



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال دهم / شماره سی‌ونهم / پاییز ۱۴۰۰

بررسی نظریه رفتار ترجیحی در تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها در ایران

حجت‌اله انصاری

استادیار گروه مدیریت، دانشگاه الزهراء، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی
h.ansari@alzahra.ac.ir

روناک فنبرپور

کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه الزهراء، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی
ronakghanbarpour@gmail.com

زینب ایدی

کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه الزهراء، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی (نویسنده مسئول)
z.aidi46@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۱/۲۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۱/۲۹

چکیده

ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است که شرکت‌ها بدان وسیله به تامین مالی بلندمدت دارایی‌های خود می‌پردازند. هریک از نظریه‌های مطرح شده در زمینه ساختار سرمایه، عامل یا عوامل خاصی را بر آن موثر می‌داند اما تاکنون نظریه واحدی که قادر به توضیح همه جانبه ساختار سرمایه باشد شکل نگرفته است. این پژوهش سعی دارد توانایی تئوری رفتار ترجیحی را در توضیح تصمیمات تامین مالی ۱۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار دهد. لذا با بررسی رفتار تامین مالی شرکت‌ها در وضعیت کمبود و مازاد نقدینگی، صحت تئوری رفتار ترجیحی مورد بررسی قرار گرفته است. تحلیل داده‌ها با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته انجام شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سلسله مراتب تامین مالی شرکت‌ها در وضعیت کمبود نقدینگی، از نظریه رفتار ترجیحی پیروی نمی‌کنند و شرکت‌ها در این حالت ابتدا از طریق انتشار سهام سپس از طریق بدهی تامین مالی می‌کنند. همچنین نتایج نشان می‌دهد نظریه رفتار ترجیحی برای شرکت‌ها در وضعیت مازاد نقدینگی معتبر است.

واژه‌های کلیدی: تئوری رفتار ترجیحی، تامین مالی، ساختار سرمایه، معمای نظریه رفتار ترجیحی، مازاد و کمبود نقدینگی.

۱- مقدمه

فرآیند سرمایه‌گذاری مستلزم تامین مالی است و توانایی شرکت در تامین منابع مالی جهت سرمایه‌گذاری و تحصیل دارایی‌های مورد نیاز، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکتی محسوب می‌شود. شرکت‌ها در تصمیمات تامین مالی، به منابع مالی داخلی شامل جریان‌های وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فروش دارایی‌ها و سودانباشته و منابع مالی خارجی شامل وجوه تحصیل شده از طریق بازارهای مالی مانند انتشار اوراق مشارکت، صدور سهام عادی و ممتاز و دریافت تسهیلات مالی از بانک‌ها، دسترسی دارند. مدیران باید تصمیم بگیرند وجوه موردنیاز خود را چگونه تامین مالی کنند و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف نمایند. این منابع مالی می‌توانند صرف پرداخت سود به سهامداران، اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، تسویه بدهی‌ها و افزایش سرمایه در گردش شوند. استفاده هر یک از منابع مالی می‌تواند تأثیر متفاوتی بر بازده شرکت‌ها بگذارد و با توجه به اینکه یکی از وظایف اصلی مدیران مالی، حداکثرکردن ارزش ثروت سهامداران است، تأثیر روش‌های تامین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل از آن‌ها از اهمیت بسزایی برخوردار است (فرانک و گوپال^۱، ۲۰۰۳).

در بررسی ساختار سرمایه شرکت‌ها تلاش می‌شود تا ترکیب منابع مالی مختلف مورد استفاده آن‌ها در تامین مالی فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز، تبیین شود (مایرز^۲، ۲۰۰۱). تعیین ساختار سرمایه با هدف مشخص کردن ترکیب منابع مالی هر شرکت با هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران آن است بدلیل اینکه هزینه سرمایه شرکت تابعی از ساختار سرمایه آن می‌باشد، انتخاب ساختار سرمایه مطلوب موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت و بدنبال آن افزایش ثروت سهامداران می‌شود (مدرس و عبدالله‌زاده، ۱۳۷۸).

این پژوهش سعی دارد، توانایی تئوری رفتار ترجیحی را در توضیح الگوی ساختار سرمایه و تصمیمات تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران را مورد آزمون قرار دهد. لذا با بررسی رفتار تامین مالی شرکت‌ها در وضعیت کمبود و یا مازاد نقدینگی، صحت تئوری رفتار ترجیحی^۳ را بررسی می‌کنیم.

شالوده نظری سلسله مراتب تامین مالی (معروف به ترجیحی) را مایرز و ماجلوف^۴ (۱۹۸۴) فراهم آوردند و استدلال کردند که نظریه ترجیحی بر عدم تقارن بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون سازمانی متکی است. مایرز و ماجلوف مدلی را در نظر می‌گیرند که با فرض عدم تقارن اطلاعاتی^۵، شرکت‌ها برای دستیابی به یک فرصت سرمایه‌گذاری اقدام به تامین مالی می‌کنند. این تئوری توضیحاتی را در خصوص جنبه‌های مختلف رفتار تامین مالی شرکت‌ها، از جمله تمایل شرکت‌ها به تکیه بر منابع داخلی و ترجیح به استفاده از بدهی نسبت به انتشار سهام در صورت نیاز به تامین مالی خارجی را بیان می‌کند.

مایرز (۱۹۸۴) نظریه رفتار ترجیحی اصلاح شده^۶ را مطرح کرد. اولویت‌بندی منابع تامین مالی این نظریه هم نیز همانند نظریه رفتار ترجیحی است با این تفاوت که در این نظریه، منابع تامین مالی بدهی مطمئن و کم ریسک را به اوراق با ریسک بالا ترجیح داده می‌شوند. نظریه رفتار ترجیحی اصلاح شده پیشنهاد می‌کند که عدم تقارن اطلاعاتی در پذیرش نظارت بر بازار، اولویت مدیران را برای تامین مالی داخلی تعیین می‌کند نه عدم تمایل مدیران. عدم تقارن اطلاعاتی به عدم درک بازار از ارزش واقعی فرصت‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت در هنگام انتشار سهام جدید جهت تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری اشاره دارد. همچنین در مدل نظریه رفتار

ترجیحی اصلاح شده، ظرفیت بدهی شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود بر این اساس که شرکت‌ها تنها در صورت ظرفیت استقرای بلا استفاده، تامین مالی از طریق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

