



بررسی ارزشیابی بازار بر رابطه مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمدعلی دهستانی^۱، دکتر اکرم تفتیان^۲، عبدالله نیک سیرت^۳

^۱مربی گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

^۲استادیار، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

^۳دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

چکیده

پژوهش حاضر با هدف بررسی اثر ارزشیابی بازار بر رابطه مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طراحی و اجرا شده است. جامعه آماری، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. که با روش نمونه گیری حذفی ۱۰۶ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد. روش اصلی تحقیق حاضر توصیفی همبستگی می باشد. ابتدا اطلاعات و داده های جمع آوری شده از طریق نرم افزار اکسل سازماندهی و توصیف شده و سپس با توجه به مدل های اقتصادسنجی و با کمک نرم افزار ایویوز رابطه بین متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار می گیرد. به منظور آزمون وجود و همچنین بررسی شدت ارتباط میان متغیرها از رگرسیون خطی استفاده شد. با استفاده از رگرسیون چند متغیره به روش حداقل مربعات آزمون های مربوط انجام شده اند. نتایج حاکی از آن است که مالکیت مدیریتی به عنوان متغیر مستقل و ارزشیابی بازار به عنوان متغیر تعدیل کننده بر روی اهرم دفتری و بازار به عنوان متغیر وابسته تاثیر گذار است.

کلمات کلیدی: اهرم دفتری، اهرم بازار، مالکیت مدیریتی

۱- مقدمه

حداکثر کردن ارزش شرکت، مستلزم به کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و ریسک متناسب است. اساسی ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت و حداکثر کردن ارزش



شرکت است. از این رو یکی از مقولات مهم در راستای این امر، آگاهی از ساختار سرمایه و ساختار مالکیت است تا استفاده از آن بتوان استراتژی های لازم را در جهت کاهش هزینه های نمایندگی تدوین کرد [۱]. در بحث حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت یک ابزار حیاتی و مهم در کاهش مسئله نمایندگی است. تحقیقات قبلی نشان می دهد تضاد نمایندگی در ساختار مالکیت، بر عملکرد شرکت اثر دارد با این حال، تنها مطالعات معدودی به بررسی شیوه تاثیر گذاری ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت با در نظر گرفتن مسئله نمایندگی پرداخته اند. یکی از تحقیقات ساختار سرمایه در استفاده از مسئله تضاد نمایندگی مالک - مدیر جنسن و مکلینگ [۲] استناد کرده و استدلال می کنند که مدیران برای بهبود ثروت مالی خویش اقدام به اتخاذ تصمیمات ساختار سرمایه می کنند طوری که رفتار آنها موجب حداکثر شدن ارزش شرکت نمی شود. بدهی یک ابزار تنظیمی می باشد که می توان از آن برای کاهش مساله نمایندگی از طریق محدود کردن رفتار سرمایه گذاری بیش از حد مدیریت استفاده کرد [۳]. منابع و مطالعات حاکی از آن می باشند که ارزش گذاری بازار اثر متقابلی با ساختار مالکیت در تعیین سطوح اهرم مالی و سیاست های تامین مالی خارجی دارد. (باکر و وارگلر ۲۰۰۲) [۴] استدلال می کنند که شرکت ها زمانی بودجه و منابع مالی خود را افزایش می دهند که هزینه سرمایه آنها موقتا پایین باشد و این که انتشار سهام قبلی دارای اثر طولانی مدتی بر روی اهرم مالی داشته باشد. ولچ (۲۰۰۴) [۵] بیان می دارد که نوسانات قیمت سهام خود شرکت، یکی از عوامل اصلی موثر بر تغییرات ساختار سرمایه است. برای مثال، قیمت سهام شرکت به دلیل افزایش تقاضا از طرف سرمایه گذاران تحت شرایط رونق بازار بیش از حد ارزش گذاری می شود. این طبیعتا منجر به انتشار مالکیت مدیریتی به دلیل انتشار سهام و فروش سهم شده و به این ترتیب، سطوح بدهی را کاهش می دهد. در این راستا، پدرسون و تامسون (۲۰۰۰) [۶] ارزش گذاری بازار سهام را یک عامل موثر احتمالی بر ساختار مالکیت شرکت در نظر می گیرند. مالکیت مدیریتی به منافع مدیریتی با سهامداران کمک می کند [۷]. یکی از اهداف مدیران افزایش ثروت سهامداران است. بنابراین، مدیرانی که مالکیت مدیریتی ندارند، ممکن است تصمیم هایی را بگیرند که در راستای منافع سهامداران نباشد. چنین تضادهایی منجر به مشکلات نمایندگی شده و شرکت هزینه های سنگینی را متحمل می شود. (جنسن، ۱۹۸۶) [۳] حاکمیت شرکتی راه حل این مشکل می باشد که به عنوان مسأله ای مهم در زمینه توسعه فرایندهای مالی ظهور کرده است. به طور عمده در شرکت ها، مدیران به عنوان نماینده از طرف مالکان عمل می کنند؛ بنابراین، انتظار می رود که مدیران شرکت در راستای منافع و اهداف سهامداران عمل کنند.

۲- ادبیات و مروری بر پیشینه پژوهش

حاکمیت شرکتی شامل: ترکیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی است که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت ها را تعیین می کند یکی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی، مالکیت مدیریتی است که باعث کاهش تضاد نمایندگی (تضاد بین مدیران و سهامداران) می شود و برای شرکت ایجاد ارزش می کند. جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶ [۲] معتقدند که اگر مدیران سهامدار شرکت هم باشند برای انحراف از حداکثر سازی ثروت سهامداران تمایل کمتری دارند. تحقیقات زیادی نشان دهنده تاثیر مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت ها است؛ زیرا تعداد سهامی که در اختیار مدیریت شرکت است می تواند انگیزه ای برای تصمیمات مختلف بر مبنای منفعت سهامداران باشد و این تصمیمات موجب افزایش یا کاهش ارزش شرکت

