

## تأثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی عربصالحی<sup>۱\*</sup>، رزیتا مؤیدفر<sup>\*\*</sup>، سجاد کریمی<sup>\*\*\*</sup>

<sup>\*</sup>استادیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

mehdi\_arabsalehi@acnt.ui.ac.ir

<sup>\*\*</sup>استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان

moayedfar.r@gmail.com

<sup>\*\*\*</sup>کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه اصفهان

sajjad\_karimi1980@yahoo.com

### چکیده

سرمایه‌گذاری تحت شرایط عدم اطمینان، از مهمترین مقوله‌هایی است که از دیرباز توجه متخصصان مدیریت مالی را به خود جلب کرده است. سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم به سرمایه‌گذاری، عوامل مختلفی را در نظر می‌گیرند. در این میان توجه به شاخص‌های عملکرد شرکت‌های مورد نظر، تصمیم سرمایه‌گذار را تحت تأثیر قرار می‌دهد. لذا شناخت عواملی که بر عملکرد شرکت‌ها مؤثرند، از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است. هدف پژوهش حاضر، بررسی ارتباط بین ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه با عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۱ است. متغیرهای مستقل مورد استفاده در این پژوهش عبارتند از: ریسک اقتصادی، ریسک بازار، رشد فروش، رشد دارایی، رشد بالقوه شرکت، نسبت نقدینگی و نسبت بدهی. همچنین، معیارهای مورد استفاده برای عملکرد شرکت (به عنوان متغیر وابسته پژوهش) عبارتند از: جریان نقد آزاد هر سهم و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام. این پژوهش از نوع توصیفی-علی است و روش گردآوری مباحث نظری آن کتابخانه‌ای بوده، داده‌های آن از سازمان بورس اوراق بهادار و گزارش‌های مالی شرکت‌ها به دست آمده است. در این پژوهش از آزمون‌های رگرسیون تک متغیره و چندمتغیره به روش داده‌های تابلویی و داده‌های ترکیبی برای تعیین معنادار بودن ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش صورت گرفته حاکی از آن است که بین ریسک محیط و جریان نقد آزاد هر سهم، بین ریسک محیط و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و بین ساختار سرمایه و جریان نقد آزاد هر سهم ارتباط معنی دار وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** ریسک محیط، استراتژی شرکت، ساختار سرمایه، جریان نقد آزاد هر سهم، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام.

## ۱. مقدمه

رشد و شکوفایی اقتصادی هر کشوری به سرمایه گذاری و برنامه ریزی مناسب بستگی دارد. هدایت صحیح جریان‌های نقدی به سمت سرمایه گذاری‌های مناسب باعث رشد اقتصادی، افزایش تولید ناخالص ملی، ایجاد اشتغال، افزایش درآمد سرانه و نهایتاً رفاه عمومی خواهد شد. بدون شک، عمده ترین اقدام در جهت تشویق مردم به سرمایه گذاری یا خرید سهام شرکت‌ها، بهبود شاخص‌های عملکرد و کاهش ریسک شرکت‌هاست. در این میان، عوامل مختلفی وجود دارند که می‌توانند بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر گذار باشند [۱۵].

سرمایه گذاران برای انجام سرمایه گذاری‌های خود به اطلاعات مالی نیاز دارند تا بتوانند سرمایه گذاری‌های مناسبی انجام دهند. صورت‌های مالی نقش عمده ای در تشریح وضعیت مالی و عملکرد مالی شرکت‌ها دارند. تجزیه و تحلیل درست عوامل مؤثر بر عملکرد مالی شرکت‌ها می‌تواند سرمایه گذاران را در جهت اتخاذ تصمیمات بهینه کمک کند. علاوه بر آن آشنایی مدیران با عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌ها نیز موجب خواهد شد تا آنان تصمیماتی را اتخاذ نمایند که بهترین تصمیم برای شرکت تابعه آنان باشد. این تحقیق به بررسی این موضوع می‌پردازد که اگر شرکت‌ها به نحو صحیح موقعیت‌های سرمایه گذاری خود را با توجه به محیط فعالیت انتخاب و در پی آن سیاست‌های خود را به نحوی تنظیم کنند که منابع را به بهترین موقعیت‌ها تخصیص دهند، در آن صورت قادر خواهند بود به نتایج رضایت بخشی دست یافته، به دنبال آن رضایت صاحبان سهام و اعتبار دهندگان خود را جلب نمایند. مفاهیم مالی و

اصول نظری مدیریت استراتژیک بیانگر این موضوع هستند که شرکت‌ها قبل از اتخاذ تصمیم در مورد سرمایه گذاری‌های خود باید منابع مالی خود را بررسی کرده، وجوه خود را به نحوی تخصیص دهند که ضمن گردش عملیات شرکت در کوتاه مدت، موفقیت بلند مدت خود را نیز در نظر گرفته باشند. در این راستا، بررسی همه جانبه و کلی عوامل اثرگذار بر عملکرد شرکت ضروری به نظر می‌رسد. برخی از این عوامل ناشی از محیط فعالیت شرکت هستند که در سطوح کلان، صنعت و خود شرکت می‌توانند بر کارایی و سودآوری شرکت مؤثر واقع شوند که در این مقاله اثرگذاری محیط در قالب ریسک محیط تعریف شده است. عامل دیگر، سیاست‌های (استراتژی‌های) تدوین شده توسط مدیریت عالی است که بر عملکرد شرکت مؤثر هستند. علاوه بر آن ساختار سرمایه نیز از طریق هزینه سرمایه و ریسک ناشی از وام‌گیری می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد [۲۵].

سودآوری و عملکرد مطلوب یک شرکت، ثروت صاحبان سهام و اعتباردهندگان را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این در حالی است که این دو گروه (سهامداران و اعتباردهندگان) دارای تضاد منافع با یکدیگر بوده، به سودآوری و عملکرد شرکت از دیدگاه‌های متفاوتی توجه می‌کنند [۱۴]. در این تحقیق برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها از دو معیار: ۱- حسابداری و ۲- مالی، استفاده شده است. معیارهای حسابداری از قبیل: بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها، بازده فروش و بازده سرمایه. این معیارها بیانگر میزان رضایتمندی صاحبان سهام هستند که در این تحقیق از بین معیارهای ذکر شده در بالا، بازده

به‌طورکلی، نوسان‌پذیری بازده سرمایه‌گذاری، ریسک نامیده می‌شود. با بررسی فرمول‌های بازده، در می‌یابیم که ریسک هر سهم به وسیله تغییرات در قیمت و سود تقسیمی آن سهم مشخص می‌شود. سرمایه‌گذارانی که در صدد به حداکثر رساندن ثروت خود هستند، سعی می‌کنند در دارایی‌هایی که نرخ بازده بالا و ریسک کمی دارند، سرمایه‌گذاری کنند. اگر شخصی در اوراق بهاداری سرمایه‌گذاری کند که نرخ بازدهی آن از نرخ بازده مورد انتظار بیشتر باشد، ارزش بازار این اوراق افزایش خواهد یافت [۲۷].

#### ۲-۱-۱-۱ ریسک محیط

محیط اقتصادی شرکت‌ها نقش تعیین‌کننده و غیر قابل انکاری در اثرگذاری بر عملکرد شرکت دارد. ریسک محیط بر اساس انواع ریسک‌هایی که شرکت در نتیجه فعالیت خود با آن‌ها روبه‌رو می‌شود، تعریف می‌گردد. انواع ریسک‌ها و مخاطراتی که موفقیت یک شرکت را تهدید می‌کنند، به دلیل عدم اطمینان‌های ناشی از محیط خارجی و یا داخلی خود شرکت است. ریسک می‌تواند ناشی از سیاست‌ها و عوامل کلان اقتصادی یک کشور، مانند خصوصی سازی، تولید ناخالص داخلی و غیره و یا سیاست‌های اتخاذ شده در سطح خود شرکت‌ها، از قبیل نحوه تأمین مالی، سیاست‌های نقدینگی، پتانسیل رشد شرکت و غیره باشد [۱۵]. از یک دیدگاه، عوامل تشکیل‌دهنده ریسک محیط عبارتند از: ریسک نرخ بهره، ریسک تورم، ریسک بازار، ریسک تجاری، ریسک مالی و ریسک سیاسی - اقتصادی [۱۱].

حقوق صاحبان سهام به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد شرکت انتخاب شده است. از طرف دیگر، برای ارزیابی عملکرد شرکت باید به میزان رضایتمندی اعتبار دهندگان نیز توجه نمود. معیارهای مالی مورد استفاده برای سنجش رضایت اعتبار دهندگان معمولاً جریان‌های نقدی یک شرکت هستند که در این تحقیق برای ارزیابی رضایتمندی اعتبار دهندگان از جریان‌های نقدی آزاد هر سهم<sup>۱</sup> استفاده شده است [۱۵].

