

## تأثیر استراتژی شرکت‌ها بر ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران

فریدون رهنمای رود پستی<sup>۱</sup>

آناهیتا زندی<sup>۳\*</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۰/۱۶

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۱/۲۰

### چکیده

تأثیر تصمیمات استراتژی شرکتی بر ساختار سرمایه چندین دهه است که توجه محققان و مدیران را به خود جلب کرده است، هرچند که این تصمیمات تاکنون به نتایج پیچیده و غیرقطعی منجر شده است. درحالی‌که مطالعات پیشین بر تأثیرات مؤثر یک استراتژی واحد در یک برهه زمانی متمرکز بوده است، این پژوهش سعی دارد که یک تصویر کلی از تأثیر تصمیمات استراتژیک بر ساختار سرمایه ارائه کند. براساس نظریه استراتژی سلسله مراتبی، به سه استراتژی تأثیرگذار یعنی فعالیت خارجی، متنوع سازی و یکپارچه‌سازی (ادغام)، در سطح شرکت پرداخته می‌شود. این پژوهش با استفاده از داده‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۸-۱۳۹۲ انجام پذیرفت. با غربالگری، ۱۵۲ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش تعیین شد. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چند متغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی بهره گرفته شده است. نتایج شواهد تجربی نشان می‌دهد که استراتژی‌های فوق‌الذکر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها به‌طور هم‌زمان و مستقل تأثیر می‌گذارد. یکپارچه‌سازی و فعالیت خارجی با نسبت بدهی رابطه معکوس دارند، درحالی‌که متنوع سازی با نسبت بدهی رابطه مستقیم دارد.

**کلیدواژه‌ها:** ساختار سرمایه، استراتژی شرکتی، یکپارچه‌سازی، متنوع سازی، فعالیت خارجی.

طبقه‌بندی موضوعی: G32، G30، L10

<sup>۱</sup> استاد گروه حسابداری، واحد علوم و تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

<sup>۲\*</sup> دانش آموخته دکتری حسابداری، مدرس دانشگاه آزاد اسلامی (نویسنده مسئول). zandi\_anna@yahoo.com

## ۱. مقدمه

در چند دهه اخیر، تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه شرکت‌ها توجه دانشگاهیان و دست‌اندرکاران این حوزه را به خود جلب کرده است، مخصوصاً با توجه به تأثیر بسزایی که بر سودآوری شرکت دارد (برگر و بوناک روسی دی پتی، ۲۰۰۶؛ چاگانتی و دمانپور<sup>۲</sup>، ۱۹۹۱؛ جیسینگاهی و کانجیلال<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷؛ کینگ و سانتور<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸؛ مارگاریتیس و پسیلیکی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰). چندین جنبه در مطالعات پیشین که در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها موثر بودند، مورد بررسی قرار گرفت، جنبه‌هایی مانند اندازه شرکت‌ها، ساختار اموال و مایملک، نقدینگی، سودآوری، عمر و ریسک شرکت (بندیوپادهای و باروا<sup>۶</sup>، ۲۰۱۶؛ دفور، لو و تلر<sup>۷</sup>، ۲۰۱۸؛ هال، خمیری و نوبیغ<sup>۸</sup>، ۲۰۱۸). بعلاوه، برخی محققان یک رویکرد رفتاری مبتنی بر تصمیمات مدیریتی به کار گرفتند تا ساختار سرمایه شرکت‌ها را بشناسند (بارتون و گوردون<sup>۹</sup>، ۱۹۸۸؛ کوچار و هیت<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۸). باین‌حال، هرچند که رابطه استراتژی شرکت‌ها بر ساختار سازمانی مورد بررسی قرار گرفت (چندلر، ۱۹۶۲)، اما تأثیر استراتژی شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها هنوز به‌درستی مشخص نشده است.

پژوهش‌هایی که به‌منظور محاسبه تأثیر استراتژی شرکت‌ها بر ساختار سرمایه انجام شد، نتایج غیر یکسانی داشتند و اکثریت آن‌ها تنها به یک بعد استراتژی شرکتی در یک برهه زمانی متمرکز بوده است، یعنی، یکپارچه‌سازی (ای. ای. ئی. هاریسون، لاو و مکمیلان<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۴؛ جاوریک و اسپاتارینو<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۹)، متنوع‌سازی (آی. ئی. چکیر و کاست<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۱؛ جویدا<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۸) یا فعالیت خارجی (آگمون و لسارد<sup>۱۵</sup>، ۱۹۸۱؛ چکیر و کاست<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۳؛ چکیر و کاست<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۱). علاوه بر این، همان‌گونه که رحمان و رحمان<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۱) اظهار داشت، هرچه این پازل مرتب‌تر می‌شود، به نظر می‌رسد نتایج و پژوهش‌ها پیچیده‌تر و غیرقطعی‌تر می‌شوند.

<sup>1</sup> Berger and Bonaccorsi di Patti

<sup>2</sup> Chaganti and Damanpour

<sup>3</sup> Jaisinghani and Kanjilal,

<sup>4</sup> King and Santor

<sup>5</sup> Margaritis and Psillaki

<sup>6</sup> Bandyopadhyay & Barua

<sup>7</sup> Dufour & Teller

<sup>8</sup> Khémiri & Noubbigh

<sup>9</sup> Barton & Gordon

<sup>10</sup> Kochhar & Hitt

<sup>11</sup> Chandler & Alfred

<sup>12</sup> Harrison, Love & McMillan

<sup>13</sup> Javorcik & Spatareanu

<sup>14</sup> Chkir & Cosset

<sup>15</sup> Jouida

<sup>16</sup> Agmon & Lessard

<sup>17</sup> Chkir & Cosset

<sup>18</sup> Chkir & Cosset

علاوه بر ملاحظات فوق، پیشرفت‌های فناوری و تکنولوژی دیجیتال همواره گزینه‌های انتخاب استراتژی شرکت‌ها را تغییر می‌دهد (دوبوش و کاپلر<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). بعلاوه، روند اخیر جهانی‌شدن، بحران مالی و تغییرات قوانین بین‌المللی شکل دیگری به این‌گونه عرصه‌های رقابتی می‌دهد که انتخاب‌ها بر اساس آن صورت می‌گیرد. به همین دلیل، تأثیری که استراتژی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه دارند لازم است که مجدداً بررسی شوند. از آنجاکه پیشرفت‌ها در زمینه پژوهش‌های مالی روزبه‌روز در حال افزایش است، در این پژوهش‌ها، عوامل مرتبط با استراتژی شرکت‌ها می‌تواند برای تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها مهم باشد. در حقیقت، چند دهه است که دانشگاهیان اثرات احتمالی تصمیمات استراتژیک را بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار داده‌اند. البته هنوز هم به یک دیدگاه واحد نرسیده‌اند. نتیجه‌گیری‌های انجام‌شده توسط آن‌ها همچنان مانند یک پازل ناتمام است (رحمان و رحمان، ۲۰۱۱).