¹ Baker, M., & Wurgler

² Welch

³ Jensen

⁴ Jensen, M., & Meckling



شود. با افزایش سهم مدیر از مالکیت شرکت تضاد منافع بین سهامداران و همچنین مشکلات نمایندگی و هزینه‌های مرتبط با آن از جمله حسابداری مستقل کاهش می‌یابد زیرا مدیری که خود از سهامداران شرکت است برای حفاظت از منابع شرکت انگیزه بیشتری دارد [۸]. طیف قابل توجهی از تحقیقات از دیدگاه کاربردی حاکی از آن می‌باشند که تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها به شدت تحت تاثیر اهداف، خواسته‌ها و سلاقی مدیران قرار دارد [۹]. جنسن (۱۹۸۶) [۸] استدلال می‌کند که مسئله خطر اخلاقی مدیریت، اثر معنی داری بر روی تصمیمات ساختار سرمایه دارد. مدیران برای رشد می‌توانند در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (NPV) مشارکت کنند به خصوص اگر شرکت دارای مقادیر زیادی جریان نقدی آزاد بعد از تامین مالی همه پروژه‌های دارای (NPV) مثبت باشد. الزامات مربوط به بدهی می‌تواند این نقدینگی آزاد قابل دسترس برای ثروت شخصی مدیران را کاهش دهد [۹]. با این وجود، مدیران می‌توانند از بدهی برای حفظ فرصت طلبی مدیریتی خود اجتناب کنند که مطابق با شواهد تجربی ای است که مبنی بر آن شرکت‌هایی با قدرت کنترل مدیریتی قوی تر تمایل کم تری برای استفاده از بدهی دارند [۱۰]. با استفاده از تئوری نمایندگی و براساس شواهد پیمایش انجام شده توسط (برگر، ۱۹۹۷) [۱۰] یک رابطه قوی بین مالکیت مدیریت و انتخاب بین انتشار سهام و اوراق قرضه وجود دارد. در مدل انتخاب نامطلوب (میرز و ماجلوف ۱۹۸۴) [۱۱] مدیران برای کاهش مسئله سرمایه گذاری ناکافی، انتشار اوراق قرضه را نسبت به انتشار سهام انتخاب می‌کنند. این مسئله ناشی از وجود عدم تقارن اطلاعاتی است که در آن سهام داران فعلی در مورد ارزش شرکت نسبت به سرمایه گذاران جدید آگاهی بیشتری دارند. با فرض اینکه مدیران به نفع سهام داران فعلی شرکت عمل می‌کنند، آن‌ها تنها در صورتی که شرکت فاقد سرمایه داخلی باشد یا فرصت‌های رشد، داری ریسک باشد، یک پروژه جدید را با انتشار سهام تامین مالی می‌کنند. در نتیجه، سهام جدید در بازار کمتر از مقدار واقعی قیمت گذاری می‌شوند. این ناکافی بودن سرمایه را می‌توان با تامین مالی پروژه با استفاده از روش تامین مالی که به احتمال کم تری در بازار نامناسب قیمت گذاری می‌شود کاهش داد. بنابراین، مدیران، مطابق نظریه سلسله مراتبی، سرمایه داخلی را به عنوان گزینه اول و بعد از آن انتشار بدهی و انتشار سهام را به عنوان آخرین گزینه در نظر می‌گیرند [۱۱]. با این وجود، مدیران فعلی، انتظار دارند تا سهام را براساس چندین فرض منتشر کنند: اولاً، نرخ بهره منظم بر بدهی موجب کاهش احتمال سرمایه گذاری بیش از حد مدیریت می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶) دوماً، مدیران تمایلی به پذیرش کنترل توسط بستانکاران خارجی را ندارند (زیبول، ۱۹۹۶) [۱۲] سوماً، سطوح بدهی بالا با ریسک بالای ورشکستگی و بحران مالی ارتباط دارد. چون مدیران ریسک تعدیل نیرو ناشی از بحران مالی یا ورشکستگی را تحمل می‌کنند [۱۳]. به عبارت دیگر، وقتی که از دست دادن کنترل دغدغه اصلی نباشد، شرکت‌ها تمایل بیشتری برای تامین مالی پروژه‌ها شرکت جهت رشد را با انتشار سهام دارند.

۱-۲- تاثیر ارزش گذاری بازار بر رابطه بین تصمیمات تامین مالی و مالکیت

بر طبق تئوری زمان بندی بازار، مدیران، عرضه سهام را برای منتفع شدن از هزینه پایین موقت سهام، زمان بندی می‌کنند (بیکر و وارگلر، ۲۰۰۲) [۴] در مطالعه خود دریافتند که، ارزش‌های بازاری بالا نسبت به ارزش‌های بازاری گذشته و دفتری، با احتمال بالای انتشار سهام توسط شرکت‌ها ارتباط دارد. آن‌ها هم چنین به این نتیجه رسیدند که ساختار سرمایه شرکت، نتیجه تلاش‌های مدیریتی انباشته برای زمان بندی انتشار سهام است. به علاوه لوگرام و همکاران (۱۹۹۴)

¹ Berger

² Myers, S. C., & Majluf

³ Zwiebel

⁴ Baker, M., & Wurgler



[۱۴] تایمرهای (زمانسنج های) بازار را به صورت شرکت هایی تعریف می کنند که سهام را در بازار پررونق اوراق قرضه منتشر کرده و با حجم سهام بالایی همراه هستند. آن ها در مطالعه خود دریافتند، که شرکت منتشرکننده سهام می تواند از این شرایط جهت مشخص کردن زمان انتشار سهام جدید و حداکثر کردن سود ناشی از انتشار استفاده نماید.

۲-۲- مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۲-۱- الف) تحقیقات خارجی

آکانار و یافوبی (۲۰۱۶)، تحقیقی را با عنوان " تاثیر نوسانات جریان نقدی بر ساختار سرمایه و استفاده از بدهی در سرسیدهای مختلف " را انجام دادند. از مقیاس های مختلف نوسانات جریان نقدی یک شرکت و روش های اقتصادسنجی که برای رابطه غیر خطی است، از متغیر های متناسب استفاده شده است. نتایج نشان می دهد که نسبت بدهی کوتاه مدت نسبت به بدهی بلند مدت کاهش می یابد [۱۵].

تین^۲ (۲۰۱۶)، تحقیقی را با عنوان " ساختار سرمایه بهینه و سرمایه گذاری تصمیم گیری تحت شرایط ناسازگار " انجام داد. نتایج حاصله از این تحقیق نشان داد در شرایط ناسازگار تاخیر سرمایه گذاری با توجه به اثر مقدار و بازده و اهرم سرمایه گذاری، منجر به یک دوره عملیاتی کوتاه تر می شود [۱۶].

زهان و دانگ لی و جینیا (۲۰۱۶)، تحقیقی را با عنوان " مدیریت سود، ساختار سرمایه و نقش نهادی محیط " انجام دادند. این تحقیق به بررسی اثر مدیریت سود در اهرم مالی و چگونگی این رابطه توسط محیط های نهادی می تواند به عنوان مکانیسم های کنترل خارجی برای کاهش هزینه نمایندگی از جریان نقدی آزاد شده باشد [۱۷].

