

بررسی عوامل مؤثر بر ریسک تجاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمود همت‌فر^{۱*}، مهدی ثقفی^۲

چکیده

امروزه شرکت‌ها بیش از پیش به دنبال دستیابی هرچه دقیق‌تر به سود پیش‌بینی شده هستند، چرا که صحت پیش‌بینی سود می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران برای نگهداری و یا واگذاری سهام مؤثر باشد. از طرفی هدف اصلی شرکت حداکثر نمودن ثروت سهامداران است و یکی از عوامل مؤثر بر این امر ساختار سرمایه شرکت است که مستلزم به کارگیری دقیق منابع مالی و پذیرش ریسک بالایی متناسب با بازده از طرف مدیریت است. بنابراین هدف از پژوهش حاضر، بررسی عوامل مؤثر بر ریسک تجاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور داده‌های مربوط به ۱۰۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در خلال سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. این پژوهش از نوع همبستگی و تحلیلی-علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین رشد بازار سهام، نسبت سودآوری و نوسانات مالیات بر درآمد با ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین بین رشد شرکت و ساختار سرمایه با ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: بازار سهام، ریسک تجاری، ساختار سرمایه، مالیات.

۱. دانشیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بروجرد

بروجرد

۲. مربی حسابداری، دانشگاه پیام نور زاهدان، زاهدان

تاریخ دریافت مقاله: ۹۶/۲/۵

تاریخ پذیرش مقاله: ۹۶/۸/۱۰

*نویسنده مسئول: محمود همت‌فر

dr.hematfar@yahoo.com

۱. مقدمه

ساختار سرمایه به عنوان مهم‌ترین پارامتر مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و برای جهت‌گیری آنان در بازارهای سرمایه مطرح گردیده است (دی‌جون، ۲۰۰۲). محیط متحول و متغیر کنونی، درجه‌بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری نیز تا حدودی به ساختار سرمایه آنان منوط ساخته است (دچاو و همکاران، ۱۹۹۸). عوامل و متغیرهای سیال مؤثر بر ساختار سرمایه می‌تواند سودآوری و کارایی شرکت‌ها را در پوشش هدف مذکور در قالب تئوری نمایندگی و رعایت تئوری سلسله مراتب تحت تأثیر قرار دهد. روشن است که موج تصمیم‌گیری مدیران مالی در زمینه رعایت اصل تطابق در هنگام تأمین منابع مالی، رهیافتی معین در تعدیل تصمیمات مذکور با توجه به مقتضیات محیط اقتصادی محسوب می‌شود و مدلی مناسب برای رونق و اثربخشی روزافزون تفکر حاکم بر عملکرد شرکت‌ها شمرده می‌شود (سوهايلا و همکاران، ۲۰۰۷).

سیاست‌های مالیات بر رفتار عاملان اقتصاد، به خصوص شرکت‌ها تأثیر دارند. تصمیمات مربوط به فعالیت‌های عملیاتی شرکت ممکن است در نتیجه تغییر قوانین و مقررات مالیات تأثیر گذار (رمب و وچنریدر، ۲۰۰۵). در نتیجه، شناخت این تعاملات می‌تواند از نظر مدیران سازمان امور مالیاتی مهم و بااهمیت باشد. همچنین مدیران شرکت‌ها با شناخت این تعاملات می‌توانند در مسائل مربوط به افشای اطلاعات مالی، تقسیم سود، سرمایه‌گذاری‌ها و پرداخت بدهی‌های شرکت و پیش‌بینی‌های مربوط به مالیات بر ارزش افزوده تصمیمات بهینه‌ای را اتخاذ نمایند (کاپون و همکاران، ۱۹۹۰). با توجه به توضیحات بالا تغییر در ساختارهای مالیاتی با توجه به نوسانات نرخ تورم که توسط قانون‌گذاران مالیاتی در سطح کلان انجام می‌شود باعث تغییر در سیاست‌های شرکت‌ها و سیاست‌های سرمایه‌گذاران می‌شود. شرکت‌ها با در نظر گرفتن نیازهای سهامداران و سرمایه‌گذاران و برنامه‌های بلندمدت شرکت برای انجام سرمایه‌گذاری و یا سیاست‌های دیگری، تصمیمات لازم را برای میزان افشای اطلاعات مالی مرتبط با مباحث مالیاتی در جهت اجرای سایر سیاست‌ها اتخاذ می‌نمایند (کوسنیدیس، ۲۰۰۵).

از طرفی دیگر یکی از مهم‌ترین بحث‌های یک واحد انتفاعی، ریسک و حجم نقدینگی آن واحد انتفاعی است که نقش قابل‌توجهی در رشد و بقای واحد انتفاعی ایفا می‌کند (بایر، ۲۰۰۴). ایجاد تعادل در دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری خصوصاً دارایی‌های نقدی و بدهی‌های کوتاه‌مدت از اهمیت خاصی برخوردار است به طوری که تصمیم‌گیری در مورد یکی بر روی دیگری تأثیر زیادی می‌گذارد. مدیران در ارتباط با نسبت دارایی‌های نقدی در شرایط مختلف باید سیاست‌های مناسبی را برای شرکت انتخاب نمایند تا بتوانند به نحو کارآمد دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری را اداره نمایند و تأمین مالی اقتصادی صورت گیرد و بدین طریق بازده شرکت را

بالا برده و ثروت سهامداران را حداکثر و در نهایت ریسک شرکت را کاهش دهند. بخشی از سرمایه در داخل شرکت از طریق سود انباشته‌ای که در نتیجه سودآوری شرکت به وجود آمده و بین سهامداران تقسیم نشده است تأمین می‌شود و مابقی می‌تواند از طریق بازارهای سرمایه یا استقراض و دریافت قرض‌الحسنه‌های مردم و سایر سپرده‌گذاران ایجاد گردد که تأمین مالی از طریق روش دوم همراه با افزایش ریسک خواهد بود.

با توجه به مطالب فوق، در این پژوهش به دنبال پاسخگویی به این پرسش هستیم که آیا رشد بازار سهام، رشد شرکت، نسبت سودآوری، ساختار سرمایه و نوسانات مالیات بر درآمد بر ریسک تجاری شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است یا خیر؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ریسک تجاری احتمال زیان‌های حاصل از عملیات ضروری مانند تکمیل محصولات است و مانند درآمدهای شرکت شناسایی می‌شود. سه معیار اندازه‌گیری ریسک تجاری شامل نوسان‌های درآمد، اهرم عملیاتی و نسبت سود تقسیمی است (هومس و همکاران، ۲۰۱۲). ریسک تجاری را می‌توان در ناتوانی شرکت در پایداری در صحنه رقابت، یا در حفظ نرخ رشد و یا ثبات میزان سوددهی در کوتاه مدت یا درازمدت، تعریف کرد که متأثر از ریسک اقتصادی و ریسک عملیاتی است. در چنین حالتی سود تقسیمی شرکت کاهش می‌یابد و این کار بر بازدهی و نوسان‌پذیری بازدهی سالانه، تأثیر نامطلوبی می‌گذارد. به نظر راسل ریسک تجاری مربوط به یک صنعت خاص است. بنابراین، یک سازمان ممکن است نتواند روند توسعه و اجرای راهبردهای مرتبط با دستیابی به هدف‌های تجاری و ارزش‌های موجود را درک کند و آن را به خوبی مدیریت کند. این ریسک شامل ارزیابی عوامل ریسک درونی و بیرونی و در ارتباط با تأثیرهای منفی یا مثبت در بحث‌های تجاری و راهبردی در شرکت با استفاده از روش‌های ریاضی است (رهنمارودپشتی و موسوی‌نابت، ۱۳۸۷).

