظیر نرخ پرداخت سود تقسیمی و ارزش وثیقه گذاری دارایی‌ها با اهرم شرکت رابطه معنادار مشاهده نمی‌شود.

فرضیات پژوهش

موضوع اصلی تحقیق بررسی تأثیر خصوصیات شرکتی بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران است. امروزه بنگاه‌های کسب و کار نقش انکارناپذیری در پیشرفت و شکوفایی کشورهای در حال توسعه دارند. از این رو مورد توجه دولتمردان و مسئولان قرار گرفته‌اند. بحث بنگاه‌های کسب و کار به اواخر دهه ۵۰ و اوایل دهه ۶۰ میلادی یعنی زمانی که بحث‌های توسعه مطرح می‌شود، برمی‌گردد. علت عمده توجه به کسب و کارها بیشتر مسئله ایجاد اشتغال و کاهش فقر است. لذا در این تحقیق جامعه مورد مطالعه را شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران قرار دادیم. بر این اساس فرضیه‌های پژوهش عبارتند از:

- ۱- ساختار دارایی‌ها تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد.
- ۲- اندازه شرکت تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد.
- ۳- سودآوری تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد.
- ۴- نقدشوندگی تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد.
- ۵- رشد شرکت تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد.
- ۶- سن شرکت تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد.

روش‌شناسی پژوهش

در هر پژوهش ابتدا باید نوع، ماهیت، اهداف پژوهش و دامنه آن معین شود تا بتوان با استفاده از قواعد و ابزار مناسب و از راه‌های معتبر به واقعیت‌ها دست یافت. به این ترتیب این پژوهش از حیث جهت‌گیری، پژوهشی کاربردی و از حیث هدف، توصیفی است. پژوهش کاربردی پژوهشی است که نتایج حاصل از آن در رفع نیازها و حل مشکلات به کار آید؛ بنابراین هدف این نوع از پژوهش به کارگیری آن‌ها در حل مسائل و مشکلات خاص در جامعه است. پژوهش توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که هدف آن توصیف کردن شرایط یا پدیده‌های مورد بررسی است. اجرای تحقیق توصیفی می‌تواند صرفاً برای شناخت بیشتر شرایط موجود یا یاری کردن به فرایند تصمیم‌گیری باشد. از آنجاکه در این پژوهش به منظور بررسی روابط بین متغیرها، از اطلاعات گذشته استفاده شده، در ردیف مطالعات پس رویدادی قرار می‌گیرد. در پژوهش پس رویدادی، داده‌ها از محیطی که به گونه‌ای طبیعی وجود داشته است و یا از وقایع گذشته که بدون دخالت سیستم پژوهشگر رخ داده است، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌شوند؛

بنابراین امکان دست‌کاری متغیرها وجود ندارد. همچنین از این جهت که این پژوهش در پی بررسی و نشان دادن روابط متغیرها با یکدیگر است در زمره تحقیقات همبستگی قرار می‌گیرد.

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ می‌باشد جهت تعیین نمونه موردنظر در این تحقیق، شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در دسترس بود، استفاده شده است. نمونه آماری، از بین تمامی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شدند که همه شروط زیر را داشته باشند:

- (۱) شرکت‌هایی که در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته و داده‌های مربوط به آن‌ها برای دوره‌های زمانی بین ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ در دسترس باشد.
 - (۲) شرکت‌هایی که سهام آن‌ها در دوره‌های زمانی بین ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ در بورس مورد معامله قرار گرفته و تا پایان سال مالی ۱۳۹۵ نماد آن‌ها از تابلو بورس حذف نشده باشد.
 - (۳) سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.
 - (۴) شرکت‌هایی که نماد آن‌ها بیش از ۶ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشد.
- با توجه به شروط فوق، ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که اطلاعات آن‌ها افشاء شده بود انتخاب و صورت‌های مالی آن‌ها مورد بررسی قرار گرفت؛ بنابراین ۱۰۲ شرکت به عنوان نمونه پژوهش، استخراج شدند.