سان^۳ و همکاران (۲۰۱۵)، تحقیقی را با عنوان " مالکیت ساختار سرمایه و تصمیمات تامین مالی: شواهدی از انگلستان " را انجام دادند. نتایج تحلیل حاکی از وجود رابطه غیر یکنواخت (متغیر) بین MSO و نسبت بدهی می باشد که موید دونظریه مغایر است. تیوری هم تراز (همسویی) منافع و فرضیه جبهه گیری مدیر با این وجود، مالکیت نهادی ارتباط مثبتی با سطوح اهرم مالی شرکت دارد. بعلاوه نتایج ما بیان گر آن است که شرکت های با MSO متمرکز، اهرم خود را با افزایش احتمال انتشار سهام بیشتر از اوراق قرضه، اثری را که در طی دوره های رونق بازار تقویت می شود، کاهش می دهند [۱۸].

الزاید و واهبا^۴ (۲۰۱۳) در تحقیقی به بررسی رابطه بین ساختارهای مالکیت و مدیریتی موجودی کالا در بورس پرداختند. در تحقیق آن ها که بررسی رابطه ساختارهای مالکیت و مدیریت موجودی کالا در ۱۰۷۶ شرکت در طی دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۴ بررسی کردند، نتایج پژوهش آن ها نشان داد که بین سرمایه گذاری نهادی، مالکیت مدیریتی، ساختار هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره با مدیریت موجودی کالا رابطه معنادار وجود دارد [۱۹].

۲-۲-۲- ب) تحقیقات داخلی

¹ Oconnorkeefe& aghoubi

² Tian

³ Ji Sun a , Li Ding b

⁴ Elsayed, kh.,Wahba



اسدی وهمکاران (۱۳۹۳)، تحقیقی با عنوان "عوامل مالی و غیر مالی موثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه" را انجام دادند. هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر عوامل مالی و غیرمالی موثر بر تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. تعداد ۷۴ شرکت حائز شرایط مورد نظر تحقیق، طی سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ میباشد. برای آزمون فرضیه های پژوهش از تحلیل ضرایب رگرسیون استفاده شده است. در این پژوهش از سه معیار برای اندازه گیری ساختار سرمایه استفاده شده است. نتایج حاصله حاکی از آن است 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 می گردد. 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 نمی شود [۲۰].

سلطانی و بهرامی (۱۳۹۱)، در تحقیقی با عنوان "رابطه تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات نقد شوندگی سهام" را انجام دادند. یافته ها نشان می دهد تغییرات ساختار سرمایه بر تغییرات نقد شوندگی سهام تأثیر منفی معنی دار دارد ولی تغییرات نقد شوندگی بر تغییرات ساختار سرمایه تأثیر معنی دار ندارد [۲۱].

حجازی و همکاران (۱۳۹۰)، تحقیقی را با عنوان "کاربرد نظریه ترجیحی در تامین مالی" را انجام دادند. نتایج حاصل نشان می دهد که بین کسری مالی و خالص بدهی بلند مدت منتشر شده، همچنین، بین بدهی بلند مدت سرسید شده و بدهی بلند مدت منتشر شده رابطه مثبت معناداری وجود دارد. بدین معنی که به نظر می رسد شرکت های ایرانی در الگوی ساختار خود از نظریه ی ترجیحی پیروی می کنند [۲۲].

فروغی و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیقی با عنوان "بررسی تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود شرکت های بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج نشان داد درصد مالکیت سهامدار مدیریتی بر سیاست تقسیم سود تأثیرگذار است اما بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و سیاست های تقسیم سود شرکت های بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد [۲۳].

۳- فرضیه پژوهش

فرضیه اصلی ۱: بین مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱: بین مالکیت مدیریتی و اهرم بازار رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲: بین مالکیت مدیریتی و اهرم دفتری رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه اصلی ۲: بین ارزشیابی بازار با مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه ارتباط معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱: بین ارزشیابی بازار با مالکیت مدیریتی و اهرم بازار ارتباط معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲: بین ارزشیابی بازار با مالکیت مدیریتی و اهرم دفتری ارتباط معنادار وجود دارد.

۴- روش شناسی پژوهش



۱-۴- روش پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری، کاربردی و از نوع پس‌رویدادی می‌باشد. همچنین این تحقیق از نوع توصیفی تحلیلی است. داده‌ها و اطلاعات با استفاده از روش میدانی و از بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران و گزارش فعالیت هیئت مدیره و همچنین نرم افزار ره آورد نوین گردآوری شده است.

۲-۴- جامعه آماری حجم نمونه و روش نمونه‌گیری

در پژوهش حاضر به منظور آزمون فرضیات تحقیق از داده‌های مالی طبقه‌بندی شده و حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. به دلیل اینکه اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط حسابرسان رسمی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار حسابرسی می‌شود، بنابراین، نسبت به اطلاعات سایر شرکت‌ها از قابلیت اتکا بالاتری برخوردار است و دسترسی به اطلاعات این شرکت‌ها نسبت به اطلاعات سایر شرکت‌ها آسان تر است. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۳ بوده‌اند. شرایط تعیین شده برای انتخاب نمونه آماری به صورت ذیل می‌باشد:

شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند، جزو بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیمه و شرکت‌های هلدینگ نباشند، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشند، داده‌های مورد نیاز برای انجام این تحقیق در دسترس باشد. با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۱۰۶ شرکت به عنوان جامعه آماری انتخاب شدند.

۳-۴- روش‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها

از آنجاکه روش انجام تحقیق به صورت میدانی بوده و با داده‌های واقعی سروکار دارد، برای فراهم کردن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که با توجه به متغیرهای تحقیق، مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها می‌شود، از منابع مختلفی از جمله نرم‌افزار رهاورد نوین و سایت اطلاع‌رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است برای پردازش اطلاعات از نرم‌افزار ایویوز و اکسل استفاده شده است.

۵- تعریف عملیاتی متغیرهای مورد مطالعه و مدل پژوهش

۱-۵- متغیر وابسته

اهرم دفتری: نسبت ارزش دفتری کل بدهی به کل دارایی (جی سان و همکاران، ۲۰۱۵) [۲۴].

اهرم بازاری: نسبت کل بدهی به مجموع بدهی دفتری و ارزش بازار سهام (جی سان و همکاران، ۲۰۱۵) [۲۴].

۲-۵- متغیرهای مستقل

مالکیت مدیریتی: مالکیت مدیریتی یکی از مکانیزم‌های داخلی حاکمیت شرکتی است که موجب کاهش تضاد بین منافع بین مدیران و سهامداران و در نتیجه برای شرکت ایجاد ارزش خواهد کرد. که از طریق درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره به دست می‌آید (نمازی و کرمانی، ۱۳۹۰) [۲۵].

