

تأثیر شرکت، صنعت و مالکیت متمرکز بر ساختار سرمایه در بازار مالی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۱/۲۸
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۲/۲۲
کد مقاله: ۵۲۳۰۰

رضا محسنی^۱، مهدی باقریان^۲

چکیده

هدف: مقاله حاضر به بررسی تأثیر ارکان مالی بر ساختار سرمایه در بازار مالی ایران و تحلیل نظریه‌های حاکم بر آن می‌پردازد.

روش: جامعه آماری شامل ۳۰ شرکت بورسی ایرانی که شرکت‌های مورد آزمایش، شرکت‌های مساعد و شاخص‌ساز هستند و با استفاده از داده‌های تابلویی طی دوره زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۰ و با استفاده از برنامه Eviews به تبیین بین رابطه متغیرها می‌پردازد.

یافته: نتایج گویای این مطلب است که اندازه شرکت، نقدینگی، سودآوری و رشد شرکت اثر معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد و در خصوص متغیرهای اندازه شرکت، سودآوری و رشد شرکت هم‌راستا است و در مورد متغیر نقدینگی مغایر می‌باشد.

نتیجه‌گیری: در این پژوهش اهمیت و نقش فرضیات بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفته است. لذا با افزایش اندازه شرکت، سودآوری و رشد شرکت، ساختار سرمایه میل به افزایش دارد و با افزایش نقدینگی، ساختار سرمایه میل به کاهش دارد.

دانش‌افزایی: در این پژوهش اهمیت و نقش متغیرهای توضیحی بر ساختار سرمایه مورد ارزیابی قرار گرفته است. همچنین، همسویی متغیرهای توضیحی بر ساختار سرمایه مورد کنکاش قرار گرفته است.

واژگان کلیدی: صنعت، مالکیت، ساختار سرمایه، بازار مالی

۱- استادیار، عضو هیات علمی گروه اقتصاد دانشکده اقتصاد و علوم سیاسی دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

هنگامی که یک شرکت در مورد روش‌های کمک مالی (تأمین مالی) خود با استفاده از بدهی یا حقوق صاحبان سهام یا حتی ترکیبی از هر دو تصمیم می‌گیرد باید چندین عامل تأثیرگذار را در ساختار سرمایه خود در نظر بگیرد. ساختار سرمایه بدون شک یک عنصر حیاتی در عملکرد یک شرکت است که هدف اصلی آن کاهش هزینه سرمایه و همچنین دست‌یابی به حداکثر ارزش شرکت است. استفاده رفتار عقلایی یک شرکت از بدهی و حقوق صاحبان سهام، شاخص کلیدی ترانزنامه قوی است. اجزای سرمایه یا ساختار سرمایه سالم که نشان دهنده سطح پایین بدهی و مقدار بالای حقوق صاحبان سهام باشد، نشانه مثبتی از کیفیت سرمایه گذاری است. (کومار و همکاران^۱، ۲۰۱۷؛ زمزمین و همکاران^۲، ۲۰۲۱) ساختار سرمایه موضوعی است که به دلیل تأثیر قابل توجه آن بر ارزش شرکت به عنوان یک موضوع مهم شناخته شده است، این موضوعی از اهمیت بالایی در میان محققان و سیاست گزاران در ادبیات مالی برخوردار است که به عنوان یک موضوع توسعه یافته شناخته شده است.

ساختار سرمایه شرکتها به طور کلی متأثر از میزان سرمایه مورد نیاز و ترکیب منابع تأمین مالی است. وام و سهام دو جزء اصلی تشکیل دهنده ساختار سرمایه محسوب میشوند. با توجه به منابع تأمین مالی، شرکتها از بازده و ریسک متفاوتی در عرصه بازارهای تأمین سرمایه برخوردار هستند؛ بنابراین، تصمیم مربوط به ساختار سرمایه نقش موثری در کارایی و اعتبار شرکتها نزد موسسات تأمین سرمایه خواهد داشت. ساختار سرمایه به عنوان مهمترین پارامتر موثر بر ارزش گذاری و جهت گیری بنگاههای اقتصادی در بازارهای سرمایه مطرح شده است. محیط متحول و متغیر کنونی، درجه بندی شرکتها را از لحاظ اعتباری نیز تا حدودی به ساختار سرمایه آنان منوط ساخته و برنامه ریزی استراتژیک آنان را به منظور انتخاب منابع موثر برای دستیابی به عوامل و هدف «حداکثرسازی ثروت سهامداران» ضروری کرده است. (درویتز و فیکس^۳، ۲۰۰۳)

باتو و همکاران^۴، ۲۰۰۲؛ بوش^۵، (۱۹۹۸) معتقدند که قیمت سهام شرکتها که بیان کننده ارزش شرکتهاست، یکی از بارزترین معیارهای سرمایه گذاری و ارزش گذاری شرکتها میباشد. این که این ارزشها از کجا سرچشمه میگیرند و چه عواملی در ایجاد آن مؤثرند، حوزه های تحقیقاتی بسیاری را به خود اختصاص داده است. در ادبیات موجود ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی از جمله عوامل مؤثر بر ارزش شرکتها مورد توجه قرار می‌گیرد.

پژوهش های انجام شده توسط محققان مختلف از جمله (لوپز و وینسته^۶، ۲۰۱۰؛ توره و همکاران^۷، ۲۰۰۷؛ رودریگز^۸، ۲۰۰۰) معتقدند تأثیر تصمیم گیری های ساختار سرمایه و تقسیم سود را با فرض وجود نقص و کاستی (مالیات ها، هزینه های مبادلات، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های نمایندگی) در بازارهای سرمایه بررسی کرده اند. نتایج به دست آمده از این پژوهش ها، حاکی از آن است که تأثیرگذاری این تصمیمات بر ارزش شرکت از اهمیت بالایی برخوردار بوده است.