برای بیان جزئیات بیشتر، در این پژوهش این پرسش مطرح می‌شود که آیا تصمیمات استراتژی شرکت بر ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارد؟

این پژوهش به شناخت بیشتر تعریف بارتون و گوردون (۱۹۸۸) از نظریه رفتاری ساختار سرمایه با تأکید بر تأثیری می‌پردازد که استراتژی شرکت بر میزان بدهی شرکت دارد. در واقع، همان‌طور که اخیراً به آن اشاره شد، هنوز پاسخ قانع‌کننده‌ای در مورد عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه وجود ندارد (جایشینانی و کانجیلال<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). هرچند که در پژوهش‌های قبلی چندین ویژگی شرکت به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده میزان بدهی مطرح شد، اما استدلال بر این است که میزان بدهی مرتبط با تصمیمات استراتژیکی که شرکت‌ها در سطح مدیریتی می‌گیرند، مشابه همان سطحی است که در آن تصمیمات ساختار سرمایه گرفته می‌شود (هریسون<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳). برای جزئیات بیشتر، به‌جای تمرکز بر یک جنبه استراتژی شرکتی در یک برهه زمانی، سه بعد استراتژی شرکتی به‌طور هم‌زمان و مستقل بررسی می‌شود. با انجام این کار، این پژوهش شکاف موجود در مورد تأثیر استراتژی شرکت‌ها در تصمیمات ساختار سرمایه را پر می‌کند و سبب شناخت بیشتر تأثیراتی می‌شود که ساختار سرمایه بر استراتژی شرکت‌ها برای مدیران و دانشگاهیان دارد.

بخش دوم این مقاله به تبیین مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های صورت گرفته اختصاص دارد. بخش سوم شامل ارائه فرضیه‌ها می‌باشد. در بخش چهارم، روش پژوهش و در بخش پنجم تحلیل آماری و نتایج آزمون فرضیه‌ها بیان می‌شود و در نهایت، نتیجه‌گیری و بحث ارائه می‌گردد.

<sup>1</sup> Rehman & Rehman

<sup>2</sup> Jaisinghani & Kanjilal

<sup>3</sup> Harrison

## ۲. مبانی نظری پژوهش

اولین نظریه ساختار سرمایه به قبل از سال ۱۹۵۸ بازمی‌گردد، زمانی که مودیلیانی و میلر استدلال کردند که ساختار سرمایه تحت فرض بازار سرمایه کامل، بی‌اهمیت و نامربوط است. از آن زمان به بعد، نظریه‌های مختلفی برای توضیح این‌که نقایص و اصطکاکات بازاری در تصمیم‌گیری در خصوص انتخاب ساختار سرمایه شرکت مهم هستند، توسعه یافته است. در طی چندین دهه اخیر، یک سری از مدل‌های نظری توسعه یافته‌اند که تصمیمات تأمین مالی شرکت از جمله نظریه توازن (میلر<sup>۱</sup>، ۱۹۷۷)، نظریه هزینه نمایندگی (جنسن و ملینگ<sup>۲</sup>، ۱۹۷۶)، چارچوب نظری سلسله مراتبی (میرز و ماجلوف<sup>۳</sup>، ۱۹۸۴) و نظریه زمان‌بندی بازار سهام (بیکر و والگر<sup>۴</sup>، ۲۰۰۲) را توضیح می‌دهند. در واقع ساختار سرمایه به‌عنوان مهم‌ترین پارامتر مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و برای جهت‌گیری آنان در بازارهای سرمایه مطرح گردیده است. محیط متحول و متغیر کنونی، درجه‌بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری نیز تا حدودی به ساختار سرمایه آنان منوط ساخته است. این امر برنامه‌ریزی استراتژیک آنان را به انتخاب منابع مؤثر بر هدف حداکثر سازی ثروت سهامداران نزدیک کرده است (رهنمای رودپشتی، ۱۳۹۸). از طرفی استراتژی شرکت این‌گونه تعریف می‌شود که چگونه یک شرکت خود را سازمان می‌دهد تا بتواند بهتر به تغییرات بازار، صنعت و کل محیط اقتصادی پاسخ دهد. در واقع استراتژی سازمان، ابزاری برای پاسخ و ارائه‌ی نقشه‌ی راه برای نشان دادن شیوه‌ی دستیابی سازمان به آرمان‌ها و اهداف است. در واقع استراتژی شرکتی محل رقابت و فعالیت شرکت، اینکه در کدام صنعت و بازار قرار است به رقابت بپردازد، و به عبارت دیگر چگونه فعالیت خواهد کرد را تعیین می‌کند، در واقع ساختار عملیاتی شرکت (متنوع سازی و یکپارچه‌سازی، فعالیت خارجی) را مشخص می‌کند (کاپا و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۰).