¹ Ji Sun a , Li Ding b



۵-۳- متغیرهای تعدیل کننده

ارزشیابی بازار: برای اندازه گیری این متغیر از شاخص نسبت کیوتوبین (از حاصل تقسیم ارزش بازار دارائی‌ها که برابر با ارزش دفتری بدهی بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است، به ارزش دفتری دارائی‌های شرکت)، استفاده می شود.

سودآوری: نسبت سود قبل از کسر بهره، مالیات و استهلاک به کل دارایی‌ها

نسبت M/B: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام

نسبت رشد فروش sales: نرخ رشد فروش شرکت برای سال t، حاصل تقسیم تغییرات فروش نسبت به سال قبل، بر مجموع فروش سال قبل شرکت می‌باشد و به عنوان ویژگی‌های شرکت موثر بر عملکرد به شمار می‌رود.

۶- مدل پژوهش

مدل فرضیه اصلی اول:

$$\text{Lev} = \alpha + \beta_1 \text{mso} + \beta_2 \text{mso}^2 + \beta_3 \text{tang} + \beta_4 \text{profit} + \beta_5 \text{mb} + \beta_6 \text{sales growth}$$

مدل فرضیه اصلی دوم:

$$\text{Lev} = \alpha + \beta_1 \text{mso} + \beta_2 \text{QT} + \beta_3 (\text{QT} * \text{mso}) + \beta_4 \text{tang} + \beta_5 \text{prof} + \beta_6 \text{mb} + \beta_7 \text{sales growth}$$

که در این مدل‌ها:

LEV=اهرم، MSO=مالکیت مدیریتی، PROFIT=سودآوری، SALES growth=رشدفروش، M/B=ارزش بازار به ارزش دفتری، TANG=دارای ثابت به دارای کل.

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱- فرضیه اصلی یک: بین ساختار مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه رابطه معنادار وجود دارد. برای آزمون فرضیه

یک، دو فرضیه فرعی مطرح شده که یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها به تفکیک ارائه می‌شود:

فرضیه فرعی ۱-۴: بین ساختار مالکیت مدیریتی و اهرم بازار رابطه معنادار وجود دارد.

به‌منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های پانلی یا داده‌های یکپارچه، از آزمون لیمر استفاده شده است. آماره این آزمون

تعیین می‌کند که عرض از مبدأ جداگانه برای هر یک از شرکت‌ها وجود دارد یا خیر. چنانچه در مشاهدات ناهمگنی یا

تفاوت فردی وجود داشته باشد از روش داده‌های پانلی استفاده می‌شود و در غیر این صورت روش داده‌های یکپارچه به کار

می‌رود. با توجه به آماره آزمون F لیمر در مورد اثرات ثابت مقطعی احتمال آن کوچک‌تر از ۰/۰۵ بنابراین فرضیه H₀ مبنی

بر برابری عرض از مبدأها رد شده و مدل اثرات ثابت مقطعی روش پانل ارجح است. (جدول شماره ۴-۲). پس از انتخاب

روش پانل به‌وسیله آزمون F لیمر، برای انتخاب یکی از دو روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی از آزمون هاسمن استفاده

شد. فرضیه اول این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در ضرایب برآوردی دو روش اثرهای ثابت و اثرهای تصادفی است. در



صورت پذیرش فرضیه اول از روش اثرهای ثابت استفاده می‌شود. با توجه به احتمال مربوط به آزمون که کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین در سطح اطمینان ۹۹ درصد اثرات تصادفی رد شده و اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. (جدول شماره ۴-۲).

جدول ۲-۴: آزمون اثرهای ثابت مقطعی و تصادفی

آزمون اثرها	آماره	درجه آزادی	مقدار احتمال
آزمون F	10/213155	(103/1037)	0/0000
آزمون هاسمن	89/476067	۶	0/0000

پس از انجام آزمون هاسمن مدل تحقیق را با الگوی اثرات ثابت مقطعی برآورد شد نتایج در جدول شماره ۴-۴ ارائه شده است. با توجه به سطح معنی‌داری و مقدار آماره F فرض خطی بودن مدل و معنی‌داری آن پذیرفته می‌شود. بر اساس آماره t معنی‌دار بودن ضرایب رگرسیون تأیید می‌شود. میزان ضریب تعیین ۰/۸۰ محاسبه شده است به این معنا که حدود ۸۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۶۲ می‌باشد و نشان می‌دهد مشکل خود همبستگی بین جملات پسماند وجود ندارد. p -value محاسبه شده برای متغیرهای مالکیت مدیریتی و مجذور مالکیت مدیریتی کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ می‌باشد از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین مالکیت مدیریتی و اهرم بازار رابطه معنادار وجود دارد. و ضریب برآورد شده برای متغیر مالکیت مدیریتی مثبت است، این موضوع بدین معنی است که بین مالکیت مدیریتی با اهرم بازار رابطه مستقیم وجود دارد. باکر و وارگلر (۲۰۰۲) [۴] استدلال می‌کنند که شرکت‌ها زمانی بودجه و منابع مالی خارجی خود را افزایش می‌دهند که هزینه سرمایه آنها موقتا پایین باشد و این که انتشار سهام قبلی دارای اثر طولانی مدت بر روی اهرم مالی داشته باشد. یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، اهرم بازار افزایش می‌یابد. متغیرهای دارایی ثابت به کل داراییها و ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و رشد فروش در مدل معنادار نیستند.

جدول ۴-۴

متغیر توضیحی	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال	سطح اطمینان
مقدار ثابت	0/511126	0/031809	16/06860	0/0000	-
مالکیت مدیریتی	0/002416	0/001049	2/302868	0/0216	95%
مجذور مالکیت مدیریتی	-1/93E-05	9/79E-06	1/966727	0/0496	95%
دارایی ثابت به دارایی کل	-0/108138	0/065826	1/642779	0/1009	-
سواوری	-0/171035	0/015268	11/20186	0/0000	99%
m/b	-4/87E-05	4/43E-05	1/097964	0/2726	-
رشد فروش	0/003825	0/003299	1/159123	0/2468	-



29/98969	آماره f
0/000000	مقدار احتمال
0/808468	ضریب تعیین
1/622339	آماره دوربین - واتسون