از دهه ۵۰ تاکنون، نظریه‌های متعددی به بررسی ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداخته است. نظریه‌های مودیلیانی میلر^۷، نظریه توازی ایستا^۸، نظریه رفتار ترجیحی، نظریه زمانبندی بازار^۹ از جمله این نظریه‌ها هستند. تأکید اصلی آن‌ها بر این است که ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه و ارزش شرکت تأثیرگذار است. در این پژوهش به بررسی نظریه رفتار ترجیحی پرداخته شده است. نظریه رفتار ترجیحی را می‌توان ایده‌ای بسط و توسعه یافته بر مبنای مطالعات مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) دانست. براساس نظریه رفتار ترجیحی، آنچه موجب استقرار شرکت‌ها و یا تامین مالی آن‌ها از طریق افزایش سرمایه می‌گردد، تلاش در راستای دستیابی به ساختار سرمایه بهینه نیست بلکه تامین نیازهای مالی آن‌ها می‌باشد، در نتیجه نقدینگی یکی از عوامل مهم تامین مالی شرکت‌ها است. در ادامه تئوری‌های ساختار سرمایه به صورت اجمالی مورد بررسی قرار می‌گیرند:

تئوری سنتی: تئوری سنتی^{۱۰} ساختار سرمایه فرض می‌کند که یک ساختار سرمایه بهینه وجود دارد و مدیریت می‌تواند ارزش کل شرکت را از طریق استفاده منطقی از اهرم مالی افزایش دهد. این روش نشان می‌دهد که شرکت در ابتدا می‌تواند هزینه سرمایه خود را کاهش دهد و ارزش کل خود را از طریق تامین مالی بیشتر از اهرم، افزایش دهد (وان هورن، ۲۰۰۸).

نظریه‌های مودیلیانی و میلر: به عقیده مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) یک شرکت نمی‌تواند با تغییر نسبت ساختار سرمایه خود، ارزش کل اوراق بهادار خود را تغییر دهد. بعبارت دیگر، ارزش شرکت در ساختارهای مختلف سرمایه همیشه یکسان است و هیچ ساختار سرمایه‌ای برای سهامداران شرکت بهتر یا بدتر از هر ساختار سرمایه‌ای نیست.

مودیلیانی و میلر نظریه خود را بر مفروضات وجود بازار رقابت کامل (بازار سرمایه کارا)، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی، نبود هزینه‌های نمایندگی، وجود تقارن اطلاعاتی در بین فعالان بازار سرمایه و جایگزینی منابع تامین مالی داخلی با خارجی، بنا نهادند. سپس در سال ۱۹۶۳ با در نظر گرفتن مالیات بر درآمد در نظریه نخستین خود تجدید نظر نمودند. آن‌ها اظهار داشتند از آنجاییکه هزینه بهره مربوط به بدهی شرکت باعث کاهش پرداخت‌ها در محاسبه درآمد مشمول مالیات می‌شود بنابراین هرچه میزان بدهی در ساختار سرمایه بیشتر باشد تعهد مالیاتی شرکت کمتر، جریان نقدی بعد از مالیات بیشتر و ارزش بازار شرکت نیز بیشتر خواهد بود.

تئوری توازی ایستا: تصمیم ساختار سرمایه شرکت شامل توازی بین مزایا و هزینه‌های بدهی است. درحقیقت، این رویکرد غالباً تئوری توازی یا تئوری توازی ایستا نامیده می‌شود. در نتیجه برای هر شرکت نسبت بدهی مطلوبی وجود دارد (زاس و همکاران، ۲۰۱۰).

نظریه رفتار ترجیحی: از اولین پژوهشگران نظریه رفتار ترجیحی، می‌توان به دانلدسون^{۱۱} (۱۹۶۱) اشاره کرد که مطالعه وسیعی در مورد اینکه واقعاً چگونه شرکت‌های سهامی، ساختار سرمایه خود را شکل می‌دهند، انجام داد. وی مشاهده کرد شرکت‌ها، در تامین مالی وجوه مورد نیاز خود سلسله مراتب معینی را طی می‌کنند. بدین ترتیب مدیران، تامین مالی از محل منابع داخل شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند. یعنی در بدو امر، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند از وجوه داخلی یعنی وجوه حاصل از فعالیت‌های خود (سودانباشته و یا اندوخته‌ها) استفاده کنند. سپس، اگر منابع مالی داخلی برای مقاصد مورد نیاز کافی نباشد، به منابع خارج از شرکت روی می‌آورند. از بین منابع خارج از شرکت نیز، استقراض را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند. در نهایت، در صورت تکمیل ظرفیت استقراضی، به تامین منابع از محل افزایش سرمایه اقدام می‌کنند. بر اساس نظریه ترجیحی، آنچه موجب استقراض شرکت‌ها و یا تامین مالی آن‌ها از طریق افزایش سرمایه می‌گردد، نه تلاش در راستای دستیابی به ساختار سرمایه بهینه، بلکه تامین نیازهای مالی آن‌ها می‌باشد.

علاوه بر این مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) مدلی را در نظر می‌گیرند که با فرض عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها برای دستیابی به یک فرصت سرمایه‌گذاری اقدام به تامین مالی می‌کنند. این تئوری توضیحاتی را درخصوص جنبه‌های مختلف رفتار تامین مالی شرکت‌ها، از جمله تمایل شرکت‌ها به تکیه بر منابع داخلی و ترجیح به استفاده از بدهی نسبت به انتشار سهام در صورت نیاز به تامین مالی خارجی را بیان می‌کند (مایرز و ماجلوف، ۱۹۸۴).

تئوری زمانبندی بازار: تئوری زمانبندی بازار به عمل انتشار سهام با قیمت بالا و خرید مجدد با قیمت پایین اشاره دارد. برطبق این نظریه، شرکت‌ها بر این باورند که می‌توان براساس وضعیت بازار انتشار سهام را زمانبندی کنند. بکار و وگلر^{۱۲} (۲۰۰۲) میانگین موزون نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری برای تامین مالی خارجی را بعنوان معیاری برای ارزشگذاری گذشته بازار سهام در نظر می‌گیرند و مشاهدات آن‌ها نشان می‌دهد که اهرم با نسبت ارزشگذاری تاریخی بازار رابطه‌ای معکوس دارد و همچنین نوسانات بازار تأثیر زیادی بر روی ساختار سرمایه دارد که حداقل برای یک دهه ادامه دارد. به این معنا که ساختار سرمایه نتیجه تجمعی زمانبندی بازار سهام در گذشته است.

۳- پیشینه تحقیق

از جمله تحقیقات در این حوزه مربوط به شیم ساندر و مایرز^{۱۳} (۱۹۹۹) می‌باشد که بیان کردند تئوری رفتار ترجیحی یک توصیف کننده ممتاز برای تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها می‌باشد و پیش‌بینی می‌کنند هر شرکت به تدریج به نسبت بدهی مطلوب خود تعدیل می‌شود. سپس فرانک و گوپال (۲۰۰۳) قدرت یافته‌های شیم، ساندر و مایرز (۱۹۹۹) را بر روی شرکت‌های آمریکایی در بین سال‌های ۱۹۷۱ تا ۱۹۹۸ مورد آزمون قرار دادند و در نهایت به این نتیجه رسیدند که تامین مالی از طریق بدهی بلندمدت جزو منابع تامین مالی شرکت‌ها در وضعیت کمبود نقدینگی در نظر گرفته نمی‌شود و همچنین برخلاف نظریه رفتار ترجیحی، شرکت‌های کوچک

که عدم تقارن اطلاعاتی بالایی نسبت به شرکت‌های بزرگ دارند، برای تامین مالی خارجی تمایل به انتشار سهام دارند.

