

بررسی رابطه مالکیت دولتی و ساختار سرمایه؛ با تأکید بر نقش سهم مالکیت حقیقی

عزیز گرد^۱، محمدرضا چکاو^۲، ناصر شریفی^{۳*}

^۱ استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

^۲ مربی، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

^۳ کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

sharifi.naser@iran.ir

چکیده

اهمیت درک نقش شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در اقتصادهای کشورهای در حال توسعه، ناشی از رشد آنها و اهمیت متعاقب در دهه اخیر است. در کشورهای در حال توسعه که سیستم‌های اقتصادی آنها غالباً مبتنی بر روابط است، یکی از عوامل اساسی که نسبت به عوامل دیگر بر انگیزه‌های مدیریت در تأمین مالی تأثیر می‌گذارد، عامل سیاسی بودن مدیران و مالکان شرکت‌ها بدلیل دولتی بودن شرکت‌ها و صنایع بزرگ تأثیرگذار بر اقتصاد و نیز نظام اقتصادی حاکم بر کشور، یعنی اقتصاد دولتی می‌باشد. این در حالی است که بدهی، یکی از منابع مهم و بسیار انعطاف‌پذیر برای تأمین مالی خارجی شرکت‌ها است. شرکت‌ها به اشکال گوناگونی می‌توانند بدهی را افزایش دهند. موضوعی که تاکنون مورد مطالعه قرار نگرفته است، رفتار شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در مبحث تأمین مالی و ساختار سرمایه است. علاوه براین، افزایش مالکیت حقیقی و کاهش مالکیت حقوقی و دولتی در سهام شرکت، می‌تواند نشان‌گر توان کمتر شرکت در استفاده از مزایای مالکیت دولتی باشد. در این راستا، در مطالعه حاضر به بررسی رابطه مالکیت دولتی و ساختار سرمایه با تأکید بر نقش سهم مالکیت حقیقی پرداخته شد. از طرفی از آنجا که نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در تصمیمات مدیران، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و فعالان بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار و حساب‌رسان مورد استفاده قرار گیرد، از جنبه هدف پژوهش، از نوع پژوهش‌های کاربردی به شمار می‌رود. به این منظور از داده‌های ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ و رگرسیون چندمتغیره استفاده شد. نتایج بررسی‌ها نشان داد که ارتباط مستقیم و معنادار بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت برقرار است و درصد سهام تحت تملک سهامدار حقیقی، موجب تضعیف ارتباط مستقیم بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت می‌گردد.

واژگان کلیدی

مالکیت دولتی، ساختار سرمایه، مالکیت حقیقی

مقدمه

تأمین مالی از مهمترین حوزه‌های تصمیم‌گیری در یک شرکت است. در رابطه با تصمیمات تأمین مالی، مدیر درصدد تعیین بهترین ترکیب تأمین مالی و یا ساختار سرمایه برای سازمان خود می‌باشد. تصمیم‌گیری درباره ساختار سرمایه، ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که یک سازمان برای تأمین مالی کسب و کار خود استفاده می‌کند (داموداران^۱، ۲۰۰۱). بدهی یکی از منابع مهم و بسیار انعطاف‌پذیر برای تأمین مالی خارجی شرکت‌ها است. شرکت‌ها به اشکال گوناگونی می‌توانند بدهی را افزایش دهند، مانند: بدهی عمومی^۲ در مقابل بدهی خصوصی^۳، بدهی بلندمدت در مقابل بدهی کوتاه‌مدت، بدهی با اولویت^۴ در مقابل بدهی بدون اولویت^۵، بدهی تضمین‌شده^۶ در مقابل بدهی تضمین‌نشده و یا هرگونه ترکیبی از این ابعاد. اصطکاکات در سطح شرکت و در سطح کلیت اقتصاد، خصوصاً عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و اعتباردهندگان، عوامل کلیدی هستند که در دسترس بودن تأمین مالی از طریق بدهی برای شرکت‌ها و همچنین شکل آن را تحت تأثیر قرار می‌دهند (برای مثال؛ گرتلر و گیلچریست^۷، ۱۹۹۴؛ کاشیپ و همکاران^۸، ۱۹۹۴؛ برنانک و گرتلر^۹، ۱۹۹۵). علاوه بر این، ویژگی‌های کشوری و فناوری‌های اعتباردهندگان، مانند سیستم مالی، سیستم بانکداری و محیط قانونی، بر میزان و دامنه تأمین مالی از طریق بدهی موثر هستند (برای مثال؛ برگر و آدل^{۱۰}، ۲۰۰۶؛ دژانکف و همکاران^{۱۱}، ۲۰۰۷؛ هاسلمن و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۰).