بازار اوراق بهادار (سهام) نقش سازنده‌ای در تجهیز بازار سرمایه و تأمین مالی برای فعالیت‌های اقتصادی مولد دارد ولی با این وجود این بازار بسیار آسیب‌پذیر است. عوامل سیاسی، تصمیم‌گیری‌های اقتصادی و گاه بحران‌ها و ناآرامی‌های اجتماعی می‌تواند بازار سهام را متشنج کند و سرمایه‌گذاران در این بازار را با ضرر و زیان‌های هنگفتی روبه‌رو سازد. آنچه مسلم است در کشورهای در حال توسعه نظیر ایران بازار سرمایه هنوز از تحرک، پویایی و کارایی لازم برخوردار نیست هرگونه تشنج در این بازار می‌تواند روند سرمایه‌گذاری را مبهم سازد. تأثیر سرمایه‌گذاران عمده بر تصمیمات مالی مدیریت از قبیل ترکیب ساختار مالکیت و ارزش بازار سهام از اهمیت به سزایی برخوردار است و می‌تواند بر میزان واکنش‌های بازار تأثیر به سزایی بگذارد (باره‌ولدی و متیوس، ۲۰۰۸). تغییرات و تحولات در سایر بازارهای مالی موازی (بانک، بازار ارز، بازار مسکن و

غیره) با توجه به درجه جانشینی بازارها نقدینگی را در بازارها تغییر می‌دهد. مطالعات گسترده‌ای در خصوص اثر بازارهای مالی بر یکدیگر انجام شده است. تغییر در قوانین و ضوابط (مانند تغییر در نرخ‌ها و غیره) سایر بازارهای مالی اگر بر عملکرد بازارها اثرگذار باشد، می‌تواند بر بازار سهام و نقدینگی آن مؤثر باشد. در کل هر عاملی که به ریسک و بازده بازارهای موازی بازار سهام اثرگذار است می‌تواند به طور غیر مستقیم بر میزان جذب نقدینگی در بازار سهام اثر بگذارد (ابراهیمی و فرنقی، ۱۳۹۵).

درک و آگاهی از اثرات رشد شرکت بر نسبت تغییرات بدهی و سود انباشته شرکت‌ها، برای مدیران و افراد ذی‌نفع، امری ضروری به نظر می‌رسد. زیرا از یک سو مدیران را در ایفای مسئولیت‌هایی از جمله تصمیم‌گیری در انتخاب شیوه تأمین مالی مناسب و حداکثرسازی ارزش شرکت که هدف هر موسسه و سازمان انتفاعی است یاری می‌رساند و از سوی دیگر به سرمایه‌گذاران و سهامداران در تصمیم‌گیری، آگاهی و دانش می‌دهد (اعطایی‌زاده و دارایی، ۱۳۹۳). مدیران شرکت‌ها به دنبال این هستند که چگونه نسبت تغییرات بدهی و سود انباشته شرکت‌ها را متعادل کنند تا ارزش سهام شرکت در بازار حداکثر گردد یا به عبارت دیگر ثروت سهامداران حداکثر شود و در نهایت باعث رشد روزافزون شرکت گردد (اعطایی‌زاده و همکاران، ۱۳۹۳). ساختار مالی بهینه را می‌توان یکی از عوامل مؤثر بر رشد شرکت و ثروت سهامداران تلقی کرد. اگر شرکتی اوراق قرضه بیش‌تری منتشر کند، نقطه سربه‌سر مالی و درجه اهرم مالی آن بالا خواهد رفت (آرنا و روپر، ۲۰۱۰). ریسک تجاری یا میزان نوسان‌پذیری در عایدات شرکت نیز بر ساختار مالی شرکت تأثیر دارد. هرچه ریسک تجاری بیش‌تر باشد، نه شرکت قادر خواهد بود که از بدهی و وام بیش‌تری استفاده نماید، و نه مؤسسات و افراد مایلند بدهی و وام بیش‌تری را در اختیار آن‌ها قرار دهند. بر عکس هر اندازه ریسک تجاری شرکت کم‌تر باشد، یعنی نوسان‌پذیری عایدات آن کم‌تر باشد، شرکت قادر خواهد بود که از وام و بدهی بیش‌تری در ساختار سرمایه استفاده نماید و هم مؤسسات و افراد مایلند بدهی و وام بیش‌تری با بهره کم‌تر در اختیار آن‌ها قرار دهند (یزدانی و جهان‌خانی، ۱۳۷۴).

سودآوری بالا به عنوان نقطه عطف ساختار مالی بهینه، ابزار سنجش اثربخشی مدیریت، و وسیله پیش‌بینی و ارزیابی تصمیم‌گیری‌ها، همواره مورد استفاده سرمایه‌گذاران، مدیران و تحلیلگران مالی بوده است. بر همین اساس، پژوهشگران بسیاری سعی کردند عوامل مؤثر بر سودآوری شرکت‌ها را شناسایی کنند. هدف از تعیین ساختار بهینه سرمایه، مشخص کردن ترکیب منابع مالی به منظور حداکثر کردن ثروت سهامداران است. امروزه مؤسسات و سازمان‌های مالی برای پایدار ماندن در فضای رقابتی امروزی باید به اصولی برای بالا بردن قیمت سهام و سودآوری سازمان دست یابند که با شناسایی اثرات ساختارهای سرمایه بر شاخص‌های مالی می‌توان موجبات بهبود در آن

زمینه را در سازمان فراهم آورد. استراتژی سودآوری و نوسانات مربوط به آن در دنیای امروزی از بااهمیت‌ترین مباحث مربوط به مدیریت است. وجه نقد را می‌توان نقطه آغاز و فرجام چرخه عملیات تصور نمود. وجه نقد اصلی‌ترین عنصر از گروه دارایی‌های جاری در ترازنامه می‌باشد که منشاء اصلی سودآوری شرکت‌ها محسوب می‌شود (آنتونیو و همکاران، ۲۰۰۸). تصمیم‌گیری مدیریت در ارتباط با کاهش یا افزایش نسبت تأمین مالی به سرمایه‌گذاری و بهره‌وری، به میزان وجه نقد موجود و در دسترس وجوه نقدی که پیش‌بینی می‌شود در آینده در دسترس باشد بستگی دارد. سودآوری از جمله اطلاعات بااهمیت در تصمیمات اقتصادی به شمار می‌رود (چارلامبکی و همکاران، ۲۰۰۸).

نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها به عنوان عاملی اساسی و بااهمیت در معاملات بازار سهام محسوب می‌شود. هنگامی که قیمت سهام شرکت‌ها تغییر پیدا می‌کند بازده مورد انتظار سهام را نیز تحت تأثیر خود قرار می‌دهد و در نهایت منجر به افزایش یا کاهش ریسک شرکت‌ها می‌شود (کوسنیدیس، ۲۰۰۵). سطح مناسب نقدینگی و دارایی‌های نقد شونده، که موازنه‌ای از ریسک و سودآوری است، می‌تواند تحت تأثیر عوامل درون‌سازمانی و برون‌سازمانی قرار گیرد (رمب و وچنریدر، ۲۰۰۵).

از زمان مطرح شدن تئوری‌های مختلف، در خصوص ریسک و بخصوص ریسک تجاری و عوامل مؤثر بر آن پژوهشگران این حوزه پژوهش‌های بسیاری را با موضوعات مختلف و عوامل تأثیرگذار بر آن انجام داده‌اند که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود.

عبدالرشید (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان آیا ریسک بر اصلاح ساختار سرمایه اثرگذار است؟ به این نتیجه رسید که ریسک شرکت و ریسک اقتصادکلان به طور قابل ملاحظه‌ای بر اصلاح ساختار سرمایه شرکت‌ها مؤثر است. نتایج ارائه‌شده در این پژوهش نشان می‌دهد که مدیران هنگام تصمیم‌گیری در مورد تأمین مالی خود، باید به طور کلی از وضعیت اقتصاد کلان و وضعیت پرداخت بدهی براساس فعالیت‌های تجاری خود دقت داشته باشند.

کیو و لا (۲۰۱۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه شرکت‌های استرالیایی پرداختند. آن‌ها داده‌های شرکت‌های استرالیایی را طی سال‌های ۱۹۹۲ الی ۲۰۰۶ مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند که بین ساختار سرمایه و دارایی‌های مشهود، یک رابطه مستقیم و معنادار و میان ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد، سودآوری و ریسک تجاری، یک رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. همچنین، آن‌ها بین ساختار سرمایه و اندازه شرکت رابطه معناداری پیدا نکردند. این نتایج مطابق با تئوری‌های سلسله مراتبی و تئوری هزینه‌های نمایندگی و در تناقض با تئوری موازنه ایستا است.

داف (۲۰۰۸)، در پژوهشی با عنوان تعریف و اندازه‌گیری ریسک تجاری براساس ساختار اقتصادی به دنبال پاسخگویی به این پرسش بود که آیا می‌توان ریسک تجاری را با استفاده از سرمایه‌های اقتصادی کاهش داد. نتایج نشان داد که سرمایه‌های اقتصادی می‌تواند موجب کاهش خطر تجاری شرکت‌ها گردد.

سور (۲۰۰۴)، در پژوهش خود تحت عنوان "یک مدل اقتصادی از تمکین مالیاتی با تأکید بر اخلاق شخصی و گروهی"، هر دو نوع عامل اخلاق شخصی و اجتماعی تمکین را بررسی کرده است. وی بیان می‌کند نرخ‌های بالای مالیاتی باعث افزایش فرار مالیاتی شده و همچنین مؤدیان هنگامی که دریابند در جامعه افراد زیادی هستند که نسبت به مالیات خود تمکین نمی‌نمایند، آن‌ها نیز اقدام به فرار مالیاتی می‌کنند.

فایر و ویلیامز (۲۰۰۳)، به بررسی ارتباط بین کارایی ارزش افزوده سرمایه فکری، سرمایه انسانی و سرمایه ساختاری با سودآوری، بهره‌وری و ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس ژوهانسبورگ پرداختند. با استفاده از تحلیل همبستگی و رگرسیون خطی، نتایج حاکی از آن بود که سرمایه فکری، مهم‌ترین سازه تعیین‌کننده عملکرد این شرکت‌هاست.

بوت و همکاران (۲۰۰۱)، در پژوهشی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه ده کشور در حال توسعه را بررسی کردند. آنان شواهدی را فراهم نمودند مبنی بر این که تصمیم‌های ساختار سرمایه این کشورها متأثر از متغیرهای مشابه کشورهای توسعه یافته است. همچنین، شرکت‌های سودآورتر، نسبت بدهی پایین‌تری دارند.

ولباس (۱۹۹۶)، در پژوهشی با عنوان ریسک تجاری و اثرات آن بر عملکرد شرکت نشان داد که رابطه میان ریسک تجاری و عملکرد شرکت، منفی است. ریسک تجاری بالا سبب افت عملکرد شرکت می‌شود.

باغومیان و عزیززاده‌مقدم (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه به این نتیجه رسیدند که شاخص‌های اندازه، دارایی‌های مشهود و ریسک شرکت رابطه مستقیم و معناداری با ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد شرکت رابطه معکوس و معناداری با آن دارد. علاوه بر این، در پژوهش آنان ارتباط معناداری بین عمر و صنعت شرکت با ساختار سرمایه، مشاهده نشد.

گلستانی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی، رابطه نرخ مؤثر مالیاتی با سیاست تقسیم سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از آن بود که رابطه منفی و معنادار بین نرخ مؤثر مالیاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد، همچنین به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبت و معنادار بین نرخ مؤثر مالیاتی و بازده آتی سهام وجود دارد.

خلیلی‌علی‌آباد (۱۳۹۲)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر ریسک مالی و تجاری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسید که، سود انباشته با ریسک تجاری رابطه‌ای معکوس دارد. سطح بدهی با سود انباشته و سهام، رابطه معنادار و معکوس دارد. سود انباشته و سهام با ریسک مالی رابطه معنادار و مستقیم دارد. همچنین بین وام (و بدهی بلندمدت) با ریسک تجاری و ریسک مالی با معیار نسبت پوشش بدهی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

شاه‌آبادی و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهشی اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر ریسک سیستماتیک بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان دهنده ناچیز بودن آثار متغیرهای کلان اقتصادی بر ریسک سیستماتیک بورس اوراق بهادار تهران است، همچنین به رابطه مثبت بین ریسک و بازده در دوره مورد مطالعه (۱۳۸۰-۱۳۸۸) اشاره می‌کنند.

سعیدی و همکاران (۱۳۹۰)، در پژوهشی با عنوان نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به این نتیجه رسیدند که حدود ۹۵ درصد تغییرات در ساختار سرمایه از طریق متغیرهای نرخ بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و معیارهای نظام راهبری شرکتی توضیح داده می‌شود.

مشایخی و صفری (۱۳۸۵)، در پژوهشی رابطه بین وجوه نقد عملیاتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر این مطلب است که شرکت‌های با جریان‌های نقدی عملیاتی منفی، استراتژی‌های افزایشی سود در پیش می‌گیرند.