توجه به پژوهشهای صورت گرفته، بیانگر این مطلب است که رابطه بین ارزش شرکت و تصمیم گیریهای مالی، به طور جدی مسأله و موضوع روز بازارهای مالی و سرمایه گذاران است، اما در اغلب این پژوهشها، تأثیر ساختار مالکیت توجیهی نشده است. این عامل، به ویژه در ایران بسیار مهم واقع شده است، زیرا میتواند باعث افزایش تضاد منافع بین سهامداران عمده (کنترل کننده شرکت) و سهامداران اقلیت در واحد اقتصادی شود که این تضاد منافع، یکی از تأثیرگذارترین عوامل در تعیین سیاست تقسیم سود و تنظیم اهرم مالی است. همچنین، وجود عامل مهم دیگری که فرصت رشد محسوب میگردد و در شرکتهای ایرانی در حال توسعه فعالیت دارند، معنی دار است در این مقاله وارد و در مجموع در مطالعه حاضر، تأثیرگذاری فرصتهای رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، بررسی شده است. (حسنعلی و همکاران، ۱۳۹۰)

بر اساس تئوری سلسله مراتبی (مزلو^۹، ۱۹۵۴)، بر این استدلال مبتنی است که وجود پدیده عدم تقارن اطلاعاتی میان افراد درون سازمانی و برون سازمانی، ساختار سرمایه شرکتها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. عدم تقارن اطلاعاتی به ویژه بین مدیریت و سرمایه گذاران به بروز مشکل گزینش معکوس در تأمین مالی شرکتها منجر می‌گردد و حساسیت های فرآیند تأمین مالی را افزایش داده و می‌تواند به انحراف ساختار سرمایه از سطح بهینه منجر گردد. (ساین و ویلیامز^{۱۰}، ۲۰۱۵؛ مایرز و ماژلوف^{۱۱}، ۱۹۸۴) لذا درمقاله حاضر بعد از مقدمه در بخش دوم به معرفی مبانی نظری که به بیان نظریه های حاکم می‌پردازد استوار است و در بخش سوم پیشینه پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. همچنین در بخش چهارم جامعه آماری مورد آزمایش و همچنین به توسعه

- 1 Kumar et al, 2017
- 2 Zamzamin et al, 2021
- 3 Drobetz, Fix, 2003
- 4 Bartov, 2002
- 5 Bushee, 1998
- 6 Lopez, vecente, 2010
- 7 Torre et al, 2007
- 8 Rodrigues, 2000
- 9 Maslow, 1954
- 10 Synn, Williams, 2015
- 11 Myers, Majluf, 1984

فرضیات میپردازیم و در بخش پنجم به تخمین و تجزیه تحلیل داده ها میپردازیم و در نهایت جمع بندی و نتیجه گیری ارائه می گردد.

۲- مبانی نظری

۱-۲- صنعت و مالکیت متمرکز

تاثیر ساختار مالکیت بر روی ارزش شرکت بر گرفته از تضاد منافع بین سهامداران است. (کورو، ۲۰۰۲) اعتقاد دارد وقتی که سهامداران عمده درصد مناسبی از سهام را در اختیار داشته باشند، میتوانند سیاستهای خود را بر شرکت تحمیل و منافع خصوصی را جذب نمایند. هرگاه حقوق کلیه سهامداران به طور یکسان رعایت نشود، تمرکز مالکیت در دست عده ای از سهامداران عمده افزایش می یابد. تحقیقات بازار سرمایه اغلب خواستار تقسیم شرکت ها به گروه های همگن تر است و رایج ترین روش برای دستیابی به این هدف از طریق طبقه بندی صنعت است. در مطالعات اخیر، محققان دانشگاهی از گروه بندی های صنعتی برای محدود کردن دامنه تحقیقات خود، شناسایی شرکت های کنترل، معیارهای عملکرد ایمن و ارائه آمار توصیفی در مورد شرکت های نمونه استفاده کرده اند. در تمام این کاربردها، یک طرح طبقه بندی صنعت برای تفکیک شرکت ها به پارتیشن های دقیق تر استفاده می شود، با این انتظار که این پارتیشن ها پس از آن زمینه بهتری برای تحلیل مالی و اقتصادی ارائه دهند. (کاوود^۱، ۲۰۱۵)

پژوهش های قبلی نشان داده است که سهامداران عمده (کنترل کننده) بر خلاف سهامداران اقلیت، به منظور بهبود عملکرد بنگاه اقتصادی بر روی مدیران نظارت و کنترل بیشتری دارند. (جایش کومار^۳، ۲۰۰۴) در بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت ها در کشور هند به این نتیجه رسید که مدیران بیشترین تاثیر را بر عملکرد شرکت داشته، سهامداران خارجی و شرکتهای هلندینگ به طور معناداری بر ارزش شرکت تاثیرگذار نیستند. (بروس سیفرت و همکاران^۴، ۲۰۰۲) بررسی کشورهای آلمان، انگلستان، ایالات متحده و ژاپن دریافت که وجود سهامداران عمده در ترکیب مالکیت شرکت با ارزش شرکت، رابطه معناداری دارد. طبقه بندی صنعت یک مشکل دیرینه در تحقیقات مالی است. اگرچه کدهای استاندارد طبقه بندی صنعت (SIC) از سال ۱۹۳۹ در دسترس هستند، اما در حال جایگزینی با کدهای سیستم طبقه بندی صنعت آمریکای شمالی (NAICS) هستند. در همان زمان، سیستم استاندارد طبقه بندی صنعت جهانی (GICS) که به طور مشترک توسط استاندارد اند پورز (S&P) و مورگان استنلی کپیتال بین المللی (MSCI) توسعه یافته است، نیز به ویژه در بین متخصصان مالی به طور گسترده پذیرفته می شود. (کاوود^۵، ۲۰۱۵).

۲-۲- ساختار سرمایه

ساختار سرمایه، به انگلیسی: (Capital structure) در دانش مالی، به روشی که شرکت از طریق آن سرمایه گذاری می کند، ساختار سرمایه گفته می شود. یک شرکت می تواند در سهام عادی یا ممتاز، از طریق درآمد کسب شده (که در شرکت حفظ شده است) یا از طریق دریافت بدهی، سرمایه گذاری کند؛ بعضی اوقات یک شرکت از ترکیب این ساختارها بمنظور سرمایه گذاری استفاده می کند. (بالانا و همکاران^۶، ۲۰۱۲)

ساختار سرمایه ترکیبی از سرمایه بلند مدت یک شرکت را توصیف می کند که از ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام تشکیل شده است و نوعی تأمین مالی دائمی است که از رشد شرکت و دارایی های مرتبط حمایت می کند. به عنوان یک فرمول، اجزای سرمایه یک شرکت برابر است با تعهدات بدهی به اضافه کل حقوق صاحبان سهام:

$$\text{Capital Structure} = \text{DO} + \text{TSE}$$

$$\text{DO} = \text{تعهدات بدهی}$$

$$\text{TSE} = \text{کل حقوق صاحبان سهام}$$

هنگام تحلیل ساختار سرمایه نسبت بدهی های کوتاه مدت و بلند مدت در نظر گرفته می شود و در اینگونه مباحث هنگامی که به ساختار سرمایه اشاره می شود، معمولاً به نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام اشاره دارد که بیان کننده میزان ریسک پذیری یک شرکت می باشد. معمولاً شرکت ها اغلب از طریق دریافت بدهی، سرمایه گذاری می کنند که این روش همواره ریسک اعتباری زیادی را نیز برای این شرکت ها، در بر خواهد داشت. (ویراکودی و همکاران^۷، ۲۰۰۳)

