

بررسی تأثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت‌های بورسی

سیدحسین سجادی*

کامران محمدی**

شعبی عباسی***

تاریخ پذیرش: ۸۹/۱۲/۵

تاریخ دریافت: ۸۹/۵/۲۵

چکیده:

تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه، یکی از مشکل‌ترین و چالش برانگیزترین مسایل پیش‌روی شرکت‌ها بوده، اما در عین حال حیاتی‌ترین تصمیم در مورد ادامه‌ی بقای آنها است. در این پژوهش تأثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از طریق تجزیه و تحلیل داده‌های ۷۶ شرکت برای دوره‌ی زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۳ بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین نسبت بدهی‌های کوتاه-مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با نرخ بازدهی دارایی‌ها رابطه‌ی منفی و معنی‌داری وجود دارد اما، بین ساختار سرمایه (نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) و عملکرد شرکت (بازدهی حقوق صاحبان سهام و حاشیه سود ناخالص) رابطه‌ی معنی‌داری

* دانشیار، دانشگاه شهید چمران، گروه حسابداری، اهواز، خوزستان، ایران

** مربی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد روانسر، گروه حسابداری، روانسر، کرمانشاه، ایران

Email: kamranaccounting@yahoo.com

(نویسنده مسئول)

*** مربی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مریوان، گروه حسابداری، مریوان، کردستان، ایران

وجود ندارد. به بیان دیگر، در شرایط عادی انتخاب ساختار سرمایه تاثیر اندکی یا هیچ تاثیری بر روی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

واژه‌های کلیدی: ساختار سرمایه، عملکرد شرکت، نرخ بازدهی دارایی‌ها، نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام، حاشیه سود ناخالص

۱- مقدمه

با مراجعه به تحقیقات و ادبیات مدیریت مالی مشاهده می‌شود که عمده‌ترین دلایل ناکامی شرکت‌ها فقدان یا عدم کفایت سرمایه‌گذاری و تامین مالی نامناسب و ناکافی آنان است. به عنوان مثال، مالکان این‌گونه شرکت‌ها ممکن است ترکیب نامناسبی از منابع (بدهی در مقابل سرمایه) را انتخاب کنند، یا این‌که منابعی را تحصیل کنند که تعهدات و محدودیت‌های نقدینگی بالایی را برای آنان به دنبال داشته باشد و یا قراردادهایی منعقد کنند که تعهدات هزینه‌ی بالایی را بر آنان تحمیل نماید. حتی ممکن است برای تامین مالی به عرضه‌کنندگان منابعی مراجعه کنند که کار کردن با آنها مشکل‌ساز باشد. بنابراین، ممکن است ضعف‌های موجود منجر به سرمایه‌گذاری نامناسبی شود که ادامه‌ی بقا و حیات شرکت را تهدید کند (کاسار^۱، ۲۰۰۴).

افزون بر این، ساختار سرمایه‌ی نامناسب برای هر شرکتی کلیه‌ی زمینه‌های فعالیت یک شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد و می‌تواند باعث بروز مسائلی نظیر عدم کارایی در بازاریابی محصولات، عدم کارآمدی و ناتوانی در به کارگیری مناسب نیروی انسانی و موارد مشابه شود (هاشمی و اخلاقی، ۱۳۸۹).

تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه شرکت دارای دو جنبه است: اول، میزان سرمایه مورد نیاز و دوم، ترکیب منابع تامین سرمایه. فرض بر این است که بنگاه اقتصادی از میزان سرمایه مورد نیاز خود آگاهی دارد. در چنین حالتی، مسئله به این صورت در می‌آید که برای تامین سرمایه باید از کدام منابع استفاده کند. به بیان دیگر، یعنی چه تعداد اوراق قرضه منتشر شود یا چه مقدار از سرمایه را از محل انتشار سهام عادی تامین کرد (وان اوکن^۲، ۲۰۰۵).

1. Cassar

2. Van auken

با توجه به جایگاه ساختار سرمایه و تأثیر آن بر ارزش، سودآوری و عملکرد واحد اقتصادی، تعیین ساختار بهینه سرمایه از اهمیت بالایی برخوردار است. این مقاله نیز از طریق بررسی رابطه‌ی میان سطح اهرم و معیارهای حسابداری عملکرد واحد اقتصادی، به بررسی تأثیر انتخاب نوع ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