مطالعات تجربی حسابداری نشان داده که ساختارهای اقتصادی، اجتماعی و سیاسی نظیر نظام‌های حقوقی - قضائی، قوانین تجاری و مالیاتی، ماهیت و نوع روابط تعریف شده در اقتصاد، عرف، فرهنگ و نظام سیاسی در کنار فشارهای بازار سرمایه رفتار مدیران، حساب‌رسان، سرمایه‌گذاران، تدوین‌کنندگان قوانین و مقررات و دیگر افراد مشارکت‌کننده در بازار را نسبت به گزارشگری مالی تحت تأثیر قرار می‌دهد. از سویی دیگر، در کشورهای در حال توسعه که سیستم‌های اقتصادی آن‌ها غالباً مبتنی بر روابط است، یکی از عوامل اساسی که نسبت به عوامل دیگر بر انگیزه‌های مدیریت در تأمین مالی تأثیر می‌گذارد، عامل سیاسی بودن مدیران و مالکان شرکت‌ها به دلیل دولتی بودن شرکت‌ها و صنایع بزرگ تأثیرگذار بر اقتصاد و نیز نظام اقتصادی حاکم بر کشور، یعنی اقتصاد دولتی می‌باشد. در کشور ما نیز به دلیل این‌که عمده شرکت‌ها دولتی هستند و مدیران آن‌ها نیز توسط دولت منصوب می‌شوند، در نتیجه تضاد منافع میان مدیر و مالک مشاهده نمی‌شود. اهمیت درک نقش شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در اقتصادهای کشورهای در حال توسعه، ناشی از رشد آن‌ها و اهمیت متعاقب در دهه اخیر است (بلیس و گال^{۱۳}، ۲۰۱۲). علاوه بر این، توجه به تأثیر مالکیت دولتی در کشورهای آسیایی، از مباحث مورد توجهی است که توجه محققان را به خود جلب کرده است (برکمن و گالپودیتج^{۱۴}، ۲۰۱۶). مطالعات پیشین که نقش مالکیت دولتی در سازمان‌دهی را مورد بررسی قرار داده‌اند، دامنه‌ای گسترده داشته و ارتباط بین مالکیت دولتی با نتایج گوناگون مالی را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده‌اند. برای نمونه، این مطالعات به بررسی ارتباط بین مالکیت دولتی و رویکردهای سرمایه‌گذاری، طی و پس از دوره بحران مالی (گال^{۱۵}، ۲۰۰۶)؛ نقش کمیته حسابرسی و دوگانگی وظایف مدیرعامل در شرکت‌های دارای مالکیت دولتی (بلیس^{۱۶} و همکاران، ۲۰۱۱)، عملکرد شرکت‌های دارای مالکیت دولتی از منظر خصوصی‌سازی (بوبری^{۱۷} و همکاران، ۲۰۰۸)، کیفیت اطلاعات در

¹ Damodaran

² Public Debt

³ Private Debt

⁴ Senior Debt

⁵ Junior Debt = Subordinated Debt

⁶ Secured Debt

⁷ Gertler and Gilchrist

⁸ Kashyap et al

⁹ Bernanke and Gertler

¹⁰ Berger and Udell

¹¹ Djankov et al

¹² Haselmann et al

¹³ Bliss and Gul

¹⁴ Berkman and Galpoththage

¹⁵ Gul

¹⁶ Bliss

¹⁷ Boubakri

شرکت‌های دارای مالکیت دولتی (چانی^{۱۸} و همکاران، ۲۰۱۱) و نقش مالکیت دولتی در تعیین هزینه بدهی و نقدشوندگی (بلیس و گال، ۲۰۱۲) پرداخته‌اند. به‌هرحال، موضوعی که تاکنون مورد مطالعه قرار نگرفته است، رفتار شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در مبحث تأمین مالی و ساختار سرمایه است. این در حالی است که افزایش مالکیت حقیقی و کاهش مالکیت حقوقی و دولتی در سهام شرکت، می‌تواند نشان‌گر توان کمتر شرکت در استفاده از مزایای مالکیت دولتی باشد (هاسمن، ۲۰۱۲). به این ترتیب، انتظار می‌رود که درصد سهام تحت تملک سهامدار حقیقی، موجب تضعیف ارتباط مستقیم بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت گردد. هدف از مطالعه حاضر بررسی رابطه مالکیت دولتی و ساختار سرمایه؛ با تأکید بر نقش سهم مالکیت حقیقی می‌باشد.

مروری بر ادبیات و پیشینه پژوهش

مالکیت دولتی: این نوع مالکیت اشاره به اموالی دارد که مستقیماً تحت مالکیت و جزو دارایی دولت هستند و در مقابل اموال فردی یا مالکیت خصوصی قرار می‌گیرند. مالکیت دولتی ممکن است اشاره به مالکیت و کنترل هر گونه داراییها، صنایع یا شرکتها در سطح ملی و منطقه‌ای در کی کشور داشته باشد و نیز شامل اموال شهرداری هم بشود.

ساختار سرمایه: ساختار سرمایه به مقدار جریان نقدی شرکت که به طلبکاران می‌رسد و مقداری که به سهامداران می‌رسد، تقسیم می‌شود. هر کسب‌وکاری بسته به نیازها و هزینه‌هایش ترکیب متفاوتی خواهد داشت؛ بنابراین، هر شرکت نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهم مخصوص به خودش را خواهد داشت.

