

دانشگاه الزهرا (س)
دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی
تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۸/۰۵
تاریخ تصویب: ۱۳۹۴/۱۱/۰۲

راهبرد مدیریت مالی
سال چهارم، شماره دوازدهم
بهار ۱۳۹۵
صص ۵۷-۳۷

رابطه ساختار سرمایه با بازده دارایی‌ها و با تاکید بر تورم ایجاد شده حاصل از

تصمیم‌گیری‌های دولت

مهدی صالحی^۱ و سیده یوسنی^۲

چکیده

تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه به معنی تامین مالی شرکت همچون سایر تصمیم‌های مدیران بر ارزش شرکت اثرگذار است و از این رو یکی از مشکل‌ترین و چالش برانگیزترین تصمیم‌های شرکت‌هاست. در این پژوهش رابطه بین ساختار سرمایه با نرخ بازده دارایی‌ها و تورم سالیانه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از طریق تجزیه و تحلیل داده‌های ۸۹ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان می‌دهد که نرخ بازده دارایی با ساختار سرمایه (نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به عنوان متغیرهای مستقل) ارتباط معنادار و منفی دارد. بدین معنی که در شرایط عادی، انتخاب سرمایه بر روی نرخ بازده دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تاثیر می‌گذارد و شرکت دارای نرخ بازده بالاتر از بدهی کمتری در ساختار سرمایه خود بهره می‌گیرد. اما ساختار سرمایه (نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) با تورم سالیانه ارتباط معناداری ندارد.

واژه‌های کلیدی: ساختار سرمایه، نرخ بازده دارایی، تورم

طبقه‌بندی موضوعی: CS8, D22, D53

۱. استادیار گروه حسابداری دانشگاه فردوسی؛ نویسنده مسئول؛ E-mail Mehdi.salehi@um.ac.ir

۲. کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام رضا (ع)

مقدمه

ساختار سرمایه شامل ترکیب بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است که به عنوان منابع تامین مالی شرکت از آن‌ها استفاده می‌شود (آنتونیو^۱ و همکاران، ۲۰۰۲). ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها برای تامین مالی درازمدت دارایی‌هاست که این ساختار شامل بدهی‌های درازمدت، سهام ممتاز و سهام عادی است (کوهر و راهول^۲، ۲۰۰۷). ساختار سرمایه ترکیبی از سهام عادی، سهام ممتاز و زیرمجموعه‌های مرتبط با آن، سود انباشته و بدهی که واحد تجاری برای تامین مالی دارایی‌های خود از آن استفاده می‌کند (دیمیتری و ماریو^۳، ۲۰۱۳). با توجه به آنچه بیان شد و همان‌گونه که واضح است، سمت چپ ترازنامه مبین نحوه تامین مالی منابع موجود در سمت راست آن است. به عبارت دیگر، سمت چپ ترازنامه انمکاسی از ساختار سرمایه یک واحد تجاری است. بنابراین ساختار سرمایه شامل ترکیبی از منابع مالی حاصل از بدهی‌ها، سهام عادی، سهام ممتاز و سود انباشته است. نقش ساختار مالی یک شرکت در رفتار بازار تولید، موضوع مورد علاقه اقتصاددانان مالی است. در یک دنیای آینده‌آل اقتصادی، مجموع ارزش بازار اوراق بهادار شرکت با توجه به قدرت سودآور و ریسک دارایی‌های وابسته آنها تعیین می‌شود و باید مستقل از ترکیب اوراق بهادار (یعنی بدهی و سهام که برای تامین مالی آن مورد استفاده قرار گرفته‌اند) باشد. محیطی که شرکت‌ها اکنون در آن فعالیت می‌کنند، محیطی روبه رشد و رقابتی است و شرکت‌ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و گسترش فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید هستند. ساختار سرمایه مهم‌ترین عامل مؤثر بر ارزش‌گذاری و جهت‌گیری شرکت‌ها در بازار سرمایه مطرح شده است (پورحیدری، ۱۳۷۴).

شرکت‌ها به طور عمدی و جوه مورد نیاز خود را از روشهای مختلف تامین می‌کنند، اما عوامل مختلفی از جمله اندازه شرکت، وضعیت مدیران، میزان تولید و فروش، منابع کسب مواد اولیه، دسترسی به بازارهای تامین مالی و نیز محیط‌های اقتصادی و سیاسی آنها را نسبت به اتخاذ تصمیم‌های بهینه در این زمینه محتاط کرده است (سینایی، ۱۳۸۶). یکی از مهم‌ترین اهداف مدیران مالی به حداکثر رساندن ثروت سهامداران تعیین بهترین ترکیب منابع تامین مالی شرکت یا همان ساختار سرمایه بهینه است. از نظر مدیریت مالی، تعیین رابطه بین هزینه سرمایه، ساختار سرمایه و ارزش کل

1. Antoniou

2. Kohher M. and S. Rahul

3. Dimitri M. and P. Maria

۳۹ _____ رابطه ساختار سرمایه با بازده دارایی‌ها و با تأکید بر تورم--

شرکت اهمیت بسیار زیادی دارد. زیرا می‌توان با استفاده از ساختار سرمایه بر ارزش شرکت تاثیر گذاشت (ولی پور، ۱۳۹۰؛ موزیر، ۲۰۱۱؛ سلیمویادو، ۲۰۱۲).