فاما و فرنچ^{۱۴} (۲۰۰۵) به بررسی تصمیمات تامین مالی شرکت‌های آمریکایی در بین سال‌های ۱۹۷۳ تا ۲۰۰۲ پرداختند و مشاهده کردند که این تصمیمات منطبق با پیش‌بینی‌های نظریه رفتار ترجیحی نیستند. طبق نظریه رفتار ترجیحی، انتشار سهام آخرین گزینه تامین مالی فرض می‌شود، اما فاما و فرنچ مشاهده کردند بیش از نیمی از شرکت‌های نمونه، هر ساله تصمیم به انتشار سهام می‌گیرند. همچنین بیان کردند اگرچه تمرکز نظریه رفتار ترجیحی بر هزینه‌های معاملاتی و عدم تقارن اطلاعاتی است اما این دو عامل تعیین‌کننده‌ای در ساختار سرمایه نیستند.

گاتچو و همکاران^{۱۵} (۲۰۰۹) دریافتند که عدم تقارن اطلاعاتی نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های مالی دارد و برخلاف نظریه رفتار ترجیحی، عدم تقارن اطلاعاتی ارزش شرکت باعث نمی‌شود انتشار سهام آخرین مرحله تامین مالی باشد.

بهاما و جین و یاداو^{۱۶} (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر سن شرکت بر نظریه رفتار ترجیحی در وضعیت کمبود و مازاد نقدینگی پرداختند. شواهد تجربی نشان می‌داد که سن تأثیر زیادی بر روی سلسله مراتب تامین مالی شرکت‌ها در وضعیت کمبود نقدینگی ندارد و مطابق پیش‌بینی‌های نظریه رفتار ترجیحی، شرکت‌ها کمبود نقدینگی خود را با استفاده از بدهی جبران می‌کنند اما در وضعیت مازاد نقدینگی بنظر می‌رسد که تصمیمات مالی شرکت‌های قدیمی و بالغ بیشتر از شرکت‌های جوان منطبق بر نظریه رفتار ترجیحی است.

دجانگ و همکاران^{۱۷} (۲۰۱۰) در پژوهش خود با تفکیک تأثیر مازاد و کمبود نقدینگی، مدل تئوری رفتار ترجیحی شیم، ساندر و مایرز را گسترش دادند و با بررسی شرکت‌های آمریکایی در بازه زمانی ۲۰۰۵ تا ۱۹۷۱ دریافتند: ۱. شرکت‌های کوچک، منطبق بر نظریه رفتار ترجیحی تامین مالی نمی‌کنند و ۲. نظریه رفتار ترجیحی با گذشت زمان قدرت توضیح‌دهندگی خود را از دست داده است.

دیرکر و همکاران^{۱۸} (۲۰۱۹) به بررسی تصمیمات تامین مالی خارجی شرکت‌ها بدنبال تغییرات ریسک پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌ها حتی با فرض عدم محدودیت مالی، با افزایش ریسک از طریق انتشار سهام و با کاهش ریسک از طریق بدهی تامین مالی می‌کنند. همچنین دریافتند که تصمیمات تامین مالی خارجی شرکت‌ها منطبق بر پیش‌بینی‌های تئوری توازی است و نظریه رفتار ترجیحی تأیید نمی‌شود و اسعدی و عباس‌زاده (۱۳۹۳) تأثیر برخی عوامل شرکتی را بر نسبت‌های اهرمی شرکت‌های وابسته و مستقل از دولت در بورس اوراق بهادار تهران را مطالعه کردند. نتایج نشان می‌دهند که برای هر دو گروه شرکت‌ها نظریه رفتار ترجیحی مورد تأیید قرار می‌گیرد.

بروجنی و نوروزی (۱۳۹۴) با هدف بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه با تأکید بر نظریه رفتار ترجیحی به بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج حاصله، تأییدکننده استفاده از مبانی نظریه رفتار ترجیحی در حالت ایستا برای تصمیم‌های تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، که تمامی متغیرهای مستقل در نظر

گرفته‌شده در این مدل دارای رابطه معناداری با نسبت بدهی هستند. همچنین بیان کردند بطورکلی عدم وجود گزینه‌های متعدد تامین مالی برای مدیران مالی موجب شده که بیشتر شرکت‌ها در جهت تامین مالی بیشتر از طریق بدهی نسبت به انتشار سهام تامین مالی کنند که به نوعی رعایت نظریه رفتار ترجیحی در حالت ایستا بصورت اجباری، اجرا می‌شود.

افلاطونی (۱۳۹۹) با در نظر گرفتن علیت معکوس از ارزش شرکت به نسبت اهرمی، تأثیر تعاملی نسبت اهرمی بر رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت را مورد بررسی قرارداد. نتایج پژوهش بیان‌کننده آن است که عدم تقارن اطلاعاتی و نسبت اهرمی تأثیر منفی و معناداری بر ارزش شرکت دارند علاوه بر این نتایج نشان می‌دهند نسبت اهرمی، رابطه منفی بین عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند و این موضوع به آن معناست که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، تامین مالی از طریق بدهی‌ها موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود که با مفاهیم مطرح در نظریه رفتار ترجیحی همخوانی دارد.

۴- روش‌شناسی تحقیق

جهت جمع‌آوری اطلاعات در زمینه پیشینه تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. همچنین به منظور محاسبه متغیرهای تحقیق از اطلاعات صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه آن شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سیستم جامع اطلاع رسانی ناشران استفاده شده است جامعه آماری مورد مطالعه در پژوهش عبارت است از تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در بازه زمانی اول فروردین ۱۳۸۸ تا ۲۹ اسفند ۱۳۹۸ فعالیت اقتصادی داشتند. برای تعیین نمونه از روش قضاوتی استفاده شده و شرکت‌هایی که دارای شرایط مورد نظر در این پژوهش نباشند از لیست شرکت‌های مورد بررسی حذف می‌شوند. شرایط و محدودیت‌هایی که شرکت‌ها براساس آن انتخاب می‌شوند عبارتند از:

- اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش موجود باشد.
- جهت همسانی تاریخ گزارشگری و افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت‌ها پایان اسفندماه باشد.
- شرکت‌های مالی مانند بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های هلدینگ، بیمه و لیزینگ از نمونه تحقیق حذف شده است.