#### ۲. ادبیات پژوهش

##### ۲-۱-۲ مفهوم ریسک در سرمایه‌گذاری

بدون شک عمده‌ترین اقدام، در جهت تشویق مردم به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تولیدی یا خرید سهام شرکت‌ها، ایجاد تعادل بین بازدهی و ریسک این گونه سرمایه‌گذاری‌ها در مقایسه با سایر سرمایه‌گذاری‌های غیرمولد است. در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران سعی دارند که حتی الامکان پس اندازهای خود را در سرمایه‌گذاری‌هایی صرف کنند که بیشترین بازدهی را داشته باشند، اما در این راستا به ریسک مربوط به سرمایه‌گذاری نیز توجه دارند و در صورتی ریسک را متحمل می‌شوند که از بابت آن بازده بیشتری عایدشان شود [۲۶]. در این مورد، ایجاد محیطی مناسب برای سرمایه‌گذاری‌های سالم و مولد و تقویت بازار سرمایه، از مهمترین اقداماتی است که می‌تواند توسط متولیان اقتصاد کشور انجام گیرد. ریسک عبارت است از احتمال از دست دادن تمام یا قسمتی از سود و یا اصل سرمایه، و

<sup>۱</sup>. Free Cash Flow per Share

## ۲-۲ استراتژی

از دیدگاه مدیریت استراتژیک، تعاریف متعددی از استراتژی و خط مشی شرکت صورت گرفته است؛ برای مثال، چندلر<sup>۲</sup> (۱۹۶۲)، استراتژی را چنین توصیف می‌کند:

"تعیین اهداف بلند مدت شرکت، اتخاذ تصمیم‌های متناسب و مطابق با این اهداف و تخصیص منابع به نحوی که اهداف مورد نظر حاصل شوند." همچنین، او چنین بیان می‌کند که استراتژی عبارت است از یک طرح واحد، همه‌جانبه و تلفیقی که نقاط قوت و ضعف سازمان را با فرصت‌ها و تهدیدهای محیطی مربوط ساخته، دستیابی به اهداف اصلی سازمان را میسر می‌سازد. هافر و شندر<sup>۳</sup> (۱۹۷۸)، استراتژی را به صورت "برقراری توازن و تطابق میان اهداف سازمانی، منافع، مهارت‌های افراد، فرصت‌ها و ریسک‌ها" تعریف می‌کنند [۲۱].

به گونه‌ای مشابه، تامسون و استریکلند<sup>۴</sup> (۱۹۸۱)، استراتژی را به عنوان "ارزش‌های مشترک موجود در یک سازمان برای تحقق اهداف، از طریق تخصیص بهینه منابع و هدایت تلاش‌ها در راستای اهداف مذکور" تعریف می‌کنند [۲۸]. مینتزبرگ<sup>۵</sup> (۱۹۸۱)، تعریف کوتاهی درباره استراتژی ارائه داده است. از نظر وی، استراتژی عبارت است از: الگوی به جریان انداختن تصمیمات. در جایی دیگر مینتزبرگ، استراتژی را به عنوان "مسیر تعیین‌کننده تصمیم‌گیری و عملکرد شرکت‌ها و سازمان‌ها" می‌داند [۲۴]. از نظر هیل و جونز<sup>۶</sup> (۱۹۹۵)، این تصمیمات و نحوه

عمل‌های اتخاذ شده می‌تواند ناشی از محیط خارجی و یا درونی شرکت صورت گیرد. اثرگذاری محیط خارجی می‌تواند در نتیجه فرصت‌ها و یا تهدیدهای موجود در محیط فعالیت شرکت باشد. این تأثیرگذاری می‌تواند در نتیجه تأثیرات ناشی از صنعت و یا سیاست‌های کلان اقتصادی باشد. محیط درونی شرکت‌ها نیز با توجه به کمیت و کیفیت منابع موجود و در اختیار شرکت بر تصمیم‌گیری‌ها تأثیرگذار است. انتخاب استراتژی‌های مناسب در یک شرکت باید با توجه به نقاط ضعف و قوت آن شرکت از لحاظ منابع مالی در دسترس صورت گیرد. در سطح خود شرکت‌ها، سیاست‌گذاری توسط مدیران عالی شرکت صورت می‌گیرد و این سیاست‌گذاری‌ها بر اساس رضایت و منافع صاحبان سهام و ذی‌نفعان شرکت انجام می‌پذیرد؛ به طوری که بر اثر اجرای تصمیمات اتخاذ شده بر ثروت سهامداران و ذی‌نفعان افزوده شده، در بلندمدت حداکثر سود را نصیب آنان سازد [۲۰]. در ادامه، درباره دو نوع استراتژی متداول در شرکت‌ها که در این پژوهش نیز به عنوان معیارهای استراتژی استفاده شده‌اند، مطالبی ارائه می‌شود.

### ۲-۲-۱ استراتژی رشد شرکت

توجه به رشد شرکت، یکی از راهکارهای اساسی برای موفقیت و دستیابی به سهم بیشتری از بازار در رقابت با رقبای دیگر معرفی شده است. هر چند شرکت‌هایی که به موفقیت‌های چشمگیری دست یافته‌اند، ممکن است استراتژی‌های رشد را به عنوان بخشی از مجموعه استراتژی‌های خود به کار گیرند، ولی نکته اصلی این است که اکثر شرکت‌های کاربر

2. Chandler
3. Hofer & Shender
4. Thompson & Strickland
5. Mintzberg
6. Hill & Jones

وارد خواهد شد. جریان نقدی در خصوص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی در بلندمدت صورت می‌گیرد، لذا قابلیت برنامه ریزی بیشتری دارند، در حالی که فعالیت‌های عملیاتی معمولاً در کوتاه مدت انجام می‌شود و ورودی جریان نقدی آنها هم در کوتاه مدت صورت می‌گیرد.

قدرت نقدینگی یک شرکت عبارت است از: توانایی انجام تعهدات کوتاه مدت شرکت.

حاصل فعالیت‌های عملیاتی که در دوره عملیات انجام می‌شود، در قالب ارقام حسابداری، همچون مانده وجه نقد، مانده مطالبات، مانده موجودی کالا و مانده حساب‌های پرداختی نشان داده می‌شود. تعهدات کوتاه مدتی که طی دوره جاری ایجاد می‌شود، باید از محل دارایی‌های جاری که طی این دوره ایجاد می‌شوند، پرداخت شود. توانایی شرکت در پرداخت بموقع بدهی‌ها نشان دهنده قدرت نقدینگی شرکت است. بنابراین، می‌توان گفت قدرت نقدینگی مناسب برای شرکت‌ها یکی از عوامل مهم و اساسی در موفقیت برنامه‌های استراتژیک شرکت است [۱۵].

نگرش‌های مختلفی در خصوص اندازه‌گیری نقدینگی و مبانی اندازه‌گیری مذکور وجود دارد که آنها را می‌توان در سه دسته زیر تقسیم بندی کرد:

۱- برخی از نویسندگان مدیریت مالی برای نشان دادن توانایی شرکت در انجام تعهدات کوتاه مدت صرفاً وجه نقد و اوراق کوتاه مدت قابل فروش را مورد توجه قرار می‌دهند. این نویسندگان سایر دارایی‌های جاری، از جمله موجودی کالا و مطالبات را در تعیین وضعیت نقدینگی مؤثر نمی‌دانند.

این نوع استراتژی، به نتایج مثبت و چشمگیری دست یافته اند. برای مثال، بر اساس تحقیق صورت گرفته توسط زوک و روگرز<sup>۷</sup> (۲۰۰۱)، تعداد ۲۴۰ شرکت در هفت صنعت مورد بررسی، به رشد سودآوری دست یافتند. بر اساس این پژوهش، دسترسی به این رشد تنها در سایه توجه به دو نکته زیر حاصل شده است:

۱- جستجوی فرصت‌های سودآور با توجه به نوع فعالیت و عملیات شرکت؛

۲- جستجوی راه‌کارهایی برای بهبود عملیات اصلی شرکت.

شرکت‌ها معمولاً استراتژی‌های رشد را با توجه به وضعیت خود در بازارهای رقابتی انتخاب می‌کنند. برخی از این استراتژی‌ها عبارتند از: توسعه عملیات و فعالیت فعلی شرکت، ایجاد عملیات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری و ترکیب با سایر شرکت‌ها، توجه به رضایتمندی مشتریان، افزایش سهم شرکت از بازار و به تبع آن، افزایش میزان فروش شرکت و خرید دارایی‌های جدید [۳۰].

## ۲-۲-۲ استراتژی نقدینگی شرکت

فعالیت‌هایی که شرکت‌ها انجام می‌دهند، معمولاً به سه دسته تقسیم می‌شوند: فعالیت‌های عملیاتی، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های تأمین مالی. به رغم تفاوت‌های مهمی که این سه دسته فعالیت دارند، یک ویژگی مشترکشان این است که انجام آنها موجب ورود و خروج وجه نقد از شرکت می‌شود. به عبارت دیگر، انجام این فعالیت‌ها از یک طرف مستلزم صرف وجه نقد (خروج وجه نقد) است و از طرف دیگر، در آینده جریان‌های نقدی به شرکت

7. Zook & Rogers

شرکت‌ها بر اساس سیاست تأمین مالی آنها به دو بخش منابع مالی درونی و منابع مالی بیرونی شرکت تقسیم می‌شود. در منابع مالی درونی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تأمین مالی می‌کند؛ یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیت‌های عمدتاً عملیاتی شرکت برای کسب بازده بیشتر به کار می‌گیرد و در منابع مالی بیرونی از محل بدهی‌ها و سهام، اقدام به تأمین مالی می‌کند [۱۶].

شرکت برای اینکه بتواند تأسیس شود، به سرمایه نیاز دارد و برای توسعه به مبالغ بیشتری سرمایه نیاز خواهد داشت. وجوه مورد نیاز از منابع گوناگون و به شکل‌های مختلف تأمین می‌شوند، ولی همه سرمایه را می‌توان در دو گروه اصلی قرار داد: وام و سهام.

تأمین سرمایه از محل وام دارای چندین نقطه قوت است: نخست بهره مشمول معافیت مالیاتی می‌شود و همین امر باعث خواهد شد که هزینه مؤثر وام کاهش یابد و به ویژه اگر نرخ بازدهی حاصل از به کارگیری این منابع بیش از نرخ هزینه تأمین مالی آن باشد، دارندگان سهام عادی به این دلیل که نرخ بهره و اصل بدهی بلندمدت ثابت و مشخص است، الزامی ندارند که وام‌دهندگان را نیز در این سود اضافی سهام نمایند و سرانجام به این دلیل که وام‌دهندگان دارای حق رأی نیستند، سهامداران می‌توانند با پول کمتر، کنترل بیشتری را بر شرکت اعمال نمایند [۴].