تعاریف مختلفی از ساختار سرمایه داده شده است که هر یک از این تعاریف، جنبه‌ای از روش‌های تأمین مالی را به عنوان ساختار سرمایه بیان می‌کند. از نظر کوپر، ساختار سرمایه نسبت اوراق بهادار دارای رتبه بیشتر به جمع سرمایه‌گذاری‌هاست. بلکویی ساختار سرمایه را ادعای کلی بر دارایی‌های شرکت معرفی می‌کند (سجادی و دیگران، ۱۳۹۰). ساختار سرمایه یک شرکت، رابطه بین بدهی و حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد. بدهی باعث ایجاد محدودیت برای مدیران می‌شود، در حالی که سرمایه، انعطاف‌پذیری و توان تصمیم‌گیری را افزایش می‌دهد. به طور اصولی، استفاده از بدهی در ساختار مالی موجب افزایش بازده مورد انتظار سهام‌داران می‌شود، اما این امر می‌تواند افزایش ریسک شرکت را نیز سبب شود. به طور کلی، استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها، مثل شمشیر دولبه عمل نموده و هم می‌تواند سبب افزایش ارزش شرکتها و هم موجب کاهش ارزش شرکت شود (رضایی و پیری، ۱۳۹۰).

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

ساختار سرمایه، ترکیبی از بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است که شرکت‌ها بدین وسیله به تأمین مالی بلندمدت دارایی‌های خود می‌پردازند. در واقع، ساختار سرمایه تأمین مالی دائمی شرکت است که به وسیله بدهی‌های شرکت و حقوق صاحبان سهام نشان داده می‌شود (وستون کپلن، ۲۰۰۷). براساس آنچه بیان شد، نظریه‌ها و دیدگاه‌ها درباره ساختار سرمایه، متمرکز بر عوامل درون‌سازی یک مؤسسه است که از آن جمله می‌توان به عواملی همچون هزینه سرمایه، میزان ریسک شرکت، اندازه شرکت، موارد مرتبط با سود شرکت، فروش و بازده شرکت اشاره کرد. اما در روند موفقیت یک شرکت، عوامل برون‌سازمانی همچون شرایط اجتماعی، فرهنگی، سیاسی و اقتصادی به طور گسترده و محسوس می‌تواند تاثیرگذار باشد. سیاست‌گذاری‌های دولت‌ها در مورد عوامل عمده اقتصادی، در ساختار سرمایه به عنوان یکی از اصلی‌ترین تصمیم‌های مدیران مالی در شرکت‌هاست می‌تواند اثرگذار باشد. در نتیجه این پرسش مطرح می‌شود که آیا متغیرهای اقتصاد کلان هم می‌توانند در کنار متغیرهای حسابداری برای نشان دادن یک ترکیب بهینه از ساختار سرمایه در صنایع و فعالیت‌های مختلف در ایران اثرگذار باشند یا خیر؟ با توجه به عوامل مطرح شده، پژوهش حاضر کوشیده است تا تاثیر نرخ تورم را به عنوان یکی از مهم‌ترین متغیرهای عمده اقتصادی بر روی ساختار سرمایه

بررسی کند. اهمیت بحث ساختار سرمایه از مطالعات (مودیگیلیانی و میلر^۱، ۱۹۵۸) بیشتر مورد توجه قرار گرفت. آنها با فروض خاصی از جمله وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی و نمایندگی، وجود تقارن اطلاعاتی در بین فعالان بازار سرمایه و جایگزینی منابع تأمین مالی داخلی یا خارجی اظهار کردند که ارزش شرکت، مستقل از ساختار سرمایه آن است. از این روش‌های مختلف تأمین مالی برای شرکت، ارزش اضافی در بر ندارد و بنابراین محدودیتی برای مدیر نیست. در سال ۱۹۶۳، این دو پژوهشگر در پژوهش دیگری با در نظر گرفتن مالیات بر درآمد شرکت دریافتند که استقراض می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. مودیگیلیانی و میلر چنین استدلال کردند که هزینه‌های بدهی جزء هزینه‌های قابل قبول مالیاتی است و این مزیت مالیاتی موجب کاسته شدن هزینه بدهی شرکت می‌شود در نتیجه هزینه سرمایه کل کاهش یافته و موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. بنابراین استفاده بیشتر از بدهی در ساختار سرمایه، موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد و بدین ترتیب آن‌ها نظریه قبلی خود را اصلاح نمودند (مودیگیلیانی و میلر، ۱۹۶۳).

پژوهش‌های زیادی در زمینه تأمین مالی شرکت‌ها وجود دارد که سعی در توضیح تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد و ارزش شرکت دارد.

راجان و زینگالس^۲ نمونه‌ای مشکل از شرکت‌های سهامی آمریکا، انگلیس، آلمان، ایتالیا، فرانسه، ژاپن و کانادا (کشورهای جی ۷) را مورد بررسی قرار دادند و به این نتایج دست یافتند که نسبت بدهی با سودآوری و معیار ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت رابطه معنادار منفی و با معیارهای ارزش دارایی‌های ثابت و اندازه شرکت رابطه معنادار مثبت دارد (راجان و زینگالس، ۱۹۹۵).

فاما و فرنچ (۱۹۹۲) به این نتیجه رسیدند که میانگین بازده سهام با ارزش دفتری اهرم مالی رابطه معکوس و با ارزش بازار اهرم مالی رابطه مستقیم دارد. آنها (۲۰۰۲) به بررسی ارتباط مالیات و ارزش شرکت‌ها پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که بدهی هیچ‌گاه به مزیت مالیاتی نمی‌انجامد و بین سودآوری و بدهی بلندمدت ارتباط منفی وجود دارد.

زایتون و تیان، با بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد ۱۶۷ شرکت کشور اردن در ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۳ به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با نرخ بازده دارایی‌ها رابطه معنادار و منفی وجود دارد (زایتون و تیان، ۲۰۰۷).