۵- فرضیه‌ها و مدل تحقیق

سؤال اصلی در این پژوهش آن است که آیا تئوری رفتار ترجیحی، توانایی توضیح الگوی ساختار سرمایه و تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران را دارد یا خیر. بعبارتی، آیا پیش‌بینی‌های تئوری رفتار ترجیحی در شرکت‌های ایرانی، صدق میکند؟ برای پاسخ به این سؤال اصلی، بر اساس تئوری‌ها و تحقیقات پیشین فرضیات پژوهش به شرح زیر، تدوین گردیده است:

- (۱) تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در وضعیت کمبود نقدینگی منطبق بر تئوری رفتار ترجیحی نیست.
- (۲) تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در وضعیت مازاد نقدینگی منطبق بر تئوری رفتار ترجیحی است.

مدل‌های این تحقیق و تعریف عملیاتی متغیرهای آن به شرح جداول (۱) و (۲) می‌باشد.

جدول ۱- مدل‌های تحقیق

$\Delta C_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i1}DFD_{i,t} + \beta_{i2}FDS_{i,t} + \beta_{i3}FDS_{i,t}DFD_{i,t} + \gamma_1SIZE_{i,t-1} + \gamma_2MTB_{i,t-1} + \gamma_3OIBD_{i,t-1} + \gamma_4LTD_{i,t-1} + \gamma_5STD_{i,t-1} + \gamma_6\Delta C_{i,t-1} + \gamma_7NSDI_{i,t-1} + \gamma_8NLDI_{i,t-1} + \gamma_9GEI_{i,t-1}$	مدل اول
$NSDI_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i1}DFD_{i,t} + \beta_{i2}FDS_{i,t} + \beta_{i3}FDS_{i,t}DFD_{i,t} + \gamma_1SIZE_{i,t-1} + \gamma_2MTB_{i,t-1} + \gamma_3OIBD_{i,t-1} + \gamma_4LTD_{i,t-1} + \gamma_5STD_{i,t-1} + \gamma_6\Delta C_{i,t-1} + \gamma_7NSDI_{i,t-1} + \gamma_8NLDI_{i,t-1} + \gamma_9GEI_{i,t-1}$	مدل دوم
$NLDI_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i1}DFD_{i,t} + \beta_{i2}FDS_{i,t} + \beta_{i3}FDS_{i,t}DFD_{i,t} + \gamma_1SIZE_{i,t-1} + \gamma_2MTB_{i,t-1} + \gamma_3OIBD_{i,t-1} + \gamma_4LTD_{i,t-1} + \gamma_5STD_{i,t-1} + \gamma_6\Delta C_{i,t-1} + \gamma_7NSDI_{i,t-1} + \gamma_8NLDI_{i,t-1} + \gamma_9GEI_{i,t-1}$	مدل سوم
$GEI_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i1}DFD_{i,t} + \beta_{i2}FDS_{i,t} + \beta_{i3}FDS_{i,t}DFD_{i,t} + \gamma_1SIZE_{i,t-1} + \gamma_2MTB_{i,t-1} + \gamma_3OIBD_{i,t-1} + \gamma_4LTD_{i,t-1} + \gamma_5STD_{i,t-1} + \gamma_6\Delta C_{i,t-1} + \gamma_7NSDI_{i,t-1} + \gamma_8NLDI_{i,t-1} + \gamma_9GEI_{i,t-1}$	مدل چهارم

جدول ۲- متغیرهای پژوهش، علائم و نحوه محاسبه آن‌ها

نام متغیرها	علامت	نحوه اندازه‌گیری متغیرها
افزایش سرمایه در گردش	INA	کل بدهی جاری - (وجه نقد و سرمایه‌گذاریهای کوتاه مدت - کل دارایی جاری)
سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت	IFA	هزینه استهلاک دوره + دارایی‌ها غیر جاری ابتدای دوره - دارایی‌های غیر جاری انتها دوره
جریان نقدی داخلی	AICF	افزایش سرمایه از محل آورده + سایر درآمدها و هزینه‌های غیر عملیاتی + درآمد عملیاتی جریان نقدی فروش داراییهای ثابت و سرمایه‌گذاریها + مالیات پرداختنی + هزینه استهلاک + سود تقسیمی هر سهم * تعداد سهام در دست سهامداران
سود تقسیمی	D	
کمبود نقدینگی	FDS	$FDS_{i,t} = INA_{i,t} + IFA_{i,t} + D_{i,t} - AICF_{i,t}$
متغیر مجازی کمبود نقدینگی	DFD	زمانیکه شرکت دچار کمبود نقدینگی باشد و متغیر کمبود نقدینگی ($FDS_{i,t}$) بزرگتر از صفر باشد، متغیر مجازی کمبود نقدینگی شرکت i در سال t برابر با یک خواهد بود، و اگر متغیر کمبود نقدینگی شرکت ($FDS_{i,t}$) برابر و یا کوچکتر از صفر باشد، متغیر مجازی کمبود نقدینگی شرکت ($DFD_{i,t}$) برابر با صفر خواهد بود.
وجه نقد انباشته	ΔC	وجه نقد انباشته شرکت i برابر است با تغییر در وجه نقد و سرمایه‌گذاریهای کوتاه‌مدت در سال t نسبت

نام متغیرها	علامت	نحوه اندازه‌گیری متغیرها
شرکت		به سال قبل آن t-1
خالص بدهی کوتاه‌مدت	NSDI	تغییرات خالص بدهی کوتاه‌مدت شرکت i در سال t نسبت به سال قبل آن t-1.
خالص بدهی بلندمدت	NLDI	بازپرداخت تسهیلات مالی - دریافت تسهیلات مالی
انتشار سهام	GEI	افزایش سرمایه ناشی از انتشار سهام عادی و سهام ممتاز شرکت i در سال t.
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در سال t.
ارزش بازار بر ارزش دفتری هر سهم	MTB	ارزش دفتری سهام شرکت i در سال t - ارزش دفتری کل دارایی‌ها شرکت i در سال t ارزش دفتری کل دارایی‌ها شرکت i در سال t-1 ÷ (ارزش بازار سهام شرکت i در سال t +
درآمد عملیاتی	OIBD	درآمد عملیاتی عبارت است از افزایش در حقوق صاحبان سرمایه بجز موارد مرتبط با آورده صاحبان سرمایه، که در فعالیت‌های اصلی و مستمر واحد تجاری ناشی شده باشد.
بدهی بلندمدت	LTD	لگاریتم طبیعی بدهی بلندمدت شرکت i در سال t تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی شرکت i در سال t-1.
بدهی کوتاه‌مدت	STD	لگاریتم طبیعی بدهی کوتاه‌مدت شرکت i در سال t تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی شرکت i در سال t-1.

۶- تجزیه و تحلیل داده‌ها

۶-۱- آزمون ریشه واحد (بررسی مانایی)

آزمون مانایی عمدتاً به منظور جلوگیری از رگرسیون‌های کاذب انجام می‌گیرد. آزمون ریشه واحد، یکی از معمول‌ترین آزمون‌هایی است که برای تشخیص مانایی انجام می‌گیرد. آزمون‌های مختلفی برای بررسی وجود ریشه واحد در داده‌های ترکیبی ارائه شده‌است که در این تحقیق از آزمون لوین، لین و چو (LLC) (۲۰۰۲)، استفاده شده‌است. نتایج آزمون مذکور در جدول (۳) آورده شده‌است.