از جنبه دیگر، بدهی‌های بلندمدت دارای نقاط ضعفی بدین شرح هستند: نخست آن که بدهی‌های بلندمدت از یک سو تعهدات مالی برای شرکت ایجاد می‌کند و اتکای بیش از حد به آن، به افزایش اهرم

۲- برخی دیگر از نویسندگان، کلیه دارایی‌های جاری اعم از دارایی‌هایی که کاملاً نقد یا شبه نقد هستند و دارایی‌هایی که نقد نیستند، ولی قابلیت نقد شدن در دوره‌های کوتاه مدت را دارند، در تعیین وضعیت نقدینگی شرکت مؤثر می‌دانند.

۳- عده ای دیگر از نویسندگان ضمن این که کلیه دارایی‌های جاری را مؤثر می‌دانند، همه امکانات و دارایی‌های شرکت را تعیین کننده وضعیت نقدینگی می‌دانند. اگر شرکت دارایی‌های ثابت غیرعملیاتی داشته باشد که در کوتاه مدت بتواند به راحتی تبدیل به نقد شود، یا اگر شرکت دسترسی سریع به منابع مالی بانکی داشته باشد و یا فرصت استفاده از اعتبار در حساب جاری داشته باشد، همگی بیانگر قدرت نقدینگی شرکت هستند [۵].

در این پژوهش، به پیروی از چاسوس و السن (۲۰۰۷)، قدرت نقدینگی شرکت را بر اساس موجودی نقد و اوراق بهادار کوتاه مدت قابل فروش اندازه‌گیری می‌کنیم.

## ۲-۳ ساختار سرمایه و مفاهیم مربوط به آن

امروزه درجه‌بندی شرکت‌ها از لحاظ اعتباری تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنان بستگی دارد و در واقع، مبنای تولید و ارائه خدمات بر نحوه تأمین و مصرف وجوه مالی وابسته است. از طرفی، ساختار سرمایه هر شرکت هشدار اولیه‌ای درباره میزان مضیقه مالی شرکت است و لازم است در برنامه‌ریزی استراتژیک شرکت‌ها و تعیین عوامل مؤثر بر کارایی، تأمین مالی آنان مورد توجه جدی باشد. به اعتقاد پراساد و همکاران<sup>۸</sup> (۱۹۹۷)، منابع تأمین مالی

<sup>۸</sup>. Prasad et al

گروه (سهامداران و اعتباردهندگان) دارای تضاد منافع با یکدیگر بوده، به سودآوری و عملکرد شرکت از دیدگاه‌های متفاوتی توجه می‌کنند.

از دیدگاه برونن و ایچ هلتنز<sup>۹</sup> (۲۰۰۱)، در محاسبه نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، با توجه به این که سود خالص ممکن است در برگزیده ارقام غیرمترقبه باشد، لذا احتمال فریبنده بودن تجزیه و تحلیل بازدهی حقوق صاحبان سهام وجود دارد. بنابراین، به نظر می‌رسد که سود پس از کسر مالیات، چون در برگزیده ارقام غیرمترقبه نیست، برای تجزیه و تحلیل بازدهی حقوق صاحبان سهام به صورت شفافت‌عمل کند [۱۷].

از طرف دیگر، عموماً هدف شرکت‌ها به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران است و سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، استقراض از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، صدور اوراق قرضه و اخذ بدهی‌های کوتاه مدت نیز در راستای به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران انجام می‌گیرد. با عنایت به نکات مذکور، انتخاب حقوق صاحبان سهام به عنوان نماینده ثروت سهامداران، منطقی به نظر می‌رسد.

جریان نقد آزاد برای شرکت، معیاری است که سودآوری شرکت، را پس از همه هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها اندازه‌گیری می‌کند. معیار مزبور یکی از معیارهای متعددی است که برای مقایسه و تجزیه و تحلیل سلامت مالی شرکت‌ها استفاده می‌شود [۲۳]. مقدار مثبت جریان نقد آزاد برای شرکت نشان می‌دهد که شرکت پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها دارای وجوه نقد مازاد است. از طرف

مالی و به تبع آن به افزایش احتمال ورشکستگی و عدم پرداخت اصل و بهره وام منجر می‌شود، بویژه در مورد شرکت‌هایی که از نظر موقعیت مالی در وضعیت مطلوبی به سر نمی‌برند. استفاده بیش از حد از بدهی‌های بلند مدت، میزان تعهدات شرکت را سنگین‌تر کرده، باعث افزایش ریسک مالی و ورشکستگی سهامداران می‌شود. به تبع این وضعیت، تقاضا برای سهام شرکت در بورس کاهش می‌یابد که این امر خود باعث کاهش قیمت سهام و در نتیجه کاهش بازده سهام می‌شود [۱۸].

دوم، در برخی کشورها هر قدر نسبت وام بیشتر شود، ریسک بالاتر خواهد رفت و به تبع آن نرخ بازده مورد انتظار وام‌دهندگان و نرخ هزینه وام‌ها نیز افزایش می‌یابد که این امر می‌تواند مزیت ناشی از معافیت‌های مالیاتی را تحت الشعاع قرار دهد [۱۸].

بنابراین، مسأله‌ای که مطرح می‌شود، این است که شرکت‌ها چگونه اقدام به تأمین منابع مالی کنند تا برسود و بازده سهامداران حداکثر تأثیر مثبت را بگذارند؟ عوامل متعددی، از جمله ماهیت فعالیت و دارایی‌ها و نوع صنعت بر تأمین مالی شرکت تأثیر می‌گذارند. برای نمونه، ماهیت فعالیت شرکت ممکن است به گونه‌ای باشد که جریان‌های نقدی ورودی به راحتی فراهم شود. در چنین، موقعیتی استفاده از بدهی‌ها به جای سهام (تأمین مالی از طریق بدهی‌ها)، ارزانتر از سهام است و برسود شرکت می‌افزاید.

## ۲-۴ عملکرد شرکت

سودآوری و عملکرد مطلوب یک شرکت، ثروت صاحبان سهام و اعتباردهندگان را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این در حالی است که این دو

<sup>۹</sup>. Brounen & Eichholtz

دیگر، مقدار منفی نشان می‌دهد که شرکت درآمد کافی به منظور پوشش هزینه‌ها و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری‌اش ایجاد نکرده است. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران باید در ارزیابی دلایل این رویداد، به کاوش‌های عمیق‌تری بپردازند. این امر می‌تواند علامتی از مشکلات حاد شرکت مورد رسیدگی باشد.

۲-۵- روابط میان ریسک محیط، استراتژی شرکت، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت

همان‌طور که در قسمت‌های قبلی نیز اشاره شد، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت است. لذا در این قسمت درباره هر یک از این عوامل، اجزای تشکیل‌دهنده آنها و چگونگی ارتباط آنها مطالبی ارائه می‌شود.

نخستین عامل ریسک محیط است. همان‌طور که قبلاً نیز اشاره شد، انواع ریسک‌ها و مخاطراتی که موقعیت یک شرکت را تهدید می‌کند، به دلیل عدم اطمینان‌های ناشی از محیط خارجی و یا داخلی خود شرکت است. ریسک می‌تواند ناشی از سیاست‌های کلان اقتصادی یک کشور، مانند خصوصی‌سازی و یا سیاست‌های اتخاذ شده در سطح خود شرکت، مانند نحوه تأمین مالی باشد. در این پژوهش، ریسک محیط در قالب ریسک اقتصادی و ریسک بازار تعریف شده است. ریسک اقتصادی عبارت است از: اثرگذاری میزان تولید ناخالص داخلی<sup>۱</sup> (GDP) بر میزان فروش شرکت. به عبارتی دیگر، ریسک اقتصادی ناشی از متغیرهای کلان اقتصادی و محیط

## ۲-۵- روابط میان ریسک محیط، استراتژی شرکت، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت

سرمایه‌گذاران همواره به دنبال سرمایه‌گذاری‌هایی هستند که در بازدهی یکسان، ریسک کمتری داشته باشند و در صورتی تحمل ریسک بیشتر را قبول می‌کنند که بازدهی بیشتری نیز نصیب آنان شود. لذا می‌توان گفت شرکتی که دارای ریسک بالاتری است، باید بازدهی بیشتری نیز داشته باشد، زیرا سهامداران و طلبکاران آن انتظار کسب بازدهی بیشتری دارند.

پژوهش چاسوس و السن (۲۰۰۷)، بیانگر ارتباط مثبت میان ریسک اقتصادی و ریسک بازار با جریان نقد آزاد هر سهم بوده، علاوه بر آن، نتیجه پژوهش فوق نشان داد که بین ریسک اقتصادی و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی، ولی بین ریسک بازار با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت وجود دارد [۱۵].

همچنین، پژوهش باقرزاده (۱۳۸۴) نشان دهنده رابطه خطی مثبت بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران است [۳].

دومین عاملی که بر عملکرد شرکت‌ها می‌تواند مؤثر باشد، استراتژی شرکت است. همان‌طور که قبلاً توضیح داده شد، دو نوع استراتژی مورد نظر در این پژوهش که می‌تواند توسط شرکت‌ها اتخاذ و پیاده‌سازی شوند، استراتژی رشد و استراتژی نقدینگی

<sup>۱</sup> تولید ناخالص داخلی، مجموع ارزش کالاها و خدمات نهایی تولید شده، طی یک دوره (یک سال) در داخل یک کشور است.