۲- مروری بر پیشینه‌ی پژوهش

تعاریف مختلفی از ساختار سرمایه ارایه شده است که هر یک از این تعاریف جنبه‌ای از روش‌های تامین مالی را به عنوان ساختار سرمایه بیان می‌کنند. از نظر کوپر^۱ (۱۹۸۳) ساختار سرمایه نسبت اوراق بهادار قدیمی‌تر (دارای رتبه بیشتر) به جمع سرمایه‌گذاری‌ها است. بلکویی^۲ (۱۹۹۹) ساختار سرمایه را ادعای کلی بر دارایی‌های شرکت معرفی می‌کند. وی ساختار سرمایه را شامل اوراق بهادار منتشر شده عمومی، سرمایه‌گذاری خصوصی، بدهی بانکی، بدهی تجاری، قراردادهای اجاره و ... می‌داند که معمولاً از طریق نسبت‌هایی مانند نسبت بدهی به مجموع دارایی‌ها، نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی‌ها و نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود. موضوع ساختار سرمایه برای نخستین بار توسط مودینگلیانی و میلر در دهه‌ی ۱۹۶۰ مطرح شد. آنان نظریه‌ی بی‌ارتباطی ساختار سرمایه با ارزش شرکت را بیان کردند و معتقد بودند که شناخت و ارزش‌گذاری شرکت‌ها براساس دارایی‌ها و چگونگی تأمین مالی آنان به شناخت ساختار سرمایه وابسته نیست. پژوهش‌های صورت گرفته توسط پژوهشگران مختلف از جمله نشان داد که در شرایطی خاص که بازار کارا نامیده می‌شود، ساختار سرمایه عاملی اساسی در تعیین ارزش شرکت محسوب می‌شود و می‌تواند بر روی عملکرد بنگاه اقتصادی تأثیرگذار باشد. درست از همین زمان بود که نوع ساختار سرمایه و عوامل موثر بر آن مورد توجه پژوهشگران قرار گرفت. پژوهش‌های مویر و کریشن^۳ (۱۹۹۷)، مچور و گیلسن^۴ (۲۰۰۰) و اندرسن^۵ (۲۰۰۵) بیان‌گر وجود رابطه‌ی معنی‌دار بین معیارهای ساختار سرمایه (نسبت بدهی به کل دارایی‌ها) و معیارهای عملکرد (نرخ بازده دارایی‌ها) است. برگر^۶ (۲۰۰۲) و میلبرن و تاکر^۱ (۲۰۰۵) در پژوهش‌های خود رابطه‌ی بازدهی دارایی‌ها و بازدهی

^۱ Cooper

^۲ Belkoui

^۳ Krishnan & Moyer

^۴ Mathur & Gleason

^۵ Andersen

^۶ Berger

حقوق صاحبان سهام به عنوان معیارهای عملکرد با ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه رسیدند که ساختار سرمایه با نرخ بازدهی دارایی‌ها رابطه‌ی منفی و معنی‌دار داشته اما، با نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه ندارد. کای و ژانگ^۱ (۲۰۰۵) نشان دادند که بین اهرم مالی و نرخ بازده سهام به عنوان شاخص عملکرد شرکت‌ها، رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. فسبرگ و قوش^۲ (۲۰۰۶) با پژوهشی در بورس اوراق بهادار نیویورک نشان دادند که بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها به عنوان معیار عملکرد مالی، رابطه‌ی منفی و معنی‌دار وجود دارد. زایتون و تیان^۳ (۲۰۰۷) با در بررسی رابطه‌ی بین ساختار سرمایه و عملکرد به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با نرخ بازدهی دارایی‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

ناصر و مظهر^۴ (۲۰۰۷) در پژوهشی نشان دادند که بین ساختار سرمایه و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (معیار عملکرد) رابطه‌ی منفی و معنی‌داری است. پائو^۵ (۲۰۰۸) در بررسی رابطه‌ی ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در شرکت‌های تایوانی با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه و مدل‌های شبکه‌ی عصبی، نشان داد که بین ساختار سرمایه و حاشیه‌ی سود ناخالص به عنوان معیار عملکرد رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. افزون بر این، لی و ژائو^۶ (۲۰۰۹) پس از بررسی ساختار سرمایه (نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها) با بازدهی فروش، بازدهی دارایی‌ها و حاشیه‌ی سود ناخالص به عنوان معیارهای عملکرد شرکت، به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و عملکرد رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد. ابراهیم^۷ (۲۰۰۹) در پژوهشی رابطه‌ی بین نسبت‌های بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها و کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به عنوان معیارهای ساختار سرمایه را با معیارهای عملکرد واحد اقتصادی (نرخ بازدهی دارایی‌ها، نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام و حاشیه‌ی سود ناخالص) مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش وی نشان داد که در شرایط عادی بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه‌ی معنی‌دار اما ضعیفی وجود دارد. همچنین، یافته‌های

1. Milboun & Takor

2. Cai & Zhang

3. Fosberg & Ghosh

4. Zeitun & Tian

5. Naser & Mazhar

6. Pao

7. Li & Zhao

8. Ibrahim

پژوهش سرینگاج و مرامور^۱ (۲۰۰۹) نیز حاکی از این است که اهرم مالی (نسبت های بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها، بدهی های بلندمدت به کل دارایی ها و کل بدهی ها به کل دارایی ها) با عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. آنان در پژوهش خود از نرخ بازده دارایی ها و حاشیه سود ناخالص به عنوان معیارهای عملکرد استفاده نمودند.

باقرزاده (۱۳۸۲) به تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. یافته های بررسی ۱۵۸ شرکت تولیدی در قلمرو زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ حاکی از این است که الگوی ساختار سرمایه شرکت های بورسی تابع متغیرهایی نظیر میزان دارایی ثابت، اندازه ی شرکت و سودآوری آن است. سینایی (۱۳۸۶) تأثیر عوامل داخلی شرکت ها (اندازه ی شرکت، وضعیت دارایی ها، میزان سودآوری و فرصت های رشد) را بر چگونگی شکل گیری ساختار سرمایه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده و به این نتیجه رسید که از میان متغیرهای مورد بررسی، اندازه ی شرکت و فرصت های رشد نقش موثرتری در تعیین ساختار سرمایه دارند. کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) به بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بررسی ۹۳ شرکت طی سال های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ مؤید این بوده است که سودآوری یکی از عوامل موثر بر ساختار سرمایه (نسبت بدهی) است و مطابق با نظریه سلسله مراتبی رابطه ی منفی و معنی داری بین این دو متغیر وجود دارد. کیمیاگری و عینعلی (۱۳۸۷) عوامل موثر بر ساختار سرمایه را بررسی کردند. نمونه ی پژوهش شامل ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ی زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ بود و نتایج نشان داد که سودآوری یکی از عوامل موثر بر ساختار سرمایه بوده و با آن دارای رابطه ی منفی و معنی داری است.