1 Cuervo, 2002

2 Kawode, 2015

3 Jayesh Kumar, 2004

4 Bruce Seifert et al, 2002

5 Kawode, 2015

6 Balana, 2012

7 Weerakkody, 2003

(بانکو نوانچا و همکاران، ۲۰۰۸) نیز دریافتند که انتخاب ساختار سرمایه یک شرکت نه تنها تحت تأثیر ویژگیهای خاص خود شرکت قرار میگیرد، بلکه تحت تأثیر محیط پیرامون خود و عواملی همچون سلامت کلی اقتصاد، وجود بازارهای مالی و میزان اعتبارات بخش بانکداری کشور هم قرار میگیرد؛ بنابراین میتوان دریافت که سیاست گذارهای دولت در مورد عوامل عمده اقتصادی بر ساختار سرمایه شرکتها میتواند اثرگذار باشد، لذا این پرسش مطرح میشود که آیا متغیرهای اقتصاد کلان میتوانند در ارائه یک ترکیب بهینه سرمایه در صنایع و فعالیتهای مختلف شرکتها و مؤسسه‌ها تأثیر داشته باشند؟ با توجه به اینکه کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، از درجه بالایی از بی ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی برخوردار هستند و رشد تولید، تورم، نرخ ارز و سایر متغیرهای مهم اقتصاد کلان نسبت به اقتصاد کشورهای صنعتی در معرض نوسانهای بیشتری هستند، این نوسانات به نوبه خود، محیط نامطمئنی را برای سرمایه‌گذاران ایجاد و باعث میشود تا سرمایه‌گذاران نتوانند به سهولت و با اطمینان بیشتر در مورد سرمایه‌گذاری آتی تصمیم‌گیری کنند و احياناً متحمل زیانهای وسیعی میشوند. نا اطمینانی حاصل از منابع مختلف، موجب تغییر در روش و نوع تصمیمهای عاملین اقتصادی میشود که این تصمیم‌ها در نهایت بر روی فعالیت واقعی آنها تأثیر میگذارد. (حیدری و بشیری، ۱۳۹۱) لذا در تحقیق حاضر تأثیر شرکت، صنعت و مالکیت متمرکز بر ساختار سرمایه در بازار مالی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۳-۲- بازارهای مالی

بازار مالی بازاری است که در آن افراد حقیقی و حقوقی می‌توانند به معامله اوراق ضمانت مالی، کالا و دیگر دارایی‌های مثلی (عوض دار) با هزینه مبادلاتی پایین و در قیمت‌هایی که تابع عرضه و تقاضا هستند، بپردازند. اوراق ضمانت شامل سهام، اوراق قرضه و برخی کالاها (شامل فلزات گرانبها یا محصولات کشاورزی) می‌شوند.

دو نوع بازار عمومی (جایی که انواع زیادی از کالاها در آن معامله می‌شود) و بازار اختصاصی (جایی که تنها یک نوع کالا معامله می‌شود) وجود دارند. بازارها خریداران و فروشندگان علاقه‌مند زیادی شامل خانوارها، شرکتها و آژانس‌های دولتی را در یک «مکان» جمع می‌کند، لذا پیدا کردن همدیگر را برای آنها آسان می‌سازد. اقتصادی که اصولاً برای اختصاص منابع بر معاملات میان خریداران و فروشندگان وابسته است، به عنوان اقتصاد بازاری شناخته می‌شود که در مقابل اقتصاد دستوری یا اقتصاد غیر بازاری مثل اقتصاد هدیه محور است. (کوپلند، جی اف وستون^۱، ۱۹۸۸)

در علم مالی، بازارهای مالی این موارد را تسهیل می‌کنند:

۱. افزایش سرمایه در بازارهای سرمایه
۲. انتقال ریسک در بازارهای مشتقات مالی
۳. کشف قیمت
۴. داد و ستدهای بین‌المللی با همکاری بازارهای مالی جهان
۵. انتقال نقدینگی در بازارهای پولی
۶. معاملات بین‌المللی در بازارهای ارز

و در کل، افرادی که نیازمند سرمایه هستند را به افرادی که تمایل به سرمایه‌گذاری دارند معرفی می‌کنند. عموماً قرض‌گیرنده رسیدی را به قرض‌دهنده می‌دهد که بازپرداخت سرمایه را تضمین می‌کند. این رسیده‌ها اوراق ضمانت هستند که به سادگی خرید و فروخته می‌شوند. در مقابل قرض دادن پول به قرض‌گیرنده، قرض‌دهنده انتظار پاداشی در غالب بهره یا سود سهام دارد. (ریاض علی هارون و همکاران^۲، ۲۰۲۱)

۳- پیشینه پژوهش

(متان و همکاران، ۱۳۸۹) از جمله مسایل و موضوعاتی که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با آن مواجه اند ساختار سرمایه می‌باشد. اینکه چه حجمی از ساختار سرمایه بدهی باشد و چه حجمی از آن را حقوق صاحبان سهام تشکیل دهد تا در نهایت به عنوان (ساختار سرمایه بهینه) موجب حداقل نمودن (هزینه تأمین مالی) یا (هزینه سرمایه) و به تبع آن افزایش ارزش بازار سهام شرکت‌ها گردد، از دیرباز به عنوان یک مساله عمده و مهم مطرح بوده است. عوامل موثر بر نگرش مدیران مالی در ارتباط با منابع و مصارف سرمایه، چرایی و چگونگی انتخاب منبعی خاص را با توجه به مقتضیات محیط بیرون و نیز پدیده‌های غالب و ویژگی‌های درون شرکتی تعیین می‌کند. در واقع در این تحقیق سعی شده است تا به بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های شرکت مانند اندازه شرکت، ساختار دارایی، سودآوری، رشد مورد انتظار، نسبت پوشش هزینه بهره، نسبت آبی و بازده دارایی‌ها در