مدل آزمون فرضیه‌ها و نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

این تحقیق چون به بررسی روابط میان متغیرها می‌پردازد از نوع تحقیقات همبستگی می‌باشد. بر این اساس هر یک از متغیرهای تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه محاسبه شده و به وسیله مدل‌های رگرسیونی متناظر با هر فرضیه در نرم‌افزار ایویوز تجزیه و تحلیل می‌گردد مدل رگرسیونی آزمون فرضیات عبارت است از:

$$TLR_{it} = \beta_0 + \beta_1 AS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 PROFIT_{it} + \beta_4 LIQUID_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \epsilon_{it}$$

$$TLR_{it} = \text{ساختار سرمایه شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$$AS_{it} = \text{ساختار دارایی‌های شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$$SIZE_{it} = \text{اندازه شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$$PROFIT_{it} = \text{سودآوری شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$$LIQUID_{it} = \text{نقدشوندگی شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$$GROWTH_{it} = \text{رشد شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$$AGE_{it} = \text{سن شرکت } i \text{ در زمان } t$$

نحوه محاسبه متغیرها

ساختار سرمایه: از نسبت کل بدهی‌های به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد (البکپاشی و الگیزی، ۲۰۱۸).

ساختار دارایی‌ها: از نسبت کل دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد (البکپاشی و الگیزی، ۲۰۱۸).

اندازه شرکت: از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد (البکپاشی و الگیزی، ۲۰۱۸).

سودآوری: از نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد (البکپاشی و الگیزی، ۲۰۱۸).
نقدشوندگی: از نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری شرکت محاسبه می‌گردد (البکپاشی و الگیزی، ۲۰۱۸).

رشد شرکت: از تفاوت فروش انتها و ابتدای دوره‌ی شرکت تقسیم بر فروش ابتدای دوره شرکت محاسبه می‌گردد (البکپاشی و الگیزی، ۲۰۱۸).

سن شرکت: از لگاریتم طبیعی سالهای حضور شرکت در بورس محاسبه می‌گردد (البکپاشی و الگیزی، ۲۰۱۸).

تجزیه و تحلیل اطلاعات پژوهش

در این بخش داده‌های جمع‌آوری شده مربوط به متغیرهای تحقیق با استفاده از تکنیک‌های آماری و اقتصادسنجی مورد تجزیه و تحلیل و فرضیات نیز مورد آزمون قرار می‌گیرند. همچنین، جداول اطلاعات آماری از متغیرهای اصلی مدل و برخی اطلاعات پایه‌ای در خصوص مدل تحقیق در این فصل ارائه و در نهایت، نتایج اجرای مدل رگرسیونی بیان خواهد شد. در این تحقیق از تحلیل رگرسیونی و روش رگرسیون ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. در این پژوهش نیز جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار EViews10 استفاده گردید. آزمون‌های آماری مورد نیاز در این فصل عبارتند از آزمون نرمال بودن خطاها توسط آزمون جاک بک برا؛ آزمون مانایی توسط آزمونهای Levin, Lin & Chu؛ تشخیص نوع داده‌های ترکیبی آزمون اف لیمر؛ معنادار بودن مدل رگرسیون آزمون F؛ آزمون معنادار بودن ضرایب آماره T؛ همسانی واریانس خطاها آزمون بارتلت؛ تعیین نوع روش برآورد (در صورت نیاز) آزمون هاسمن؛ آزمون هم خطی ضریب همبستگی و عدم خودهمبستگی جملات خطا آزمون دوربین واتسون است. جدول (۱) نشان‌دهنده آمار توصیفی متغیرهای تحقیق است که شامل ۵۱۰ مشاهده است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها		میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف	چولگی	کشیدگی	مشاهدات
ساختار سرمایه	TLR	۰,۵۸۷	۰,۵۷۶	۲,۶۵۸	۰,۰۹۰	۰,۲۶۰	۲,۱۹۳	۱۵,۹۶۷	۵۱۰
ساختار دارایی‌ها	AS	۰,۳۱۷	۰,۲۵۱	۱,۹۹۳	۰,۰۰۵	۰,۲۶۴	۱,۸۶۴	۹,۳۱۳	۵۱۰
اندازه شرکت	SIZE	۵,۸۱۰	۵,۸۸۰	۶,۴۸۵	۴,۵۵۶	۰,۳۶۵	۰,۷۹۰	۳,۴۵۲	۵۱۰
سودآوری	PROFIT	۰,۱۱۳	۰,۰۹۲	۰,۶۷۴	-۱,۱۵۷	۰,۱۸۰	۰,۶۱۹	۹,۸۳۳	۵۱۰
نقدشوندگی	LIQUID	۱,۰۶۴	۰,۷۹۰	۲۷,۹۷۹	-۶,۵۳۰	۱,۷۴۹	۹,۶۷۹	۱۳,۵۱۴	۵۱۰
رشد شرکت	GROWTH	۰,۱۹۳	۰,۱۲۷	۴,۶۵۱	-۰,۸۴۵	۰,۴۸۰	۳,۰۹۵	۲۲,۳۹۹	۵۱۰
نقدشوندگی	AGE	۱,۱۶۴	۱,۱۷۶	۱,۶۰۲	۰,۳۰۱	۰,۱۹۵	۰,۰۰۵	۳,۴۴۶	۵۱۰