۳- فرضیه های پژوهش

براساس بررسی های به عمل آمده در ادبیات پژوهش و پژوهش های داخلی و خارجی و نیز برای آزمون تأثیر انتخاب ساختار سرمایه بر عملکرد بنگاه های اقتصادی، فرضیه هایی به شرح زیر تدوین شد:

فرضیه اول: بین نسبت بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها با نرخ بازده ی دارایی ها رابطه ی معنی داری وجود دارد.

^۱. Cmigoj and Mramor

فرضیه‌ی دوم: بین نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها با نرخ بازدهی دارایی‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه‌ی سوم: بین نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با نرخ بازدهی دارایی‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه‌ی چهارم: بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها با نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه‌ی پنجم: بین نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها با نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه‌ی ششم: بین نسبت کل بدهی‌های به کل دارایی‌ها با نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه‌ی هفتم: بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها با حاشیه‌ی سود ناخالص، رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه‌ی هشتم: بین نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها با حاشیه‌ی سود ناخالص، رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه‌ی نهم: بین نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با حاشیه‌ی سود ناخالص، رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

۴- متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل: در پژوهش حاضر، ساختار سرمایه به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. با توجه به مباحث گفته در مبانی نظری پژوهش، نسبت بدهی‌ها (کوتاه‌مدت، بلندمدت و کل) به کل دارایی‌ها، به عنوان ساختار سرمایه تعریف شده است (آبور^۱، ۲۰۰۵ و ۲۰۰۷).

متغیر وابسته: در این پژوهش از متغیر "عملکرد" به عنوان متغیر وابسته استفاده شد. مروری بر پژوهش‌های صورت گرفته شده در این زمینه نشان می‌دهد که از معیارهای متفاوتی برای اندازه‌گیری عملکرد بنگاه‌های اقتصادی استفاده شده است. این معیارها را می‌توان به سه گروه کلی معیارهای حسابداری شامل بازدهی دارایی‌ها، بازدهی حقوق صاحبان سهام و حاشیه‌ی سود ناخالص معیارهای مبتنی بر بازار مانند بازدهی سهام و تغییرپذیری و معیارهای

^۱. Abor

ترکیبی شامل نسبت کیوی تو بین تقسیم کرد (ماجوم دار و چیبیر^۱، ۱۹۹۹ و آبور، ۲۰۰۵). در این پژوهش از سه معیار حسابداری به صورت زیر برای اندازه گیری عملکرد استفاده شده است:

نرخ بازدهی دارایی‌ها: حاصل تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌ها

نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام: حاصل تقسیم سود خالص بر حقوق صاحبان سهام

حاشیه سود ناخالص: حاصل تقسیم سود ناخالص بر فروش

متغیر کنترل: در پژوهش حاضر، اندازه‌ی شرکت که از طریق لگاریتم مجموع دارایی‌ها محاسبه شده، برای کنترل تاثیر آن بر روی عملکرد بنگاه اقتصادی، در مدل‌ها لحاظ شده است. پژوهش‌های مختلف نشان داده است که احتمالاً اندازه‌ی بنگاه اقتصادی عملکرد آن را تحت تاثیر قرار می‌دهد، زیرا شرکت‌های بزرگ‌تر دارای قابلیت‌های بیشتری در استفاده از منابع مختلف تامین مالی در محیط‌های اقتصادی هستند (راماسوامی، ۲۰۰۱، فرانک و گوپال، ۲۰۰۳ و جرمایز، ۲۰۰۸).

۵- مدل‌های پژوهش

برای بررسی فرضیه‌های مطرح شده در بخش قبل، در مجموع ۹ مدل رگرسیونی بر اساس پژوهش‌های مشابه در نظر گرفته شده که اجزای تشکیل دهنده‌ی آنها در زیر توضیح داده شده است:

ماجوم دار و چیبیر (۱۹۹۹) بازدهی دارایی‌ها را به عنوان مهم‌ترین معیار عملکرد مالی شرکت بیان می‌کنند. افزون بر این، با توجه به پژوهش‌های ابراهیم (۲۰۰۹) سرینگاج و مرامور (۲۰۰۹) که بیان‌گر رابطه‌ی نرخ بازدهی دارایی‌ها و ساختار سرمایه بودند، در سه مدل نخست رابطه‌ی معیارهای ساختار سرمایه با عملکرد مالی اندازه‌گیری شده از طریق نرخ بازدهی دارایی‌ها بررسی شده است. در زیر این مدل‌ها و اجزای آنها تشریح شده است:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STD_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LTD_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TTD_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{مدل (۳)}$$

ROA = نرخ بازدهی دارایی‌ها

^۱. Majumdar and Chhibber

$STD_{i,t}$ = نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها

$LTD_{i,t}$ = نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها

$Size_{i,t}$ = اندازه‌ی شرکت که از طریق لگاریتم مجموع دارایی‌ها محاسبه شده است و

$TTD_{i,t}$ = نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بوده است.

چن و استرانگ^۱ (۲۰۰۵) و آپور (۲۰۰۵) در پژوهش‌های خود و در راستای تعیین ساختار بهینه سرمایه، بازدهی حقوق صاحبان سهام را به عنوان معیار عملکرد مالی بیان کرده و مدعی شده‌اند که بین ساختار سرمایه و نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه وجود دارد. بر همین اساس، در مدل‌های چهارم تا ششم نیز رابطه‌ی بین ساختار سرمایه با بازدهی حقوق صاحبان سهام (به عنوان معیار عملکرد) بررسی شده است:

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STD_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{مدل (۴)}$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LTD_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{مدل (۵)}$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TTD_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{مدل (۶)}$$

در این مدل‌ها (ROE) نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام است.

