

بررسی تاثیر ساختار بدهی بر عملکرد مالی شرکت ها در شرکتهای

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

حسینعلی مشکانی^۱، امید سمیعی^۲

تاریخ پذیرش ۱۴۰۱/۰۶/۱۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۴/۱۹

چکیده

افزایش ثروت مالکان از عمده ترین اهداف هر شرکتی است و یکی از مهم ترین عوامل تاثیرگذار بر این هدف شیوه تامین مالی و یا تعیین ساختار سرمایه است. وجود بدهی از طریق استقراض اعم از کوتاه و یا بلند مدت در ساختار سرمایه به دلیل وجود مزایای مالیاتی می تواند در راستای هدف ذکر شده که به وسیله عملکرد شرکت ارزیابی می شود، تاثیرگذار باشد. این پژوهش به دنبال بررسی تاثیر ساختار بدهی ها در ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت بوده است. اندازه گیری عملکرد شرکت نیز به وسیله شاخص کیو تو بین صورت گرفته است. نتایج آزمون فرضیه های تحقیق بر روی ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان می دهد که بین نسبت بدهی های کوتاه مدت و بلند مدت به جمع دارایی ها به تنهایی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد ولی بین نسبت کل بدهی ها به جمع دارایی ها رابطه معنی داری وجود ندارد.

کلمات کلیدی: ساختار بدهی، ساختار سرمایه، عملکرد مالی شرکت، شرکتهای پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار

^۱ کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران h.meshkani@qiau.ac.ir

^۲ دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۱- مقدمه

یکی از مهم ترین تصمیمات مالی شرکت ها، تصمیم گیری درباره انتخاب ساختار سرمایه است. این انتخاب و تصمیم دارای اثرات تعیین کننده ای بر ارزش شرکت است. ساختار سرمایه یک شرکت ترکیبی از بدهی (استقراض) و سهام است که شرکت از آن طریق تامین مالی مورد نیاز فعالیت های عملیاتی خود را انجام می دهد (گانی و همکاران ۲۰۱۱). شرکت ها می توانند ترکیبات متفاوتی از ساختار سرمایه را انتخاب کند و می تواند به میزان کم و یا زیادی استقراض نمایند. به عنوان مثال می توانند اوراق اجاره، اوراق قرضه، اوراق قرضه قابل تبدیل و . . . منتشر کنند. موضوع مورد اهمیت برای شرکت ها این است که ترکیب مشخصی از بدهی و سهام را انتخاب کند تا ارزش بازارشان را حداکثر نمایند. مدیرانی که مهارت فراوان و زیرکی خاصی دارند تا بتوانند ترکیب مناسبی از بدهی و سرمایه را انتخاب کنند، از این بابت در شرایط متفاوت بازار، پاداش مناسبی دریافت می کنند، چرا که ترکیب مناسب بدهی و سرمایه، منجر به کاهش هزینه تامین مالی شده و ارزش بازار شرکت را افزایش داده است (ابور ۲۰۰۵). در یک میزان درآمد مشخص، در صورتی که بتوان هزینه های مالی را کاهش داد بازده فروش شرکت افزایش می یابد و متعاقب آن مزایای رقابتی را می توان بهبود بخشید. از اینرو معمولاً پیشنهاد می شود که سطوح متفاوتی از بدهی و سرمایه در ساختار سرمایه شرکت گنجانده شود (کایو و کیمورا ۲۰۱۱).

اکثر تئوری های جدید درباره ساختار سرمایه بر اساس نظریه میلر و مودیگلیانی (۱۹۵۸) است که این نظریه به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت پرداخته است. تئوری آن دو بر این اساس صورت گرفته است که شرایط بازار کامل و رقابت کامل وجود دارد، از طرفی شرکت ها هیچ مالیاتی پرداخت نمی کنند و هزینه معاملاتی وجود ندارد و اینکه اطلاعات بدون هیچ هزینه ای در دسترس همگان است. این مفروضات عوامل دنیای واقعی و هزینه های مالیات و مبادلات را در نظر نمی گیرد. علاوه بر این عدم تقارن اطلاعاتی در ساختار سرمایه با اهمیت است. نظریه میلر و مودیگلیانی توسط بسیاری از افراد مورد نقد قرار گرفته است، چرا که آنها فرض کرده اند که بازار شرایط رقابت کامل را داشته باشد و منطقی عمل می کند. از اینرو آنها به اصلاح نظریه خود پرداخته و مزایای مالیاتی را نیز در تعیین ساختار سرمایه خود مد نظر قرار دادند. آنها نشان دادند که می توانند ارزش شرکت خود

را با استقراض بیشتر حداکثر کنند. چرا که مزایای مالیاتی با میزان استفاده از بدهی مرتبط است و هزینه های مالی یک هزینه قابل قبول مالیاتی هستند.

بعد از نظریه آن دو نظریه های دیگری نیز مطرح شد و مطالعات دیگری نیز صورت گرفت. سایر مطالعات صورت گرفته نشان می دهد که افزایش اهرم که به وسیله استقراض اندازه گیری می شود، کاربردهای مثبتی درباره ارزش و عملکرد شرکت دارد. به طور کلی این تئوری ها نشانه هایی درباره نقش بدهی ها هستند. از آنجایی که افزایش بدهی می تواند هزینه های نقدی و احتمال ورشکستگی را افزایش دهد، تنها مدیرانی که انتظار دارند وضعیت آنها در آینده بهتر شود، استقراض می کنند. در یک پژوهش صورت گرفته در محیط بورس نیویورک نشان داده شد که مدیران سعی می کنند هنگامی که به استقراض روی می آورند وضعیت انعطاف پذیری مالی و رتبه اعتباری خود را حفظ کنند. از آنجا که عملکرد شرکت به عنوان یکی از معیارهای رتبه بندی اعتباری به حساب می آید، از این رو استقراض شرکت نشان دهنده آینده ای از عملکرد شرکت نیز می باشد. ابور(۲۰۰۵) به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس غنا و با استفاده از مدل رگرسیون پنلی پرداخت. او به اندازه گیری ساختار سرمایه با استفاده از نسبت بدهی کوتاه مدت، بدهی بلند مدت و کل بدهی پرداخت. یافته های او نشان می دهد که رابطه مثبت و معنی داری بین نسبت بدهی کوتاه مدت و سودآوری وجود دارد. با این وجود رابطه منفی و معنی داری بین نسبت بدهی بلند مدت و سودآوری وجود دارد. همچنین وی در سال ۲۰۰۷ تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد را آزمون کرد که نشان داد بین نسبت های اهرمی و معیار عملکرد که شاخص کیو تو بین است، رابطه معنی داری وجود دارد. به طور خلاصه مطالعات تجربی نشان داده اند که انتخاب ساختار بدهی بر سودآوری و یا بازده سهام شرکت تاثیر می گذارد. به همین دلیل نیاز است بررسی شود که آیا ساختار بدهی شرکت به ویژه بدهی کوتاه مدت، بلند مدت و یا کل بدهی ها بر عملکرد مالی شرکت تاثیرگذار است یا خیر؟

۲- ادبیات پژوهش و مبانی نظری

۲-۱- عملکرد مالی شرکت

عملکرد یعنی اقدامات، رفتارها و نتایج قابل اندازه گیری که کارکنان درگیر می شوند یا به دست می آورند و با اهداف سازمانی مرتبط هستند و به آن ها کمک می کنند.

