

## بررسی عوامل مؤثر بر خطمشی‌های بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد مهدی آزادی\*، امیر محمدزاده\*\*

### چکیده

همواره یکی از شاخص‌های تأثیرگذار در موفقیت شرکت‌ها، قدرت مالی شرکت است و بی‌شک ساختار سرمایه، نقشی کلیدی در این زمینه ایفا می‌کند. این پژوهش تأثیر خطمشی‌های اولیه بدهی بر خطمشی‌های آینده بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ را مورد ارزیابی قرار می‌دهد. در این راستا، ضمن بررسی تأثیر عوامل ویژه شرکت بر خطمشی‌های بدهی، به این پرسش نیز پاسخ داده می‌شود که آیا منفک‌شدن بالاترین مقام اجرایی شرکت‌ها بر سیاست‌های بدهی آن‌ها تأثیرگذار خواهد بود؟ در این پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۱۵ شرکت به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شد و با استفاده از مطالعات میدانی داده‌های مورد نیاز گردآوری شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و بررسی روابط بین متغیرها از مدل رگرسیون خطی چندمتغیره بهره جسته و روش آماری داده‌های پانل استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که تأثیر سیاست‌های اولیه بدهی بر سیاست‌های آینده بدهی معنادار نیست ولی تأثیر عوامل ویژه شرکت بر خطمشی‌های بدهی شرکت‌ها با اهمیت است؛ همچنین نتایج بررسی‌ها نشان می‌دهد که منفک‌شدن مدیرعامل یا بالاترین مقام اجرایی شرکت‌ها تأثیر معناداری بر سیاست‌های بدهی ندارد.

**کلیدواژه‌ها:** خطمشی‌های بدهی؛ نسبت بدهی؛ سررسید بدهی؛ گرانولیتته بدهی؛ تخصصی‌شدن بدهی.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۶/۰۸/۱۰، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۷/۰۳/۰۷.

\* کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین.

\*\* استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین (نویسنده مسئول).

## ۱. مقدمه

امروزه درجه‌بندی شرکت‌ها از نظر اعتبار تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آن‌ها وابسته است. در واقع، مبنای تولید و ارائه خدمات، به نحوه تأمین و مصرف وجوه مالی مربوط می‌شود. اتخاذ تصمیم‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری به‌عنوان دو وظیفه اصلی مدیران مالی دارای اهمیت خاصی است [۱۷].

به‌طور کلی، سیاست‌های بدهی شامل آن دسته از تصمیم‌های استراتژیک است که ترکیب بدهی و ساختار سرمایه شرکت را مشخص می‌کند. ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که با استفاده از آن‌ها شرکت‌ها تأمین مالی دارایی‌های خود را انجام می‌دهند. هدف اصلی از تصمیم‌های ساختار سرمایه، ایجاد ترکیبی مناسب از منابع وجوه بلندمدت، به‌منظور حداقل‌سازی هزینه سرمایه شرکت و به‌دنبال آن، حداکثر کردن ارزش شرکت است.

شرکت‌ها همواره تمایل دارند که ساختار سرمایه آن‌ها در مرکز و پیرامون ساختار سرمایه بهینه قرار داشته باشد و این مبنایی برای شرکت‌ها جهت تعدیل ساختار سرمایه فعلی خود برای رسیدن به ساختار سرمایه بهینه است [۱۲]. بنابراین سیاست‌های بدهی در همه شرکت‌ها به‌ویژه شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران از اهمیت خاصی برخوردار است و توجه به آن موفقیت شرکت را تضمین می‌کند.

یکی از مؤلفه‌های مطرح در سیاست‌های بدهی شرکت‌ها نسبت‌های اهرمی به‌ویژه نسبت بدهی است. از سوی دیگر، در حوزه سیاست بدهی شرکت‌ها، موضوع متمرکز بودن و یا درمقابل آن، متنوع بودن منابع بدهی یا تأمین مالی قابل توجه است و باتوجه به شرایط مالی شرکت اثرات مثبت یا منفی متفاوتی در پی خواهد داشت؛ همچنین تنظیم تاریخ سررسید بدهی‌ها و یا پخش و توزیع متناسب و مطلوب آن‌ها از دیگر شاخص‌های سیاست بدهی شرکت‌ها محسوب می‌شود که برآیند تغییر هر یک از این مؤلفه‌ها به‌عنوان اهرمی در موفقیت اقتصادی واحدهای تجاری مؤثر خواهد بود.

استینچ‌جانب<sup>۱</sup> (۱۹۶۵) تئوری نقش‌پذیری را مطرح کرد که در مبنای نظری مدیریت کاربرد دارد و در عین حال در پژوهش‌های اقتصادی و مالی نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. این تئوری نشان می‌دهد که نخست، شرایط در زمان تأسیس، سیاست‌های اولیه را تعریف و اجماع داخلی در زمینه سیاست‌های اولیه شرکت را خلق می‌کند و دوم، شرایط پس از تأسیس به حفظ سیاست‌های تعیین شده قبلی تمایل دارد [۱۵]. در نتیجه، هانسنز و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۶)، باتوجه به نظریه نقش‌پذیری معتقدند که سیاست‌های بدهی اولیه شرکت‌ها تأثیر قابل توجهی بر سیاست‌های بدهی آینده دارند [۱۰].

1. Stinchcombe

2. Hanssens, Deloof & Vanacker

خطمشی‌های آینده بدهی در این پژوهش با چهار متغیر وابسته سنجیده می‌شود که عبارتند از: ۱. نسبت بدهی، ۲. متمرکز بودن یا تخصصی بودن بدهی، ۳. سررسید بدهی و ۴. گرانولیتته یا توزیع بدهی. مقادیر متغیرهای یادشده در سال صفر یا سال اول ورود به بورس اوراق بهادار به‌عنوان سیاست‌ها یا خطمشی‌های اولیه بدهی یا متغیرهای مستقل در نظر گرفته می‌شود. با توجه به نظریه نقش‌پذیری، برخی پژوهش‌های تأمین مالی شرکت‌ها، نشان می‌دهند که مدیران عامل تأثیر خود را، بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها برجای می‌گذارند [۴]. همچنین اسکوار و زو<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) به بررسی این موضوع می‌پردازند که چگونه مدیران عامل با داشتن تجربه رکود، سبک‌های محافظه‌کارانه‌تری را در عملکرد آینده خویش به نمایش می‌گذارند که شامل دراختیارداشتن نسبت‌های بدهی کمتر است [۱۴]. از این رو، در این پژوهش تأثیر منفک شدن مدیران عامل (بالاترین مقام اجرایی) بر سیاست‌های بدهی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران که تا کنون شفاف نبوده مورد بررسی قرار گرفته است.

به نظر می‌رسد علاوه بر موارد یادشده، عوامل غیرقابل مشاهده و تغییرناپذیر ویژه شرکت، عوامل ثابت سال و عوامل ثابت صنعت نیز بر سیاست‌های بدهی شرکت‌های فعال در بورس تا حد زیادی تأثیر دارند. برای اطمینان از درستی این پیش‌بینی، در این پژوهش متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سودآوری، دارایی‌های ثابت مشهود، رشد شرکت و مخارج سرمایه‌ای، همچنین متوسط نسبت بدهی صنعت، متوسط تخصصی شدن بدهی صنعت، متوسط سررسید بدهی صنعت و متوسط گرانولیتته بدهی صنعت مورد بررسی قرار گرفته است.

در انتها به این سؤال‌ها پرداخته شده است که آیا خطمشی‌های اولیه بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بر خطمشی‌های بدهی آینده آن‌ها تأثیرگذار است؟ آیا رفتن مؤسس یا بالاترین مقام اجرایی شرکت‌های نوپا بر سیاست‌های بدهی شرکت تأثیر خواهد داشت؟ تأثیرات ویژگی‌های شرکت بر خطمشی‌های آینده بدهی چه خواهد بود؟

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

هانسنز و همکاران (۲۰۱۶)، در مطالعه خود با عنوان تکامل سیاست‌های بدهی؛ شواهدی جدید از شرکت‌های نوپای تجاری، به بررسی شرکت‌های غیرمالی بلژیکی تأسیس شده بین سال‌های ۱۹۹۶ تا ۱۹۹۸ و اطلاعات مالی آن‌ها تا ۱۵ سال بعد پرداختند. آن‌ها دریافتند که سیاست بدهی شرکت‌های کارآفرین طی این دوره بسیار ثابت بوده است. سیاست بدهی در سال‌های اولیه فعالیت، عامل بسیار تعیین‌کننده سیاست‌های آینده بدهی، حتی بعد از کنترل عوامل تعیین‌کننده هم‌زمان سنتی است. مؤسس یا مدیرعامل تأثیر مهمی بر ثبات سیاست‌های بدهی دارد. هنگامی که مؤسس

1. Schoar and Zuo

یا مدیرعامل جایگزین شود یا هنگامی که فوت کند، تأثیر سیاست‌های اولیه بدهی بر سیاست‌های آینده بدهی به‌طور چشمگیری کاهش می‌یابد [۱۰].