صاحبان سهام شرکت است، تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت، ناشی از هزینه سرمایه و ریسکی است که از طریق تأمین مالی ایجاد می‌شود.

ریسک ناشی از نحوه تأمین مالی شرکت را ریسک مالی می‌گویند. هزینه سرمایه نیز حداقل نرخ بازدهی است که تحصیل آن برای حفظ ارزش شرکت ضروری است. شرکت‌ها معمولاً از طریق بدهی و سهام اقدام به تأمین مالی می‌کنند و هر کدام از این اقلام هزینه مربوط به خود را دارند. در این پژوهش، نسبت بدهی به عنوان عامل ساختار سرمایه مورد استفاده قرار گرفته است. نسبت بدهی نشان دهنده این نکته است که چه نسبتی از دارایی‌های شرکت به بدهی‌هایش مربوط است. نسبت بدهی بالاتر از یک نشان می‌دهد که بدهی‌های شرکت بیشتر از دارایی‌های آن است و نسبت بدهی کمتر از یک، نشان دهنده این است که دارایی‌های شرکت بیشتر از بدهی‌هایش است. نسبت بدهی در ترکیب با سایر روش‌ها، سلامت مالی شرکت را محاسبه می‌کند. نسبت بدهی می‌تواند به سرمایه‌گذار کمک کند تا درجه ریسک شرکت‌های مختلف را تعیین و پیرو آن سودآوری و عملکرد آنها را بررسی و ارزیابی کند [۱۴].

فرناندز<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۱)، به رابطه مثبت و معنی داری میان بدهی‌ها با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام دست یافت؛ یعنی هرچه میزان بدهی‌ها افزایش یابد، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام نیز افزایش می‌یابد [۱۹]. احمدی (۱۳۸۰) در پژوهش خود به این نتیجه رسید

شرکت هستند. شرکت‌ها انواع استراتژی‌های رشد را معمولاً با توجه به وضعیت خود در بازارهای رقابتی اتخاذ می‌کنند. برخی از این استراتژی‌ها عبارتند از: توسعه عملیات و فعالیت اصلی شرکت، انجام تحصیل‌های تجاری و ترکیب با سایر شرکت‌ها و توجه به رضایتمندی مشتریان. استراتژی‌های رشد با توجه به مأموریت و مقصدی که برای شرکت ایجاد می‌کنند، بر ارزش شرکت اثرگذار هستند؛ مثلاً شرکت‌هایی که موفقیت و بازدهی مطلوب خود را در ترکیب با واحدهای تجاری دیگر می‌بینند، این نوع استراتژی را اتخاذ می‌کنند. برای مثال، این شرکت‌ها می‌توانند از طریق انجام ترکیب‌های تجاری موفقیت آمیز، قیمت تمام شده محصولات و خدمات خود را کاهش داده تا از این طریق بتوانند به سهم بیشتری از بازار دسترسی داشته، بازدهی و عملکرد مطلوبی در بازار رقابت پیدا کنند. استراتژی نقدینگی شرکت بیشتر مورد توجه اعتباردهندگان و طلبکاران شرکت است، زیرا که نقدینگی یک شرکت بیانگر توانایی آن شرکت در انجام تعهدات کوتاه مدت خود است. هر چقدر نقدینگی شرکتی بالاتر باشد، ریسک وام‌گیری آن شرکت می‌تواند پایین تر باشد. به عبارتی، اعتباردهندگان با بررسی میزان نقدینگی شرکت خواستار بازدهی متفاوتی هستند. شرکتی که وضعیت نقدینگی مطلوبتری دارد، در مقایسه با شرکتی که از نقدینگی مناسبی برخوردار نیست، قدرت وام‌گیری بهتری دارد. چنین شرکتی می‌تواند وام‌های با نرخ بهره پایین تری دریافت کند و از این طریق عملکرد مطلوبتری نیز داشته باشد [۱۵].

سومین عامل، ساختار سرمایه است. ساختار سرمایه شرکت ناشی از ترکیب بدهی‌ها و حقوق

<sup>11</sup>. Fernandez

که بین ساختار سرمایه با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری وجود ندارد [۱].

در ادامه به طور خلاصه به پژوهش‌های پیشین انجام شده در ارتباط با موضوع تحقیق اشاره می‌شود.

### ۳. پیشینه پژوهش

#### ۳-۱ پژوهش‌های خارجی

چاسوس والس<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۷)، در زمینه تأثیر عوامل مختلف بر عملکرد شرکت، تحقیقی با عنوان "بررسی تأثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت" انجام دادند. آنها این تحقیق را در مورد ۴۸ رستوران منتخب در کشور آمریکا اجرا کردند و به این نتیجه رسیدند که بخش اعظمی از انحرافات در عملکرد رستوران‌ها از طریق این متغیرها توضیح داده می‌شود [۱۵].

فرناندز<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۱)، پژوهشی با عنوان "ساختار سرمایه بهینه" با استفاده از دو نمونه پیشنهادی به وسیله مکتب تجارت‌هاروارد<sup>۱۴</sup> و دامودوران<sup>۱۴</sup> انجام داد. مکتب تجارت‌هاروارد، روابط بین هدف حداکثر نمودن قیمت سهم و رسیدن به ساختار بهینه سرمایه را با در نظر گرفتن حداکثر نمودن ارزش شرکت و حداقل نمودن میانگین موزون هزینه سرمایه تجزیه و تحلیل می‌نماید. در این مکتب با افزایش بدهی‌ها، هزینه تأمین مالی از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد و این مسأله ناشی از این است که سهامداران و طلبکاران شرکت در معرض ریسک بیشتری قرار می‌گیرند. بر همین اساس، نسبت بازده

حقوق صاحبان سهام (ROE) رابطه مثبت و معنی‌داری با بدهی‌ها دارد؛ یعنی هر چه میزان بدهی‌ها افزایش می‌یابد، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) هم افزایش می‌یابد. این نتیجه با تئوری ساختار سرمایه مودیگلیانی<sup>۱۵</sup> و میلر<sup>۱۶</sup> مطابقت دارد که در سال ۱۹۶۳ مطرح شد. طبق تئوری ساختار سرمایه مودیگلیانی و میلر، اگر شرکت تأمین مالی خود را صد در صد از طریق بدهی انجام دهد، ارزش شرکت به حداکثر خواهد رسید، اما افزایش بدهی‌ها تا حد محدودی میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت را کاهش خواهد داد، در غیر این صورت، میانگین موزون هزینه سرمایه روند صعودی پیدا خواهد کرد [۱۹].

کیم و همکاران<sup>۱۷</sup> (۱۹۹۸)، در پژوهشی با عنوان "عوامل تعیین کننده نقدینگی شرکت" به بررسی رابطه میان نقدینگی و عملکرد شرکت پرداختند. آنها عملکرد شرکت را از طریق معیار جریان نقد آزاد هر سهم اندازه‌گیری کردند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که رابطه میان نقدینگی و جریان نقد آزاد هر سهم منفی است [۲۲].

ولیا<sup>۱۸</sup> (۱۹۹۶)، در پژوهشی با عنوان "ریسک تجاری و اثرات آن بر عملکرد شرکت" نشان داد که ارتباط میان ریسک تجاری و عملکرد شرکت، منفی است. ریسک تجاری بالا سبب افت عملکرد شرکت می‌شود [۲۹].

کاپن و همکاران<sup>۱۹</sup> (۱۹۹۰)، در پژوهشی با عنوان "رشد شرکت‌ها" به بررسی رابطه میان رشد دارایی‌ها و رشد فروش با عملکرد شرکت‌ها پرداختند. به

15. Modigliani

16. Miller

17. Kim et al

18. Veliyath

19 - capon et al

12. Chathoth and Olsen

13. Business School

14. Damodarn School

ایزدی نیا و رحیمی دستجردی (۱۳۸۷)، در تحقیقی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و سود هر سهم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها نسبت‌های بدهی به دارایی و بدهی به حقوق صاحبان سهام را به عنوان متغیرهای مستقل و نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم را به عنوان متغیرهای وابسته در ۵۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۴ انتخاب کردند. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که یک رابطه مستقیم بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (متغیر مستقل) با نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم (متغیرهای وابسته) وجود دارد. همچنین، بین نسبت بدهی به دارایی با درآمد هر سهم ارتباط معنی داری وجود دارد [۲].

درخشنده دشتی (۱۳۸۲)، تحقیقی با عنوان "به کارگیری روش برش مقطعی در رابطه با بررسی تأثیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام عادی بر روی بازده سهام و سودآوری شرکت-های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داد. نتایج این پژوهش نشان داد که بین اندازه و بازده شرکت در برخی سال‌ها رابطه‌ای معنی دار وجود دارد و در برخی سال‌ها این رابطه رد می‌شود. در تحقیق وی رابطه میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و سودآوری سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز رابطه معنی دار میان اندازه شرکت و سودآوری سهام عادی شرکت‌ها، برای کل دوره زمانی تحقیق تأیید می‌شود [۷].

شیرزاده (۱۳۸۱)، در تحقیق خود با عنوان "بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" نتیجه گرفت که

منظور آزمون فرضیه‌ها، تعداد ۸۸ شرکت به طور تصادفی و با استفاده از روش‌های آماری انتخاب شدند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش نشان داد که رشد دارایی‌ها و رشد فروش شرکت‌های منتخب، سبب بهبود عملکرد مالی آنها می‌شود [۱۴].