عملکرد مالی یکی از عواملی است که اثربخشی و کارایی یک سازمان را در دستیابی به اهداف نشان می‌دهد. زمانی مؤثر است که مدیریت بتواند اهداف مناسب یا ابزارهای مناسب را برای دستیابی به آن انتخاب کند. در این میان، کارایی به معنای نسبت بین ورودی و خروجی است که در آن درآمد خاص، نتیجه بهینه ایجاد می‌کند

در ابتدا در دهه هشتاد میلادی هدف مدیریت عملکرد افزایش بهره‌وری سازمانی قلمداد می‌شد. تلفیق هدف‌های فرد و سازمان نقطه تأکید مدیران بود و تلاش می‌شد که از این طریق اثربخشی بالاتری حاصل شود بر اساس نظر اگیونیس^۱ اهداف اساسی سیستم مدیریت عملکرد را می‌توان به اهداف استراتژیک؛ اجرایی؛ ارتباطی؛ توسعه‌ای؛ تعمیرات و نگهداری سازمانی و اهداف مستندسازی دسته‌بندی نمود.

عملکرد به چگونگی دستیابی سازمان به اهداف بازار و مالی اشاره دارد (بحری^۲، ۲۰۱۳) عملکرد نتایج قابل اندازه‌گیری، تصمیمات و اقدامات سازمانی است که نشان‌دهنده میزان موفقیت در دستاوردهای کسب‌شده است (تانگن^۳، ۲۰۰۴).

عملکرد حدی است که یک شرکت نسبت به رقیب خود دارای دستاورد برتری است (حسینی و شیخی، ۱۳۹۱، ص ۴۳).

عملکرد عبارت است از دستیابی یا فراتر رفتن از اهداف سازمانی و اجتماعی و انجام مسئولیت‌هایی که بر عهده افراد گذاشته شده است (خردمند و فتاح ناظم، ۱۳۸۹، ص ۱۶۵). عملکرد به چگونگی انجام وظایف، فعالیت‌ها و نتایج حاصله از آن‌ها اطلاق می‌شود (عالم تبریز و همکاران، ۱۳۸۸).

۲-۲- ساختار سرمایه

در رابطه با ساختار سرمایه نظریه‌های متفاوتی مطرح شده است که این نظریه‌ها تماماً به دنبال پاسخ به این سؤال اساسی هستند که آیا شرکت‌ها می‌توانند با تغییر در ترکیب منابع مالی مورد استفاده بر ارزش و هزینه سرمایه شرکت اثر بگذارند؟

^۱-Egionis

^۲- Bahri

^۳- Tangen

هر چند تا کنون کسی نتوانسته است یک ساختار سرمایه بهینه ارائه نماید اما در عین حال، برای دستیابی به چنین الگویی مطالعات و پژوهش ها و آزمون های زیادی انجام گرفته که نتایج آن ها درخور و قابل توجه می باشد و تلاش ها همچنان ادامه دارد. در ادامه به بررسی دیدگاه ها و نظریات مطرح شده راجع به ساختار سرمایه پرداخته می شود. در مورد ساختار سرمایه تا کنون دیدگاه های زیر ارائه شده است :

۱- نظریه سود خالص عملیاتی (Net Operating Income Approach)

۲- نظریه سود خالص (Net Income Approach)

۳- نظریه سنتی (Traditional Approach)

۴- نظریه توازن ایستا (Static Trade off Theory)

۵- نظریه سلسله مراتبی (Pecking Order Theory)

۲-۲-۱) نظریه سود خالص عملیاتی

طبق این دیدگاه هزینه سرمایه کل شرکت و ارزش شرکت مستقل از مقدار بدهی به کار رفته در شرکت می باشد. فرض اصلی این دیدگاه این است که هزینه سرمایه کل شرکت صرف نظر از سطح بدهی ثابت است. به دلیل اینکه EBIT هیچ ارتباطی به ساختار سرمایه ندارد و ارزش شرکت نیز ارزش دارایی های واقعی شرکت است.

۲-۲-۲) نظریه سود خالص

برخلاف دیدگاه سود خالص عملیاتی، طبق این دیدگاه هم هزینه سرمایه کل شرکت و هم ارزش شرکت تحت تاثیر بدهی بکار رفته در شرکت قرار دارند. طبق این نظریه که توسط دیوید دوراند^۱ پیشنهاد شده است تصمیمات ساختار سرمایه با ارزش شرکت ارتباط دارد و نیز تغییر در ساختار سرمایه (اهرم مالی) منجر به تغییر در هزینه سرمایه کل و ارزش کل شرکت خواهد شد. بنابراین افزایش در درجه اهرم مالی باعث کاهش میانگین وزنی هزینه سرمایه کل و افزایش در ارزش کل شرکت و قیمت بازار سهام عادی می شود و بالعکس، کاهش در اهرم مالی باعث

^۱- David Durand.

افزایش میانگین موزون هزینه سرمایه کل و کاهش ارزش کل شرکت و همچنین قیمت بازار سهام عادی خواهد شد.