¹ Bunkanwanicha et al, 2008

² Copeland, Weston, 1988

³ Razali Haron et al, 2021

تعیین ساختار سرمایه شرکت ها پرداخته شود تا با جمع آوری اطلاعات واقعی، مدیران مالی، سرمایه گذاران و وام دهندگان بتوانند از نتایج آن استفاده کنند. به همین منظور تعداد ۱۳۲ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران از روش نمونه گیری غربالگری به عنوان نمونه انتخابی جهت بررسی انتخاب گردیده است. برای انجام این کار از ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی (داده‌های تلفیقی) استفاده می شود. به این صورت که با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی از قبیل متدولوژی داده‌های تلفیقی (Panel Data) پانل دیتا رابطه بین متغیرها ارزیابی و آزمون می شود. برای برآورد مدل، ابتدا آزمون F و هاسمن انجام خواهد شد تا بهترین مدل از میان داده‌های تلفیقی معمولی، اثرات ثابت ((Fixed effect) و اثرات تصادفی ((Random effect انتخاب می شود. در این راستا از نرم افزار (Eviews) ویرایش ششم بهره برداری و نرم افزار اکسل برای محاسبات متغیرها استفاده شد. نتایج بررسی، این فرضیه را تایید قرار می دهد که یک رابطه منفی و معنی دار بین ساختار سرمایه شرکت با ساختار دارایی، سودآوری، رشد مورد انتظار، نسبت آبی شان و بازده دارایی ها وجود دارد و یک رابطه مثبت و معنی دار بین ساختار سرمایه شرکت با اندازه شرکت و نسبت پوشش هزینه بهره وجود دارد.

(حسنعلی و همکاران، ۱۳۹۰) هدف اصلی این تحقیق بررسی تاثیر فرصتهای رشد بر رابطه‌ی بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۷ است. قبل از تجزیه و تحلیل داده ها آزمون های پایایی متغیرها، آزمون چاو و هاسمن به منظور تعیین مدل مناسب برای برآورد پارامترها و تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته استفاده شد. سپس، از طریق داده‌های ترکیبی و مدل اثرات ثابت فرضیه های تحقیق مورد آزمون قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان میدهد بین ساختار سرمایه و سود تقسیمی با ارزش شرکت رابطه‌ی معنی داری وجود دارد و در حالت وجود فرصتهای رشد، این رابطه ی منفی و معنی دار است اما بدون فرصتهای رشد، رابطه مثبت و معنی دار خواهد بود. همچنین، نتایج نشان داد که رابطه غیرخطی و معنی داری بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت وجود داشته و فرصتهای رشد تاثیر معنی داری بر این رابطه‌ی دارد.

(احمد پور و سلیمانی ۱۳۸۶) هدف این پژوهش بررسی تجربه رابطه میان نوع صنعت و اندازه شرکت ها بر ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در آغاز، با استفاده از نسبت بدهی، وجود تفاوت در ساختار سرمایه در گروه های صنعت بررسی گردید. فرضیه صفر که باید مورد آزمون قرار می گرفت، به این صورت بود. ساختار سرمایه شرکت ها در صنایع بورس اوراق بهادار تهران، یکسان است. آزمون به صورت مقطعی و با استفاده از روش آماری ناپارامتریک کروسکال - وایس انجام پذیرفت و فرضیه صفر رد گردید. در قسمت بعد، شرکتهای بی در نظر گرفتن نوع صنعت بررسی شدند. هدف این بخش، تایید وجود رابطه میان اندازه و ساختار سرمایه بود. این کار با محاسبه ضریب همبستگی رتبه ای اسپیرمن انجام شد. از آن جا که ضریب همبستگی در همه سال های مورد آزمون (۱۳۷۲-۱۳۸۱) با اهمیت نبود، رابطه میان اندازه و ساختار سرمایه تایید نشد.

(فضلعلی و همکاران ۱۳۸۶) یکی از ویژگی های بازارهای نوظهور امروز، توجه به پارامتر سرمایه و روش‌های موثر بر حفظ و ایجاد ارزش شرکت و مدیریت ریسک شرکت در بازارهای تأمین مالی است. ضرورت این امر، داشتن آگاهی جامع نسبت به جایگاه شرکت در بازارهای مالی و نیز محیط پیرامون اثرگذار بر عملکرد شرکتهای مختلف در قالب صنایع مختلف است. به لحاظ متفاوت بودن پارامترهای درونی شرکت ها و صنایع مختلف نظیر وضعیت دارایی ها، اندازه شرکت، میزان سودآوری و فرصت های رشد، نوع تأمین مالی و ساختار مالی و بالتبع آن ریسک این شرکت ها متفاوت است. در این تحقیق سعی شده است تاثیر عوامل مذکور را بر استفاده از روش تأمین مالی اهرمی مورد سنجش قرار دهیم. نتایج حاصله ضمن تایید اثر عوامل خاص هر صنعت بر ساختار مالی شرکت ها، پیشنهادات ویژه ای نیز به منظور استفاده مدیران شرکت ها ارائه نموده است.

(ریاض علی هارون و همکاران^۱، ۲۰۲۱) هدف ارزیابی تأثیر عوامل تعیین کننده شرکت، سطح صنعت و تمرکز مالکیت بر تصمیم ساختار سرمایه پویا و تحلیل نظریه‌های حاکم بر آن است. با استفاده از مدل پنل دینامیکی روش تعمیم یافته گشتاورها (یک مرحله‌ای و دو مرحله‌ای) با استفاده از داده‌های تابلویی از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۴ به بررسی رابطه بین تعیین کننده‌ها و اهرم‌ها می‌پردازد. نتایج به تعاریف مختلف اهرم، ناهمگنی، خود همبستگی، چند خطی و نگرانی درون‌زایی قوی هستند. شرکتهای در حال رشد و شرکتهایی که در یک صنعت بسیار متمرکز فعالیت می‌کنند، از سطح بالایی از بدهی استفاده می‌کنند و از سپر مالیاتی (نظریه مبادله) استفاده می‌کنند. با این حال، اگر شرکت ها در یک محیط بسیار پویا فعالیت کنند، برای جلوگیری از خطر ورشکستگی، بدهی کمتری می‌گیرند. شرکتهای تأمین مالی بدهی را انتخاب می‌کنند تا شاید به‌عنوان یک مکانیسم کنترلی برای کاهش تعارضات نمایندگی که ممکن است بین سهامداران بزرگ کنترل کننده و اقلیت وجود داشته باشد، عمل کند. شرکتهای قدیمی و بسیار سودآور با دارایی‌های مشهود و نامشهود و سطح نقدینگی بالا که در محیطی با پویایی بالا فعالیت می‌کنند، از تئوری سفارشی پیروی می‌کنند. این مطالعه رگرسیون هر صنعت را به صورت جداگانه انجام نمی‌دهد. همه صنایع با هم ترکیب شده اند، زیرا تمرکز اصلی این مطالعه بررسی عوامل موثر بر اهرم شرکت ها به طور کلی بدون توجه خاص به صنعت است. بیش در مورد تأثیر تمرکز مالکیت و ویژگی‌های صنعت جدید است، بنابراین شکاف موجود در ادبیات را پر می‌کند.