ابراهیم (۲۰۰۹) و سرینگاج و مرامور (۲۰۰۹) در پژوهش‌های خود از نسبت حاشیه سود ناخالص به عنوان معیاری مناسب از عملکرد واحد اقتصادی نام برده‌اند. در همین راستا، در مدل‌های هفتم تا نهم، حاشیه‌ی سود ناخالص (GM) به عنوان یکی از معیارهای عملکرد بنگاه اقتصادی رابطه‌ی آن با اهرم‌های مالی مورد آزمون قرار گرفته است:

$$GM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STD_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{مدل (۷)}$$

$$GM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LTD_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{مدل (۸)}$$

$$GM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TTD_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{مدل (۹)}$$

^۱. Chen and Strange

۶- روش آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش قبل از تجزیه و تحلیل داده‌ها، پایایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. بدین منظور از آزمون لوین، آزمون ایم، پسران و شین و آزمون فیشر استفاده شد. همچنین، آزمون وایت به منظور کشف ناهمسانی واریانس انجام گرفت. سپس، به منظور تعیین مدل مناسب برای برآورد و تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته، ابتدا آزمون‌های تشخیصی چاو و هاسمن انجام شد. از آزمون چاو برای تعیین مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل اثرات ثابت و از آزمون هاسمن برای تعیین مدل اثرات ثابت در برابر مدل تصادفی استفاده می‌شود. پس از تعیین مدل مناسب برای برآورد پارامترها و تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته تخمین‌های لازم برای آزمون فرضیه‌ها انجام شد.

۷- جامعه‌ی آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه‌ی آماری در این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. برای انتخاب نمونه‌ی آماری، شرایط زیر در نظر گرفته شده و کلیه‌ی شرکت‌های عضو جامعه‌ی آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند، مورد بررسی قرار گرفته‌اند. این شرایط عبارت است از:

- ۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره‌ی زمانی پژوهش موجود باشد.
 - ۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 - ۳) شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و نام شرکت در دوره‌ی مورد بررسی از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.
 - ۴) شرکت سرمایه گذاری یا واسطه‌گری مالی نباشد.
- با اعمال معیارهای فوق تعداد ۷۶ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند و داده‌های مربوط به ۵ سال آنها (۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷) از صورت‌های مالی و نرم افزار تدبیر استخراج شد. برای تخمین مدل‌ها از نرم افزار Eviews 6 استفاده شده است.

آزمون‌های پایایی متغیرهای پژوهش

قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، پایایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. پایایی متغیرهای پژوهش، به این معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در

مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. بدین منظور از آزمون لوین، آزمون ایم، پسران و شین و آزمون فیشر استفاده شده که نتایج این آزمون‌ها در جدول ۱ ارائه شده است. همان‌طور که جدول ۱ نشان می‌دهد مقدار P-value برای تمامی متغیرها از ۵٪ کمتر است، بنابراین تمامی متغیرهای پژوهش در دوره‌ی مورد بررسی در سطح پایا هستند.

جدول ۱: نتایج آزمون پایایی

ROE	GM	SIZE	TTD	LTD	STD	ROA	روش / متغیر	
-۶۵/۱۵۱	-۶۵/۵۳۰	-۱۱۱/۱۳۴	-۱۱/۶۱۰	-۶/۵۵۶	-۶/۸۵۶	-۶۶/۰۵۱	t آماره	لوین، لو و چو
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	P-value	
-۸/۸۵۶	-۱۳/۸۴۱	-۱۵/۹۲۱	-۲/۷۵۲	۳/۵۵۵	۲/۹۵۰	-۲/۸۵۶	w آماره	ایم، پسران و شین
۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	۰/۰۰۸	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	P-value	
۲۴۱/۲۵۰	۴۹۵/۰۴۶	۴۰۳/۳۴۴	۲۸۸/۷۳۲	۲۳۶/۱۹۳	۲۴۶/۱۹۳	۳۴۱/۹۵۰	c آماره	فیشر
۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۰/۰۰۹	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	P-value	

ماخذ: نتایج محاسبات پژوهشگر

آزمون ناهمسانی واریانس

در پژوهش‌ها همواره حالت‌هایی فرض می‌شود که اگر این حالت‌ها وجود نداشته باشد آزمون‌های آماری مربوطه مورد تردید قرار می‌گیرد یکی از این حالت‌ها که با تخمین مدل از طریق رگرسیون حداقل مربعات در ارتباط می‌باشد، همسانی واریانس است. برای تشخیص ناهمسانی واریانس در این پژوهش آزمون وایت استفاده شده که نتایج آن در جدول (۲) برای کلیه مدل‌ها ارائه شده است. نتایج حاصل از آزمون نشان می‌دهد که با توجه به مقدار آماره آزمون (F) و سطح معنی‌داری که بیشتر از ۵٪ می‌باشد، فرض H_0 پذیرفته می‌شود. بنابراین، همسانی واریانس پذیرفته شده و ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

جدول ۲: نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

F- statistic	۱/۳۳۴	p- value	۰/۸۵۵	مدل ۱
F- statistic	۲/۶۴۸	p- value	۰/۸۳۳	مدل ۲
F- statistic	۱/۳۸۶	p- value	۰/۸۲۰	مدل ۳
F- statistic	۲/۲۴۱	p- value	۰/۷۴۱	مدل ۴
F- statistic	۳/۵۸۴	p- value	۰/۶۵۸	مدل ۵
F- statistic	۲/۹۴۵	p- value	۰/۶۲۲	مدل ۶
F- statistic	۱/۵۸۷	p- value	۰/۶۹۵	مدل ۷
F- statistic	۱/۳۳۶	p- value	۰/۸۳۵	مدل ۸
F- statistic	۳/۲۲۴	p- value	۰/۵۵۵	مدل ۹

