

## بررسی تأثیر نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عاطفه یآوری چگنی

کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران (لرستان)، خرم آباد، ایران  
atefhyavarichegeni@gmail.com

### چکیده

عملکرد مالی برای یک شرکت مسأله ای حیاتی است و در واقع شرکتی که عملکرد مالی مناسبی نداشته باشد دیر یا زود از صحنه رقابت حذف خواهد شد. استفاده کنندگان از صورت های مالی برای انجام تصمیم گیری های منطقی خود نیاز به ارزیابی عملکرد شرکت ها دارند و یکی از راه های انجام این ارزیابی تجزیه و تحلیل صورت های مالی است. استفاده از نسبت های مالی برای تجزیه تحلیل مزبور یکی از معمول ترین روش ها است. هدف این پژوهش، بررسی تأثیر نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها است. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه ای و پس رویدادی بوده و مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) است. نمونه مورد استفاده در این مطالعه، مشتمل بر ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ است. در این پژوهش برای آزمون فرضیه از رگرسیون چند متغیره و برای تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده ی پژوهش از نرم افزارهای Spss، Eviews و Minitab استفاده شده است. نتیجه حاصل از پژوهش بیانگر این واقعیت است که نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنادار و معکوسی دارد.

**واژگان کلیدی:** بورس اوراق بهادار تهران، عملکرد مالی، نسبت اهرم مالی.

### مقدمه

نوسانات اهرم مالی شرکت ها، همواره مرتبط با نوسانات سود انباشته بوده و نرخ رشد دارایی های شرکت ها نیز با نوسانات مثبت سود انباشته همراه بوده است (لاپارتا و همکاران، ۲۰۰۰). به طور کلی ارزش اطلاعات حسابداری، با ارزش و محتوای پیش بینی آن سنجیده می شود. از این رو هر گونه پژوهش که توان حسابداری را برای شناخت محتوای اطلاعات حسابداری به ویژه از نظر توان پیش بینی سودآوری و بازدهی، افزایش دهد، به همان نسبت برای حسابداری مهم است و به همین ترتیب برای زمینه های مربوط به حسابداری نظیر مدیریت مالی اهمیت دارد (بب چوک و همکاران، ۲۰۱۰). اما اهمیت شرکت ها از لحاظ وسعت عملکرد، سودآوری، امکانات رشد، اندازه و نوع فعالیت، تعیین کننده نیاز مالی متنوع آنان خواهد بود (کرمس و نایر، ۲۰۰۵). عملکرد مالی شرکت ها به نوعی تأثیرپذیر از نسبت تغییرات اهرم مالی خواهد بود، در صورتی که نوسانات جریان های نقد آزاد تعدیل کننده فاصله و شکاف بیش از حد این نسبت با ارزش دارایی های شرکت باشد (پارسونس و تیمان، ۲۰۰۸).

تحقیقات زیادی در زمینه ساختار سرمایه خصوصاً نسبت اهرم مالی شرکت ها وجود دارد که سعی دارند توضیح دهند که ساختار سرمایه، ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می دهد (تان و همکاران، ۲۰۰۷). (آنگ و همکاران، ۲۰۰۲) برای تأسیس



شرکت به منابع مالی نیاز است و برای توسعه به مبلغ بیشتری سرمایه نیاز است. وجوه مورد نیاز از منابع گوناگون و به شکل های مختلف تأمین می شوند و در بخش های مختلفی مانند خرید انواع دارایی ها سرمایه گذاری می شود (پارک و همکاران، ۲۰۰۸). به طور کلی، منابع تأمین مالی را می توان در دو گروه اصلی (وام و سهام) قرار داد. یکی از مباحث مهم مدیریتی در ارتباط با ساختار سرمایه و نسبت بدهی ها، مباحث مربوط به اهرم مالی شرکت ها می باشد.

توجه به افزایش یا کاهش نسبت های تأثیر گذار در تغییر جهت تصمیمات سرمایه گذاری می تواند عامل مهمی در جهت دست یابی به اهداف بلندمدت شرکت که همان افزایش ارزش و سودآوری است، شود (سیفرت و همکاران، ۲۰۰۵). یکی از نسبت های بسیار پراهمیت در شرکت، نسبت اهرم مالی و نسبت بازده دارایی ها بوده که همواره در طی سالیان متمادی مورد توجه محققین بسیار زیادی بوده است (کوه، ۲۰۰۳). اکثر مدیران مالی بر این قول توافق دارند که مفهوم اهرم مالی، از مهمترین مفاهیم مالی بوده و دارای استفاده و جایگاه ویژه ای در ساختار سرمایه می باشد. شرکتی که هیچ گونه بدهی نداشته باشد یک شرکت با ساختار کاملاً سرمایه ای است. اما در عالم واقعیت ما چنین شرکتی سراغ نداریم و تمام شرکت ها نسبت های مختلفی از اهرم را مورد استفاده قرار می دهند.

