

تحلیل نقش نرخ موثر مالیات در ساختار سرمایه بانکها در ایران

با روش داده‌های تابلویی پویا

شهریار زروکی

استادیار گروه اقتصاد دانشگاه مازندران
sh.zaroki@umz.ac.ir

مانی موتمنی

استادیار گروه اقتصاد دانشگاه مازندران
m.motameni@umz.ac.ir

ابوالقاسم صفرزاده امیری

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی (مسئول مکاتبات)
masoudsamiri@gmail.com

چکیده

تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه، یکی از مهمترین و چالش برانگیزترین مسائل پیش روی بانکها بوده است. هدف تحقیق حاضر بررسی نرخ موثر مالیات و برخی از عوامل موثر بر ساختار سرمایه و محاسبه سرعت تعدیل ساختار سرمایه در ۱۵ بانک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است. نتایج حاصل از برآورد الگوی داده‌های تابلویی پویا با تخمین زن گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی نشان می‌دهد که بانکها به‌طور متوسط با سرعت تعدیل ۶۶ درصد به سمت ساختار سرمایه هدفشان حرکت می‌کنند و در مدت یک سال می‌تواند بیشتر از دوسوم انحراف از اهرم هدفشان را جبران کند. نرخ موثر مالیاتی (مطابق با مدل توازن پایدار و نظریه میلر و مودیلیانی) و به نحوی که با افزایشی یک درصدی در نرخ موثر مالیاتی بانکها، اهرم مالی به میزان ۰/۲۲ درصد افزایش می‌یابد، سودآوری (مطابق با مدل سلسله مراتبی) اثر منفی بر ساختار سرمایه دارد و به نحوی که با افزایشی یک درصدی در سودآوری، اهرم مالی به میزان ۳/۱ درصد کاهش می‌یابد، فرصت‌های رشد (مطابق با مدل سلسله مراتبی و موازنه ایستا)، اثر منفی بر ساختار سرمایه دارد و به نحوی که با افزایشی یک درصدی در فرصت‌های رشد، اهرم مالی به میزان ۰/۶ درصد کاهش می‌یابد اندازه بانک (مطابق با مدل سلسله مراتبی) اثر منفی بر ساختار سرمایه دارد و به نحوی که با افزایشی یک درصدی در دارایی بانکها، اهرم مالی به میزان ۱۶/۷ درصد کاهش می‌یابد و دارایی قابل وثیقه (مطابق با مدل سلسله مراتبی و مدل موازنه ایستا) اثر منفی بر ساختار سرمایه دارد و به نحوی که با افزایشی یک درصدی در نسبت دارایی‌های قابل وثیقه به کل دارایی بانکها، اهرم مالی به میزان ۷/۴ درصد کاهش می‌یابد. همچنین دارایی‌های ثابت مشهود (مطابق با مدل موازنه ایستا) و کسری مالی (مطابق با مدل موازنه ایستا) اثر مثبت بر ساختار سرمایه دارد و به نحوی که با افزایشی یک درصدی در کسری مالی بانکها، اهرم مالی به میزان ۳/۹ درصد افزایش می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: نرخ موثر مالیات، ساختار سرمایه، سرعت تعدیل، گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی، بانکهای خصوصی.

مقدمه

یکی از اصلی ترین تصمیمات مدیران مالی در شرکت های سهامی عام، تعیین ترکیب بدهی و سهام است که این تصمیمات باید در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران اتخاذ شوند (باقرزاده، ۱۳۸۲: ۳۸). به ترکیب منابع مالی گوناگون هر شرکت ساختار سرمایه می گویند و از موضوعاتی است که بیشترین توجه را در حوزه مدیریت مالی به خود اختصاص داده است. در بررسی ساختار سرمایه ی شرکت ها تلاش می شود تا ترکیب منابع مالی مختلف مورد استفاده ی آنها در تأمین مالی فعالیت ها و سرمایه گذاری های مورد نیاز تبیین شود. در واقع هدف از تعیین ساختار سرمایه مشخص کردن ترکیب منابع مالی هر شرکت به منظور بیشینه سازی ثروت سهامداران آن است (نووی، ۱۳۸۱). انتخاب ساختار سرمایه مطلوب موجب کاهش هزینه ی سرمایه ی شرکت و افزایش ارزش بازار آن می شود (مدرس و عبدالله زاده، ۱۳۷۸). یکی از وظایف اساسی مدیران مالی در شرکت ها تعیین بهترین منابع مالی شرکت یا به عبارت دیگر ساختار سرمایه است. تصمیمات در خصوص ساختار سرمایه باید در راستای افزایش ارزش شرکت باشد. برای حداکثر سازی ارزش شرکت باید درمورد بهترین سرمایه گذاری ها و ترکیب آنها و نیز نحوه تأمین مالی آنها تصمیم گیری شود. تأمین مالی می تواند از طریق استفاده از بدهی و ایجاد اهرم و یا از طریق آورده های سهامداران باشد. وجود بدهی در ساختار مالی شرکت ها از یک سو به دلیل اثرات مالیاتی موجب افزایش سود حسابداری و به تبع آن افزایش بازده سهام می شود و از سوی دیگر افزایش با هزینه های بهره و احتمال عدم پرداخت بدهی ها در سررسید موجب افزایش ریسک مالی و در نتیجه کاهش قیمت بازار سهام می شود و به تبع آن نیز بازده سهام کاهش می یابد. از این رو یکی از نگرانی های عمده مدیران مالی، تعیین ترکیب بهینه ساختار سرمایه می باشد. بحث ساختار سرمایه به چگونگی ترکیب منابع تأمین مالی شرکت، از قبیل بدهی های کوتاه مدت، اوراق قرضه، بدهی بلندمدت، سهام ممتاز و سهام عادی اشاره دارد. با توجه به اهمیت ساختار سرمایه در شرکت های مالی بویژه بانک ها هدف پژوهش حاضر تحلیل و بررسی عوامل موثر بر این اهرم مالی در بانک های پذیرفته شده در بازار سهام ایران است. همچنین در این فرایند محاسبه مدت زمان یا نیمه ی عمر حصول به ساختار سرمایه مطلوب نیز مدنظر است. همچنین جهت حصول به نتایج از روش داده های تابلویی پویا و تخمین زن گشتاورهای تعمیم یافته ی سیستمی استفاده شده است. لازم به ذکر است که این تخمین زن در بین تخمین های موجود در این زمینه از بالاترین کارایی در تخمین پارامترهای الگو برخوردار است. چارچوب پژوهش حاضر بدین شرح است که پس از مقدمه در بخش دوم ادبیات پژوهش با تکیه بر مبانی نظری و ادبیات تجربی ارائه می شود. سپس در بخش سوم با استفاده از الگوی تعادل جزئی، الگوی رگرسیونی پژوهش تصریح و متغیرهای الگو معرفی می شود. در ادامه در بخش چهارم متغیرها توصیف شده و در بخش پنجم الگوی پژوهش با استفاده از تخمین زن گشتاورهای تعمیم یافته ی سیستمی برآورد می گردد. در نهایت یافته های پژوهش بخش پایانی را تشکیل می دهد.

یکی از مسائل بغرنج گزارشگری مالی این است که اصولاً سود حسابداری گزارش شده در صورت سود (زیان) شرکت ها با سود مشمول مالیات مطابق با قوانین مالیاتی متفاوت است. این تفاوت، علت های مختلفی دارد. بعضی از این دلایل را میتوان به شرح زیر نام برد

۱. تفاوت در مبلغ (نرخ) استهلاک طبق قانون مالیاتها و مبلغ استهلاک طبق اصول حسابداری

۲. غیرقابل قبول بودن برخی از هزینه های گزارش شده در صورت سود (زیان) طبق قانون مالیاتها

۳. اختلاف سلیقه در محاسبه مواردی مانند معافیت های مالیاتی و ... ناشی از خلأ های قانونی

۴. نفوذ سیاسی یا اقتصادی شرکتها (زیمرن، راس ال، ۱۹۸۵)

سود حسابداری تفاوت میان درآمدها و هزینه ها مختلف است. سودآوری، پیچیده ترین ویژگی یک شرکت برای درک و ارزیابی محسوب می شود. این نسبت ها برای ارزیابی توانایی تجارت و ایجاد دستمزد در مقایسه با همه ی هزینه ها در طول یک دوره ی زمانی خاص، مورد استفاده قرار می گیرند. به شیوه ای دقیق تر، این نسبت ها سودآوری یک شرکت پس از احتساب کل

^۲ ریموند پی نووی

هزینه‌ها و مالیات بر درآمد، کارآمدی عملیاتی، سیاست‌های قیمت‌گذاری شرکت، سودآوری دارایی‌ها و سهام‌داران شرکت را نشان می‌دهد. در کل نسبت‌های سودآوری، نسبت مالی اصلی شرکت محسوب می‌شوند و می‌توانند نحوه ی عملکرد مطلوب یک شرکت در شرایط سودآور را ارزیابی نمایند. برای بیشتر بخشها، اگر یک نسبت سودآوری نسبتاً بالاتر از نسبت مذکور برای رقبای میانگین‌های صنعت، رهنمون‌ها و یا نسبت‌های مشابه، سال‌های قبل می‌باشد، نشان‌دهنده عملکرد بهتر شرکت محسوب می‌شود (ثقفی و آقایی، ۱۳۷۳). از طرف دیگر برای ارتباط‌دهی مالیات‌ها و شاخص‌های سودآوری به هزینه‌ها و بدهی‌های یک بنگاه می‌توان رجوع کرد. بدهی یکی از سه جزء اصلی معادله حسابداری و ساختار سرمایه اکثر شرکت‌ها است. با توجه به صرفه جویی مالی اتی، انتظار می‌رود استفاده از بدهی بیشتر منجر به افزایش سودآوری شرکت گردد. از طرف دیگر مدیر مالی باید همیشه مواظب باشد که روش‌های تامین مالی با نوع سرمایه‌گذاری شرکت سازگار باشد و همچنین از اهرم در حد معقول آن استفاده کند تا بصورتی باشد که هم ارزش شرکت حد اکثر گردد و هم اینکه هزینه‌های ورشکستگی زیادی بر شرکت تحمیل نشود یعنی شرکت یک ریسک مالی معقولی را به واسطه استفاده از بدهی تحمل نماید.

ادبیات پژوهش

ادبیات نظری پژوهش

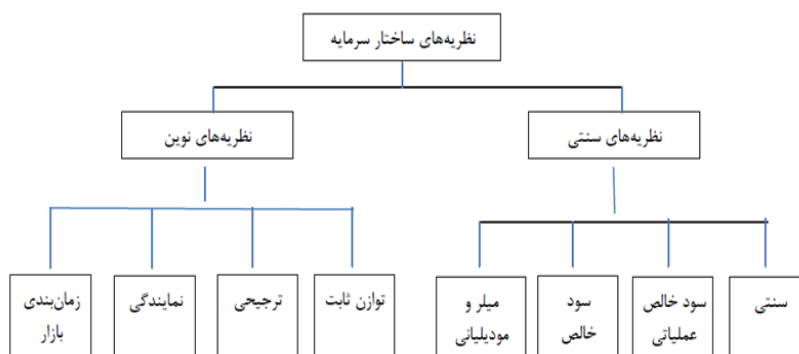
یکی از اجزای فعالیت‌های اقتصادی، فراهم نمودن منابع مالی مورد نیاز است، منابع مالی مورد نیاز را می‌توان از محل حقوق صاحبان سهام و یا بدهی تامین نمود. سوال اصلی اینست که کدامیک از این منابع بایستی در طول عمر یک بنگاه اقتصادی استفاده شود؟ ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام در تامین مالی مبین ساختار سرمایه است. سیاست سرمایه موازنه بین ریسک و بازده را برقرار می‌کند. از یک طرف استفاده از بدهی بیشتر، ریسک جریان سودآوری را افزایش و از طرف دیگر نرخ بازده مورد انتظار را بالا می‌برد. ریسک مذکور باعث کاهش ارزش شرکت و نیز کاهش قیمت سهام و از طرف دیگر افزایش نرخ بازده مورد انتظار باعث افزایش قیمت سهام می‌شود. لذا ساختار سرمایه بهینه موازنه‌ای بین ریسک و بازده ایجاد می‌کند و باعث افزایش قیمت سهام می‌شود.

ساختار سرمایه به‌عنوان بزرگترین مولفه و مهمترین پارامتر اثر گذار بر ارزش‌گذاری بنگاه اقتصادی برای جهت‌گیری آن در بازار سرمایه مطرح گردیده است که در شرایط متغیر کنونی درجه‌بندی شرکتها و بانکها را از نظر اعتباری تا حد زیادی به ساختار سرمایه آنها منوط ساخته است. تصمیمات مالی که بافت یا ساختار مالی واحد اقتصادی را تعیین می‌کند از اهمیت چشمگیری برخوردار است. ساختار سرمایه بوسیله توازن بین منافع مالی و هزینه‌های ناشی از بدهی تخمین زده می‌شود.

نظریه‌های ساختار سرمایه

همان‌طور که بدان اشاره شد ساختار سرمایه از موضوعاتی است که بیشترین توجه را در حوزه مدیریت مالی به خود اختصاص داده و در این راستا یکی از وظایف اساسی مدیران مالی تعیین بهترین ترکیب منابع مالی است. این اهرم مالی یعنی ساختار سرمایه شامل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است که شرکت‌های از جمله بانک با استفاده از آن به تامین مالی دارایی‌های بلندمدت خود می‌پردازد. در واقع ساختار سرمایه تامین مالی دائمی شرکت می‌باشد که توسط بدهی‌های بلندمدت و حقوق صاحبان سهام نشان داده می‌شود و ساختار مالی شامل بدهی کوتاه‌مدت، بدهی بلندمدت و همچنین حقوق صاحبان سهام است. بنابراین ساختار سرمایه بخشی از ساختار مالی شرکت را تشکیل می‌دهد. در بحث ساختار سرمایه نظریه‌های متعددی توسط محققان ارائه شده است که هر یک عواملی را در تعیین نسبت بدهی (ساختار سرمایه مطلوب) مؤثر می‌دانند. در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان نظریه‌های ساختار سرمایه را بر اساس نمودار (۱) مطرح نمود.