### ۲-۳ پژوهش‌های داخلی

سیرانی، محمد و همکاران (۱۳۹۰)، در تحقیقی با عنوان مطالعه تأثیر ریسک نقدشوندگی و سایر عوامل مؤثر بر بازده‌های مقطعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی رابطه میان ریسک نقدشوندگی و عوامل مؤثر بر بازده شرکت‌های بورسی پرداختند. در این تحقیق، با توجه به اهمیت رابطه ریسک و بازده، تأثیر ریسک نقدشوندگی و عوامل مؤثر ریسک، شامل: ریسک بازار (ریسک سیستماتیک)، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و همچنین، سهام شناور بر بازده‌های مقطعی با توجه به مدل FARM بررسی شده است. در راستای این هدف، همه شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز برای دوره چهار ساله مورد تحقیق (۸۶-۸۳) در مورد آنها قابل دسترسی بود، انتخاب شدند. به منظور آزمون فرضیه‌ها از تکنیک‌های آماری رگرسیون ساده و چند متغیره (روش گام به گام) بهره گرفته شده است. نتایج تحقیق نشان داد که ریسک بازار، اندازه شرکت و سهام شناور رابطه معناداری با بازده دارند، اما رابطه ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و ریسک نقدشوندگی با بازده معنادار نیست. همچنین، بررسی‌ها نشان می‌دهند که رابطه ریسک سیستماتیک و ریسک نقدشوندگی معنادار است [۹].

#### ۴. اهداف پژوهش

هدف اصلی: تعیین میزان تأثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت  
هدف فرعی ۱: تعیین میزان تأثیر ریسک محیط بر عملکرد شرکت

هدف فرعی ۱-۱: تعیین میزان تأثیر ریسک محیط بر جریان نقد آزاد هر سهم

هدف فرعی ۱-۲: تعیین میزان تأثیر ریسک محیط بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

هدف فرعی ۲: تعیین میزان تأثیر استراتژی شرکت بر عملکرد شرکت

هدف فرعی ۲-۱: تعیین میزان تأثیر استراتژی شرکت بر جریان نقد آزاد هر سهم

هدف فرعی ۲-۲: تعیین میزان تأثیر استراتژی شرکت بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

هدف فرعی ۳: تعیین میزان تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت

هدف فرعی ۳-۱: تعیین میزان تأثیر ساختار سرمایه بر جریان نقد آزاد هر سهم

هدف فرعی ۳-۲: تعیین میزان تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

#### ۵. روش پژوهش

بسیاری از مطالعات اخیر که در زمینه اقتصاد انجام شده، از مجموعه داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی برای بررسی استفاده کرده‌اند. بدین ترتیب که چندین بنگاه، خانوار، کشور و... در طول زمان تجزیه و تحلیل شده است. تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی یکی از موضوع‌های جدید و کاربردی در اقتصاد سنجی است، زیرا یک محیط بسیار غنی از اطلاعات را برای گسترش تکنیک‌های

رابطه معنی داری بین ساختار سرمایه و بازدهی حقوق صاحبان سهام وجود ندارد. همچنین، در خصوص وجود رابطه معنی دار بین ساختار سرمایه و بازدهی حقوق صاحبان سهام در صنایع مختلف، به این نتیجه رسید که در صنایع کانی غیر فلزی و شیمیایی این رابطه وجود دارد، ولی برای صنایع غذایی و صنایع وسایط نقلیه این رابطه وجود ندارد [۱۰].

دلاوری (۱۳۷۷)، تأثیر روش‌های تأمین مالی را بر روی نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، در یک دوره پنج ساله بررسی کرد و به این نتیجه رسید که اگرچه نسبت جمع دارایی‌ها به حقوق صاحبان سهام برای گروه شرکت‌هایی که وام گرفته‌اند، در مقایسه با گروه شرکت‌هایی که افزایش سرمایه داده اند، از نظر آماری اختلاف معنی داری وجود دارد، اما نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام و نیز نسبت فروش به جمع دارایی‌ها و نسبت سود خالص به فروش در دو گروه شرکت‌ها اختلاف معنی داری با یکدیگر ندارند. به عبارت دیگر، اهرم مالی تأثیری بر سودآوری شرکت‌های بورس نداشته است [۸].

مجته‌زاده (۱۳۷۷)، منافع ناشی از تجدید ساختار مالی در شرکت‌ها را با استفاده از نتایج تحقیق استوارت و گلاسمن بررسی کرد و به این نتیجه رسید که بدهی به علت صرفه جویی در مالیات، کاهش احتمال سرمایه گذاری‌های مجدد جریان‌های نقدی اضافی، بالا بردن انگیزه برای موفقیت، فروش دارایی‌های کم بازده و بهبود بخشیدن عملکرد، بهره وری و ارزش بازار شرکت‌ها را افزایش می دهد [۱۲].

به عبارت دیگر، اگر احتمال آزمون کوچکتر از  $0.05$  باشد، باید از روش داده‌های تابلویی استفاده کنیم؛ در غیر این صورت از روش داده‌های ترکیبی (تلفیقی) استفاده می‌نماییم. چنانچه نتایج آزمون  $F_{Leamer}$  استفاده از روش داده‌های تابلویی را نشان دهد، در ادامه برای تعیین استفاده از روش تأثیرات ثابت یا تأثیرات تصادفی آزمون هاسمن انجام می‌گیرد. چنانچه آماره آزمون محاسبه شده بزرگتر از  $\chi_k^2$  نگاره باشد، در این صورت از روش تأثیرات ثابت استفاده می‌شود و در غیر این صورت از روش تأثیرات تصادفی استفاده می‌کنیم.

#### ۶. نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش:

ریسک اقتصادی از طریق نرخ رشد تولید ناخالص داخلی<sup>۲۲</sup> (GDP) و نرخ رشد فروش شرکت اندازه‌گیری می‌شود. کوواریانس میان نرخ رشد تولید ناخالص داخلی و نرخ رشد فروش شرکت، عددی به دست می‌دهد که بیانگر ریسک اقتصادی است. ریسک اقتصادی بیانگر این موضوع است که چگونه رشد فروش شرکت متناسب با نرخ رشد GDP تغییر می‌کند. ریسک بازار نیز از طریق کوواریانس میان قیمت بازار سهام شرکت و میانگین قیمت بازار سهام ۵۰ شرکت برتر اندازه‌گیری می‌شود. نتیجه این محاسبه نشان دهنده این موضوع است که چگونه قیمت سهام شرکت متناسب با قیمت سهام ۵۰ شرکت برتر دچار نوسان می‌شود [۱۵].

در این تحقیق استراتژی شرکت، در قالب دو استراتژی رشد و نقدینگی در نظر گرفته می‌شود.

تخمین و نتایج تئوریک فراهم می‌آورد. در بسیاری موارد محققان می‌توانند از داده‌های تابلویی برای مواردی که مسائل را نمی‌توان فقط به صورت سری زمانی و یا فقط به صورت مقطعی بررسی کرد، بهره‌گیرند؛ مثلاً در بررسی‌های تابع تولید مسأله‌ای که وجود دارد، این است که بتوان تغییرات تکنولوژی را از صرفه‌های ناشی از مقیاس تفکیک کرد. در این گونه موارد، داده‌های مقطعی فقط اطلاعاتی را در مورد صرفه‌های ناشی از مقیاس فراهم می‌آورد، در حالی که داده‌های سری زمانی تأثیرات هر دو را بدون هیچ گونه تفکیکی نشان می‌دهد. تلفیق آمارهای سری زمانی<sup>۲۰</sup> با آمارهای مقطعی<sup>۲۱</sup> نه تنها می‌تواند اطلاعات سودمندی را برای تخمین مدل‌های اقتصادسنجی فراهم آورد، بلکه بر مبنای نتایج به دست آمده، همچنین می‌توان استنباط‌های سیاستگذاری در خور توجهی به عمل آورد [۱۳]. در این تحقیق، داده‌های مربوط به ۸۹ شرکت در طی دوره زمانی هفت ساله و به صورت داده‌های تابلویی و داده‌های ترکیبی (تلفیقی) بررسی شد. هنگامی که از داده‌های تابلویی برای تخمین استفاده می‌شود، قبل از هر کار به آزمون  $F_{Leamer}$  برای تشخیص نوع روش و نحوه برآورد نیاز است. اگر نتیجه آزمون بر استفاده از روش داده‌های تلفیقی باشد، تخمین مدل با روش داده‌های تلفیقی انجام می‌شود و اگر نتیجه آزمون بر استفاده از روش داده‌های تابلویی بود، در ادامه کار از آزمون هاسمن برای تشخیص تأثیرات ثابت یا تصادفی بودن الگو استفاده خواهد شد؛ بدین صورت که اگر مقدار  $F_{Leamer}$  به دست آمده از F نگاره بیشتر باشد، یا

22. Gross Domestic Product

20. Times Series

21. Cross-Section

معیارهای مورد استفاده برای اندازه‌گیری رشد شرکت عبارتند از: ۱- رشد فروش؛ ۲- رشد دارایی‌ها و ۳- رشد بالقوه. نقدینگی شرکت نیز به ماهیت دارایی‌های شرکت بستگی دارد؛ هرچه قدر موجودی نقد و یا سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت شرکت بیشتر باشد، نقدینگی آن نیز بیشتر می‌شود، البته، باید توجه کرد که ماهیت دارایی‌های یک شرکت به نوع فعالیت و استراتژی آن بستگی دارد [۱۲].

نخستین معیار برای اندازه‌گیری استراتژی شرکت، رشد فروش شرکت است. میزان رشد فروش برای شرکت‌های مورد نظر در دوره زمانی مربوطه به صورت سالانه محاسبه خواهد شد. معیار دوم، رشد دارایی‌های شرکت است که این معیار نیز به صورت سالانه محاسبه خواهد شد. پتانسیل یا توانایی رشد شرکت، سومین معیاری است که از طریق تقسیم ارزش بازار دارایی‌های شرکت (که از طریق ارزش بازار سهام شرکت، بعلاوه ارزش دفتری بدهی‌ها اندازه‌گیری می‌شود) بر ارزش دفتری دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. سیاست نقدینگی نیز از طریق تقسیم میانگین موجودی نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. در این پژوهش، برای کمی کردن ساختار سرمایه از حاصل تقسیم میانگین بدهی‌های شرکت بر ارزش دفتری دارایی‌ها استفاده شده است [۱۵].