در اقتصاد رو به رشد حال حاضر سرمایه گذاران، مدیران سرمایه گذار و مدیران پرتفوی، همواره به دنبال گزینه های مناسب سرمایه گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلند مدت ثروت خود را افزایش دهند (تان و همکاران، ۲۰۰۷). اکثر شرکت ها با توجه به سیاست های مربوط به اهداف بلندمدت در پی افزایش رتبه اعتباری شرکت و کاهش نسبت اهرم مالی برای ایجاد تعادل در میزان تولید محصولات هستند که ایجاد تعادل در تولید مستلزم ایجاد تعادل در فروش های شرکت است (آنگ و همکاران، ۲۰۰۲). اطلاع از این منافع مورد تقاضای سرمایه گذاران است و آگاهی از دو منفعت سود و جریان های نقدی آتی مبتنی بر عملکرد مالی بیشتر جلب توجه می کند. سرمایه گذاران بدنبال برآورد سود و جریان های نقدی آزاد نشأت گرفته از معاملات انجام شده سهام و کارایی بازار، شرکت هایی که در آن سرمایه گذاری کرده اند هستند، تا بتوانند درباره دریافت سود نقدی آتی و ارزش سهام خود با توجه به فرصت های در دسترس سرمایه گذاری های مشابه، به قضاوت بپردازند (دیمیتر و پرن، ۲۰۰۸).

در مدیریت مبتنی بر دانش، مدیریت با آگاهی کافی از شرایط شرکت بایستی جریان های وجوه نقد آتی شرکت را پیش بینی نماید و متناسب با این پیش بینی ها اقدام به سرمایه گذاری و تأمین مالی نماید تا با نیم نگاهی به آینده شرکت بتواند رشد شرکت را تضمین کند (داینس، ۲۰۰۱). همچنین سرمایه گذاری وجوه نقد اضافی در مخارج سرمایه ای می تواند راه گشای افزایش توسعه کیفی و کمی و افزایش عملکرد بهینه شرکت ها بشود (آگاروال و همکاران، ۲۰۱۱). جذب سرمایه گذاران در بازار سرمایه کشورمان با توجه به نوپا بودن بازار سرمایه نسبت به کشورهای پیشرفته از نظر مدیران بسیار با اهمیت بوده و در راستای رسیدن به این هدف شناسایی روابط عواملی مانند: نسبت اهرم مالی و تأثیرگذاری آن بر عملکرد مالی شرکت ها، می تواند راه گشای اساسی در دستیابی به هدف غایی شرکت ها باشد. لذا هدف اصلی این پژوهش پاسخگویی به این پرسش است که آیا نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است یا خیر؟

## مبانی نظری

یکی از عمده ترین انگیزه های سرمایه گذاران جهت ورود به بازار سرمایه، کسب بازده مناسب و در نهایت افزایش ثروت است. عملکرد شرکت، عامل مهمی در تغییر ارزش بازار سهام، در نتیجه تغییر ثروت سهامداران است. شاخص های مختلفی برای اندازه گیری عملکرد شرکت ها وجود دارد که یکی از آنها میانگین حسابی نرخ بازده دارایی ها (ROA) و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) یا Q توبین می باشد. از سوی دیگر، عوامل متعددی بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است که یکی از این عوامل

نسبت اهرم مالی می باشد. نسبت اهرم مالی، جزء مهمترین عواملی است که در زمان انتخاب فرصت های سرمایه گذاری مورد توجه سرمایه گذاران قرار می گیرد. نسبت های اهرمی، همواره ابزارهایی جهت تعیین میزان احتمال قصور و ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مربوط به دیون و بدهی آن به شمار رفته افزایش آن، خطر بروز بحران مالی و ورشکستگی شرکت را تشدید خواهد کرد. بنابراین شرکت هایی که اهرم مالی بالایی دارند عملکرد ضعیف تری نسبت به شرکت هایی که اهرم پایین تری دارند، خواهند داشت و یک رابطه منفی بین اهرم مالی و عملکرد وجود دارد (یعقوب نژاد، ۱۳۸۸). با این وجود پژوهش های تجربی متعددی دیگری وجود دارد که برخی ارتباط ساختار سرمایه و عملکرد مالی را مثبت و برخی دیگر منفی ارزیابی نموده اند. استدلال ارتباط ساختار سرمایه و عملکرد شرکت تا حدود زیادی تحت الشعاع استدلال های مربوط به خلق ارزش بدهی می باشد. اما می توان در مجموع این ارتباط را این گونه خلاصه نمود: تأثیرخالص اهرم مالی بر عملکرد شرکت نتیجه ای از اثرات گوناگون می باشد. اگر درماندگی مالی (که غالباً نسبت بدهی ها نشانگر آن است)، پر هزینه تر و با اهمیت تر از نقش انضباطی بدهی باشد، شرکت هایی که بدهی های بیشتری دارند، مشکلات عملکردی بیشتری خواهند داشت. در مقابل، اگر درماندگی مالی شرکت را مجبور سازد که کارآیی و بهره وری عملیات خود را به سطحی بالاتر از هزینه های درماندگی مالی گسترش دهد، آنگاه شرکت هایی که بدهی های بیشتری دارند، عملکرد بهتری خواهند داشت (گنزالز، ۲۰۱۳).