۲-۲-۳) نظریه سنتی

نگرش سنتی ساختار سرمایه که به وسیله وان هورن^۱ (۱۹۹۲) ارائه گردید، از دیدگاه سنتی، ساختار مطلوب سرمایه وجود دارد و می‌توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد یعنی اینکه می‌توان هزینه سرمایه خود را از طریق افزایش میزان بدهی کاهش داد. هرچند سهامداران عادی به دلیل ریسک بیشتر ارزش کمتری برای سهام قائل خواهند شد و بدین ترتیب هزینه حقوق صاحبان سهام یا بازدهی مورد انتظار افزایش پیدا خواهد کرد. لیکن هزینه متوسط منابع سرمایه‌ای تا حدی به وسیله مقدار بدهی در ساختار سرمایه می‌تواند کاهش پیدا کند. بنابراین در حالی که اهرم بیشتری بکار گرفته شود، سرمایه‌گذاران هزینه سهام عادی را افزایش می‌دهند تا جایی که این افزایش دیگر کاملاً با منابع بدهی ارزان‌تر خنثی نمی‌شود. در تئوری فوق ساختار مطلوب سرمایه آن مقدار بدهی است که هزینه شرکت در آن حداقل می‌شود.

۲-۲-۴) نظریه توازی ایستا

بر اساس این نظریه، نسبت بدهی بهینه یک شرکت، بر اساس توازی هزینه‌ها و منافع استقراض تعیین می‌شود به بیانی دیگر شرکت سعی می‌کند بین ارزش صرفه‌جویی‌های مالیاتی بهره و هزینه‌های مختلف ورشکستگی، تعادل برقرار سازد. شرکت باید آن قدر بدهی را با سهام و سهام را با بدهی تعویض و جایگزین سازد (تنظیم نسبت بدهی) تا ارزش آن حداکثر شود (عبداله زاده ۱۳۷۳). در این تئوری فرض می‌شود شرکت یک نسبت بدهی موردنظر (مطلوب) را تعیین نموده عمدتاً به همان طریقی که یک شرکت سود سهام خود را به منظور حرکت به سوی نسبت پرداخت مطلوب تنظیم می‌نماید، کم‌کم به سوی آن حرکت می‌کند.

۲-۲-۵) نظریه ترجیحی

بر اساس این نظریه :

۱- شرکت‌ها تأمین مالی درونی را ترجیح می‌دهند.

^۱-Vanhorn.

۲- درصد سود تقسیمی موردنظر خود را بر اساس فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود تنظیم می‌کنند. گرچه سود سهام و میزان آن در طی زمان، با ثبات است و اگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تغییر یابد آن‌ها درصد سود تقسیمی را به صورتی کند و آهسته تغییر می‌دهند(عبداله زاده ۱۳۷۳).

۳- سیاست‌های با ثبات تقسیم سود سهام، به علاوه نوسانات غیرقابل پیش‌بینی در سودآوری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری به این معنا است که جریان‌های نقدی ایجاد شده از درون ممکن است کمتر یا بیشتر از هزینه‌های سرمایه‌گذاری باشد. اگرچه این جریان‌های نقدی از میزان هزینه‌های سرمایه‌گذاری کمتر باشد شرکت ابتدا از موجودی نقد و فروش اوراق بهادار کوتاه‌مدت استفاده می‌کند.

۴- اگر نیاز به تأمین مالی خارج از شرکت احساس شود، شرکت‌ها ایمن‌ترین اوراق بهادار را منتشر می‌نمایند. یعنی آن‌ها اول با بدهی شروع می‌کنند بعد احتمالاً اوراق بهادار دارای ماهیت ترکیبی همچون اوراق قرضه قابل تبدیل و در نهایت سهام به عنوان آخرین وسیله مورد استفاده قرار می‌گیرد.

در این نظریه هیچ ترکیب بدهی سرمایه مشخصی وجود ندارد زیرا دو نوع سرمایه وجود دارد، داخلی و خارجی، یکی در رأس سلسله مراتب ترجیحی و دیگری در انتهای آن، نسبت بدهی مشاهده شده هر شرکت مجموع نیاز شرکت به تأمین مالی خارجی را منعکس می‌کند(عبداله زاده ۱۳۷۳).

در تکمیل مطالب بالا می‌توان بیان نمود که ابور(۲۰۰۵) در یک تحقیق تجربی به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس غنا با استفاده از رگرسیون پنلی پرداخت. بر حسب ارتباط بین کل بدهی ها و سودآوری شرکت، نتایج مطالعه نشان می‌دهد که ارتباط مثبت و معنی داری بین نسبت کل بدهی و سودآوری وجود دارد. فسبرگ و قوش(۲۰۰۶) تحقیقی بر روی بورس اوراق بهادار نیویورک انجام داده و نشان دادند با توجه به اینکه شرکت های بورس نیویورک در ساختار سرمایه خود ۵ تا ۸ درصد بیشتر از بدهی استفاده کرده اند، مشخص گردید که رابطه بین ساختار سرمایه و بازده دارایی ها در بورس اوراق بهادار منفی است. زایتون و تیان (۲۰۰۷) رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت ها را با استفاده

از اطلاعات ۱۶۷ شرکت اردنی در طی سالهای ۱۹۸۹-۲۰۰۳ مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها، نسبت کل بدهی به کل دارایی، نسبت بدهی های بلند مدت به کل دارایی ها و نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام با نسبت بازده دارایی ها رابطه معنی داری وجود دارد. حسن و بوت (۲۰۰۹) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر ساختار سرمایه پرداختند. در این تحقیق از سه متغیر اندازه هیئت مدیره، ترکیب هیئت مدیره و عضویت مدیر عامل در هیئت مدیره به عنوان شاخص های سنجش نظام راهبری شرکت و از درصد سهام متعلق به مدیران و سهامداران نهادی به عنوان معیارهای سنجش ساختار مالکیت استفاده گردید. نتایج این پژوهش نشان داد که اندازه هیئت مدیره و سهامداری مدیریتی به شکلی منفی و معنادار با نسبت اهرم مالی در ارتباط است، در حالی که عضویت مدیر عامل در هیئت مدیره و ترکیب هیئت مدیره هیچ اثر معناداری بر ساختار سرمایه ندارد. همچنین یافته های تحقیق گویای رابطه ای مثبت ولی غیرمعنادار میان مالکیت نهادی و ساختار سرمایه بود.

لی در سال ۲۰۰۹ بررسی ساختار سرمایه را انجام داد در قسمتی از این تحقیق از ROA (بازده دارایی) و ROS (بازده فروش) به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد استفاده کرده و به این نتیجه رسید که بین عملکرد و اهرم مالی و نسبت بدهی های کوتاه مدت رابطه منفی و موافق وجود دارد بنابراین شرکت های چینی کمتر از بدهی کوتاه مدت استفاده می کنند.