ماخذ: نتایج محاسبات پژوهشگر

آمار توصیفی

جدول ۳ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. نتایج به دست آمده بیان‌گر دو نکته‌ی قابل توجه است. اول، میانگین (میانه) شاخص‌های عملکردی (نرخ بازدهی دارایی‌ها، نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام و حاشیه‌ی سود ناخالص) به طور قابل توجهی پایین بوده و نشان دهنده‌ی عملکرد ضعیف شرکت‌های بورس تهران در دوره‌ی مورد بررسی است. از جمله دلایلی که می‌توان برای این موضوع ذکر کرد دولتی بودن این شرکت‌ها است. زیرا، شرکت‌های بورسی بیشتر سهام آنها در اختیار بخش‌های شبه دولتی بوده و عملکرد آنها متأثر از سیاست‌های دولت خواهد بود. افزون بر این، بحران مالی جهانی نیز در این مساله بی‌تاثیر نبوده است. دوم، میانگین (میانه) بیشتر ۰/۲۰۲ (۰/۱۹۰) برای نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی‌ها، بیان‌گر این مطلب است که شرکت‌های مورد بررسی ترجیح داده‌اند که بیشتر منابع مورد نیاز خود را از بدهی‌های کوتاه‌مدت تامین کنند. هم‌چنین، انحراف استاندارد بیشتر برای نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام (۰/۲۸۰) در مقایسه با دیگر متغیرهای مستقل و وابسته‌ی پژوهش، نشان دهنده‌ی تغییرپذیری بیشتر این متغیر در دوره‌ی زمانی پژوهش بوده است.

جدول ۳: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میان	ماکزیمم	مینیمم	انحراف استاندارد
نرخ بازدهی دارایی‌ها	۰/۱۲۹	۰/۱۰۹	۰/۵۰۸	-۰/۰۳۰	۰/۰۹۱
نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام	۰/۲۲۵	۰/۲۲۸	۰/۵۰۸	-۰/۱۲۰	۰/۲۸۰
حاشیه سود ناخالص	۰/۲۲۰	۰/۱۷۱	۰/۸۳۱	-۰/۰۹۳	۰/۱۷۶
نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها	۰/۲۰۲	۰/۱۹۰	۰/۵۲۵	-۰/۰۰۰	۰/۱۳۰
نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها	۰/۰۸۱	۰/۰۲۵	۰/۴۳۱	-۰/۰۰۰	۰/۱۰۹
نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها	۰/۲۸۳	۰/۲۶۶	۰/۶۶۳	-۰/۰۱۶	۰/۱۵۲
اندازه‌ی شرکت	۱۳/۴۰۴	۱۳/۱۶۴	۱۶/۱۰۳	۱۱/۰۷۹	۱/۲۱۳

ماخذ: نتایج محاسبات پژوهشگر

برازش مدل پژوهش

آزمون‌های تشخیصی در داده‌های ترکیبی

برای تعیین مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی از آزمون‌های چاو و هاسمن استفاده شده است. آزمون چاو برای تعیین به‌کارگیری مدل اثرات ثابت در مقابل تلفیق کل داده‌ها انجام گرفته و فرضیه‌های آن به صورت زیر است:

$$\text{Pooled Model: } H_0$$

$$\text{Fixed Effect Model: } H_1$$

فرض H_0 بر پایه عدم وجود اثرات فردی و گروهی است و فرض H_1 بر پایه وجود اثرات فردی و گروهی قرار دارد. آزمون هاسمن نیز برای تعیین استفاده از مدل اثر ثابت در مقابل اثر تصادفی انجام می‌شود. آزمون هاسمن بر پایه‌ی وجود یا عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل مدل شکل گرفته است. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، مدل اثر ثابت و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد مدل اثر تصادفی کاربرد خواهد داشت. فرضیه‌ی H_0 نشان دهنده‌ی عدم ارتباط متغیرهای مستقل و خطای تخمین و فرضیه‌ی H_1 نشان دهنده‌ی وجود ارتباط است.

$$H_0 : \text{Model Random Effect}$$

$$H_1 : \text{Fixed Effect Model}$$

الف) آزمون چاو

جدول ۴ بیانگر نتایج آزمون چاو است. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر ۲/۶۶۲ و p -value در حدود ۰/۳ است. بنابراین، فرض H_0 (مدل تلفیقی) تایید نمی‌شود. به بیان دیگر، اثرات فردی و یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده‌های تابلویی برای برآورد مدل استفاده شود. در مرحله‌ی بعد برای تعیین استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون چاو

آزمون اثرات	آماره	درجه آزادی	p-value	نتیجه آزمون
F	۲/۶۶۲	-۴/۵۵۰	۰/۰۳۱۹	مدل اثرات ثابت
کای اسکوتر	۱۰/۷۴۰	۴/۰۰۰	۰/۰۲۹۶	

ماخذ: نتایج محاسبات پژوهشگر

ب) آزمون هاسمن

جدول ۵ نتایج آزمون هاسمن را نشان می‌دهد. همان‌طور که از نتایج جدول مشهود است مقدار p -value بیشتر از ۰/۵ است. بنابراین، فرضیه‌ی H_1 (مدل اثرات ثابت) رد می‌شود. این موضوع به معنی عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل است. با توجه به نتایج آزمون چاو و آزمون هاسمن مناسب‌ترین روش برای برآورد پارامترها و آزمون فرضیه‌ها، مدل اثرات تصادفی است.