در بین متغیرها بیشترین میانگین مربوط به متغیر اندازه شرکت (SIZE) و کمترین میانگین مربوط به متغیر سودآوری (PROFIT) می‌باشد. همان‌گونه که در جدول ۱ ملاحظه می‌شود، ضریب چولگی در رابطه با کلیه متغیرهای

تحقیق مثبت می‌باشد. این موضوع حاکی از وجود چوله به راست و تمایل متغیرها به مقادیر کوچک‌تر است. همچنین مثبت بودن ضرایب کشیدگی حکایت از این مطلب دارد که توزیع متغیرها از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده‌ها حول میانگین متمرکزتر شده‌اند. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرهای تحقیق به شرح جدول ۲ است.

جدول (۲): نتایج آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

PP - Fisher Chi-square		ADF - Fisher Chi-square		Im, Pesaran and Shin W- stat		Levin, Lin & Chu		متغیرها
Prob	Statistic	Prob	Statistic	Prob	Statistic	Prob	Statistic	
۰,۰۰۰	۲۸۸,۲۱۲	۰,۰۰۰	۲۲۹,۵۰۴	۰,۰۰۰	-۳,۱۳۶	۰,۰۰۰	-۱۶,۵۴۸	TLR
۰,۰۰۰	۴۳۲,۴۶۳	۰,۰۰۰	۳۲۹,۲۵۸	۰,۰۰۰	-۱۸,۱۰۶	۰,۰۰۰	-۱۰۴,۸۷۴	AS
۰,۰۰۰	۴۷۱,۰۹۱	۰,۰۰۰	۳۴۰,۳۳۳	۰,۰۰۰	-۸,۶۴۸	۰,۰۰۰	-۲۱,۵۰۶	SIZE
۰,۰۰۰	۲۱۴,۳۴۸	۰,۰۰۰	۱۹۰,۰۸۹	۰,۰۰۰	-۳,۰۰۲	۰,۰۰۰	-۱۰,۳۰۵	PROFIT
۰,۰۰۰	۳۴۰,۰۶۹	۰,۰۰۰	۲۸۷,۰۱۷	۰,۰۰۰	-۱۳,۴۳۶	۰,۰۰۰	-۴۱,۸۷۵	LIQUID
۰,۰۰۰	۳۵۵,۵۹۲	۰,۰۰۰	۲۷۲,۴۳۰	۰,۰۰۰	-۶,۳۸۲	۰,۰۰۰	-۳۴,۲۸۲	GROWTH
۰,۰۰۰	۱۹۲۶,۴۶	۰,۰۰۰	۱۹۷۷,۴۸	۰,۰۰۰	-۳۵۶,۸۶۶	۰,۰۰۰	-۵۳,۴۴۶	AGE