چوی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)، در پژوهشی با عنوان، متنوع‌سازی بدهی شرکت، به بررسی تعداد ۱۴۰۰۰۰ اوراق قرضه شرکت‌های آمریکایی بین سال‌های ۱۹۹۱ تا ۲۰۱۲ پرداخته است. یافته‌های او نشان می‌دهند که نخست، اختلاف قابل‌توجهی در متنوع‌سازی وجود دارد، همچنین ساختارهای سررسید بدهی هم بسیار متمرکز و هم بسیار پراکنده است. دوم، تنوع‌های مشاهده‌شده، پیش‌بینی‌های مدل را تأیید می‌کند؛ یعنی سررسیدهای بدهی برای شرکت‌های بزرگ‌تر و کامل‌تر، شرکت‌هایی با فرصت‌های بهتر سرمایه‌گذاری، شرکت‌هایی با نسبت بالاتر اهرم و شرکت‌هایی با سطوح پایین‌تر جریان‌های نقدی کنونی پراکنده‌ترند. سوم، شرکت‌ها متنوع‌سازی بدهی را به‌صورت فعال مدیریت می‌کنند و آن را با سطوح هدف تطبیق می‌دهند. درنهایت، اوراق بهادار سررسیدشده‌ای که به‌تازگی منتشر شده‌اند، نمایه‌های اوراق بهادار سررسیدشده‌ای را تکمیل می‌کنند که از قبل وجود داشته‌اند [۶].

سودیاتنو و مستیکاساری<sup>۲</sup> (۲۰۱۳)، در پژوهشی به عوامل تأثیرگذار بر خطمشی بدهی (اهرم) در شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار اندونزی پرداختند. نمونه پژوهش، شرکت‌های تولیدی هستند که از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ در بورس اوراق بهادار اندونزی پذیرفته‌شده‌اند و درواقع، متشکل از ۱۱۴ شرکت تولیدی هستند. از رگرسیون چندگانه به‌عنوان روش تحلیل استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که دارایی‌های مشهود، رشد و اندازه شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم یا نسبت بدهی دارند. سودآوری رابطه‌ای معنادار و منفی با اهرم دارد. درحالی‌که سپر مالیاتی غیر بدهی تأثیری معنادار و منفی بر اهرم ندارد [۱۶].

خولیو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۷)، در پژوهشی با عنوان، چه چیزی ساختار اوراق بهادار بدهی شرکت‌های سهامی را تعیین می‌کند؟ به بررسی یک نمونه از ۱۴۸۶۷ اوراق قرضه در آمریکا در بین سال‌های ۱۹۷۱ تا ۲۰۰۴ پرداخت. هدف وی آزمایش پیامدهای نظریه‌های مرتبط و به‌طورکلی، ایجاد مجموعه‌ای از حقایق تجربی درمورد شرایطی است که تحت آن، شرکت به صدور انواع اوراق قرضه اقدام می‌کنند. نتایج وی نشان می‌دهند که سه نوع عامل اصلی وجود دارد که بر ساختار اوراق قرضه اثرگذار است: نخست، عوامل مختص شرکت مانند اهرم مالی، فرصت‌های رشد و دارایی‌های جاری و دارایی‌های قابل‌تبدیل به نقدینگی، سررسید و ساختار امنیتی اوراق قرضه صادرشده؛ دوم، عوامل اقتصادی گسترده به‌خصوص وضعیت کلان اقتصاد که بر توزیع کیفیت اوراق بهادار ارائه‌شده اثرگذار هستند. به‌طور خاص در طول رکود، شرکت‌ها به صدور اوراق قرضه

1. Choi, Hackbarth and Zechner

2. Sudiyatno and Mustikasari

3. Julio, Kim and Weisbach

با کیفیتی پایین‌تر اما با تعداد مشابهی از اوراق قرضه با کیفیت بالا نسبت به زمان‌های خوب اقدام می‌کنند. سوم، با کنترل ویژگی‌های شرکت و عوامل اقتصادی، به نظر می‌رسد که عوامل مختص پروژه یا عوامل خاص بر انواع اوراق بهادار صادرشده اثرگذار باشند. اوراق قرضه بلندمدت و غیرقابل‌تبدیل به‌احتمال‌زیاد توسط شرکت‌هایی صادر می‌شوند که بر روی دارایی‌های ثابت سرمایه‌گذاری می‌کنند، درحالی‌که اوراق قرضه قابل‌تبدیل و کوتاه‌مدت به‌احتمال بیشتر برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری در بخش تحقیق و توسعه استفاده می‌شوند [۱۱].

تیان و زایتون<sup>۱</sup> (۲۰۰۷)، رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها را با استفاده از اطلاعات ۱۶۷ شرکت اردنی بین سال‌های ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۳ موردبررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی، نسبت کل بدهی به کل دارایی، نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی و نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام با نسبت ROA رابطه معناداری وجود دارد [۱۸].

فتحی و همکاران (۲۰۱۸)، با استفاده از اطلاعات مربوط به سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ تعداد ۸۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و سیاست‌های مالی شامل تقسیم سود، ساختار سرمایه و نگهداشت وجه نقد و همچنین هزینه سرمایه سهام را مورد بررسی قرار داده‌اند. در پژوهش یادشده، ارزش انعطاف‌پذیری مالی با استفاده از چهار عامل فرصت‌های رشد، هزینه تأمین مالی خارجی و نسبت مشهود بودن دارایی‌ها برآورد شده است. نتیجه پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که ارزش انعطاف‌پذیری مالی بر متغیرهای اهرم مالی و هزینه سرمایه سهام، تأثیر منفی و معناداری داشته و بر متغیر نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیم‌های تقسیم سود معنادار نیست [۸].

ابراهیمی و همکاران (۲۰۱۵)، به بررسی تأثیر سیاست‌های مالیاتی متهورانه و سیاست‌های بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که رابطه منفی و معناداری بین مالیات متهورانه و بدهی وجود دارد. این رابطه منفی نشان می‌دهد که اثر مناسب ناشی از تهور مالیاتی می‌تواند به‌عنوان جایگزین بدهی برای شرکت به کار رود، از این رو می‌توان گفت مالیات متهورانه به‌عنوان یک سپر مالیاتی می‌تواند جانشینی برای بدهی باشد که در نهایت موجب بهره‌گیری کمتر از اهرم مالی می‌شود [۷].

زنجیردار و محمدی (۲۰۱۵)، به مطالعه اثر سیاست‌های بدهی بر روش‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند؛ و به این نتیجه رسیدند که میان سیاست‌های بدهی شامل بدهی‌های کوتاه‌مدت، بلندمدت و بدهی کل با روش‌های تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد [۱۹]. نوروژی و همکاران (۲۰۱۵)، به بررسی تأثیر فرصت‌های رشد،

1. Tian and Zeitun

نسبت بدهی، سن شرکت و نسبت دارایی‌های ثابت مشهود بر سیاست مالی محافظه‌کارانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌ها بیانگر این موضوع است که نسبت دارایی‌های ثابت مشهود، نسبت بدهی و فرصت‌های رشد دارای تأثیر منفی است و سن شرکت بر روی سیاست مالی محافظه‌کارانه تأثیر معناداری ندارد [۱۳].

اسدی و همکاران (۲۰۱۴)، عوامل مالی و غیر مالی مؤثر بر تصمیم‌های مرتبط با ساختار سرمایه ۷۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را در سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ مورد مطالعه قرار داده و دریافته‌اند که ارتباط منفی و معناداری بین بازده دارایی با اهرم شرکت و رابطه مثبت و معناداری بین اندازه شرکت با اهرم شرکت وجود دارد؛ همچنین انحصاری بودن محصولات شرکت، نرخ رشد فروش و نرخ رشد کل دارایی‌ها در اغلب موارد دارای ارتباط مثبت و معنادار بوده و بین پارامترهایی نظیر نرخ پرداخت سود تقسیمی و ارزش وثیقه‌گذاری دارایی‌ها با اهرم شرکت رابطه معناداری مشاهده نشده است [۱].

اسدی و جلالیان (۲۰۱۲)، به مطالعه تأثیر ساختار سرمایه، سهامداران و بزرگی شرکت بر میزان اعمال محافظه‌کارانه در شرکت‌ها با استفاده از داده‌های ۵۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند؛ و دریافته‌اند که رابطه مستقیم و معناداری بین محافظه‌کاری و اهرم مالی به‌عنوان نماینده ساختار سرمایه وجود دارد؛ ولی بین محافظه‌کاری و تمرکز مالکیت رابطه‌ای مشاهده نشد. در مدل اول، بین درصد سهامداران نهادی و محافظه‌کاری رابطه‌ای مشاهده نشد؛ ولی در مدل دوم، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. در مدل دوم، بین اندازه شرکت و محافظه‌کاری رابطه‌ای وجود ندارد؛ ولی در مدل اول، رابطه معکوس و معنادار مشاهده شده است [۲].