جدول ۵: نتایج آزمون هاسمن

خلاصه آزمون	آماره کای اسکوتر	درجه آزادی	p-value	نتیجه آزمون
دوره تصادفی	۰/۰۰۰	۵/۰۰۰	۰/۰۱۰	مدل اثرات تصادفی

ماخذ: نتایج محاسبات پژوهشگر

تجزیه و تحلیل نتایج

الف) رابطه‌ی بین ساختار سرمایه و عملکرد اندازه‌گیری شده از طریق نرخ بازدهی دارایی‌ها

جدول ۶ نتایج آزمون رابطه‌ی ساختار سرمایه‌ی اندازه‌گیری شده از طریق نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها (مدل ۱)، نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها (مدل ۲) و نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها (مدل ۳) را با عملکرد اندازه‌گیری شده از طریق نرخ بازدهی دارایی‌ها، نشان می‌دهد. در فرضیه‌ی اول بیان شده که بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازدهی دارایی‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. همان‌طور که از نتایج جدول مشهود است بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازدهی دارایی‌ها رابطه‌ی منفی و معنی‌داری ($-0/340$) وجود دارد. ضریب منفی به دست آمده در مدل ۱ برای این نسبت نشان می‌دهد که با افزایش نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نرخ بازدهی دارایی‌ها کاهش می‌یابد. بنابراین، فرضیه‌ی اول مورد پذیرش قرار می‌گیرد. در فرضیه‌ی دوم پژوهش نیز رابطه‌ی معنی‌دار بین نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازدهی دارایی‌ها بررسی شد. نتایج جدول نشان می‌دهد که بین نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها در مدل ۲ و نرخ بازدهی دارایی‌ها رابطه‌ی منفی ($-0/131$) وجود داشته اما، این رابطه در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنی‌دار نیست. بنابراین، فرضیه‌ی دوم رد می‌شود. در فرضیه‌ی سوم بیان شده که بین نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها و نرخ بازدهی دارایی‌ها رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. همان‌طور که از نتایج جدول مشهود است بین نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها و نرخ بازدهی دارایی‌ها رابطه‌ی منفی و معنی‌داری ($-0/331$) وجود دارد. ضریب منفی به دست آمده در مدل ۳ نیز برای این نسبت نشان می‌دهد که با افزایش نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها، نرخ بازدهی دارایی‌ها کاهش می‌یابد. یک دلیل برای وجود این رابطه می‌تواند این باشد که شرکت‌های مورد بررسی در بورس اوراق بهادار تهران، بیشتر منابع مورد نیاز خود را از طریق بدهی‌های کوتاه‌مدت تأمین کرده‌اند. بنابراین، فرضیه‌ی سوم پژوهش نیز مورد پذیرش قرار می‌گیرد. در نهایت، نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها بیان‌گر این مطلب است که بین متغیر کنترل (اندازه‌ی شرکت) و نرخ بازدهی دارایی‌ها در هر سه مدل فوق رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد.

جدول ۶: رابطه‌ی ساختار سرمایه و عملکرد اندازه‌گیری شده از طریق نرخ بازدهی دارایی‌ها

متغیر	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳
مقدار ثابت	۰/۱۹۸	۰/۰۳۴	۰/۱۱۲
نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی‌ها	-۰/۳۴۰*		
نسبت بدهی بلند مدت به کل دارایی‌ها		-۰/۱۳۱***	
نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها			-۰/۳۳۱**
اندازه‌ی شرکت	-۴/۷۰۵***	۰/۰۰۶***	۰/۰۰۷***
R ²	۰/۴۱۴	۰/۲۱۴	۰/۴۳۴
آماره F	۲۶/۶۶۷	۱۹/۶۴۹	۳۲/۳۰۸
آماره دورین- واتسون	۱/۷۸۳	۱/۷۱۲	۱/۸۱۶

*** غیر معنی‌دار

** معنی‌داری در سطح ۵٪

* معنی‌داری در سطح ۱٪

ماخذ: نتایج محاسبات پژوهشگر

ب) رابطه‌ی بین ساختار سرمایه و عملکرد اندازه‌گیری شده از طریق نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام

جدول ۷ نتایج حاصل از بررسی رابطه‌ی ساختار سرمایه‌ی اندازه‌گیری شده از طریق نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها (مدل ۴)، نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها (مدل ۵) و نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها (مدل ۶) را با عملکرد اندازه‌گیری شده از طریق نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام، نشان می‌دهد.

در فرضیه‌ی چهارم بیان شده است که بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. همان‌طور که از نتایج جدول مشهود است بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی منفی (۰/۱۸۲-) وجود دارد که این رابطه در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنی‌دار نیست. بنابراین، فرضیه‌ی چهارم رد می‌شود.

در فرضیه‌ی پنجم پژوهش نیز رابطه‌ی معنی‌دار بین نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام بررسی شد. نتایج جدول نشان می‌دهد که بین نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها در مدل ۵ و نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی منفی (۰/۲۰۵-) وجود داشته اما، این رابطه در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنی‌دار نیست. بنابراین، فرضیه‌ی پنجم پژوهش نیز رد می‌شود.