نمودار ۱. نظریه‌های ساختار سرمایه



همان‌طور که از نمودار (۱) مشخص است در هر یک از نظریه‌های سنتی^۳ و نوین چهار نظریه وجود دارد. نظریه‌ی سنتی به عنوان اولین نوع از نظریه‌های سنتی، بر این نکته استوار است که می‌توان با استفاده از اهرم مالی، ارزش شرکت را افزایش داد. به نظر می‌رسد که نظریه‌ی سنتی مالی اثباتی گرایانه است. به عبارت دیگر، در این رویکرد بیشتر به بررسی مجموعه‌ی قواعد مورد استفاده در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و مدیران توجه داشته و کمتر به شرح دلایل به‌کارگیری قواعد مذکور و پیامدهای حاصل از آن می‌پردازد. هدف رویکرد سنتی شناخت تصمیم‌گیری‌های مالی ارزشمند در طی زمان و مشخص کردن ویژگی‌ها و مشخصات شرکت‌هایی است که اقدام به چنین تصمیم‌گیری‌هایی می‌کند. در زمینه‌ی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها نیز باور رایج در رویکرد سنتی این است که هر شرکت، با توجه به ویژگی‌هایش از ظرفیتی عادی برای بدهی برخوردار می‌باشد. منظور از ظرفیت عادی سطحی از بدهی است که موجب کاهش هزینه‌های مالی شرکت می‌شود. به هنگام ارائه این نظریه تصور رایج بر آن بود که تغییرات هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت تا آستانه‌ی ظرفیت مزبور بسیار کم است. چراکه تعیین ظرفیت بدهی شرکت نیز عملی نبوده و تصمیم‌گیری‌های مالی به تجربه و حس درونی مدیران مالی شرکت بستگی داشت. نظریه‌ی سود خالص^۴ به عنوان دومین نظریه از نظریه‌های سنتی بر این نکته استوار است که بنگاه اقتصادی می‌تواند با استفاده از بدهی هزینه سرمایه خود را کاهش دهد. بر طبق این نظریه ساختار سرمایه بهینه زمانی که هزینه سرمایه در حداقل باشد به دست می‌آید. در نظریه سوم از نظریه‌های سنتی یعنی نظریه‌ی سود خالص عملیاتی^۵، اعتقاد بر آن است که واحد انتفاعی با استفاده از اهرم مالی قادر به تاثیرگذاری بر روی کل هزینه سرمایه نیست و این امر به دلیل افزایش حساسیت سهامداران به بالا رفتن میزان بدهی در ساختار سرمایه است. نظریه‌ی آخر در این دسته یعنی نظریه میلر و مودیگیلانی^۶ را می‌توان جزو مؤثرترین مطالعه‌ای^۷ دانست که تاکنون نوشته شده است. ایشان برای ارائه نظریه‌ی خود از مفهوم آربیتراژ^۸ استفاده نمودند. کسانی که معامله‌ی مبتنی بر آربیتراژ انجام می‌دهند، سهام را زیر قیمت خریداری نموده و در همان زمان این سهام را به بیش از قیمت واقعی به فروش می‌رسانند. میلر و مودیگیلانی (۱۹۵۸) بر اساس این مفروضات اثبات کردند که سهام شرکت‌های با وام و سهام شرکت‌های بدون وام درست مشابه پدیده آربیتراژ دادوستد می‌شود. بنابر نتیجه‌ی این پژوهش شیوه تامین مالی فعالیت‌های شرکت هیچ اهمیتی ندارد. زیرا با توجه به این مفروضات ساختار سرمایه نامربوط است. یک از مفروضات موردنظر ایشان آن بود که مالیات (نه برای شرکت و نه برای شخص) وجود نداشته باشد. به نحوی که اگر مالیات صفر شود؛ افزایش بازده سهامداران ناشی از کاربرد اهرم، به وسیله افزایش ریسک خنثی می‌شود و لذا در هر سطحی از وام، بازده سهامداران درست به اندازه‌ای است که ریسک مربوط را خنثی کند. بر این اساس استفاده از اهرم مالی هیچ فایده‌ای ندارد.

³ Classic Theory

⁴ Net Income Theory⁵ Net Operating Income⁶ Modigliani–Miller theorem

^۷ این نظریه در سال ۱۹۵۸ طی پژوهشی توسط میلر و مودگیلانی، در زمینه ساختار سرمایه منتشر شد.

⁸ Arbitrage

در نظریه‌ی توازن ثابت یا پایدار^۹ به عنوان اولین نظریه در قالب نوین، فرض بر آن است که بنگاه دارای هدفی از پیش تعیین شده در ساختار سرمایه است. هدفی که از ایجاد توازن میان منافع (مزایای بدهی شامل کاهندگی مالیاتی و کاهش مشکلات جریان‌های نقدی آزاد) و هزینه‌های تامین مالی (هزینه‌های بدهی شامل هزینه‌های بحران مالی^{۱۰} و هزینه‌های ناشی از تعارضات نمایندگی سهامداران و بستانکاران) حاصل شده است. در تئوری ترجیحی (سلسله مراتبی)^{۱۱} مدیران و یا افراد درون سازمانی برخلاف سرمایه‌گذاران برون سازمانی درباره چشم‌اندازهای آتی و ارزش واقعی شرکت اطلاعات بیشتری در اختیار دارند که به آن عدم تقارن اطلاعاتی گفته می‌شود. این رویکرد بیان می‌کند که تعیین ساختار سرمایه نوعی علامت دادن به افراد بیرون از شرکت درباره اطلاعات افراد درونی شرکت بوده و تامین مالی از طریق بدهی بیانگر آینده مطلوب شرکت است در سوی مقابل اگر شرکت از طریق انتشار سهام جدید اقدام به تامین مالی نماید نوعی تهدید بوده و به عنوان علامتی منفی در مورد آینده شرکت قلمداد می‌شود. اگر افراد برون سازمانی و سرمایه‌گذاران در مورد ارزش شرکت اطلاعات کمتری را نسبت به افراد درون سازمان داشته باشند، ممکن است قیمت‌گذاری درستی را در مورد سهام شرکت انجام ندهند. این موضوع در زمانی که شرکت مجبور به انتشار سهام جدید است قیمت‌گذاری کمتر از قیمت واقعی بازار، به حدی شدید باشد که سرمایه‌گذاران جدید ارزشی بیش از ارزش واقعی به دست آورند و سهامداران فعلی نیز زیان ببینند. در چنین شرایطی است که شرکت‌ها، تامین مالی درون سازمانی را بر تامین مالی برون سازمانی ترجیح می‌دهند. این نظریه، بیان می‌کند که منافع مالیاتی ناشی از ایجاد بدهی، ارزش شرکت بدهی‌دار را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر، هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از عدم ایفای به موقع تعهدات، ارزش شرکت بدهی‌دار را کاهش می‌دهد. لذا ساختار سرمایه شرکت را می‌توان به منزله توازن بین منافع مالیاتی بدهی و هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از بدهی تلقی نمود. از این رو، این دو عامل خنثی کننده یکدیگر (توازن منافع و مخارج ناشی از بدهی) به استفاده بهینه از بدهی در ساختار سرمایه منجر می‌شوند. (سبیلکو، ۲۰۰۵)^{۱۲} یکی از مباحث معمول در رد نظریه توازن ثابت یا پایدار در مورد شرکت‌های آمریکایی این است که این نظریه نرخ‌های اهرمی بالایی را برای شرکت‌ها پیش‌بینی می‌کند در حالی که معمولاً شرکت‌های آمریکایی نرخ‌های اهرمی پایینی دارند و غالباً تحقیقات مربوط به عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها در این کشور پشتوانه اندکی برای نظریه توازن پایدار فراهم می‌کنند و چنین فرض می‌کنند که مالیات نقش بالاهمیتی در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها ایفا نمی‌کند. (ورشوئن، ۲۰۰۱)^{۱۳} تئوری هزینه‌های نمایندگی^{۱۴} به عنوان سومین نظریه از نظریه‌های نوین توسط جنسن و مک‌لینگ^{۱۵} در سال ۱۹۷۶ مطرح شد و بیان می‌کند که ساختار سرمایه‌ی بهینه توسط هزینه‌های نمایندگی (شامل انتشار سهام و بدهی) تامین می‌گردد. جنسن و مک‌لینگ در قالب واحد اقتصادی دو نوع تضاد منافع را شناسایی کردند. نخست، تضاد میان مدیران و سهامداران و دوم، تضاد منافع میان سهامداران و دارندگان اوراق بدهی شرکت. به دلیل واگرایی تصمیمات مدیران از تصمیمات سهامداران، آنها بیان می‌دارند که هزینه‌های نمایندگی سهام از تفکیک مالکیت و کنترل شرکت ناشی می‌شود. لذا مدیران قادر به تصرف سود غیرعملیاتی حاصل از فعالیت‌هایی که در جهت کسب سود عملیاتی انجام داده‌اند، نیستند و به همین دلیل مدیران به جای افزایش ارزش شرکت تمایل دارند که منافع خود را حداکثر سازند. همچنین اعتبار دهندگان نیز تمایل دارند تا برای حفظ حقوق خود، در شرکتی که اعتبار می‌دهند نظارت‌هایی را نیز اعمال نمایند. نظارت‌هایی که دارای هزینه‌هایی بوده و این موضوع به عنوان یک اشکال در هزینه نمایندگی است. آخرین نظریه در قالب نوین، نظریه‌ی زمانبندی بازار^{۱۶} است که توسط بیکر و ورگلر^{۱۷} در توضیح تصمیمات ساختار سرمایه بنگاه‌ها با استفاده از مشکل اطلاعات نامتقارن مطرح شده است. در این الگو فرض بر این است که

^۹ Static Trade-off Theory

^{۱۰} هزینه‌های بحران مالی به هزینه‌های ورشکستگی، تجدید سازمان و هزینه‌های نمایندگی بر می‌گردد که ناشی از به خطر افتادن شرکت در زمینه تحصیل وام می‌باشد.

^{۱۱} Pecking order Theory

^{۱۲} Sibilkov

^{۱۳} Verschuereen

^{۱۴} Agency Costs Theory

^{۱۵} Jensen and Meckling

^{۱۶} Timing Market Theory

^{۱۷} Baker and Wurgler

شرکت‌ها پس از تجربه غیر عادی و با اهمیت افزایش قیمت سهام، به انتشار سهام روی می‌آورند. همچنین مدیران سعی می‌کنند که بازارهای سهام را بر مبنای اطلاعات خصوصی زمانبندی و بازارهای سهام را بر اساس اطلاعات عمومی زمانبندی نمایند. اگر مدیران در زمان زمانبندی بازار بدهی نسبت به سرمایه‌گذاران از اطلاعات مالی بالاتری برخوردار نباشند، استراتژی زمانبندی نمی‌تواند خلق ارزش کند. همچنین مدیریت شرکت‌ها ممکن است بازار بدهی را بر اساس اطلاعات خصوصی مرتبط با رتبه آتی شرکت، زمانبندی نماید و نیز مدیران ممکن است اطلاعات بهتری را در مورد رتبه آتی شرکت در مقایسه با سرمایه‌گذاران در اختیار داشته باشند. در این حالت زمانی که مدیران انتظار بهبود دارند نسبت به انتشار اوراق بدهی کوتاه‌مدت اقدام نموده و در غیر این صورت اقدام به انتشار اوراق بلندمدت می‌کنند. تحلیل انتقال بار مالیات و یا اثرات توزیعی مالیات، این امکان را فراهم می‌آورد که چگونگی اثرات تغییرات مالیات روی سایر عوامل و عواید مشخص گردد.