پس از مطالعه بدیع مودیلیانی و میلر^{۱۹} در سال ۱۹۵۸، تئوری ساختار سرمایه و رابطه آن با عملکرد شرکت، به موضوع بسیار جذاب در ادبیات حسابداری و تأمین مالی شرکت، تبدیل شده است. آن‌ها استدلال می‌کنند که تحت بسیاری از مفروضات محدود کننده بازار کارای سرمایه که هیچ هزینه ورشکستگی و مالیات و معامله وجود ندارد و اطلاعات به‌طور کامل در دسترس تمام سرمایه‌گذاران می‌باشد، حداکثرسازی ارزش، یک هدف مشترک در میان مدیران است و سرمایه‌گذاران می‌توانند با نرخ بهره یکسان، وام بگیرند و قرض بدهند و آنان همچنین دارای انتظارات همگون در مورد سودهای سازمان می‌باشند؛ ساختار سرمایه در تعیین ارزش سازمان نامربوط تلقی می‌گردد. بایلی^{۲۰} (۲۰۱۰) نیز کاربرد تئوری مودیلیانی و میلر در بازار کامل را اثبات نموده است. کار بعدی آنان (مودیلیانی و میلر) درباره اولویت تأمین مالی صرفاً از طریق بدهی با توجه به سپر مالیاتی در سال ۱۹۶۳، دارای تناقض با روش‌های سنتی که ساختار سرمایه بهینه را نشان می‌دادند، بوده است (مودیلیانی و میلر، ۱۹۶۳). در واقع، ایجاد یک ساختار سرمایه بهینه کار مشکلی است (صدیقی و شعیب^{۲۱}، ۲۰۱۱). آنان ادعا می‌کنند که یک شرکت ممکن است نیازمند صدور تعدادی اوراق بهادار به‌صورت ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام برای ایجاد یک ترکیب دقیق باشد تا بتواند ارزش خود را به حداکثر برساند و با موفقیت در انجام این کار، شرکت به ساختار سرمایه مطلوب خود دست می‌یابد. به بیان چانگ^{۲۲} (۲۰۰۴)، تئوری اولیه مودیلیانی و میلر در فضایی مصداق دارد که بازار مالی برای اعطای تسهیلات و استقرار وجود ندارد و نیازی نیست که سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها از نرخ بهره یکسانی استفاده کنند. براساس تئوری توازن، شرکت‌های دارای وضعیت مالی مناسب، احتمال ورشکستگی کمتری دارند و بنابراین، انتظار بر این است که هزینه بدهی کمتر و متعاقباً اهرم مالی بیشتری نیز داشته باشند (فرانک و گویال^{۲۳}، ۲۰۰۹).

از سوی دیگر، مطالعات اخیر نشان داده‌اند که شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، از مزایای اقتصادی متعددی بهره‌مند می‌شوند. برای نمونه، این قبیل شرکت‌ها می‌توانند دسترسی آسان‌تری به قانون‌گذاران داشته باشند (برای مثال؛ میلو^{۲۴} و همکاران، ۲۰۱۰)، تأثیر بیشتری برای قانون‌گذاران بگذارند (فاسیو^{۲۵} و همکاران، ۲۰۰۶) و متعاقباً قراردادهای دولتی بیشتری را به‌دست

¹⁸ Chaney

¹⁹ Modigliani and Miller

²⁰ Bailey

²¹ Siddiqui and Shoaib

²² Chang

²³ Frank and Goyal

²⁴ Milyo

²⁵ Faccio

آوردند و ظرفیت استقراض بیشتری را برای خود فراهم سازند (هاستون^{۲۶} و همکاران، ۲۰۱۴). علاوه بر این، مالکیت دولتی می‌تواند طی رخدادهای بحران‌های عظیم مالی، همانند یک سازوکار بیمه‌ای عمل کند (داچین و ساسیورا^{۲۷}، ۲۰۱۲). از سوی دیگر، مزایایی همچون دستیابی به اعتباردهندگان (بوبری^{۲۸} و همکاران، ۲۰۱۲)، سطوح پایین هزینه بدهی و هزینه سرمایه (گلدمن^{۲۹} و همکاران، ۲۰۰۹)، مقررات دلخواه (گلدمن و همکاران، ۲۰۰۹)، نظارت کمتر (فاسیو، ۲۰۰۶)، مالیات کمتر (فاسیو، ۲۰۰۶) و کسب تعرفه‌ها و مجوزهای وارداتی (گلدمن و همکاران، ۲۰۰۹) مطرح است (کیان^{۳۰} و همکاران، ۲۰۱۱). به این ترتیب، شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، سطح بدهی بالاتری را تجربه خواهند کرد. این در حالی است که افزایش مالکیت حقیقی و کاهش مالکیت حقوقی و دولتی در سهام شرکت، می‌تواند نشان‌گر توان کمتر شرکت در استفاده از مزایای مالکیت دولتی باشد. به این ترتیب، انتظار می‌رود که درصد سهام تحت تملک سهامدار حقیقی، موجب تضعیف ارتباط مستقیم بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت گردد. در این رابطه، مارگاریت و پسلاکی^{۳۱} (۲۰۱۰) رابطه بین ساختار مالکیت و سرمایه را با عملکرد برای شرکت‌های فرانسه با استفاده از رویکرد تحلیل داده‌های ناپارامتریک مورد آزمون قرار دادند تا بتوانند عملکرد شرکت را با مرز بهینه مورد نظر مقایسه کنند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که مالکیت متمرکز، بدهی بیشتر در ساختار سرمایه را در پی دارد، اما بین انتخاب نوع مالکیت و نوع اهرم‌ها ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. دانگ^{۳۲} و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های آمریکایی پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بحران مالی جهانی دارای اثر منفی بر سرعت تعدیل اهرم مالی می‌باشد. آن‌ها همچنین به این نتیجه رسیدند که در دوران قبل از بحران، شرکت‌های دارای محدودیت مالی، با سرعت بیشتری اقدام به تعدیل ساختار سرمایه خود به سمت اهرم بهینه می‌کنند. در مطالعه‌ای دیگر، دودلی و یین^{۳۳} (۲۰۱۴) به بررسی ترکیب ساختار سرمایه و سرعت تعدیل آن در شرکت‌های پذیرفته شده آمریکایی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌ها دارای ساختار بدهی بهینه بوده که همواره به سوی آن حرکت می‌کنند. آن‌ها همچنین به این نتیجه رسیدند که انحراف از ساختار بدهی بهینه در تغییر در ترکیب بدهی‌ها تأثیرگذار است. اوینو و اوکگبو^{۳۴} (۲۰۱۵) نیز تلاش نمودند تا با استفاده از داده‌های شرکت‌های نیجریایی، تئوری توازن و تئوری سلسله مراتب تأمین مالی را مورد آزمون قرار دهند. نتایج آنان نشان داد که ارتباطی معکوس و معنادار بین سودآوری و اهرم مالی شرکت‌ها وجود دارد و سرعت تطابق شرکت‌های نیجریایی ۴۷ درصد سریع‌تر از شرکت‌های کشورهای توسعه‌یافته است. علاوه بر این، عبدو^{۳۵} (۲۰۱۵) تلاش نمود تا تأثیر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بر عملکرد شرکت‌های بازار سرمایه نیجریه را مورد بررسی قرار دهد. نتایج بررسی‌های وی نشان داد که ارتباطی معکوس و معنادار بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام با عملکرد شرکت‌های مورد بررسی برقرار است. هوانگ^{۳۶} و همکاران (۲۰۱۸) در بررسی ارتباط مالکیت دولتی و ساختار سرمایه شرکت‌ها، به ارزیابی آثار اصلاحات مالکیتی در کشور چین و کاهش سهم مالکیت دولت در شرکت‌ها پرداختند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که تأثیر افزایش مالکیت دولتی بر اهرم مالی شرکت، به این موضوع بستگی دارد که آیا دولت، بزرگترین سهامدار شرکت هست یا خیر. توضیح این‌که اگر دولت، بزرگترین سهامدار شرکت باشد، تأثیر افزایش مالکیت دولتی بر اهرم مالی شرکت، تقویت می‌گردد.