### پیشنه پژوهش

آچیمپنگ و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی رابطه بین اهرم مالی، اندازه شرکت و بازده شرکت ها در دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۰ در بازار مالی غنا پرداختند. آنها به یک رابطه مثبت و معنادار بین اندازه شرکت و بازده و یک رابطه منفی و معنادار بین اهرم مالی و بازده شرکت ها دست یافتند.

نواز و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در بخش نساجی پاکستان پرداختند. آنها در نهایت ارتباطی قابل توجه و مثبتی بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت یافتند.

ایروتس (۲۰۰۷) در تحقیق خود به این نتیجه رسید که افزایش نرخ بدهی به دارایی شرکت های یونانی، کاهش عملکرد شرکت را به دنبال دارد.

چن و استرانگ (۲۰۰۵) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که افزایش نرخ بدهی به دارایی شرکت های چینی تأثیری بر عملکرد آن ها دارد.

نتایج تحقیق لین و رووی (۲۰۰۵) نشان داد ارتباط بین نسبت بدهی و عملکرد به معیار اندازه گیری عملکرد بستگی داد. جاننیک و ماخيجا (۲۰۰۴) بیان می دارند که: افزایش قابل توجه اهرم مالی ممکن است نشانه ای از تعهد مدیریتی به منظور بهبود عملکرد باشد. بنابراین ارزش شرکت و اهرم مالی می توانند رابطه ی مثبتی با هم داشته باشند.

وی فیو و همکاران (۲۰۰۲) نشان دادند که بدهی بر عملکرد شرکت تأثیر منفی دارد. نتایج برای شرکت های کوچک و بزرگ مشابه بود.

بدری و ایمنی فر (۱۳۹۰) نیز در پژوهش خود نشان دادند که نتیجه گیری از تحلیل های ساختار سرمایه از یک سو وابسته به تعریف اهرم است و از سوی دیگر تحت تأثیر اندازه گیری های ناقص محقق می باشد. همچنین، نتایج پژوهش آنان نشان داد که سطح اهرم با متغیرهای فرصت های رشد و سودآوری رابطه معکوس و با اندازه شرکت رابطه مستقیم دارد؛ اما ساختار دارایی ها با اهرم رابطه ندارد.



نتایج پژوهش سجادی و همکاران (۱۳۹۰) نشان داد که بین نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی و نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها با نرخ بازده دارایی ها، رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. به بیان دیگر، در شرایط عادی انتخاب ساختار سرمایه تأثیر اندکی یا هیچ تأثیری بر روی عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ندارد.

نیکبخت و پیکانی (۱۳۸۹) در تحقیق خود به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد (ROA و ROE) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها حاکی از آن است که بین نسبت های ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد (ROA و ROE) رابطه معناداری وجود دارد.

ستایش و همکاران (۱۳۸۸) به این نتیجه رسیدند؛ ساختار سرمایه و سودآوری به تعریف متغیر سودآوری بستگی دارد. همچنین نتایج الگوریتم ژنتیک بیانگر آن است که بیشترین سودآوری در ازای استفاده کمتر از اهرم مالی حاصل شده است، یعنی بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی ها رابطه منفی وجود دارد.

طالب نیا و سپهری (۱۳۸۵) در تحقیقی با عنوان بررسی مقایسه ای ارتباط بین نسبت بدهی با بازده دارایی ها در صنایع مختلف، نشان دادند که یک رابطه معنی دار معکوس بین نسبت بدهی ها با بازده دارایی ها وجود دارد؛ و به این نتیجه رسیدند که در کشور ایران منابع حاصل از استقراض توسط شرکت ها به نحو احسن مورد استفاده قرار نمی گیرد.

نمازی و شیرزاد (۱۳۸۴) تأثیر ساختار سرمایه را بر سودآوری مورد مطالعه قرار دادند. نتایج نشان داد بین ساختار سرمایه و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد اگرچه این رابطه از نظر آماری ضعیف است. بعلاوه آن ها عنوان می کنند که رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری بستگی به نوع صنعت و تعریف ارائه شده از سودآوری دارد.

در جمع بندی مطالعات انجام شده می توان بیان کرد که تأثیر متغیر نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت با استفاده از داده های تابلویی در تحقیقات داخلی تاکنون بررسی نشده است. از دیگر وجوه تمایز پژوهش حاضر معیار اندازه گیری عملکرد مالی می باشد که در پژوهش حاضر از میانگین حسابی نرخ بازده دارایی ها (ROA) و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) یا Q توبین بعنوان معیار سنجش عملکرد شرکت استفاده شده است که می تواند تا حدودی نسبت به سایر معیارها قابل اتکاتر باشد.