۳. فرضیه‌های پژوهشی

فرضیه‌های پژوهش با توجه به عوامل طرح شده در پیشینه پژوهش، به صورت زیر بیان می‌شوند:

فرضیه اول: بین رشد بازار سهام و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین رشد شرکت و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین نسبت سودآوری و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین ساختار سرمایه و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین نوسانات مالیات بر درآمد و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

۴. روش‌شناسی پژوهش

روش تحقیق مورد استفاده در این پژوهش از نوع تحقیقات همبستگی، از انواع تحقیقات توصیفی می‌باشد. شیوه استدلال پژوهش، قیاسی- استقرایی بوده است. قیاسی به این دلیل که برای چارچوب نظری و پیشینه پژوهش از مسیر کتابخانه، مقالات و اینترنت استفاده شده است و استقرایی به دلیل آن که جمع‌آوری اطلاعات از مسیر داده‌های اولیه برای قبول یا رد فرضیه‌ها انجام پذیرفته است در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. همچنین با توجه به نوع داده و روش‌های تجزیه و تحلیل آماری موجود، از روش «داده‌های پانل دیتا» استفاده می‌شود. زیرا به منظور بررسی تأثیر رشد بازار سهام، رشد شرکت، سودآوری، ساختار سرمایه و نوسانات مالیات بر درآمد بر ریسک تجاری شرکت‌ها، متغیرهای پیش‌بینی و برآورد شده از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۴ آزمون می‌شوند. در این مطالعه برای آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزارهای Spss ۲۱ و Eviews ۷ و Minitab ۱۶ بهره گرفته شده است.

۵. جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بنابر اعلام سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده تا پایان سال ۱۳۹۴ شامل ۴۷۰ شرکت در ۳۷ گروه صنعتی بوده‌اند. بنابراین در پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی شش‌ساله، از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴، جامعه آماری پژوهش می‌باشند.

در این مطالعه برای این که نمونه پژوهش یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، برای انتخاب نمونه از روش غربال‌گری^۱ (حذفی) استفاده شده است. برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان یکی از شرکت‌های نمونه انتخاب شده است.

۱- با توجه به اطلاعات مورد نیاز از سال ۱۳۸۹، شرکت‌هایی که حداکثر تا پایان اسفندماه سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و نام آن‌ها تا پایان سال ۱۳۹۴ از فهرست شرکت‌های یادشده، حذف نشده باشد.

۲- در طول دوره مورد نظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله شده باشد.

- ۳- به منظور افزایش قابلیت مقایسه شرکت‌های مورد بررسی، دوره مالی آن‌ها باید منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد و در دوره مورد مطالعه تغییر دوره مالی نداشته باشند.
- ۴- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه‌ها) به دلیل متفاوت بودن عملکرد آن‌ها، نباشند.
- ۵- اطلاعات موردنیاز در دسترس باشد.
- پیش فرض‌های فوق به ترتیب اعمال شدند، بدین صورت که هر شرکتی که در پیش فرض اول قرار گرفته است، برای شمارش پیش فرض‌های بعدی لحاظ نگردیده است. در این پژوهش بعد از اعمال پیش فرض‌ها، ۱۰۲ شرکت از ۱۹ صنعت باقی ماند، که به عنوان نمونه نهایی پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

۶. معرفی متغیرها و تصریح مدل پژوهش

متغیرهای این پژوهش به سه گروه زیر طبقه‌بندی شده‌اند:

۶-۱. متغیر وابسته:

در این پژوهش ریسک تجاری از طریق فرمول زیر محاسبه خواهد شد:
 CAPM^۱ بیان می‌کند که نرخ ریسک شرکت مساوی با نرخ بی خطر بازده به اضافه صرف ریسک که به صورت زیر نشان داده می‌شود (چانگ کی و همکاران، ۲۰۰۸):

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] * B_i$$

$$\Rightarrow R_{it} = R_{ft} + (R_{mt} - R_{ft})B_i + e_{it}$$

R_{it} : نرخ بازده شرکت i در سال t .

R_{ft} : نرخ بازدهی ریسک بی خطر در سال t .

B_i : بتای بازار اوراق بهادار (ریسک سیستماتیک) شرکت i .

R_{mt} : نرخ بازده پرتفوی بازار در سال t .

e_{it} : عوامل مزاحم.

و رتبه اعتباری طبق پژوهش (سوهايلا و همکاران، ۲۰۰۷)، از طریق فرمول زیر محاسبه می‌گردد:

$$E_0[R_{0,1}] = \frac{E_0[D_1 + P_1]}{p_0} = \frac{E_0[D_1 + E_1(M_2 D_2)]}{E_0[M_1(D_1 + E_1[M_2 D_2])]}$$

که در آن:

۱. Capital Asset Pricing Model

R_{it} : نرخ بازده شرکت i در سال t .

D_{it} : نشان دهنده سود تقسیمی بر مبنای بازدهی می‌باشد.

P_{it} : نشان دهنده قیمت سهام در پایان سال مورد نظر می‌باشد.

لازم به ذکر است که برای اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک، از اطلاعات مربوط به نرخ بازده اوراق بهادار و پرتفوی بازار موجود در سازمان بورس استفاده شده است. سازمان بورس برای اندازه‌گیری بازده واقعی اوراق بهادار از فرمول زیر استفاده می‌کند.
نرخ بازده سهام

نرخ بازده سهام برای شرکت‌های انتخابی به طور سالانه به صورت زیر محاسبه شده است:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + DPS + (P_{it} - 1000)A + P_{it}B}{P_{it-1}} * 100$$

که در آن:

P_{it} = قیمت سهام در انتهای سال t

P_{it-1} = قیمت سهام در انتهای سال $t-1$

DPS = سود نقدی هر سهم بر اساس تعداد سهام در ابتدای سال

A = درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

B = درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته یا اندوخته.

همچنین معکوس بازدهی سهام بر مبنای ریسک طبق پژوهش کاپون و همکاران (۱۹۹۰)، به صورت زیر قابل محاسبه خواهد بود:

$$\frac{1}{\bar{R}} + \phi = \frac{1 - \pi}{R}$$

$$+ \frac{\pi}{\bar{R}} \left(\frac{e^{\mu - B_{xm}} \lambda \phi (\zeta - \sigma_x)}{\sigma_x (S_1 - 1)} + (1 + \phi(\zeta)\lambda) + \frac{(S_1 - 1)\lambda \phi(\zeta)}{\sigma_x (S_1 - 1)} \right)$$

که در آن:

$1/R_{it}$: برابر است با معکوس نرخ بازده شرکت i در سال t .

$S_{it} - 1$: برابر است با نوسانات فروش شرکت در سال ماقبل سال جاری شرکت i در سال t .

σ_{it} : برابر است با انحراف معیار سود شرکت i در سال t .

β_{it} : برابر است با ریسک سیستماتیک شرکت i در سال t .