جدول ۳- آزمون پایایی متغیرهای مستقل (آزمون LLC)

نتیجه آزمون	سطح احتمال	متغیر
متغیر ماناست	۰	متغیر مجازی کمبود نقدینگی
متغیر ماناست	۰	کمبود نقدینگی
متغیر ماناست	۰	اندازه شرکت
متغیر ماناست	۰	ارزش دفتری به ارزش بازار سهام
متغیر ماناست	۰	درآمد عملیاتی
متغیر ماناست	۰	بدهی بلند مدت
متغیر ماناست	۰	بدهی کوتاه مدت

نتیجه آزمون	سطح احتمال	متغیر
متغیر ماناست	۰	وجه نقد انباشته شرکت
متغیر ماناست	۰	خالص بدهی کوتاه مدت
متغیر ماناست	۰	خالص بدهی بلندمدت
متغیر ماناست	۰	انتشار سهام

۲-۶- آزمون همخطی متغیرهای مستقل (عامل تورم واریانس)

همخطی یعنی وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل که در این تحقیق با استفاده از آماره VIF بررسی شده است. مقادیر زیر ۱۰ برای این آماره، عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل را تأیید می‌کند. در جدول (۴) همه مقادیر VIF متغیرهای مستقل برای تمامی مدل‌های تحقیق، کمتر از ۱۰ می‌باشد. بنابراین عدم وجود رابطه همخطی تأیید می‌شود.

جدول ۴- آزمون همخطی بین متغیرها (VIF)

VIF	نماد
۱,۰۹	متغیر مجازی کمبود نقدینگی
۱,۰۲	کمبود نقدینگی
۱,۰۷	اندازه شرکت
۱,۱۹	ارزش دفتری به ارزش بازار سهام
۱,۲۴	درآمد عملیاتی
۱,۰۳	بدهی بلندمدت
۱,۱۸	بدهی کوتاه مدت
۱,۰۲	وجه نقد انباشته با وقفه زمانی یکسال
۱,۰۸	خالص بدهی بلندمدت با وقفه زمانی یکسال
۱,۰۲	انتشار سهام با وقفه زمانی یکسال

۳-۶- آزمون ناهمسانی واریانس

در این تحقیق ناهمسانی واریانس پسماندها از طریق آزمون والد^{۱۹} مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج آن در جدول (۵) نشان داده شده است. با توجه به نتیجه جدول (۵) و بدلیل این که میزان احتمال آماره آزمون والد، برای تمامی فرضیه‌ها کمتر از ۰,۰۵ است، مدل‌های پژوهش، وجود ناهمسانی واریانس در مدل‌های پژوهش پذیرفته می‌شود. بنابراین، بمنظور رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS) استفاده می‌شود.

جدول ۵- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل	نوع آماره	مقدار آماره	احتمال
اول	آماره Chi	۲۲۴۵,۱	۰
دوم	آماره Chi	۹۴۸,۳	۰
سوم	آماره Chi	۱۷۲۱,۳	۰
چهارم	آماره Chi	□□□□□□	۰

۴-۶- آزمون خودهمبستگی پسماندها

برای بررسی خودهمبستگی پسماندها در این پژوهش از آماره دوربین واتسون استفاده شده است. نتیجه آزمون مذکور در جدول (۶) آورده شده است. نتایج حاکی از پذیرفتن فرض عدم وجود خودهمبستگی می‌باشد.

جدول ۶- نتایج آزمون خودهمبستگی

مدل	نوع آماره	مقدار آماره
اول	دوربین واتسون	۲,۱۸
دوم	دوربین واتسون	۲,۱۵
سوم	دوربین واتسون	۲
چهارم	دوربین واتسون	۲,۱۲

۵-۶- آزمون معنادار بودن اثرات ثابت

از آنجاکه داده‌های پژوهش، تلفیقی از داده‌های مقطعی (شرکت‌ها) و سری زمانی است، لذا قبل از تخمین مدل‌های تحقیق برای انتخاب بین روش داده‌های تلفیقی یا تابلویی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود.

جدول ۷- نتیجه آزمون لیمر

مدل	میزان آماره	درجه آزادی	احتمال	نتیجه
اول	۱,۷۲	۱۶۲	۰	استفاده از داده‌های تابلویی (Panel)
دوم	۱,۵۱	۱۶۲	۰	استفاده از داده‌های تابلویی (Panel)
سوم	۱,۵۵	۱۶۲	۰	استفاده از داده‌های تابلویی (Panel)
چهارم	۱,۲۹	۱۶۲	۰	استفاده از داده‌های تابلویی (Panel)

با توجه به نتیجه جدول (۷) و بدلیل این که میزان احتمال آماره F لیمر، کمتر از $0/05$ است، فرض یک آزمون لیمر، مبنی بر کاربرد داده‌های تابلویی برای مدل‌ها پذیرفته می‌شود.

۶-۷-آزمون هاسمن

از آنجاکه برای تحلیل فرضیه، از الگوی EGLS استفاده می‌شود، لذا قبل از تخمین مدل‌های تحقیق برای انتخاب بین مدل تخمین اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول ۸- نتیجه آزمون هاسمن

مدل	میزان آماره	احتمال	نتیجه
اول	۲۰,۰۲	۰,۰۴	استفاده از روش اثرات ثابت
دوم	۲۱۱,۶	۰	استفاده از روش اثرات ثابت
سوم	۲۱۴,۹	۰	استفاده از روش اثرات ثابت
چهارم	۱۸۹,۷	۰	استفاده از روش اثرات ثابت

با توجه به نتیجه جدول (۸) و بدلیل این که میزان احتمال آماره آزمون هاسمن برای مدل‌ها کمتر از ۰,۰۵ است، برای تحلیل رگرسیون فرضیه‌ها از مدل اثرات ثابت استفاده می‌شود.