1. Modigliani and Miller

2. Rajan and Zingals

ابور، در پژوهشی بر روی شرکت‌های کوچک و متوسط غنا و آفریقای جنوبی در دوره زمانی شش ساله (۱۹۹۸ تا ۲۰۰۳) به این نتایج رسید که در هر دو کشور نسبت کل بدهی و نسبت بدهی کوتاه‌مدت، رابطه معنادار و منفی با حاشیه سود ناخالص دارند. نسبت بدهی بلندمدت رابطه معنادار مثبت با حاشیه سود ناخالص دارد در غنا، نسبت کل بدهی، نسبت بدهی بلندمدت و نسبت بدهی کوتاه مدت با نرخ بازده دلاری رابطه معنادار و منفی دارد در آفریقای جنوبی، بین نسبت کل بدهی و نسبت بدهی بلندمدت با نرخ بازده دارایی رابطه معنادار منفی و بین نسبت بدهی کوتاه مدت با نرخ بازده دلاری رابطه معنادار مثبت وجود دارد (ابور، ۲۰۰۷).

عبید، در پژوهشی رابطه بین معیارهای ساختار سرمایه (نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) را با معیارهای عملکرد (نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و حاشیه سود ناخالص) طی سالهای ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه دست یافت که بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه معنادار ضعیفی وجود دارد (عبید، ۲۰۰۹).

موزیر، در پژوهشی رابطه سه‌گانه اندازه شرکت، ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های عضو بورس استانبول را مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که اندازه شرکت بر عملکرد آن اثرگذار است (موزیر، ۲۰۱۱).

سلیم و یادو، ساختار سرمایه و عملکرد ۲۳۷ شرکت عضو بورس مالزی را در دوره زمانی سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۱ مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه رسیدند که بین نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها با نرخ بازده دارایی‌ها رابطه معنادار و منفی وجود دارد (سلیم و یادو، ۲۰۱۲).

فسو^۱ در بررسی ۲۵۷ شرکت کشور آفریقای جنوبی طی دوره زمانی سالهای ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۹ به این نتیجه دست یافت که اهرم مالی تأثیر معنادار مثبت بر عملکرد شرکت دارد (فسو، ۲۰۱۳). چانگ و همکاران^۲، به بررسی میزان تأثیر سیاست انتخاب ساختار سرمایه در بقای شرکت پرداختند. آنها با بررسی داده‌های صنعت نفت، مدرک قابل توجه در ارتباط تأثیر انتخاب سیاست ساختار سرمایه با احتمال شکست پیدا نکردند (چانگ و همکاران، ۲۰۱۳).

فلد و همکاران، به بررسی کمی پیشینه تجربی مطالعات تأثیر مالیات بر تامین مالی شرکت‌ها پرداختند. آنها در این راستا نتایج ۴۸ پژوهش را تجزیه و تحلیل کردند و به طور خاص، نرخ مالیات، تعیین‌کننده خروجی تجزیه و تحلیل اولیه بود (فلد و همکاران، ۲۰۱۳).

1. Fosu
2. Chung et all

چانگک و دیگران، به بررسی عوامل مهم ساختار سرمایه در چین پرداختند. در این راستا آن‌ها سه عامل مهم دیگر را در مقایسه با شواهد ایالات متحده و سایر کشورها عنوان می‌کنند (چانگک و همکاران، ۲۰۱۴).

سارکار^۱، به بررسی ارتباط انعطاف‌پذیری محصولات بازار و ساختار سرمایه پرداخت. نتایج ایشان نشان داد که اثر انعطاف‌پذیری محصول بازار در سطح بدهی مطلوب و اهرم بهینه به طور بالقوه و به میزان کافی بزرگ است که از لحاظ اقتصادی قابل توجه می‌باشد. از این رو نباید آن را به عنوان یک عامل تعیین کننده ساختار سرمایه نادیده گرفت (سارکار، ۲۰۱۴).

ران کریستین و همکاران، به بررسی این موضوع پرداختند که آیا تغییرات ساختار سرمایه در سراسر کشور را می‌توان با ویژگی‌های فرهنگی توضیح داد. در این راستا آنها ۴۲ کشور را مورد بررسی قرار داده و بدین نتیجه رسیدند که مدیران در کشورهای با فردگرایی بالا، دارای سطح خوش‌بینی و اعتماد به نفس بالایی در تحمل توان نسبت بدهی هستند (کریستین و همکاران، ۲۰۱۴).

چانگک و همکاران، به بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی، رقابت در بازار تولید و ساختار سرمایه پویا پرداختند. آنها عنوان کردند که در بررسی ساختار سرمایه، توجه کمی به رقابت در بازار محصول شده است. آنها دریافتند که رقابت در بازار تولید باعث افزایش انگیزه برای شرکت‌هایی با حاکمیت ضعیف در به حداکثر کردن ثروت سهامدارن می‌شود (چانگک و همکاران، ۲۰۱۵).

پاتلو آلوژ و همکاران در یک تجزیه و تحلیلی تجربی به بررسی ارتباط بین ترکیب هیأت مدیره و ساختار سرمایه پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که یک هیأت مدیره با جنسیت متنوع و زمانیکه مدیر غیر اجرایی است (به عنوان مثال مدیر عامل فردی غیر از رئیس است) استقلال و کارایی مدیران بهبود می‌یابد که به تشکیل ساختار سرمایه با منابع مالی بلند مدت تری می‌انجامد (آلوژ و همکاران، ۲۰۱۵).

مریکا و همکاران به بررسی ارتباط بین چرخه کسب و کار و ساختار سرمایه در صنعت حمل و نقل بین‌المللی پرداختند. آنها در این راستا ۱۱۷ شرکت حمل و نقل بین‌المللی را مورد بررسی قرار دادند. آنها از روش (GMM) برای بررسی اثر متقابل انتخاب سرمایه، سودآوری شرکت و ساختار مالکیت استفاده کردند. مدل آنها ادعا داشت که در دوره اوج ۲۰۰۷ رابطه مثبتی بین اهرم سودآوری و اهرم مالکیت وجود داشت. در حالی که در سایر دوره‌های مورد بررسی ایشان، این رابطه منفی بود. آنها نتیجه گرفتند که احساسات مالکیت کشتی در مراحل مختلف چرخه کسب و کار،

-
1. Sarkar
 2. Christian et all
 3. Alves et all

همراه با تمرکز مالکیت، عناصر کلیدی در توضیح ارتباط بین سودآوری و اهرم در بخش حمل و نقل می‌باشد (مریکا و همکاران، ۲۰۱۵).