بتای حسابداری (ریسک سیستماتیک) با معادله ذیل محاسبه می‌شود:

$$B_i = \frac{COV(R_{it}, R_{mt})}{VAR(R_{mt})}$$

R_{it} : نرخ بازده شرکت i در سال t

R_{mt} : نرخ بازده پرتفوی بازار در سال t

بتای حسابداری از تقسیم کواریانس بر واریانس به دست می‌آید که کواریانس به بررسی و مقایسه تغییرات دو واریانس با هم می‌پردازد و واریانس پراکندگی را بررسی می‌کند که به صورت زیر محاسبه می‌شوند:

$$COV(R_{it}, R_{mt}) = \frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)}{n}$$

$$= E(R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)$$

$$VAR(R_{mt}) = E(R_m - \bar{R}_m)^2$$

و در نهایت ریسک تجاری شرکت طبق پژوهش چانگ‌کی و همکاران (۲۰۰۸)، از فرمول نهایی زیر محاسبه خواهد شد:

$$AtR_{i,t} = \frac{1}{\bar{R}} dR = \lambda \pi \left(\frac{\phi(\zeta)}{\sigma_x(S_1^* - 1)} \right) dS_1^* \Rightarrow \frac{dS_1^*}{dR} = \left(\frac{\sigma_x}{\lambda \pi \bar{R}} \right) \left(\frac{S_1^* - 1}{\phi(\zeta)} \right) < 0.$$

که در آن:

\bar{R} : نرخ بازده نهایی شرکت i در سال t

ds : انحراف معیار نوسانات میانگین فروش شرکت i در سال t

dR : نرخ رشد بازده سهام شرکت نسبت به سال ماقبل سال جاری شرکت i در سال t

۶-۲. متغیرهای مستقل:

- رشد بازار سهام شرکت i در سال t . ($MarketG_{i,t}$)

$$MarketG_{i,t} = \frac{\text{ارزش بازار سهام در سال ماقبل سال جاری} - \text{ارزش بازار سهام در سال جاری}}{\text{ارزش بازار سهام در سال ماقبل سال جاری}}$$

- رشد شرکت i در سال t . ($FirmG_{i,t}$)

$$FirmG_{i,t} = \frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{S_{i,t-1}}$$

- نسبت سودآوری شرکت i در سال t . ($pro_{i,t}$)

$$Income / Sales(ROS) * Sales / Assets(AssetTurn) pro_{i,t} =$$

- ساختار سرمایه شرکت i در سال t . ($LongTDebt_{i,t}$)

$$LongTDebt_{i,t} = \frac{\text{ارزش دفتری جمع کل بدهی‌ها}}{\text{ارزش دفتری جمع کل دارایی‌ها}}$$

- نوسانات مالیات بر درآمد شرکت i در سال t . ($SMTR_{i,t}$)

$$SMTR_{i,t} = \frac{\text{نسبت مالیات بر درآمد سال ماقبل سال جاری - نسبت مالیات بر درآمد سال جاری}}{\text{نسبت مالیات بر درآمد سال ماقبل سال جاری}}$$

۳-۶. متغیرهای کنترلی:

- نسبت تأمین مالی شرکت i در سال t . ($Fin_{i,t}$)

$$Fin_{i,t} = \frac{\text{تأمین مالی شرکت در سال جاری از طریق وام بانکی و بستانکاران}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}}$$

- اعتبار تجاری شرکت i در سال t . ($CreditSys_{i,t}$)

امتیاز کل تعدیلی شرکت

$$= \frac{\left(\left(\text{ضریب انحراف } EPS \times \text{میانگین انحراف } EPS \right) + \left(\text{ضریب پوشش } EPS \times \text{درصد پوشش } EPS + 1 \right) \times \text{امتیاز کل} \right)}{\left(\text{ضریب انحراف } EPS + \text{ضریب پوشش } EPS + 1 \right)}$$

- تقسیم سود شرکت i در سال t . ($DiV_{i,t}$): تقسیم سود طبق پژوهش (برادشاو و همکاران، ۲۰۰۱)، متغیر مصنوعی است که اگر شرکت در سال مالی مورد نظر سود، سهام پرداخت کرده باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

- اندازه شرکت i در سال t . ($Size_{i,t}$)

$$LN(Size_{i,t}) = Size_{i,t}$$

برای آزمون فرضیه اول تا پنجم، مدل مربوط به فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر بهره گرفته خواهد شد. در این مدل اگر ضرایب β_i (ضرایب مربوط به متغیرهای مستقل) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد به ترتیب فرضیه‌های اول تا پنجم پژوهش مورد تأیید قرار خواهد گرفت. مدل پژوهش برگرفته از پژوهش سوهایلا و همکاران (۲۰۰۷) و متغیرهای تعدیل‌شده پژوهش فیلد و هکمبر (۲۰۱۳)، به صورت زیر برآورد شده‌اند:

۴-۶. مدل مربوط به فرضیه‌های پژوهش

$$AtR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MarketG_{i,t} + \beta_2 FirmG_{i,t} + \beta_3 pro_{i,t} + \beta_4 LongTDebt_{i,t} + \beta_5 SMTR_{i,t} + \beta_6 Fin_{i,t} + \beta_7 CreditSys_{i,t} + \beta_8 DiV_{i,t} + \beta_9 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل‌ها داریم:

I بیانگر شرکت (واحدهای مقطعی) و t بیانگر سال می‌باشد.

$\varepsilon_{i,t}$ = خطای تصادفی شرکت I در سال t .

۷. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل پس از غربال‌گری و حذف داده‌های پرت به کمک نرم‌افزار Spss ۲۰ در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کم‌ترین مقدار	بیش‌ترین مقدار	چولگی	کشیدگی
ریسک تجاری	۶۴۸	۰/۷۵۹۶	۰/۰۵۴۶	۰/۰۰۰۰	۰/۹۰۵۵	-۳/۹۸۲	۵۷/۰۸۵
رشد بازار سهام	۶۴۸	۰/۰۱۰۶	۰/۰۲۰۹	۰/۰۰۰۰	۰/۲۵۲۸	۵/۴۰۰	۴۱/۱۵۵
رشد شرکت	۶۴۸	۱/۰۰۶۸	۱/۰۰۶۸	-۳/۰۰۷۶	۴/۵۵۴۶	-۲/۲۳۱	۹/۳۸۷
نسبت سودآوری	۶۴۸	۰/۳۵۰۹	۰/۲۷۵۶	۰/۰۰۱۸	۱/۴۱۹۱	۱/۰۹۸	۱/۱۳۵
ساختار سرمایه	۶۴۸	۰/۶۴۱۶	۰/۳۷۰۷	۰/۰۱۱۳	۵/۷۹۲۱	۷/۹۰۱	۱۰۶/۰۹۲
نوسانات مالیات بر درآمد	۶۴۸	۰/۴۱۱۴	۰/۰۷۳۱	۰/۰۱۷۶	۰/۵۶۳۱	-۱/۱۲۴	۳/۰۷۹
نسبت تأمین مالی	۶۴۸	۰/۵۱۳۱	۰/۳۴۴۷	۰/۰۰۲۵	۲/۸۲۳۱	۱/۴۰۴	۵/۴۷۲
اعتبار تجاری	۶۴۸	۰/۳۹۵۵	۰/۱۸۳۹	-۰/۱۱۳۶	۱/۵۴۱۶	۰/۹۶۷	۲/۴۳۹
تقسیم سود	۶۴۸	۰/۴۵۲۱	۰/۴۹۸۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	-۱/۱۹۳	-۱/۹۶۹
اندازه شرکت	۶۴۸	۵/۹۱۴۱	۰/۶۱۳۴	۴/۷۷۶۱	۸/۰۰۷۴	۰/۷۱۸	۰/۵۴۷