۷- تخمین مدل

در این بخش با استفاده از روش حداقل مربعات تخمینی آزمون رگرسیون خطی چند متغیره به تحلیل فرضیه‌ها پرداخته شده‌است. جدول زیر نتایج حاصل از تخمین مدل تحقیق با استفاده از روش EGLS را نشان می‌دهد:

جدول ۹- نتایج تخمین مدل‌های پژوهش

نماد	مدل	ضریب بتا	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	اول	-0.30	0.06	-5.02	0
	دوم	0.71	0.41	1.72	0.09
	سوم	-0.01	0.03	-0.17	0.87
	چهارم	0.01	0.03	0.28	0.78
متغیر مجازی کمبود نقدینگی	اول	0.07	0.01	4.98	0
	دوم	0.01	0.03	0.22	0.83
	سوم	-0.05	0.02	-2.75	0.01
	چهارم	-0.03	0.01	-3.11	0
متغیر کمبود نقدینگی	اول	0.01	0	7.66	0
	دوم	0.02	0	4.33	0
	سوم	0	0	1.59	0.11
	چهارم	0	0	-1.73	0.09
متغیر کمبود نقدینگی*متغیر مجازی	اول	-0.01	0	-5.13	0

احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب بتا	مدل	نماد
0.06	-1.98	0	-0.01	دوم	کمبود نقدینگی
0.01	-2.57	0	0	سوم	
0	3.04	0	0	چهارم	
0	3.97	0.01	0.04	اول	اندازه شرکت
0.02	-2.42	0.07	-0.16	دوم	
0.79	0.26	0.01	0	سوم	
0.16	1.41	0	0.01	چهارم	
0	4.01	0	0	اول	ارزش دفتری به ارزش بازار سهام
0	10.93	0.01	0.06	دوم	
0	4.91	0	0.01	سوم	
0	4.62	0	0.01	چهارم	
0.29	-1.07	0.01	-0.01	اول	درآمد عملیاتی
0.01	2.65	0.06	0.15	دوم	
0.12	1.56	0.01	0.02	سوم	
0.00	-3.56	0.01	-0.02	چهارم	
0.33	0.98	0	0	اول	بدهی بلندمدت
0	6.18	0	0.02	دوم	
0.04	-2.07	0	0	سوم	
0.90	0.12	0	0	چهارم	
0	3.91	0	0.01	اول	بدهی کوتاه مدت
0	-4.04	0.06	-0.25	دوم	
0	-5.07	0	-0.02	سوم	
0.93	-0.09	0	0	چهارم	
0.47	-0.73	0.01	-0.01	اول	وجه نقد انباشته با وقفه یکسال
0.05	1.97	0.07	0.14	دوم	
0.42	-0.80	0.02	-0.01	سوم	
0.92	0.11	0.01	0	چهارم	
0	-3.45	0.01	-0.04	اول	خالص بدهی بلندمدت با وقفه یکسال
0.38	0.87	0.09	0.08	دوم	
0.85	-0.19	0.12	-0.02	سوم	
0.14	1.49	0.01	0.01	چهارم	
0.86	-0.17	0.01	0	اول	انتشار سهام با وقفه یکسال
0.95	0.06	0.06	0	دوم	
0.06	-1.88	0.02	-0.04	سوم	
0.10	-1.67	0.26	-0.43	چهارم	

احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب بتا	مدل	نماد
احتمال	آماره F	R^2 تعدیل شده	R^2		
0	5.43	0.48	0.59		مدل اول
0	4.26	0.41	0.53		مدل دوم
0	2.80	0.19	0.30		مدل سوم
0	1.70	0.17	0.18		مدل چهارم

در الگوی اول، دوم، سوم و چهارم ضریب تعیین به ترتیب برابر با ۰/۵۹، ۰/۵۳، ۰/۳۰ و ۰/۱۸ است که قدرت توضیح‌دهندگی متغیر مستقل را در هر مدل نشان می‌دهند.

۸- تحلیل مدل

آماره t برای رابطه تعاملی (FDS*DFD) در چهار مدل از نظر آماری معنادار است. در مدل اول این رابطه تعاملی بدان معناست که شرکت‌های دارای کمبود نقدینگی با توجه به علامت ضریب، بیشتر یا کمتر به چه میزان از وجه نقد انباشته شرکت تامین مالی می‌کنند. علامت منفی ضریب (FDS*DFD) بیانگر این است که شرکت در وضعیت کمبود نقدینگی کمتر از شرکت‌ها در وضعیت مازاد نقدینگی از طریق منابع داخلی تامین مالی می‌کنند.

در مدل دوم این رابطه تعاملی بدان معناست که شرکت‌های دارای کمبود نقدینگی با توجه به علامت ضریب، بیشتر یا کمتر به چه میزان از طریق خالص بدهی کوتاه‌مدت تامین مالی می‌کنند. علامت منفی ضریب (FDS*DFD) بیانگر این است که شرکت در وضعیت کمبود نقدینگی کمتر از شرکت‌ها در وضعیت مازاد نقدینگی از طریق خالص بدهی بلندمدت تامین مالی می‌کنند.

در مدل سوم این رابطه تعاملی بدان معناست که شرکت‌های دارای کمبود نقدینگی با توجه به علامت ضریب بیشتر یا کمتر به چه میزان از طریق خالص بدهی بلندمدت تامین مالی می‌کنند. علامت منفی ضریب (FDS*DFD) بیانگر این است که شرکت در وضعیت کمبود نقدینگی کمتر از شرکت‌ها در وضعیت مازاد نقدینگی از طریق خالص بدهی بلندمدت تامین مالی می‌کنند.

در مدل چهارم این رابطه تعاملی بدان معناست که شرکت‌های دارای کمبود نقدینگی با توجه به علامت ضریب، بیشتر یا کمتر به چه میزان از طریق انتشار سهام تامین مالی می‌کنند. علامت مثبت ضریب (FDS*DFD) بیانگر این است که شرکت در وضعیت کمبود نقدینگی بیشتر از شرکت‌ها در وضعیت مازاد نقدینگی از طریق انتشار سهام تامین مالی می‌کنند. پس مطابق نتایج بدست آمده در مدل‌های اول تا چهارم شرکت‌ها در وضعیت کمبود نقدینگی منطبق با نظریه رفتار ترجیحی تامین مالی نمی‌کنند و تامین مالی از طریق انتشار سهام را به تامین مالی از طریق منابع داخلی، بدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت ترجیحی می‌دهند.

۹- نتیجه‌گیری و بحث

نظریه ساختار سرمایه، منشأ طیف گسترده‌ای از پژوهش‌ها در زمینه دانش مالی است و گاهی از آن به عنوان مهمترین نظریه مالی یاد می‌کنند (اسلامی بیدگلی و مظاهری، ۱۳۸۸).

در این پژوهش، توانایی نظریه ترجیحی را در توضیح الگوی ساختار سرمایه ۱۱۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازار سرمایه ایران بر اساس دو فرضیه مطرح شده، در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ مورد آزمون قرار گرفت. نظریه رفتار ترجیحی که توسط مایرز و مجلوف (۱۹۸۴) مطرح شده است پیش‌بینی می‌کند که عدم تقارن اطلاعاتی یک اولویت‌بندی برای منابع مالی ایجاد می‌کند. در ابتدا با استفاده از منابع داخلی، پس از آن بدهی و سپس انتشار سهام، شرکت‌ها در تلاش برای حداقل رساندن هزینه‌های نامطلوب سرمایه هستند.