با در نظر گرفتن این مسئله که ساختار سرمایه می‌تواند هدایت‌کننده عملکرد استراتژیک شرکت‌ها باشد (جاسینگانی و کانجیلال، ۲۰۱۷)، مطالعات متعددی در جستجوی تعیین سطح بدهی شرکت‌ها بوده‌اند. رحمان و رحمان (۲۰۱۱) نشان دادند که استراتژی یکپارچه‌سازی (ادغام) با اهرم مالی شرکت‌ها ارتباط منفی دارد. این موضوع حاکی از این است که هر چه سطح یکپارچه‌سازی بالاتر رود نسبت بدهی پایین‌تر می‌آید. این نتایج مطابق با تفسیر هریسون و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) است که اثبات کردند شرکت‌های یکپارچه وابستگی کمتری به بازارهای اعتباری و مؤسسات مالی دارند، حتی اگر از لحاظ

<sup>1</sup> Miller

<sup>2</sup> Jensen & Meckling

<sup>3</sup> Myers & Majluf

<sup>4</sup> Baker & Wurgler

<sup>5</sup> Cappa et al

<sup>6</sup> Harrison et al

مالی قوی‌تر بوده و از محدودیت کمتری برخوردار باشند. مضافاً اینکه، شرکت‌ها با سطوح یکپارچگی بالاتر، بیشتر بر سرمایه‌های داخلی تکیه دارند؛ یعنی تولید داخلی آن‌ها با پیروی از نظریه سلسله‌مراتب می‌باشد (جیسینگاهی و کانجیلال، ۲۰۱۷، فرانک و گویالف<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳؛ میرز و ماجلوف، ۱۹۸۴). تفسیر احتمالی این است که شرکت‌های یکپارچه بهره‌وری بیشتری داشته و کنترل بیشتری بر فعالیت‌های خود (از طریق طیف زنجیره ارزش خود) و کاهش هزینه کلی دارند و همین باعث کاهش بدهی کل یعنی سرمایه‌گذاری خارجی خواهد شد. همچنین مطالعات پیشین به دست‌آمده نشان می‌دهد که استراتژی متنوع سازی ارتباط مستقیمی با ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد (چر و کاسات، ۲۰۰۱؛ سینک و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). از دیدگاه نظری، این رابطه مثبت گواهی بر نظریه تأثیر بیمه مشترک<sup>۳</sup> است (بارتون و گوردون، ۱۹۸۸؛ هستون و رانهورست<sup>۴</sup>، ۱۹۹۴، کاپا و همکاران، ۲۰۲۰). متنوع سازی ریسک عملیاتی کلی شرکت را کاهش داده و در نتیجه منجر به کسب سطوح بالاتر گنجایش بدهی می‌شود (لولن<sup>۵</sup>، ۱۹۷۱). گسترش فعالیت در بسیاری از صنایع باعث رسیدن به ثبات بالای جریان نقدی و کاهش احتمال ورشکستگی شده و باعث دستیابی به قدرت نفوذ پایدار نیز می‌شود (ویلیام سون<sup>۶</sup>، ۱۹۸۸). علاوه بر این، سهامداران می‌توانند به‌عنوان ابزار انضباطی بر تصمیمات استراتژیک مدیران برای تقویت استفاده از بدهی، در تطابق با نظریه هزینه‌های نمایندگی تأثیر بگذارند. بر این اساس، می‌توان تصمیم متنوع سازی را به خاطر دلایل فرصت‌طلبانه محدود کرد (به‌خصوص اگر آن‌ها با منافع شرکت نامرتب باشند)، بنابراین باید رابطه مثبت بین تنوع و قدرت نفوذ را شرح داد (کاپا و همکاران، ۲۰۲۰). چن<sup>۷</sup> (۲۰۰۴) و دوکاس و پانتزالیس<sup>۸</sup> (۲۰۰۳) نشان دادند که فعالیت خارجی نیز تأثیر منفی بر ساختار سرمایه دارد. در واقع مطالعات پیشین نشان می‌دهند که بین‌المللی سازی گرایش شرکت‌ها به افزایش فعالیت فراتر از مرزهای ملی است. که این شرکت‌ها به دلیل هزینه بالاتر بدهی، نسبت بدهی پایین‌تری دارند (فاطمی<sup>۹</sup>، ۱۹۸۸). بنابراین، تامین‌کنندگان بدهی به دنبال تضمین مالی بالاتری برای تامین مالی هستند تا بدهی را با هزینه‌های بالاتری تامین کنند که این منجر به سطح پایین‌تری از بدهی برای شرکت‌های دارای فعالیت خارجی می‌شود (هال، خمیری و نویغ، ۲۰۱۸، رایت، مادورا و ویانت<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۲).

<sup>1</sup> Frank & Goyal

<sup>2</sup> Singh et al

<sup>3</sup> Coinsurance Effect

<sup>4</sup> Heston & Rouwenhorst

<sup>5</sup> Lewellen

<sup>6</sup> Williamson

<sup>7</sup> Chen

<sup>8</sup> Doukas & Pantzalis

<sup>9</sup> Fatemi

<sup>10</sup> Wright et al

**۳. پیشینه پژوهش**

کاپا و همکاران (۲۰۲۰) تأثیر استراتژی شرکت‌ها بر ساختار سرمایه را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج شواهد تجربی نشان می‌دهد که استراتژی‌های بین‌المللی‌سازی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر منفی می‌گذارد.

راملی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که برخی از عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه مستقیماً بر عملکرد مالی شرکت تأثیر می‌گذارند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که اهرم شرکت نقش واسطه‌ای دارد. ساختار دارایی، فرصت‌های رشد، نقدینگی، سپر مالیاتی و نرخ بهره از آن خصوصیات هستند که به‌طور غیرمستقیم تحت تأثیر اهرم شرکت در عملکرد مالی شرکت قرار می‌گیرند.

جوشی<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) مدیریت ریسک شرکت‌ها، ویژگی‌های شرکت‌ها و ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار داد. نتایج حاکی از آن است که شرکت‌هایی که دارای برنامه‌های جامع‌تر مدیریت ریسک هستند، احتمالاً از هزینه‌های بدهی کمتری برخوردار بوده و تمایل بالاتری برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نامشهود دارند. در نتیجه، شرکت‌هایی که فعالیت‌های گسترده مدیریت ریسک دارند، می‌توانند بدهی بالاتری را در ساختار سرمایه خود تحمل کنند. از این رو، یک برنامه مدیریت ریسک به‌عنوان جایگزینی برای سرمایه سهام عمل می‌کند.

لیندر و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) تأثیر بین‌المللی‌سازی بر ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که مطابق با استدلال‌های مربوط به افزایش ریسک و هزینه‌های نمایندگی در عملیات بین‌المللی، نسبت بدهی شرکت‌های چندملیتی نسبت به شرکت‌های داخلی بالاتر می‌باشد.