برای محاسبه متغیرهای وابسته پژوهش (معیارهای عملکرد شرکت)، از روابط زیر استفاده شده است.

$$\text{سود خالص پس از کسر مالیات} \\ \text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام} = \frac{\text{نرخ بازده حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}$$

جریان نقدی آزاد نیز بدین گونه محاسبه می‌شود:

$$FCF_t = NOPAT_t - Investment_t \\ FCF = EBIT - Tax - (OperatingCapital_t - OperatingCapital_{t-1})$$

$EBIT$ : سود قبل از بهره و مالیات

$Tax$ : مالیات پرداختی شرکت

$OperatingCapital_t$ : سرمایه عملیاتی در دوره  $t$

$OperatingCapital_{t-1}$ : سرمایه عملیاتی در

دوره  $t-1$

## ۷. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: بین ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه با عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱: بین ریسک محیط با عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۱: بین ریسک محیط با جریان نقد آزاد هر سهم رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: بین ریسک محیط با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲: بین استراتژی شرکت با عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۱: بین استراتژی شرکت با جریان نقد آزاد هر سهم رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲: بین استراتژی شرکت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۳: بین ساختار سرمایه با عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۳-۱: بین ساختار سرمایه با جریان نقد آزاد هر سهم رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۳-۲: بین ساختار سرمایه با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

## ۸. جامعه آماری

تدبیر پرداز و صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های مورد بررسی، جمع آوری شده است. داده‌های مورد نیاز مربوط به تولید ناخالص داخلی نیز از سایت بانک مرکزی<sup>۲۴</sup> استخراج شده است.

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال ۱۳۸۱ تا سال ۱۳۸۷ است.

## ۹. روش نمونه‌گیری و تعداد نمونه

برای تعیین نمونه آماری از روش غربال<sup>۲۳</sup> (حذف سیستماتیک) استفاده شده است. این ویژگی‌ها عبارتند از:

(۱) قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشند.

(۲) در خلال دوره زمانی تحقیق، توقف معامله سهام آنها بیش از سه ماه نباشد. بدین منظور که قیمت سهام آنها منعکس کننده واقعیت باشد.

(۳) به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

(۴) جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ و واسطه‌گری مالی نباشند.

(۵) کلیه داده‌های مورد نیاز تحقیق، برای آن شرکت‌ها در طی قلمرو زمانی یاد شده، موجود باشد. تعداد نمونه انتخابی بر اساس ویژگی‌های بالا، شامل ۸۹ شرکت است.

## ۱۰. نحوه جمع آوری اطلاعات

در این پژوهش، برای تدوین مبانی نظری و مفاهیم اساسی موضوع تحقیق، از منابع لاتین و فارسی موجود در کتابخانه‌ها و پایگاه‌های اطلاعاتی الکترونیکی استفاده شده است. همچنین، داده‌های مورد نیاز، از طریق بانک‌های اطلاعاتی مانند نرم افزار

## ۱۱. یافته‌های پژوهش

در راستای تجزیه و تحلیل داده‌ها، یک فرضیه اصلی و شش فرضیه فرعی تدوین شده و ارتباط بین متغیرهای مستقل و متغیرهای وابسته در قالب رگرسیون‌های تک متغیره و چند متغیره بررسی شده است که نتایج حاصل از آنها به شرح زیر است:

### نتایج آزمون فرضیه فرعی اول - مدل شماره ۱-۱

مدل ارائه شده برای آزمون فرضیه فرعی اول (مدل

شماره ۱-۱) عبارت است از:

$$\begin{aligned} FCFPERSHARE_{i,t} &= b_0 + b_1 \\ ECONBETA_{i,t} + b_2 MBETA_{i,t} + e_{i,t} \end{aligned} \quad (1-1)$$

در این مدل داریم:

ECONBETA: ریسک اقتصادی؛

MBETA: ریسک بازار؛

FCFPERSHARE: جریان نقد آزاد هر سهم.

همان گونه که در نگاره شماره ۱ مشاهده می‌شود، با توجه به مقدار احتمال F در دوره مورد بررسی، مقدار احتمال رگرسیون کمتر از ۰.۵٪ است که بیانگر این است که بین ریسک اقتصادی و ریسک بازار با جریان نقدی آزاد هر سهم رابطه معنی داری وجود دارد.

همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R<sup>2</sup>) برابر با ۰/۲۵ است که دلالت بر این

24. www.cbi.ir

23. Criteria Filtering

در مقایسه با پژوهش چاسوس والسن (۲۰۰۷)، می‌توان گفت که نتیجه پژوهش حاضر مطابق با نتیجه پژوهش آنهاست. چاسوس والسن در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبتی بین ریسک اقتصادی و ریسک بازار با جریان نقدی آزاد هر سهم وجود دارد. در مقایسه با پژوهش‌های داخلی نیز پژوهشی یافت نشد که به بررسی رابطه میان ریسک اقتصادی و ریسک بازار با جریان نقدی آزاد هر سهم بپردازد.

دارد که ۲۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. در این دوره زمانی ریسک اقتصادی و ریسک بازار سهام با اطمینان ۹۵ درصد معنادار بودند و دارای ارتباطی مثبت با جریان نقد آزاد هر سهم بودند. مقدار آماره دوربین واتسون نیز برابر با ۱/۸۶ است که بیانگر نبود خود همبستگی در مقادیر پسماند (Residual) است.

#### نگاره شماره ۱- نتایج آزمون فرضیه فرعی اول، مدل شماره ۱-۱

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۷۰۱/۸	-۱۳	۰/۰۰
ریسک اقتصادی	۵/۳۷	۳/۰۴	۰/۰۰۲۴
ریسک بازار	۱۱۸۱/۴	۴/۹۹	۰/۰۰
تعدیل شده R2		۰/۲۵	
F		۱۸۳۷	
Prob F		۰/۰۰	
دوربین-واتسون		۱/۸۶	

این است که بین ریسک اقتصادی و ریسک بازار با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده (*Adjusted R<sup>2</sup>*) برابر با ۰/۲۲ است که دلالت بر این دارد که ۲۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. در این دوره زمانی ریسک اقتصادی و ریسک بازار سهام با اطمینان ۹۵ درصد معنادار بودند و دارای ارتباطی مثبت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام بودند.

#### نتایج آزمون فرضیه فرعی اول- مدل شماره ۲-۱

مدل ارائه شده برای آزمون فرضیه فرعی اول (مدل شماره ۲-۱) عبارت است از:

$$RETONEQ_{i,t} = b_0 + b_1 ECONBETA_{i,t} + b_2 MBETA_{i,t} + e_{i,t} \quad (2-1)$$

در این مدل داریم:

RETONEQ: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و بقیه متغیرها همانند مدل ۱-۱ است. همان گونه که در نگاره شماره ۲ مشاهده می‌شود، با توجه به مقدار احتمال F، در دوره مورد بررسی مقدار احتمال رگرسیون کمتر از ۵٪ است که بیانگر

نگاره شماره ۲- نتایج آزمون فرضیه فرعی اول، مدل شماره ۱-۲

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	۰/۲۴	۳۷/۸۶	۰/۰۰
ریسک اقتصادی	۰/۰۰۲۴	۵/۸۱	۰/۰۰
ریسک بازار	۰/۰۷۷	۴/۳۷	۰/۰۰
تعدیل شده R <sup>2</sup>		۰/۲۲	
F		۴۵/۹۴	
Prob F		۰/۰۰	
دوربین-واتسون		۱/۵۷	

است. باقرزاده در پژوهش خود به این نتیجه رسیده بود که بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام رابطه خطی مثبت وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم- مدل شماره ۱-۲

مدل ارائه شده برای آزمون فرضیه فرعی دوم (مدل شماره ۱-۲) عبارت است از:

$$FCFPERSHARE_{i,t} = b_0 + b_1 SALESGR_{i,t} + b_2 ASSETGR_{i,t} + b_3 GRPOTEN_{i,t} + b_4 LIQRAT_{i,t} + e_{i,t} \quad (1-2)$$

در این مدل داریم:

SALESGR: رشد فروش؛

ASSETGR: رشد دارایی؛

GRPOTEN: رشد بالقوه؛

LIQRAT: نسبت نقدینگی. متغیر وابسته هم، جریان نقد آزاد هر سهم است.