۷-۲- فرضیه فرعی ۴-۲: بین ساختار مالکیت مدیریتی و اهرم دفتری رابطه معناداری وجود دارد. به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های پانلی یا داده‌های یکپارچه، از آزمون لیمر استفاده شده است. آماره این آزمون تعیین می‌کند که عرض از مبدأ جداگانه برای هر یک از شرکت‌ها وجود دارد یا خیر. چنانچه در مشاهدات ناهمگنی یا تفاوت فردی وجود داشته باشد از روش داده‌های پانلی استفاده می‌شود و در غیر این صورت روش داده‌های یکپارچه به کار می‌رود. با توجه به آماره آزمون F لیمر در مورد اثرات ثابت مقطعی احتمال آن کوچک‌تر از ۰/۰۵ بنابراین فرضیه H₀ مبنی بر برابری عرض از مبدأها رد شده و مدل اثرات ثابت مقطعی روش پانل ارجح است. (جدول شماره ۴-۵). پس از انتخاب روش پانل به وسیله آزمون F لیمر، برای انتخاب یکی از دو روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. فرضیه اول این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در ضرایب برآوردی دو روش اثرهای ثابت و اثرهای تصادفی است. در صورت پذیرش فرضیه اول از روش اثرهای ثابت استفاده می‌شود. با توجه به احتمال مربوط به آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین در سطح اطمینان ۹۹ درصد اثرات تصادفی رد شده و اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. (جدول شماره ۴-۵).

جدول ۴-۵: آزمون اثرهای ثابت مقطعی و تصادفی			
آزمون اثرها	آماره	درجه آزادی	مقدار احتمال
آزمون F	9/093343	(98/712)	۰/۰۰۰۰
آزمون هاسمن	۲۰,۷۱۷	۶	۰/۰۰۲۱

نتایج فرضیه ۴-۲ با توجه به الگوی اثرات ثابت در جدول شماره ۴-۷ بیان شده است. با توجه به آماره F و احتمال مربوط به آن می‌توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان ۹۹٪ معادله رگرسیون معنی‌دار است. نتایج مربوط به آماره دوربین-واتسون (عدم خود همبستگی جملات خطا) برای مدل نشان از استقلال نسبی داده‌ها دارد. آماره t معنی‌دار بودن ضرایب رگرسیون را تأیید می‌کند. ضریب تعیین تعدیل شده مدل بیان می‌کند به طور متوسط ۰/۷۹ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود. با توجه به نتایج آزمون مدل و احتمال مربوط، متغیرهای مالکیت مدیریتی و مجذور مالکیت مدیریتی در سطح اطمینان ۹۵ درصد در مدل معنی‌دار می‌باشند. و ضریب برآورد شده برای متغیر مالکیت مدیریتی مثبت است، این موضوع بدین معنی است که بین مالکیت مدیریتی با اهرم دفتری رابطه مستقیم وجود دارد. یعنی



با افزایش مالکیت مدیریتی، اهرم دفتري افزایش می‌یابد. نتایج تجربی این مطالعه نشان دهنده یک رابطه غیریکنواخت بین مالکیت مدیریتی و نسبت بدهی بود. در مالکیت مدیریتی پایین تر، رابطه مالکیت با اهرم مالی مثبت است که این نتیجه تئوری همسوسازی منافع را تایید می‌کند (جنسن و مک‌لینگ ۱۹۷۶) [۲]. متغیر دارایی ثابت به کل دارایی ها در مدل معنادار نیست. و متغیر ارزش بازار به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام و رشد فروش رابطه مثبت و معناداری با متغیر اهرم دفتري دارند و رابطه متغیر سودآوری با اهرم دفتري منفی و معنادار است.

جدول ۷-۴

متغیر توضیحی	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال	سطح اطمینان
مقدار ثابت	0/666698	0/027858	23/93237	0/0000	-
مالکیت مدیریتی	0/001775	0/000896	1/980220	0/0481	95%
مجذور مالکیت مدیریتی	-1/68E-05	7/70E-06	-2/187395	0.0290	95%
دارایی ثابت به دارایی کل	-0/016815	0/027838	-0/604041	0/5460	-
سودآوری	-0/416678	0/018462	-22/56896	0/0000	99%
m/b	0/012125	0/000673	18/01935	0/0000	99%
رشد فروش	0/035064	0/012452	2/815876	0/0050	99%
آماره f	26/64929				
مقدار احتمال	0/000000				
ضریب تعیین	0/791609				
آماره دوربین - واتسون	1/553313				

۷-۳. یافته‌های منتج از فرضیه ۲:

فرضیه اصلی ۲: اثر ارزشیابی بازار بر رابطه مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه معنادار است. برای آزمون فرضیه دو، دو فرضیه فرعی مطرح شده که یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها به تفکیک ارائه می‌شود:

فرضیه فرعی ۱-۲: اثر ارزشیابی بازار بر رابطه مالکیت مدیریتی و اهرم بازار معنادار است به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های پانلی یا داده‌های یکپارچه، از آزمون لیمر استفاده شده است. آماره این آزمون تعیین می‌کند که عرض از مبدأ جداگانه برای هر یک از شرکت‌ها وجود دارد یا خیر. چنانچه در مشاهدات ناهمگنی یا تفاوت فردی وجود داشته باشد از روش داده‌های پانلی استفاده می‌شود و در غیر این صورت روش داده‌های یکپارچه به کار می‌رود. با توجه به آماره آزمون F لیمر در مورد اثرات ثابت مقطعی احتمال آن کوچک‌تر از ۰/۰۵ بنابراین فرضیه H₀ مبنی بر برابری عرض از مبدأها رد شده و مدل اثرات ثابت مقطعی روش پانل ارجح است. (جدول شماره ۴-۸) پس از انتخاب روش پانل به وسیله آزمون F لیمر،



برای انتخاب یکی از دو روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. فرضیه اول این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در ضرایب برآوردی دو روش اثرهای ثابت و اثرهای تصادفی است. در صورت پذیرش فرضیه اول از روش اثرهای ثابت استفاده می‌شود. با توجه به احتمال مربوط به آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین در سطح اطمینان ۹۹ درصد اثرات تصادفی رد شده و اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. (جدول ۴-۸).