در ایران، شعری و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی انعطاف‌پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه پرداختند. نتایج بیانگر این است که برای شرکت‌های بالای اهرم بهینه، انعطاف‌پذیری مالی عامل تعیین‌کننده‌ای برای سرعت تعدیل اهرم این نوع شرکت‌ها نمی‌باشد اما برای شرکت‌هایی که زیر اهرم بهینه هستند، رابطه مثبت و معناداری با سرعت تعدیل اهرم بدست آمده است.

²⁶ Houston

²⁷ Duchin and Sosyura

²⁸ Boubakri

²⁹ Goldman

³⁰ Qian

³¹ Magaritis and Psillaki

³² Dang

³³ Dudley and Yin

³⁴ Oino and Ukaegbu

³⁵ Abdu

³⁶ Huang

سبحانی و همکاران (۱۳۹۶) نیز به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. پژوهش آنان ارتباط وابستگی دولتی با عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار می‌دهد. به عبارتی می‌توان بیان کرد شرکت‌هایی که وابستگی دولتی دارند، این مالکیت بر عرضه و تقاضا شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشد. می‌توان گفت اثر نوسانات بازار بر سهام شرکت‌های دولتی بیشتر خواهد بود. مدیران دولتی از طریق مناسبات سیاسی ریسک مربوط به شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند و متعاقب آن ارزش شرکت‌ها، به عنوان معیاری از عملکرد نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد. بنابراین وابستگی دولتی می‌تواند به عنوان یکی از متغیرهای مهم در مطالعه عملکرد مورد توجه قرار بگیرد. به صورت کلی فرضیه نظارت فعال در این تحقیق مورد تأیید واقع گردد. در مطالعه‌ای دیگر، سیستانی نژاد و نورالدینی (۱۳۹۷) به بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بررسی‌های صورت گرفته توسط آنان نشان داد که رابطه منفی معناداری بین مالکیت دولتی و هزینه بدهی و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد.

فرضیه‌های تحقیق

باتوجه به توضیحات ارائه شده در بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های مطالعه حاضر به شرح زیر مطرح می‌شوند:

- ۱- ارتباط مستقیم و معنادار بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت برقرار است.
- ۲- درصد سهام تحت تملک سهامدار حقیقی، موجب تضعیف ارتباط مستقیم بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت می‌گردد.

روش‌شناسی تحقیق

از آنجا که نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در تصمیمات مدیران، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و فعالان بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار و حساب‌رسان مورد استفاده قرار گیرد، از جنبه هدف پژوهش، از نوع پژوهش‌های کاربردی به شمار می‌رود. همچنین از جنبه نحوه استنباط در خصوص فرضیه‌های پژوهش، در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از تکنیک‌های رگرسیون و همبستگی استفاده خواهد شد که به این ترتیب، از نظر استدلالی، استدلال استقرایی است. همچنین، از آنجا که از طریق آزمایش داده‌های موجود، نتیجه‌گیری خواهیم کرد، این پژوهش در گروه تئوری‌های اثباتی قرار خواهد گرفت.