با توجه به نتایج حاصل از جدول ۲ مشخص گردید که مقدار احتمال آزمون‌ها برای کلیه متغیرهای تحقیق کوچک‌تر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین متغیرهای فوق در سطح مانا قرار دارند. برای بررسی وجود یا عدم وجود هم خطی میان متغیرهای پژوهش از تحلیل همبستگی پیرسون استفاده شده است. جدول (۳) ضرایب همبستگی پیرسون میان متغیرها را نشان می‌دهد.

جدول (۳): نتایج آزمون هم خطی متغیرها

AGE	GROWTH	LIQUID	PROFIT	SIZE	AS	TLR	
						۱,۰۰۰	TLR
					۱,۰۰۰	۰,۰۹۶	AS
				۱,۰۰۰	۰,۰۴۲	۰,۰۱۹	SIZE
			۱,۰۰۰	۰,۰۷۶	-۰,۰۹۱	-۰,۶۶۳	PROFIT
		۱,۰۰۰	-۰,۱۵۷	۰,۰۵۲	۰,۲۹۵	۰,۲۵۳	LIQUID
	۱,۰۰۰	-۰,۰۴۶	۰,۲۹۱	-۰,۱۲۵	-۰,۰۱۰	-۰,۱۶۳	GROWTH
۱,۰۰۰	-۰,۰۷۷	-۰,۰۳۶	-۰,۱۶۳	-۰,۰۱۰	-۰,۱۴۵	۰,۰۵۶	AGE

با توجه به نتایج جدول (۳) مشخص که مقادیر ضریب همبستگی خیلی زیاد یا خیلی کم (نزدیک به ۱ و -۱) که نتایج تحلیل رگرسیونی را تحت تأثیر قرار دهد، وجود ندارد، در نتیجه هم خطی ای میان متغیرهای پژوهش وجود

ندارد. نتایج حاصل از تخمین مدل تحقیق با استفاده از نرم افزار ایویوز و روش EGLS در جدول (۴) آورده شده است. نتایج مندرج در جدول (۴) نشان می‌دهد که P-value آزمون F برابر با ۰,۰۰۰ می‌باشد و کوچک‌تر از ۰,۰۵ است در نتیجه می‌توان گفت مدل پژوهش با احتمال ۹۵٪ معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل پژوهش معادل ۰,۵۳۵ است. این عدد نشان می‌دهد که حدود ۵۳ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است و از آنجائی که آماره دوربین- واتسون مدل برابر با ۱,۷۲۶ است و این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، می‌توان گفت که در مدل خودهمبستگی وجود ندارد.

جدول (۴): نتایج تخمین مدل تحقیق

$TLR_{it} = \beta_0 + \beta_1 AS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 PROFIT_{it} + \beta_4 LIQUID_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-value
AS	۰,۰۰۴	۰,۰۳۵	۲,۱۳۷	۰,۰۰۳
SIZE	۰,۳۷۲	۰,۰۳۵	۱۰,۴۰۴	۰,۰۰۰
PROFIT	-۰,۸۶۷	۰,۰۲۹	-۲۹,۲۸۸	۰,۰۰۰
LIQUID	۰,۰۰۳	۰,۰۰۳	۱,۲۵۲	۰,۲۱۰
GROWTH	۰,۰۵۷	۰,۰۰۸	۶,۴۶۲	۰,۰۰۰
AGE	۰,۲۰۸	۰,۰۷۳	۲,۸۳۷	۰,۰۰۴
عرش از مبدا (C)	۲,۵۹۲	۰,۱۷۰	۱۵,۱۹۶	۰,۰۰۰
ضریب تعیین = ۰,۵۴۸		ضریب تعیین تعدیل شده = ۰,۵۳۵		
آماره دوربین واتسون = ۱,۷۲۶		آماره آزمون F = ۶۹,۶۲۳		احتمال آزمون F = ۰/۰۰۰