جدول ۴-۸: آزمون اثرهای ثابت مقطعی و تصادفی

مقدار احتمال	درجه آزادی	آماره	آزمون اثرها
0/0000	(101/770)	3/033994	آزمون F
0/0000	۷	51/034428	آزمون هاسمن

نتایج برآورد مدل با توجه به الگوی اثرات ثابت در جدول شماره ۴-۱۰ ارائه گردیده است. با توجه به سطح معنی‌داری و مقدار آماره F فرض خطی بودن مدل و معنی‌داری آن پذیرفته می‌شود. بر اساس آماره t معنی‌دار بودن ضرایب رگرسیون تأیید می‌شود. میزان ضریب تعیین ۰/۸۶ محاسبه شده است به این معنا که حدود ۸۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۸۴ می‌باشد و نشان می‌دهد مشکل خود همبستگی بین جملات پسماند وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون مدل و احتمال مربوط به متغیرها،

توجه به نتایج آزمون مدل و احتمال مربوط، متغیر مالکیت مدیریتی در سطح اطمینان ۹۹ درصد در مدل معنی‌دار می‌باشد. و ضریب برآورد شده برای متغیر مالکیت مدیریتی مثبت است، این موضوع بدین معنی است که بین مالکیت مدیریتی با اهرم بازار رابطه مستقیم وجود دارد. یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، اهرم بازار افزایش می‌یابد. مدیران شرکت که مالک درصد بالایی از سهام شرکت هستند، در حفاظت از منافع خصوصی خود در برابر ریسک ورشکستگی مربوط به نسبت اهرم مالی بالا، در جایگاه بهتری قرار دارند. یافته‌های ما با مطالعات بریلزفورد و همکاران ۲۰۰۲ و فلورکیس و اوزکان ۲۰۰۹ هم خوانی دارد. متغیر کیوتوبین در مدل مثبت و معنادار است و رابطه ضرب اثر متقابل مالکیت مدیریتی و کیوتوبین با اهرم بازار منفی و در سطح ۹۹ درصد معنادار است. متغیرهای دارایی ثابت به کل دارایی‌ها و متغیر ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در مدل معنادار نیستند و رشد فروش رابطه مثبت و معناداری با متغیر اهرم بازار دارند و رابطه متغیر سودآوری منفی و معنادار است.

جدول ۴-۱۰

متغیر توضیحی	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال	سطح اطمینان
مقدار ثابت	0/468868	0/029810	15/72849	0/0000	-
مالکیت مدیریتی	0/002439	0/000367	6/647223	0/0000	99%
کیوتوبین	0/011837	0/005821	2/033511	0/0423	95%



90%	0/0000	-	16/95709	7/60E-05	-0/001289	کیوتوبین* مالکیت مدیریتی
-	0/3124	1/010841	0/048392	0/048917	0/048917	دارایی ثابت به دارایی کل
99%	0/0000	-	8/404654	0/011723	-0/098532	سودآوری
-	0/9864	0/017098	4/39E-05	-7/50E-07	-7/50E-07	m/b
99%	0/0000	4/351928	0/000814	0/003541	0/003541	رشد فروش
43/75256						آماره f
0/000000						مقدار احتمال
0/860986						ضریب تعیین
1/841901						آماره دوربین - واتسون

۴-۷ - فرضیه فرعی ۲-۲: اثر ارزشیابی بازار بر رابطه مالکیت مدیریتی و اهرم دفتری معنادار است. به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های پانلی یا داده‌های یکپارچه، از آزمون لیمر استفاده شده است. آماره این آزمون تعیین می‌کند که عرض از مبدأ جداگانه برای هریک از شرکت‌ها وجود دارد یا خیر. چنانچه در مشاهدات ناهمگنی یا تفاوت فردی وجود داشته باشد از روش داده‌های پانلی استفاده می‌شود و در غیر این صورت روش داده‌های یکپارچه (رگرسیون تلفیقی) به کار می‌رود. با توجه به آماره آزمون F لیمر در مورد اثرات ثابت مقطعی احتمال آن کوچک‌تر از ۰/۰۵ بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر برابری عرض از مبدأها رد شده و مدل اثرات ثابت مقطعی روش پانل ارجح است. (جدول شماره ۴-۱۱). پس از انتخاب روش پانل به وسیله آزمون F لیمر، برای انتخاب یکی از دو روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. فرضیه اول این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در ضرایب برآوردی دو روش اثرهای ثابت و اثرهای تصادفی است. در صورت پذیرش فرضیه اول از روش اثرهای ثابت استفاده می‌شود. با توجه به احتمال مربوط به آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین در سطح اطمینان ۹۹ درصد اثرات تصادفی رد شده و اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. (جدول شماره ۴-۱۱).

جدول ۴-۱۱: آزمون اثرهای ثابت مقطعی و اثرهای تصادفی			
آزمون اثرها	آماره	درجه آزادی	مقدار احتمال
آزمون F	2/444476	(97/653)	۰/۰۰۰۰
آزمون هاسمن	19/439456	۷	۰/۰۰۶۹

نتایج مربوط به آزمون فرضیه چهارم در جدول شماره ۴-۱۲ ارائه شده است. با توجه به آماره F و احتمال مربوط به آن می‌توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان ۹۹٪ معادله رگرسیون معنی‌دار است. نتایج مربوط به آماره دوربین-واتسون (عدم خود همبستگی جملات خطا) برای مدل نشان از استقلال نسبی داده‌ها دارد. آماره t معنی‌دار بودن ضرایب رگرسیون



را تأیید می‌کند. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به طور متوسط ۸۳ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود. توجه به نتایج آزمون مدل و احتمال مربوط، متغیر مالکیت مدیریتی در سطح اطمینان ۹۹ درصد در مدل معنی‌دار می‌باشد. و ضریب برآورد شده برای متغیر مالکیت مدیریتی مثبت است، این موضوع بدین معنی است که بین مالکیت مدیریتی با اهرم دفتری رابطه مستقیم وجود دارد. یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، اهرم دفتری افزایش می‌یابد. نتایج حاکی از آن است که شرکت های دارای مالکیت مدیریتی بالاتر تمایل به انتشار سهام را برای اجتناب از خطر ورشکستگی و حفظ کنترل شرکتی خود دارند. هم چنین این مطالعه نقش ارزش گذاری فعلی بازار را در انتخاب انتشار اوراق در نظر گرفته است. مطابق با یافته های قبلی، (فوهابر و الن، ۱۹۸۹) و (بایلس و همکاران، ۱۹۹۶)، [۲۷]، [۲۸].

متغیر کیوتوبین در مدل مثبت و معنادار است و رابطه ضرب اثر متقابل مالکیت مدیریتی و کیوتوبین با اهرم دفتری منفی و در سطح ۹۹ درصد معنادار است. متغیرهای دارایی ثابت به کل دارایی ها و سودآوری رابطه منفی و معناداری با اهرم مالی دارند. متغیرهای رشد فروش و ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه مثبت و معناداری با متغیر اهرم دفتری دارند.