مدل‌ها و متغیرهای تحقیق

- به منظور آزمون فرضیه اول از مدل زیر استفاده می‌گردد:

$$\text{Leverage}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Governmental ownership}_{i,t} + \alpha_2 \text{Firm size}_{i,t} + \alpha_3 \text{Liquidity}_{i,t} + \alpha_4 \text{Profitability}_{i,t} + \alpha_5 \text{Growth opportunity}_{i,t} + \alpha_6 \text{Tangibility}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- به منظور آزمون فرضیه دوم از مدل زیر استفاده می‌گردد:

$$\text{Leverage}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Governmental ownership}_{i,t} + \alpha_2 \text{Firm size}_{i,t} + \alpha_3 \text{Liquidity}_{i,t} + \alpha_4 \text{Profitability}_{i,t} + \alpha_5 \text{Growth opportunity}_{i,t} + \alpha_6 \text{Tangibility}_{i,t} + \alpha_7 \text{Personal ownership}_{i,t} + \alpha_8 \text{Governmental ownership}_{i,t} * \text{Personal ownership}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن‌ها:

متغیر وابسته:

$\text{Leverage}_{i,t}$ = اهرم مالی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها.

متغیر مستقل:

$\text{Governmental ownership}_{i,t}$ = مالکیت دولتی شرکت i در سال t که اگر سهامدار عمده دولتی یا شبه دولتی در ساختار مالکیت شرکت وجود داشته باشد، این متغیر برابر یک قرار می‌گیرد و در غیر این صورت برابر صفر می‌باشد.

متغیر تعدیل گر:

$Personal\ ownership_{i,t}$ = مالکیت حقیقی شرکت i در سال t که برابر است با درصد سهام تحت تملک سهامداران حقیقی.

متغیرهای کنترلی:

$Firm\ size_{i,t}$ = اندازه شرکت i در سال t که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

$Liquidity_{i,t}$ = نقدشوندگی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری.

$Profitability_{i,t}$ = سودآوری شرکت i در سال t که برابر است با نسبت سودقبل از مالیات به کل دارایی‌ها.

$Growth\ opportunity_{i,t}$ = فرصت‌های رشد شرکت i در سال t که برابر است با حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان

سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها.

$Tangibility_{i,t}$ = عینی بودن دارایی‌های شرکت i در سال t که برابر است با نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها.

جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق، تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. نمونه از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب خواهد شد. به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

۱. در طول دوره تحقیق، در بورس حضور داشته باشند.

۲. در طول دوره تحقیق، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.

۳. جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و موسسات مالی نباشند. به دلیل این که این موسسات از لحاظ ماهیت فعالیت، متفاوت بوده و درآمد اصلی آن‌ها حاصل از سرمایه‌گذاری است و وابسته به فعالیت سایر شرکت‌ها هستند، لذا ماهیتاً با سایر شرکت‌ها متفاوت می‌باشند و بنابراین، از نمونه مورد بررسی حذف خواهند شد. - داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای تحقیق، در طول دوره زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶، موجود باشند.

- دوره مالی آن‌ها منتهی به ۱۲/۲۹ هر سال باشد تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر و در صورت نیاز، به صورت پانلی به کار برد.

توجه به شرایط ذکر شده، منجر به انتخاب ۱۲۹ شرکت به عنوان نمونه آماری این تحقیق شد.

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی

روش‌هایی که به وسیله آن‌ها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش و خلاصه نمود، آمار توصیفی نامیده می‌شوند. این نوع آمار به توصیف جامعه یا نمونه می‌پردازد و هدف از آن، محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه پژوهش است. شاخص‌های آماری توصیفی استفاده شده در این پژوهش، میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه، کمینه، چولگی و کشیدگی می‌باشند. جدول آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره یک ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
اهرم مالی	۰/۵۷۲	۰/۵۸۶	۰/۹۸۸	۰/۱۰۸	۰/۱۹۵	-۰/۱۸۹	۲/۳۶۴
مالکیت دولتی	۰/۴۸۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۵۰۱	۰/۰۰۹	۱/۰۱۲
مالکیت حقیقی	۰/۵۸۶	۰/۶۵	۱/۰۰۰	۰/۰۰۹	۰/۳۴۳	-۰/۲۲۳	۱/۵۳۷
اندازه شرکت	۱۴/۱۲۲	۱۴/۰۲۱	۱۹/۳۷۴	۱۰/۵۳۲	۱/۴۴۹	۰/۸۶۸	۴/۸۱۹
نقدشوندگی	۱/۴۹۲	۱/۲۷۹	۶/۹۳۲	۰/۱	۰/۸۹۹	۲/۵۹۸	۵/۹۹۱
سودآوری	۰/۱۰۳	۰/۰۸۵	۰/۶۲۸	-۰/۴۰۳	۰/۱۳۸	۰/۴۸۷	۴/۸۱۴
فرصت‌های رشد	۱/۵۱۶	۱/۳۳۹	۵/۲۶۳	۰/۵۴۱	۰/۶۶۴	۲/۰۲۲	۹/۰۴۹
عینی بودن دارایی‌ها	۰/۲۵۴	۰/۲۰۷	۰/۸۴۹	۰/۰۱۱	۰/۱۷۸	۰/۹۴۶	۳/۳۰۵

میانگین، اصلی ترین و مهم ترین شاخص مرکزی به شمار می آید که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و میانه نیز نقطه ای است که یک نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می نماید. همان طور که در جدول فوق مشاهده می شود، مقدار میانگین متغیر اهرم مالی، ۰/۵۷۲ و مقدار میانه آن ۰/۵۸۶ است. به طور کلی، معیارهای پراکندگی، معیارهایی هستند که پراکندگی مشاهدات را حول میانگین بررسی و مقایسه می نمایند. یکی از مهم ترین معیارهای پراکندگی، انحراف معیار می باشد. با توجه به جدول فوق، این معیار برای متغیر اهرم مالی، ۰/۱۹۵ است. گفتنی است بیشترین مقدار متغیر اهرم مالی برابر با ۰/۹۸۸ و کمترین مقدار آن برابر با ۰/۱۰۸ است. چولگی و کشیدگی متغیر مذکور نیز به ترتیب عبارت از ۰/۱۸۹- و ۲/۳۶۴ هستند. ویژگی های سایر متغیرها نیز در جدول فوق مشهود است.