فرضیه اول: نتایج حاصل از جدول (۴) نشان می‌دهد که معناداری (Prob) محاسبه شده برای متغیر مستقل ساختار دارایی‌ها (۰,۰۳)، کوچک‌تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۰,۰۰۴) مثبت است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که بین ساختار دارایی‌ها و ساختار سرمایه شرکتها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه ساختار دارایی‌ها تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود.

فرضیه دوم: نتایج حاصل از جدول (۴) نشان می‌دهد که معناداری (Prob) محاسبه شده برای متغیر مستقل اندازه شرکت (۰,۰۰۰)، کوچک‌تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۰,۳۷۲) مثبت است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه شرکتها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه اندازه شرکت تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود.

فرضیه سوم: نتایج حاصل از جدول (۴) نشان می‌دهد که معناداری (Prob) محاسبه شده برای متغیر مستقل سودآوری (۰,۰۰۰)، کوچک‌تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (-۰,۸۶۷) منفی است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که بین سودآوری و ساختار سرمایه شرکتها رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بر این اساس، فرضیه

سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه سودآوری تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود.

فرضیه چهارم: نتایج حاصل از جدول (۴) نشان می‌دهد که معناداری (Prob) محاسبه‌شده برای متغیر مستقل نقدشوندگی (۰,۲۱۰)، بزرگ‌تر از ۰,۰۵ است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که بین نقدشوندگی و ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. بر این اساس، فرضیه چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه نقدشوندگی تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، رد می‌شود.

فرضیه پنجم: نتایج حاصل از جدول (۴) نشان می‌دهد که معناداری (Prob) محاسبه‌شده برای متغیر مستقل رشد شرکت (۰,۰۰۰)، کوچک‌تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۰,۰۵۷) مثبت است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که بین رشد شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بر این اساس، فرضیه پنجم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه رشد شرکت تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود.

فرضیه ششم: نتایج حاصل از جدول (۴) نشان می‌دهد که معناداری (Prob) محاسبه‌شده برای متغیر مستقل سن شرکت (۰,۰۰۴)، کوچک‌تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۰,۲۰۸) مثبت است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که بین سن شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بر این اساس، فرضیه پنجم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه سن شرکت تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود.

نتیجه‌گیری

نتایج تحلیل فرضیات نشان داد بین ساختار دارایی‌ها و ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه ساختار دارایی‌ها تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود؛ بنابراین می‌توان عنوان کرد با افزایش سرمایه گذاری در دارایی‌های ثابت شرکت‌ها ساختار سرمایه آنها افزایش می‌یابد. این نتیجه در تطابق با نتایج تحقیق البکپاشی و الگیزی (۲۰۱۸) و اسعدی و عباس زاده (۱۳۹۳) است. بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه اندازه شرکت تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود؛ بنابراین می‌توان عنوان کرد با افزایش اندازه شرکت، ساختار سرمایه آنها افزایش می‌یابد. این نتیجه در تطابق با نتایج تحقیق البکپاشی و الگیزی (۲۰۱۸) است زیرا آنها نیز دریافتند اندازه شرکت تأثیر مثبت و معناداری با ساختار سرمایه دارد. همچنین اسعدی و همکاران (۱۳۹۳) رابطه مثبت و معنادار اندازه شرکت با اهرم شرکت (ساختار سرمایه) را مشاهده می‌گردد است که این یافته نیز در راستای یافته‌های این تحقیق است. بین سودآوری و ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بر این اساس، فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه سودآوری تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود؛ بنابراین می‌توان عنوان کرد با افزایش سودآوری شرکت‌ها، ساختار سرمایه آنها کاهش می‌یابد. این نتیجه در تطابق با نتایج تحقیق البکپاشی و الگیزی (۲۰۱۸) است زیرا آنها نیز دریافتند سودآوری تأثیر منفی و معناداری با ساختار سرمایه دارد. بین نقدشوندگی و ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. بر این اساس، فرضیه

چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه نقدشوندگی تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، رد می‌شود. البکاشی و الگیزی (۲۰۱۸) در تحقیق خود دریافت نقدشوندگی با ساختار سرمایه در بلند مدت رابطه‌ای ندارد اما با ساختار سرمایه کل و کوتاه مدت رابطه مثبت و معناداری دارد، بنابراین یافته این تحقیق از جهاتی در تضاد با یافته البکاشی و الگیزی (۲۰۱۸) قرار دارد. بین رشد شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بر این اساس، فرضیه پنجم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه رشد شرکت تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود؛ بنابراین می‌توان عنوان کرد با افزایش رشد شرکت شرکت‌ها، ساختار سرمایه آنها افزایش می‌یابد. این نتیجه در تطابق با نتایج تحقیق البکاشی و الگیزی (۲۰۱۸) است زیرا آنها نیز دریافتند رشد شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه دارد. باغومیان و عزیز زاده مقدم (۱۳۹۳) دریافتند فرصت‌های رشد شرکت رابطه معکوس و معناداری با ساختار سرمایه که این یافته بر خلاف یافته‌های تحقیق حاضر است. اسدی و همکاران (۱۳۹۳) دریافتند نرخ رشد ارتباط مثبت و معنادار با اهرم مالی دارد که این یافته مطابق با یافته‌های تحقیق حاضر است. بین سن شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بر این اساس، فرضیه پنجم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه سن شرکت تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد، پذیرفته می‌شود؛ بنابراین می‌توان عنوان کرد با افزایش سن شرکت شرکت‌ها، ساختار سرمایه آنها افزایش می‌یابد. البکاشی و الگیزی (۲۰۱۸) در تحقیق خود دریافتند که با افزایش سن شرکت ساختار سرمایه آنها نیز افزایش می‌یابد که این یافته در راستای یافته‌های تحقیق حاضر است. باغومیان و عزیز زاده مقدم (۱۳۹۳) دریافتند ارتباط معناداری بین عمر شرکت و ساختار سرمایه وجود ندارد که این یافته بر خلاف یافته‌های تحقیق حاضر است. نتایج بررسی‌های این تحقیق نشان داد ویژگی‌های ساختار دارایی‌ها، اندازه شرکت، رشد شرکت و سن شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌های کوچک و متوسط در بورس دارد لذا پیشنهاد می‌شود تا مدیران مالی این شرکت‌ها برای ایجاد ساختار مناسب سرمایه این عوامل را در نظر گرفته و با توجه به ضرایب به‌دست‌آمده در مدل تحقیق جهت بهینه‌سازی ساختار سرمایه اقدام نمایند. به مؤسسات اعتباری و بانک‌ها پیشنهاد می‌گردد که با توجه به متغیرهای تأثیرگذار بر ساختار سرمایه که در این تحقیق شناسایی شدند به شرکت‌های کوچک و متوسط اعتبار اعطا کنند. به تحلیلگران بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد با توجه به متغیرهای تأثیرگذار بر ساختار سرمایه در این تحقیق ساختار بهینه سرمایه در شرکت‌های کوچک و متوسط بورسی را پیش‌بینی نمایند. یکی از موضوعات مهم مؤثر بر تصمیمات شرکت‌ها، ساختار کنترلی شرکت است که به موضوعاتی چون ارکان اداره شرکت، ترکیب و کیفیت هیئت‌مدیره‌ها، کیفیت ارکان شرکت مانند بازرسان و حساب‌رسان و سایر کمیته‌های هیئت‌مدیره می‌پردازد. تحقیقات آتی می‌توانند بررسی تحلیلی میان این عوامل مهم و ساختار سرمایه شرکت‌ها را مورد بحث قرار دهند. پیشنهاد می‌شود که با توجه به تنوع ویژگی‌های مالی شرکت‌ها، تأثیر دیگر متغیرهای مالی نیز روی ساختار سرمایه شرکت‌ها آزمون شود. همچنین استفاده از شاخص‌های مختلف برای اندازه‌گیری متغیرهای توضیحی می‌تواند نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار بدهد.