#### فرضیه پژوهش

با توجه به شناخت از موضوع پژوهش و بررسی تحقیقات قبلی، برای دستیابی به هدف پژوهش فرضیه زیر تدوین شده است:  
فرضیه: نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها تأثیر گذار است.

#### روش پژوهش

این پژوهش از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف از نوع پژوهش های کاربردی است. و از لحاظ روش و ماهیت از نوع پس رویدادی است. انجام پژوهش در قالب استدلال قیاسی - استقرایی است. به این معنی که چارچوب نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه و مقالات به صورت قیاسی و جمع آوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه ها به صورت استقرایی می باشد. در پژوهش حاضر کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی شش ساله، از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳، جامعه آماری این پژوهش است. حجم نمونه پژوهش به روش حذفی سیستماتیک (غربال گری) و بر اساس معیارهای زیرگزینش می گردد:

۱- به منظور همگن شدن نمونه آماری شرکت ها در سال های مورد بررسی، قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛ و نام آن ها تا پایان سال ۱۳۹۳ از فهرست شرکت های یاد شده، حذف نشده باشد.



- ۲- به منظور انتخاب شرکت های فعال، معاملات این شرکت ها در طول سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ در بورس، دچار وقفه نشده باشد؛ به عبارت دیگر، سهام این شرکت ها باید در طول این سال ها در بورس، فعال باشد.
  - ۳- به منظور افزایش قابلیت مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، شرکت های مورد بررسی، دوره مالی آنها باید منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد و در طول سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ تغییر دوره مالی نداشته باشند.
  - ۴- به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت های شرکت های واسطه گری مالی جزء شرکت های واسطه گری نباشند.
  - ۵- اطلاعات مالی مورد نیاز شرکت ها برای دوره مورد بررسی در دسترس باشد.
- با لحاظ کردن شرایط یاد شده، تعداد ۱۰۴ شرکت به عنوان نمونه نهایی پژوهش انتخاب شد. به منظور جمع آوری داده های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک های اطلاعاتی «ره آورد نوین» و «تدبیر پرداز» استفاده شد. و در مواردی که داده های موجود در این بانک های اطلاعاتی ناقص بود، به آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار و سایت های اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی ([www.rdis.ir](http://www.rdis.ir))، شبکه کدال ([www.codal.ir](http://www.codal.ir)) و مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران ([www.fipiran.com](http://www.fipiran.com))، مراجعه شد. داده های جمع آوری شده در صفحه گسترده اکسل اصلاح و طبقه بندی گردید. سپس تجزیه تحلیل نهایی با استفاده از نرم افزارهای Eviews، Spss و Minitab صورت گرفت. برای آزمون فرضیه پژوهش نیز از الگوی رگرسیونی چند گانه و روش آماری پانل دیتا استفاده شده است.

5

#### مدل آزمون فرضیه پژوهش

مدل مربوط به آزمون فرضیه پژوهش برگرفته شده از پژوهش چونگ و همکاران (۲۰۱۰) و متغیرهای تعدیل شده پژوهش، جیراپورن و همکاران (۲۰۰۶) می باشد که به صورت زیر برآورد شده است:

$$\text{Tobin's } sq_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Lev}_{i,t} + \beta_2 \text{DIV}_{i,t} + \beta_3 \text{Log(Assets)}_{i,t} + \beta_4 \text{EBIT}_{i,t} + \beta_5 \text{FixedR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که  $i$  بیانگر شرکت های مورد مطالعه،  $t$  بیانگر سال و  $\varepsilon_{i,t}$  بیانگر جزء خطای معادله رگرسیون می باشد. در این مدل اگر ضرایب  $\beta_i$  (ضرایب مربوط به متغیرهای مستقل) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد فرضیه پژوهش مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

#### متغیرها و تعریف مفهومی و عملیاتی آن ها

متغیر وابسته عملکرد مالی ( $\text{Tobin}, sq_{i,t}$ ): به بازدهی نهایی حاصل از اجرای فعالیت های مالی بر مبنای نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام به دارایی های در دست شرکت، عملکرد مالی گفته می شود (لاپارتا و همکاران، ۲۰۰۰). طبق پژوهش لاپارتا و همکاران (۲۰۰۰)، عملکرد مالی بهینه شرکت ها از طریق میانگین نتایج دو فرمول مطرح شده در زیر محاسبه خواهد شد:

$$\text{Income / Assets (ROA)}_{i,t} = \text{Income / Sales (ROS)} * \text{Sales / Assets (AssetTurn)}$$

که در آن :

Income = برابر است با سود خالص شرکت ها.

Assets = برابر است با ارزش دفتری دارایی ها.

Sales = برابر است با فروش شرکت.