سرعت تعدیل ساختار سرمایه^{۱۸}

به طور کلی، سرعت حرکت شرکت‌ها به سوی نسبت‌های بدهی هدف، به هزینه تعدیل اهرم مالی بستگی دارد. مطابق با نظریه‌ی توازن در صورت نبود این هزینه‌ها، هیچ‌گاه نباید انحرافی از اهرم بهینه در شرکت‌ها مشاهده شود. از سوی دیگر اگر این هزینه‌ها قابل توجه باشد، نباید هیچ حرکتی به سمت اهرم بهینه صورت گیرد (فلانری و رنگان، ۲۰۱۲). اگر چه در عموم پژوهش‌ها، تنها به هزینه‌های معامله برای انتشار اوراق بهادار به عنوان هزینه‌های تعدیل اشاره شده است ((لیری و رابرتز، ۲۰۰۵، فلانری و رنگان، ۲۰۰۶) اما فالكندر و همکاران (۲۰۱۲) بیان می‌کنند که هزینه‌ی تعدیل نه تنها به هزینه‌های صریح معاملات، بلکه به انگیزه‌های شرکت جهت دسترسی به بازار سرمایه نیز بستگی دارد. در واقع، آنها معتقدند که هرگونه دسترسی به بازار سرمایه را می‌توان برای تعدیل ساختار سرمایه مورد استفاده قرار داد. اندازه‌ی برآوردی سرعت تعدیل اهمیت بالایی (بویژه در نظریه‌ی توازن ایستا) دارد. به نحوی که اندازه‌ی بزرگتر سرعت تعدیل به معنای آن است که شرکت با سرعت بالایی به سوی ساختار سرمایه‌ی هدف حرکت می‌کند. ماحصل این سرعت بالا آن است که فعالیت‌های تأمین مالی گذشته و شرایط تاریخی بازار اثراتی کوتاه‌مدت بر ساختار سرمایه‌ی شرکت در دوره جاری خواهد داشت. در مسیر مقابل نیز، مقدار کمتر در سرعت تعدیل به معنای آن است که شرکت با سرعت پایین‌تری به سوی ساختار سرمایه‌ی هدف حرکت نموده و خروجی آن، اثرات طولانی‌تر فعالیت‌های تأمین مالی گذشته بر اندازه‌ی ساختار سرمایه‌ی فعلی خواهد بود. از نگاهی دیگر، سرعت بالاتر در تعدیل به سمت هدف مطلوب ممکن است بر هزینه‌های معاملاتی نسبتاً پایین (مانند هزینه‌های تأمین مالی خارجی کمتر) هزینه‌های بالاتر در انحراف از هدف و انعطاف‌پذیری مالی بیشتر دلالت داشته باشد (مک‌میلان و کامارا، ۲۰۱۲). از مطالعات تجربی در زمینه محاسبه‌ی سرعت تعدیل که فرضیه تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌ها را تقویت نمود؛ می‌توان به مطالعه مارکوس^{۱۹} (۱۹۶۳) اشاره نمود. وی در این مطالعه به دنبال توضیح تغییرات ساختار سرمایه در بانک‌های تجاری آمریکا بود. مارکوس بیان می‌کند که بانک‌های مورد بررسی دارای یک نسبت بدهی هدف بوده‌اند که همگرایی بالایی نسبت به آن از خود می‌دهند. ایشان با استفاده از یک مدل تلفیقی سرعت تعدیل ساختار سرمایه بانک‌ها را بین ۲۰ الی ۲۴ درصد در سال تخمین می‌زند. وی با این فرض که رفتار تأمین مالی شرکت توسط یک تعدیل جزیی به سمت یک هدف بلندمدت قابل تبیین است؛ به بررسی سرعت تعدیل شرکت‌ها پرداخته و چنین نتیجه می‌گیرد که شرکت‌ها به سمت نسبت‌های هدف حرکت می‌کنند ولی به دلیل نواقص بازار از جمله هزینه‌های تعدیل، این حرکت به صورت تدریجی و آهسته صورت می‌گیرد. با توجه به مطالعات موجود در این زمینه در ادامه مبنای نظری در اثرگذاری عوامل موثر بر اهرم مالی ارائه خواهد شد.

مالیات و اهرم مالی: مطابق با نظریه توازن ثابت، منافع مالیاتی ناشی از ایجاد بدهی، ارزش شرکت بدهی‌دار را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر، هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از عدم ایفای به موقع تعهدات، ارزش شرکت بدهی‌دار را کاهش می‌دهد. لذا ساختار سرمایه شرکت را می‌توان به منزله توازن بین منافع مالیاتی بدهی و هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از بدهی تلقی نمود. از اینرو، این دو عامل خنثی کننده یکدیگر (توازن منافع و مخارج ناشی از بدهی)

¹⁸ SOA

¹⁹ Marcus

به استفاده بهینه از بدهی در ساختار سرمایه منجر می‌شوند. (سیبیلکو^{۲۰}، ۲۰۰۵) مودیگیلیانی و میلر در سال ۱۹۵۸ با ارائه نظریاتی ابراز نمودند که با فرض عدم وجود مالیات بر درآمد، ارزش یک شرکت بدهی‌دار (اهرمی) با ارزش یک شرکت فاقد بدهی (غیراهرمی) برابر است. مودیگیلیانی و میلر در سال ۱۹۶۳ با لحاظ نمودن عامل مالیات بر درآمد شرکت (و نه هزینه‌های ورشکستگی) در نظریه اول خود تجدیدنظر نمودند. در این نظریه، به این نتیجه رسیدند که چون استقراض یک سپر مالیاتی برای شرکت ایجاد می‌کند لذا باید انتظار داشت شرکت‌ها از بین منابع مختلف تأمین مالی، ترجیحاً از استقراض بهره ببرند زیرا استفاده بیشتر از استقراض موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد. به عبارت دیگر، ارزش شرکت تابع مستقیمی از میزان استقراض یا اهرم مالی آن می‌شود. دی آنجلو و مازولیس^{۲۱} (۱۹۸۰) در ارتباط با تأثیر مالیات بر ساختار سرمایه بیان می‌دارند که بسته به توازن موجود بین منافع مالیاتی ناشی از ایجاد بدهی و مخاطرات مالی مربوطه می‌توان ساختار سرمایه مطلوب را تعیین نمود. شرکت‌هایی که منافع مالیاتی ناشی از ایجاد بدهی آنها کمتر از هزینه‌های مخاطرات مالی ناشی از ایجاد بدهی باشد؛ کمتر به تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی می‌پردازند. در نتیجه نرخ موثر مالیاتی مطابق با نظریه‌ی توازن پایدار و نظریه‌ی میلر و مودیگیلیانی اثر مثبت بر ساختار سرمایه دارد. مالیات و اهمیت آن در کلیه ملل، دولت‌ها در قبال مردم در برآورده ساختن برخی نیازها و خواسته‌های آنان همچون اشتغال، ایجاد امنیت داخلی و ملی، تثبیت قیمت‌ها، ثبات اقتصادی، سیاسی و فرهنگی، بهبود وضعیت تراز پرداخت‌ها و غیره پاسخگو می‌باشند و برای دستیابی به این مهم نیازمند منابع مالی مکفی خواهند بود. از طرف دیگر گسترش تعهدات یک دولت در عرصه‌های اقتصادی و اجتماعی، هزینه‌های دولت را با روند افزایشی مواجه ساخته و تأمین مالی چنین هزینه‌هایی منابع درآمدی مطمئن و عمده‌ای را طلب می‌کند. به همین سبب از دیرباز و تشکیل جوامع حکومتی، مالیات و اخذ آن به عنوان بحث حاکمیتی بوده و دریافت آن تحت عناوین واشکال متفاوت رایج گشته و رفت و برگشت علمی به خود گرفته است (اسکندری و همکاران، ۱۳۸۹) درآمدهای مالیاتی یکی از مهمترین منابع درآمدی در بودجه اکثر دولت‌ها به ویژه کشورهای توسعه یافته بوده و به عنوان یک شاخص اقتصادی در رتبه بندی کشورها نیز مطرح می‌گردد. این در حالی است که در کشورهای توسعه نیافته، اتکا دولت به درآمد حاصل از فروش منابع طبیعی و زیرزمینی همچون نفت خام که در حقیقت فروش سرمایه محسوب می‌گردد مشکلات ساختاری به وجود آورده که با وجود نوسانات قیمت جهانی این گونه منابع طبیعی، بودجه آن کشور تحت تاثیر قرار گرفته و دستیابی به اهداف تعیین شده در بودجه با مشکل مواجه خواهد شد. از آنجا که در ایران درآمدهای عمومی کشور تقلیل خواهد یافت دولت ناچار است برای تأمین هزینه‌های خود به دنبال منابع جایگزین باشد. امروزه درآمدهای مالیاتی بهترین و مطمئن‌ترین روش‌های تأمین مخارج دولت‌ها می‌باشد و دستیابی هر چه بیشتر به این درآمد تحت یک سیستم مالیاتی منصفانه و کارا از اهمیت بالایی برخوردار است. از آنجا که مالیات به طور ملموس تری نسبت به دیگر پارامترهای اقتصادی در زندگی اقتصادی مردم و شهروندان یک کشور موثر است، بیشتر از هر سیاست اقتصادی دیگر مورد توجه مردم قرار می‌گیرد. مالیات که در حقیقت نوعی پرداخت هزینه زندگی اجتماعی می‌باشد تعاریف مختلفی دارد (محمد خانی، ۱۳۸۹)

فرصت‌های رشد و اهرم مالی: فرصت‌های رشد تأمین مالی از طریق بدهی، یکی از عوامل مهم در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در سطح خرد و کلان است. بدهی شرکت با فرض در دسترس بودن فرصت‌های رشد، می‌تواند یک نقش دوطرفه در ارزش شرکت ایفا کند که این نقش را می‌توان از طریق دو دیدگاه تئوری کسر سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری اضافی توضیح داد. دیدگاه کسر سرمایه‌گذاری نخستین بار از سوی مایرز^{۲۲} (۱۹۷۷) مطرح شد و تأکید دارد که بالا بودن بدهی‌ها تأثیر منفی بر روی ارزش شرکت داشته و باعث تمایل مدیران به پروژه‌های سودآور سرمایه‌گذاری می‌شود. به دلیل اولویت دارندگان اوراق قرضه نسبت به سهامداران در دریافت جریان‌های نقدی، مدیران می‌توانند اگر سود پروژه‌ها به سمت اعتباردهندگان باشد، پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت را از قبل تعیین کنند. بنابراین می‌توان انتظار داشت که بین بدهی‌ها و ارزش شرکت، با فرض وجود فرصت‌های رشد رابطه‌ای منفی وجود داشته باشد. هرگاه شرکت دارای فرصت‌های رشد نباشد، از تئوری سرمایه‌گذاری اضافی که رابطه

²⁰ sibilkove²¹ Deangelo, H. & Masulis, R. W²² Myers

نزدیکی با جریان‌های نقدی آزاد دارد، استفاده می‌شود. این تئوری بر روی نتایج منفی ناشی از بالا بودن میزان جریان‌های نقدی تحت کنترل مدیران تاکید دارد بنابراین، تامین مالی از طریق بدهی باعث حمایت از ارزش شرکت شده و عدم کارایی مدیران از طریق محدودیت دسترسی آنها به جریان‌های نقدی آزاد، کاهش می‌یابد. رشد احتمالاً مربوط به جایی است که مقدار تقاضا برای وجوه بیشتر از وجوه ایجاد شده درونی است و شرکت را به سمت وام گرفتن یا قرض کردن سوق می‌دهد (هال و همکاران^{۲۳}، ۲۰۰۴). تأثیر فرصت‌های رشد بر سرعت تعدیل شرکت‌ها به لحاظ تئوریک مبهم است. شرکت‌های دارای رشد بالا به احتمال زیاد شرکت‌های جوان و تازه تاسیس هستند. همچنین ممکن است سودآوری کم و وجوه داخلی محدودی داشته باشند و برای تأمین بودجه‌ی فرصت‌های رشد به شدت به تأمین مالی خارجی اتکا کنند. این شرکت‌ها از طریق مراجعه‌ی مکرر به بازارهای سرمایه خارجی، می‌تواند با تغییر مناسب ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام به راحتی اهرم خود را تعدیل کنند (دروبتز و همکاران، ۲۰۰۶). از سوی دیگر، بسیاری از شرکت‌های دارای رشد پایین به مرحله بلوغ رسیده و از لحاظ وضعیت نقدینگی غنی بوده و بسیار سودآور می‌باشد. در صورتی که این شرکت‌ها به اندازه شرکت‌های دارای رشد بالا بر روی تأمین مالی خارجی تکیه نکنند، کمتر با اطلاعات نامتقارن و مشکلات نمایندگی مواجه خواهند شد که برای آنها هزینه‌ی کمتری برای تعدیل به سمت اهرم هدف در پی دارد. علاوه بر این، شرکت‌های دارای رشد پایین که اهرم بالایی دارند، ممکن است به منظور اجتناب از آشفته‌گی مالی و هزینه‌های ورشکستگی بالقوه، منافع بیشتری در بازگشت سریع به اهرم هدف پیدا کنند. آبور و بیک^{۲۴} (۲۰۰۹)، بیان کردند که شرکت‌های کوچک و متوسط با پتانسیل رشد بالا تمایل بیشتری به تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی (تامین مالی استقراضی) نسبت به شرکت‌هایی دارند که از طریق فرصت‌های رشد پایین سرمایه‌گذاری می‌کنند و کاسار و هلمز^{۲۵} (۲۰۰۳)، هال و همکاران^{۲۶} (۲۰۰۴)، و سوگورب - میرا^{۲۷} (۲۰۰۵) نیز ارتباط مثبتی بین رشد و بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت نشان ندادند. این درحالی است که چیتندن و همکاران^{۲۸} (۱۹۹۹)، جردن و همکاران^{۲۹} (۱۹۹۸) و اسپراس و همکاران^{۳۰} (۲۰۰۳) شواهدی مرکب از این شواهد را یافتند و همچنین سینیایی و رضاییان^{۳۱} (۱۳۸۴) در پژوهشی نشان دادند که بین فرصت‌های رشد با اهرم مالی رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد. و نتیجه می‌توان گرفت که فرصت‌های رشد مطابق با مدل سلسله مراتبی و نیز مدل موازنه ایستا اثر منفی بر ساختار سرمایه دارد. مایرز (۱۹۷۷) استدلال کرد که بخشی از ارزش بازار شرکت ناشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی است. برای نمونه، ارزش جاری فرصت‌های رشد آتی با توجه به اینکه این سرمایه‌گذاری‌ها شامل عنصر انتخاب هستند، تحقق ارزش وابسته به این است که سرمایه‌گذاری‌ها انجام شود و یا خیر (مایرز ۱۹۷۷). مطالعات مایرز نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که بدهی مخاطره آمیز بیشتری دارند و در راستای منافع سهامداران خود عمل می‌کنند، نسبت به شرکت‌هایی که بدهی‌های بی خطر دارند یا اصلاً بدهی ندارند، از قواعد تصمیم‌گیری متمایزی استفاده می‌کنند. شرکتی که از طریق بدهی مخاطره آمیز تأمین مالی شده باشد، از فرصت‌های ارزشمند سرمایه‌گذاری صرف نظر خواهد کرد. فرصت‌هایی که می‌توانند نقشی مثبت و عمده‌ای بر ارزش بازار شرکت داشته باشند. یکی از مواردی که می‌توان استنباط کرد، این است که شرکت‌های مواجه با محدودیت تأمین مالی، ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی از قبول و اجرای پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر کنند که این امر مشکل سرمایه‌گذاری ناکافی نام‌گذاری می‌شود و مقدار آن با گزینه‌های رشد بیشتر در مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت افزایش می‌یابد. در نتیجه، شرکت‌هایی که اهرم بالایی دارند (در مقایسه با شرکت‌هایی که اهرم پایین تری دارند) فرصت‌های رشد کمتری خواهند داشت.