مأخذ: محاسبات پژوهش

با توجه به جدول ۱، میانگین ریسک تجاری شرکت‌های نمونه به ترتیب برابر با ۰/۷۵۹۶ بوده و کم‌ترین و بیش‌ترین مقدار آن برابر با ۰/۰۰۰۰ و ۰/۹۰۵۵ می‌باشد. بررسی میزان چولگی و کشیدگی این متغیر که بایستی به ترتیب ۰ و ۳ باشد تا متغیر دارای توزیع نرمال باشد، نشان می‌دهد که این متغیر دارای توزیع نرمال نیست. بر اساس آمار توصیفی ارائه‌شده در جدول ۱، میانگین رشد بازار سهام، رشد شرکت، نسبت سودآوری، ساختار سرمایه و نوسانات مالیات بر درآمد شرکت‌های نمونه طی بازه زمانی پژوهش مثبت و به ترتیب برابر با ۰/۰۱۰۶، ۰/۶۹۹۱، ۰/۳۵۰۹، ۰/۶۴۱۶ و ۰/۴۱۱۴ بوده است. همچنین میانگین مثبت نسبت تأمین مالی، اعتبار تجاری، تقسیم سود و اندازه شرکت به ترتیب برابر با ۰/۵۱۳۱، ۰/۳۹۵۵، ۰/۴۵۲۱ و ۰/۴۴۷۰ بوده است.

۸. یافته‌ها و نتایج پژوهش

۸.۱. نتایج آزمون فرضیه اول

هدف از آزمون فرضیه اول پژوهش بررسی رابطه بین رشد بازار سهام و ریسک تجاری شرکت‌ها، می‌باشد. این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_1 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

مدل (۱)

$$AtR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MarketG_{i,t} + \beta_2 FirmG_{i,t} + \beta_3 pro_{i,t} + \beta_4 LongTDebt_{i,t} + \beta_5 SMTR_{i,t} + \beta_6 Fin_{i,t} + \beta_7 CreditSys_{i,t} + \beta_8 DiV_{i,t} + \beta_9 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مورد نظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۱)

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۴۸	F	۴/۷۲۰۱	(۵۳۰،۱۰۷)	۰/۰۳۷۶
هاسمن	۶۴۸	χ^2	۵/۰۱۸۸	۹	۰/۰۱۹۴

مأخذ: محاسبات پژوهش

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۳۷۶)، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. هم چنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن (۰/۰۱۹۴) که کم‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون‌هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده‌ها، همسانی واریانس‌ها، استقلال باقیمانده‌ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون جارکیو- برا می‌باشد که در این پژوهش نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو- برا حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل

پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون (۰/۶۴۹۲) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد. یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد. در صورتی که واریانس‌ها ناهمسان باشند برآورد کننده خطی نارایب نبوده و کم‌ترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۲۶۱)، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده است. همچنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود از آزمون دوربین واتسون (D-W) استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۴۳ بوده و از آنجایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. علاوه بر این، برای آزمون این که مدل دارای رابطه خطی است و این که آیا مدل مورد نظر پژوهش از نظر رابطه خطی بودن و یا غیرخطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی (۰/۷۳۵۹) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی‌باشد. خلاصه نتایج آزمون‌های فوق در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳: نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری مدل (۱)

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson	آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
P-Value	F	D	P-Value	F	P-Value	x^2
۰/۷۳۵۹	۵/۶۲۶۸	۲/۴۳	۰/۰۲۶۱	۱/۷۹۴۴	۰/۶۴۹۲	۱/۶۵۷۴

مأخذ: محاسبات پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود. شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم‌افزار *Eviews 7* به صورت زیر خواهد بود:

$$AtR_{i,t} = 0.7528 - 0.1583_1 MarketG_{i,t} - 4.6592 FirmG_{i,t} + 0.0050 pro_{i,t} - 0.0048 LongTDebt_{i,t} + 0.0122 SMTR_{i,t} + 0.0024 Fin_{i,t} - 0.0046 CreditSys_{i,t} + 0.0003 DiV_{i,t} + 0.0002 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۹۷/۲۲ درصد از ریسک تجاری شرکت‌ها، توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد.

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۴، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر رشد بازار سهام کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۴۳۸)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان رشد بازار سهام و ریسک تجاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین رشد بازار سهام و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۱۵۸۳) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان رشد بازار سهام و ریسک تجاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی رشد بازار سهام، ریسک تجاری شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۱۵۸۳ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه اول پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین رشد بازار سهام و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: ریسک تجاری				
تعداد مشاهدات: ۶۴۸ سال - شرکت				
رابطه	P-Value	آماره t	ضریب	متغیر
مثبت	۰/۰۲۶۷	۱/۶۳۷۲	۰/۷۵۲۸	جزء ثابت
مثبت	۰/۰۴۳۸	۱/۳۳۸۹	-۰/۱۵۸۳	رشد بازار سهام
منفی	۰/۰۳۷۶	-۱/۲۴۱۳	-۴/۶۵۹۲	رشد شرکت
مثبت	۰/۰۱۶۴	۱/۱۷۵۸	۰/۰۰۵۰	نسبت سودآوری
منفی	۰/۰۲۳۷	-۱/۹۶۹۸	-۰/۰۰۴۸	ساختار سرمایه
مثبت	۰/۰۱۹۲	۱/۸۵۱۹	۰/۰۱۲۲	نوسانات مالیات بر درآمد
بی معنی	۰/۲۵۰۷	۱/۱۴۹۹	۰/۰۰۲۴	نسبت تأمین مالی
منفی	۰/۰۳۸۴	-۱/۰۴۵۱	-۰/۰۰۴۶	اعتبار تجاری
مثبت	۰/۰۲۷۹	۱/۴۳۵۴	۰/۰۰۰۳	تقسیم سود
بی معنی	۰/۷۲۳۳	۰/۳۵۴۳	۰/۰۰۰۲	اندازه شرکت
۰/۹۷۲۲	ضریب تعیین مدل			
۱۵۹/۸۳۷۱ (۰/۰۰۰۰)	آماره F P-Value			

مأخذ: محاسبات پژوهش

۸.۲. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

هدف از آزمون فرضیه دوم پژوهش بررسی این موضوع می‌باشد که آیا بین رشد شرکت و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_2 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

مدل (۲)

$$AtR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MarketG_{i,t} + \beta_2 FirmG_{i,t} + \beta_3 pro_{i,t} + \beta_4 LongTDebt_{i,t} + \beta_5 SMTR_{i,t} + \beta_6 Fin_{i,t} + \beta_7 CreditSys_{i,t} + \beta_8 DiV_{i,t} + \beta_9 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۴، از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر رشد شرکت کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۳۷۶)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان رشد شرکت و ریسک تجاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین رشد شرکت و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. منفی بودن ضریب این متغیر رشد شرکت و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معکوس میان رشد شرکت و ریسک تجاری شرکت‌ها می‌باشد (۴/۶۵۹۲-) حاکی از وجود رابطه معکوس میان رشد شرکت و ریسک تجاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی رشد شرکت، ریسک تجاری شرکت‌ها نیز به میزان ۴/۶۵۹۲ واحد کاهش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه دوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین رشد شرکت و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد.