1 Razali Haron et al, 2021

در مقاله حاضر اهمیت و نقش متغیرهای توضیحی بر ساختار سرمایه مورد ارزیابی قرار گرفته است. همچنین، همسویی متغیرهای توضیحی بر ساختار سرمایه مورد کنکاش قرار گرفته است.

۴- فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش که در قسمت های قبل توضیح داده شد و به منظور حصول اهداف پژوهش فرضیه‌های زیر در نظر گرفته شده است.

۱. اندازه شرکت تأثیر مثبت و معنی دار بر ساختار سرمایه دارد.
۲. نقدینگی شرکت ها تأثیر منفی و معنی دار بر ساختار سرمایه دارد.
۳. سودآوری شرکت تأثیر منفی و معنی دار بر ساختار سرمایه دارد.
۴. رشد شرکت تأثیر منفی و معنی دار بر ساختار سرمایه دارد.

۵- داده ها و روش شناسی

پژوهش حاضر از نظر ماهیت یا روش اجراء یک پژوهش توصیفی از نوع همبستگی می‌باشد زیرا به سعی در تبیین روابط میان چهار متغیر دارد. همچنین از نظر هدف یک پژوهش کاربردی است زیرا نتایج حاصل از آن توسط طیف وسیعی از استفاده کنندگان مورد استفاده قرار می‌گیرد.

۵-۱- داده ها (جامعه مورد پژوهش)

این مطالعه بین ۳۰ شرکت ایرانی غیرانتفاعی را از سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۴۰۰ با داده‌های استخراج شده از صورتهای مالی شرکتها، جریان داده ها تجزیه و تحلیل می‌کند، در حالی که داده‌های به صورت دستی از گزارش‌های سالانه شرکتها جمع‌آوری می‌شود و در سترسی به داده‌های سالانه شرکتها از سایت کدال استفاده شده است. شرکت‌های مالی (بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و صندوق های سرمایه‌گذاری) با توجه به ادبیات موضوع از نمونه حذف شده اند. نمونه ها شامل شرکت‌هایی از صنایع مختلف می‌باشد که تمام آنها از صنایع (شیمیایی، فرآورده های نفتی، فلزات، استخراج فلزات، دارویی، غذایی، ساخت فلز، تولید برق، حمل و نقل، سیمان، ساختمان، قند و رایانه) ایران میباشد.

جدول ۱: متغیر ها، نحوه اندازه گیری متغیر ها و ارجاع به فرضیات

متغیر	اندازه گیری	فرضیه
اندازه شرکت	لوگاریتم دارایی‌ها	۱
نقدینگی	نسبت دارایی جاری به بدهی جاری	۲
سود آوری	نسبت سود قبل از مالیات به کل داراییها	۳
رشد شرکت	نسبت حقوق مالکانه به بدهی	۴

۵-۲- توسعه متغیرهای مستقل

اندازه شرکت: انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگتر که کمتر تحت تأثیر مشکل عدم تقارن اطلاعات قرار می‌گیرند، دسترسی بهتری به مصرف بدهی داشته باشند. شرکت‌های بزرگتر نیز متنوع‌تر هستند، بنابراین تمایل به شکست نسبتاً کمتر است. نقدینگی: یک شرکت نقدشونده معمولاً همانطور که توسط POT توضیح داده شده است از وجوه داخلی قابل توجهی برخوردار است و بنابراین به تأمین مالی بدهی متکی نیست زیرا آنها می‌توانند سود انباشته عظیم خود را برای تأمین مالی عملیات و سرمایه گذاری خود انتخاب کنند؛ بنابراین بین نقدینگی و ساختار سرمایه رابطه منفی انتظار می‌رود. نقدینگی شرکت با دارایی جاری نسبت به بدهی جاری نشان داده می‌شود

سودآوری: شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا از مشکل اطلاعات نامتقارن اجتناب کنند، زیرا بر انتخاب تأمین مالی یک شرکت تأثیر زیادی می‌گذارد. به نظر می‌رسد مدیران شرکت‌های بسیار سودآور و جریان‌های نقدی، منابع داخلی را به عنوان اولویت اول خود ترجیح می‌دهند، زیرا ارزان‌ترین وجوه را به جای استفاده از تأمین مالی خارجی، اعم از بدهی یا سهام برای تأمین مالی

۱- یک نهاد بین المللی حسابداری می‌باشد که در خصوص متغیرهای حسابداری اظهار نظر میکند.

سرمایه‌گذاری‌های خود برای کاهش و اجتناب از مشکل اطلاعات نامتقارن ترجیح می‌دهند. همانطور که توسط POT توضیح داده شده است، انتظار می‌رود سودآوری بر ساختار سرمایه تاثیر منفی بگذارد.

رشد شرکت: شرکت‌ها با رشد سریع برای توسعه بیشتر به منابع مالی قابل توجهی نیاز دارند. بر اساس تئوری نمایندگی، انتشار سهام روش ترجیحی تأمین مالی برای انتقال سیگنال‌هایی به خارج از کشور مینی بر اینکه آنها از هرگونه سرمایه‌گذاری کم و مسائل جایگزینی دارایی آزاد هستند، خواهد بود. سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری و در نتیجه گسترش بیشتر شرکت دریغ نخواهند کرد، بنابراین رابطه منفی با اهرم را نشان می‌دهد. POT همچنین یک رابطه منفی راپیش بینی میکند زیرا به نظر میرسد شرکت‌ها با رشد خوب دارای سود انباشته زیادی هستند. شرکت‌های در حال رشد با درآمد‌های انباشته عظیم در مقایسه با سرمایه‌گذاری‌ها و هزینه‌های رشد، در نتیجه نسبت بدهی آن‌ها را کاهش میدهند.

روش شناسایی: این مطالعه از یک رگرسیون پانل پویا برای تخمین رابطه بین ساختار شرکت و عوامل تعیین‌کننده در سطح شرکت و صنعت استفاده می‌کند که بر اساس gmm (سیستم یک مرحله‌ای و دو مرحله‌ای) برآورد شده. gmm یک تخمین‌گر داده‌های تابلویی است که به‌طور گسترده برای کنترل درون‌زایی و همچنین برای برآوردن ماهیت پویای مطالعه ساختار سرمایه استفاده می‌شود. (روزعلی هارون، ۲۰۲۱)

۵-۳- مدل پژوهش

$$Lev_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it(-1)} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LOV_{it} + \beta_4 PROF_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته Lev تعریف شده است و نحوه بدست آوردن آن این‌گونه می‌باشد که کل دارایی تقسیم بر کل بدهی میشود و i نشان دهنده شرکت و t نشان دهنده دوره‌های زمانی می‌باشد (بنکوان چاو ۲۰۰۸ و کاوو ۲۰۱۹). عوامل تعیین‌کننده سطح شرکت شامل SIZE (اندازه شرکت)، LOV (نقدینگی)، PROF (سود آوری)، GROW (رشد)، ε متغیر تعدیل‌کننده یا خطا می‌باشد. متغیر تعدیل‌کننده همان متغیرهای توضیحی حذف شده از مدل می‌باشد که به عنوان جز اخلال در نظر گرفته شده است.