جیراپورن و همکاران (۲۰۱۱) رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه را بررسی کرده اند. آنها استدلال نمودند که بر اساس تئوری نمایندگی کیفیت حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه تاثیرگذار است. آنها کیفیت حاکمیت شرکتی را بر اساس خدمات و تعداد سهامداران نهادی اندازه گیری کردند. شواهد تجربی آنها نشان می دهد که رابطه منفی و معنی داری بین اهرم ها و کیفیت حاکمیت شرکتی وجود دارد به طوری که شرکت هایی که حاکمیت شرکتی ضعیف تری دارند به شکل معنی داری دارایی نسبت های اهرمی بالاتر می باشند. همچنین آنها نشان دادند که در حالت کلی کیفیت حاکمیت شرکتی تاثیر با اهمیتی بر تصمیمات مهم و حیاتی شرکت مانند تصمیمات تامین مالی دارد. مرادغلو و شیوپراساد (۲۰۱۱) به مطالعه رابطه بین ساختار سرمایه و بازده غیرعادی در صنعتی خاص در شرکت های انگلیسی پرداختند. نتایج آزمون آنها نشان می

دهد که بین ساختار سرمایه و کسب بازده غیرعادی رابطه معنی داری وجود دارد. گانی و همکاران (۲۰۱۱) به رابطه بین رقابت در بازار محصولات و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس چین پرداختند. آنها بیان داشته اند که اقتصاددانان مالی و کارشناسان صنعت دریافته اند که بین رقابت در بازار محصول و تصمیمات تامین مالی شرکت ها فعل و انفعالاتی وجود دارد و می توان رابطه بین این دو را ارزیابی کرد. آنها با داده های ۱۰۴۱۶ سال - شرکت در بین ۱۲ صنعت از ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۶ در بورس چین رابطه بین رقابت در بازار را که به استفاده از معیار کیو توبین اندازه گیری شده با ساختار سرمایه بررسی کردند. نتایج بررسی آنها نشان می دهد که بین ساختار سرمایه که از طریق نسبت های اهرمی سنجیده شده با معیار رقابت در بازار رابطه معنی داری وجود دارد. کایو و کیمورا (۲۰۱۱) عوامل مرتبه ای تعیین کننده ساختار سرمایه را بررسی کردند. آنها اثرات زمان، شرکت، صنعت و کشور را بر روی ساختار سرمایه آزمون کردند. آنها ابتدا اهمیت نسبی هر کدام را مشخص نمودند. پس از آن متوجه شدند که سطوح زمان و شرکت، ۷۸٪ نسبت های مالی را تحت تاثیر قرار می دهد. همچنین آنها اثرات غیر مستقیم و با اهمیتی در رابطه با ساختار سرمایه و عوامل صنعت و شرایط اقتصادی کشور نشان دادند.

نمازی و شیرزاد (۱۳۸۴) در مقاله ای به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه با سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار (با تاکید بر نوع صنعت) طی سالهای ۷۹-۷۵ پرداخته است. در این مقاله به منظور آزمون فرضیه ها از رگرسیون ساده و ضریب همبستگی استفاده شده است و معنادار بودن آنها با استفاده از آماره t و Z صورت گرفته است. نتایج به دست آمده حاکی از این بوده است که به طور کلی بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت رابطه مثبتی وجود دارد. هرچند معنی داری این رابطه در سطح ضعیفی می باشد و رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری به صنعت نیز بستگی دارد و بنابراین باید ساختار بهینه را در صنایع گوناگون جستجو کرد.

محمدی (۱۳۸۴) از طریق داده های ۵ صنعت بزرگ (۷۵ شرکت) عوامل موثر بر ساختار سرمایه را طی سالهای ۱۳۷۶-۱۳۸۲ مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه رسید که ساختار دارایی ها (نسبت دارایی ثابت به مجموع دارایی ها)، سودآوری و نقدینگی جزء عواملی هستند که ارتباط معنی داری با ساختار سرمایه دارند و دو متغیر رشد سودآوری و رشد فروش ارتباط ضعیفی با ساختار سرمایه دارند.

حسن پوربهبادی (۱۳۸۸) با استفاده از رگرسیون چندگانه به بررسی رابطه بین تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات ارزش شرکت طی سال ۱۳۸۲-۱۳۸۷ برای ۴۷ شرکت از چهار صنعت خودرو و ساخت قطعات، کانی غیر فلزی، دارویی و مواد غذایی پرداخت، که در نهایت به این نتیجه رسید که تاثیر تغییرات ساختار سرمایه بر ارزش شرکت در بین صنایع منتخب یکسان نیست و در هر صنعت متفاوت است و همچنین در اکثر موارد بین تغییرات نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و تغییرات ارزش شرکت در صنایع منتخب رابطه معنی داری وجود ندارد. شمس و حسینی (۱۳۸۹) به مطالعه ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس تئوری های نمایندگی، سلسله مراتبی و داد و ستد ایستا پرداختند. هدف اصلی آنها بررسی میزان تطابق و سازگاری فعالیت های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تئوری های سلسله مراتبی، موازنه ایستا و نمایندگی می باشد. نظریه های مذکور عواملی چون سودآوری، رشد، اندازه و مشهود بودن را بر ساختار سرمایه موثر می داند. به منظور تعیین میزان تاثیر متغیرهای مستقل (قابلیت سودآوری، قابلیت مشهود بودن، رشد و اندازه شرکت) بر متغیر وابسته (نسبت بدهی بلندمدت) از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. یافته های تحقیق آنها حاکی از آن است که بین رشد و اندازه شرکت با نسبت بدهی بلندمدت هیچ ارتباط معناداری وجود ندارد و بین قابلیت سودآوری و نسبت بدهی بلندمدت ارتباط معکوس معنادار و بین قابلیت مشهود بودن و نسبت بدهی بلندمدت ارتباط مثبت معنی داری وجود دارد. ستایش و کاشانی پور (۱۳۸۹) به بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها در این تحقیق رابطه بین ساختار سرمایه و مالکیت نهادی را در کنار سایر عوامل موثر بر این رابطه در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. سایر عوامل عبارتند از درصد سود نقدی سهام، سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی ها، نقدینگی، رشد و اندازه شرکت ها. جامعه آماری آنها شامل ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قالب ۷ گروه صنعت طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ است. نتایج آزمون آنها نشان می دهد در سطح کل شرکت ها، تمام عوامل به جز درصد مالکین نهادی از عوامل موثر بر ساختار سرمایه بوده اند. این در حالی است که در صنایع شیمیایی درصد مالکیت نهادی درصد سود نقدی سهام، ریسک تجاری، نقدینگی و اندازه شرکت ها؛ در صنایع غذایی، نقدینگی، ساختار