جدول ۱۲-۴

سطح اطمینان	احتمال	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیر توضیحی
-	0/0000	31/73939	0/020909	0/663635	مقدار ثابت
95%	0/0231	2/277518	0/000271	0/000617	مالکیت مدیریتی
95%	0/0154	2/428237	0/004535	0/011011	کیوتوبین
99%	0/0006	-3/468575	9/06E-05	-0/000314	کیوتوبین* مالکیت مدیریتی
90%	0/0662	-1/840013	0/034101	-0/062747	دارایی ثابت به دارایی کل
99%	0/0000	-17/80636	0/016023	-0/285315	سودآوری
99%	0/0000	8/796849	0/001405	0/012357	m/b
90%	0/0516	1/949965	0/000552	0/001077	رشد فروش
31/25578					آماره f
0/000000					مقدار احتمال
0/834047					ضریب تعیین



2/149436

آماره دوربین - واتسون

۸- نتیجه گیری و بحث

این تحقیق به بررسی ارزشیابی بازار بر رابطه مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. این پژوهش از دو تعریف متفاوت اهرم مالی جهت تعیین پایداری نتایج استفاده کرده است: یک اهرم دفتری و دو اهرم بازار. متغیر مستقل در این پژوهش مالکیت مدیریتی و متغیر وابسته ساختار سرمایه می باشد. در فرضیه اول رابطه بین مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار داده شد. نتایج برآورد حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه می باشد.

فرضیه اصلی ۱- بین مالکیت مدیریتی و ساختار سرمایه رابطه معنادار وجود دارد.

شرکت ها تمایل به هم سو سازی منافع مدیران و سهام داران در سطوح مالکیت مدیریتی پایین تر با انتخاب سطوح بالای بدهی دارند. با این حال، وقتی مالکیت مدیریتی بالا است، مدیران شرکت با جبهه گیری بالاتر، تمایل زیادی برای دنبال کردن منافع خود دارند که این منجر به نسبت بدهی پایین تر می شود. این یافته با یافته های مطالعات (اوزگان و فلوراکیس، ۲۰۰۹) [۲۹] هم خوانی دارد.

منابع و مطالعات حاکی از آن می باشند که ارزش گذاری بازار اثر متقابلی با ساختار مالکیت در تعیین سطوح اهرم مالی و سیاست های تامین مالی خارجی دارد. باکر و وارگلر^۲ (۲۰۰۲) [۴] استدلال می کنند که شرکت ها زمانی بوجه و منابع مالی خارجی خود را افزایش می دهند که هزینه سرمایه آنها موقتا پایین باشد و این که انتشار سهام قبلی دارای اثر طولانی مدت بر روی اهرم مالی داشته باشد. ولج^۳ (۲۰۰۴) [۵] بیان می دارد که نوسانات قیمت سهام خود شرکت، یکی از عوامل اصلی موثر بر تغییرات ساختار سرمایه است. برای مثال، قیمت سهام شرکت به دلیل افزایش تقاضا از طرف سرمایه گذاران تحت شرایط رونق بازار بیش از حد ارزش گذاری می شود. این طبیعتا منجر به انتشار مالکیت مدیریتی به دلیل انتشار سهام و فروش سهم شده و به این ترتیب، سطوح بدهی را کاهش می دهد. در این راستا، پدرسون و تامسون^۴ (۲۰۰۰) [۶] ارزش گذاری بازار سهام را یک عامل موثر احتمالی بر ساختار مالکیت شرکت در نظر می گیرند. با این حال، رابطه و بویژه، جهات رابطه بین ارزش گذاری بازار، ساختار مالکیت و تصمیمات تامین مالی خارجی قطعیت کمی دارد (اوزگان و فلوراکیس، ۲۰۰۹؛ تامسن و پدرسون، ۲۰۰۰). [۲۹]، [۶].

فرضیه فرعی ۱: بین مالکیت مدیریتی و اهرم بازار رابطه معنادار وجود دارد.

توجه به نتایج آزمون مدل و احتمال مربوط، متغیر مالکیت مدیریتی در سطح اطمینان ۹۹ درصد در مدل معنی دار می باشد. و ضریب برآورد شده برای متغیر مالکیت مدیریتی مثبت است، این موضوع بدین معنی است که بین مالکیت مدیریتی با اهرم بازار رابطه مستقیم وجود دارد. یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، اهرم بازار افزایش می یابد.

¹ Florackis, C., & Ozkan

² Baker, M., & Wurgler

³ Welch

⁴ Pedersen, T., & Thomsen



فرضیه فرعی ۲: بین مالکیت مدیریتی و اهرم دفتری رابطه معنادار وجود دارد.

توجه به نتایج آزمون مدل و احتمال مربوط، متغیر مالکیت مدیریتی در سطح اطمینان ۹۹ درصد در مدل معنی دار می باشد. و ضریب برآورد شده برای متغیر مالکیت مدیریتی مثبت است، این موضوع بدین معنی است که بین مالکیت مدیریتی با اهرم دفتری رابطه مستقیم وجود دارد. یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، اهرم دفتری افزایش می یابد.

نتایج تجربی این مطالعه نشان دهنده یک رابطه غیریکنواخت بین مالکیت مدیریتی و نسبت بدهی بود. در مالکیت مدیریتی پایین تر، رابطه مالکیت با اهرم مالی مثبت است که این نتیجه تئوری همسوسازی منافع را تایید می کند (جنسن و مکلینگ^۱ ۱۹۷۶). دلیل این موضوع این بود که مالکیت مدیریتی بالاتر نقش مهمی در هم سوسازی منافع مدیر و سهام داران شرکت ایفا کرده و در نهایت هزینه کمتر بدهی را در پی دارد. در این رابطه، شرکت ها تمایل به افزایش بدهی دارند که موجب بالاتر رفتن بدهی می شود. با اینحال، این ارتباط برای نسبت کمی از شرکت های دارای مالکیت مدیریتی بالاتر منفی است که دلیل آن فرضیه جبهه گیری مدیریت است (فاما و جنسن^۲ ۱۹۸۳). مدیران شرکت که مالک درصد بالایی از سهام شرکت هستند، در حفاظت از منافع خصوصی خود در برابر ریسک ورشکستگی مربوط به نسبت اهرم مالی بالا، در جایگاه بهتری قرار دارند. یافته های ما با مطالعات بریلزفورد و همکاران^۳ ۲۰۰۳ و فلورکیس و اوزکان^۴ ۲۰۰۹ [۲۹] هم خوانی دارد.