منابع

- ۱- اسدی، غلامحسین؛ بیات، مرتضی و نقدی، سجاد. (۱۳۹۳)، عوامل مالی و غیرمالی مؤثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۲)، ۱۸۷-۲۰۳.

- ۲- اسعدی، عبدالرضا و عباس زاده، محمد رضا. (۱۳۹۳)، عوامل مالی و غیرمالی مؤثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۲)، ۱۸۷-۲۰۳.
- ۳- انواری رستمی، علی اصغر؛ تجویدی، الناز و جهانگرد، میثم. (۱۳۹۴)، تاثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه گذاری، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۲)، ص ۱۰۹-۱۳۰.
- ۴- باغومیان، رافیک و عزیز زاده مقدم، کیوان. (۱۳۹۳)، رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۳)، ۱۱۱-۱۳۳.
- ۵- دیدار، حمزه و بیکی، خدیجه. (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی-پژوهشی بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ۲۴(۲)، ۱۹۷-۲۲۰.
- ۶- رامشه، منیژه؛ سلیمانی امیری، غلامرضا؛ اسکندری، رسول و قره خانی، محسن. (۱۳۹۶)، بررسی ثبات ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۵(۳)، ۳۵-۵۶.
- ۷- رضایی، فرزین و سیاری، محمدصادق، (۱۳۹۴)، نقش منابع تأمین مالی بر رابطه بین رشد دارایی‌ها و بازده سهام شرکت‌ها، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۵، شماره ۱، پاییز ۱۳۹۴، صفحه ۹۵-۱۱۸.
- ۸- طالب نیا، قدرت اله، یعقوب نژاد، احمد و حمیدیان، محسن، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط استراتژی‌های رشد درآمد و کاهش هزینه با عایدات مستمر، کیفیت عایدات و ضرایب حساسیت عایدات، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱(۳)، ۷۵-۹۰.
- ۹- عباسی موصولو، خلیل؛ نجفی، محمدعلی و کرمی، منصور. (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر سیاست توزیع سود نقدی پایین بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل تعدیل شده FM3 (۱۳۸۷-۱۳۷۸)، کنفرانس بین‌المللی مدیریت، اقتصاد و علوم انسانی، ترکیه - استانبول، شرکت مدیران ایده پردازان پایتخت ایلیا.
- ۱۰- عربصالحی، مهدی؛ گوگردچیان، احمد و هاشمی، مجید. (۱۳۹۳)، عوامل مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، ۶(۲۳)، ص ۶۷-۸۵.
- ۱۱- قالیباف اصل، حسن و ولی زاده، فریده. (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام، فصلنامه‌ی راهبرد مدیریت مالی، ۴(۳)، صفحه ۱-۲۳.
- ۱۲- نبینی بروجنی، حسین و نوروژی، محمد. (۱۳۹۴)، بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر نظریه سلسله مراتبی، پژوهش حسابداری، ۴(۴)، ۶۵-۸۴.

۱۳- وکیلی فرد، حمیدرضا، جولا، جعفر و بابایی، حمیدرضا. (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر حجم مبنا بر میزان بازدهی و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله راهبرد مدیریت مالی، سال دوم، شماره ۷، صص ۵۹-۷۳.

14- Bae, K-H., El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y. and Ying, Z. (2017). Does Corporate Social Responsibility Reduce the Costs of High Leverage? Evidence from Capital Structure and Product Markets Interactions, Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2959444>

15- DeAngelo, H. and Roll, R. (2015). How stable are corporate capital structures? The Journal of Finance, VOL. LXX, NO. 1: 373-418.