در ابتدا مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) ادعا کردند که ساختار سرمایه مستقل از ارزش شرکت است. سپس آن‌ها در سال ۱۹۶۳ با وارد کردن فرض مالیات، بررسی کردند که آیا ارزش شرکت‌ها با ساختار سرمایه ارتباط دارد یا خیر. سپس براساس بررسی‌های اخیر، مشاهده شد که شرکت‌ها نسبت بدهی هدف را در وضعیتی که مزایای بکارگیری بدهی، هزینه‌های ورشکستگی (درماندگی مالی) و نیز هزینه‌های نمایندگی تهاثر می‌شوند، انتخاب می‌کنند و به آن تئوری توازی گفته می‌شود. از طرف دیگر مایرز (۱۹۸۴) و مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) بیان کردند که مشاهدات تجربی با نظریه توازی همسو نیستند. علاوه بر این، آنها استدلال کردند که تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها براساس توصیفات داندلسون (۱۹۶۱)، سلسله مراتب معینی دارد. سپس فرانک و گوپال (۲۰۰۳) با در نظر گرفتن اندازه شرکت، نظریه رفتار ترجیحی را به چالش کشیدند. آن‌ها مشاهده کردند که شرکت‌های کوچک ابتدا از طریق انتشار سهام تأمین مالی می‌کنند بنابراین تصمیمات ساختار سرمایه آن‌ها منطبق بر تئوری رفتار ترجیحی نیست. همچنین بیان کردند به این علت که شرکت‌های کوچکتر معمولاً عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری نسبت به شرکت‌های بزرگتر دارند بنابراین سرمایه‌گذاران تمایل کمتری برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کوچک دارند. این مشاهدات بعنوان معمای نظریه رفتار ترجیحی شناخته می‌شود. در راستای معمای نظریه رفتار ترجیحی جانگ و همکاران (۲۰۱۰) نشان دادند که علت این ناهنجاری، اندازه شرکت است به این دلیل که بیشتر شرکت‌های کوچک در وضعیت کمبود نقدینگی هستند. هدف این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا شرکت‌ها در وضعیت مازاد و یا کمبود نقدینگی رفتارهای مالی متفاوتی را نشان می‌دهند و وضعیت نقدینگی عاملی تعیین کننده و مهم در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها است. همچنین نتایج این مطالعه، اطلاعات دقیقی در خصوص نحوه تأمین مالی شرکت‌ها و منابع مالی مورد استفاده در فرصت‌های سرمایه‌گذاری را جمع‌آوری کرده است و نسبت استفاده هر یک از این منابع را روشن می‌سازد. بطور کلی نتایج تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه اول: تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در وضعیت کمبود نقدینگی منطبق بر تئوری رفتار ترجیحی نیست.

بطور کلی با توجه به ضریب متغیر (FDS*DFD) در چهار مدل پژوهش، مشاهده می‌شود که شرکت‌ها در وضعیت کمبود نقدینگی کمتر از طریق منابع داخلی، خالص بدهی بلندمدت و کوتاه مدت و بیشتر از طریق انتشار سهام تأمین مالی می‌کنند. در نتیجه شرکت‌ها در وضعیت کمبود نقدینگی منطبق با نظریه رفتار ترجیحی تأمین مالی نمی‌کنند و انتشار سهام را به سایر منابع تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند و فرضیه اول تأیید شد.

فرضیه دوم: تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در وضعیت مازاد نقدینگی منطبق بر تئوری رفتار ترجیحی است.

بطور کلی با توجه به ضریب متغیر (FDS*DFD) در چهار مدل مورد بررسی مشاهده می‌شود که شرکت‌ها در وضعیت مازاد نقدینگی بیشتر از طریق منابع داخلی، خالص بدهی بلندمدت و کوتاه مدت و کمتر از طریق انتشار سهام تأمین مالی می‌کنند. در نتیجه شرکت‌ها در وضعیت مازاد نقدینگی منطبق با نظریه رفتار ترجیحی تأمین مالی می‌کنند و فرضیه دوم تأیید شد.

طبق نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه اول می‌توان گفت که بطور کلی با توجه به ضریب متغیر (FDS*DFD) در چهار مدل پژوهش، مشاهده می‌شود که شرکت‌ها در وضعیت کمبود نقدینگی از منابع داخلی، خالص بدهی بلندمدت و کوتاه مدت کمتر و بیشتر از طریق انتشار سهام تأمین مالی می‌کنند. در نتیجه شرکت‌ها در وضعیت کمبود نقدینگی منطبق با نظریه رفتار ترجیحی تأمین مالی نمی‌کنند و انتشار سهام را به سایر منابع تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند بنابراین فرضیه اول تأیید می‌شود.

نتایج تحقیق حاضر نشان می‌دهد تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در وضعیت کمبود نقدینگی منطبق بر تئوری رفتار ترجیحی نیست. این نتایج هم‌راستا با مطالعات فرانک و گوپال (۲۰۰۳)، دجانگ و همکاران (۲۰۱۰)، چن و همکاران (۲۰۱۳) و پارک و جانگ (۲۰۱۸) می‌باشد. فرانک و گوپال (۲۰۰۳) نظریه رفتار ترجیحی که توسط شیام، ساندر و مایرز (۱۹۹۹) توسعه داده شده بود را آزمون کردند و نتیجه‌گیری کردند شرکت‌های کوچک بیشتر از طریق انتشار سهام نسبت به بدهی، تأمین مالی می‌کنند. علاوه بر این دجانگ و همکاران (۲۰۱۰) با هدف تبیین همبستگی بین اندازه، زمان و نظریه رفتار ترجیحی با تفکیک کمبود و مازاد نقدینگی بیان کردند که شرکت‌های کوچک به این علت که بیشتر در وضعیت کمبود نقدینگی قرار دارند منابع تأمین مالی کمتری هم در اختیار دارند بنابراین برخلاف تئوری رفتار ترجیحی، شرکت‌های کوچک در جهت جبران کمبود نقدینگی علیرغم هزینه سرمایه‌ی بالای سهام، از طریق انتشار سهام تأمین مالی می‌کنند. این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در وضعیت کمبود نقدینگی مقدار قابل توجهی از کمبود بودجه خود را از طریق انتشار سهام تأمین مالی می‌کنند که معمای نظریه رفتار ترجیحی را نشان می‌دهد.

طبق نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه دوم نیز می‌توان گفت که بطور کلی با توجه به ضریب متغیر (FDS*DFD) در چهار مدل مورد بررسی مشاهده می‌شود که شرکت‌ها در وضعیت مازاد نقدینگی از منابع داخلی، خالص بدهی بلندمدت و کوتاه مدت بیشتر و کمتر از طریق انتشار سهام تأمین مالی می‌کنند. در نتیجه

شرکت‌ها در وضعیت مازاد نقدینگی منطبق با نظریه رفتار ترجیحی تامین مالی می‌کنند و فرضیه دوم تأیید می‌شود.