نمازی و شیرزاده به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس صنایع مختلف اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا ۱۰۸ شرکت از صنایع مختلف را طی سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۷۹ مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای مثبت و معنادار اما ضعیف وجود دارد. همچنین رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری به نوع صنعت بستگی دارد (نمازی و شیرزاده، ۱۳۸۴).

اریابیان و گرایلی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور، تعداد ۱۰۰ شرکت از ۱۳ صنعت مختلف طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ را به عنوان نمونه آماری انتخاب کردند. نتایج پژوهش نشان داد که نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنادار مثبت و نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها با نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنادار منفی وجود دارد (اریابیان و گرایلی، ۱۳۸۸).

ایزدی نیا و رسائیان به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و مالیات شرکت‌های صنایع مختلف پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا ۴۸ شرکت را در سال‌های ۱۳۷۴ تا ۱۳۸۶ مورد بررسی قرار دادند و نتایج حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین ساختار سرمایه و مالیات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد (ایزدی و نیاورسائیان، ۱۳۸۸). پورزمانی و همکاران به بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور، تعداد ۹۰ شرکت طی دوره سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. نتایج پژوهش نشان دهنده آن است که الگوی ساختار سرمایه به طور عمده تابع معکوس سودآوری و تابع مستقیم ریسک و اندازه شرکت می‌باشد و با دارایی قابل وثیقه و سپر مالیاتی غیربدهی رابطه معناداری ندارد (پورزمانی و همکاران، ۱۳۸۹).

رحیمیان و همکاران، بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌های با اندازه کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ مورد پژوهش قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین دو متغیر نسبت بدهی‌های بلندمدت بهره‌دار و نسبت

بدهی‌های کوتاه‌مدت و ویژگی‌های سن، اندازه، ساختار دارایی‌ها، قابلیت سودآوری، رشد و ریسک ارتباط خطی معنادار وجود دارد (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۰).

سجادی و همکاران به بررسی تأثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور، تعداد ۷۶ شرکت را طی دوره سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ به عنوان نمونه آماری انتخاب کردند. نتایج پژوهش نشان دهنده آن است که نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با نرخ بازده دارایی‌ها رابطه معنادار منفی دارد، اما بین ساختار سرمایه (نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) و عملکرد شرکت (بازده حقوق صاحبان سهام و حاشیه سود ناخالص) رابطه معناداری وجود ندارد (سجادی و همکاران، ۱۳۹۰).

صادقی شاهدانی و همکاران به بررسی رابطه میان ساختار بازار و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا ۱۰۱ شرکت را طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه رسیدند که رابطه میان ساختار بازار و ساختار سرمایه به شکل غیرخطی است و رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری منفی معنادار و بین ساختار سرمایه و اندازه شرکت مثبت معنادار است (صادقی شاهدانی و همکاران، ۱۳۹۱).

اعتمادی و منتظری به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر رقابت بازار تولید پرداختند. در این راستا ۱۷۸ شرکت را طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که در مدل ایستا، تأثیر سودآوری، معیار نخست ارزش وثیقه‌های دارایی‌ها و نسبت جاری بر ساختار سرمایه منفی و معنادار و تأثیر رقابت بازار تولید و همچنین سبب مالیاتی غیر بدهی بر ساختار سرمایه مثبت و معنادار بوده است. در مدل پویا، تأثیر سودآوری، معیار نخست ارزش وثیقه‌های دارایی‌ها و نسبت جاری بر ساختار سرمایه، منفی و معنادار و تأثیر رقابت بازار تولید، ساختار سرمایه یک‌دوره قبل و همچنین اندازه شرکت بر ساختار سرمایه مثبت و معنادار بوده است (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۲).

دهقان زاده و زراعت‌گری با بررسی ۱۹۳ شرکت از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ به این نتیجه رسیدند که بازده دارایی با ساختار سرمایه (نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) به عنوان متغیرهای مستقل رابطه معنادار منفی دارد. بدین معنی که در شرایط عادی، انتخاب ساختار سرمایه بر روی نرخ بازده دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد و شرکت‌های دارای نرخ بازده دارایی بالاتر از بدهی کمتری در ساختار سرمایه خود بهره می‌گیرند. اما، ساختار سرمایه (نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت

۴۵ _____ رابطه ساختار سرمایه با بازده دارایی‌ها و با تأکید بر تورم-

بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری ندارد (دهقان زاده و همکاران، ۱۳۹۲).

آقای و همکاران به بررسی عوامل موثر بر ساختار شرکت‌های کوچک و ایرانی پرداختند. در این راستا داده‌های ۸۹ شرکت را بررسی و به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های کوچک، رابطه معناداری بین رشد، سود آوری و اندازه شرکت به عنوان متغیر مستقل و نسبت بدهی کل به عنوان متغیر وابسته می‌باشد. (آقای و همکاران، ۱۳۹۳).

خواجوی و همکاران، به بررسی رابطه ساختار سرمایه، ساختار مالکیت و عملکرد با استفاده از رویکرد تحلیل پوششی داده‌ها پرداختند. در این راستا ۱۲۸ شرکت را طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که ساختار سرمایه و مالکیت، اثرات مثبتی بر کارایی آنها دارد (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۳).