گومبالا<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی اثر اهرم مالی و نقدینگی بر ساختار سرمایه پرداخت. نتایج نشان‌دهنده یک رابطه مثبت و معنادار بین ساختار سرمایه و نسبت سرمایه و رابطه منفی و معنی‌دار با نسبت‌های نقدینگی است. این نتایج نشان داد که تنظیم همه اشکالات رفتار مدیریتی امکان‌پذیر نیست. همچنین شواهدی پس از بحران تنظیم اضافی بازار را نشان می‌دهد که با یک رابطه مثبت و معنادار بین نقدینگی و مدیریت سود توأم شده است.

سینگ و همکاران (۲۰۰۳) رابطه استراتژی‌های متنوع‌سازی شرکت و ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که اهرم شرکتی با تنوع در خطوط تولید رابطه مثبت دارد اما با تنوع جغرافیایی رابطه منفی دارد.

مرفوع و شاکری (۱۳۹۷) استراتژی‌های کسب‌وکار و رابطه آن با عملکرد مالی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج به‌دست‌آمده حاکی از آن بود که هر چه شرکت بالغ‌تر و انعطاف‌پذیری مالی بیشتری داشته باشد استراتژی کسب‌وکار آن تدافعی‌تر است. علاوه بر این هر چه استراتژی کسب‌وکار شرکت تهاجمی‌تر باشد، بازده دارایی آن بیشتر و ریسک ویژه آن

<sup>1</sup> Ramli et al

<sup>2</sup> Joshi

<sup>3</sup> Lindner et al

<sup>4</sup> Gombola

کمتر است. همچنین نتایج پژوهش بیانگر آن است که نوسانات بالای بازار و رقابتی بودن صنعت، اثر تقویت‌کننده‌ای بر رابطه بین بلوغ شرکت و انعطاف‌پذیری مالی با استراتژی کسب‌وکار شرکت ندارند.

اسدی و همکاران (۱۳۹۳) به آزمون عوامل مالی و غیرمالی مؤثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه پرداختند. 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 می‌گردد. انحصاری بودن محصولات شرکت، نرخ رشد فروش و نرخ رشد کل دارایی‌ها نیز در اغلب موارد دارای ارتباط مثبت و معنادار است. بین پارامترهایی نظیر نرخ پرداخت سود تقسیمی و ارزش وثیقه‌گذاری دارایی‌ها با اهرم شرکت رابطه معنادار مشاهده نمی‌شود. عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۱) تأثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بین ریسک محیط و جریان نقد آزاد هر سهم، بین ریسک محیط و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و بین ساختار سرمایه و جریان نقد آزاد هر سهم ارتباط معنی‌دار وجود دارد.

عظیمی و همکاران (۱۳۹۱) نقش استراتژی تنوع محصول و بین‌المللی بر ریسک و بازده شرکت‌ها با استفاده از دیدگاه منابع محور مورد بررسی قرار دادند. نتایج صورت گرفته نشان می‌دهد که تنوع محصول تأثیر معنی‌داری بر عملکرد مالی شرکت‌ها (ریسک و بازده) ندارد، اما تنوع بین‌المللی تأثیر مثبت معنی‌داری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد. بنابراین برای بهبود ریسک و بازده و کسب مزیت رقابتی، شرکت‌ها باید دامنه تنوع محصولات خود را کاهش دهند و در بازارهای جغرافیایی متنوعی به فعالیت پردازند.

#### ۴. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری تبیین شده فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

۱- استراتژی شرکت‌ها بر ساختار سرمایه تأثیر دارد.

۱-۱- شاخص ادغام بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر دارد.

۱-۲- شاخص تنوع بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر دارد.

۱-۳- شاخص فعالیت خارجی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر دارد.

**۵. روش‌شناسی پژوهش**

جامعه آماری در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌هایی می‌باشند که در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۸ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته‌اند. نمونه آماری این پژوهش آن دسته از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار هستند که از طریق غربالگری و با توجه به محدودیت‌های زیر انتخاب می‌شوند:

۱. نمونه تغییر سال مالی نداشته باشد به عبارتی پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفندماه باشد. اگر شرکت‌ها تغییر سال مالی داشته باشند، داده‌ها در بازه زمانی مشخصی برای انجام پژوهش قرار نمی‌گیرند.
  ۲. قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته‌شده و تا پایان دوره پژوهش در بورس فعال باشند. اگر در دوره زمانی در بورس نباشد، نمی‌توانیم از اطلاعات آن‌ها جهت انجام تحلیل داده‌ها استفاده کنیم.
  ۳. اطلاعات موردنیاز شرکت‌ها برای مطالعات و محاسبات پژوهش، در طول دوره در دسترس باشد.
  ۴. شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها) از نمونه آماری حذف گردیدند. به دلیل تفاوت فعالیت‌ها و صورت‌های مالی حذف می‌گردند.
- از میان جامعه آماری تنها ۱۵۲ شرکت در ۷ سال تمام معیارهای مذکور را احراز کرده‌اند و لذا از آن‌ها به‌عنوان نمونه در پژوهش حاضر استفاده شده است.

**۵-۱. مدل تجربی پژوهش**

با توجه به متغیرهای کنترلی و مستقل که در زمان  $t-1$  محاسبه گردید، در این پژوهش تأثیر این متغیرها در متغیر وابسته در زمان  $t$  از طریق مدل زیر موردسنجش قرار می‌گیرد:

$$TLTA_t = B_0 + B_1 \text{INTEG}_{t-1} + B_2 \text{DTV}_{t-1} + B_3 \text{INTERN}_{t-1} + B_4 \text{ROA}_{t-1} + B_5 \text{RISK}_{t-1} + B_6 \text{LIQ}_{t-1} + B_7 \text{SIZE}_{t-1} + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۱)

**۵-۲. اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش**

متغیر وابسته پژوهش:

ساختار سرمایه (TLTA): نسبت مجموع بدهی به مجموع دارایی (کاپا و همکاران، ۲۰۲۰)

متغیرهای مستقل پژوهش:

- ۱- شاخص ادغام یا یکپارچه‌سازی: تعداد فعالیت‌هایی را که در قالب چارچوب شرکت انجام می‌شود اندازه‌گیری می‌کند. در این پژوهش، میزان این استراتژی (INTEG) به صورت "ارزش‌افزوده نسبت به کل فروش" محاسبه می‌شود، که ارزش‌افزوده به صورت درآمد فروش منهای هزینه کالای خریداری‌شده تعریف می‌شود. در جزئیات بیشتر، هرچه مراحل



تولید و توزیع در یک شرکت بیشتر انجام شود، یعنی یکپارچه‌سازی بیشتر باشد، نسبت ادغام بالاتر است. (رحمان و رحمان، ۲۰۱۱)

۲- شاخص تنوع (DTV): مربع (نسبت فروش شرکت به مجموع فروش شرکت‌های فعال در هر صنعت) (رحمان و رحمان، ۲۰۱۱)

$$DIV = 1 - \sum_i^n \left( \frac{Sales_i}{Sales_{Total}} \right)^2$$

رابطه (۲)

۳- فعالیت خارجی (INTERN): گرایش شرکت‌ها به افزایش فعالیت فراتر از مرزهای ملی است. برای جایگزینی این استراتژی از نسبت صادرات به مجموع دارایی (اگر شرکت صادرات داشته باشد میزان صادرات در این رابطه قرار داده می‌شود) اگر شرکت فقط دارایی داخلی داشته باشد این نسبت برابر ۰ است. (لیندر و همکاران، ۲۰۱۸)

### متغیرهای کنترلی پژوهش:

۱- سودآوری شرکت‌ها (ROA): نظریه سلسله مراتبی<sup>۱</sup> نشان می‌دهد که شرکت‌های سودآور تأمین مالی داخلی را به تأمین مالی خارجی به دو دلیل عمده ترجیح می‌دهند: رفاه اقتصادی و کاهش عدم تقارن اطلاعات. از سوی دیگر، در عوض نظریه توازن<sup>۲</sup> همبستگی مثبت بین سودآوری و سطح بدهی را نشان می‌دهد. بیشتر شرکت‌های سودآور دلایل بیشتری برای محافظت از درآمد خود دارند زیرا به دنبال منافع حاصل از سپر مالیاتی هستند. بنابراین، سودآوری شرکت‌ها در مدل لحاظ گردید، که با بازده دارایی‌ها نشان داده می‌شود (رایت، مادورا و ویانت، ۲۰۰۲).

۲- اندازه شرکت (SIZE): در حقیقت، شرکت‌های بزرگ بدهی کمتری نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر دارند زیرا هزینه‌های معاملاتی کمتر و دسترسی بهتری به بازارهای سرمایه دارند. از طرف دیگر، برخی دانشگاهیان عکس این مسئله را مطرح کرده‌اند: شرکت‌های بزرگ تمایل دارند دارایی مشهود بیشتری که به‌عنوان وثیقه برای وام‌های بانکی استفاده می‌شود را نگه دارند، که این نشان‌دهنده بدهی بیشتر است. بعلاوه، شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً احتمال نکول کمتری دارند و این امر در افزایش بدهی جدید تأثیر می‌گذارد. در حقیقت، به دلیل اینکه هزینه ورشکستگی مورد انتظار آن‌ها پایین‌تر است، در مقایسه با رقبای کوچک‌تر، اهرم مالی بیشتری دارند که مستلزم همبستگی مثبت بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه است. به دلایل فوق، اندازه شرکت با در نظر گرفتن لگاریتم طبیعی دارایی‌ها مطابق با مطالعات پیشین اندازه‌گیری گردید (هال، خمیری و نویغ، ۲۰۱۸).

<sup>1</sup> Pecking Order theory

<sup>2</sup> Trade-Off theory

۳- (RISK) موقعیت ریسک یک شرکت سومین عامل در نظر گرفته می‌شود. ریسک‌پذیری شرکت‌ها معمولاً به‌عنوان کل تغییرات پیش‌بینی‌شده مورد انتظار در سودهای آینده توصیف می‌شود. ریسک ممکن است تأثیر منفی بر سیاست‌های مالی داشته باشد زیرا در شرکت‌های ریسک‌پذیر سود و نوسانات هزینه آن‌ها بیشتر می‌شود. از این رو، وام‌دهندگان از وام به بنگاه‌هایی که دارای سودآوری بالایی هستند، امتناع می‌کنند. این عوامل برای ایجاد سطح بدهی پایین فرض شده‌اند و شرکت‌های باریسک زیاد تمایل به انتشار سهام بیشتر از بدهی دارند. بنابراین، ریسک که به‌عنوان یک جایگزین قابل‌اعتماد برای حساسیت شرکت به عوامل خطر در بازار مشهود است و در این پژوهش با انحراف استاندارد بازده روزانه سهام طی سال مالی اندازه‌گیری می‌شود (کاپا و همکاران، ۲۰۲۰).

۴- نقدینگی (LIQ) می‌تواند در تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر بگذارد. شرکت‌هایی با نسبت نقدینگی بالاتر توانایی بیشتری برای عمل به تعهدات خود دارند و بنابراین اهرم مالی بیشتری دارند. با این حال، شرکت‌هایی با دارایی نقد شونده کافی ممکن است از این دارایی‌ها برای تأمین اعتبار سرمایه‌گذاری‌های خود استفاده کنند. با توجه به مطالب فوق یک رابطه منفی بین نسبت بدهی به سهام و نسبت نقدینگی به بدهی شرکت پیش‌بینی می‌شود. به همین دلایل، در این پژوهش برای اندازه‌گیری نقدینگی از نسبت دارایی جاری به بدهی جاری استفاده گردید (کاپا و همکاران، ۲۰۲۰).