۸.۳. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

در فرضیه سوم پژوهش رابطه میان نسبت سودآوری و ریسک تجاری شرکت‌ها، مورد بررسی قرار می‌گیرد. این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_3 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

مدل (۳)

$$AtR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MarketG_{i,t} + \beta_2 FirmG_{i,t} + \beta_3 pro_{i,t} + \beta_4 LongTDebt_{i,t} + \beta_5 SMTR_{i,t} + \beta_6 Fin_{i,t} + \beta_7 CreditSys_{i,t} + \beta_8 DiV_{i,t} + \beta_9 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۴، از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نسبت سودآوری کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۱۶۴)، در نتیجه وجود رابطه

معنی‌داری میان نسبت سودآوری و ریسک تجاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین نسبت سودآوری و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۰۵۰) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان نسبت سودآوری و ریسک تجاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی نسبت سودآوری، ریسک تجاری شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۰۰۵۰ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه سوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین نسبت سودآوری و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

۸.۴. نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

هدف از فرضیه چهارم پژوهش بررسی رابطه میان ساختار سرمایه و ریسک تجاری شرکت‌ها، می‌باشد. این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_4 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

مدل (۴)

$$AtR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MarketG_{i,t} + \beta_2 FirmG_{i,t} + \beta_3 pro_{i,t} + \beta_4 LongTDebt_{i,t} + \beta_5 SMTR_{i,t} + \beta_6 Fin_{i,t} + \beta_7 CreditSys_{i,t} + \beta_8 DiV_{i,t} + \beta_9 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۴، از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر ساختار سرمایه کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۲۳۷)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان ساختار سرمایه و ریسک تجاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه چهارم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین ساختار سرمایه و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. منفی بودن ضریب این متغیر (۰/۰۰۴۸) حاکی از وجود رابطه معکوس میان ساختار سرمایه و ریسک تجاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی ساختار سرمایه، ریسک تجاری شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۰۰۴۸ واحد کاهش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه چهارم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین ساختار سرمایه و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد.

۸.۵. نتایج آزمون فرضیه پنجم پژوهش

در فرضیه پنجم پژوهش رابطه میان نوسانات مالیات بر درآمد و ریسک تجاری شرکت‌ها، مورد بررسی قرار گرفته است. این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_5 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

مدل (۵)

$$AtR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MarketG_{i,t} + \beta_2 FirmG_{i,t} + \beta_3 pro_{i,t} + \beta_4 LongTDebt_{i,t} + \beta_5 SMTR_{i,t} + \beta_6 Fin_{i,t} + \beta_7 CreditSys_{i,t} + \beta_8 DiV_{i,t} + \beta_9 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۴، از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر نوسانات مالیات بر درآمد کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۱۹۲)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان نوسانات مالیات بر درآمد و ریسک تجاری شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه پنجم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین نوسانات مالیات بر درآمد و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۱۲۲) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان نوسانات مالیات بر درآمد و ریسک تجاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی نوسانات مالیات بر درآمد، ریسک تجاری شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۰۱۲۲ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه پنجم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین نوسانات مالیات بر درآمد و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

۹. خلاصه و نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر تأثیر رشد بازار سهام، رشد شرکت، سودآوری، ساختار سرمایه و نوسانات مالیات بر درآمد بر ریسک تجاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. بدین منظور پنج فرضیه تدوین گردید که نتایج حاصل از این فرضیه‌ها به صورت ذیل ارائه می‌گردد:

فرضیه اول: با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه اول پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین رشد بازار سهام و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. نتیجه حاصل از این فرضیه با پژوهش‌های لیو و تیان (۲۰۰۹)، آگاروال و کیاو (۲۰۰۸) و سوهایلا و همکاران (۲۰۰۷)، مطابق می‌داند، ولی از نظر نوع ارتباط (مستقیم یا عکس) با نتایج

پژوهش گراهام (۲۰۰۳) مرتبط و با پژوهش‌های جوگ و تانگ (۲۰۰۱) و ساندرس و میرس (۱۹۹۹) در تضاد است.

فرضیه دوم: با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه دوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین رشد شرکت و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش‌های فانگ و همکاران (۲۰۰۹)، آنتونیو و همکاران (۲۰۰۸) و بایر (۲۰۰۴) مطابقت داشته و با یافته پژوهش‌های نیوبری و دهالیوال (۲۰۰۱) و پالم (۱۹۹۶) در تضاد است.

فرضیه سوم: بر اساس تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه سوم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین نسبت سودآوری و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش‌های هبوس و وچنریدر (۲۰۱۰) و بارهولدی و متیوس (۲۰۰۸) مطابقت داشته و با یافته پژوهش‌های کوسنیدیس (۲۰۰۵) و دچاو و همکاران (۱۹۹۸) در تضاد است.

فرضیه چهارم: با توجه به تجزیه و تحلیل‌های به عمل آمده در ارتباط با تأیید فرضیه چهارم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین ساختار سرمایه و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش‌های کیو و لا (۲۰۱۰) آرنا و روپر (۲۰۱۰)، چانگ کی و همکاران (۲۰۰۸) و کای و همکاران (۲۰۰۵) مطابقت داشته و با یافته پژوهش‌های باغومیان و عزیززاده‌مقدم (۱۳۹۳) گراهام (۲۰۰۳) و پارینو و ویسیج (۱۹۹۹) در تضاد است. عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه سایر کشورها تاحدی در شرکت‌های ایرانی نیز اثر گذار است. فرضیه پنجم: با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه پنجم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین نوسانات مالیات بر درآمد و ریسک تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش‌های سوهایلا و همکاران (۲۰۰۷) مطابقت داشته و با یافته پژوهش‌های رمب و وچنریدر (۲۰۰۵) و کاپون و همکاران (۱۹۹۰) در تضاد است.

منابع

ابراهیمی، س. و فرنقی، ا. (۱۳۹۵). "عوامل مؤثر بر نقدینگی سهام با تأکید بر سیاست‌های پولی و مالی". فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۲۴ (۷۷)، ۷-۳۶.

اعطایی‌زاده، ر. و دارابی، ر. (۱۳۹۳). "رابطه میان معیارهای مختلف رشد شرکت و نسبت تغییرات سود انباشته در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". راهبرد مدیریت مالی، ۳ (۸)، ۲۱-۵۰.

اعطایی‌زاده، ر.، دارابی، ر. و عبدی، ح. (۱۳۹۳). رابطه بین فرصت‌های رشد شرکت‌ها و نسبت تغییرات سود انباشته در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. ارائه شده در کنفرانس بین‌المللی مدیریت در قرن ۲۱.

باغومیان، ر. و عزیززاده‌مقدم، ک. (۱۳۹۳). "رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه". فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱ (۳۴)، ۱۱۱-۱۳۳.

خلیلی‌علی‌آباد، آ. (۱۳۹۲). "بررسی تأثیر ریسک مالی و تجاری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.

رهنماوردپشتی، ف. و موسوی‌ثابت، ف. (۱۳۸۷). "بررسی میزان ارتباط تداوم فعالیت با قیمت سهام". دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، ۱ (۱)، ۷۹-۱۰۵.