دارایی ثابت مشهود و اهرم مالی: دارایی‌های ثابت مشهود که بیشتر از طریق تقسیم دارایی‌های ثابت بر کل دارایی‌ها یا فروش به دست می‌آید، نشان دهنده اهرم عملیاتی شرکت است. شرکت‌هایی که نسبت دارایی ثابت مشهود بالایی دارند، به خاطر ارزش وثیقه‌گذاری بالای دارایی‌های ثابت و کاهش ریسک عدم پرداخت بدهی‌ها، توان استقراضی بالایی دارند. برخی معتقدند

²³ Hall, G.C., Hutchinson, P.J. and Michaelas, N

²⁴ Drobets, W. and Wanzenried, G

²⁵ Cassar, G. and Holmes, S

²⁶ Hall, G.C., Hutchinson, P.J. and Michaelas, N

²⁷ Sogorb-Mira, F

²⁸ Chittenden, F., Hall, G. and Hutchinson, P

سرمایه‌گذاری بیشتر در دارایی‌های ثابت، ریسک شرکت را افزایش می‌دهد. در مقابل، تعدادی دیگر از پژوهشگران استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاری سنگین در دارایی‌های ثابت، ریسک شرکت را کاهش می‌دهد (بارتون^{۲۹}، ۱۹۸۸). همچنین، باید به این موضوع توجه کرد که معمولاً عواقب اهرم مالی به مراتب سنگین‌تر از مزایای آن است و با افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت می‌توان این عواقب را کاهش داد. برای مثال، افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، ممکن است هزینه‌های ایجاد یا افزایش در میزان بدهی را کاهش دهد، زیرا دارایی‌های ثابت افزوده شده در تأمین مالی بدهی به صورت وثیقه به کار می‌روند و معتقدند سرمایه‌گذاری سنگین در دارایی‌های ثابت را موجب افزایش اهرم مالی می‌گردد (لانگ و مالیتز^{۳۰}، ۱۹۸۴) و با توجه به پژوهش‌های انجام شده توسط هریس و رابو^{۳۱} (۱۹۹۰) و بیوان و دونالت^{۳۲} (۲۰۰۰) نیز رابطه مثبتی بین ساختار دارایی‌ها و اهرم پیش‌بینی می‌شود. لازم به ذکر است که ارزش حاصل از کاربرد مبنای ارزش بازار می‌گردد. به همین دلیل ابتدا باید اطمینان حاصل کرد که دارایی موردنظر واقعاً دارای چنان خصوصیتی است که تعیین ارزش بازار آن غیرممکن است. افزون بر این، لازم است که واحد تجاری مربوط به طور بالقوه از چنان سودآوری برخوردار باشد تا کاربرد بهای جایگزینی مستهلك شده توجیه‌پذیر باشد. چنین ملاحظات می‌تواند به تعیین ارزش کمتری برای دارایی‌های مربوط منجر گردد. بدین ترتیب مطابق با مدل موازنه ایستا اثر مثبت بر ساختار سرمایه دارد. لو و همکاران (۱۹۹۴) نیز دربارهٔ افزایش سطح بدهی به علت افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت اظهار داشتند، شرکت‌ها با دارایی‌های ثابت بیشتر به علت برخورداری از مزیت به کارگیری سرمایه‌گذاری سنگین در دارایی‌های ثابت به عنوان وثیقه، سطح بدهی خود را آسان‌تر افزایش می‌دهند و سرمایه‌گذاری سنگین در دارایی‌های ثابت را موجب افزایش اهرم مالی می‌دانستند. در مقابل استدلال‌های مبنی بر ارتباط مستقیم سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت و اهرم مالی، استدلال‌های دیگری نیز این ارتباط را معکوس ارزیابی می‌کنند. برای مثال، دربارهٔ ارتباط اهرم عملیاتی که میزان در مقابل استدلال‌های مبنی بر ارتباط مستقیم سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت و اهرم مالی، استدلال‌های دیگری نیز این ارتباط را معکوس ارزیابی می‌کنند. برای مثال، دربارهٔ ارتباط اهرم عملیاتی که میزان دارایی‌های ثابت شرکت درجهٔ آن رامشخص م‌یکند و اهرم مالی، این استدلال وجود دارد که حضور دارایی‌های ثابت، تغییرپذیری (نوسانات) درآمدهای آتی شرکت را افزایش می‌دهد. بنابراین، می‌توان فرض کرد که بین اهرم عملیاتی و اهرم مالی ارتباط منفی وجود دارد. دارایی‌های ثابت شرکت درجهٔ آن را مشخص می‌کند و اهرم مالی، این استدلال وجود دارد که حضور دارایی‌های ثابت، تغییرپذیری (نوسانات) درآمدهای آتی شرکت را افزایش می‌دهد. بنابراین، می‌توان فرض کرد که بین اهرم عملیاتی و اهرم مالی ارتباط منفی وجود دارد (سینایی و نیسی، ۱۳۸۲).

کسری مالی و اهرم مالی: کسری مالی عبارت است از مجموع مبالغی که شرکتها از منابع خارجی تامین می کنند. مشاهده هر نشانه ای از عدم تعادل مالی پیامدهای مهمی را برای سرعت تعدیل شرکت به همراه دارد. به بیان دقیق تر، هنگامی که شرکتها کسری مالی دارند، برای جبران این کسری از طریق انتشار بدهی یا سهام تحت فشار بیشتری قرار دارند. با این حال، چنین فعالیت های تأمین مالی خارجی، ممکن است فرصتهایی را برای انتخاب ترکیب مناسب تر بدهی و حقوق صاحبان سهام برای این شرکتها فراهم کنند. از سوی دیگر، زمانی که شرکتها مازاد جریان نقدی دارند تحت فشار نسبتاً کمتری برای مقابله با این عدم تعادل قرار دارند که بر انگیزه کمتر آنها برای انجام تعدیل اهرم اشاره دارد. شیم و ساندر^{۳۳} (۱۹۹۹) در پژوهش خود دریافتند که شرکتهایی که بیشتر از منابع خارجی استفاده می کنند، تمایل بیشتری به افزایش نسبت بدهی خود دارند. از سوی دیگر تئوری سلسله مراتبی پیش بینی می کند که شرکتها باید از سیاست صدور سهام به منظور پوشش کسری مالی، به عنوان آخرین راه حل پس از استفاده از سایر گزینه های تامین مالی که دارای کمترین مشکل گزینش معکوس و حساسیت نسبت به اطلاعات هستند، استفاده نمایند.

ارزش وثیقه‌ای دارایی و اهرم مالی: طبق نظریه توازن، دارایی‌های ثابت ابزاری برای تامین مالی بدهی هستند. بنابراین، زمانی که ارزش وثیقه دارایی‌های ثابت افزایش می‌یابد، امکان تامین مالی شرکت از طریق بدهی بیشتر می‌شود. زیرا شرکت‌هایی که دارایی‌های آنها ارزش وثیقه‌گذاری بیشتر دارد، توانایی بیشتری برای انتشار بدهی تضمین شده دارند. در نظریه سلسله مراتبی شرکت‌هایی که صاحب دارایی‌های ثابت بیشتری هستند، اطلاعات نامتقارن بیشتری دارند. بنابراین، آنها تمایل به تامین مالی سهام دارند. نظریه سلسله مراتبی با توجه به سررسید بیان می‌کند که سهم دارایی‌های ثابت، رابطه ثابتی با تامین مالی بدهی بلندمدت دارد و رابطه منفی با تامین مالی بدهی کوتاه‌مدت دارد (فتحی و همکاران، ۱۳۹۳). در نتیجه می‌توان گفت که دارایی قابل وثیقه مطابق با مدل سلسله مراتبی و نیز مدل موازنه ایستا اثر منفی بر ساختار سرمایه دارد. حساب اموال، ماشین آلات و تجهیزات محرک مهمی برای راهکار وثیقه‌گذاری است و موجودی کالا و حساب‌های دریافتی اهمیت کمتری دارند. آنان ضمناً از اهمیت بیشتر دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری برای شرکت‌هایی خبر دادند که از بدهی بانکی استفاده می‌کنند. موضوعی که پس از وقوع بحران مالی تضعیف شد. در مجموع، حتی اگر تنها دلیل ارتباط سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت با اهرم مالی را قدرت وثیقه قراردادن این دارایی‌ها قلمداد کنیم، با توجه به اینکه استفاده از دارایی‌های ثابت به عنوان وثیقه مستلزم فراوان بودن مبلغ آن‌هاست، می‌توان انتظار داشت که ارتباط سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت با اهرم مالی خطی نباشد.

نرخ مؤثر مالیات و تصمیمات تامین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت

تصمیمات تامین مالی شرکت می‌تواند بر نرخ مؤثر مالیاتی تأثیر بگذارد. به عنوان مثال تصور کنید که یک شرکت، عمده منابع مالی خود را به جای سرمایه از طریق بدهی تامین مالی کند، از آنجا که هزینه‌های بهره مالیاتی هستند ولی سود پرداختی این حالت را ندارد، انتظار می‌رود که شرکت مزبور دارای نرخ مؤثر مالیاتی پایین‌تری باشد (گوپتا و نیوبری، ۱۹۹۷). تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت نیز می‌تواند بر نرخ مؤثر مالیاتی تأثیر بگذارد. همانطور که قوانین مالیاتی نیز به مؤدیان اجازه می‌دهد که بهای تمام شده دارایی‌هایشان را طی دوره‌های زمانی کمتر از عمر اقتصادی آنها مستهلک کنند. بنابراین انتظار بر این است که شرکت‌هایی که دارای شدت سرمایه‌گذاری بالاتری هستند، نرخ مؤثر مالیاتی پایین‌تری داشته باشند (استیکنی و مک گی، ۱۹۸۲). از آنجا که موجودی کالا (ی پایان دوره) دارای تأثیر مستقیمی بر سود می‌باشد این انتظار می‌رود که شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاری زیاد در موجودی کالا دارای نرخ مؤثر مالیاتی بیشتری باشند (زیممرمن ۱۹۸۳) در نهایت اینکه مخارج تحقیق و توسعه یک سپر (پوشش) مالیاتی را برای شرکت‌های دارای مخارج تحقیق و توسعه زیاد به وجود می‌آورد. این تحلیل، رابطه منفی بین نرخ مؤثر مالیات و مخارج تحقیق و توسعه را ارائه می‌کند (گوپتا و نیوبری، ۱۹۹۷).

ادبیات تجربی پژوهش

مودیگلیانی و میلر^{۳۴} در سال ۱۹۵۸ با ارائه نظریاتی ابراز نمودند که تحت مفروضات خاصی از جمله وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی، نبود هزینه‌های نمایندگی و وجود تقارن اطلاعاتی در بین فعالان بازار سرمایه، مدیران نمی‌توانند صرفاً به واسطه ایجاد تغییر در ترکیب منابع تامین مالی ارزش شرکت را تغییر دهند. به عبارت دیگر، ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه آن است. این نظریه که به نظریه اول مودیگلیانی و میلر معروف است به شرح زیر بیان گردیده است: با فرض عدم وجود مالیات بر درآمد، ارزش یک شرکت بدهی‌دار (اهرمی) با ارزش یک شرکت فاقد بدهی (غیراهرمی) برابر است (مودیگلیانی و میلر، ۱۹۵۸). مودیگلیانی و میلر در سال ۱۹۶۳ با لحاظ نمودن عامل مالیات بر درآمد شرکت (و نه هزینه‌های ورشکستگی) در نظریه اول خود تجدیدنظر نمودند. در این نظریه، به این نتیجه رسیدند که چون استقراض یک سپر مالیاتی برای شرکت ایجاد می‌کند، لذا باید انتظار داشت شرکت‌ها از بین منابع مختلف تامین مالی، ترجیحاً از استقراض بهره ببرند زیرا استفاده بیشتر از استقراض موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد؛ به عبارت دیگر، ارزش شرکت تابع مستقیمی از میزان استقراض یا اهرم مالی آن می‌شود (مودیگلیانی و میلر، ۱۹۶۳).

³⁴ Miller and Modigliani (MM)

دی آنجلو و مازولیس (۱۹۸۰)^{۳۵} ارتباط با تأثیر مالیات بر ساختار سرمایه بیان می‌دارند که بسته به توازن موجود بین منافع مالیاتی ناشی از ایجاد بدهی و مخاطرات مالی مربوطه می‌توان ساختار سرمایه مطلوب را تعیین نمود. شرکت‌هایی که منافع مالیاتی ناشی از ایجاد بدهی آنها کمتر از هزینه های مخاطرات مالی ناشی از ایجاد بدهی باشد، کمتر به تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی می‌پردازند.

پلسکو (۱۹۹۶)^{۳۶} در تحقیق خود بر پس‌اندازهای مالیاتی ناشی از افزایش اهرم تمرکز می‌کند و تأثیر تغییرات نرخ مالیات بر ساختار سرمایه شرکت های آمریکایی را بررسی می‌کند. اصلاح ساختار مالیاتی در آمریکا در سال ۱۹۸۶ شرایطی عملی را برای آزمون اثر مالیات بر تصمیمات اهرمی شرکت‌ها فراهم آورد. بخش اصلی مربوط به اصلاح ساختار مالیاتی، کاهش بالاترین نرخ مقرر مالیاتی از ۴۶ درصد به ۳۴ درصد به همراه تغییراتی گسترده در مبنای مالیاتی شرکت ها بود. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اصلاح ساختار مالیاتی در سال ۱۹۸۶ به طور متوسط باعث کاهش ۵ درصدی نرخ مالیات شده و پراکندگی مالیاتی بین صنایع مختلف را کاهش می‌دهد و بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. شواهد حاکی از وجود رابطه مثبت بین نرخ مالیات و اهرم می‌باشد. یعنی اصلاح ساختار مالیاتی منجر به کاهش نرخ اهرمی شرکت‌ها شده است.