9

$$\text{Tobin}, \text{sq}_{i,t} = (\text{mve} + \text{ps} + \text{debt}) / \text{Assets}$$

mve = برابر است با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

ps = برابر است با سود انباشته.

debt = برابر است با ارزش دفتری بدهی های شرکت.

Assets = برابر است با ارزش دفتری دارایی ها.

متغیر مستقل نسبت اهم مالی ( $Lev_{i,t}$ ): نسبت بدهی ها به دارایی ها بعنوان معیاری برای تعیین ساختار سرمایه در شرکت ها استفاده می شود. این معیار که به آن نسبت اهرم مالی گفته می شود، شاخصی برای ریسک مالی شرکت و توانایی پرداخت بدهی ها نیز محسوب می شود. به عبارت دیگر نسبت اهرم مالی عبارت است از درصد تغییرات سود خالص نسبت به درصد تغییرات سود عملیاتی یعنی با یک درصد تغییر در سود عملیاتی، سود خالص چند درصد تغییر می کند (دیتمار و همکاران، ۲۰۰۷). نسبت بالای اهرم مالی به احتمال زیاد نشان از افزایش میزان بدهی به وجوه نقد اندوخته شده شرکت، داشته و با احتمال بیشتری باعث ورشکستگی های مالی شرکت ها خواهد شد. نسبت بالای اهرم مالی، نشان دهنده این است که با افزایش بدهی ها سطح وجوه نقد کاهش خواهد یافت. بر این اساس شرکت هایی با دارایی های نقدی بیشتر می توانند این دارایی ها را با سطوح وجوه نقد پوشش داده و بیشتر بدهی ها را کاهش بدهند دیتمار و همکاران (۲۰۰۷). گیلسون (۲۰۰۲)، به این نتیجه رسید که رابطه منفی بین اهرم مالی و دارایی های نقدی وجود دارد. ب چوک و همکاران (۲۰۱۰)، نشان دادند که شرکت هایی با سطح بالاتر بدهی توانایی کمتری در ذخیره کردن وجوه نقد دارند. در این پژوهش برای محاسبه نسبت اهرم مالی از تحقیق کرمس و نایر (۲۰۰۵)، پیروی کرده و نسبت اهرم مالی ( $Lev_{i,t}$ ) را به صورت زیر محاسبه خواهیم کرد:

$$Lev_{i,t} = \frac{\text{ارزش دفتری جمع کل بدهی ها}}{\text{ارزش دفتری جمع کل دارایی ها}}$$

متغیر کنترلی تقسیم سود ( $DIV_{i,t}$ ): تقسیم سود طبق پژوهش بون و همکاران (۲۰۰۸)، متغیر مصنوعی است که اگر شرکت در سال مالی مورد نظر سود، سهام پرداخت کرده باشد برابر ۱ و در غیر اینصورت برابر صفر خواهد بود. متغیر کنترلی اندازه شرکت ( $\text{Log}(\text{Assets})_{i,t}$ ): در این پژوهش از متغیر اندازه  $\text{Log}(\text{Assets})_{i,t}$  برای کاهش صرفه های ناشی از مقیاس در ذخایر نقدی بهره گرفته ایم (پارک و همکاران، ۲۰۰۸). بنابراین با توجه به وضعیت بازار سرمایه و تأثیر تورم بر روی شرکت ها در کشورمان، از معیار لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها که به گونه ی بهتری نشان دهنده ی وضعیت شرکت است، استفاده شده است. هر اندازه این شاخص محاسبه شده بیشتر باشد، شرکت مورد نظر بزرگ تر است.

$$\text{Log}(\text{Assets})_{i,t} = LN(\text{Log}(\text{Assets})_{i,t})$$

که در آن:

$\text{Log}(\text{Assets})_{i,t}$  = ارزش دفتری کل دارایی های شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  است.

متغیر کنترلی نسبت بازده دارایی ها ( $EBIT_{i,t}$ ): این معیار نسبت میزان کارایی مدیریت شرکت در کاربرد تمام منابع موجود جهت کسب سود را نشان می دهد و نحوه محاسبه آن به صورت زیر می باشد (آنگ و همکاران، ۲۰۰۲):

$$EBIT_{i,t} = \frac{\text{سود خالص دوره جاری}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی ها}}$$

متغیر کنترلی نسبت دارایی های ثابت مشهود ( $FixedR_{i,t}$ ): نسبت دارایی های ثابت مشهود از طریق فرمول زیر محاسبه می گردد (چونگ و همکاران، ۲۰۱۰).

$$FixedR_{i,t} = \frac{\text{دارایی های مشهود}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}$$