همان گونه که در نگاره شماره ۳ مشاهده می‌شود، با توجه به مقدار احتمال F، در دوره مورد بررسی مقدار احتمال رگرسیون بیشتر از ۵٪ است که بیانگر این است که فرض H<sub>0</sub> با اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

لذا می‌توان چنین نتیجه‌گیری کرد که بین رشد فروش، رشد دارایی، پتانسیل رشد و نسبت نقدینگی

مقدار آماره دوربین واتسون نیز برابر با ۱/۵۶ است که بیانگر عدم همبستگی در مقادیر پسماند است. در مقایسه با پژوهش چاسوس والس (۲۰۰۷)، می‌توان گفت که نتیجه پژوهش حاضر از نظر رابطه میان ریسک اقتصادی و بازده حقوق صاحبان سهام متضاد با نتیجه پژوهش آنهاست. چاسوس و السن در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوسی بین ریسک اقتصادی با بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد و دلیل چنین تضادی می‌تواند ناشی از این باشد که میان تولید ناخالص داخلی ایران و میزان فروش شرکت‌های بورسی (که به عنوان معیار اندازه گیری ریسک اقتصادی است) ارتباط مشخصی وجود ندارد. دلیل اصلی این عدم ارتباط هم می‌تواند ناشی از این موضوع باشد که در ایران میزان درخور توجهی از تولید ناخالص داخلی به منابع زیرزمینی، از جمله نفت مربوط می‌شود، ولی در مورد وجود رابطه مثبت میان ریسک بازار با بازده حقوق صاحبان سهام، مطابق با نتیجه پژوهش آنهاست. در مقایسه با پژوهش‌های داخلی نیز پژوهشی یافت نشد که به بررسی رابطه میان ریسک اقتصادی و ریسک بازار با بازده حقوق صاحبان سهام بپردازد، ولی نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش باقرزاده (۱۳۸۴)، یکسان

نقدی آزاد هر سهم رابطه وجود ندارد. در این زمینه، نتیجه پژوهش کیم و همکاران (۱۹۹۸)، بیانگر رابطه منفی میان نسبت نقدینگی و جریان نقد آزاد هر سهم بود.

در مقایسه با پژوهش‌های داخلی نیز پژوهشی یافت نشد که به بررسی رابطه میان رشد فروش، رشد دارایی، پتانسیل رشد و نسبت نقدینگی شرکت با جریان نقدی آزاد هر سهم بپردازد.

شرکت با جریان نقدی آزاد هر سهم رابطه معنی داری وجود ندارد.

در این دوره زمانی رشد فروش، رشد دارایی، پتانسیل رشد و نسبت نقدینگی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیست. در مقایسه با پژوهش چاسوس والس (۲۰۰۷)، می‌توان گفت که نتیجه پژوهش حاضر مطابق با نتیجه پژوهش آنهاست. آنها به این نتیجه رسیدند که بین رشد فروش، رشد دارایی، پتانسیل رشد و نسبت نقدینگی شرکت با جریان

نگاره شماره ۳- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم، مدل شماره ۱-۲

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۱۰۳۹/۷	-۳/۷۳	۰/۰۰۰۲
رشد فروش	۳۵۶/۸۶	۱/۶۰	۰/۱۰۸
رشد دارایی	-۲۲/۶۱	-۰/۵۶	۰/۵۷۶
رشد بالقوه	۴/۵۳	۱/۶۳	۰/۱۰۲
نسبت نقدینگی	۴۸/۴	۰/۳۲	۰/۷۴۹
$R^2$ تعدیل شده		۰/۱۰۲	
F		۱/۴۱	
Prob F		۰/۲۲۸	
دوربین - واتسون		۱/۶۰۵	

این است که فرض  $H_0$  با اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

لذا می‌توان چنین نتیجه‌گیری کرد که بین رشد فروش، رشد دارایی، پتانسیل رشد و نسبت نقدینگی شرکت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری وجود ندارد، اما از آنجایی که مشاهده می‌شود، ضرایب رشد فروش و پتانسیل رشد با اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده، دارای ارتباطی مثبت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام هستند و در ضمن رشد دارایی نیز با اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده، دارای ارتباط معکوسی با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام است. لذا این رابطه نیازمند تصریح دقیقتری است که می‌تواند

## نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم - مدل شماره ۲-۲

مدل ارائه شده برای آزمون فرضیه فرعی دوم (مدل شماره ۲-۲) عبارت است از:

$$RETONEQ_{i,t} = b_0 + b_1 SALESGR_{i,t} + b_2 ASSETGR_{i,t} + b_3 GRPOTEN_{i,t} + b_4 LIQRAT_{i,t} + e_{i,t} \quad (2-2)$$

در این مدل:

RETONEQ: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام بوده، بقیه متغیرها هم همانند مدل شماره ۱-۲ است. همان گونه که در نگاره شماره ۴ مشاهده می‌شود، با توجه به مقدار احتمال F، در دوره مورد بررسی مقدار احتمال رگرسیون بیشتر از ۰.۵٪ است که بیانگر

یافت نشد که به بررسی رابطه میان رشد فروش، رشد دارایی، پتانسیل رشد و نسبت نقدینگی شرکت با بازده حقوق صاحبان سهام بپردازد، ولی در پژوهش درخشنده دشتی (۱۳۸۲)، وجود رابطه معنی دار میان نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام (معکوس رشد بالقوه) و بازده سهام تأیید شد.

در پژوهش دیگری مورد توجه قرار گیرد. در مقایسه با پژوهش چاسوس والسن (۲۰۰۷)، می‌توان گفت که نتیجه پژوهش حاضر مطابق با نتیجه پژوهش آنهاست. آنها به این نتیجه رسیدند که بین رشد فروش، رشد دارایی، پتانسیل رشد و نسبت نقدینگی شرکت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه وجود ندارد. در مقایسه با پژوهش‌های داخلی نیز پژوهشی

نگاره شماره ۴- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم، مدل شماره ۲-۲

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	۰/۲۵	۶/۱۹	۰/۰۰
رشد فروش	۰/۲۰۲	۸/۴	۰/۰۰
رشد دارایی	-۰/۰۰۴	-۴/۱۳	۰/۰۰
رشد بالقوه	۰/۰۰۵	۴/۸۵	۰/۰۰
نسبت نقدینگی	-۰/۰۰۲	-۰/۰۴	۰/۹۶۷۸
$R^2$ تعدیل شده		۰/۱۵	
F		۱/۹۱	
Prob F		۰/۱۰۶	
دوربین - واتسون		۲/۴۶۷۶	

است که دلالت بر این دارد که ۱۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می‌شود. در این دوره زمانی نسبت بدهی با اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده، دارای ارتباطی معکوس با جریان نقد آزاد هر سهم است.

مقدار آماره دوربین واتسون نیز برابر با ۱/۶۰۳۰ است که بیانگر عدم خود همبستگی است. در مقایسه با پژوهش چاسوس والسن (۲۰۰۷)، نتایج پژوهش حاضر مطابق با نتیجه پژوهش آنهاست. در مقایسه با پژوهش‌های داخلی نیز پژوهشی یافت نشد که به بررسی رابطه میان نسبت بدهی با جریان نقد آزاد هر سهم بپردازد.

### نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم - مدل شماره ۳-۱

مدل ارائه شده برای آزمون فرضیه فرعی سوم (مدل شماره ۳-۱) عبارت است از:

$$FCFPERSHARE_{i,t} = b_0 + b_1 DEBTRAT_{i,t} + e_{i,t} \quad (1-3)$$

در این مدل:

DEBTRAT: نسبت بدهی و FCFPERSHARE: جریان نقد آزاد هر سهم است.

همان گونه که در نگاره شماره ۵ مشاهده می‌شود، با توجه به مقدار احتمال F، در دوره مورد بررسی مقدار احتمال رگرسیون کمتر از ۵٪ است که بیانگر این است که فرض  $H_0$  با اطمینان ۹۵ درصد رد شده، فرض مخالف آن با اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. همچنین، ضریب تعیین ( $R^2$ ) برابر با ۰/۱۱

نگاره شماره ۵- نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم، مدل شماره ۳-۱

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۶۳۵/۵۳	-۲/۱۵	۰/۰۳۲
نسبت بدهی	-۴۵۱/۹	-۲/۰۵۶	۰/۰۴
R <sup>2</sup>	۰/۱۱		
F	۴/۲۱		
Prob F	۰/۰۴		
دوربین- واتسون	۱/۶۰۳۰		

چاسوس و السن (۲۰۰۷) و پژوهش فرناندز (۲۰۰۱)، نتایج پژوهش حاضر متضاد با نتیجه پژوهش آنهاست. چاسوس و السن به این نتیجه رسیده بودند که رابطه معنی دار و معکوسی میان نسبت بدهی و بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد، ولی فرناندز به این نتیجه رسیده بود که جهت رابطه میان نسبت بدهی و بازده حقوق صاحبان سهام، مثبت و مستقیم است. وجود تضاد میان نتایج پژوهش حاضر با پژوهش‌های مشابه خارجی می‌تواند ناشی از محدود بودن ساختار سرمایه در ایران باشد. در مقایسه با پژوهش‌های داخلی، نتیجه پژوهش حاضر مطابق با نتیجه پژوهش احمدی (۱۳۸۰) است. وی نیز در پژوهش خود به این نتیجه رسیده بود که بین ساختار سرمایه و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم- مدل شماره ۳-۲

مدل ارائه شده برای آزمون فرضیه فرعی سوم (مدل شماره ۳-۲) عبارت است از:

$$RETONEQ_{i,t} = b_0 + b_1 DEBTRAT_{i,t} + e_{i,t} \quad (2-3)$$

در این مدل:

DEBTRAT: نسبت بدهی و RETONEQ: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام است.