آمار استنباطی

آزمون فرضیه اول

در راستای برآورد ضرایب مدل فرضیه اول تحقیق، از آزمون های چاو و هاسمن برای شناسایی روش مناسب تخمین مدل استفاده می شود که نتیجه آزمون های مذکور در جدول شماره دو ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون های چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
چاو (اثرات ثابت در برابر تلفیقی)	۵۳/۴۲۶	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت
هاسمن (اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی)	۲۹/۲۳۸	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت

مطابق آنچه در جدول شماره دو دیده می شود، روش اثرات ثابت بر دو روش دیگر دارای ارجحیت است و لذا مدل مذکور با استفاده از روش اثرات ثابت، برآورد می گردد که نتایج مربوطه در جدول سه ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون مدل فرضیه اول تحقیق

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	وی آی اف
مقدار ثابت	۱/۰۸۹	۰/۱۰۲	۱۰/۶۷۱	۰/۰۰۰	-
مالکیت دولتی	۰/۰۴۵	۰/۰۱۹	۲/۳۳۸	۰/۰۱۹	۱/۱۳۹
اندازه شرکت	۰/۰۱۴	۰/۰۰۷	۲/۰۰۷	۰/۰۴۵	۱/۳۰۴
نقدشوندگی	-۰/۵۶۱	۰/۲۶۲	-۲/۱۴۲	۰/۰۳۲	۱/۴۰۷
سودآوری	۰/۳۳۳	۰/۰۲۵	۱۲/۸۸۹	۰/۰۰۰	۱/۲۴۸
فرصت های رشد	-۰/۰۳۱	۰/۰۰۵	-۵/۸۵۲	۰/۰۰۰	۱/۰۸۲
عینی بودن دارایی ها	۰/۰۴۶	۰/۰۰۹	۵/۱۲۱	۰/۰۰۰	۱/۱۲۹
آماره F	۲۶/۳۰۴		ضریب تعیین	۰/۶۷۹	
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۷۳	
تصحیح وایت دیاگنوال (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین- واتسون	۱/۹۴۱	

با توجه به نتایج جدول شماره سه، از آنجا که آماره t متغیر مالکیت دولتی بزرگتر از ۱/۹۶۵+ بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از ۰/۰۵ است، ارتباط مستقیم و معنادار بین مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت برقرار است. لذا فرضیه اول مطالعه حاضر مبنی بر این که ارتباط مستقیم و معنادار بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت برقرار است، مورد تأیید قرار می گیرد. گفتنی است متغیرهای اندازه شرکت، سودآوری و عینی بودن دارایی ها دارای رابطه مستقیم و معنادار با متغیر وابسته هستند و متغیرهای نقدشوندگی و فرصت های رشد، رابطه معکوس و معنادار با متغیر وابسته دارند. لازم به ذکر است آماره دوربین- واتسون

واتسون مدل ۱/۹۴۱ است که بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. ضمناً سطح معناداری آماره F نیز ۰/۰۰۰ است که پایین‌تر از ۰/۰۵ بوده و نشان از معناداری مدل دارد. دیگر نکته قابل توجه در جدول شماره سه، ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل مورد استفاده حدود ۶۷ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۶۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته به- وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. لازم به ذکر است که استفاده از تصحیح وایت دیاگونال، منجر به رفع اثرات ناهمسانی واریانس احتمالی گردیده است. ضمناً باتوجه به این که مقدار عامل تورم واریانس (وی‌آی‌اف) برای تمامی متغیرها کمتر از عدد پنج است، مشکل هم‌خطی در مدل تحقیق وجود ندارد.

آزمون فرضیه دوم

در راستای برآورد ضرایب مدل فرضیه دوم تحقیق، از آزمون‌های چاو و هاسمن برای شناسایی روش مناسب تخمین مدل استفاده می‌شود که نتیجه آزمون‌های مذکور در جدول شماره چهار ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
چاو (اثرات ثابت در برابر تلفیقی)	۵۳/۲۴۷	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت
هاسمن (اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی)	۳۰/۳۴۵	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت

مطابق آنچه در جدول شماره چهار دیده می‌شود، روش اثرات ثابت بر دو روش دیگر دارای ارجحیت است و لذا مدل مذکور با استفاده از روش اثرات ثابت، برآورد می‌گردد که نتایج مربوطه در جدول پنج ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون مدل فرضیه دوم تحقیق