۶- تجزیه و تحلیل و یافته‌ها

در این مرحله برای تخمین الگو ابتدا به بررسی آماره‌های توصیفی و همچنین اجرای آزمون‌های کنترلی برای الگوی برآوردی می‌پردازیم.

۶-۱- آماره‌های توصیفی

آماره‌های توصیفی پژوهش به شرح جدول ۲ می‌باشد.

جدول شماره ۲ آماره‌های توصیفی

آماره	ساختار سرمایه	رشد	نقدینگی	سودآوری	اندازه شرکت	چارک برا
میانگین	0.411589	2.159203	2.064472	0.352500	8.274252	1.86e-16
میانه	0.368829	1.711283	1.596509	0.351708	8.181664	0.003649
حداکثر	0.828287	10.48839	5.289326	0.678258	9.481571	0.175830
حداقل	0.087044	0.207311	0.747658	0.047849	7.570946	-0.164621
انحراف معیار	0.201272	1.977159	1.158833	0.161504	0.464634	0.088788
چولیدگی	0.682123	2.433795	1.433398	0.050019	0.741074	0.171213
کشدگی	2.538980	10.85755	4.565693	2.029431	3.294051	2.644638

همان‌گونه که در جدول ۲ ملاحظه می‌شود برای کلیه متغیرها، شاخص‌های مرکزی و پراکندگی بطور جداگانه محاسبه شده است. از آنجایی که میانگین اصلی‌ترین شاخص است. مقدار میانگین دقیقاً در نقطه تعادل و مرکز ثقل داده‌ها قرار می‌گیرد. متغیرهایی دارای کیفیت مناسب می‌باشند که بین میانگین و میانه آن‌ها اختلاف چندانی وجود نداشته باشد. همانطور که در جدول ۲ نیز مشاهده میشود، میانگین و میانه اکثر متغیرها نزدیک به هم بوده که این نشان از توزیع نرمال متغیرهای پژوهش دارد. مقدار چارک برا برابر با ۰.۳۲۴۷۱۷ می‌باشد و سطح معنی داری آن ۰.۵۸۰۱۳۶ می‌باشد که بیانگر این است که داده‌های باقیمانده داری توزیع نرمال هستند.

۶-۲- آزمون ریشه واحد

هنگام استفاده از این آزمون ابتدا بر اساس آماره وقفه بهینه متغیرها تعیین می‌گردد، سپس با استفاده از آزمون خودهمبستگی کائو وجود خودهمبستگی سریالی، در اجزای اخلاص معادله برآورد شده مورد سنجش قرار می‌گیرد و اگر آماره آزمون از لحاظ آماری معنادار نباشد، یک عدد از تعداد وقفه‌ها کاسته و دوباره معادله برآورد می‌گردد. این عمل تا جایی تکرار می‌شود که آماره آزمون معنادار گردد.

جدول ۳ بیانگر آزمون ریشه واحد صورت گرفته برای تک تک متغیرهای تحقیق مورد استفاده است. برای انجام آزمون ریشه از نرم افزار Eviews استفاده گردیده است.

جدول ۳- آزمون لوین، لین و چوتی

متغیرها	مقدار آماره	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
GROW (رشد)	-۲۴۶۳۰۳	۰.۰۰۰۰	مانا بودن
LOV (نقدینگی)	-۵.۷۲۸۳۱	۰.۰۰۰۰	مانا بودن
PROF (سود آوری)	-۱۰.۴۵۶۴	۰.۰۰۰۰	مانا بودن
SIZE (اندازه)	-۱.۲۹۳۸۴	۰.۰۹۷۹	مانا نیست

به دلیل اینکه متغیر مستقل یا توضیحی (اندازه شرکت) بیش از ۰.۰۵ می‌باشد ما به کمک آزمون هم انباشتگی وجود همبستگی بین متغیرها را آزمون می‌کنیم.

۳-۶ آزمون هم انباشتگی

آزمون همجمعی به قرار جدول شماره ۴ می‌باشد.

جدول ۴- آزمون هم انباشتگی

نام آزمون	مقدار آماره	نتیجه آزمون	نتیجه آزمون
آزمون هم انباشتگی	-5.974021	0.0000	انباشته است

فرض صفر مربوط به وجود ریشه واحد رد شده و از طرفی وجود رابطه هم انباشتگی بین متغیرها تأیید می‌گردد. با توجه به اینکه مقدار احتمال کمتر از ۰.۰۵ است پس فرض نداشتن همبستگی رد می‌شود و در نتیجه مدل و متغیر ما انباشته هستند.

۴-۶ آزمون عامل تورم واریانس (vif)

با توجه به مدل پردازش پژوهش متوجه آن می‌شویم که از چند متغیر مستقل استفاده شده است و با توجه به فرمول آزمون عامل تورم انجام می‌شود به دلیل اینکه همخطی بین داده‌های پژوهش وجود نداشته باشد. به عنوان مثال با توجه به افزایش نقدینگی به طبع سود آوری شرکت هم افزایش نیابد. آزمون عامل تورم واریانس به شرح جدول ۵ می‌باشد.

جدول ۵- آزمون عامل تورم واریانس

متغیرها	نتیجه آزمون
GROW (رشد)	4.483874
LOV (نقدینگی)	3.993546
PROF (سود آوری)	1.760622
SIZE (اندازه)	1.936045

با توجه به اینکه مقدار این آزمون برای متغیرهای مستقل کمتر از ۵ می‌باشد نتیجه می‌گیریم مسئله هم خطی وجود ندارد و می‌توان تمامی متغیرهای مستقل مدل را در الگو تصریح نمود.

۵-۶- تشخیص نوع مدل

آزمون F لیمر

با توجه به اینکه داده‌های پژوهش حاضر داده‌های ترکیبی است، در این نوع داده‌ها به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. خلاصه نتایج این آزمون به شرح جدول ۶ می‌باشد.