حاجی‌ها و اخلاقی (۲۰۱۲)، در پژوهشی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی از دیدگاه تئوری‌های نمایندگی و اهرم را در ۱۴۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین اندازه شرکت، دارایی مشهود و فرصت رشد شرکت با ساختار سررسید بدهی رابطه مثبت وجود دارد ولی بین اهرم مالی و ساختار سررسید بدهی رابطه‌ای وجود ندارد [۹]. اسدی و همکاران (۲۰۱۱)، به مطالعه عوامل مؤثر بر ساختار مالی بنگاه‌ها با استفاده از اطلاعات ۱۴۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳ پرداخته و نتایج پژوهش آنان نشان داد که عامل صنعت به عنوان یک عامل بنیادین، بر ساختار مالی شرکت‌های مورد مطالعه مؤثر است [۳].

### ۳. توسعه فرضیه‌ها و مدل پژوهش

همان‌طور که در مبنای پژوهش اشاره شد، هانسنز و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهش خود با عنوان تکامل خطمشی‌های بدهی و شواهدی جدید از شرکت‌های نوپای تجاری، به این نتیجه دست یافتند که سیاست بدهی در سال‌های اولیه فعالیت شرکت، عامل بسیار تعیین‌کننده در سیاست‌های آینده بدهی است [۱۰]. چوی و همکاران (۲۰۱۴)، نیز در پژوهش خود به وجود رابطه بین اوراق بهادار سررسید شده تازه منتشرشده و اوراق بهادار از قبل منتشرشده اشاره دارند [۶]؛ از این رو، فرضیه زیر مطرح است:

فرضیه اول: خطمشی‌های اولیه بدهی بر خطمشی‌های آینده بدهی تأثیر معنادار دارد. مطابق با پژوهش هانسنز و همکاران (۲۰۱۶)، این فرضیه از طریق رابطه رگرسیونی شماره ۱ موردآزمون قرار می‌گیرد [۱۰]:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{i,t-1} + \gamma Y_{i0} + v_t + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه شماره ۱،  $Y_{it}$  سیاست بدهی (به ترتیب نسبت بدهی، تخصیصی شدن بدهی، سررسید بدهی یا گرانولیته بدهی) شرکت  $i$  در زمان  $t$  است؛  $X$  مجموعه‌ای از عوامل تعیین‌کننده ساختار بدهی و سرمایه‌شناسایی شده قبلی است که یک سال به تأخیر افتاده‌اند؛  $Y_{i0}$  نشان‌دهنده سیاست بدهی شرکت در سال ورود به بورس اوراق بهادار (نسبت بدهی، تخصیصی شدن بدهی، سررسید بدهی یا گرانولیته بدهی) است؛  $v$  تأثیر ثابت زمانی است و  $\varepsilon$  عبارت خطای تصادفی است. چوی و همکاران (۲۰۱۴) در نتایج پژوهش خود بیان می‌کنند که بین سررسید بدهی با اندازه شرکت، اهرم و فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه وجود دارد [۶]. همچنین سودپاتنو و موستی‌کاساری (۲۰۱۳)، در مطالعات خود به وجود رابطه بین نسبت بدهی با میزان دارایی، رشد و اندازه شرکت اشاره کرده‌اند [۱۶]. بر اساس پیشینه پژوهش، پژوهشگران داخلی نیز به وجود رابطه میان سررسید بدهی و اهرم مالی با برخی عوامل ویژه شرکت دست یافته‌اند، به طوری که فرضیه زیر مطرح می‌شود: فرضیه دوم: تأثیرات عوامل ویژه شرکت بر خطمشی‌های بدهی معنادار است.

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{i,t-1} + \eta_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

در رابطه شماره ۲ که از آن برای آزمون فرضیه دوم استفاده شده است،  $\eta$  نشان‌دهنده تأثیر عوامل ویژه شرکت بوده و تمامی متغیرهای دیگر مطابق با متغیرهای تعریف‌شده در رابطه شماره ۱ است. در ادامه، انتظار می‌رود منفک‌شدن مدیرعامل یا بالاترین مقام اجرایی در خطمشی‌های بدهی شرکت تأثیرگذار باشد. هانسنز و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهش خود دریافتند که مؤسس یا

مدیرعامل شرکت تأثیر مهمی بر ثبات خط‌مشی‌های بدهی دارد. از این رو، فرضیه زیر، مطرح خواهد بود [۱۰]:

فرضیه سوم: منفک‌شدن و رفتن مؤسس یا مدیرعامل بر خط‌مشی‌های بدهی تأثیر معنادار دارد. فرضیه سوم، بر اساس پژوهش هانسنز و همکاران (۲۰۱۶)، از مدل رگرسیونی شماره ۳ مورد آزمون قرار می‌گیرد [۱۰]. در رابطه شماره ۳،  $Y_{it}$  خط‌مشی بدهی (نسبت بدهی، تخصیصی شدن بدهی، سررسید بدهی یا گرانولیتته بدهی) شرکت  $i$  در زمان  $t$  است؛  $X$  مجموعه‌ای از عوامل تعیین‌کننده ساختار بدهی و سرمایه تعیین‌شده قبلی است که یک سال به تأخیر می‌افتند.

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{i,t-1} + \gamma * Founder - CEO Departure + v_t + \varepsilon_{it} \quad (۳)$$

منفک‌شدن مدیرعامل<sup>۱</sup> یک متغیر ساختگی است که از سال رفتن مدیرعامل به بعد، با یک برابر است و در غیراین صورت صفر است.  $v_t$  تأثیر ثابت زمان و  $\varepsilon$  عبارت از خطای تصادفی است.

#### ۴. روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر با توجه به هدف، کاربردی است و نتایج حاصل از آن می‌تواند برای طیف گسترده‌ای شامل مدیران شرکت‌ها، سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، پژوهشگران و تدوین‌کنندگان استانداردها مفید باشد. از لحاظ بعد زمانی، این پژوهش یک تحقیق گذشته‌نگر به شمار می‌آید؛ و از نظر نوع تحقیق، توصیفی و همبستگی است. جامعه آماری این پژوهش شامل همه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۰ تا پایان سال ۱۳۹۴ است که برای انتخاب نمونه از روش حذف سیستماتیک با معیارهای زیر استفاده شده است: ۱. شرکت‌هایی که بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ در بورس و اوراق بهادار تهران فعال بوده‌اند؛ ۲. شرکت‌ها جزء بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، بیمه و نهادهای پولی و مالی نباشند؛ ۳. سال مالی شرکت‌ها پایان اسفند بوده و در طول دوره یادشده، تغییری در سال مالی نداده باشند؛ ۴. در همه سال‌های موردبررسی در پایان سال مالی اطلاعات و داده‌های موردنیاز آن‌ها در دسترس باشد.

با اعمال معیارهای بالا تعداد ۱۱۵ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شد و داده‌های مربوط به ۱۵ سال فعالیت آن‌ها یعنی از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج شد؛ بنابراین روش گردآوری داده‌ها از نوع بررسی میدانی بوده، ضمن اینکه تحلیل آماری با استفاده از نرم‌افزار Eviews و SPSS انجام شده است.