همان گونه که در نگاره شماره ۶ مشاهده می‌شود، با توجه به مقدار احتمال F، در دوره مورد بررسی مقدار احتمال رگرسیون بیشتر از ۵٪ است که بیانگر این است که فرض H<sub>0</sub> با اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

لذا می‌توان چنین نتیجه‌گیری کرد که بین نسبت بدهی شرکت با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری وجود ندارد. در مقایسه با پژوهش

نگاره شماره ۶- نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم، مدل شماره ۲

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	۰/۲۶	۳/۹۲۳۷	۰/۰۰۰۱
نسبت بدهی	۰/۰۶۸	۰/۹۱	۰/۳۶۲۹
R <sup>2</sup>	۰/۰۵		
F	۰/۸۵۵۶		
Prob F	۰/۳۵۵۳		
دوربین- واتسون	۲/۴۴		

## ۱۲. نتیجه گیری

دسترسی به حداکثر بازده، هدف مطلوب و رضایت بخشی برای هر سرمایه‌گذار است و امروزه هر سرمایه‌گذار با توجه به ملاک‌ها و معیارهای خود اقدام به سرمایه‌گذاری در انواع اوراق بهادار می‌نماید. یکی از این معیارها توجه به شاخص‌های عملکرد شرکت‌هاست، اما از آنجا که عملکرد شرکت تحت تأثیر عوامل گوناگونی است، لذا بررسی این عوامل و ارتباط آنها با عملکرد شرکت ضروری به نظر می‌رسد. نتایج حاصل از پژوهش انجام شده، حاکی از آن است که بین ریسک محیط و جریان نقد آزاد هر سهم، بین ریسک محیط و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و بین ساختار سرمایه و جریان نقد آزاد هر سهم ارتباط معنی داری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های فرعی نشان دهنده این هستند که در میان عوامل ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه، محیط نقش بیشتری در اثرگذاری بر شاخص‌های عملکرد شرکت‌ها دارد. لذا ایجاد محیطی امن برای انجام سرمایه‌گذاری‌های مطمئن، از وظایف اصلی دست‌اندرکاران اقتصادی کشور محسوب می‌شود. همچنین، در این پژوهش روابط میان استراتژی شرکت با جریان نقد آزاد هر سهم و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رد شد. سؤال اساسی که می‌توان مطرح کرد، این است که: آیا واقعاً استراتژی شرکت تأثیری بر عملکرد آن ندارد؟ نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند مورد استفاده سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی کشور، تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار و موسسات مالی سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران فردی واقع شود.

## ۱۳. پیشنهادهای ناشی از پژوهش

۱. با توجه به وجود رابطه مثبت و مستقیم بین عوامل ریسک محیط (ریسک اقتصادی و ریسک بازار) با معیارهای عملکرد شرکت‌ها (جریان نقد آزاد هر سهم و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام)، به دولت و همچنین، سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود تا شرایط و محیط مناسب را برای انجام سرمایه‌گذاری‌های سهامداران و شرکت‌های سرمایه‌گذاری با ریسک کمتر فراهم آورند.

۲. با توجه به این که رابطه بین نسبت بدهی (به عنوان معیار ساختار سرمایه) و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (به عنوان معیار عملکرد شرکت) رد شد، و با در نظر گرفتن این نکته که رابطه میان ساختار سرمایه و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، در پژوهش‌های انجام شده از سوی شیرزاده و احمدی نیز رد شده است، در حالی که در اکثر پژوهش‌های خارجی انجام شده در این زمینه (پژوهش چاسوس و السن، پژوهش فرناندز و غیره) به روابط معنی داری میان ساختار سرمایه و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام دست یافته‌اند، لذا ضروری است تا پژوهش‌های بیشتری در زمینه کشف علل نبود رابطه معنی دار میان ساختار سرمایه و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام در ایران، انجام شود. یکی از دلایل عدم رابطه میان ساختار سرمایه و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام در ایران، می‌تواند ناشی از نرخ‌های متفاوت مالیاتی و معافیت‌های مالیاتی باشد. همچنین،

۲. به لحاظ در نظر گرفتن دوره زمانی خاص، نتایج پژوهش از قطعیت لازم برای همه دوره‌ها برخوردار نیست.

محدود بودن ساختار سرمایه در ایران (ممنوع بودن انتشار سهام ممتاز، سهام خزانه و اوراق قرضه) نیز می‌تواند دلیل دیگری بر این امر باشد.

#### منابع

۱- احمدی، محمدرضا. (۱۳۸۰). *ارتباط ساختار سرمایه و بازده شرکت‌های بورس تهران*، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزی.

۲- ایزدی نیا، ناصر و محسن رحیمی دستجردی. (۱۳۸۷). «بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و سود هر سهم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *تحقیقات حسابداری*، ش ۱(۳)، صص ۱۳۶-۱۶۱.

۳- باقرزاده، سعید. (۱۳۸۴). «عوامل مؤثر بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، *تحقیقات مالی*، ش ۱۹، صص ۲۵-۶۴.

۴- بری گام، اوجین اف، گانپسکی و دی وز. (۱۳۸۲). «مدیریت مالی میانه». ترجمه علی پارسائیان، تهران: انتشارات ترمه.

۵- جهانخانی، علی و محمد طالبی. (۱۳۷۸). «بررسی و نقد انواع شاخص‌های نقدینگی شرکت‌ها»، *تحقیقات مالی*، سال چهارم، ش ۱۳ و ۱۴، صص ۶-۳۱.

۶- داوری، دردانه و محمد حسن شانه ساززاده. (۱۳۸۰). *مدیریت استراتژیک*، تهران: انتشارات پونه.

۷- درخشنده دشتی، غلامرضا. (۱۳۸۲). *به کارگیری روش برش مقطعی در رابطه با بررسی تأثیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار*

#### ۱۴. پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

۱. پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های دیگری در جهت شناخت سایر عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌ها انجام گیرد.

۲. تصریح الگوهایی که قدرت توضیح دهندگی بالاتر و معناداری را در نوسان‌های عملکرد شرکت‌ها داشته باشند.

۳. پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های دیگری به صورت زیر انجام پذیرد:

۱-۲- بررسی تأثیر عوامل محیطی بر تدوین استراتژی‌ها و خط مشی شرکت‌ها؛

۲-۲- بررسی تأثیر استراتژی‌های تدوین شده توسط شرکت‌ها بر نحوه تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت‌ها؛

۲-۳- بررسی تأثیر عوامل محیطی بر نحوه تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت‌ها.

#### ۱۵. محدودیت‌های پژوهش

۱. تهیه صورت‌های مالی بر اساس ارزش‌های تاریخی و دفتری در شرایط تورمی به نظر می‌رسد در تصمیم‌گیری‌ها مؤثر و مفید واقع نگردد، زیرا اطلاعات مذکور به خاطر تاریخی و ارزش دفتری بودن با وضعیت جاری منطبق نیست و در این حالت صورت‌های مالی، وضعیت مالی و عملکرد شرکت‌ها را به شکل مطلوب ارائه نمی‌دهند.

- Hospitality Management, Vol. 26, pp.502-516.
- 16- Dev Prasad, Garry D. Bruton & Andreas G. Merikas (1997), Long Run Strategic Capital Structure, Journal of Financial & Strategic Decisions, Vol.10.
- 17- Drick Brounen & Piet M.A. Eichholtz (2001), Capital Structure Theory: Evidence Property Companies Capital Offering. Forthcoming In Real Estate Economics, vol 4.
- 18- Fama, E. K. French. (1992). The Cross - Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance 2, pp.427-460.
- 19- Fernandez, P. (2001). Optimal Capital Structure: Problems with the Harvard and Damodaran Approaches. Working Papers. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 20- Hill, J. W. & Jones, G. (1995), Strategic Management Theory: An Integrated Approach, 3rd ed, Boston: Houghton-Mifflin.
- 21- Hofer, S.L., Shender, P.J. (1978), Corporate Strategy. Useful Perspective for the Study of Capital Structure. Academy of Management Review, vol 12, pp 67-75.
- 22- Kim, C., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 33(3), pp 335-339.
- 23- Mandelker, G.N., and S.G. Rhee (1984). The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 10(4), pp 14-23.
- 24- Mintzberg, H. (1981). Patterns in Strategy Formation. Management Science, vol 24, pp 934-948.
- 25- Olsen, M.D., West, J.J., Tse, E.C., (1998). Strategic Management in the Hospitality Industry. Wiley, Boston.
- 26- Opler, T. C., S. Titman. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. Journal of Finance vol 3. pp 1015-1040.
- 27- Sharpe, W.F. (1985). Investment: Prentice-Hall.
- 28- Thompson, D. J. (1976). Sources of Systematic Risk in Common Stocks. The Journal of Business, vol 49(2), pp 179-188.
- سهام عادی بر روی بازدهی سهام و سودآوری شرکت‌ها، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شیراز.
- ۸- دلاوری، جواد. (۱۳۷۷). بررسی تأثیر تأمین مالی بر روی نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.
- ۹- سیرانی، محمد، رضوان حجازی و ملیحه کشاورز. (۱۳۹۰). «تأثیر ریسک نقدشوندگی و سایر عوامل مؤثر بر بازده‌های مقطعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، ش ۷، صص ۱۱۳-۱۲۴.
- ۱۰- شیرزاده، جلال. (۱۳۸۱). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شیراز.
- ۱۱- عبده تبریزی، حسین. (۱۳۷۰). مدیریت مالی، جلد دوم، تهران: انتشارات پیشبرد.
- ۱۲- مجتهدزاده، ویدا. (۱۳۷۷). «تجدید ساختار مالی»، ماهنامه حسابداری، ش ۱۲۶، صص ۳۱-۳۷.
- 13- Balestra, p. (1992), Introduction to Linear Models for Panel Data, Chapter 2 of Matyas and Sevestre (ed), The Econometrics of Panel Data, Kluwer Academic Publishers.
- 14- Capon, N., Farley, J.U, Hoenig, S., (1990). Determination of Firm Performance. Management Science, Vol.36, pp.1143-1159.
- 15- Chathoth, K. Prakash & Michael D. Olsen. (2007). The Effect of Environment Risk, Corporate Strategy, and Capital Structure on Firm Performance. Journal of

- 29- Veliyath, R.(1996). Business Risk and Performance: An Examination of Industry Effects. *Journal of Applied Business Research*,vol12(3),pp37-47.
- 30- Zook, C., & Rogers, P.(2001). In Pursuit of Growth. *European Business Journal*,vol 9, pp 83-85.

Archive of SID