دارایی ها و اندازه شرکت؛ در صنایع فلزی، درصد مالکیت نهادی، درصد سود نقدی سهام، ریسک تجاری، ساختار دارایی ها، نقدینگی و اندازه شرکت؛ در صنایع کانی غیر فلزی، نقدینگی؛ در صنایع کاشی و سرامیک، ریسک تجاری و نقدینگی و در صنایع مواد و محصولات دارویی، نقدینگی و اندازه شرکت بر ساختار سرمایه موثر بوده اند. موسوی و کشاورز (۱۳۹۰) بررسی رابطه عوامل ساختار سرمایه و طبقات ریسک سیستماتیک در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای این منظور آنها داده های مورد نیاز این پژوهش را از ۹۹ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۷۸ را جمع آوری کردند. در این پژوهش شرکت ها بر اساس متوسط تغییرات ریسک سیستماتیک (β) به سه طبقه بالا، متوسط و پایین تقسیم شده و عوامل ساختار سرمایه موثر بر تامین مالی از طریق بدهی های بلندمدت و کوتاه مدت بر اساس سه تئوری توازی ایستا، ترتیب هرمی (سلسله مراتب) و جریان نقد آزاد انتخاب شده اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های آنها نشان می دهد شرکت های با ریسک متوسط و پایین به نوبت از بدهی های کوتاه مدت و بلندمدت بیشتر استفاده می کنند و شرکت های با ریسک بالا نسبتاً بیشتر از بدهی های بلندمدت نسبت به بدهی های کوتاه مدت استفاده می کنند. از این رو شرکت های با ریسک بالا تمایلی به بالا بردن تامین مالی از طریق سهام عادی ندارند. از این گذشته نتایج نشان می دهد که شرکت های با ریسک بالا نسبتاً به وسیله مفروضات تئوری ترتیب هرمی متاثر شده اند و همچنین شرکت های با ریسک متوسط به وسیله مفروضات جریان نقد آزاد تحت تاثیر قرار گرفته اند. کریمی و اشرفی (۱۳۹۰) ارتباط سازو کارهای نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار دادند. آنها نمونه ای مشتمل بر ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی هشت ساله (۱۳۸۰-۱۳۸۷) را انتخاب و بررسی کردند. برای آزمون فرضیه ها از تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره با استفاده از روش داده های تابلویی استفاده شده است. معیار مورد استفاده آنها جهت سازو کارهای نظام راهبری شرکتی عبارتند از: درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره، تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره و مالکیت نهادی. نتایج به دست آمده نشان دهنده وجود رابطه ای مثبت و معنادار میان مالکیت نهادی به عنوان یکی از مکانیزم های بیرونی نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه است ولی میان درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و همچنین

تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره با ساختار سرمایه رابطه معناداری مشاهده نگردید. یافته‌های جنبی تحقیق نیز نشان می‌دهد که میان متغیر اندازه شرکت و ساختار سرمایه، ارتباطی منفی و معنادار میان قابلیت مشاهده دارایی‌ها و ساختار سرمایه ارتباطی مثبت و معنادار وجود دارد و سودآوری نیز رابطه‌ای معکوس و معنادار با ساختار سرمایه دارد. سجادی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تاثیر ویژگی‌های شرکت بر روی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها با بررسی ۱۱۲ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۷ با استفاده از مدل اثرات تصادفی فرضیه‌های تحقیق به این نتیجه رسیدند که عواملی مانند نسبت آنی (نقدینگی)، نسبت پوشش بهره و رشد شرکت با ساختار سرمایه رابطه منفی و معنی داری دارند. اما بین ساختار سرمایه و پارامترهایی نظیر اندازه شرکت رابطه معنی داری وجود ندارد. افزون بر این نتیجه تحقیق حاکی از آن است که شرکت‌های دارای نسبت بدهی بیش از ۵۰ درصد در مقایسه با دیگر شرکت‌ها دارای ساختار سرمایه متفاوتی خواهند بود.

بنابراین با توجه به مبانی نظری فرضیه‌های پژوهش بصورت زیر قابل بیان است:

۳- فرضیه اول: بین بدهی کوتاه مدت و عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

۴- فرضیه دوم: بین بدهی بلند مدت و عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

۵- فرضیه سوم: بین کل بدهی‌ها و عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

۶- روش تحقیق

این تحقیق از نوع پژوهش‌های کاربردی است که در آن برای تائید یا رد فرضیات از اطلاعات تاریخی شرکت‌ها و روش‌های آماری استفاده شده است. روش گردآوری اطلاعات به صورت آرشیوی می‌باشد. برای انجام این تحقیق از رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی استفاده شده است. فرضیه تحقیق بر اساس داده‌های مقطعی و سری زمانی آزمون شده است. تحلیل‌های آماری به کمک نرم افزار SPSS نسخه ۱۸ انجام شده است. جامعه آماری تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. قلمرو زمانی نیز برای یک دوره ۱۱ ساله از سال ۱۳۷۹ لغایت پایان سال ۱۳۸۹ تعیین شده است. نمونه آماری این تحقیق آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که دارای شرایط زیر باشند:

- ۱- تا پایان اسفند ۱۳۷۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - ۲- داده های مورد نیاز آن ها در دسترس باشد.
 - ۳- جزء بانک ها، شرکت های مالی و سرمایه گذاری، لیزینگ، بیمه ای و ... نباشند.
 - ۴- در طی دوره تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
 - ۵- سال مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ باشد.
- با توجه به این موارد، تعداد شرکت های نمونه، ۱۰۷ شرکت شد.
- بر اساس فرضیه های تدوین شد، به ترتیب مدل های رگرسیونی زیر برای آزمون فرضیه ها مورد استفاده قرار می گیرد:

فرضیه اول تحقیق عبارت است از اینکه بین بدهی کوتاه مدت و عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. از این رو مدل (۱) برای آزمون این فرضیه برآورد شده است:

فرضیه دوم تحقیق نیز عبارت است از اینکه بین بدهی بلند مدت و عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. مدل (۲) برای آزمون این فرضیه به شرح زیر برآورد شده است:

برای آزمون فرضیه سوم نیز که مدعی است بین کل بدهی ها و عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد، از مدل (۳) به شرح زیر استفاده می شود:

$$\text{مدل (۱)} \quad \text{Performance}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SDC}_{it} + \beta_2 \text{FS}_{it} + \beta_3 \text{SG}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۱)

$$\text{مدل (۲)} \quad \text{Performance}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LDC}_{it} + \beta_2 \text{FS}_{it} + \beta_3 \text{SG}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۲)

$$\text{مدل (۳)} \quad \text{Performance}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TCC}_{it} + \beta_2 \text{FS}_{it} + \beta_3 \text{SG}_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۳)