1. Founder-CEO departure

## ۵. تحلیل داده‌ها

خلاصه ویژگی‌های آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در جدول شماره ۱، بیان شده است. آماره‌های گزارش شده، دربرگیرنده شاخص‌ها و معیارهای مرکزی شامل میانگین<sup>۱</sup>، میانه<sup>۲</sup> و شاخص‌های پراکندگی شامل انحراف استاندارد<sup>۳</sup>، چولگی<sup>۴</sup> و کشیدگی<sup>۵</sup> است.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	مشاهده‌ها
LEVERA	۰/۶۹۳۷	۰/۶۷۷۹	۶/۲۰۴۰	۰/۰۸۹۱۱	۰/۳۱۵۷۴	۷/۴۹۸۶	۱۱۶/۶۱	۱۷۲۵
DEB_SPE	۰/۸۰۸۳	۰/۸۴۳۲	۱/۰۰۰۰	۰/۵۰۰۰۰۱	۰/۱۳۲۶۶	-۰/۷۶۰۱	۲/۵۷۳۳۸	۱۷۲۵
DEB_MA	۰/۸۷۱۰	۰/۹۱۴۳	۱/۰۰۰۰	۰/۰۸۱۹۱	۰/۱۲۸۶۰	-۲/۱۲۲۴	۸/۲۸۱۶	۱۷۲۵
DEB_GRA	۰/۷۷۵۲	۰/۸۳۵۹	۱/۰۰۰۰	۰/۰۳۳۰۹	۰/۱۹۰۹۴	-۱/۴۸۴۳	۴/۹۶۱۰	۱۷۲۵
FIRM_SIZ	۵/۶۹۶۵	۵/۶۳۵۰	۸/۱۹۶۳	۴/۲۵۴۹۴	۰/۶۲۲۸۶	۰/۶۶۵۸	۳/۶۶۱۶	۱۷۲۵
PROFIT	۰/۱۲۰۳	۰/۰۹۵۹	۰/۷۰۰۱	-۱/۰۰۵۴	۰/۱۵۲۵۱	۰/۱۲۹۵	۶/۵۴۰۴	۱۷۲۵
TANGIBI	۰/۲۳۷۸	۰/۱۹۸۵	۰/۸۸۸۸	۰/۰۱۲۰۰	۰/۱۶۷۴۲	۰/۱۰۸۹	۴/۰۰۷۲	۱۷۲۵
CAP_EXP	۰/۰۹۹۵	۰/۰۲۵۰	۷۵/۲۶۶	۰/۰۰۰۰	۰/۸۷۹۴۵	۳۷/۸۹۲۳	۱۴۹۳/۴	۱۷۲۵
FIRM_GR	۰/۲۰۵۲	۰/۱۴۴۴	۹/۰۶۷۷	-۰/۸۷۲۷	۰/۴۶۷۵۹	۱۰/۳۳۳۱	۱۶۸/۲۲	۱۷۲۵
HIGH_LI	۵۸۹۹۹/۴	۰/۰۰۰۰	۶۴۸۷۷۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۸۲۳۸	۱۲/۵۲۵۶	۲۰۵/۶۰	۱۷۲۵
LOW_LI	۱۱۳۹۵/۷	۳۶۸۸/۰	۲۳۲۴۶۹	۰/۰۰۰۰	۰/۲۵۲۷۶	۵/۴۲۸۷	۳۸/۶۹۲	۱۷۲۵
F_CE_DE	۰/۱۲۶۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۳۳۳۰	۲/۲۴۱۰	۶/۰۲۲۱	۱۷۲۵
IND_LEV	۰/۷۰۰۷۲	۰/۶۹۲۱	۱/۲۷۸۸	۰/۳۰۴۶	۰/۱۳۷۷	۰/۲۱۶۲	۸/۱۷۱۸	۱۷۲۵
IND_D_S	۰/۰۲۴۴	۰/۰۱۲۱	۰/۱۲۸۵	۰/۰۰۰۰۸	۰/۰۳۲۲	۲/۰۵۲۴	۶/۱۱۷۵	۱۷۲۵
IND_D_M	۰/۷۳۸۷	۰/۷۹۱۸	۰/۹۴۴۵	۰/۰۱۶۵	۰/۱۹۷۲	-۲/۲۷۰۹	۸/۳۸۰۵	۱۷۲۵
IND_D_G	۰/۵۸۴۵	۰/۶۲۶۹	۰/۸۸۸۳	۰/۰۰۰۰۲	۰/۳۱۱۱	-۱/۱۳۶۱	۳/۹۷۹۲	۱۷۲۵

میانگین، پرکاربردترین شاخص مرکزی است و از طریق تقسیم مجموع مقادیر داده‌های یک متغیر بر تعداد کل آن‌ها به دست می‌آید. میانه جایگاهی در توزیع داده‌های مرتب‌شده از کوچک به بزرگ است که توزیع داده‌ها را به دو قسمت مساوی تقسیم می‌کند. اگر میانگین و میانه یکی

1. Mean
2. Median
3. Standard Deviation
4. Skewness
5. Kurtosis

باشند، توزیع مقادیر کاملاً متقارن خواهد بود. بیشینه و کمینه، بالاترین و پایین‌ترین مقدار یک متغیر را نشان می‌دهند و انحراف استاندارد نشانگر متوسط فاصله داده‌ها از میانگین است. چولگی، معیاری از تقارن یا عدم تقارن تابع توزیع است. برای یک توزیع کاملاً متقارن چولگی صفر و برای یک توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر چولگی مثبت خواهد بود. همچنین چولگی برای توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر کوچک‌تر، منفی است. کشیدگی نشان‌دهنده ارتفاع یک توزیع است. به عبارت دیگر، کشیدگی معیاری از بلندی منحنی در نقطه ماکزیمم است و کشیدگی مثبت یعنی قله توزیع موردنظر از توزیع نرمال بالاتر است؛ ضمن اینکه، کشیدگی منفی نشانه پایین‌تر بودن قله از توزیع نرمال است.

در ادامه با استفاده از آزمون کولموگروف - اسمیرنوف فرض نرمال بودن متغیرهای وابسته آزمون شده است. برای بررسی نرمال بودن داده‌های متغیرهای وابسته، فرض صفر مبنی بر اینکه توزیع داده‌ها نرمال است در سطح خطای ۵ درصد آزمون می‌شود. چنانچه سطح معناداری بزرگ‌تر و مساوی با ۵ درصد باشد، فرض صفر پذیرفته شده و دلیلی برای رد توزیع نرمال داده‌ها وجود نخواهد داشت.

جدول ۲. آزمون کولموگروف - اسمیرنوف

متغیرها	نسبت بدهی	تخصصی شدن بدهی	سررسید بدهی	گرانولیتته بدهی
آماره آزمون	۱/۰۷۴	۱/۱۸۰	۰/۹۶۷	۰/۷۳۷
معناداری	۰/۱۹۹	۰/۱۲۳	۰/۳۰۷	۰/۶۵۰

براساس نتایج به دست آمده در جدول شماره ۲، سطح معناداری در آزمون کولموگروف - اسمیرنوف<sup>۱</sup> برای هر چهار متغیر وابسته بیش از ۵ درصد است، بنابراین دلیلی برای رد فرض نرمال بودن توزیع داده‌های متغیرهای یادشده وجود ندارد.

در این پژوهش با استفاده از آزمون بروش - پاگان<sup>۲</sup>، همسانی واریانس باقیمانده‌ها بررسی شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۳ مشاهده می‌شود، نتایج آزمون بروش - پاگان نشان می‌دهد که آماره آزمون یادشده در مدل‌های موردبررسی فرضیه‌های اول، دوم و سوم تحقیق، سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد دارد؛ در نتیجه فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس رد می‌شود. بنابراین

1. Kolmogorov-Smirnov  
2. Breusch-Pagan

به‌منظور رفع مشکلات یادشده باید در هر سه مدل از روش کمترین مجذورات تعمیم‌یافته (GLS)<sup>۱</sup> استفاده شود که این مهم نیز صورت پذیرفته است.

جدول ۳. آزمون بروش - پاگان

مشخصه‌ی الگوی رگرسیونی	آماره بروش - پاگان	سطح معنی‌داری	همسانی واریانس
مدل رگرسیونی فرضیه اول	۱۹/۳۲	۰	وجود ندارد
	۸/۲۹	۰	وجود ندارد
	۱۴/۶۲	۰	وجود ندارد
مدل رگرسیونی فرضیه دوم	۱۶/۹۸	۰	وجود ندارد
	۱۲/۱۵	۰	وجود ندارد
	۱۱/۵۶	۰	وجود ندارد
مدل رگرسیونی فرضیه سوم	۱۶/۷۳	۰	وجود ندارد
	۱۶/۰۳	۰	وجود ندارد
	۱۱/۲۱	۰	وجود ندارد
	۱۰/۹۳	۰	وجود ندارد
	۱۵/۴۴	۰	وجود ندارد
	۱۴/۹۹	۰	وجود ندارد

به‌منظور بررسی شدت رابطه بین تمامی متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش و همبستگی قوی میان متغیرهای مستقل که امکان ورود هم‌زمان متغیرها در مدل پژوهش را با اشکال مواجه می‌کند از آماره VIF (عامل تورم واریانس) استفاده شده و هم‌خطی متغیرها موردآزمون قرار گرفته است که نتایج آن به شرح نگاره ۴-۴ است. با توجه به این نگاره مقدار آماره VIF برای همه متغیرهای هر یک از مدل‌ها کمتر از ۵ بوده و گویای آن است که میان متغیرها هم‌خطی شدیدی وجود ندارد.