در فرضیه‌ی ششم بیان شده که بین نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها و نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. همان‌طور که از نتایج جدول مشهود است بین نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها و نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی منفی (-۰/۱۱۵) وجود دارد اما، به دلیل معنی‌دار نبودن این رابطه در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ فرضیه‌ی ششم رد می‌شود.

افزون بر این، نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که بین متغیر کنترل (اندازه‌ی شرکت) و نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام در سه مدل ۴، ۵ و ۶ رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد.

جدول ۷: رابطه‌ی ساختار سرمایه و عملکرد اندازه‌گیری شده از طریق نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام

متغیر	مدل ۴	مدل ۵	مدل ۶
مقدار ثابت	۰/۰۶۴	-۰/۰۷۱	-۰/۰۶۰
نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها	-۰/۱۸۲***		
نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها		-۰/۲۰۵***	
نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها			-۰/۱۱۵***
اندازه‌ی شرکت	۰/۰۳۳***	۰/۰۳۵***	۰/۰۴۴***
R ²	۰/۳۵۱۰	۰/۳۱۴	۰/۴۰۴
آماره F	۲۲/۴۸۴	۲۰/۴۹۹	۳۳/۰۹۳
آماره دوربین - واتسون	۱/۹۵۱	۱/۸۵۱	۱/۷۶۹

* معنی‌داری در سطح ۱٪ ** معنی‌داری در سطح ۵٪ *** غیرمعنی‌دار

ماخذ: نتایج محاسبات پژوهشگر

ج) رابطه‌ی بین ساختار سرمایه و عملکرد اندازه‌گیری شده از طریق حاشیه‌ی سود ناخالص

جدول ۸ نتایج حاصل از بررسی رابطه‌ی ساختار سرمایه‌ی اندازه‌گیری شده از طریق نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها (مدل ۴)، نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها (مدل ۵) و نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها (مدل ۶) را با عملکرد اندازه‌گیری شده از طریق حاشیه‌ی سود ناخالص، نشان می‌دهد. در فرضیه‌ی هفتم بیان شده که بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و حاشیه‌ی سود ناخالص رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. همان‌طور که از نتایج جدول مشهود است بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و حاشیه‌ی سود ناخالص رابطه‌ی منفی (-۰/۵۴۶) وجود دارد که این رابطه در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنی‌دار نیست.

بنابراین، فرضیه‌ی هفتم رد می‌شود. در فرضیه‌ی هشتم پژوهش نیز رابطه‌ی معنی‌دار بین نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام بررسی شد. نتایج جدول نشان می‌دهد که بین نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها در مدل ۵ و نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی منفی (۰/۱۷۲-) وجود داشته اما، این رابطه در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنی‌دار نیست. بنابراین، فرضیه‌ی هشتم پژوهش نیز رد می‌شود. در فرضیه‌ی نهم بیان شده که بین نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها و حاشیه‌ی سودناخالص رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. همان‌طور که از نتایج جدول مشهود است بین نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها و حاشیه‌ی سودناخالص رابطه‌ی منفی (۰/۴۴۷-) وجود دارد اما، به دلیل معنی‌دار نبودن این رابطه در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ فرضیه‌ی نهم رد می‌شود. در نهایت، مطابق با نتایج به دست آمده در مدل‌های قبلی، بین متغیر کنترل (اندازه‌ی شرکت) و حاشیه‌ی سودناخالص در سه مدل ۷، ۸ و ۹ رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد.

جدول ۸: رابطه‌ی ساختار سرمایه و عملکرد اندازه‌گیری شده از طریق حاشیه‌ی سود ناخالص

مدل ۹	مدل ۸	مدل ۷	متغیر
-۰/۶۴۳	-۰/۸۰۴	-۰/۴۳۳	مقدار ثابت
		-۰/۵۴۶***	نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها
	-۰/۱۷۲***		نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها
-۰/۴۴۷***			نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها
۰/۰۷۵***	۰/۰۲۶***	۰/۰۵۹***	اندازه‌ی شرکت
۰/۲۵۰	۰/۳۲۴	۰/۲۹۴	R ²
۵۰/۸۸۹	۶۵/۵۲۴	۶۲/۹۴۱	آماره F
۱/۱۳۸	۱/۱۲۲	۱/۲۱۱	آماره دوربین-واتسون

* معنی‌داری در سطح ۱٪ ** معنی‌داری در سطح ۵٪ *** غیرمعنی‌دار

ماخذ: نتایج محاسبات پژوهشگر

نتیجه‌گیری

موضوع ساختار سرمایه برای نخستین بار توسط مودیگلیانی و میلر در دهه‌ی ۱۹۶۰ مطرح شد. آنان نظریه‌ی بی‌ارتباطی ساختار سرمایه با ارزش شرکت را بیان کردند و معتقد بودند که شناخت و ارزش‌گذاری شرکت‌ها براساس دارایی‌ها و چگونگی تأمین مالی آنان به شناخت ساختار سرمایه وابسته نیست. در ادامه پژوهش‌های صورت گرفته توسط پژوهشگران مختلف