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	وی‌آی‌اف
مقدار ثابت	۱/۰۴۸	۰/۰۹۶	۱۰/۹۰۵	۰/۰۰۰	-
مالکیت دولتی	۰/۰۲۸	۰/۰۰۶	۴/۶۰۳	۰/۰۰۰	۲/۴۰۸
اندازه شرکت	۰/۲۴	۰/۰۲۶	۹/۱۳۱	۰/۰۰۰	۱/۳۰۷
نقدشوندگی	-۰/۲۵۳	۰/۱۲۳	-۲/۰۴۹	۰/۰۴	۱/۴۲۱
سودآوری	۰/۳۳۵	۰/۰۲۵	۱۳/۰۷۴	۰/۰۰۰	۱/۲۸
فرصت‌های رشد	-۰/۱۸۴	۰/۰۲	-۹/۰۳۹	۰/۰۰۰	۱/۱
عینی‌بودن دارایی‌ها	۰/۲۰۱	۰/۰۳۹	۵/۰۹۴	۰/۰۰۰	۱/۱۵۴
مالکیت حقیقی	-۰/۲۲۷	۰/۰۲۳	-۹/۵۹۹	۰/۰۰۰	۲/۲۸۴
مالکیت دولتی*مالکیت حقیقی	-۰/۱۴	۰/۰۳۶	-۳/۸۹۳	۰/۰۰۰	۲/۸۵۸
آماره F	۲۹/۸۵۵		ضریب تعیین	۰/۷۴۹	
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۲۳	
تصحیح وایت دیاگونال (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین- واتسون	۱/۹۶۴	

با توجه به نتایج جدول شماره پنج، از آنجا که آماره t متغیر مالکیت دولتی بزرگتر از ۱/۹۶۵+ بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از ۰/۰۵ است، ارتباط مستقیم و معنادار بین مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت برقرار است. لذا فرضیه اول مطالعه حاضر مبنی بر این که ارتباط مستقیم و معنادار بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت برقرار است، مورد تأیید قرار می‌گیرد. علاوه براین، از آنجا که آماره t متغیر مالکیت دولتی*مالکیت حقیقی بزرگتر از ۱/۹۶۵- بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از ۰/۰۵ است، ارتباط معکوس و معنادار بین مالکیت دولتی*مالکیت حقیقی و اهرم مالی شرکت برقرار است. لذا فرضیه دوم مطالعه حاضر مبنی بر این که درصد سهام تحت تملک سهامدار حقیقی، موجب تضعیف ارتباط مستقیم بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت می‌گردد، تأیید می‌شود. گفتنی است متغیرهای اندازه شرکت، سودآوری و عینی‌بودن دارایی‌ها دارای رابطه مستقیم و معنادار با متغیر وابسته هستند و متغیرهای نقدشوندگی و فرصت‌های رشد، رابطه معکوس و معنادار با متغیر

وابسته دارند. لازم به ذکر است آماره دوربین- واتسون مدل ۱/۹۶۴ است که بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. ضمناً سطح معناداری آماره F نیز ۰/۰۰۰ است که پایین‌تر از ۰/۰۵ بوده و نشان از معناداری مدل دارد. دیگر نکته قابل توجه در جدول شماره پنج، ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل مورد استفاده حدود ۷۲ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۷۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. لازم به ذکر است که استفاده از تصحیح وایت دیاگونال، منجر به رفع اثرات ناهمسانی واریانس احتمالی گردیده است. ضمناً باتوجه به این که مقدار عامل تورم واریانس (وی‌آی‌اف) برای تمامی متغیرها کمتر از عدد پنج است، مشکل هم‌خطی در مدل تحقیق وجود ندارد.

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج بررسی‌ها نشان داد که ارتباط مستقیم و معنادار بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت برقرار است و درصد سهام تحت تملک سهامدار حقیقی، موجب تضعیف ارتباط مستقیم بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت می‌گردد. در این رابطه لازم به توضیح است که شرکت‌های دارای مالکیت دولتی می‌توانند دسترسی آسان‌تری به قانون‌گذاران داشته باشند، تأثیر بیشتری برای قانون‌گذاران بگذارند و متعاقباً قراردادهای دولتی بیشتری را به دست آورند و ظرفیت استقراض بیشتری را برای خود فراهم سازند. علاوه بر این، مالکیت دولتی می‌تواند طی رخدادهای بحرانی‌های عظیم مالی، همانند یک سازوکار بیمه‌ای عمل کند. از سوی دیگر، مزایایی همچون دستیابی به اعتباردهندگان، سطوح پایین هزینه بدهی و هزینه سرمایه، مقررات دلخواه، نظارت کمتر، مالیات کمتر و کسب تعرفه‌ها و مجوزهای وارداتی مطرح است. به این ترتیب، شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، سطح بدهی بالاتری را تجربه خواهند کرد. این در حالی است که افزایش مالکیت حقیقی و کاهش مالکیت حقوقی و دولتی در سهام شرکت، می‌تواند نشان‌گر توان کمتر شرکت در استفاده از مزایای مالکیت دولتی باشد. به این ترتیب، درصد سهام تحت تملک سهامدار حقیقی، موجب تضعیف ارتباط مستقیم بین وجود مالکیت دولتی و اهرم مالی شرکت می‌گردد. این نتایج را می‌توان منطبق بر نتایج کیان و همکاران (۲۰۱۱)، داچین و ساسیورا (۲۰۱۲)، هاستون و همکاران (۲۰۱۴) و هوانگ و همکاران (۲۰۱۸) و در تضاد با نتایج بوبکری و همکاران، (۲۰۰۸) دانست.