جدول ۴. آزمون هم‌خطی با عامل تورم واریانس

#### 1. Generalized Least Squares

نام متغیر	آماره VIF	نام متغیر	آماره VIF
نسبت بدهی	۱/۲۳۱	دارایی مشهود	۱/۰۰۱
تخصصی شدن بدهی	۱/۰۰۱	نقدینگی بالا	۱/۰۰۲
سررسید بدهی	۱	نقدینگی پایین	۱
گرانولیتته بدهی	۱/۰۰۱	متفک شدن مدیرعامل	۱
اندازه شرکت	۱	متوسط نسبت بدهی صنعت	۱/۰۷۵
رشد شرکت	۱	متوسط تخصص بدهی صنعت	۱/۰۰۲
مخارج سرمایه	۱	متوسط سررسید بدهی صنعت	۱
سودآوری	۱/۴۹۱	متوسط گرانولیتته بدهی صنعت	۱

علاوه بر آزمون‌های یادشده، به‌منظور جلوگیری از رگرسیون‌های کاذب، مانایی متغیرهای سری زمانی با استفاده از آزمون ریشه واحد و با استفاده از متد لین، لوین و چو مورد ارزیابی قرار گرفت و با توجه به معنادار بودن سطح آماره آزمون، مانایی متغیرها مورد تأیید واقع شد. در روش برآورد مدل (داده‌های پانل) که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته و تلفیقی از داده‌های سری زمانی و مقطعی است، یک سری واحدهای مقطعی (مانند شرکت‌ها) در طی چند سال مورد توجه قرار می‌گیرند. در حوزه تحلیل پانلی سه نوع مدل بدون اثرات ثابت، با اثرات ثابت و با اثرات تصادفی وجود دارد که برای انتخاب روش مناسب و تعیین مدل‌های کارآمد از آزمون‌های چاو<sup>۱</sup> و هاسمن<sup>۲</sup> استفاده می‌شود. بر اساس نتایج مورداشاره در جدول شماره ۵، روش مناسب تحلیل آماری استفاده شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون چاو و هاسمن

1. Chow test
2. Hausman test

وابسته متغیرهای	آزمون	آماره	آماره مقدار	درجه آزادی	P-Value	نتیجه
نسبت بدهی	چاو	F	۳/۵۰۹۹	(۱۱۴،۱۵۹۵)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۱۲۹/۷۹۳۸	۱۵/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	مدل اثرات ثابت
	چاو	F	۲/۱۵۲۳	(۱۱۴،۱۵۹۵)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۱۷۱/۸۲۲۳	۱۵/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	مدل اثرات ثابت
	چاو	F	۲/۰۴۷۹	(۱۱۴،۱۵۹۵)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۱۵۵/۱۷۹۰	۱۵/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	مدل اثرات ثابت
سررسید بدهی	چاو	F	۲/۰۴۷۹	(۱۱۴،۱۵۹۵)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۱۵۵/۱۷۹۰	۱۵/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	مدل اثرات ثابت
	چاو	F	۲/۰۴۷۹	(۱۱۴،۱۵۹۵)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۱۵۵/۱۷۹۰	۱۵/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	مدل اثرات ثابت
	چاو	F	۲/۳۹۲۷	(۱۱۴،۱۴۸۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۵۶/۱۶۸۰	۱۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	مدل اثرات ثابت
نسبت بدهی	چاو	F	۲/۶۴۲۹	(۱۱۴،۱۴۸۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۲۳/۵۰۴۵	۱۱/۰۰۰۰	۰/۰۱۵۰	مدل اثرات ثابت
	چاو	F	۲/۳۹۵۷	(۱۱۴،۱۴۸۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۲۷/۰۱۳۶	۱۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۴۶	مدل اثرات ثابت
	چاو	F	۲/۴۸۹۵	(۱۱۴،۱۴۸۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۲۵/۰۹۵۷	۱۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۸۸	مدل اثرات ثابت
نسبت بدهی	چاو	F	۲/۳۹۰۱	(۱۱۴،۱۴۸۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۵۷/۰۱۶۰	۱۲/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	مدل اثرات ثابت
	چاو	F	۲/۶۴۱۹	(۱۱۴،۱۴۸۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۲۳/۴۴۸۲	۱۲/۰۰۰۰	۰/۰۲۴۲	مدل اثرات ثابت
	چاو	F	۲/۳۷۱۲	(۱۱۴،۱۴۸۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۲۶/۹۳۶۴	۱۲/۰۰۰۰	۰/۰۰۷۹	مدل اثرات ثابت
سررسید بدهی	چاو	F	۲/۴۷۵۷	(۱۱۴،۱۴۸۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۲۴/۹۹۶۳	۱۲/۰۰۰۰	۰/۰۱۴۸	مدل اثرات ثابت
	چاو	F	۲/۴۷۵۷	(۱۱۴،۱۴۸۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۲۴/۹۹۶۳	۱۲/۰۰۰۰	۰/۰۱۴۸	مدل اثرات ثابت
	چاو	F	۲/۴۷۵۷	(۱۱۴،۱۴۸۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانلی
	هاسمن	$\chi^2$	۲۴/۹۹۶۳	۱۲/۰۰۰۰	۰/۰۱۴۸	مدل اثرات ثابت

بر اساس فرضیه اول پژوهش، خط‌مشی‌های اولیه بدهی که بر خط‌مشی‌های آینده بدهی تأثیر می‌گذارد، با استفاده از روش داده‌های تابلویی و مدل اثرات ثابت موردآزمون قرار گرفت که خلاصه نتایج آماری در جدول شماره ۶ ارائه شده است.

نام متغیر	نسبت بدهی				تخصصی شدن بدهی				سرمزید بدهی				گرانولینه بدهی			
	ضریب	انحراف استاندارد	t-آماره	احتمال	ضریب	انحراف استاندارد	t-آماره	احتمال	ضریب	انحراف استاندارد	t-آماره	احتمال	ضریب	انحراف استاندارد	t-آماره	احتمال
نسبت بدهی	۰/۴۳۴	۰/۰۳۵	۱۲/۱۱۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۱۳	۰/۰۹۶	۰/۸۳۳	۰/۰۰۴	۰/۰۰۸	۰/۴۵۸	۰/۰۰۷	۰/۰۰۷	۰/۰۱۵	۰/۰۱۵	۰/۰۰۰
تخصصی شدن	۰/۳۰۲	۰/۰۳۰	۰/۸۷۶	۰/۳۲۹	۰/۴۳۷	۰/۳۲۷	۱/۸۸۱	۰/۰۶۰	۰/۰۶۸	۰/۲۶۷	۰/۲۵۴	۰/۸۰۰	۰/۱۲۶	۰/۵۳۵	۰/۵۳۵	۰/۰۰۰
سرمزید بدهی	۰/۵۴۲	۰/۹۵۳	۰/۱۵۶۹	۰/۵۷۰	۰/۶۲۸	۰/۷۰۴	۰/۸۹۳	۰/۳۷۳	۰/۷۸۴	۰/۹۸۸	۰/۷۹۴	۰/۴۲۸	۰/۵۶۸	۱/۹۷۶	۱/۹۷۶	۰/۰۰۰
گرانولینه بدهی	۰/۰۹۳	۰/۳۳۰	۰/۴۰۴	۰/۰۳۳	۰/۰۳۳	۰/۱۷۱	۰/۱۹۲	۰/۸۴۸	۰/۵۳۳	۰/۲۶۰	۰/۰۴۹	۰/۰۴۱	۰/۰۷۳	۰/۰۱۳	۰/۰۱۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۰۴	۰/۰۱۶	۰/۱۵۴۱	۰/۱۲۴	۰/۰۳۱	۰/۰۰۸	۳/۶۴۳	۰/۰۰۰	۰/۰۳۷	۰/۰۰۶	۵/۷۸۳	۰/۰۰۰	۰/۰۷۳	۰/۰۱۳	۰/۰۱۳	۰/۰۰۰
رشد شرکت	۰/۰۰۵	۰/۰۱۱	۰/۰۴۴۱	۰/۰۵۹	۰/۰۱۱	۰/۰۰۸	۰/۱۴۱	۰/۱۸۰	۰/۰۰۸	۰/۰۰۴	۰/۰۵۵	۰/۰۴۰	۰/۰۱۷	۰/۰۰۸	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰
مخارج سرمایه	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	۰/۰۱۲۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۰/۱۳۴	۰/۸۹۳	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۸۰۸	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰
سودآوری	۰/۰۰۰	۰/۰۵۴	۰/۰۰۵	۰/۰۹۶	۰/۰۶۲	۰/۰۲۶	۰/۲۹۶	۰/۰۰۳	۰/۰۲۰	۰/۰۱۷	۱/۱۳۳	۰/۲۵۴	۰/۰۴۰	۰/۰۳۵	۰/۰۳۴	۰/۰۰۰
دارایی مشهود	۰/۰۰۰	۰/۰۲۸	۰/۰۵۵	۰/۰۵۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۷۷۰	۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۹۳۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
نقدینگی بالا	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۶۴۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۵۱۹	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۷۱۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
نقدینگی پایین	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۶۴۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۵۱۹	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۷۱۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
متوسط نسبت بدهی	۰/۰۳۳	۰/۰۱۲	۵/۹۸۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۸	۰/۰۰۸	۰/۰۲۶	۰/۳۰۵	۰/۰۰۲	۰/۰۰۶	۰/۳۵۵	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	۰/۰۱۱	۰/۰۱۱	۰/۰۰۰
متوسط تخصصی	۰/۰۰۵	۰/۰۰۶	۰/۹۱۰	۰/۳۷۳	۰/۰۲۰	۰/۰۰۵	۴/۰۷۳	۰/۰۰۰	۰/۰۱۳	۰/۰۰۵	۳/۸۳۰	۰/۰۰۴	۰/۰۲۶	۰/۰۰۹	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰
متوسط سرمزید	۰/۰۰۱	۰/۰۰۶	۰/۱۰۰	۰/۸۲۰	۰/۰۱۹	۰/۰۰۵	۰/۲۹۹۰	۰/۰۰۰	۰/۰۱۳	۰/۰۰۵	۰/۷۸۹	۰/۰۰۴	۰/۰۲۶	۰/۰۰۹	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰
متوسط گرانولینه	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۳/۸۲۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۶۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۵۲۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
ضریب تعین	۰/۶۶۶															
ضریب تعین تعدیل	۰/۶۳۹															
آماره دورین واتسون	۱/۵۸۸															
F-statistic	۲۴/۶۹۸															
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰															