معیار اندازه گیری عملکرد شرکت

Performance_{it} : عملکرد شرکت t در سال t که به وسیله شاخص کیو توپین (Tobin's Q) اندازه گیری می شود. زمانی که شاخص کیو توپین از یک بزرگتر باشد نشان دهنده این است که سرمایه گذاری در دارایی ها، درآمدهایی را ایجاد کرده که ارزش آنها بیش از مخارج سرمایه ای است. در مقابل زمانی که شاخص کیو توپین کوچکتر از یک باشد، بدین معنی است که سرمایه گذاری در دارایی ها مناسب نبوده و بازدهی چندانی نداشته است. این نسبت بسیار مشابه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم است. از سال ۱۹۷۸ الی ۱۹۹۲ هفت مدل محاسبه برای این شاخص

معرفی گردیده است. که یکی از این هفت مدل Q توپین ساده می باشد که با توجه به سادگی محاسبه و همچنین امکان دسترسی به اطلاعات مورد نیاز داده های این شاخص در ایران از جمله داده های صورتهای مالی اساسی، قیمت سهام و نیز عدم وجود اوراق قرضه و سهام ممتاز از محاسبات ساده تری برخوردار است (پور زمانی و همکاران ۱۳۸۸). روش محاسبه آن به شرح زیر می باشد [پور زمانی و همکاران ۱۳۸۸] و (حسینی و همکاران ۱۳۸۹):

(ارزش دفتری کل دارایی ها در پایان سال) / (ارزش دفتری بدهی ها + ارزش بازار سهام عادی شرکت) = Q توپین ساده

در این پژوهش نیز از مدل بالا استفاده شده است و ارزش بازار پایان سال سهام شرکت i در سال t و همچنین ارزش دفتری بدهی بر ارزش دفتری دارایی تقسیم شده است.

اندازه گیری سایر متغیرها

سایر متغیرهای مدل هایی که در بالا آورده شده به این شرح می باشند:

SDC_{it} : نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی های شرکت i در سال t .

LDC_{it} : نسبت بدهی بلند مدت به کل دارایی های شرکت i در سال t .

TCC_{it} : نسبت کل بدهی به کل دارایی های شرکت i در سال t .

FS_{it} : متغیر اندازه شرکت برابر است با لگاریتم کل دارایی های شرکت i در سال t .

SG_{it} : متغیر رشد که برابر است با درصد رشد فروش شرکت برای شرکت i در سال t .

۴- یافته ها

۴-۱- نتایج آمار توصیفی

جدول (۱) نشان دهنده آمار توصیفی تحقیق است.

جدول (۱) نتایج آمار توصیفی تحقیق							
متغیر	تعداد	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار	ضریب چولگی	خطای استاندارد ضریب چولگی
Tobin's Q_{it}	۱۱۷۷	٪۳۰	٪۱۲۰	٪۵۹	٪۴۱	۰/۳۸	۰/۷
SDC_{it}	۱۱۷۷	٪۲۳	٪۷۱	٪۳۸	٪۲۹	۰/۰۳	۰/۷۷
LDC_{it}	۱۱۷۷	٪۱۱	٪۶۹	٪۴۳	٪۳۱	۰/۴۶	۰/۶۹

بررسی تاثیر ساختار بدهی بر عملکرد مالی شرکت ها در و ...

0/7	0/4	59%	61%	89%	25%	1177	TCC _{it}
0/22	0/41	510/	12	19	9/5	1177	FS _{it}
0/56	0/34	14%	21%	45%	-21%	1177	SG _{it}
Tobin's Q _{it} : شاخص اندازه گیری عملکرد شرکت <i>i</i> در سال <i>t</i> که برابر است با نسبت ارزش بازار سهام به اضافه ارزش دفتری بدهی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی ها.							
SDC _{it} : نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی های شرکت <i>i</i> در سال <i>t</i> .							
LDC _{it} : نسبت بدهی بلند مدت به کل دارایی های شرکت <i>i</i> در سال <i>t</i> .							
TCC _{it} : نسبت کل بدهی به کل دارایی های شرکت <i>i</i> در سال <i>t</i> .							
FS _{it} : متغیراندازه شرکت برابر است با لگاریتم کل دارایی های شرکت <i>i</i> در سال <i>t</i> .							
SG _{it} : متغیر رشد که برابر است با درصد رشد فروش شرکت برای شرکت <i>i</i> در سال <i>t</i> .							

جدول (۱) نشان دهنده نتایج آمار توصیفی است. نکته جالب توجه این است که بدهی های کوتاه مدت بخش بیشتری از بدهی ها را در مقایسه با بدهی های بلند مدت تشکیل می دهد. نتایج ضریب چولگی و خطای استاندارد ضریب چولگی نشان دهنده این است که متغیرها دارای چولگی پایینی می باشند و خطای استاندارد ضریب چولگی بین بازه +۲ و -۲ است که نشان دهنده نرمال بودن داده ها است (مومنی و فعال قیومی ۱۳۸۷، ۳۲).

نتایج آزمون همبستگی

جدول ۲ نشان دهنده نتایج آزمون همبستگی متغیرهای مستقل به شرح زیر است :

جدول (۲) نتایج همبستگی						
متغیرها	Tobin's Q _{it}	SDC _{it}	LDC _{it}	TCC _{it}	FS _{it}	SG _{it}
Tobin's Q _{it}	1	-0/008	0/012	-0/032	-0/148	0
SDC _{it}	-0/008	1	-0/951	0/014	-0/089	0/087
LDC _{it}	0/012	-0/951	1	*-0/064	0/055	-0/088
TCC _{it}	-0/032	0/014	*-0/064	1	-0/253	0/104
FS _{it}	-0/148	-0/089	0/055	-0/253	1	-0/061
SG _{it}	0	0/087	-0/088	0/104	-0/061	1

*معنی داری در سطح ۵٪

**اعداد نمایش داده شده در جدول فوق میزان ضریب همبستگی بین متغیرها را با یکدیگر

نشان میدهد.