## ۶- یافته‌های پژوهش

### ۶-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آماره توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره (۱) ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

معیارها / متغیرها	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
ساختار سرمایه	۰/۵۶	۰/۹۹	۰/۰۱	۰/۲۰
شاخص ادغام	۰/۴۶	۰/۷۱	۰/۰۶	۰/۴
شاخص تنوع	۰/۰۳۳	۰/۰۸۲	-۰/۰۷	۰/۰۲
فعالیت خارجی	۰/۹۸	۱/۷۹	۰/۰۱	۰/۲
اندازه شرکت	۱۴/۱۴	۱۹/۳۷	۱۰/۱۶	۱/۵۳
سودآوری	۰/۰۹	۰/۶۳	-۰/۴۵	۰/۱۳
ریسک شرکت	۶/۸۹	۳۹/۸۰	۰/۰۴	۴/۹۷
نقدینگی	۱/۴۱	۸/۶۷	۰/۱۶	۰/۸۵

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر ساختار سرمایه برابر ۵۶/۰ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن ها نسبت به میانگین است.

## ۲-۶- مانایی متغیرهای پژوهش

بر اساس نتایج آزمون مانایی (لوین لین و چو)<sup>۱</sup> مطابق جدول (۲) همه متغیرهای حاضر در سطح صفر مانا می باشند.

جدول ۲. مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	Variable	ضریب	احتمال	سطح پذیرش
ساختار سرمایه	TLTA	-۱۴/۴۱	۰.۰۲۰۰۰	I(0)
ادغام	INTEG	-۱۷/۶۰	۰.۰۰۰۰۰	I(0)
تنوع	DTV	-۱۱/۷۲	۰.۰۰۰۰۰	I(0)
فعالیت خارجی	INTERN	-۵۵/۷۹	۰.۰۳۰۰۰	I(0)
سودآوری	ROA	-۵۷/۳۱	۰.۰۰۰۰۰	I(0)
ریسک	RISK	-۱۵/۵۱	۰.۰۰۰۰۰	I(0)
نقدینگی	LIQ	-۲۰/۲۴	۰.۰۱۰۰۰	I(0)
اندازه شرکت	SIZE	-۱۲/۱۵	۰.۰۰۰۰۰	I(0)

منبع: یافته های پژوهش

<sup>1</sup> Levin, Lin and Chu

## ۳-۶. گزینش مدل مناسب داده‌های ترکیبی

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

مدل پژوهش	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
۱	F لیمر	۲/۲۸	۰/۰۰۰۴	روش تابلویی
	هاسمن	۲۹/۸۹	۰/۰۰۰۱	اثرات ثابت
۲	F لیمر	۳/۲۴	۰/۰۰۱۰	روش تابلویی
	هاسمن	۲۷/۰۵	۰/۰۰۰۲	اثرات ثابت
۳	F لیمر	۵/۶۰	۰/۰۰۰۰	روش تابلویی
	هاسمن	۲۵/۵۶	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
۴	F لیمر	۵/۹۰	۰/۰۰۰۰	روش تابلویی
	هاسمن	۱۳۴/۲۶	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد که آماره F لیمر از سطح معناداری ۵ درصد کمتر است. سطح معناداری آزمون هاسمن نیز کمتر از ۵ درصد است. لذا برای برآورد ضرایب مدل مذکور، باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود.

## ۴-۶- آزمون فرضیه‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول شماره (۴) مشاهده می‌شود برای بررسی درستی مدل، از معیارهای ضریب تعیین ( $R^2$ ) و دوربین واتسون ( $D-W$ ) و برای بررسی معنی‌داری مدل نیز از آماره  $F$  استفاده می‌شود. همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود، مقدار ضریب تعیین در چهار سطح، بدین معنی است که قدرت توضیح دهنده‌گی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین- واتسون در بازه ۲/۵ تا ۱/۵ نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی از مرتبه اول می‌باشد، در نتیجه خودهمبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار احتمال آماره  $F$  به ترتیب برابر با ۰/۰۰ هست و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از ۰/۰۵ است، لذا معنی‌داری مدل تأیید می‌شود.

در کل ۴ مدل در جدول ۴ ارائه شده است. در مدل‌های ۱، ۲، ۳ یک بعد از استراتژی شرکت‌ها در یک برهه زمانی در نظر گرفته می‌شود. در حالی که در مدل ۴، مدل کامل با حضور هم‌زمان سه متغیر مستقل گزارش شده است. در کلیه نتایج آنالیز داده‌های ترکیبی نشانگر رابطه جالب و معنادار بین ساختار سرمایه ( $TLTA$ ) و استراتژی‌های شرکتی ( $DIV$ ,  $INTEG$ ),  $INTERN$ ) است. استراتژی‌های ادغام و فعالیت خارجی ارتباط منفی با اهرم مالی دارند. در عوض، متنوع سازی با نسبت بدهی شرکت‌ها رابطه مثبت دارد.

جدول ۴. برازش مدل فرضیه‌های پژوهش

$TLTA_t = B_0 + B_1 INTEG_{t-1} + B_2 DTV_{t-1} + B_3 INTERN_{t-1} + B_4 ROA_{t-1} + B_5 RISK_{t-1} + B_6 LIQ_{t-1} + B_7 SIZE_{t-1} + \varepsilon_{it}$												
(۴)			(۳)			(۲)			(۱)			متغیرها
سطح معناداری	آماره تی	ضریب	سطح معناداری	آماره تی	ضریب	سطح معناداری	آماره تی	ضریب	سطح معناداری	آماره تی	ضریب	
۰/۰۲۰	-۲/۳۲۴	-۰/۰۳۴							۰/۰۰۰۰	-۴/۹۳	-۰/۰۸۶	<i>INTEG</i>
۰/۰۰	۱۲/۲۲	۰/۴۹				۰/۰۰	۲/۱۳	۰/۰۰۰۴				<i>DTV</i>
۰/۰۰	-۱۲/۱	-۰/۴۶	۰/۰۰	-۳/۰۸	-۰/۱							<i>INTERN</i>
۰/۰۰	-۵/۹۳	-۶/۵۶	۰/۰۰	-۴/۶۴	-۰/۳	۰/۰۳	-۲/۱۶	-۰/۳۱	۰/۰۰۰۰	۶/۸۵-	۲/۹۵-	<i>ROA</i>
۰/۰۰	۹/۹۹	۰/۰	۰/۰۰	۵/۱۱	۰/۱	۰/۰۰	۴/۱۲	۰/۸۴	۰/۰۰۰۰	۱۵/۱۱	۰/۹۳۹	<i>RISK</i>
						۰/۰۰۰	-۴/۶۷۴	-۰/۳۷۵	۰/۰۰۰۰	-۱۰/۳۸	-۰/۸۹۶	<i>LIQ</i>
۰/۰۰	-۵/۷۷	-۰/۱۲	۰/۸۱	-۰/۲۳	-۰/۰							
۰/۰۲	۲/۲۲	۰/۱۲	۰/۰۵	۱/۹	۰/۰	۰/۰۰	۳/۰۶	۰/۳۹	۰/۰۰۰۰	۴/۸۱	۰/۱۶۹	<i>SIZE</i>
۰/۰۰	۲/۸۵۰	۰/۷۸	۰/۰۳۲	۲/۱۶	۰/۱۳	۰/۰۰	۶/۵۷	۲/۷۶	۰/۰۰۰۰	۴/۵۹	۰/۱۰	مقدار ثابت
	۰/۴۸		۰/۵۴			۰/۵۳			۰/۵۱			ضریب تعیین
	۱/۶۵		۱/۷۶			۱/۸۰			۱/۷۵			دوربین واتسون
	۳۶/۴۵		۶۸/۸۴			۵۷/۳۲			۷۴/۱۱			آماره F
	۰/۰۰		۰/۰۰			۰/۰۰			۰/۰۰			سطح معنی داری