جدول ۶. بررسی مدل ترکیبی آزمون فرضیه اول

همان‌طور که در جدول ۶ مشاهده می‌شود، مقدار P-Value مربوط به آماره F که بیانگر معنادار بودن کل مدل رگرسیونی است، برابر ۰/۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است؛ همچنین آزمون دوربین - واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد که مطلوب و نشان‌دهنده مورد پذیرش بودن فرض نبود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها است.

ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد که به ترتیب حدود ۶۳، ۴۶، ۵۵، ۵۵ درصد از تغییرات متغیرهای وابسته یا خط‌مشی‌های آینده بدهی به وسیله متغیرهای موجود در مدل ذکر شده، بیان می‌شود. برای برآورد ضرایب می‌توان از مقدار آماره t یا احتمال آن بهره جست. نتایج آزمون فرضیه نشان می‌دهد که نسبت بدهی (خط‌مشی اولیه) بر نسبت بدهی (خط‌مشی آینده) تأثیر معناداری دارد و بقیه شاخص‌های خط‌مشی اولیه بدهی، یعنی متغیرهای تخصصی شدن بدهی، سررسید بدهی و گرانولیته بدهی، بر شاخص‌های خط‌مشی آینده تأثیر معناداری ندارد.

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که تأثیرات عوامل ویژه شرکت بر خط‌مشی‌های بدهی دارای اهمیت است. روش داده‌های تابلویی و مدل اثرات ثابت در آزمون این فرضیه مورد استفاده قرار گرفت که خلاصه نتایج حاصله در جدول شماره ۷ ارائه شده است. براساس جدول ۷، مقدار P-Value مربوط به آماره F، برابر ۰/۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است؛ همچنین آماره دوربین - واتسون همه مدل‌ها نزدیک به ۲ را نشان می‌دهد.

ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد که حدود ۸۷ درصد از تغییرات نسبت بدهی آینده، ۷۲ درصد از تغییرات تخصصی شدن بدهی، ۶۷ درصد از تغییرات سررسید بدهی و ۶۹ درصد از تغییرات گرانولیته بدهی به‌عنوان اجزای سیاست‌های بدهی، به‌وسیله متغیرهای ذکر شده در مدل‌های بالا توجیه می‌شود.

در فرضیه سوم که تأثیر منفک شدن و رفتن مؤسس یا مدیرعامل بر خط‌مشی‌های بدهی را مورد بررسی قرار می‌دهد، از روش داده‌های تابلویی و مدل اثرات ثابت استفاده شده که خلاصه نتایج حاصله در جدول شماره ۸ ارائه شده است.

نام متغیر	نسبت بدهی				تخصیص شدن بدهی				سرمایه بدهی				
	احتمال	ت-آماره	انحراف استاندارد	ضریب	احتمال	ت-آماره	انحراف استاندارد	ضریب	احتمال	ت-آماره	انحراف استاندارد	ضریب	احتمال
اندازه شرکت	۰/۰۰۰	۳/۹۹۶	۰/۰۱۵	۰/۰۵۹	۰/۰۰۰	۳/۸۳۵	۰/۰۰۸	۰/۰۳۲	۰/۰۰۰	۴/۳۲۰	۰/۰۱۳	۰/۰۵۴	۰/۰۰۰
رشد شرکت	۰/۶۷۸	۰/۴۱۶	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	۰/۵۵۶	۰/۵۲۵	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۴۴۴	۰/۳۳۷	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰
مخارج سرمایه	۰/۹۲۱	۰/۰۹۹	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۹۵۸	۰/۰۵۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۸۷۹	۰/۰۵۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۵۴۰
سودآوری	۰/۷۳۱	۰/۰۳۰	۰/۰۲۱	۰/۰۰۷	۰/۷۱۷	۰/۰۳۲	۰/۰۱۲	۰/۰۰۴	۰/۸۲۴	۰/۰۳۳	۰/۰۱۸	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰
دارایی مشهود	۰/۰۰۰	۰/۰۴۹	۰/۰۳۷	۰/۰۶۲	۰/۰۰۰	۰/۰۱۹	۰/۰۱۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۵۰	۰/۰۲۲	۰/۰۷۵	۰/۰۰۰
تقدیرگی بالا	۰/۰۱۹	۰/۳۳۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۱۹	۰/۳۵۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۶۳	۰/۱۵۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۲
تقدیرگی پایین	۰/۷۲۵	۰/۰۲۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۵۷۹	۰/۰۵۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۸۳۲	۰/۲۱۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۷۵
متوسط نسبت بدهی صنعت	۰/۶۴۹	۰/۴۵۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۰/۶۴۷	۰/۴۵۹	۰/۰۰۶	۰/۰۰۳	۰/۵۷۶	۰/۵۵۹	۰/۰۰۸	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰
متوسط تخصص بدهی صنعت	۰/۰۰۰	۰/۰۱۰	۰/۰۰۶	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۳۵	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۲۸	۰/۰۰۳	۰/۰۲۲	۰/۰۰۰
متوسط سرمایه بدهی صنعت	۰/۰۰۰	۰/۰۹۴	۰/۰۰۶	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰	۰/۰۳۶	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۵۰۰	۰/۰۰۳	۰/۰۲۲	۰/۰۰۶
متوسط گران‌بایه بدهی صنعت	۰/۷۴۸	۰/۰۳۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۶۷۸	۰/۰۳۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۹۰۰	۰/۰۲۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۷۲۲		۰/۷۰۳		۰/۶۴۷		۰/۶۲۵		۰/۷۳۷		۰/۸۸۹		۰/۸۸۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۹۹		۰/۶۷۷		۰/۶۴۷		۰/۶۲۵		۰/۷۳۷		۰/۸۸۹		۰/۸۸۹
آماره توزین واتسون	۱/۹۲۱		۱/۹۲۶		۱/۹۲۶		۱/۹۲۶		۱/۹۲۶		۱/۹۲۸		۱/۹۲۸
F-statistic	۳۰/۶۰۷		۳۲/۷۹۸		۳۲/۷۹۹		۳۲/۷۹۹		۳۲/۷۹۹		۹۴/۸۱۶		۹۴/۸۱۶
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰

جدول ۲. بررسی مدل ترکیبی آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	نسبت بدهی				تخصیص شدن بدهی				سررسید بدهی				گراژیته بدهی			
	ضریب	انحراف استاندارد	احتمال	آماره -t	ضریب	انحراف استاندارد	احتمال	آماره -t	ضریب	انحراف استاندارد	احتمال	آماره -t	ضریب	انحراف استاندارد	احتمال	آماره -t
اندازه شرکت	-.۳۱۲	-.۰۲۶	۰/۰۰۰	-۱۲/۵۴	۰/۰۵۴	۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	۴/۳۰	۳/۸۰۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۸	۰/۰۳۳	۰/۰۵۹	۰/۰۶۵	۰/۰۰۰	۳/۹۷۵
رشد شرکت	۰/۰۴۰	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۴/۸۰۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۳	۰/۷۴۶	۰/۳۳۴	۰/۵۱۳	۰/۶۰۸	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	۰/۶۸۰	۰/۴۱۳
مخارج سرمایه	-.۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۵۴۰	-.۱۶۱۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۸۷۹	-.۱۵۲	-.۰۵۱	۰/۹۶۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۹۲۳	-.۱۰۹۸
سوداری	-.۰۵۲۱	۰/۰۳۳	۰/۰۰۰	-۳۳/۰۳۴	-.۰۰۴	۰/۰۱۸	۰/۸۲۴	-.۳۲۲	-.۳۳۸	۰/۳۳۵	۰/۰۱۲	-.۰۰۴	-.۰۰۷	۰/۰۲۱	۰/۷۴۸	-.۰۳۳۱
دارایی مشهود	-.۰۰۶	۰/۰۳۳	۰/۰۰۰	-۴/۶۶۴	-.۰۴۵	۰/۰۲۲	۰/۰۰۰	-۶/۶۴۹	-۵/۵۴۶	۰/۰۰۰	۰/۰۱۶	-.۰۰۷	-.۰۰۲	۰/۰۲۷	۰/۰۰۰	-۶/۰۱۷
تقدیرگی بالا	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۰۹	-۱/۰۱۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۶۳	-۱/۱۶۱	-۲/۳۳۴	۰/۰۲۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۲۰	-۲/۳۳۳
تقدیرگی پایین	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۸۱	۱/۰۷۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۳۱	۰/۲۱۴	-.۰۵۹	۰/۰۷۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۷۲۳	-.۰۳۵۶
متوسط نسبت	۰/۱۸۳	۰/۰۱۱	۰/۰۰۰	۱۶/۴۵۱	۰/۰۰۵	۰/۰۰۸	۰/۵۷۶	۰/۵۵۹	۰/۴۶۴	۰/۶۴۳	۰/۰۰۶	۰/۰۰۳	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۶۵۰	۰/۴۵۴
متوسط تخصیص	-.۰۱۵	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	-۴/۷۹۱	-.۰۲۲	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	-۶/۳۳۷	-۱/۰۳۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۴	-.۰۰۴	-.۰۰۴	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	-۹/۰۸۴
متوسط سررسید	۰/۰۰۸	۰/۰۰۳	۰/۰۰۶	۳/۷۶۵	۰/۰۲۳	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۶/۵۰۰	۱/۰۹۱۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	۹/۲۷۷
متوسط گراژیته	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۷/۵۹۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۹۷۹	۰/۰۲۶	-.۰۴۳۵	۰/۰۷۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-.۰۳۲۵	
متغی کشن مدیر	-.۰۰۲	۰/۰۰۴	۰/۵۹۰	-۰/۵۳۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۴	۰/۹۳۸	-۰/۰۷۸	۰/۵۷۳	۰/۵۶۸	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	۰/۷۱۱	۰/۳۷۱
ضریب تعیین	۰/۸۸۹				۰/۲۲۷				۰/۲۰۱						۰/۲۲۳	
ضریب تعیین	۰/۸۷۹				۰/۲۱۵				۰/۶۷۶						۰/۶۹۸	
آماره دوربین	۱/۹۴۹				۱/۹۴۶				۱/۹۲۷						۱/۹۳۱	
F-statistic	۹۳/۲۷۷				۳۴/۲۶۲				۲۷/۳۹۸						۳۰/۲۵۲	
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				۰/۰۰۰						۰/۰۰۰	

جدول ۸. بررسی مدل ترکیبی آزمون فرضیه سوم

مقدار P-Value در جدول شماره ۸ مربوط به آماره  $F$  برابر  $0/000$  است، بنابراین مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است؛ همچنین آزمون دوربین - واتسون رابطه بالا عدد بین  $1/5$  تا  $2/5$  را نشان می‌دهد که بیانگر نبود خودهمبستگی میان خطاها و داده‌ها است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۸۷ درصد از تغییرات نسبت بدهی آینده، ۷۲ درصد از تغییرات تخصصی شدن بدهی آینده، ۶۷ درصد از تغییرات سررسید بدهی آینده و ۶۹ درصد از تغییرات گرانولیتته بدهی آینده به وسیله متغیرهای موجود در مدل این آزمون تشریح می‌شود. در مدل اخیر نسبت به مدل ترکیبی فرضیه دوم، متغیر منفک شدن مدیرعامل اضافه شده است. نتایج آزمون فرضیه نشان می‌دهد که متغیر منفک شدن و رفتن مؤسس یا مدیرعامل بر هیچ‌یک از متغیرهای خطامشی‌های بدهی تأثیر معناداری ندارد.

## ۶. بحث و نتیجه‌گیری

به‌طور کلی نتایج آزمون فرضیه‌ها در جدول ۹ خلاصه شده است.

جدول ۹. خلاصه نتایج

نام فرضیه	شرح فرضیه	نتیجه
اصلی اول	خطامشی‌های اولیه بدهی بر خطامشی‌های آینده بدهی تأثیر می‌گذارد	رد فرضیه
اصلی دوم	تأثیرات عوامل ویژه شرکت بر خطامشی‌های بدهی دارای اهمیت است	تأیید فرضیه
اصلی سوم	منفک شدن مؤسس یا مدیرعامل بر خطامشی‌های بدهی تأثیر می‌گذارد	رد فرضیه

نتیجه فرضیه اول با پژوهش هانسنز و همکاران (۲۰۱۶)، هماهنگ نیست [۱۰]، البته همان‌طور که در پیشینه پژوهش اشاره شد، برخی نتایج حاصل از پژوهش‌های سودیاتنو و موسستیکاساری (۲۰۱۳)، از قبیل اینکه سودآوری رابطه مثبت و معناداری با نسبت بدهی دارد، در حاشیه آزمون فرضیه اول این پژوهش وجود دارد [۱۶]. بر اساس پژوهش‌های حاجی‌ها و اخلاقی (۱۳۹۱)، بین اندازه شرکت با سررسید بدهی رابطه مثبت وجود داشته و بین نسبت بدهی با ساختار سررسید بدهی ارتباط معنادار وجود ندارد [۹]. نتیجه آزمون فرضیه دوم با پژوهش هانسنز و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت دارد و می‌توان بیان داشت تأثیر عوامل ویژه شرکت بر خطامشی‌های بدهی دارای اهمیت است [۱۰].

برخلاف نتایج مطالعه هانسنز و همکاران (۲۰۱۶)، نتیجه آزمون فرضیه سوم این پژوهش نشان داد که رفتن مؤسس یا مدیرعامل تأثیری بر سیاست‌های بدهی شرکت‌های مورد مطالعه ندارد [۱۰].

البته شرکت‌های نمونه از صنایع مختلف در نظر گرفته شده بودند، درحالی‌که این احتمال وجود دارد تأثیر منفک‌شدن مدیرعامل در تصمیم‌های مالی برخی صنعت‌ها چشمگیر باشد. نتایج این پژوهش نشان داد که خط‌مشی‌های اولیه بدهی شرکت‌های مورد مطالعه بر خط‌مشی‌های آینده بدهی آن‌ها تأثیر معناداری ندارد، ولی این بدان مفهوم نیست که سیاست‌های اولیه بدهی شرکت‌ها در بلندمدت نیز نمی‌توانند تأثیری بر سیاست‌های بدهی آن‌ها داشته باشند. وقتی افزایش اهرم مالی در زمان حال منجر به افزایش اهرم مالی در آینده شود، بنابراین هر تصمیم تأمین مالی در حال با محوریت استفاده از منابع ارزان‌تر و کاهش هزینه سرمایه می‌تواند به‌واسطه افزایش اهرم مالی در آینده ریسک شرکت را افزایش داده و به تبع آن بازده موردانتظار سهامداران و قرض‌دهندگان را افزایش دهد که نتیجه آن چیزی جز افزایش هزینه سرمایه در آینده نخواهد بود.

مدیران عالی به‌ویژه تصمیم‌گیرندگان سیاست‌های مالی شرکت‌ها می‌توانند بر اساس ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک موجود و اهداف موردنظر، نسبت بدهی شرکت، تاریخ سررسید بدهی‌ها و میزان پراکندگی یا اجماع منابع تأمین مالی را تغییر داده و به محتوای تئوری‌های سلسله‌مراتب تأمین مالی و موازنه ایستا توجه داشته باشند. با این اوصاف، نتایج فرضیه اول می‌تواند به انتخاب سیاست‌های مناسب بدهی به‌وسیله مدیران ارشد مالی بیانجامد. با توجه به نتایج آزمون این فرضیه سایر ذی‌نفعان شرکت‌ها می‌توانند تا حدودی ساختار سرمایه و آینده شاکله بدهی شرکت‌ها را برآورد یا پیش‌بینی نمایند و یا حداقل از اثرات سیاست‌های مالی فعلی شرکت در آینده آگاه شوند.