متغیر تورم به عنوان یکی از اصطلاحات دیرین در حوزه علم اقتصاد و مسائل روزمره زندگی است که در نزد همه گروه‌های اجتماعی شهرت یافته است. تورم نیز همچون بسیاری دیگر از مفاهیم اقتصادی، توسط اقتصاددانان به طرق مختلف تعریف شده است که به پارامی از این تعریف‌های مهم‌تر اشاره می‌شود. تورم روند افزایشی سطح عمومی قیمت‌ها طی یک دوره به نسبت طولانی است. تورم به افزایشی در سطح عمومی قیمت‌ها اطلاق می‌شود که خارج از کنترل و ناخواسته اتفاق افتد. تورم وضعیتی است که در آن درآمدهای پولی سریعتر از جریان کالاها و خدمات‌هایی افزایش می‌یابد که این درآمدها روی آنها صرف می‌شوند (یعنی سریعتر از درآمد ملی واقعی) (فرجی، ۱۳۸۲).

تعریفی که در مورد تورم از مقبولیت بیشتری نزد اقتصاددانان برخوردار است، عبارت از افزایش دائم و بی‌رویه سطح عمومی قیمت کالاها و خدمات است که در نهایت به کاهش قدرت خرید و نابسامانی اقتصادی می‌انجامد (عظیمی آراتی، ۱۳۸۵).

حجازی و همکاران به بررسی تاثیر عوامل اقتصادی و ویژگی‌های شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا ۹۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۸۸ مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه شرکت‌ها با نقدینگی و تورم رابطه معنادار و منفی وجود دارد (حجازی و همکاران، ۱۳۹۰).

تورم حلال مختلفی دارد که عمده‌ترین آن‌ها عبارتند از تورم به عنوان یک پدیده پولی، تورم حاصل از فشار تقاضا، تورم حاصل از فشار هزینه نوسان‌های نرخ تورم که ممکن است بر تصمیم‌گیری‌های مدیران در باره تامین مالی مهم و اثرگذار باشد. با توجه به اینکه افزایش نرخ تورم در درازمدت بهبود جریان‌های ورودی

وجوه نقد به شرکت را در پی دارد، آندوخته‌ها و میزان سودهای تقسیم نشده شرکت نیز افزایش یابد. از آنجا که یکی از منابع تامین مالی شرکت‌ها استفاده از سود انباشته شرکت است، با انجام تامین مالی از طریق سود انباشته، اهرم مالی شرکت کاهش خواهد یافت که نشان دهنده ارتباط منفی بین نرخ تورم و ساختار سرمایه است (درویتز و همکاران، ۲۰۰۷). یادآوری می‌شود که نحوه اثرگذاری نرخ تورم بر ساختار سرمایه در پژوهش‌های بوک بین (۲۰۰۹) و سنگ‌شین و آدریان (۲۰۰۹) درویتز و همکاران (۲۰۰۷) مورد بررسی قرار گرفته که همگی تاییدکننده تاثیر منفی نرخ تورم بر ساختار سرمایه بوده است.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه نخست: رابطه‌ای معنادار بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

فرضیه دوم: رابطه‌ای معنادار بین نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

فرضیه سوم: رابطه‌ای معنادار بین نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

فرضیه چهارم: رابطه‌ای معنادار بین تورم و نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

فرضیه پنجم: رابطه‌ای معنادار بین تورم و نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

فرضیه ششم: رابطه‌ای معنادار بین تورم و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

روش شناسی پژوهش

اهداف اصلی این مطالعه به قرار زیر است:

۱. بررسی تاثیر ساختار سرمایه روی بازده دارایی‌ها و تاثیر تورم روی ساختار سرمایه شرکت - های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و
۲. تعیین اهمیت و ساختار بهینه سرمایه برای شرکت‌های بورس برای دستیابی به این اهداف.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی شش ساله ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ است. نمونه پژوهش شامل شرکت‌هایی است که تا پایان سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و نام شرکت در دوره مورد بررسی از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد، جزو بانکها، موسسه‌های مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و طی دوره زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداده باشند و اطلاعات مورد نیاز شرکت برای این پژوهش در دسترس باشد. براساس معیارهای در نظر گرفته شده، ۸۹ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل: در پژوهش حاضر، ساختار سرمایه برای فرضیه یک، دو و سه به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. با توجه به مباحث پیش گفته در پیشینه پژوهش، (نسبت بدهی‌ها کوتاه مدت، بلندمدت و کل) به کل دارایی‌ها، به عنوان ساختار سرمایه تعریف شده است (ابور، ۲۰۰۷؛ هیلد، ۲۰۰۹؛ سلیم و یادو، ۲۰۱۲). در فرضیه چهار، پنج و شش، تورم به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است.

متغیرهای وابسته: در این پژوهش، نرخ بازده دارایی‌ها (از معیارهای سودآوری شرکت‌ها) و ساختار سرمایه در فرضیه چهار، پنج و شش به عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شده است. نرخ بازده دارایی‌ها از تقسیم سود خالص بعد از مالیات بر جمع دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

متغیر کنترل: در پژوهش حاضر، معیار اندازه شرکت که از لگاریتم دارایی‌ها محاسبه می‌شود و از عوامل تأثیرگذار بر ساختار سرمایه و نسبت بدهی است، به عنوان متغیر کنترل استفاده شده است.

$$\begin{aligned} ROA_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 STDTA_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \\ ROA_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 LTDTA_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \\ ROA_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 TDTA_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \\ \beta_1 STDTA_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 INF_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \\ \beta_1 LTDTA_{i,t} &= \beta_0 + INF_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \\ \beta_1 TDTA_{i,t} &= \beta_0 + INF_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + e_{i,t} \end{aligned}$$

$ROA_{i,t}$ = نرخ بازده دارایی‌ها برای شرکت i در سال t .