گراپ (۱۹۹۷)^{۳۷} با استفاده از داده های ترکیبی به بررسی اثر نرخ مؤثر مورد انتظار مالیات بر تأمین مالی شرکت‌های آمریکایی پرداخت. نمونه انتخابی او شامل ۱۳۰۰ شرکت صنعتی بورس اوراق بهادار نیویورک برای دوره زمانی ۱۹۷۹ تا ۱۹۹۱ و به عبارتی ۱۶۹۳۰ سال-شرکت می‌باشد. او به این نتیجه رسید که نرخ مؤثر مورد انتظار مالیاتی رابطه مثبت و معنی داری با تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی دارد.

اشعیا اوینو و بن یوکاجیو (۲۰۱۵)^{۳۸} در پژوهش خود به دنبال پاسخ به این پرسش بودند که شرکت‌ها در نیجریه چگونه به سمت ساختار سرمایه‌ی هدف حرکت می‌کنند. نتایج حاصل از برآورد با تخمین زن گشتاورهای تعمیم‌یافته در این مطالعه نان می‌دهد که ۶۳ درصد از شرکت‌ها در این کشور از اهرم (بدهی) در ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند. همچنین دو متغیر سودآوری و دارایی‌ها با ساختار سرمایه رابطه معکوس و اندازه شرکت و نرخ مالیاتی با ساختار سرمایه رابطه مستقیم دارد. دانگ و همکاران^{۳۹} (۲۰۱۲) با استفاده از روش داده‌های تابلویی به بررسی عدم تقارن تعدیلات ساختار سرمایه در شرکت‌های انگلستان طی سال‌های ۲۰۰۳-۱۹۹۶ پرداختند. آنها با استفاده از متغیرهایی از قبیل عدم تعادل مالی، فرصت‌های رشد، سرمایه‌گذاری، سودآوری، اندازه شرکت و نوسان درآمد که بطور بالقوه بر هزینه‌های تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد؛ به این نتایج دست یافتند که شرکت‌ها با عدم تعادل مالی زیاد، سرمایه‌گذاری زیاد و نوسان کم در درآمد، سریعتر به سمت ساختار سرمایه هدف حرکت می‌کنند. همچنین شرکت‌ها با فرصت رشد بالاتر، سودآوری بیشتر و اندازه کوچکتر نیز سرعت تعدیل بیشتری دارند.

جان و همکاران^{۴۰} (۲۰۱۲) در مطالعه‌ی خود مجموعه‌ی جامعی از ویژگی‌های شرکت و صنعت را بر هزینه‌های تعدیل مورد بررسی قرار دادند. ایشان با بررسی داده‌های مربوط به دوره زمانی ۲۰۰۷-۱۹۹۰ به این نتایج دست یافتند که شرکت‌های با سپر مالیاتی غیر بدهی و موجودی نقد بالاتر با سرعت بیشتری به سمت ساختار سرمایه هدف خود حرکت می‌کنند و شرکت‌های با سودآوری، رشد، عمق اطلاعات، اهرم مالی صنعت، محدودیت‌های تأمین مالی و موقعیت‌سنجی بازار بالاتر با سرعت کمتری به سمت ساختار سرمایه هدف خود حرکت می‌کنند.

فلنری و اوزتکین^{۴۱} (۲۰۱۲) در مطالعه‌ی خود به بررسی تأثیر متغیرهای نهادی و سیاسی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در کشورهای مختلف پرداخته و توانایی این متغیرها را در توضیح تغییرات سرعت‌های تعدیل تخمینی به عنوان هدف اصلی پژوهش خود قرار دادند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که محیط قانونی و متغیرهای نهادی به طور معناداری با سرعت‌های تعدیل

^{۳۵} DeAngelo and Masulis

^{۳۶} plesko

^{۳۷} Gropp

^{۳۸} Dang, V. A., Kim, M. & Shin

^{۳۹} John, K., Kim, T. N. & Palia, D

^{۴۰} Öztekin, Ö, Flannery, M.J

شرکت‌ها همبستگی دارد به نحوی که محیط قانونی بهتر و قوانین نهادی تسهیل‌کننده‌تر، منجر به کاهش هزینه‌های تعدیل اهرم مالی شرکت‌ها می‌شود. به عنوان نمونه استانداردهای حسابداری کاراتر می‌تواند موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه آسانتر شدن فرآیند انتشار اوراق بهادار و یا بازخريد آنها توسط شرکت‌ها شود و به تبع، به همان نسبت که انتشار بدهی و یا سهام تسهیل می‌شود، سرعت تعدیل شرکت‌ها هم افزایش خواهد یافت. ایشان همچنین نتیجه می‌گیرند که شرکت‌های فعال در کشورهایی با نهادهای قانونی کارا و ساختارهای مالی مبتنی بر کارایی بازارها (به جای واسطه‌ها)، به طور متوسط با سرعت بالاتری به تعدیل ساختار سرمایه خود دست می‌زنند. به علاوه آنها دریافتند که ساختارهای اقتصادی بازارمحور، هزینه تعدیل کمتری را به شرکت‌ها تحمیل می‌کند و لذا سرعت تعدیل شرکت‌ها در کشورهایی که دارای ساختار مالی بازار محور هستند، بیشتر از شرکت‌هایی است که در کشورهایی با ساختار مالی بانک محور فعالیت می‌کند.

لمون و همکاران^{۴۱} (۲۰۰۸) برای تخمین سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌ها از سه روش شناسی مختلف استفاده می‌کنند. آنها به استفاده از روش حداقل مربعات معمولی ترکیبی به نرخ معادل ۱۳ تا ۱۷ درصد، روش اثرات ثابت به نرخ معادل ۳۶ تا ۳۹ درصد و گشتاورهای تعمیم‌یافته به نرخ معادل ۲۲ تا ۲۵ درصد دست یافتند. ایشان بیان می‌کنند که هر دو روش حداقل مربعات معمولی ترکیبی و اثرات ثابت تحت تأثیر تورش‌های بالقوه قرار دارد. تخمین بدست آمده از روش حداقل مربعات معمولی ترکیبی با در نظر نگرفتن اثرات ثابت به سمت پایین تورش دارد. حال آنکه روش اثرات ثابت، منجر به تخمین سرعت تعدیلی می‌شود که به سمت بالا تورش دارد. آنها ادعا می‌کنند که تخمین‌های بدست آمده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته با در نظر گرفتن تمامی مشکلات تخمین پویای داده‌های تابلویی صحیح‌ترین نتیجه را بدست می‌دهد. زیرا که در این روش، تورش‌های ناشی از روش‌های حداقل مربعات معمولی ترکیبی و اثرات ثابت در جهت عکس هم حرکت می‌کند و این امر می‌تواند منجر به تخمینی صحیح‌تر، مابین دو حد بالا و پایین این روش‌ها شود.

کشاورز و صدری (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی عوامل موثر بر میزان سرعت تعدیل ساختار سرمایه در ۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی ۹۳-۱۳۸۹ پرداخته و نتیجه می‌گیرند که وجود رابطه بین سودآوری، دارایی‌های مشهود و نرخ رشد با سرعت تعدیل ساختار سرمایه تایید می‌شود ولی چنین رابطه‌ای برای اندازه شرکت و نرخ موثر مالیاتی مورد تایید قرار نمی‌گیرد.

سرلک و همکاران (۱۳۹۴) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین ویژگی‌های مالی و ساختار سرمایه در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۰ است. بدین منظور با تفکیک نمودن شرکت‌های موجود در نمونه (بر اساس چرخه عمر) به کمک مدل علامت جریان‌های نقدی دیکینسون (۲۰۱۱) و با توجه به تئوری‌های توازن و سلسله مراتبی ساختار سرمایه، رابطه متغیرهای اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، ریسک، سود تقسیمی، قابلیت مشاهده پذیری دارایی‌ها، سودآوری و صرفه جویی مالیاتی غیر از بدهی با اهرم مالی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از برآورد الگو در این مطالعه نشان می‌دهد که علی‌رغم تفکیک چرخه عمر شرکت‌ها به مراحل رشد، بلوغ و افول، تفاوتی در نحوه تأمین مالی آنها مشاهده نمی‌شود. شرکت‌ها در هر سه مرحله از چرخه عمرشان تأمین مالی از طریق بدهی را ترجیح می‌دهند و به عبارت دیگر در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود از تئوری سلسله مراتبی پیروی می‌کنند.

هاشمی و کشاورز مهر (۱۳۹۴) در مطالعه‌ای به بررسی عدم تقارن سرعت تعدیل ساختار سرمایه در ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی ۹۰-۱۳۸۱ پرداختند. ایشان نتیجه می‌گیرند که شرکت‌های دارای کسری مالی و سرمایه‌گذاری بیشتر و همچنین سودآوری و نوسان درآمد کمتر، نسبت به شرکت‌های دارای ویژگی‌های متضاد با سرعت بیشتری ساختار سرمایه‌ی خود را تعدیل می‌کنند و در واقع این شرکت‌ها به دلیل مواجهه با هزینه‌های بحران مالی بالاتر و یا هزینه‌های تعدیل پایین‌تر، انگیزه بیشتری برای تعدیل ساختار سرمایه‌ی خود دارند.

گرچی و راعی (۱۳۹۲) در مطالعه‌ی خود با استفاده از الگوی پویای ساختار سرمایه‌ی بهینه به تبیین و بررسی سرعت تعدیل ساختار سرمایه در ۲۲۵ شرکت طی دوره‌ی ۹۰-۱۳۷۱ پرداختند. نتایج این بررسی نشان داد که شرکت‌های ایرانی با سرعت زیادی (در حدود ۸۴ درصد بر اساس روش متغیرهای ابزاری و ۲۲ درصد بر اساس روش گشتاورهای تعمیم‌یافته) به

⁴¹ Lemmon, M.L., Roberts, M.R., Zender, J.F

سمت نسبت بدهی هدف حرکت می‌کنند. در واقع این سرعت بالا در تعدیل، دلالت بر توضیح‌دهندگی نظریه توازن در بین شرکت‌های ایرانی دارد.

ارائه الگوی پژوهش

در پژوهش‌های مرتبط با ساختار سرمایه تلاش شده است تا با استفاده از یک مدل تعدیل جزئی، سرعت تعدیل ساختار سرمایه را به عنوان اهرم هدف محاسبه نمایند. محاسبه اهرم هدف لازمی برآورد سرعت تعدیل است. به نحوی که براساس دیدگاه فلانری و رنگان (۲۰۰۶) می‌توان اهرم هدف یعنی بدهی به سرمایه را از رابطه‌ی زیر بدست می‌آید:

$$DTC_{it}^* = \beta' X_{it} \quad (1)$$

که در آن DTC^* به عنوان متغیر وابسته بیانگر اهرم هدف یعنی نسبت بدهی به سرمایه‌ی مطلوب است. X برداری از متغیرهای توضیحی و β نیز بردار ضرایب آن می‌باشد. الگوی تعدیل جزئی برای ساختار سرمایه برابر با رابطه‌ی (۲) می‌باشد:

$$DTC_{it} - DTC_{it-1} = \varphi(DTC_{it}^* - DTC_{it-1}) + v_{it}, \quad v_{it} = \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

که در آن DTC بیانگر اهرم واقعی یعنی مقادیر نسبت بدهی به سرمایه‌ی مشاهده شده است. v جزء خطای یک‌سویه بوده که شامل اثرات منحصر و مربوط به بانک‌ها و جزء خطای کلاسیکی می‌باشد. φ بیانگر سرعت تعدیل است و نشان می‌دهد که در هر سال بانک‌ها چه میزان (چند درصد) از شکاف بین اهرم واقعی و اهرم هدف را جبران می‌کند. مطابق با مبانی قاعده‌تأ این ضریب باید بین صفر و یک باشد. به نحوی که افزایش آن در این بازه بیانگر سرعت بالاتر تعدیل است.

$$DTC_{it} = \theta DTC_{it-1} + \alpha' X_{it} + v_{it} \quad (3)$$

که در آن $\alpha = \varphi\beta$ و $\theta = 1 - \varphi$ است.