نگاهی به جزئیات بیشتر نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که از عوامل ویژه شرکت، اندازه شرکت بر نسبت بدهی تأثیر منفی و بر تخصیص‌شدن بدهی، سررسید بدهی و گرانولیته بدهی تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ بنابراین به مدیران عالی شرکت‌ها توصیه می‌شود برای افزایش اندازه شرکت باید به کاهش نسبت بدهی، متمرکز کردن منابع تأمین مالی و گسترش سررسید بدهی‌ها توجه کرد. به گروه‌های ذی‌نفع به‌ویژه سهامداران خاطر نشان می‌شود زمانی که استراتژی برمی‌نای رشد شرکت پایه‌گذاری شده باشد، کاهش نسبت بدهی، افزایش تخصیص‌شدن بدهی، افزایش سررسید بدهی و گرانولیته بدهی اجتناب‌ناپذیر خواهد بود.

در ادامه، هر چه میزان سودآوری افزایش یابد، میزان نسبت بدهی کاهش خواهد یافت. تغییرات در شاخص‌های مذکور می‌تواند به صرفه‌جویی مالیاتی و یا در مقابل آن، افزایش ریسک شرکت و درنهایت، به تحمیل هزینه‌های ورشکستگی بیانجامد. از این رو، زمانی که سهامداران و سرمایه‌گذاران با هدف سودآوری بیشتر به بازار خریدوفروش سهام شرکت‌ها وارد می‌شوند، توصیه می‌شود به نسبت بدهی یا اهرم مالی شرکت‌ها توجه بیشتری داشته باشند. تغییرات دارایی‌های مشهود بر تمامی شاخص‌های خط‌مشی بدهی شامل نسبت بدهی، تخصیص‌شدن بدهی، سررسید بدهی و

گرانولیت‌دهی تأثیر منفی دارد، بنابراین به مدیران عالی شرکت‌ها توصیه می‌شود در زمان افزایش یا رشد دارایی‌های ثابت مشهود تمهیدات لازم برای مدیریت صحیح دارایی‌ها و بدهی‌ها را لحاظ نموده و به کاهش تخصصی شدن بدهی، اهرم مالی و کاهش سررسید بدهی‌ها توجه داشته باشند تا در برهه‌های زمانی مختلف با مشکلاتی نظیر توانان‌بودن در پرداخت بدهی‌های سررسید شده و غیره روبرو نشوند.

در آزمون فرضیه سوم، ملاحظه شد تأثیر منفک‌شدن مدیرعامل بر خطامشی‌های بدهی شرکت‌های نمونه معنادار نیست. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که تصمیم‌های کلان مالی یا در هیئت‌مدیره شرکت‌ها و یا به‌وسیله بالاترین مقام مالی شرکت (CFO)<sup>۱</sup> گرفته می‌شود. به‌عبارت‌دیگر، توجه به موضوع حاکمیت شرکتی و مشارکت بیشتر هیئت‌مدیره در گرفتن تصمیم‌های با اهمیت مالی به‌دلیل در اختیار داشتن گزارش‌های کنترل‌های داخلی و گزارش‌های مدیریت جامع ریسک در طول یک دهه اخیر می‌تواند تأثیرگذار باشد، که بدون تردید از میزان انحصاری بودن این دسته از تصمیم‌ها و قائم به شخص بودن آن کاسته و بنابراین، اثرات جابجایی مدیران عامل شرکت‌ها بر خطامشی‌های بدهی را تعدیل می‌کند. از این‌رو، به سهامداران پیشنهاد می‌شود اجرای دقیق اصول حاکمیت شرکتی را از هیئت‌مدیره شرکت مطالبه کنند، چراکه با تقویت نظام کنترل‌های داخلی و ارائه گزارش‌های مستمر به هیئت‌مدیره، تصمیم‌های مطلوب استراتژیک و کلان در همه حوزه‌ها تقویت شده و تأثیر پدیده عدم تقارن اطلاعاتی به کمترین مقدار می‌رسد. در پایان، شایان‌ذکر است به هنگام آزمون فرضیه سوم و برازش مدل مربوط به آن، در نظر بود علاوه بر بررسی تأثیر منفک‌شدن مدیرعامل بر خطامشی‌های بدهی شرکت، رابطه بین خطامشی‌های اولیه بدهی و رفتن مدیرعامل سنجیده شود. همچنین برازش اثرات احتمالی خطامشی‌های اولیه بدهی شرکت بر رابطه بین سیاست‌های بدهی و منفک‌شدن مدیرعامل نیز مدنظر بود ولی به‌علت تأثیر منفی سنجش روابط مذکور بر متغیرهای اصلی و بروز خطاهای معنادار در مدل برازش آزمون، از معادله رگرسیون مربوطه حذف شد که البته در پژوهش‌های آتی و با استفاده از پنل‌های زمانی پنج‌ساله، این مهم دوباره موردتوجه و آزمون قرار خواهد گرفت.

---

1. Chief Financial Officer

## منابع

1. Assadi, GH., Bayat, M. & Naghdi, S. (2014). Financial and Non-financial Factors Effective on Capital Structure Decisions. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 4(2), 187-203 (In Persian).
2. Assadi, GH & Jalalian, R. (2012). The Investigation of Impact of Capital Structure, Ownership Structure and Firm Size on Conservatism. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 19, 1-14 (In Persian).
3. Assadi, GH., Khoshnoud, S & Davaloo, M. (2011). Review of Factors Affecting on Entities Financial Structure, *Financial Management Perspective*, 1(4), 9-23 (In Persian).
4. Bertrand, M & Schoar, A. (2003). Managing with style: the effects of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
5. Boeker, W. (1989). Strategic change: the effects of founding and history. *Academy of Management Journal*, 32(3), 489-515.
6. Choi, J., Hackbarth, D & Zechner, J., (2014). Granularity of corporate debt. Working Paper. Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3055884](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3055884).
7. Ebrahimi, K., Jalali, f & Ghorbaninigjeh, M. (2015). Investigating the Effect of Tax Aggressive Policies and Debt Policies in Tehran Stock Exchange. Third International Accounting and Management Conference, Tehran, Hamayeshgharan Mehr Eshragh Institue, Retrieved from [https://www.civilica.com/paper-MOCOF03-MOCOF03\\_340.html](https://www.civilica.com/paper-MOCOF03-MOCOF03_340.html).
8. Fathi, S., Googerdchian, A & Behzadi, A. (2018). Investing the Effect of Financial Flexibility Value on the Financial Policies and the Capital Cost of corporate using Gamba and Triantis Model, *Financial Management Perspective*, 8(21), 29-50 (In Persian).
9. Hajiha, Z & Akhlaghi, H. (2012). Investigating the Factors Affecting the Firms Maturity Structure. *The Journal of Empirical Financial Accounting*, 33, 147-167 (In Persian).
10. Hanssens, J., Deloof, M & Vanacker, T. (2016). The Evolution of Debt Policies: New Evidence from Business Startups. *Journal of Banking & Finance*, 65, 120-133.
11. Julio, B., Kim, V & Weisbach, M. (2007). What determines the structure of corporate debt Issues. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w13706>.
12. Nazemi Ardakani, M & Zare, AH. (2016). Investing the Effect of Corporate Governance on Capital Structure Adjustment Speed using Generalized Method of Moments, *Financial Management Perspective*, 6(15), 43-59 (In Persian).
13. Nouroziyangjeh, Sh & Badavarnahandi, Y. (2015). Investigating the Effect of Growth Opportunities, Debt ratio, Company age and Fixed Assets ratio on Conservative Financial Policy in Companies Admitted to Tehran Stock Exchange. Third International Management Conference, Economics and Accounting, Industrial organization of Industrial Representation of East Azarbaijan, Tabriz, Iran. Retrieved from [https://www.civilica.com/Paper-NDMCONFT03-NDMCONFT03\\_130.html](https://www.civilica.com/Paper-NDMCONFT03-NDMCONFT03_130.html)
14. Schoar, A & Zuo, L. (2014). Shaped by booms and busts: how the economy impacts CEO careers and management styles. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w17590>.
15. Stinchcombe, A.L. (1965). *Social structures and organizations*. Chicago: Handbook of organizations. 142-193.

16. Sudiyatno, B., Mustikasari, S. (2013). Determinants of debt policy: An empirical studying Indonesia stock exchange. *Educational Research*, 4(1), 98-108.
17. Tariverdi, Y., Amraee, H & Mehdipoor Roshan, S. (2015). The Effect of Operating Profit, Financial Leverage and Size on the Liquidity of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange, *Financial Management Perspective*, 5(11), 83-106 (In Persian).
18. Tian, G.G & Zeitun, R. (2007). Capital Structure and Corporate Performance. *Australasian Accounting Business and Finance Jurnal*, N4, P 40.
19. Zanjirdar, M & Mohammadi, M. (2015). The Effect of Debt Policies on Companies Profit Sharing. First National Conference on Applied Accounting Research, Economics Management, Damghan Branch, Islamic Azad University, Damghan, Iran. Retrieved from [https://www.civilica.com/Paper-NCARA01-NCARA01\\_143.html](https://www.civilica.com/Paper-NCARA01-NCARA01_143.html) (In Persian).