جدول ۶- آزمون f لیمر

نام آزمون	Statistic	d.f	p-value	نتیجه
F لیمر	9.093084	(7,20)	0.0000	استفاده از روش پانل

با توجه به مقدار p-value که کوچکتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه روش داده های تابلویی پذیرفته می شود. در روش داده های تابلویی جهت انتخاب بین روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است.

آزمون هاسمن

به منظور انتخاب از میان مدل اثر تصادفی یا مدل اثر ثابت جهت اجرای رگرسیون به شیوه پانل از آزمون هاسمن استفاده شده است. آزمون هاسمن به شرح جدول شماره ۷ است:

جدول ۷- آزمون هاسمن

نام آزمون	Statistic	d.f	p-value	نتیجه
هاسمن	62.899740	(7,20) 4	0.0000	روش اثرات تصادفی

روش پانل برای اجرای رگرسیون به دو روش اثر تصادفی و اثر ثابت امکان پذیر است که به منظور انتخاب از میان این دو روش از آزمون هاسمن استفاده می شود. چنانچه سطح معنی داری آماره آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ باشد باید برای اجرای رگرسیون پانل از روش اثر تصادفی استفاده کنیم. با توجه به جدول ۷ مشخص است که سطح معنی داری مقدار آماره در آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است. لذا به منظور اجرای مدل رگرسیون به روش پانل باید از روش اثر تصادفی استفاده نماییم.

آزمون ناهمسانی واریانس

واریانس ناهمسانی به این معناست که در تخمین مدل رگرسیون مقادیر جملات خطا دارای واریانس های نابرابر هستند. در واقع ما در تخمین رگرسیون که با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی انجام می شود ابتدا فرض می کنیم که تمامی جملات خطا دارای واریانس های برابر هستند و بعد از آن که مدل را تخمین زدیم سپس با استفاده از یک سری روش ها و تکنیک ها به بررسی این فرض می پردازیم. آزمون ناهمسانی واریانس به شرح جدول ۸ می باشد.

جدول ۸- آزمون ناهمسانی واریانس

نوع آزمون	مقدار آماره	سطح معنی داری
عامل تورم واریانس (white)	0.994933	0.4973

با توجه به اینکه مقدار احتمال بیشتر از ۰/۰۵ می باشد خروجی فوق نشان می دهد که فرض ناهمسانی واریانس برقرار است.

اجرای رگرسیون پانل (تابلویی) به شیوه اثرات تصادفی

نتایج حاصل از اجرای مدل رگرسیون پانل به شیوه اثر تصادفی در ارتباط با فرضیه تحقیق به شرح جدول ۹ می باشد:

جدول ۹- مدل رگرسیون پانل

متغیرها	ضریب متغیرهای مستقل	انحراف معیار	ضریب متغیر مستقل / انحراف معیار	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
GROW	-0.074534	0.010192	-7.312761	0.0000	تاثیر گذار است
LOV	0.047183	0.017997	2.621666	0.0142	تاثیر گذار است
PROF	-0.697687	0.077806	-8.967023	0.0000	تاثیر گذار است
SIZE	-0.098832	0.028481	-3.470144	0.0018	تاثیر گذار است
عرض از مبدا	1.538810	0.235474	6.534936	0.0000	-
ضریب تعیین:	0.805402		ضریب تعیین تعدیل شده:	0.776572	
مقدار آماره:	27.93686		دوربین- واتسون	1.565121	
سطح معنی داری	0.000000				

همانطور که در جدول ۹ مشاهده می‌گردد ضرایب الگو از حیث مقدار، تطابق با مبانی نظری و پیشینه پژوهش دارد که در پایان نتیجه گیری به آن اشاره شده است. ضریب تعیین برابر 0.805402 می‌باشد که نشان میدهد ۸۰ درصد از تغییرات در متغیر وابسته توسط این مدل تبیین شده است بنا بر این مدل، مدل موفق است و آماره دوربین-واتسون $1,565121$ می‌باشد که نشان دهنده عدم همبستگی است. ضریب تعیین تعدیل شده به دلیل اینکه هرچه تعداد متغیرها افزایش یابد ضریب تعیین افزایش می‌یابد به همین دلیل ضریب تعیین تعدیل شده از این بابت مورد تبیین قرار می‌گیرد که مدل دور از افزایش متغیرهای توضیحی معنا دار است. همچنین به دلیل اینکه سطح معنی داری آماره برای ضریب همبستگی کمتر از 0.05 است می‌توان معنی دار بودن این تاثیر را پذیرفت. از طرف دیگر سطح معنی داری آماره (F) فیشر در ارتباط با مدل کمتر از 0.05 است که می‌توان گفت که مدل برازش شده به منظور آزمون فرضیه و تعیین تاثیر متغیر مستقل (رشد، نقدینگی، سودآوری، اندازه شرکت) بر متغیر وابسته (ساختار سرمایه) معنی دار (خطی) است.

۷- نتیجه گیری

فرضیه پژوهش حاضر عبارت است از اینکه: تاثیر شرکت، صنعت و مالکیت متمرکز بر ساختار سرمایه در بازار مالی می‌باشد. به منظور آزمون این فرضیه از تحلیل رگرسیون و همبستگی به روش پانل و شیوه اثرات تصادفی استفاده شده است. با توجه به جدول شماره ۹ نتایج حاصل نشان دهنده قبول فرضیه می‌باشد. همبستگی میان متغیرهای مستقل و وابسته ۷۷ درصد میباشد. همچنین سطح معنی داری آماره T در ارتباط با ضریب همبستگی کمتر از 0.05 است و به همین دلیل معنی دار بودن تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته پذیرفته می‌شود. به منظور معنی دار بودن یا خطی بودن مدل نیز از آزمون عامل تورم واریانس استفاده شده است. با توجه به اینکه مقدار این آزمون برای متغیرهای مستقل کمتر از ۵ میباشد نتیجه می‌گیریم مسئله هم خطی وجود ندارد و میتوان تمامی متغیرهای مستقل مدل را در کنارهم مورد آزمون نمود. با توجه به این نتایج در ارتباط با آزمون فرضیه پژوهش می‌توان چنین نتیجه گیری نمود که: اندازه شرکت، نقدینگی، سودآوری و رشد شرکت اثرات معناداری بر ساختار سرمایه شرکت دارد؛ و نوع اثراتی که دارد در خصوص اندازه شرکت، سود آوری و رشد شرکت معکوس است به این معنی که هرچه متغیرهای توضیح داده شده کاهش یابد ساختار سرمایه بهبود می‌یابد و میل آن به سمت حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد و در مورد متغیر نقدینگی معکوس است یعنی هرچه نقدینگی شرکت افزایش کاذب یابد ساختار سرمایه میل به بدهی نشان میدهد. بنا بر تجزیه تحلیل داده ها نشان دهنده این است که فرضیه اول و دوم پژوهش برقرار است و فرضیه سوم و چهارم پژوهش مغایر با نظریه های حاکم بر آن است. نتیجه پژوهش حاضر با نتیجه پژوهش های انجام شده در بازار مالی (متان و همکاران، ۱۳۸۹)، (حسنعلی و همکاران، ۱۳۹۰) و (فضلعلی و همکاران ۱۳۸۶) انطباق دارد.