براساس مطالعات تجربی نظیر بن اوکاگو و ایساها اینو (۲۰۱۵) می‌توان از متغیرهایی نظیر سودآوری، اندازه بانک، فرصت‌های رشد به عنوان متغیرهای توضیحی در مدل (۳) استفاده نمود. براین اساس داریم:

$$DTC_{it} = \theta DTC_{it-1} + \beta_1 G_{it} + \beta_2 T_{it} + \beta_3 Fimb_{it} + \beta_4 S_{it} + v_{it} \quad (4)$$

که در آن، G فرصت‌های رشد بانک (برابر با نسبت ارزش بازاری به دارایی)، T دارایی‌های ثابت مشهود بانک (برابر با نسبت دارایی ثابت مشهود به کل دارایی)، $Fimb$ کسری مالی بانک (برابر با حاصل نسبت تفاضل مجموع سود سهام پرداختنی، خالص وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تغییرات سرمایه در گردش از وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی تقسیم به ارزش بازاری شرکت) و S ارزش وثیقه‌گذاری بانک (برابر با نسبت دارایی ثابت به کل دارایی) است. β بیانگر مقاطع بوده و مشتمل بر ۱۵ بانک خصوصی فعال در بورس اوراق بهادار تهران (کارآفرین، پاسارگاد، دی، سینا، اقتصادنوین، انصار، پارسیان، تجارت، ایران‌زمین، سامان، سرمایه، شهر، صادرات، قوامین و ملت) است. β بیانگر زمان (سال) بوده که مشتمل بر سال‌های ۹۴-۱۳۸۹ می‌باشد. در ادامه (در بخش پنجم) ابتدا رابطه‌ی رگرسیونی (۴) برآورد و ضمن بررسی نوع و اندازه‌ی تاثیر چهار متغیر توضیحی در کوتاه‌مدت و بلندمدت، اندازه سرعت تعدیل محاسبه می‌شود. سپس بر اساس رابطه‌ی رگرسیونی زیر نرخ موثر مالیات در الگو لحاظ و اثر آن بر اندازه‌ی سرعت تعدیل اهرم مالی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

$$DTC_{it} = \theta DTC_{it-1} + \beta_1 G_{it} + \beta_2 T_{it} + \beta_3 Fimb_{it} + \beta_4 S_{it} + \gamma ET_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

در رابطه‌ی ET بیانگر نرخ موثر مالیات است که برابر با نسبت مالیات پرداختنی به سود قبل از مالیات است. با توجه به وجود وقفه‌ی متغیر وابسته در سمت راست معادلات (۴) و (۵)، الگوی پژوهش تبدیل به الگوی پویا شده است و از حیث تقسیم-

بندی اقتصادسنجی در قالب داده‌های تابلویی پویا قرار دارد. برای برآورد این الگو از تخمین زن گشتاورهای تعمیم یافته‌ی سیستمی (GMM-Sys) استفاده خواهد شد که در نوع خود کاراترین تخمین زن‌ها برای داده‌های تابلویی پویا به شمار می‌رود.

توصیف و تحلیل داده‌ها

در بخش توصیف آماری میانگین متغیرهای تحقیق برای ۱۵ بانک مورد بررسی طی دوره ۹۴-۱۳۸۹ محاسبه و در جدول (۱) گزارش شده است. همانطور که از جدول (۱) مشخص است میانگین اهرم مالی بانک‌ها یعنی نسبت بدهی به سرمایه برابر با ۱۶/۰۱ است این نسبت نشان می‌دهد که در دوره مورد بررسی بانک‌ها بطور متوسط به میزان ۱۶ درصد از سرمایه خود بدهی ایجاد نموده‌اند. همچنین بانک‌های قوامین، سامان، صادرات، ملت، تجارت و شهر بالاتر از میانگین و سایر بانک‌ها در سطحی کمتر از میانگین قرار دارند. میانگین نرخ موثر مالیاتی برابر با ۱۳/۷ درصد به دست آمده است. بدین مفهوم که بطور متوسط ۱۳/۷ درصد از سود قبل از مالیات در قالب مالیات به دولت پرداخت شده است. در این مورد بانک‌های ایران زمین، پارسیان، تجارت و کارآفرین از میزانی بالاتر از میانگین محاسباتی و سایر بانک‌ها از سطحی کمتر در پرداخت مالیات مشارکت داشته است. به نحوی که بانک‌های ایران زمین (با رقم متوسط ۴۲/۹ درصد) و قوامین (با رقم متوسط ۵/۴ درصد) به ترتیب بالاترین و پایین‌ترین رقم را در پرداخت مالیات به خود اختصاص داده‌اند.

شاخص فرصت‌های رشد بانک‌ها برابر با ۱۲/۷ می‌باشد. بر این اساس می‌توان اظهار داشت بطور متوسط ارزش بازاری برابر با ۱۲/۷ درصد دارایی‌های کل بانک‌ها است و در این بین بانک‌های ایران زمین، دی، کارآفرین و پاسارگاد در سطحی بالاتر از میانگین و سایر در سطحی پایین‌تر قرار دارند. همچنین در این مورد بانک ایران زمین یا دارا بودن رقم ۴۸/۱ درصد در رتبه‌ی نخست و بانک سرمایه با داشتن رقم ۱ درصد در جایگاه آخر جای گرفته است. میانگین شاخص کسری مالی ۱۵ بانک خصوصی برابر با ۰/۲۳ درصد حاصل شده است و بانک‌های سامان، سرمایه، ملت، دی و شهر از ارقامی بیش از رقم میانگین برخوردار می‌باشد. همچنین بانک‌های سامان (با رقم ۱/۲۷ درصد) و سینا (با رقم متوسط ۰/۱۲ درصد) به ترتیب دارای بالاترین و پایین‌ترین رقم کسری مالی می‌باشد. متوسط شاخص دارایی قابل وثیقه برابر با ۴/۹ است. بدین مفهوم که در بانک‌های مورد بررسی دارایی قابل وثیقه بطور متوسط ۴/۹ درصد از دارایی‌های کل را تشکیل می‌دهد و بانک‌های دی، ایران زمین، کارآفرین، صادرات و انصار در ارقامی بیش از رقم متوسط مذکور از نسبت دارایی قابل وثیقه برخوردار است. همچنین بانک دی با رقم متوسط ۹/۵ درصد در بالاترین رتبه و بانک قوامین با رقم متوسط ۱/۵ درصد در رتبه‌ی پایانی جای دارد.

جدول ۱. متوسط متغیرهای پژوهش در دوره‌ی ۹۴-۱۳۸۹

ساختار سرمایه	نرخ موثر مالیات	فرصت رشد	دارایی ثابت مشهود	کسری مالی	دارایی قابل وثیقه
۱۰/۸	۸/۷	۹/۶	۱/۶	۰/۱۸	۳/۱
۱۰/۷	۱۲/۲	۹/۱	۳/۴	۰/۱۱	۵/۶
۳/۸	۴۲/۹	۴۸/۱	۴/۲	-۰/۰۴	۸
۱۲/۳	۱۴/۶	۹	۱/۸	۰/۱۲	۲/۴
۵/۵	۶/۵	۱۶/۷	۲/۷	۰/۰۷	۴/۳
۱۹/۲	۲۷/۳	۵/۱	۴/۵	۰/۱۴	۴/۶
۸/۳	۵/۴	۲۸/۶	۶/۹	۰/۴۱	۹/۵
۲۳/۳	۱۱/۴	۴/۶	۲/۱	۱/۲۷	۴/۱
۱۲/۳	۷/۹	۸/۹	۱	۰/۴۳	۳/۳

3/8	-0/12	1/8	12/8	8/5	8
4/2	-0/34	3/4	5/6	12/7	17/9
7/6	-0/12	6	4/7	13/4	20/9
1/5	-0/09	1/5	1/7	8/9	63/9
7/7	-0/18	4/2	21/1	14/3	4/2
3/3	-0/41	3/1	5/1	10/9	19/7
4/9	-0/23	3/2	12/7	13/7	16/1

منبع: محاسبات پژوهش

بر آورد الگو یژوهش

در روش گشتاورهای تعمیم یافته ابتدا لازم است، آزمون والد^{۴۲} انجام گردد که به منظور بررسی معناداری همزمان متغیرهای توضیحی الگو انجام می‌گیرد. این آزمون از آماره χ^2 (کای دو) با درجات آزادی معادل تعداد متغیرهای توضیحی منهای جزء ثابت برخوردار است. فرضیه‌ی صفر این آزمون، صفر بودن تمام ضرایب است. اگر احتمال آماره مورد نظر در آزمون والد کمتر از ده درصد باشد فرضیه صفر رد می‌شود که می‌توان نتیجه گرفت متغیرهای توضیحی مورد نظر بر متغیر وابسته تأثیرگذار بوده و به طور کلی، معناداری کل الگو تایید می‌شود. نتیجه آزمون والد برای این الگوی پژوهش در دو برآورد اول و دوم در جدول (۲) آورده شده است.

جدول ۲. آزمون والد

مقدار آماره کای-دو سطح احتمال	بر آورد اول	بر آورد دوم
۶۲۳۴	۳۵۹۲	
۰/۰۰	۰/۰۰	

منبع: یافته‌های تحقیق

همانطور که مشاهده می‌شود در هر دو برآورد نتایج به‌دست آمده از آماره آزمون والد دلالت بر رد فرضیه صفر و پذیرش فرضیه مقابل یعنی، معنی دار بودن تمام ضرایب متغیرهای توضیحی این الگو دارد. در نتیجه متغیرهای به کار گرفته شده در الگو بر متغیر وابسته تاثیرگذار می‌باشد. آزمون دوم، آزمون سارگان نام دارد که برای بررسی معتبر بودن^{۴۳} متغیرهای ابزاری در الگوهایی که برای برآورد آن‌ها از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته استفاده شده است، انجام می‌گیرد. فرضیه صفر این آزمون عدم وجود همبستگی بین متغیر ابزای و جمله اختلال را بیان می‌کند (ابزارها تا آن‌جا معتبر هستند که با خطاها در معادله تفاضلی مرتبه اول همبسته نباشند)، پذیرش این فرضیه به معنای معتبر بودن متغیرهای ابزاری به کار گرفته شده در الگو می‌باشد. نتایج این آزمون در جدول (۳) مشاهده می‌شود.

جدول ۳. آزمون سارگان

مقدار آماره کای-دو سطح احتمال	بر آورد اول	بر آورد دوم
۱۳/۸	۷/۱	
۰/۸۸		۰/۸۵

منبع: یافته‌های تحقیق

⁴² Wald Test

۴۳. منظور از معتبر بودن متغیرهای ابزاری آن است که متغیرهای ابزاری مورد استفاده باید دارای همبستگی بالایی با متغیر وابسته با وقفه‌ی اول داشته باشد و البته با حملات اختلال دارای همبستگی نباشد.

همان طور که در جدول بالا مشاهده می شود، نتایج به دست آمده از آماره آزمون سارگان (در برآورد اول و دوم به ترتیب با مقادیر $13/8$ و $7/1$)، با ارزش احتمال (در برآورد اول و دوم به ترتیب با مقادیر $0/88$ و $0/85$) دلالت بر عدم رد فرضیه صفر (پذیرش فرضیه صفر) و معتبر بودن متغیرهای ابزاری تعریف شده در هر دو برآورد را داشته و بدین ترتیب متغیرهای ابزاری تعریف شده در برآوردها از اعتبار مناسب برخوردار است. به بیان دیگر متغیرهای ابزاری تعریف شده دارای همبستگی با جملات اختلال نمی باشد. سومین آزمون تشخیصی، آزمون خودهمبستگی آرانو-باند است. این آزمون جهت اطمینان از عدم وجود خودهمبستگی در جملات پسماند و همچنین تعیین مرتبه خودهمبستگی جملات پسماند انجام می گیرد. فرضیه صفر آزمون همبستگی سریالی که در آن جملات خطا در رگرسیون تفاضلی مرتبه اول همبستگی سریالی مرتبه دوم را نشان نمی دهد (عدم وجود خودهمبستگی مرتبه دوم است)، که باید احتمال آماره آن بزرگتر از ده درصد باشد تا عدم وجود همبستگی سریالی از مرتبه دوم تایید شود. برای آزمون خودهمبستگی مرتبه اول تحلیل ها برعکس مرتبه دوم است. آرانو و باند (۱۹۹۱) نشان دادند که در تخمین GMM، جملات اختلال باید دارای خودهمبستگی سریالی مرتبه اول $AR(1)$ بوده و دارای خودهمبستگی سریالی مرتبه دوم $AR(2)$ نباشند. یعنی احتمال آماره در مرتبه اول کمتر از ده درصد و در مرتبه دوم بیشتر از ده درصد باشد. نتایج آزمون مذکور برای هر دو برآورد در جدول (۴) گزارش شده است.

جدول ۴. آزمون خودهمبستگی آرانو-باند

مرتبه خودهمبستگی	برآورد اول		برآورد دوم	
	مقدار آماره Z	سطح احتمال	مقدار آماره Z	سطح احتمال
اول	-۱/۷۰	۰/۰۸۹	-۱/۷۶	۰/۰۷۸
دوم	-۰/۸۸۰	۰/۳۷۹	-۰/۸۴۰	۰/۴۰۱

منبع: یافته های تحقیق

براساس نتایج به دست آمده (در هر دو برآورد) در آزمون مرتبه اول در سطح معناداری ده درصد فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود خود همبستگی جملات اختلال پذیرفته نمی شود، اما در آزمون مرتبه دوم در همین سطح معناداری ده درصدی مطابق با انتظارات فرضیه صفر پذیرفته شده می شود و بر این اساس عدم وجود خودهمبستگی جملات اختلال تایید می گردد. پس از انجام آزمون های تشخیص مرتبط با الگو نوبت گزارش برآوردهای صورت گرفته می رسد. البته لازم به توضیح است که آزمون های تشخیص گزارش شده در جداول فوق، آزمون های پسا برآوردی می باشد. نتایج برآورد الگو (در دو قالب) به روش داده های تابلویی پویا با استفاده از گشتاورهای تعمیم یافته سیستمی در جدول (۵) گزارش شده است. ابتدا به تشریح برآورد اول از الگو (رابطه ۴) خواهیم پرداخت. همان طور که مشهود است در برآورد اول، ضریب برآورد شده برای وقفه اول متغیر وابسته در سطح خطای یک درصد معنی دار است. بنابراین می توان گفت که در بانک های مورد بررسی، ساختار سرمایه هدف وجود دارد و با توجه به اندازه ی ضریب برآوردی ($0/39$) می توان گفت که این بانک ها به طور متوسط با سرعت تعدیل 61% ($\lambda = 1 - \beta$) به سمت ساختار سرمایه ی هدف شان حرکت می کنند به نحوی که در مدت یک سال می توانند بیشتر از سه پنجم انحراف از اهرم هدف شان را جبران کنند. به بیان دیگر می توان گفت که بانک ها با توجه به مفهوم نیمه عمر^{۴۴} تنها کمتر از $1/4$ سال (تقریباً 17 ماه) نیاز دارند تا بتوانند انحراف از اهرم هدف را به نصف کاهش دهند.