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۷. نتیجه‌گیری و بحث

هدف اصلی این پژوهش کمک به پژوهش‌هایی است که رابطه استراتژی/ساختار سرمایه را با توجه به استراتژی‌های استخراج‌شده در سطح شرکتی مورد بررسی قرار می‌دهند. در این پژوهش، منظور از استراتژی‌های استخراج‌شده در سطح شرکتی همان ادغام، متنوع‌سازی و فعالیت خارجی، به‌طور هم‌زمان و مستقل است. زیرا در پژوهش‌های گذشته همه این موارد به‌صورت یکجا بررسی شده بودند. (بارتون و گوردون، ۱۹۸۸؛ چر و کاسات، ۲۰۰۳؛ چر و کاسات، ۲۰۰۱؛ هریسون و همکاران، ۲۰۰۴؛ سینگ و همکاران، ۲۰۰۳). نتایج نشان دادند که استراتژی‌های ادغام و فعالیت خارجی ارتباط منفی با اهرم مالی دارند. در عوض، متنوع‌سازی با نسبت بدهی شرکت‌ها رابطه مثبت دارد. در واقع نتایج به‌دست‌آمده صحت "نظریه رفتاری ساختار سرمایه" بارتون و گوردون (۱۹۸۸) را تأیید کرده و متذکر شدند که استراتژی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه آن‌ها تأثیر دارد.

به‌علاوه، همان‌طور که تصمیمات شرکتی با ظهور اقتصاد دیجیتال، جهانی‌سازی، بحران مالی و مقررات متحول شده‌اند، امروزه نیاز به بررسی مجدد ارتباط بین استراتژی شرکتی و ساختار سرمایه قوی‌تر احساس می‌شود. به این منظور، داده‌های ۱۵۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۲-۱۳۹۸

موردبررسی قرار گرفت و بر اساس نظریه سلسله مراتبی تأثیرات به وجود آمده از ادغام، متنوع سازی و فعالیت خارجی به صورت هم‌زمان و مستقل موردبررسی قرار گرفت. با جزئیات بیشتر، نتایج این پژوهش گواه آن است که شرکت‌های یکپارچه و دارای فعالیت خارجی تمایل کمتری به بودجه خارجی دارند، درحالی‌که استراتژی‌های متنوع سازی منجر به نرخ بدهی بالاتری می‌شوند. بنابراین، با تأمین تأثیرات هم‌زمان که هر تصمیم استراتژی شرکتی بر ساختار سرمایه‌ای شرکت خود دارد، این مطالعه به درک بهتر تأثیر این استراتژی بر تصمیمات مالی با ترکیبی از نتایج مطالعات قبل کمک می‌کند (کاپا و همکاران، ۲۰۲۰؛ چر و کاسات، ۲۰۰۳؛ چر و کاسات، ۲۰۰۱؛ فاطمی، ۱۹۸۸؛ هریسون و همکاران، ۲۰۰۴؛ سینک و همکاران، ۲۰۰۳؛ ویلیام سون، ۱۹۸۸). همچنین در این پژوهش، از دیدگاه رفتاری ساختار سرمایه که استراتژی را به تصمیمات ساختار سرمایه متصل می‌کند و توسط بارتون و گوردون (۱۹۸۸) بیان شد حمایت گردید.

علاوه بر این، این نتایج مرتبط با شرکت‌هایی است که مطابق با تصمیمات استراتژیک شرکتی به دنبال تراز کردن ساختار سرمایه خود با سایر همتایان خود می‌باشند. این تحقیق به روند و عادات رقبا توجه می‌کند که ممکن است برای تصمیمات مدیریتی مفید باشد. اگرچه متغیرهایی که در پژوهش حاضر موردبررسی قرار گرفت، بیشتر در مطالعات گذشته اعتبارسنجی شده‌اند. پژوهش‌های آینده می‌تواند از شاخص‌های دیگری برای اعتبارسنجی بیشتر نتایج این مطالعه استفاده کند.

## منابع

- اسدی، غلامحسین، بیات، مرتضی، نقدی، سجاد. (۱۳۹۳). عوامل مالی و غیرمالی مؤثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۲)، ۱۸۷-۲۰۳.
- رهنمای رودپشتی، فریدون، زندی، اناهی‌تا. (۱۳۹۸). قدرت مدیرعامل و ساختار سرمایه مبتنی بر مدل لی. حسابداری، پاسخگویی و منافع جامعه، ۹(۱)، ۱-۲۰.
- عرب صالحی، مهدی، مؤیدفر، رزیتا، کریمی، سجاد. (۱۳۹۱). تأثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۳)، ۷۰-۷۰.
- عظیمی، آرش، جواد یاوریان و دلارام طهماسبی. (۱۳۹۱). بررسی نقش استراتژی تنوع محصول و بین‌المللی بر ریسک و بازده شرکت‌ها با استفاده از دیدگاه منابع محور، اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت، نور، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور.
- مرفوع، محمد، شاکری، رباب. (۱۳۹۷). استراتژی‌های کسب‌وکار و رابطه آن با عملکرد مالی شرکت‌ها. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۸(۱)، ۱۵۷-۱۸۴.