### یافته های پژوهش

هنگامی که توده ای از اطلاعات کمی برای پژوهش گردآوری می شود، ابتدا سازمان بندی و خلاصه کردن آنها به طریقی که به صورت معنی داری قابل درک و ارتباط باشند، ضروری است. روش های آمار توصیفی به همین منظور بکار برده می شوند. خلاصه ویژگی های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در جدول (۱) آورده شده است. آماره های گزارش شده دربرگیرنده اطلاعات مربوط به شاخص های مرکزی نظیر میانگین، کمینه و بیشینه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص های پراکندگی نظیر انحراف معیار، چولگی و کشیدگی متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش می باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	تعداد مشاهدات	انحرافات	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمینه	بیشینه
Tobinsq <sub>i,t</sub>	۶۲۴	.	۰/۴۱۳۵	۰/۰۷۱۲	-۰/۹۹۹	۲/۳۴۵	۰/۰۳۳۱	۰/۵۶۳۱
Lev <sub>i,t</sub>	۶۲۴	.	۰/۴۶۲۱	۰/۲۴۸۴	۰/۵۰۵	-۰/۵۳۸	۰/۰۲۲۷	۰/۹۹۵۸
DIV <sub>i,t</sub>	۶۲۴	.	۰/۴۵۲۸	۰/۴۹۸۱	۰/۱۹۰	-۱/۹۷۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
Log(Assets) <sub>i,t</sub>	۶۲۴	.	۴/۷۱۴۲	۰/۷۴۹۰	-۰/۱۰۹	۰/۳۳۷	۲/۷۹۱۷	۷/۰۶۹۹
EBIT <sub>i,t</sub>	۶۲۴	.	۰/۵۳۴۲	۰/۱۸۸۷	-۰/۱۶۹	-۰/۵۴۳	۰/۰۷۶۳	۰/۹۹۸۲
FixedR <sub>i,t</sub>	۶۲۴	.	۰/۲۵۱۹	۰/۱۵۴۰	۰/۰۷۳	۲/۵۶۷	۰/۰۰۰۲	۰/۹۳۰۸

با توجه به جدول (۱)، میانگین متغیر وابسته پژوهش (عملکرد مالی شرکت ها)، ۰/۴۱۳۵ بوده و کمینه و بیشینه مقدار آن برابر با ۰/۰۳۳۱ و ۰/۵۶۳۱ می باشد. بررسی میزان چولگی و کشیدگی این متغیر نشان می دهد که این متغیر دارای توزیع نرمال نیست، زیرا زمانی یک متغیر دارای توزیع نرمال است که چولگی و کشیدگی آن به ترتیب برابر ۰ و ۳ باشد. و همچنین میانگین متغیر مستقل نسبت اهرم مالی طی بازه زمانی پژوهش مثبت و برابر با ۰/۴۶۲۱ بوده است. و بر اساس آمار توصیفی سایر متغیر های ارائه شده میانگین متغیرهای کنترلی تقسیم سود، اندازه شرکت (لگاریتم ارزش دفتری کل دارایی ها)، نسبت بازده دارایی ها و نسبت دارایی های ثابت مشهود مثبت و به ترتیب برابر با ۰/۴۵۲۸، ۴/۷۱۴۲، ۰/۵۳۴۲ و ۰/۲۵۱۹ بوده است.

### آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته پژوهش

در انجام این پژوهش به منظور تخمین پارامترهای مدل از روش حداقل مربعات معمولی استفاده می گردد و این روش بر این فرض استوار است که متغیر وابسته پژوهش دارای توزیع نرمال باشد، به طوری که توزیع غیر نرمال متغیر وابسته منجر به تخطی از مفروضات این روش برای تخمین پارامترها شده و نتایج درستی را ارائه نمی دهد. از این رو در ادامه لازم است، نرمال بودن توزیع این متغیر مورد آزمون قرار گیرد. نرمال بودن باقیمانده های مدل رگرسیونی یکی از فرض های رگرسیونی است که نشان دهنده اعتبار آزمون های رگرسیونی است، بنابراین نرمال بودن متغیرهای وابسته به نرمال بودن باقیمانده های مدل (تفاوت مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی) می انجامد. پس لازم است نرمال بودن متغیر وابسته قبل از برآورد پارامترها کنترل

شود و در صورت برقرار نبودن این شرط راه حل مناسبی برای نرمال نمودن آن ها (از جمله تبدیل نمودن آن) اتخاذ نمود. در این پژوهش این موضوع از طریق آماره کولموگروف- اسمیرنوف (K-S) مورد بررسی قرار گرفت و توسط نرم افزار Spss مورد تجزیه و تحلیل واقع شد. خروجی آزمون K-S در نرم افزار SPSS برای این متغیر به شرح جدول (۲) زیر است:

جدول (۲): نتایج آزمون بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته

متغیر	تعداد (N)	آماره (K-S)	سطح اهمیت (Sig)
عملکرد مالی	۶۲۴	۱/۵۵۲	۰/۰۱۶

با توجه به جدول (۲) و آماره آزمون کولموگروف اسمیرنوف از آنجایی که سطح معناداری برای متغیر وابسته عملکرد مالی کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه  $H_0$  مبنی بر نرمال بودن توزیع این متغیر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه  $H_1$  مبنی بر نرمال نبودن توزیع متغیر عملکرد مالی پذیرفته می شود. که در این پژوهش با توجه به اینکه نرمال بودن توزیع متغیر وابسته، شرط لازم برای مدل های رگرسیونی است، بنابراین لازم است قبل از آزمون فرضیه ها این متغیر نرمال سازی شود. برای نرمال کردن توزیع متغیرها روش های متفاوتی وجود دارد که در این پژوهش برای نرمال سازی داده ها از تابع تبدیل جانسون بهره گرفته شده و توسط نرم افزار Minitab مورد تجزیه و تحلیل واقع شده است. نتایج حاصل از آزمون K-S بعد از نرمال سازی داده ها به شرح جدول (۳) زیر است:

جدول (۳): نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته بعد از نرمال سازی

متغیر	تعداد (N)	آماره (K-S)	سطح اهمیت (Sig)
عملکرد مالی	۶۲۴	۰/۶۲۱	۰/۸۳۵

با توجه به جدول فوق و آماره آزمون کولموگروف اسمیرنوف از آنجایی که سطح معناداری برای متغیر وابسته عملکرد مالی بعد از نرمال سازی داده ها بیشتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۸۳۵)، یا به عبارتی معنادار نیست فرضیه  $H_0$  مبنی بر نرمال بودن توزیع این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شده و بیانگر این است که متغیر عملکرد مالی بعد از نرمال سازی، از توزیع نرمال برخوردار می باشد.

### نتیجه آزمون فرضیه پژوهش

پیش از آزمون فرضیه پژوهش ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده های ترکیبی در برابر داده های تابلویی پرداخته شده است. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل " اثرات ثابت " و " اثرات تصادفی " می توان انجام گیرد. در این پژوهش با توجه به پذیرش مدل داده های تابلویی برای تعیین این که از کدام مدل استفاده شود، از آزمون هاسمن استفاده شده است. اگر احتمال آماره F لیمر کمتر از ۰/۰۵ باشد، برای تخمین مدل از روش تابلویی، و در غیر این صورت از داده های تلفیقی استفاده می شود. همچنین اگر احتمال آماره هاسمن کمتر از ۰/۰۵ باشد باید از روش اثرات ثابت در داده های تابلویی استفاده شود. با توجه به نتایج آزمون F لیمر و هاسمن که در جدول (۴) ارائه شده است مدل رگرسیونی به روش تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شده است.



جدول (۴): نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای مدل پژوهش

آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
F لیمر	۴۳۱۶/۱	۰/۰۰۴۲	تابلویی
هاسمن	۸۷۳۵/۳	۰/۰۰۶۷	اثرات ثابت

قبل از انجام هرگونه تفسیر نتایج رگرسیون، برای تصدیق صحت نتایج و حصول اطمینان از قابلیت اتکاء نتایج برآورد مدل رگرسیونی، فروض کلاسیک مورد بررسی قرار گرفته است. در این راستا به منظور بررسی ناهمسانی واریانس ها، از آزمون برش پاگان استفاده شده و در صورت وجود ناهمسانی واریانس ها، جهت رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخمین مدل استفاده می گردد. همچنین به منظور بررسی عدم وجود خود همبستگی، از آزمون دوربین واتسون (D-W) استفاده شده است. و اینکه آیا مدل مورد نظر پژوهش از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. نتایج ارائه شده در جدول (۵) نشان می دهد که باتوجه به اینکه آماره احتمال محاسبه شده در آزمون برش پاگان کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد. لذا فرضیه  $H_0$  این آزمون مبنی بر همسان بودن واریانس ها رد می شود. از این رو برای رفع ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخمین مدل استفاده شده است. همچنین با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۴۵ بوده و از آن جایی که ما بین ۱/۵ و ۲/۵ می باشد فرض  $H_0$  این آزمون مبنی بر عدم وجود خود همبستگی رد نخواهد شد. بنابراین بین باقیمانده ها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. و با توجه به اینکه سطح اهمیت آزمون رمزی بزرگ تر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه  $H_0$  این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی باشد. خلاصه نتایج آزمون های فوق در جدول (۵) زیر ارائه شده است.

جدول (۵): نتایج آزمون های مربوط به مفروضات رگرسیونی

برش پاگان	دوربین واتسون	رمزی
P-Value	D	P-Value
۰/۰۱۵۰	۲/۴۵	۰/۸۸۵۵

هدف از آزمون فرضیه این پژوهش بررسی تأثیر نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها می باشد و فرضیه آماری آن به صورت زیر تعریف می شود:

$H_0$ : نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها تأثیرگذار نیست.

$H_1$ : نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها تأثیرگذار است.