پیشنهادهای پژوهشی برای انجام تحقیقات آتی از نظر نویسندگان به شرح ذیل میباشد:

- ۱: پیشنهاد می‌گردد متغیرهای توضیحی برای صنایع مختلف در بورس بصورت مجزا شناسی شود تا میزان اجتناب قابل اعمال در هر صنعت درک شود.
- ۲: پیشنهاد می‌گردد نحوه اندازه گیری متغیرهای توضیحی را تعدیل کنند و نحوه اندازه گیری متغیرهای توضیحی را آنالیز و تحریف کنند و در راستای آن تغییر دهند.

منابع

۱. احمدپور احمد، سلیمی امین (۱۳۸۶) تاثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). نشریه: علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز صفحه ۱۳-۳۵
۲. حسنعلی سینیایی، محمد سلگی، کامران محمدی (۱۳۹۰) تاثیر فرصت های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت. مجله پژوهشهای حسابداری مالی ص ۸۷-۱۰۲
۳. فضلعلی احسان، سلامی بهمن، شهرآیینی مصطفی (۱۳۸۶) بررسی تاثیر عوامل داخلی شرکت ها بر چگونگی شکل گیری ساختار سرمایه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران صفحه. مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی ۶۳-۸۴
۴. متان مجتبی، یحیی زاده فر محمود، نبوی چاشمی سیدعلی (۱۳۸۹) تاثیر ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهشگر (مدیریت) (مجله مدیریت استراتژیک صنعتی) صفحه ۴۲-۵۲
5. Ahmedpour Ahmed, Salimi Amin (2006) The effect of size and influence on capital structure (companies admitted to Tehran Stock Exchange). Journal: Social and Human Sciences, Shiraz University, page 35-13(in Persian)
6. Balana, Cynthia D. and Lawrence de Guzman. (2012). It's official: Philippines bests India as No. 1 in BPO Wayback Machine. The Philippine Daily Inquirer.

7. Bartov, E., Radharkrishnan, S. and Krinsky, I. (2002), "Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns". *The Accounting Review*: pp. 43-63.
8. Bruce Seifert, Halit Gonence and Jim Wright (2002). "The international evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders, Blockholders and Institute". Old Dominion University.
9. Bunkanwanicha, P., Gupta, J. and Rokhim, R. (2008), "Debt and entrenchment: evidence from Thailand and Indonesia", *European Journal of Operational Research*, Vol. 185 No. 3, pp. 1578-1595
10. Bushee, B.J. (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, Vol.73: pp. 305-334.
11. Copeland, J.F. Weston (1988): *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley, West Sussex
12. Cuervo, A. (2002). "Corporate Governance Mechanisms: A Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control" *An International Review*". 10, no. 2
13. Drobetz, W and Fix, R. (2003), "What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland", Working Paper No.4/03, Department of Finance, University of Basel.
14. Fazal Ali Ehsan, Salami Bahman, Shahr Ayini Mostafa (2006) Investigating the effect of internal factors of companies on the formation of capital structure of companies that are members of the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Auditing Reviews* 63-84(in Persian)
15. Jayesh Kumar. (2004). "Does Ownership Structure influence firm value?: Evidence from India", *Indira Gandhi Institute of Development Research, India*
16. Hassan Ali Sinaii, Mohammad Selgi, Kamran Mohammadi (2013) The effect of growth opportunities on the relationship between capital structure, dividend and ownership structure with company value. *Journal of financial accounting research*, pp. 87-102(in Persian)
17. Kawode, I. E. (2015). Capital market and the performance of the manufacturing industries in Nigeria 1970-2012. *European Journal of Business and Management*, 7(13), 11-22.
18. Khaw, K.L.-H. (2019), "Debt financing puzzle and internationalization", *Journal of Asia Business Studies*, Vol. 13 No. 1, pp. 29-52.
19. Kumar, S., Colombage, S. and Rao, O. (2017), "Research on capital structure determinants: a review and future directions", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 13 No. 2, pp. 106-132
20. Lopez Iturriaga, Felix and Vecente Crisostomo (2010), "Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation?" *Emerging Markets Finance & Trade / May-June 2010*, Vol. 46, No. 3, pp. 80-94.
21. Matan Mojtabi, Yahiizadeh Far Mahmoud, Nabavi Chashmi Seyed Ali (2009) The effect of company characteristics on its capital structure in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Research Journal (Management) (Journal of Industrial Strategic Management)* page 42-52(in Persian)
22. Myers, S. & Majluf, N. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, PP. 187-221.
23. Rodrigues, D.A. (2000). "Os Investimentos no Brasil nos Anos 90: Cenários Setoriais Regionais" [Capital Expenditures in Brazil in the 1990s: Industry and Regional Analysis]. *Revista do BNDES* 7, no. 13: 107-136 (available at www.bndes.gov.br)
24. Razali Haron. Naji Mansour Nomran. Anwar Hasan Abdullah Othman. Maizaitulaidawati Md Husin. (2021). The influence of firm, industry and concentrated ownership on dynamic capital structure decision in emerging market. *Journal of Asia Business Studies*. 213-226
25. Synn, C. J., & Williams, C. D. (2015), "Financial Reporting Quality and Optimal Capital Structure", In *The 8th CAPANA Annual Research Conference*", www.capana.net/www/conference2015/SynnWilliams.pdf.
26. Torre, A.; J.C. Gozzi; and S.L. Schmukler. (2007). "Capital Market Development: Whither Latin America?". Policy Research Working Paper Series, no. 4156, World Bank, Washington, DC.
27. Weerakkody, Vishanth, Currie, L. Wendy and Ekanayake, Yamaya. 2003. Re-engineering business processes through application service providers - challenges, issues and complexities. *Business Process Management Journal* Vol. 9 No. 6: 776-794
28. Zamzamin, Z.Z., Haron, R. and Abdullah Othman, A.H. (2021), "Hedging, managerial ownership and firm value", *Journal of Asian Business and Economic Studies*, Vol.