سعیدی، ع.، فروغی، د. و رسائیان، ا. (۱۳۹۰). "نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۱۹ (۵۸)، ۱۸۹-۲۱۲.

شاه‌آبادی، ا.، نظیری، م. ک. و حواج، س. (۱۳۹۲). "اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر ریسک سیستماتیک بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۲۱ (۶۷)، ۸۹-۱۰۴.

گلستانی، ش.، دلدار، م.، سیدی، س. ج. و جعفری‌شورچه، س. ح. (۱۳۹۳). "رابطه نرخ مؤثر مالیاتی با سیاست تقسیم سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۲۲ (۷۰)، ۱۸۱-۲۰۴.

مشایخی، ب. و صفری، م. (۱۳۸۵). "وجه نقد ناشی از عملیات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳ (۴۴)، ۳۵-۵۴.

یزدانی، ن. و جهان‌خانی، ع. (۱۳۷۴). "بررسی تأثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکت‌ها بر میزان به کارگیری اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه مطالعات مدیریت بهبود و تحول، ۵ (۱۷ و ۱۸)، ۱۶۹-۱۸۶.

Abdul Rashid, (2016). "Does Risk Affect Capital Structure Adjustments?". *The Journal of Risk Finance*, 17 (1): 80-92.

Aggarwal, R. and Kyaw, N.A. (2008). "Internal Capital Networks as a Source of MNC Competitive Advantage: Evidence from Foreign Subsidiary Capital Structuredecisions". *Research in International Business and Finance*, 22 (3): 409-439.

- Antoniou, A., Guney, Y. and Paudya, K. (2008). "The Determinants of Capital Structure: Capital Market-oriented Versus Bank-oriented Institutions". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43 (2): 59-92.
- Arena, M.P. and Roper, A.H. (2010). "The Effect of Taxes on Multinational Debt Location". *Journal of Corporate Finance*, 16 (5): 637-654.
- Bartholdy, J. and Mateus, C. (2008). "Taxes and Corporate Debt Policy: Evidence for Unlisted Firms of Sixteen European Countries". Working Paper, University of Aarhus.
- Bauer, P. (2004). "Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic". *Czech Journal of Economics and Finance*, 54 (1-2): 2-21.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc, A. and Maksimovic, V. (2001). "Capital Structures in Developing Countries". *Journal of Finance*, 16 (1): 87-130.
- Bradshaw, M.T., Richardson, S.A. and Sloan, R.G. (2001), "Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals". *Journal of Accounting Research*, 39 (1):45-74.
- Cai, J. and Zhang, Z. (2005) "Capital Structure Dynamics and Stock Return" The University of Iowa, Department of Finance (January) WWW.FMA.
- Capon, N., Farley, J.U. and Hoenig, S. (1990). "Determinants of Financial Performance: A Meta-Analysis". *Management Science*, 36 (10): 1143-1159.
- Charalambakis, E.C., Espenlaub, S.K. and Garrett, I. (2008). "Leverage Dynamics, the Endogeneity of Corporate Tax Status and Financial Distress Costs, and Capital Structure". Working Paper, Manchester Business School.
- Chung Kee, H., John, E. and Jang-Chul, K. (2008). "Corporate Governance and Liquidity". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45 (2): 265-291.
- Dechow, P., Kothari, S. and Watts, R. (1998). "The Relation between Earnings and Cash Flows". *Journal of Accounting and Economics*, 25 (1): 133-168.
- De Jong, A. (2002). "The Disciplining Role of Leverage in Dutch Firms". *European Finance Review*, 6 (1): 31-62.
- Doff, R. (2008) "Defining and Measuring Business Risk in an Economic-Capital Framework". *The Journal of Risk Finance*, 9 (4): 317-333.
- Fang, V.W., Noe, T.H. and Tice, S. (2009). "Stock Market Liquidity and Firm Value". *Journal of Financial Economics*, 94 (1): 150-169.

- Feld, L.P. and Heckemeyer, J.H. (2013). "FDI and Taxation: a Meta-study". *Journal of Economic Surveys*, 25 (2): 233-275.
- Firer, S. and Williams, S.M. (2003). "Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance". *Journal of Intellectual Capital*, 4 (3): 348-360.
- Graham, J.R. (2003). "Taxes and Corporate Finance: a Review". *Review of Financial Studies*, 16 (4): 1075-1129.
- Hebous, S. and Weichenrieder, A. (2010). "Debt Financing and Sharp Currency Depreciations: Wholly Versus Partially-owned Multinational Affiliates". *Review of World Economics*, 146 (2): 281-302.
- Houmes, R.E., MacArthur, J.B. and Stranahan, H. (2012). "The Operating Leverage Impact on Systematic Risk within a Context of Choice: an Analysis of the US Trucking Industry". *Managerial Finance*, 38 (12): 1184-1202.
- Jog, V. and Tang, J. (2001). "Tax Reforms, Debt Shifting and Tax Revenues: Multinational Corporations in Canada". *International Tax and Public Finance*, 8 (1): 5-25.
- Kousenidis, D. (2005). "Earnings>Returns Relation in Greece: some Evidence on the Size Effect and on the Life-Cycle Hypothesis". *Managerial Finance*, 31 (2): 24-54.
- Liu, Q. and Tian, G.G. (2009). "Leverage Ratio and Determinants of Capital Structure in SMEs: Evidence from China". 22nd Australasian Finance and Banking Conference.
- Newberry, K.J. and Dhaliwal, D.S. (2001). "Cross-jurisdictional income Shifting by US Multinationals: Evidence from International Bond Offerings". *Journal of Accounting Research*, 39 (3): 643-662.
- Palm, M. (1996). "Income Distribution Effects the Swedish 1991 Tax Refor", *Journal of Policy Modeling*, 18 (4): 419-443.
- Parrino, R. and Weisbach, M.S. (1999). "Measuring Investment Distortions Arising from Stockholder-bondholder Conflicts". *Journal of Financial Economics*, 53 (1): 3-42.
- Qiu, M. and La, B. (2010). "Firm Characteristics as Determinants of Capital Structure in Australia". *International Journal of the Economics of Business*, 17 (3): 277-287.
- Ramb, F. and Weichenrieder, A. (2005). "Taxes and the Financial Structure of German Inward FDI". *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches*

Archiv), Springer; Institut für Weltwirtschaft (Kiel Institute for the World Economy), 141 (4): 670-692.

Suhaila, M.K., Wan, M. and Wan, M. (2007), "Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies". Department of Finance, Faculty of Business & Management, Malaysian.

Sunders L.S. and Myers, S.C. (1999). "Testing Static Trade off against Pecking Order Models of Capital Structure". *Journal of Financial Economics*, 51 (2): 219-244.

Sour, L. (2004). "An Economic Model of Tax Compliance with Individual Morality and Group Conformity". *Economia Mexicana, Primer Semester*, ano/vol X111, numero001, 43.

Veliyath, R. (1996). "Business Risk and Performance: An Examination of Industry Effects". *Journal of Applied Business Research*, 12 (3): 37-47.