$STDTA_{i,t}$ = نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها برای شرکت i در سال t

$LTDTA_{i,t}$ = نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها برای شرکت i در سال t

$$TDTA_i = \text{نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها برای شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$Size_i = \text{اندازه شرکت برای شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$INF = \text{نورم در سال } t$$

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آمارهای توصیفی متغیرهای مورد مطالعه محاسبه و در جدول ۱ نشان داده شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

تورم	نرخ بازده دارایی‌ها	اندازه شرکت	نسبت کل بدهی به کل دارایی	نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل طولی	نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل طولی	متغیر آماره
۲۱/۰۳۳	۰/۰۰۹۳	۵/۵۵	۰/۹۸۸	۰/۱۲۵	۰/۸۶۲	میانگین
۱۸/۹	۰/۰۳۵	۵/۴۶	۰/۷۶۵	۰/۰۵۳	۰/۶۷۲	میانه
۸/۹۳۶	۰/۲۴۷	۰/۷۹۹	۰/۶۸۷	۰/۲۴۷	۰/۵۹۹	انحراف معیار
۷۹/۸۶	۰/۰۶۱	۰/۱۳	۰/۴۷۳	۰/۰۶۱	۰/۳۵۹	واریانس
۱۰/۸	- ۰/۷۵۳	۳/۳۶	۰/۰۶۲	۰/۰۰۰	۰/۰۳۸	حد اقل
۳۴/۷	۰/۶۲۱	۸/۰۰	۳/۶۰	۱/۷۷۶	۲/۹۸۸	حد اکثر
۵۳۴	۵۳۴	۵۳۴	۵۳۴	۵۳۴	۵۳۴	تعداد مشاهدات

فرضیه نخست: در این فرضیه، وجود رابطه بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌ها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود. با توجه به جدول ۲، سطح معناداری الگو ۰/۰۰۰ و آماره F آن ۳۱۵/۷۶۰ که بیانگر معنادار بودن الگو در حالت کلی است. متغیر نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها دارای سطح معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌هاست. همچنین ضریب β و آماره t متغیر نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، دارای علامت منفی است که نشان دهنده رابطه منفی بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌هاست. ضریب استاندارد شده (-۰/۶۰۳) بالای متغیر نشان می‌دهد که رابطه معنادار منفی نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها با نرخ بازده دارایی‌ها از لحاظ آماری قوی است.

جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون فرضیه نخست

آماره F	۳۱۵/۷۶	معناداری آماره F	
ضریب تعیین تصحیح شده	۰/۵۴۲	ضریب تعیین		۰/۵۴۳
عرض از مبدا	ضریب β	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری
	- ۰/۱۸۵		-۲/۹۷۶	۰۰۰۳
نسبت بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها	- ۰/۲۲۸	- ۰/۶۰۳	۱۸/۵۴۶
اندازه	۰/۰۷۴	۰/۲۲۸	۷/۳۳۴

فرضیه دوم: در این فرضیه، وجود رابطه بین نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود. با توجه به جدول ۳، سطح معناداری الگو ۰/۰۰۰ و آماره F آن ۱۴۶/۳۹۹ که بیانگر معنادار بودن الگو در حالت کلی است. متغیر نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها دارای سطح معناداری ۰/۰۰۰ است که نشان دهنده رابطه‌ای معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌هاست. همچنین ضریب β و آماره t متغیر نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها، دارای علامت منفی است که نشان دهنده رابطه منفی بین نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌هاست.

ضریب استاندارد شده (-۰/۳۳۵) پایین متغیر نشان می‌دهد که رابطه معنادار منفی نسبت بدهی های بلندمدت به کل دارایی‌ها با نرخ بازده دارایی‌ها از لحاظ آماری ضعیف است.

فرضیه سوم: در این فرضیه، وجود رابطه بین نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود. با توجه به جدول (۴)، سطح معناداری الگو ۰/۰۰۰ و آماره F آن ۴۲۷/۰۵۳ است که بیانگر معنادار بودن الگو در حالت کلی است. متغیر نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها دارای سطح معناداری ۰/۰۰۰ است که نشان دهنده رابطه‌ای معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌هاست. همچنین ضریب β و آماره t متغیر نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، دارای علامت منفی است که نشان دهنده رابطه منفی بین نسبت کل بدهی‌ها به کل

۵۰ ————— راهبرد مدیریت مالی، سال چهارم، شماره دوازدهم، بهار ۱۳۹۵

دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌هاست. ضریب استاندارد شده (۰/۶۷۹-) بالای متغیر نشان می‌دهد که رابطه معنادار منفی نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با نرخ بازده دارایی‌ها از لحاظ آماری قوی است.

فرضیه چهارم: در این فرضیه، وجود رابطه بین تورم و نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود.

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

آماره F	۱۴۶۳۹۹	معناداری آماره F		۰۰۰۰
ضریب تعیین تصحیح شده	۰/۳۵۳	ضریب تعیین		۰/۳۵۵
عرض از مبدا	ضریب β	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری
	-۰/۶۸۸		-۱۰/۹۸	۰۰۰۰
نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها	-۰/۳۳۵	-۰/۳۳۵	-۹/۴۳۵	۰۰۰۰
اندازه	۰/۱۲۳	۰/۴۳۱	۱۲/۱۲۵	۰۰۰۰

جدول ۴- نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

آماره F	۴۲۷/۰۵۳	معناداری آماره F		۰۰۰۰
ضریب تعیین تصحیح شده	۰/۶۱۵	ضریب تعیین		۰/۶۱۷
عرض از مبدا	ضریب β	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری
	-۰/۰۸۳		-۱/۴۴۲	۰/۱۵۰
نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها	-۰/۲۴۴	-۰/۶۷۹	-۲۲/۶۱	۰۰۰۰
اندازه	۰/۰۶۰	۰/۱۹۴	۶/۴۷	۰۰۰۰

جدول ۵: نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم

آماره F	۶۰/۸۳	معناداری آماره F		۰۰۰۰
ضریب تعیین تصحیح شده	۰/۱۸۳	ضریب تعیین		۰/۱۸۶
عرض از مبدا	ضریب β	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری
	۲/۱۱۱		۱۵/۱۹۴	۰۰۰۰
تورم	۰/۰۰۲	۰/۰۳۴	۰/۸۶۸	۰/۳۸۶
اندازه	- ۰/۳۶۴	- ۰/۴۳۲	- ۱۱/۰۲	۰۰۰۰

با توجه به جدول ۵، سطح معناداری الگو ۰۰۰ می باشد که بیانگر معنادار بودن الگو در حالت کلی معنادار است. متغیر تورم دارای سطح معناداری ۰/۳۸۶ است که از ۰/۰۵ بیشتر می باشد. بنابراین رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین تورم و نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد.