تحقیق حاضر به بررسی اثر ساختار مالکیت بر روی تصمیمات تامین مالی خارجی شرکت (اهرم) می پردازد. نتایج حاکی از آن است که شرکت های دارای مالکیت مدیریتی بالاتر تمایل به انتشار سهام را برای اجتناب از خطر ورشکستگی و حفظ کنترل شرکتی خود دارند. هم چنین این مطالعه نقش ارزش گذاری فعلی بازار را در انتخاب انتشار اوراق در نظر گرفته است. مطابق با یافته های قبلی، (فوهابر و الن^۵ ۱۹۸۹) [۲۸]، شرکت ها زمانی سهام فصلی جدید خود را افزایش می دهند که بازار مطلوب باشد در غیر اینصورت آن ها تمایل بیشتری برای انتخاب انتشار اوراق قرضه دارند. بعلاوه، این تحقیق ارزش گذاری های بازار سهام را به رابطه بین مالکیت مدیریتی و فعالیت های تامین مالی خارجی شرکت نسبت می دهد. این پژوهش دریافت که در یک بازار پررونق، احتمال اینکه شرکت های با مالکیت مدیریتی بیشتر، سهام را نسبت به اوراق قرضه منتشر کنند، افزایش می دهد. در عین حال، در یک بازار راکد، احتمال اینکه شرکت هایی دارای مالکیت مدیریتی بالاتر، سهام را نسبت به اوراق قرضه منتشر کنند، کاهش می دهد. به طور خلاصه، شواهد تجربی موید این نتیجه است که شرکت ها به طور میانگین زمانی که قصد افزایش تامین مالی خارجی را دارند، ارزش گذاری های بازار خود را زمانبندی می کنند. این تحقیق به بررسی نقش بحران مالی در تصمیمات تامین مالی خارجی شرکت ها می پردازد.

۹- ارائه پیشنهاد برای تحقیقات آتی

¹ Jensen, M., & Meckling

² Fama, E. F., & Jensen

³ Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua

⁴ Florackis, C., & Ozkan

⁵ Allen, F., & Faulhaber



۱- بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت شرکت ها. ۲- بررسی ارتباط بین رشد شرکت ها و تعداد سهام سرمایه گذاران. ۳- بررسی ارتباط بین نقدینگی شرکتها و تعداد سهام گزاران نهادی. ۴- بررسی میزان تغییرات در ساختار سرمایه و نوع تغییر در آن تاثیر آن بر بازار. ۵- بررسی تاثیر اهرم مالی بر روی فرصت های سرمایه گذاری. ۶- بررسی ارتباط میان میزان توفیق در اجرای راهبردهای مالی و نوع و میزان تغییر در ساختار سرمایه. ۷- بررسی رابطه ی میان تمامی اجزای ساختار سرمایه و راهبردهای مالی.

۱۰- محدودیت های تحقیق

۱- محدودیت های حاکم بر مدل های ریاضی و همچنین تحلیل های آماری، نمونه گیری و تعمیم نتایج یکی از محدودیت های تحقیق می باشد. (محدودیت ذاتی)؛ ۲- اقلام صورت های مالی به واسطه آثار تورم تعدیل نشده است و از آنجاکه واحدهای تجاری اقلام دارایی های خود را در زمان های مختلف تحصیل کرده اند، لذا کیفیت قابلیت مقایسه ای اقلام می تواند بر نتایج تحقیق اثر گذارد و تعمیم نتایج را با محدودیت هایی همراه سازد؛ ۳- عدم دسترسی به سایت ها و بانک های اطلاعاتی اختصاصی؛ ۴- در دسترس نبودن کلیه اطلاعات و داده ها؛ ۵- کمبود اسناد مکتوب در داخل کشور.

منابع و مآخذ

- [1]. حساس یگانه، یحیی و پوریا نسب، امیر(۱۳۸۴)، "نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکت های سهامی، ۱۶۴.
- [2]. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305e360.
- [3]. Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323e329.
- [4]. Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1e30.
- [5]. Welch, I. (2004). Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, 112(1), 106e131.
- [6]. Pedersen, T., & Thomsen, S. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689e705.
- [7]. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301e325.
- [8]. Fan45.4 T.5. Wong. B Do External A6ditors _erform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia"4Journal of Accounting Research, __9_ :4 __-E_. <.Farrer4 22 - I.M. Ramsa8. _DD<.7 Director Share Ownership and Corporate _erformance: Evidence from A6stralia74 Corporato Governanco, A9:4 pp.



- [9]. Grossman, S., & Hart, O. (1980). Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42e64.
- [10]. Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411e1438.
- [11]. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187e221.
- [12]. Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*, 86(5), 1197e1215.
- [13]. Friend, I., & Lang, L. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, 43(2), 271e281.
- [14]. Loughran, T., Ritter, J., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: international insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2&3), 165e199.
- [15]. Oconnorkeefe& aghoubi(2016);"the influence of cash flow volatility on capital structure and the use of debt of different maturities; corporate finance;38; 18-36Sun at et all(2016); ownership; capital structure and financing decision: evidence from the uk; british accounting;1-16.
- [16]. Tian(2016);optimal capital structure and investment decisions under time-consistent preferences; economic dynamics.
- [17]. Zhe an at et ahh;(2016); earnings management capital structure and the role of institutional environments; banking& finance
- [18]. Jsun at et all(2015); "Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK"; *The British Accounting Review*;1-16.
- [19]. Elsayed, kh.,Wahba, H., (2013). Reinvestigating the Relationship between Ownership Structure and Inventory Management: a Corporate Governance Perspective, *International Journal of production Economics*.
- [20]. اسدی، غلامحسین و بیات، مرتضی و نقدی، سجاد(۱۳۹۳)، "عوامل مالی و غیر مالی موثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه"، پژوهش های تجربی حسابداری، ۲۰۳، ۱۴-۱۸۷.



- [21]. سلطانی، سیداحمد خلیفه و بهرامی، ماندانا، (۱۳۹۰)، "رابطه تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات نقدشوندگی سهام"، پژوهش های تجربی حسابداری، ۵۳-۳۵.
- [22]. حجاری، رضوان و ولی پور، هاشم و سیامر، مهرنوش، (۱۳۹۰)، "کاربرد نظریه ترجیحی در تامین مالی"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۵.
- [23]. فروغی، داریوش و سعیدی، علی، (۱۳۸۸) "تاثیر سهامداران نهادی بر سیاست های تقسیم سود شرکت های بورس تهران" نشریه تحقیقات مالی.

[24]. Ji Sun a , Li Ding b, * , Jie Michael Guo b, c , Yichen Li, (2015), Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK.

[25]. نمازی، محمد و کرمانی، مرتضی، (۱۳۹۰)، "بررسی تاثیر سازه ها و متغیر های تاخیری بر ساختار سرمایه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۶۰-۴۹، ۱۳۹.

[26]. Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Journal of Accounting and Finance*, 42(1), 1e26.

[27]. Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). Managerial incentives and corporate leverage: evidence from the United Kingdom. *Accounting and Finance*, 49(3), 531e553.

[28]. Allen, F., & Faulhaber, G. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 303e323.

[29]. Bayless, M., & Chaplinsky, S. (1996). Is there a "window of opportunity" for seasoned equity issuance? *Journal of Finance*, 51(1), 253e278.