با توجه به نتایج مطالعه حاضر، به سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که در نظر داشته باشند شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، گرایش بیشتری به استفاده از بدهی و توانایی بیشتری در استقراض دارند و شرکت‌های فاقد مالکیت دولتی یا شرکت‌هایی که مالکیت حقیقی آن‌ها بالا است، گرایش کمتری به استفاده از بدهی و توانایی کمتری در استقراض دارند. توضیح این که هرچه مالکیت دولتی شرکت بیشتر شود، شرکت مذکور به میزان بیشتری از بدهی استفاده خواهد نمود. نتیجه مذکور، قابلیت استفاده گسترده‌ای برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و خرید و فروش سهام خواهد داشت.

منابع و مآخذ

۱. سبحانی، علی؛ لاله ماژین، مریم؛ زلّقی، حسن و بیات، مرتضی. (۱۳۹۶). تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹(۳۶)، ۱۷۰-۱۵۱.
۲. سیستانی نژاد، حسین و نورالدینی، عباس. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نخستین همایش ملی حسابداری و مدیریت، نطنز، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نطنز.
۳. شعری آناقیز، صابر؛ رحمانی، علی؛ بولو، قاسم و محسنی ملکی، بهرام. (۱۳۹۴). انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه. دانش حسابداری مالی، ۲(۲)، ۷۳-۸۷.
4. Abdu, M. (2015). Investigating Capital Structure Decisions and Its Effect on the Nigerian Capital Market. 21st Century Academic Forum Conference Proceeding, 2015 Conference at Harvard.
5. Bailey, R. E. (2010). Corporate Finance: the Modigliani-Miller Theorems. [Online]. Available: http://courses.essex.ac.uk/ec/ec372/lecture-notes/Modigliani_miller-note.pdf.
6. Berger, A. and Udell, G. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. Journal of Banking and Finance 30, 2945-2966.

7. Berkman, H. and Galpoththage, V. (2016). Political connections and firm value: an analysis of listed firms in Sri Lanka. *Pacific Accounting Review*, 28 (1), (in-press), <http://dx.doi.org/10.1108/PAR-06-2014-0020>.
8. Bernanke, B. and Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9, 27-48.
9. Bliss, M. A. and Gul, F. A. (2012a). Political Connection and Cost of Debt: Some Malaysian Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 36, 1520-1527.
10. Bliss, M. A., Gul, F. A. and Majid, A. (2011). Do Political Connections Affect the Role of Independent Audit Committees and CEO Duality? Some Evidence from Malaysian Audit Pricing. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 7, 82-98.
11. Boubakri, N., Cosset, J. and Saffar, W. (2008). Political Connections of Newly Privatized Firms. *Journal of Corporate Finance*, 14 (5), 654-673.
12. Boubakri, N., Cosset, J.C. and Saffar, W. (2012a). The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. *J. Fin. Res.* 35, 397-423.
13. Chaney, P.K., Faccio, M. and Parsley, A. (2011). The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51 (1 and 2), 58-76.
14. Dang, V., and Kim, M., and Shin, Y. (2013). Asymmetric Adjustment Toward Optimal Capital Structure: Evidence from a Crisis International Review of Financial Analysis, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2399451>.
15. Djankov, S., McLiesh, C. and Shleifer, A. (2007). Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics*, 84, 299-329.
16. Duchin, R. and Sosyura, D. (2012). The politics of government investment. *Journal of Financial Economics*, 106 (1), 24-48.
17. Dudley, E. and Yin, E. (2014). Debt Composition and Optimal Capital Structure, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2536676>.
18. Faccio, M., Masulis, R. and McConnell, J. (2006). Political connections and corporate bailouts. *Journal of Finance*, 61 (6), 2597-2635.
19. Frank, M. Z. and Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management*, 38 (1), 1-37.
20. Gertler, D. and Gilchrist, S. (1994). Monetary policy, business cycles and the behavior of small manufacturing firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109, 309-340.
21. Goldman, E., Rocholl, J. and So, J. (2009). Do politically connected boards affect firm value? *Rev. Fin. St.* 22, 2331-2360.
22. Gul, F.A. (2006). Auditors' Response to Political Connections and Cronyism in Malaysia. *Journal of Accounting Research*, 44 (5), 931-63.
23. Haselmann, R., Pistor, K. and Vig, V. (2010). How law affects lending. *Review of Financial Studies*, 23, 549-580.
24. Houston, J., Jiang, L., Lin, C. and Ma, Y. (2014). Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 193-243.
25. Huang, X., Kabir, R. and Zhang, L. (2018). Government ownership and the capital structure of firms: Analysis of an institutional context from China. *China Journal of Accounting Research* (2018), <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2018.07.001>.
26. Kashyap, A., Lamont, O. and Stein, J. (1994). Credit conditions and the cyclical behavior of inventories. *Quarterly Journal of Economics*, 109, 565-592.
27. Magaritis, D. and Psillaki, M. (2010). Capital structure ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 34, 621-632.
28. Milyo, J., Primo, D.M. and Groseclose, T.J. (2010). Corporate PAC contributions in perspective. *Business Politics*, 2 (1), 75-88.

29. Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53, 433-43.
30. Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 97-261.
31. Oino, I. and Ukaegbu, B. (2015). The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian Stock Exchange. *Research in International Business and Finance*, 35, 111-121.
32. Qian, M., Pan, H. and Yeung, B. (2011). Expropriation of minority interest shareholders in politically connected firms. Working Paper – NUS Business School.
33. Siddiqui, M. A. and Shoaib, A. (2011). Measuring performance through capital structure: evidence from banking sector of Pakistan. *African Journal of Business Management*, 5(5), 1871-1878.