فرضیه پنجم: در این فرضیه، وجود رابطه بین تورم و نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می شود. با توجه به جدول ۶، سطح معناداری الگو ۰۰۰۰ و آماره $T\text{F}$ ۱۱/۱۲۶ است که بیانگر معنادار بودن الگو در حالت کلی است. متغیر تورم دارای سطح معناداری ۰/۴۴۹ است که از ۰/۰۵ بیشتر می باشد. بنابراین رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین تورم و نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد.

جدول ۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم

آماره F	۱۱/۱۲۶	معناداری آماره F		۰۰۰۰
ضریب تعیین تصحیح شده	۰/۰۳۷	ضریب تعیین		۰/۰۴۰
عرض از مبدا	ضریب β	ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح معناداری
	۰/۴۸۲		۶/۲۵۹	۰۰۰۰
تورم	- ۰/۰۰۱	- ۰/۰۳۲	- ۰/۷۵۸	۰/۴۴۹
اندازه	- ۰/۰۶۱	- ۰/۱۹۷	- ۴/۶۲۶	۰۰۰۰

فرضیه ششم: در این فرضیه، وجود رابطه بین تورم و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود. با توجه به جدول ۷، سطح معناداری الگو ۰۰۰۰ و آماره F ۶۶/۱۸۱ است که بیانگر معنادار بودن الگو در حالت کلی است. متغیر تورم دارای سطح معناداری ۰/۶۴۳ است که از ۰/۰۵ بیشتر می‌باشد. بنابراین رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین تورم و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد.

جدول ۷- نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم

آماره F	۶۶/۱۸۱	معناداری آماره F		۰۰۰۰
ضریب تعیین تصحیح	۰/۱۹۷	ضریب تعیین		۰/۲۰۰
عرض از مبدا	ضریب β	ضریب استاندارد شده	آماره t	ضریب β
	۳/۰۹۳		۱۵/۸۱	۳/۰۹۳
تورم	۰/۰۰۱	۰/۰۱۸	۰/۴۶۴	۰/۰۰۱
اندازه	- ۰/۳۸۵	۰/۴۴۷	-۱۱/۵۰	- ۰/۳۸۵

نتیجه‌گیری و بحث

در پژوهش حاضر رابطه بین معیارهای ساختار سرمایه (نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) با نرخ بازده دارایی‌ها و تورم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج به دست آمده از فرضیه‌های نخست، دوم و سوم مورد آزمون این پژوهش نشان داد که بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار و منفی وجود دارد که این یافته با نتایج زایتون و تیان (۲۰۰۷) و سجادی و همکاران (۱۳۹۰) همخوانی دارد. بین نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار و منفی وجود دارد که این یافته با نتایج زایتون و تیان (۲۰۰۷)، سلیم و یادو (۲۰۱۲) و ابور (۲۰۰۷) همخوانی دارد. بین نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی شرکت‌های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز رابطه‌ای معنادار و منفی وجود دارد که این یافته با نتایج زایتون و تیان (۲۰۰۷)، سلیم و یادو (۲۰۱۲)، ابور (۲۰۰۷)، صادقی شاهدانی و همکاران (۱۳۹۱) و سجادی و همکاران (۱۳۹۰) همخوانی دارد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که میان ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها، رابطه‌ای معنادار و منفی است. بدین معنی که در شرایط عادی انتخاب ساختار سرمایه بر روی نرخ بازده دارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد و شرکت‌های دارای نرخ بازده دارایی بالاتر، از بدهی کمتری در ساختار سرمایه خود بهره می‌گیرند. وجود این رابطه منفی می‌تواند حاصل روابط پیچیده موجود در بازار و مشکلات تأمین مالی مبتنی بر بدهی، از نظر نرخ تسهیلات دریافتی و بازدهی طرح‌های اجرایی، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد. همچنین نتایج به دست آمده از فرضیه‌های چهارم، پنجم و ششم مورد آزمون این پژوهش نشان داد که: تورم با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری ندارد.

منابع

- اربابیان، ع. ا. و گرایلی، م. ص. (۱۳۸۸) بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت، ۴ (۳۳)، صص. ۱۵۹ - ۱۷۵.
- آقایی، م. احمدیان، و. (۱۳۹۳). عوامل موثر بر ساختار سرمایه در شرکت های کوچک و متوسط ایرانی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۶ (۲۲)، صص. ۱۷۵-۲۱۲.
- اعتمادی، ح. منتظری، ج. (۱۳۹۲). بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر رقابت بازار تولید. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۳۰ (۲۰)، صص. ۱-۲۶.
- ایزدینیا، ن. و رسائیان، ا. (۱۳۸۸) ساختار سرمایه و مالیات بر در آمد شرکتهای در ایران. فصلنامه تخصصی مالیات، ۴، صص. ۳۱-۴۳.
- پورحیدری، الف. (۱۳۷۴). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت، دانشگاه تهران.
- پورزمانی، ز. جهانشاد، آ. نعمتی، ع. و فرهودیزارع، پ. (۱۳۸۸). بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه در شرکتهای پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۲ (۸)، صص. ۲۵-۴۶.
- خواجوی، ش. داداش و رضایی، ع. (۱۳۹۳). رابطه ساختار سرمایه، ساختار مالکیت و عملکرد با استفاده از رویکرد تحلیل پوششی داده ها. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۶ (۲۴)، صص. ۵۵-۷۴.
- دهقان زاده، ح. زراعت گری، ر. (۱۳۹۲). بررسی رابطه ساختار سرمایه با بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش حسابداری، صص. ۱۱-۶۷-۸۲.
- رحیمیان، ن. ا. رضایی، ف. و ماستری فراهانی، ح. (۱۳۹۰). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکتهای با اندازه کوچک و متوسط. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۳ (۱۰)، صص. ۱۱۷-۱۶۳.
- رضایی، ف. و پیری، ع. (۱۳۹۰). تاثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکتهای پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۳ (۱۱)، صص. ۱۵۵-۱۷۴.