همان طور که جدول (۲) نشان می دهد در سطح خطای ۰.۰۵ فقط بین متغیر جمع بدهی ها و بدهی های بلند

مدت همبستگی وجود دارد. هر چند با در نظر گرفتن سطوح دیگری از خطا می توان همبستگی را بین سایر متغیرها مشاهده نمود. نکته دیگری که از جدول (۲) می توان استخراج نمود این است که بین متغیرهای مستقل مدل ها همبستگی وجود ندارد. بنابراین یکی از مفروضات اساسی رگرسیون مبنی بر عدم وجود رابطه بین متغیرهای مستقل رعایت شده است. هر چند نتایج آزمون های دیگر مانند آزمون تولرانس دال بر این نتیجه می باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول تحقیق عبارت است از این که " بین بدهی کوتاه مدت و عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد ". نتایج آزمون این فرضیه به شرح جدول (۳) می باشد.

جدول (۳) : نتایج آزمون فرضیه اول			
متغیر وابسته : عملکرد شرکت			
مدل (۱) $Performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDC_{it} + \beta_2 FS_{it} + \beta_3 SG_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	P-value
Constant	۴/۰۳۶	۳/۱۰۱	۰/۰۰۲
نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی ها	۰/۰۶۱	۲/۳۶	۰/۰۱۸
اندازه شرکت	-۰/۰۶۱	-۲/۴۷	۰/۰۱۴
درصد رشد فروش شرکت	۰/۵۰۹	۱۹/۸	۰/۰۰
: R ² ۰/۲۸		: R ² . Adj ۰/۲۷	
: F ۱۵۱/۸		: P-value ۰/۰۰۰	
: D-W ۱/۹۴		: N ۱۱۷۷	

همان طور که جدول (۳) نشان می دهد ضریب متغیر نسبت بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها، یعنی β_1 کمتر از ۰.۵، مثبت بوده و معنی دار است. به عبارت دیگر بدهی های کوتاه مدت بر عملکرد شرکت تاثیر مثبتی دارد. متغیر کنترلی اندازه شرکت و رشد فروش نیز بر عملکرد شرکت موثر است. آماره F و P-value آن بیانگر معنی داری کل مدل است. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۹۴) نیز بر عدم وجود خود همبستگی خطاها دلالت دارد. بنابراین در سطح خطای ۰.۵٪ فرضیه اول تائید می شود.

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم تحقیق عبارت است از این که " بین بدهی بلند مدت و عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد ". نتایج آزمون این فرضیه به شرح جدول (۴) می باشد.

جدول (۴) : نتایج آزمون فرضیه دوم		متغیر وابسته : عملکرد شرکت	
$\text{Performance}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LDC}_{it} + \beta_2 \text{FS}_{it} + \beta_3 \text{SG}_{it} + \varepsilon_{it}$ مدل (۲)			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	P-value
Constant	۵/۳۵	۵/۲	۰/۰۰۰
نسبت بدهی بلند مدت به کل دارایی ها	۰/۰۷۵	۲/۶۷	۰/۰۰۸
اندازه شرکت	-۰/۰۵	-۲	۰/۰۴۵
درصد رشد فروش شرکت	۰/۵	۱۷/۶	۰/۰۰۰
: R^2 ۰/۲۸		: R^2 Adj ۰/۲۸	
: F ۱۵۲/۶		: P-value ۰/۰۰۰	
: D-W ۱/۹۵		: N ۱۱۷۷	

همان طور که جدول (۴) نشان می دهد ضریب متغیر نسبت بدهی های بلند مدت به کل دارایی ها، مثبت و معنی دار می باشد. به عبارت دیگر بدهی های بلند مدت مانند بدهی های کوتاه مدت بر عملکرد شرکت تاثیر مثبتی دارد. متغیر کنترلی اندازه شرکت و رشد نیز مانند نتایج مدل قبل بر عملکرد شرکت دارای تاثیر منفی و مثبتی می باشند. آماره F و P-value آن بیانگر معنی داری کل مدل است. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۹۵) نیز بر عدم وجود خود همبستگی خطاها دلالت دارد. بنابراین در سطح خطای ۰.۵٪ فرضیه دوم تأیید می شود.

نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم تحقیق عبارت است از این که " بین کل بدهی ها و عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد ". نتایج آزمون این فرضیه به شرح جدول (۵) می باشد.

متغیر وابسته : عملکرد شرکت		جدول (۵) : نتایج آزمون فرضیه سوم	
مدل (۳) $Performance_{it} = \beta_0 + \beta_1 TCC_{it} + \beta_2 FS_{it} + \beta_3 SG_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	P-value
Constant	-۰/۳۴۳	-۲/۵۶	۰/۰۱۱
نسبت کل بدهی به کل دارایی ها	-۰/۰۵	-۱/۳۹	۰/۱۶۳
اندازه شرکت	۰/۱۶۲	۴/۴۳	۰/۰۰۰
درصد رشد فروش شرکت	۰/۰۱۸	۰/۵۰۱	۰/۶۱۶
R^2 : ۰/۲۹	R^2 : ۰/۲۹		
F: ۱۶۰/۹	P-value: ۰/۰۰۰		
D-W: ۱/۸۲	N: ۱۱۷۷		

همان طور که جدول (۵) نشان می دهد بر خلاف دو فرضیه قبلی نسبت کل بدهی ها به جمع دارایی ها با عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود ندارد و فقط متغیر اندازه شرکت بر عملکرد موثر است. آماره F و P-value آن بیانگر معنی داری کل مدل است. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۸۲) نیز بر عدم وجود خود همبستگی خطاها دلالت دارد. بنابراین در سطح خطای ۵٪ فرضیه سوم رد می شود.