16- Dimitris, M.A. and Maria, P.B. (2011). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance, Journal of Banking and Finance, (34), 621-632.

17- ELbekpashy, M.S. and ELgiziry, K. (2018). Investigating the Impact of Firm Characteristics on Capital Structure of Quoted and Unquoted SMEs, Accounting and Finance Research, 7(1), 144-160.

18- Fama, E. and French, K.R. (2005). Financing decisions, who issues stock? Journal of Financial Economics, 51, 545-512.

19- Fairfield, P., Whisenant, S. and Yohn, T. (2003). Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing, The Accounting Review, 78, 353-371.

20- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. The Quarterly Review of Economics and Finance 53 140-151.

21- Frank, M.Z. and Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions, which Factor are Reliably Important? Financial Management, 38(1), pp 1-37.

22- Gopalan, R., Kadan, O. and Pevzner, M. (2009). Investment Decisions, Asset Liquidity, and Stock Liquidity, Journal of financial an Quantitative analysis, 47(2), PP.333-364.

23- Kohher, M and Rahul, B. (2007). Strategic Assets, Capital Structure, and Firm Performance, Journal of Financial and Strategic Decisions, (3), 23-36.

24- Lemmon, M., Roberts, M. and Zender, J. (2008). Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structures. J. Finance, 63, 1575-1608.

25- Liu, C.H., Liu, P. and Zhang, Z. (2016). Real Assets, Liquidation Value and Choice of Financing, Real Estate Economics, DOI: 10.1111/1540-6229.12148.

26- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American economic review, 48(3), 261-297.

27- Myers, S. C. (2001). Capital structure. The journal of economic perspectives, 15(2), 81-102.

28- Pao, H.T. (2013). A Comparison of Neural Network and Multiple Regression Analysis in Modeling Capital Structure, Expert systems with Applications, Vol. 35, pp.720-727.

29- Raul, S. (2009). Capital structure decisions: research in Estonian non-financial companies, Baltic Journal of Management, 3 (1), 55-70.

30- Soyemi, K.A., Akinpelu, L. and Ogunleye, J.O. (2013). The Determinant of Profitability among DMBs in Nigeria Post Consolidation, *Global Advanced Research Journal of Economics, Accounting and Finance*, 2(5), pp. 93-103.

31- Wang, Y., Liu, C., Lee, J.S. and Wang, Y., (2015). The relation between asset growth and the cross-section of stock returns: Evidence from the Chinese stock market, *Economic Modelling*, 44, Pp: 59–67.

32- Yang, S., He, F., Zhu, Q. and Li, S. (2017). How does corporate social responsibility change capital structure?, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-36.

Investigating the effect of company characteristics on the capital structure of companies listed in the Tehran Stock Exchange

Reza Moradof ¹

Abstract

This research was conducted with the aim of investigating the effect of company characteristics on the capital structure of companies listed in the Tehran Stock Exchange. Capital structure was considered as the dependent variable of the research and company characteristics including asset structure, company size, profitability, liquidity, company growth and company age were considered as independent variables. Based on this, 102 companies from the Tehran Stock Exchange were investigated as a statistical sample in a 5-year period between 2016 and 2021. The hypotheses of the research were analyzed using panel data regression and combined regression in Eviuse software. Based on the results of hypothesis analysis, it can be stated that at the 95% confidence level, asset structure, company size, company growth and company age have a positive and significant effect on the capital structure of companies in Tehran Stock Exchange. Profitability has a negative and significant effect on the capital structure of companies in the Tehran Stock Exchange. Liquidity does not have a significant effect on the capital structure of companies in the Tehran Stock Exchange.

Keywords

company characteristics, asset structure, capital structure.

1 Assistant Professor of Accounting Department, Rudsar and Amlesh Branch, Islamic Azad University, Rudsar, Iran.