- سجادی، س؛ محمدی، کک. و عباسی، ش. (۱۳۹۰)، بررسی تاثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکتهای بورسی، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۳ (۹)، صص. ۱۹-۲۸.
- سینایی، ح. (۱۳۸۶). بررسی تأثیر عوامل داخلی شرکت‌ها بر چگونگی شکل‌گیری ساختار سرمایه-۸۴ : (۴۸) شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۴.
- سرمد، زه‌بازرگان، ع. و حجازی، ا (۱۳۸۳). روشهای پژوهش در علوم رفتاری تهران، نشر آگه.
- صادقی شاهدانی، م؛ چاوشی، کک. و محسنی، ح. (۱۳۹۱) بررسی رابطه میان ساختار بازار و ساختار سرمایه، در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌های مدل‌سازی اقتصادی، ۹، صص. ۲۱-۵۰.
- عظیمی آرانی، ح. (۱۳۸۵). مدارهای توسعه‌نیافتگی در اقتصاد ایران، نشر نی، چاپ هفتم، صص: ۲۵-۴۲.
- فرجی، ی. (۱۳۸۲). پول، ارز و بانکداری، شرکت چاپ و نشر بازرگانی موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، چاپ پنجم، صص: ۷۸-۱۳۲.
- نمازی، م. و شیرزاده، ج (۱۳۸۴) بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر نوع صنعت). بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴۲، صص. ۷۵-۹۵.
- ولیپور، ه؛ الماسی، م. و کایدی، س (۱۳۹۰) ساختار سرمایه، میانگین موزون هزینه سرمایه و روند تغییرات آنها. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۳ (۱۲)، صص. ۱۸۵-۲۱۵.
- Alves. P., Barbosa Couto. E. and Francisco. P. (2015) Board of directors' composition and capital structure, *Research in International Business and Finance*, Volume 35, N.3. pp.1-32.
- Abor, J. (2007). Capital structure and financing of Smes: empirical evidence from Ghana and South Africa. Unpublished Ph.D, University of Stellenbosch.

- Antoniou, A., Guney, Y. and Paudyal, K. (2002). Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries, working paper, University of Durham, Durham, Vol. 34, No. 4, pp. 199-228.
- Bakpin, G. A. , (2009), Macroeconomic Development and Capital Structure Decisions of Firms, *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26, No. 2, pp. 129-142
- Chung. P., Seung, H., and Smith. R. (2013), How important is capital structure policy to firm survival? *Journal of Corporate Finance*, Volume 22, No. 4, pp. 83-103
- Chun. Ch, Chen. X and Liao. G. (2014), What are the reliably important determinants of capital structure in china? *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 30, No.3. pp.87-113.
- Christian. R. and Salzmann. A. (2014), Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure. *Research in International Business and Finance*, Volume 31, No.2, pp.132-151.
- Dimitris. M. and Maria. P. (2010), Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 17, No. 4, pp. 621-632.
- Drobetz. A., Baker, M. and Wurgler, J. (2007). How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structures? *Review of Financial Studies*, Vol.40, No. 1, pp. 1- 33.
- Ebaid, I. E. -S. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from gypt. *Journal of Risk Finance*, Vol.10, No.5, pp.477-487

- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.53, No. 2, pp.140-151.
- Feld. P., Heckemeyer. J. and Overesch. M. (2013). Capital structure choice and company taxation: A meta-study, *Journal of Banking & Finance*, Volume 37, No.8 , pp. 2850-2866.
- Fama, E. F. and French. K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, Vol.15, No.1, pp.1-33.
- Fama, E. F., and French. K. R. (1992). the cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, Vol.47, No.2, pp.427-465.
- Kai Chang, Y., Lun Chen.Y., Chou. K., and Hsin Huang. T. (2015). Corporate governance, product market competition and dynamic capital structure, *International Review of Economics & Finance*, Volume 3, No.2, pp. 44-55.
- Kohher, M. and Rahul, S. (2007). Strategic Assets, Capital Structure, and Firm Performance, *Journal of Financial And Strategic Decisions*, Vol. 50, No. 3, pp. 23-36.
- Modigliani, F. and Miller. M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Vol.53, No. 3, pp.433-443.
- Merika. A., Theodoropoulou. S., Triantafyllou. A., and Laios. A. (2015). the relationship between business cycles and capital structure choice: The case of the international shipping industry. *The Journal of Economic Asymmetries*, Volume 12, Issue 2, pp. 92-99.

- Muzir, E. (2011). Triangle Relationship among Firm Size, Capital Structure Choice and Financial performance. *Journal of Management Research*, Vol.11, No.2, pp.87-98.
- Song Shin, H. and Adrian, T. (2009). Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Working Paper, <http://papers.ssrn.com>.
- Sarkar. S. (2014), Product-market flexibility and capital structure, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Volume 54, Issue 1, pp. 111-122.
- Weston, S. and Copeland, J. (2007). Agency, information, and capital structure and corporate investment in George constantinides. *Handbook of the Economics of Finance forthcoming*. Vol.18, No.3. pp.154-173.