جدول ۵. نتایج حاصل از برآورد الگو با تخمین زن GMM-Sys

متغیرهای توضیحی	برآورد اول			برآورد دوم		
	ضریب	انحراف معیار	سطح احتمال	ضریب	انحراف معیار	سطح احتمال
وقفه اول متغیر وابسته	۰/۳۹	۰/۰۴۱۴	۰/۰۰	۰/۳۴	۰/۰۴۸۶	۰/۰۰

^{۴۴} نیمه ی عمر برابر با تعداد سال هایی است که شرکت می تواند نیمی از انحراف ایجاد ی در اهرم مالی هدف را پوشش دهد و از نسبت لگاریتم طبیعی $0/5$ به لگاریتم طبیعی یک منهای 0 بدست می آید.

فرصت‌های رشد	-۰/۳۳	۰/۰۴۰۲	۰/۰۰
دارای ثابت مشهود	۲/۰۷	۰/۹۱۲۲	۰/۰۲
کسری مالی	۱/۴۷	۰/۴۳۰۳	۰/۰۰
دارای قابل وثیقه	-۲/۲۸	۰/۵۸۵۵	۰/۰۰
نرخ موثر مالیات	-	-	-
نیمه‌عمر (سال)	۱/۴		۱/۷
تعداد بانک‌ها	۱۵		۱۵
روش برآورد	گشتاور تعمیم‌یافته سیستمی	گشتاور تعمیم‌یافته سیستمی	

منبع: محاسبات تحقيق

نرخ موثر مالیاتی مطابق با مدل توازن پایدار و نظریه میلر و مودیلیانی اثر مثبت بر ساختار سرمایه دارد. به نحوی که با افزایش یک درصدی در نرخ موثر مالیاتی بانکها، اهرم مالی به میزان $0/22$ درصد افزایش می‌یابد. همچنین ضریب برآوردی از نظر آماری (بصورت مرزی) در سطح اطمینان ۹۰ درصد معنادار است. فرصت‌های رشد مطابق با نظریه‌های سلسله مراتبی و موازنه ایستا اثر منفی بر ساختار سرمایه دارد. به نحوی که با افزایش یک درصدی در فرصت‌های رشد، اهرم مالی به میزان $0/33$ درصد کاهش می‌یابد. همچنین ضریب برآوردی از نظر آماری در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. از نقطه نظر حسابداری و با توجه به نظریه موازنه می‌توان اظهار داشت که ارزش شرکت‌ها در حال رشد به هنگام ورشکستگی بیش از زمانی است که شرکت در حال رشد نباشد. همچنین شرکت‌ها با فرصت رشد کمتر به دلیل نامشهود بودن فرصت‌ها از اهرم مالی کمتری استفاده می‌نمایند. این نتیجه در راستای نتایج حاصل از مطالعاتی نظیر لانگ و دیگران^{۴۵} (۱۹۹۶)، واروج و دیگران^{۴۶} (۲۰۰۵) و کردستانی و نجفی عمران^{۱۳۸۷} است. دارایی‌های ثابت مشهود مطابق با نظریه موازنه ایستا اثر مثبت بر ساختار سرمایه دارد. به نحوی که با افزایش یک درصدی در نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی بانکها، اهرم مالی به میزان $2/07$ درصد افزایش می‌یابد. همچنین ضریب برآوردی از نظر آماری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. بر اساس این نتیجه می‌توان بر این نکته صحنه گذاشت که افزایش در نسبت دارایی‌های ثابت مشهود می‌تواند تا حد زیادی به کمک بانک‌ها در ایجاد بدهی جهت تامین سرمایه بیاد و از این طریق ظرفیت استقراض را افزایش دهد. کسری مالی مطابق نظریه موازنه ایستا با اثری مثبت بر ساختار سرمایه همراه است. به نحوی که با افزایش یک درصدی در کسری مالی بانکها، اهرم مالی به میزان $3/9$ درصد افزایش می‌یابد. این ضریب برآوردی نیز از نظر آماری در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. دارایی قابل وثیقه مطابق با نظریه‌های سلسله مراتبی و موازنه ایستا اثر منفی بر ساختار سرمایه دارد. به نحوی که با افزایش یک درصدی در نسبت دارایی‌های قابل وثیقه به کل دارایی بانکها، اهرم مالی به میزان $2/28$ درصد کاهش می‌یابد. همچنین ضریب برآوردی از نظر آماری در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. بر اساس نتیجه این عامل می‌توان گفت که در بانک‌های مورد بررسی هرچه دارایی‌های ثابت توان بیشتری برای وثیقه‌گذاری داشته باشند؛ در نظر و تصمیمات سرمایه‌گذاران تاثیر بیشتری خواهد داشت. این نتیجه با یافته‌های بوث و دیگران^{۴۷} (۲۰۰۱) و اعتمادی و منتظری^{۱۳۹۲} مطابقت دارد.

در برآورد دوم از الگوی پژوهش (رابطه‌ی ۵) شاخص نرخ موثر مالیات در الگو لحاظ شده است. همان‌طور که مشخص است سودآوری بر اهرم مالی بانکها اثر منفی و معنادار دارد. اندازه ضریب برآوردی این متغیر نشان می‌دهد که با افزایشی یک درصدی در سودآوری بانکها، نسبت بدهی به سرمایه به میزان $0/22$ درصد افزایش می‌یابد. این نتیجه در راستای مدل توازن پایدار و نظریه میلر و مودیلیانی اثر مثبت بر ساختار سرمایه دارد. نتیجه دیگر ناشی از ورود این عامل در الگوی پژوهش، افزایش اندازه‌ی سرعت تعدیل در ساختار سرمایه‌ی بانکها است. به نحوی که اندازه سرعت تعدیل به 66 درصد کاهش می‌یابد. این مقدار بدین مفهوم است که بانکها به‌طور متوسط با سرعت تعدیل 66 درصدی به سمت ساختار سرمایه‌ی هدفشان حرکت نموده و در مدت یک سال می‌توانند بیش از دو سوم انحراف از اهرم مورد هدف را جبران کنند (این سرعت برآورد شده تقریباً با

⁴⁵ Long and et al.

⁴⁶ Varouj and et al.

⁴⁷ Booth and et al.

پژوهش اعتمادی و منتظری (۱۳۹۲) سازگار می‌باشد. با توجه به نتیجه حاصله از اثر سودآوری می‌توان گفت که بانک‌هایی که از سطح بالاتری از سودآوری برخوردارند کمتر به ایجاد بدهی جهت تامین سرمایه روی می‌آورند و توان آن را دارند که از مزیت نظم‌دهی و محدودیت پرداخت‌ها بدهی در کاهش مشکل جریانات نقدینگی آزاد بهره‌مند شده و منابع داخلی را بر منابع خارجی ترجیح دهند (گرین و همکاران^{۴۸}، ۲۰۰۶). به عبارتی دیگر بانک‌های با سودآوری بالاتر توان تامین مالی سرمایه‌ی خود را از کانال منابع انباشته‌ی درون‌سازمانی داشته و رغبت کمتری در ایجاد بدهی بیشتر از خود نشان می‌دهند. نتیجه حاصله در این مورد با نتایج مطالعات همچون راجان و زینگالس^{۴۹} (۱۹۹۵)، نمازی و شیرزاد (۱۳۸۴) و اعتمادی و منتظری (۱۳۹۲) سازگار است.

یافته‌های تحقیق

هدف این پژوهش بررسی و تحلیل اثرپذیری سرعت تعدیل ساختار سرمایه از مالیات در بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ بود. بدین منظور پس از مرور مبانی نظری و تجربی در زمینه ساختار سرمایه، پارامترها در قالب الگوی تعدیل جزیی بر اساس تخمین‌زن گشتاورهای تعمیم‌یافته‌ی سیستمی در فضای داده‌های تابلویی پویا برآورد شد.

یافته‌ها حاکی از آن است که **نرخ موثر مالیاتی** مطابق با مدل توازن پایدار و نظریه میلر و مودیلیانی اثر مثبت بر ساختار سرمایه دارد و به نحوی که با افزایش یک درصدی در نرخ موثر مالیاتی بانک‌ها، اهرم مالی به میزان ۰/۲۲ درصد افزایش می‌یابد. همچنین ضریب برآوردی از نظر آماری (بصورت مرزی) در سطح اطمینان ۹۰ درصد معنادار است. لذا به مدیران و برنامه‌ریزان کشور توصیه می‌شود با دقت بیشتر به تنظیم میزان مالیات بر واحدهای تولیدی اقدام نمایند و به منظور افزایش در توان و تشویق سرمایه‌گذاری معافیت‌های لازم را در نظر بگیرند تا زمینه افزایش در تولید و سودآوری در کشور ارتقا یابد.

یافته‌ها حاکی از آن است که **سودآوری** بر اهرم مالی بانک‌ها اثر منفی و معنادار دارد. این نتیجه در راستای نظریه‌ی سلسله مراتبی است. همچنین این عامل با کاهش در اندازه‌ی سرعت تعدیل در اهرم مالی بانک‌ها همراه است. به نحوی که اندازه سرعت تعدیل از ۳۹ درصد به ۵۰ درصد کاهش می‌یابد. مقدار دوم بدین مفهوم است که بانک‌ها به‌طور متوسط با سرعت تعدیل ۵۰ درصدی به سمت اهرم مالی هدفشان حرکت نموده و در مدت یک سال می‌توانند بیش از نیمی انحراف از اهرم مورد هدف را جبران کنند. با توجه به نتیجه حاصله از اثر سودآوری می‌توان گفت که بانک‌هایی که از سطح بالاتری از سودآوری برخوردارند کمتر به ایجاد بدهی جهت تامین سرمایه روی می‌آورند و توان آن را دارند که از مزیت نظم‌دهی و محدودیت پرداخت‌ها بدهی در کاهش مشکل جریانات نقدینگی آزاد بهره‌مند شده و منابع داخلی را بر منابع خارجی ترجیح دهند. به عبارتی دیگر بانک‌های با سودآوری بالاتر توان تامین مالی سرمایه‌ی خود را از کانال منابع انباشته‌ی درون‌سازمانی داشته و رغبت کمتری در ایجاد بدهی بیشتر از خود نشان می‌دهند.

فرصت‌های رشد اثری منفی و معنادار بر اهرم مالی دارد. با توجه به نظریه‌ی موازنه می‌توان اظهار داشت که ارزش شرکت‌ها در حال رشد به هنگام ورشکستگی بیش از زمانی است که شرکت در حال رشد نباشد. همچنین شرکت‌ها با فرصت رشد کمتر به دلیل نامشهود بودن فرصت‌ها از اهرم مالی کمتری استفاده می‌نمایند. **دارایی‌های ثابت مشهود** اثری مثبت و معنادار بر اهرم دارد. بر اساس می‌توان گفت که افزایش در نسبت دارایی‌های ثابت مشهود می‌تواند تا حد زیادی به کمک بانک‌ها در ایجاد بدهی جهت تامین سرمایه بیاید و از این طریق ظرفیت استقراض را افزایش دهد. **دارایی قابل وثیقه** اثر منفی و معنادار بر ساختار سرمایه دارد و می‌توان گفت که در بانک‌های مورد بررسی هرچه دارایی‌های ثابت توان بیشتری برای وثیقه‌گذاری داشته باشند؛ در نظر و تصمیمات سرمایه‌گذاران تاثیر بیشتری خواهد داشت. بر اساس نتایج حاصل از این پژوهش به مدیران و تصمیم‌گیران بانکی پیشنهاد می‌گردد که برای مدیریت بهتر و کارآتر منابع مالی به سرعت تعدیل ساختار سرمایه توجه نمایند. چرا که اندازه محاسباتی در این پژوهش تا حدودی این اطمینان را خواهد داد که در صورت انحراف در نسبت بدهی می‌توانند با سرعت بین ۵۰ تا ۶۱ درصد به سطح بالقوه برسند و به عبارتی دیگر در کمتر از یک و نیم سال بیش از ۵۰ درصد از انحراف

⁴⁸ Green et al

⁴⁹ Rajan, R. & Zingales, L

پدیدار شده را جبران نمایند. همچنین مدیران بانکی می‌توانند با درک نوع اثرگذاری عواملی نظیر سودآوری، فرصت‌های رشد، کسری مالی، دارایی‌های قابل وثیقه و دارایی‌های ثابت مشهود در این راستا بطور موثرتری اندازه‌ی نسبت بدهی بانک را کنترل نمایند.