- Agmon, T., & Lessard, D. (1981). Investor recognition of corporate international diversification: Reply. *The Journal of Finance*, 36(1), 191–192.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
- Bandyopadhyay, A., & Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 160–172.
- Barton, S. L., & Gordon, P. J. (1988). Corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal*, 9(6), 623–632.
- Berger, A. N., & Udell, P. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*
- Cappa, F., Cetrini, G., & Oriani, R. (2020). The impact of corporate strategy on capital structure: evidence from Italian listed firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 76, 379–385.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting and Finance*, 43(2), 123–147.
- Chaganti, R., & Damanpour, F. (1991). Institutional ownership, capital structure, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 12, 479–491.
- Chandler, A. D., & Alfred, D. (1962). *Strategy and structure: Chapters in the history of the industrial enterprise*. M.I.T. Press.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12 SPEC.ISS), 1341–1351.
- Chkir, I., & Cosset, J. C. (2003). The effect of international acquisitions on firm leverage. *The Journal of Financial Research*, 26(4), 501–515.
- Chkir, I. E., & Cosset, J.-C. (2001). Diversification strategy and capital structure of multinational corporations. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(1), 17–37.
- Chkir, I. E., & Cosset, J.-C. (2001). Diversification strategy and capital structure of multinational corporations. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(1), 17–37.
- Dobusch, L., & Kapeller, J. (2017). Open strategy-making with crowds and communities: Comparing Wikimedia and Creative Commons. *Long Range Planning*, 51(4), 561–579.
- Doukas, J. A., & Pantzalis, C. (2003). Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms. *Journal of Corporate Finance*, 9, 62–71.
- Dufour, D., Luu, P., & Teller, P. (2018). The influence of cash flow on the speed of adjustment to the optimal capital structure. *Research in International Business and Finance*, 45, 62–71.
- Fatemi, A. M. (1988). The effect of international diversification on corporate financing policy. *Journal of Business Research*, 16(1), 17–30.
- Frank, M., & Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217–248.
- Gombola, M. J., Ho, A. Y. F., & Huang, C. C. (2016). The effect of leverage and liquidity on earnings and capital management: Evidence from US commercial banks. *International Review of Economics & Finance*, 43, 35–58.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5–6), 711–728.
- Harrison, A. E., Love, I., & McMillan, M. S. (2004). Global capital flows and financing constraints. *Journal of Development Economics*, 75(1), 269–301.
- Harrison, J. S. (2003). *Strategic management of resources and relationships: Concepts and cases*. Retrieved from Wiley.

- Heston, S. L., & Rouwenhorst, K. G. (1994). Does industrial structure explain the benefits of international diversification? *Journal of Financial Economics*, 36(1), 3–27.
- Jaisinghani, D., & Kanjilal, K. (2017). Non-linear dynamics of size, capital structure and profitability: Empirical evidence from Indian manufacturing sector. *Asia Pacific Management Review*, 22(3), 159–165.
- Javorcik, B. S., & Spatareanu, M. (2009). Tough love: Do Czech suppliers learn from their relationships with multinationals? *The Scandinavian Journal of Economics*, 111(4), 811–833.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Joshi, H. (2018). Corporate Risk Management, Firms' Characteristics and Capital Structure: Evidence from Bombay Stock Exchange (BSE) Sensex Companies. *Vision*, 22(4), 395–404.
- Jouida, S. (2018). Diversification, capital structure and profitability: A panel VAR approach. *Research in International Business and Finance*, 45, 243–256.
- Khémiri, W., & Noubbigh, H. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from sub-Saharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 70, 150–159.
- King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423–2432.
- Kochhar, R., & Hitt, M. A. (1998). Linking corporate strategy to capital structure: Diversification strategy, type and source of financing. *Strategic Management Journal*, 19(6), 601–610.
- Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *The Journal of Finance*, 26(2), 521–537.
- Lindner, T., Klein, F., & Schmidt, S. (2018). The effect of internationalization on firm capital structure: A meta-analysis and exploration of institutional contingencies. *International Business Review*, 27(6), 1238–1249.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621–632.
- Matemilola, B. T., Bany-Arifin, A. N., Azman-Saini, W. N. W., & Nassir, A. M. (2018). Does top managers' experience affect firms' capital structure? *Research in International Business and Finance*, 45, 488–498.
- Mc Namara, A., Murro, P., & O'Donohoe, S. (2017). Countries lending infrastructure and capital structure determination: The case of European SMEs. *Journal of Corporate Finance*.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261–275.
- Rehman, S., & Rehman, M. (2011). Revisiting determinants of capital structure: Evidence and arguments. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(7), 741–748.
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148–160.
- Singh, M., Davidson, W. N., & Suchard, J. A. (2003). Corporate diversification strategies and capital structure. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 43(1), 147–167.
- Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *The Journal of Finance*, 43(3), 567–591.
- Wright, F. W., Madura, J., & Wiant, K. J. (2002). The differential effects of agency costs on multinational corporations. *Applied Financial Economics*, 12(5), 347–359.



## **The Impact of Corporate Strategy on Capital Structure in Tehran Stock Exchange**

freydoon rahnamaye roodposhti, Anahita zandi

### **Abstract:**

The impact of corporate strategy decisions on capital structure has attracted researchers and managers for decades, though these decisions have so far yielded complex and uncertain results. While previous studies have focused on the effective effects of a single strategy at one point in time, this study attempts to provide an overview of the impact of strategic decisions on capital structure. According to the hierarchical strategy theory, there are three effective strategies, namely external activity, diversification and integration (integration), at the company level. This study was conducted using the annual data of listed companies in Tehran Stock Exchange during the period 2013-2019. By screening, 152 companies were identified as the sample of the study. Multivariate linear regression based on panel data was used to test the research hypotheses. The results of empirical evidence show that the aforementioned strategies influence the structure of corporate capital simultaneously and independently. Integration and external activity are inversely related to debt ratio, whereas diversification is directly related to debt ratio.

**Keywords:** Capital structure, corporate strategy, integration, diversification, External activity.

**JEL Classification:** L10,G30,G32