نتیجه گیری

یکی از مهم ترین تصمیمات اقتصادی هر شرکتی فراهم کردن منابع مالی مورد نیاز است، که این منابع را می توان از محل حقوق صاحبان سهام یا بدهی تامین کرد. از این رو مدیران مالی در شرکت ها تضمین بهترین ترکیب منابع تامین مالی و یا ساختار سرمایه است و تصمیمات اتخاذ شده در این زمینه در راستای افزایش ارزش شرکت می باشد. عملکرد مالی نیز درجه یا میزانی است که شرکت به هدف های مالی سهامداران در راستای افزایش ثروت نائل می آید. با توجه به هزینه سرمایه و تاثیر آن بر ارزش شرکت می توان بیان کرد که تصمیمات ساختار سرمایه یکی از تصمیمات مهم مدیران مالی است. تحقیقات خارجی با مدل های متفاوت زیادی در مورد ساختار سرمایه وجود دارد که نتایج آن با پژوهش های داخلی متفاوت است که از دلایل آن می توان به تحریم های اقتصادی، حاکمیت اقتصادی، عدم توسعه بازار و این که کشور ما یک کشور در حال توسعه است اشاره کرد. در این تحقیق رابطه بین ساختار سرمایه که توسط نسبت های اهرمی اندازه گیری شده و عملکرد شرکت که به وسیله معیار کیو توین سنجد شده است، بررسی شد. نتایج آزمون فرضیه اول و دوم نشان دهنده رابطه معنی دار بین نسبت بدهی های کوتاه مدت و بلند مدت بر جمع دارایی ها با عملکرد شرکت است. اما نسبت کل بدهی ها به جمع دارایی ها رابطه معنی داری با عملکرد شرکت ندارد. در مورد متغیرهای اندازه شرکت و رشد نیز یافته ها حاکی از وجود رابطه این متغیرها با عملکرد شرکت می باشد. نتایج این تحقیق در مورد دو فرضیه اول مشابه تحقیق مشابه خارجی یعنی ابو (۲۰۰۷) است ولی در مورد فرضیه سوم نتیجه متفاوت می باشد. علاوه بر این یافته ها با نتایج تحقیق لی و همکاران (۲۰۰۹) و گانی و همکاران (۲۰۱۱) پیرامون رابطه اندازه و رشد با عملکرد شرکت مطابق است. به منظور تحقیقات بیشتر نیز پیشنهاد می شود موضوعات زیر مورد بررسی قرار بگیرد:

۱. تاثیر کیفیت افشا و گزارشگری مالی که با معیار رتبه بندی سازمان بورس اندازه گیری می شود بر ساختار سرمایه.

۲. بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر سایر معیارهای نوین ارزیابی عملکرد مانند جریانهای نقدی آزاد.

۳. مطالعه و آزمون رابطه بین ساختار سرمایه و بازده غیر عادی سهام.

پس از بیان نتایج و پیشنهادات محدودیت های پژوهش حاضر بصورت زیر قابل بیان است، پژوهش حاضر تنها رابطه نسبت های اهرمی مانند نسبت بدهی های کوتاه مدت بر دارایی ها را بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار داد و عواملی مانند عوامل سیاسی و یا تحریم های اقتصادی را مد نظر قرار نداده است. همچنین بررسی ترانزنامه شرکت های بورسی مورد مطالعه نشان می دهد که بخش عمده ای از بدهی های بلند مدت شرکت ها ذخیره خدمت کارکنان است. از این رو در چنین شرایطی تصمیم های سرمایه گذاری جهت بالا بردن عملکرد نمی تواند به درستی اتخاذ شود. علاوه بر این مطالب از منظر ریسک پذیری و یا ریسک گریزی، ریسک گریز بودن مدیران نیز می تواند عامل مهمی در ساختار سرمایه باشد که نادیده گرفته شده است، چرا که داشتن روحیه ریسک گریزی منجر به عدم ایجاد بدهی و استفاده از اعتبارات بلند مدت می شود و این امر باعث کاهش عملکرد خواهد شد.

۵- منابع

- حسینی، سید صمد؛ کرمی، اژدر و نیکخواه تکمه‌دش، یونس (۱۳۹۷). مدل‌سازی معادلات ساختاری با Smart PLS V3: رویکرد پایان‌نامه‌نویسی و مقاله‌نویسی. چاپ اول، تهران: انتشارات اندیشه فاضل.
- پوربهبادی، داود (1384). " بررسی ارتباط بین تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.
- ستایش، محمد حسین، کاشانی پور، فرهاد (1389). " بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" فصلنامه تحقیقات مالی، دوره 121، شماره 30، ص 57 تا 74.
- سجادی، سید حسین، محمدی، کامران و محمد سلگی (1390) " بررسی تاثیر ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات حسابداری، سال سوم، شماره دهم، ص 22-35.

بررسی تاثیر ساختار بدهی بر عملکرد مالی شرکت ها در و ...

شمس، شهاب الدین، حسینی، سیده سمیه (1389) "بررسی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس تئوری های هزینه نمایندگی، سلسله مراتبی و داد و ستد ایستا"، پایا نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی.

موسوی، سیدعلیرضا، کشاورز، حمیده (1390) "بررسی رابطه عوامل ساختار سرمایه و طبقات ریسک سیستماتیک در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" فصلنامه پژوهشگر مدیریت، شماره 8، ص 19-36
کریمی، فرزاد، اشرفی، محمد (1390) "بررسی ارتباط سازو کارهای نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره دوم، ص 79-92.
محمدی، راضیه (1384). "بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء(س)، دانشکده علوم اجتماعی.

نمازی، محمد. شیرزاد، جلال (1384). "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه با سودآوری شرکت های سهامی عام"، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره 4.

- Abor, Joshua. (2005), "The effect of capital structure on profitability: empirical analysis of listed firms in Ghana", *Journal of Risk Finance*, Vol. 6 No. 5, pp. 438-451.
- Abor, Joshua. (2007), "The effect of capital structure on firm performance", *Journal of Risk Finance*, Vol. 8 No. 4 pp. 364-379
- Fosberg, R. H. & Ghosh, A., (2006), Profitability And Capital Structure Of Amex And Nyse Firms, *Journal of Business & Economics Research*, N11, p 57-64.
- Guney, Yilmaz, Li, ling, and Richard Fairchild (2011). "The relationship Between product market competition and capital structure in Chinese listed firms" [International Review of Financial Analysis, Volume 20, Issue 1](#), January 2011, Pages 41-51.
- Hasan, A. And Butt, S. (2009). "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies". *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, PP. 50-57.
- Jiraporn, Pornsit, Jang-Chul Kim, Young Sang Kim and Pattanaporn Kitsabunnarat (2011). "Capital structure and corporate governance quality" [International Review of Economics & Finance, Volume 43, Issue 1](#), Pages 235-251
- Kayo, Eduardo, K and Herbert Kimura (2011). "Hierarchical determinants of capital structure" [Journal of Banking & Finance, Volume 35, Issue 2](#), February 2011, Pages 358-371.
- Li & Yue & Zhao. (2009), Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from China.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, Vol. 48 No. 3.97.
- Muradoğlu, Yaz Gülnur and Sivaprasad, Sheeja (2011). "Capital structure and abnormal returns" [International Business Review, Volume 31, Issue 2](#), Pages 326-345.
- Zeitun, R., & Tian, G.G (2007), Capital Structure and Corporate Performance, *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, N 4, P 40.