منابع

- آذرع و مومنی، م (۱۳۸۵). آمار و کاربرد آن در مدیریت. جلد دوم، چاپ دهم، تهران، انتشارات سمت.
- قالیباف اصل، ح (۱۳۸۴). مدیریت مالی، مفاهیم و کاربردها. چاپ دوم، تهران: انتشارات پوران پژوهش.
- مدرس، الف و عبدالله زاده، ف (۱۳۷۸). مدیریت مالی (جلد دوم). چاپ اول، تهران: شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
- خاکی، غ ر (۱۳۸۷). روش تحقیق با رویکرد پایان نامه نویسی. چاپ چهارم، تهران، انتشارات بازتاب.
- شریعتی، ر (۱۳۸۹). اقتصاد کلان. چاپ سوم، انتشارات دانشیار، دانشگاه پیام نور، ج ۱.
- وکیلی فرد، حمید رضا (۱۳۸۸). تصمیم گیری در مسائل مالی. جلد دوم، انتشارات علمی فوج.
- جهانخانی علی و شوری، مجتبی (۱۳۸۸). مدیریت مالی نوین، انتشارات مهر (قم).
- تهرانی، رضا (۱۳۹۱). مدیریت مالی، انتشارات طیف‌نگار.
- سکاران، اوما (۱۳۸۸). روش‌های تحقیق در مدیریت. ترجمه محمد صائبی، محمود شیرازی، تهران موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی، چاپ هفتم.
- مادورا، جف (۱۳۸۸). بازارها و نهادهای مالی. ترجمه و اقتباس ابراهیم عباسعلی آدوسی، چاپ دوم، تهران: بورس اوراق بهادار تهران.
- نوو، ریموند پی (۱۳۸۱). مدیریت مالی (جلد دوم). ترجمه و اقتباس علی جهانخانی و علی پارسائیان، چاپ هفتم، تهران: انتشارات سمت.
- حسینی، م ع (۱۳۹۰). ارزش ویژه برند خدمات و رفتار خرید مشتریان. فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات بازاریابی نوین، سال اول، شماره سوم، پاییز.
- هیبتی، ف، پورزمانی، ز (۱۳۸۸). عملکرد و چالش‌های نظام مالی اسلام در اقتصاد جهانی. نهادهای مالی فعالیت تنوعی و چندمنظوره اسلامی، تهران، مجموعه مقالات سیزدهمین کنفرانس سالانه سیاستهای پولی و ارزی.
- کنعانی، م، (۱۳۸۴). تعیین رابطه بین مخارج سرمایه‌ای با ضریب Q و بازده آتی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- جوادی، م و میسمی، ح (۱۳۸۸). امکان سنجی توسعه نظام آموزش اقتصاد اسلامی در دانشگاه‌های کشور: راهکاری در جهت تولید علم در اقتصاد. فصلنامه مدیریت در دانشگاه اسلامی، ش ۱ بهار.
- بازگیر، م ر، (۱۳۸۸). رابطه نرخ بازده دارایی و نرخ تورم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- جمالی، ف. (۱۳۸۲). بررسی ساختار سرمایه و جریان وجه نقد گروه صنایع غذایی بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- مدیریت مالی، (۱۳۸۷). ترجمه دکتر علی جهانخانی و دکتر عل پارسائیان. تهران، انتشارات سمت.
- باقرزاده، س. (۱۳۸۲). تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته.
- سجادی، س ح، محمدی، ک، عباسی، ش (۱۳۸۹). بررسی تأثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت‌های بورسی، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۹، بهار ۹۰.
- شباهنگ رشد، دانشگاه مازندران.
- وحی، ل. (۱۳۹۳). پایان‌نامه ارشد با موضوع بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد بانک‌ها با استفاده از روش داده‌های تابلویی.
- رجب بیگی، م، رفعت، ب، مظفری پناه، ح. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر مالیات بر شاخص‌های سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- افشاری‌منش، ف. (۱۳۹۴). پایان‌نامه ارشد با موضوع بررسی تاثیر نوع صنعت بر ساختار سرمایه شرکت‌های پتروشیمی.



- قلمبر، م. ح. (۱۳۹۱). پایان نامه ارشد با موضوع تأثیر ویژگی های شرکت (نسبت بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت) بر ساختار سرمایه.
- آشتیانی عراقی، م (۱۳۹۰). پایان نامه ارشد با موضوع عنوان بررسی ارتباط بین متغیرهای کلان اقتصادی با ساختار سرمایه در بازار سرمایه ایران
- خالقی مقدم، ح. باغومیان، ر (۱۳۸۵). مروری بر نظریه های ساختار سرمایه.
- منتظری، ج. اعتمادی، م (۱۳۹۲). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر رقابت بازار تولید.
- سینایی، ح؛ سلگی، م و محمدی، ک (۱۳۹۰). تأثیر فرصت های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت.
- نصیرزاده، ف و مستقیمان، ع (۱۳۸۹). آزمون نظریه های ساختار سرمایه توازی ایستا (مصالحه ایستا) و سلسله مراتبی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- صدراپی جواهری، الف و هادی زادگان، م (۱۳۹۳). اعتبار نظریه های ساختار کارا و قدرت بازار در صنعت داروسازی ایران. فصلنامه پژوهشها و سیاستهای اقتصادی، سال بیست و دوم، شماره ۶۹، بهار ۱۳۹۳، صفحات ۲۵-۴۸
- سهیلی، س (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین جریان نقد تعدیل شده و سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- کشاورز، ح. صدری، پ (۱۳۹۴). رابطه بین عوامل مختلف با میزان سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- هاشمی، ع و کشاورز مهر، د (۱۳۹۴). بررسی عدم تقارن سرعت تعدیل ساختار سرمایه: مدل آستانه ای پویا.
- پورزمانی، ز؛ جهاننشد، آ؛ نعمتی، ع و فرهودی زارع، پ (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت ها.
- سرلک، ن؛ فرجی، ا و بیات، ف (۱۳۹۴). رابطه بین ویژگی های مالی شرکت و ساختار سرمایه در مراحل چرخه ی عمر شرکت.
- ایزدی نیا، ن و رسائیان، الف (۱۳۸۸). ساختار سرمایه و مالیات بر درآمد شرکت ها در ایران.
- زینالی، م و محمدشیلان، ج (۱۳۹۰). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر اندازه، نرخ بازده سرمایه و سود هر سهم شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی: صنعت دارو).
- ولی پور، ه؛ الماسی، م و کایدی، الف (۱۳۹۰). ساختار سرمایه، میانگین موزون هزینه سرمایه و روند تغییرات آنها.
- رحیمیان، ن، الف؛ توکل نیا، الف و تیرگری، م (۱۳۹۲). بررسی ارتباط انحنایی ساختار سرمایه با عملکرد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- دیواندری، ع و دلخواه، ج (۱۳۸۹). تدوین و طراحی مدلی برای سنجش رضایت مندی مشتریان در صنعت بانکداری و اندازه گیری رضایت مندی مشتریان بانک ملت بر اساس آن، فصلنامه ی پژوهش های بازرگانی، شماره ۳۷
- دستورالعمل عملکرد سازمان ها و دستگاه های اجرایی تابعه وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۹۲
- بررسی ارتباط متقابل عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران - سیدعباس هاشمی، سعید صمدی، طاده سارکیسیان فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال پنجم، شماره ۱۷ بهار ۹۱ صص ۴۳-۶۲.
- قالیباف اصل حسن. (۱۳۸۸). مطالعه تجربی تئوری توازی ایستا در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش و توسعه، سال شانزدهم، شماره ۲۶، ۱۲۱-۱۰۴.
- سجادی، سید حسین، محمدی، کامران و سلگی، محمد (۱۳۹۰) بررسی تأثیر ویژگی های شرکت روی ساختار سرمایه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران "تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۲، ۱۰-۴۱.
- رفیعی شمس آبادی، پ و همکاران (۱۳۹۰). پیامدهای عدم اجرای کامل مقررات کمیته بال بر اقتصاد کشور، تهران، سازمان مطالعه و تدوین شعب علوم دانشگاه ها، نشر سمت.
- انصاری، ع. یوسف زاده، ن، زارع زو، (۱۳۹۲). مروری بر نظریه های ساختار سرمایه.

- اسدی، غ، بیات، م، نقدی، س، (۱۳۹۲). عوامل مالی و غیر مالی موثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه.
- علی‌نژاد ساروکلایی، م، شول، م، بحرینی، م، (۱۳۹۲) تاثیر ویژگی‌های خاص بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- پژویان، م، پناهی، د (۱۳۸۲) بررسی ساختار (اندازه گیری تمرکز) در صنعت بانکداری ایران و هزینه های اجتماعی انحصار، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات
- گرجی، الف، ح، ر، راعی، ر، (۱۳۹۲) تبیین سرعت تعدیل ساختار سرمایه به کمک مدل دینامیک ساختار سرمایه بهینه با تاکید بر عامل رقابت بازار محصول
- تهرانی، ر (۱۳۸۹) مدیریت مالی، چاپ هفتم، تهران، انتشارات نگاه دانش.
- خاکی، غ ر (۱۳۸۷) روش تحقیق با رویکرد پایان نامه نویسی، چاپ چهارم، تهران، انتشارات بازتاب.
- دهقان زاده، ح، زراعت گری، ر (۱۳۹۲). بررسی رابطه ساختار سرمایه با بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش حسابداری، شماره ۱۱، زمستان ۹۲
- رفیعی شمس آبادی، پ و همکاران (۱۳۹۰). پیامدهای عدم اجرای کامل مقررات کمیته بال بر اقتصاد کشور، تهران، سازمان مطالعه و تدوین شعب علوم دانشگاه ها، نشر سمت.
- ریموند، پی نوو، ر (۱۳۷۴). مدیریت مالی، جلد دوم، انتشارات سازمان حسابرسی.
- عباسی، م (۱۳۹۰). شناسایی مدل هزینه سرمایه و عوامل موثر بر آن؛ پایان نامه دکتری حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبائی.
- مشایخ، ش، شاهرخی، س س (۱۳۸۵). بررسی دقت پیش بینی سود توسط مدیران وعوامل موثر بر آن، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ۱۴
- سینایی، ح، رضائیان، علی (۱۳۸۶). بررسی تاثیر عوامل داخلی شرکتها بر چگونگی شکل گیری ساختار سرمایه شرکت- های عضو بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۴، شماره ۴۸.
- نصرالهی، غ. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۴(۴۸).
- گرجی، الف، ح، ر، راعی، ر (۱۳۹۲). تبیین سرعت تعدیل ساختار سرمایه به کمک مدل دینامیک ساختار سرمایه بهینه با تاکید بر عامل رقابت بازار محصول.
- سایت جامع اطلاع رسانی ناشران اوراق بهادار تهران www.codal.ir
- سایت شرکت مدیریت و فناوری اوراق بورس بهادار تهران www.tsetmc.com
- نرم افزار متاتریدر شرکت راهبر سرمایه آسیا www.parsrasa.com
- نرم افزار ره‌آورد نوین www.mabnadp.com
- نرم افزار مفیدتریدر www.emofid.com

- Titman, S., (1984), The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. *Journal of Financial Economics*, Vol.13, Issue. 1, PP. 137-151.
- Harris, M., and Raviv, A. (1991), The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, 46 (1).
- Milboun, Faulkender & Takor (2005), Does Corporate Performance Determin Capital Structure and Dividend Policy.
- Mohammad Muzaffar, S. and Hardy, M. Thomas (2013). On the Empirical Relationship Between Market Value and Residual Income in the U.K.
- Atkeson A., and H.L. Cole (2005), "A Dynamic Theory of Optimal Capital Structure and Executive Compensation", Working aper No. W11083, National Bureau of Economic Research (NBER). Available at NBER: <http://papers.nber.org/papers/w11083.pdf>.
- Auerbach A.J., and M.A. King (1983), "Taxation, Portfolio Choice, and Debt-Equity Ratios: A General Equilibrium Model", *uarterly Journal of Economics*, 98 (4).
- Bradley M., G.A. Jarrell, and E.H. Kim (1984), "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, 39 (3).



- Lemmon M.L., and J.F. Zender (2004), "Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories", Working Paper, Working Paper, David Eccles School of Business, University of Utah. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=334780>;
- Fama E.F., and K.R. French (1998), Taxes, Financing Decisions, and Firm Value, *Journal of Finance*, 53 (3).
- Fama E.F., and K.R. French (2004). Financing Decisions: Who Issues Stock, *Journal of Financial Economics*, 76 (3);.
- Flannery, M.J., Rangan, K.P., (2006). Partial Adjustment Toward Target Capital Structures. *Journal of Financial Economics*. 79, 469–506.
- Jensen, M.C., and Meckling W.H., (1976); Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* (October): 305-360.
- Jensen, M.C., (1998); Self-Interest, Altruism, Incentives of Agency Theory, Foundation of Organizational Strategy, Harvard University Press.
- Myers, S.C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Jorheden, L., Fallenius, M. (2007). Target Capital Structure and Adjustment Speed- A Dynamic Panel Data Analysis of Swedish Firms, Master's Thesis, Lund University.
- Fama, E., French, K.R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies* 15(1), 1-33.
- Shyam-Sunder, L., Myers, S.C. (1999). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, 57, 1–30.
- Fama, E., French, K.R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1): 1-33.
- Welch, I. (2004). Capital Structure and Stock Returns. *Journal of Political Economy*, 112(1), 106-131.
- Kayhan, A., Titman, S. (2007). Firms' Histories and Their Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, 83, 1-32.
- Öztekin, Ö, Flannery, M.J. (2012). Institutional Determinants of Capital Structure Adjustment Speed, *Journal of Financial Economics*, 103: 88-112.
- Lemmon, M.L., Roberts, M.R., Zender, J.F. (2008). Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 63: 1575-1608.
- Flannery, M.J., Rangan, K.P., (2006). Partial Adjustment Toward Target Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, 79, 469–506.
- Isaiah Oino Ben Ukaegbu. The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian Stock Exchange. *Research in International Business and Finance* (2015),
- Cat, F. and Ghosh, A. (2003). Tests of Capital Structure Theory: A Binomial Approach. *Journal of Business and Economic Studies*, 9 (2):20-32.
- Flannery, M. and K. Hankins, (2007), A Theory of Capital Structure Adjustment Speed, Working paper, University of Florida.
- Dang, V. A., Kim, M. & Shin, Y. (2012). Asymmetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models. *Journal of Empirical Finance*, 19(4), 465-482.
- Marques M.O., Santos, M.C. (2004), Capital Structure Policy and Determinants: Theory and Managerial Evidence, Working Paper, Department of Economy, University
- Baker, M., and Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, 57, 1–30.
- Lemmon, M.L., Roberts, M.R., Zender, J.F. (2008). Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 63, 1575-1608.
- Leary, M.T., Roberts, M.R. (2005). Do Firms Rebalance Their Capital Structure? *Journal of Finance*, 60: 2575- 2619.
- Jorheden, L., Fallenius, M. (2007). Target Capital Structure and Adjustment Speed- A Dynamic Panel Data Analysis of Swedish Firms, Master's Thesis, Lund University.
- Deangelo, H. & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*.



رویکردها و کاربردها (۱۳ و ۱۴ اردیبهشت ماه ۱۳۹۶)