نشان داد که در شرایطی خاص که بازار کارا نامیده می‌شود، ساختار سرمایه عاملی اساسی در تعیین ارزش شرکت محسوب می‌شود. درست از همین زمان بود که ساختار سرمایه و عوامل موثر بر آن مورد توجه پژوهشگران قرار گرفت. علت این توجه نیز به دلیل تاثیرپذیری بازده و ریسک شرکت‌ها از تصمیم‌گیری‌های مربوط به نوع تامین مالی است. از آن زمان تاکنون پژوهش‌های زیادی در ارتباط با ساختار سرمایه انجام گرفته که پژوهش فوق نیز از جمله آنها است. در این پژوهش تاثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق بررسی رابطه‌ی بین معیارهای ساختار سرمایه (نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) و معیارهای حسابداری عملکرد (نرخ بازدهی دارایی‌ها، نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام و حاشیه‌ی سود ناخالص) مورد بررسی قرار گرفت. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که ساختار سرمایه (به ویژه نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) بر روی عملکرد اندازه‌گیری شده از طریق نرخ بازدهی دارایی‌ها، تاثیر منفی دارد. افزون بر این، هیچ‌کدام از معیارهای ساختار سرمایه بر روی نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام و حاشیه‌ی سود ناخالص تاثیر معنی‌داری ندارد. به طور کلی می‌توان این گونه نتیجه‌گیری کرد که در شرایط عادی انتخاب ساختار سرمایه تاثیر اندکی یا هیچ تاثیری بر روی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

پیشنهادها:

۱. پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های بعدی دیگر عوامل تعیین کننده‌ی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران مانند ریسک تجاری، رشد و غیره را بررسی کرده و نتایج به دست آمده را با نتایج پژوهش‌های مشابه در دیگر کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته، مقایسه نمایند.
۲. هم‌چنین، پژوهش‌های بعدی می‌توانند اثر مشترک ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر روی عملکرد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهند.

منابع:

- ۱- باقرزاده سعید، (۱۳۸۲)، "تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات مالی**، شماره ۱۶.
- ۲- سینیایی حسنعلی، (۱۳۸۶)، "بررسی تاثیر عوامل داخلی شرکت‌ها بر چگونگی شکل‌گیری ساختار سرمایه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، سال چهاردهم، شماره ۴۸.
- ۳- کردستانی غلامرضا، نجفی عمران مظاهر، (۱۳۸۷)، "بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی"، **تحقیقات مالی**، شماره ۲۵.
- ۴- کیمیاگری علی محمد، عینعلی سودابه، (۱۳۸۷)، "ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران)"، **تحقیقات مالی**، دوره دهم، شماره ۲۵.
- ۵- هاشمی سید عباس، اخلاقی حسنعلی، (۱۳۸۹)، "تاثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت"، **فصلنامه حسابداری مالی**، سال دوم، شماره ۶.
- 6- Abor, J. (2005), "The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana", **Journal of Risk Finance**, Vol. 6, pp. 438-47.
- 7- Abor, J. (2007), "Debt policy and performance of SMEs: evidence from Ghanaian and South Africa firms", **Journal of Risk Finance**, Vol8, pp. 364-79.
- 8- Berger A. and Bonaccorsi di Patti, E. (2006), "Capital structure and firm performance: a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 30, pp. 1065-102.
- 9- Chen J, and Strange R. (2005), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chines Listed Companies", **Economic Change and Restructuring**, 38: 11-35.
- 10- Crnigoj M, and Mramor D. (2009), "Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms", **Emerging Markets Finance & Trade**, 45(1): 72-89.
- 11- Ibrahim El-Sayed Ebaid. (2009), "The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt", **The Journal of Risk Finance**, Vol 10 No. 5, pp. 477-487.
- 12- Jermias, J. (2008), "The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance", **British Accounting Review**, Vol. 40, pp. 71-86.

- 13-Majumdar, S. and Chhibber, P. (1999), "Capital structure and performance: evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance", **Public Choice**, Vol. 98, pp. 287-305.
- 14-Modigliani, F. and M. Miller (1963), "The Cost Of Capital Corporation Finance And The Theory Of Investment", **American economics review**, 48 (3) , 261-297.
- 15-Pao H.T.(2008), "A Comparison of Neural Network and Multiple Regression Analysis in Modeling Capital Structure", **Expert systems with Applications**, Vol. 35: 720-727.
- 16-Ramaswamy, K. (2001), "Organizational ownership, competitive intensity, and firm performance: an empirical study of the Indian manufacturing sectors", **Strategic Management Journal**, Vol. 22, pp. 989-98.
- 17-Riahi, Belkai Ahmad. (1999), "capital structure" , first edition.
- 18-Krishnan, V.S., & Moyer, R.C.,(1997), "Performance Capital Structure and Home Country: An Analysis of Asian Corporations". **Global Finance Journal 8**, p 129-143.
- 19-Gleason ,K.S.,& Mathur,L.K, & Mathur, I., (2000), "The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance :Evidence from European Retailers", **Journal of Business Research**, N,50,p185-19
- 20-Tian,G.G.,Zeitun, R.,(2007), Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from the Surveys of Small Business Finance,, **Australasian Accounting Business and Finance Jurnal**,N 4, P 40.
- 21-Li & Yue & Zhao. (2009), Ownership, Institutions,and Capital Structure : Evidence from China.
- 22-Milboun, Faulkender & Takor.(2005), Does Corporate Performance Determin Capital Structure and Dividend Policy?
- 23-Naser ,Mohamed & Mazhar, Ayesha. (2007), Determinants of Capital Structure Decisions Case of Pakistani Government Owned and Private Firms.
- 24-Cai, Jie & Zhang ,Zhe. (2005), Capital Structure dynamics and Stock Returns.
- 25-Berger, Allen.(2002), Capital Structure Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking industry.
- 26-Andersen,T.J.,(2005) ,Risk Management, Capital Structure And Preformance Golbal Business & Economics Anthology.
- 27-Fosberg, R. H,& Ghosh ,A.,(2006), Profitability And Capital Structure Of Amex And Nyse Firms, **Journal of Business & Economics Research**, N11,p 57-64.