براساس نتایج تحقیق، تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در وضعیت مازاد نقدینگی منطبق بر تئوری رفتار ترجیحی است. این نتایج هم‌راستا با مطالعات فرانک و گوپال (۲۰۰۳)، دجانگ و همکاران (۲۰۱۰) و پارک و جانگ (۲۰۱۸) می‌باشد. بطور کلی این مطالعه بطور دقیق رفتارهای تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در وضعیت کمبود و مازاد نقدینگی بررسی کرده است. مشاهده شد که شرکت‌ها در وضعیت مازاد نقدینگی تامین مالی از طریق بدهی و منابع داخلی نسبت به انتشار سهام را ترجیح می‌دهند. نتایج این تحقیق با پیش‌بینی‌های نظریه رفتار ترجیحی که ظرفیت بدهی شرکت‌ها را در نظر می‌گیرد سازگار است. از آنجا که نیازهای مالی شرکت‌ها در وضعیت کمبود نقدینگی بیش از ظرفیت بدهی بلااستفاده شرکت‌ها است، این شرکت‌ها در تامین مالی از طریق بدهی محدود می‌شوند و در حالت مازاد نقدینگی، ظرفیت بدهی شرکت‌ها محدودیتی در استفاده از بدهی ایجاد نمی‌کند. در نتیجه نظریه رفتار ترجیحی برای شرکت‌ها در وضعیت مازاد نقدینگی معتبر است.

براساس مطالعات فرانک و گوپال (۲۰۰۳) و دجانگ و همکاران (۲۰۱۰) امکان تعمیم‌پذیری نظریه رفتار ترجیحی و معمای نظریه رفتار ترجیحی به تمامی صنایع نیست، پیشنهاد می‌شود محققان در تحقیقات آتی نظریه رفتار ترجیحی را به تفکیک هر صنعت مورد بررسی قرار دهند.

در این پژوهش منابع تامین مالی شرکت‌ها و تصمیمات تامین مالی بر اثر عامل کمبود نقدینگی مطالعه شد، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی شناخت مصارف سرمایه و منابع تامین مالی هر یک و ارتباط بین آن‌ها، همچنین ساختار سررسید^{۲۰} بدهی‌ها و دارایی‌ها مورد بررسی قرار گیرد.

فهرست منابع

- * اسعدی، عبدالرضا. عباس زاده، محمدرضا. ۱۳۹۳. «بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های وابسته و مستقل از دولت در بورس اوراق بهادار تهران». دو فصلنامه اقتصاد پولی و مالی، شماره ۷، ۲۳۳-۲۱۰.
- * اسلامی بیدگلی، غلامرضا. و طهماسب مظاهری. (۱۳۸۸). (بررسی نظریه‌های توازی ایستا و سلسله مراتبی در تبیین ساختار سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات حسابداری، ش ۳، ص ۲۱-۴.
- * افلاطونی، عباس. ۱۳۹۹. «نقش انضباطی بدهی‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت: رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته دومرحله‌ای». فصلنامه علمی مدیریت دارایی و تامین مالی، شماره ۲۸، ۱۲۲-۱۰۵.
- * مدرس، احمد و فرهاد عبدالله‌زاده ۱۳۷۸، (مدیریت مالی، جلد دوم، چاپ اول، تهران: شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
- * نبیئی بروجنی، حسین. نوروزی، محمد. ۱۳۹۴. «بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نظریه سلسله مراتبی». مجله پژوهش حسابداری، شماره ۱۶، ۸۴-۶۵.

- * 6. Allini, A., Rakha, S., McMillan, D., G., Caldarelli, A., 2018. "Pecking Order and Market Timing Theory in Emerging markets: The case of Egyptian firms". *Research in International Business and Finance*. 44, 297-308.
- * 7. Baker, M., Wurgler, J., 2002. "Market timing and capital structure." *Journal of Finance* 57, 1-32.
- * 8. Bhama, V., Jain, P.K., Yadav, S.S., 2018. "Relationship between the pecking order theory and firm's age: Empirical evidences from India". *IIMB Management Review*. 30, 104-114.
- * 9. Chen, D. H., Chen, Ch.D, Chen, J., Huang, Y.F., 2013. "Panel data analyses of the pecking order theory and the market timing theory of capital structure in Taiwan." *International Review of Economics and Finance*. 27, 1-13.
- * 10. De Jong, A., Verbeek, M., Verwijmeren, P., 2010. "The impact of financing surpluses and large financing deficits on tests of the pecking order theory." *Financial Manage.* 39, 733-756.
- * 11. Dierker, M., Lee, I., Won, S. S., 2019. "Risk changes and external financing activities: Tests of the dynamic trade-off theory of capital structure". *Journal of Empirical Finance*. 52, 178-200.
- * 12. Donaldson, G., 1961. *Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston.
- * 13. Fama, E., French, K., 2005. "Financing decisions: Who issues stock?" *Journal of Financial Economics* 76, 549-582.
- * 14. Frank, M.Z., Goyal, V.K., 2003. "Testing the pecking order theory of capital structure". *J. Financial Econ.* 67, 217-248.
- * 15. Frank, M.Z., Goyal, V.K., 2009. "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?" *Financ. Manag.* 38 (1), 1-37.
- * 16. Gatchev, V.A., Spindt, P.A., Tarhan, V., 2009. "How do firms finance their investments? The relative importance of equity issuance and debt contracting costs." *J. Corporate Finance* 15, 179-195
- * 17. James C. Van Horne, John M. Wachowicz. (2008). *Fundamentals of financial management*. Prentice Hall. 13th Ed.
- * 18. Modigliani, F., and M.H. Miller, 1958, "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment", *American Economic Review* 48, 261-297.
- * Myers S.C. (2001), "Capital Structure", *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2).
- * 19. Myers, S.C. Majluf, N.S. 1984. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have." *J. Financial Econ.* 13, 187-22.
- * 20. Rajan, R.G., Zingales, L., 1995. "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data." *J. Financ.* 50 (5), 1421-1460.
- * 21. Rashid, M., Johari, DK., Izadi, S., 2020. "National culture and capital structure of the Shariah compliant firms: Evidence from Malaysia, Saudi Arabia and Pakistan". *International Review of Economics and Finance*.
- * 22. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe. (2010). *Corporate finance. The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance and real estate*. 9th Ed.
- * 23. Shyam-Sunder, L., Myers, S.C., 1999. "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure." *J. Financial Econo.* 51, 219-244.

یادداشت‌ها

- ¹ . Frank and Goyal
- ² . Myers
- ³ . Pecking Order Theory
- ⁴ . Myers and Majluf
- ⁵ . asymmetric information
- ⁶ . The modified pecking order Theory
- ⁷ . Modigliani and Miller
- ⁸ . The static trade-off theory
- ⁹ . The market timing theory
- ¹⁰ . Traditional theory
- ¹¹ . Donaldson
- ¹² . Baker and Wurgler
- ¹³ . Shyam Sunder and Myers
- ¹⁴ . Fama and French
- ¹⁵ . Gatchev and et al
- ¹⁶ . Bhama, Jain and Yadav
- ¹⁷ . De jong and et al
- ¹⁸ . Dierker and et al
- ¹⁹ . Wald
- ²⁰ . Maturity structure