این فرضیه با استفاده از مدل زیر به صورت داده های پانل برآورد می شود و در صورتی که ضریب  $\beta_1$  در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$\text{Tobin's } sq_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Lev}_{i,t} + \beta_2 \text{DIV}_{i,t} + \beta_3 \text{Log(Assets)}_{i,t} + \beta_4 \text{EBIT}_{i,t} + \beta_5 \text{FixedR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

با توجه به نتایج حاصل از آزمون های چاو و هاسمن و هم چنین نتایج آزمون فرض های آماری رگرسیون کلاسیک، مدل پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می شود. نتایج برآورد مدل در جدول (۶) زیر ارائه شده است. شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم‌افزار Eviews به صورت زیر خواهد بود:

$$\text{Tobin's } q_{i,t} = 0.4795 - 0.0116 \text{Lev}_{i,t} + 0.0080 \text{Log(Assets)}_{i,t} + 0.0083 \text{EBIT}_{i,t} - 0.0097 \text{FixedR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۶): نتایج آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از روش اثرات ثابت

عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	تأثیر
جزء ثابت	$\alpha_0$	۰/۴۷۹۵	۲۴/۸۰۳۸	۰/۰۰۰۰	مثبت
نسبت اهرم مالی	$\text{Lev}_{i,t}$	-۰/۰۱۱۶	-۲/۳۰۱۷	۰/۰۰۳۶	منفی
تقسیم سود	$\text{DIV}_{i,t}$	-۰/۰۰۴۰	-۰/۸۶۹۰	۰/۳۸۵۲	بی معنی
اندازه شرکت	$\text{Log(Assets)}_{i,t}$	۰/۰۰۸۰	۲/۸۶۷۰	۰/۰۰۴۳	مثبت
نسبت بازده دارایی ها	$\text{EBIT}_{i,t}$	۰/۰۰۸۳	۱/۹۸۲۹	۰/۰۰۴۹	مثبت
نسبت دارایی های ثابت مشهود	$\text{FixedR}_{i,t}$	-۰/۰۰۹۷	-۲/۵۹۸۵	۰/۰۰۴۹۷	منفی
ضریب تعیین مدل				۰/۸۳۶۸	
آماره				۳/۴۴۷۶	
(P-Value)				(۰/۰۰۴۴)	

نتایج به دست آمده از جدول (۶) و سطح معناداری آماره t در مورد متغیر مستقل نسبت اهرم مالی (۰/۰۰۳۶)، بیانگر تأیید فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ می باشد. به عبارت دیگر می توان بیان نمود، نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها تأثیرگذار است. منفی بودن ضریب این متغیر (-۰/۰۱۱۶) حاکی از وجود تأثیر معکوس نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی نسبت اهرم مالی، عملکرد مالی نیز به میزان ۰/۰۱۱۶ واحد کاهش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه پژوهش می توان نتیجه گرفت که نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها تأثیر معنادار و معکوسی دارد. در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F که از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۴۴) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تأیید می شود. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که ۸۳/۶۸ درصد از عملکرد مالی شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد.

### بحث و نتیجه گیری

سرمایه گذاری یک امر ضروری و حیاتی در جهت رشد اقتصادی هر کشور می باشد. برای اینکه سرمایه لازم جهت این سرمایه گذاری فراهم آید باید منابعی برای تأمین سرمایه وجود داشته باشد. تأمین منابع مالی از جمله مهمترین مباحث مدیریت مالی بوده و از دغدغه ها و وظایف مدیران مالی به شمار می رود. شرکت ها با استفاده از روش های مختلف می توانند تأمین مالی کنند. مدیران شرکت ها به دنبال آن هستند که چگونه تأمین مالی کنند تا ارزش سهام شرکت در بازار حداکثر گردد. آگاهی مدیران مالی از انواع روش ها و ابزارهای تأمین مالی و اثرات آنها بر عملکرد مالی شرکت ها موجب می گردد که تداوم فعالیت

شرکت ها امکان پذیر و ساختار مالی آنها کمتر ضربه پذیر گردد. چرا که سهامداران عادی بدنال این هستند که از سرمایه اولیه خود در پایان دوره بتوانند حداکثر بازده را داشته باشند و وام دهندگان شرکت هم انتظار دارند که اصل و بهره وام خود را در سر رسید باز پس گیرند. در این پژوهش به بررسی تأثیر نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ با نمونه آماری ۱۰۴ شرکت پرداخته شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه پژوهش نشان می دهد که نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها تأثیر معنادار و معکوسی دارد. نتایج حاصل از فرضیه پژوهش از نظر وجود ارتباط معناداری متغیر مستقل و وابسته با نتایج پژوهش های چن و استرانگ (۲۰۰۵)، لین و رووی (۲۰۰۵) و نیکبخت و پیکانی (۱۳۸۹) مطابقت دارد ولی از نظر نوع ارتباط (مستقیم یا عکس) با نتایج پژوهش های آچیمپنگ و همکاران (۲۰۱۴)، ایروتس (۲۰۰۷)، وی فیو و همکاران (۲۰۰۲)، بدری و ایمنی فر (۱۳۹۰)، سجادی و همکاران (۱۳۹۰)، ستایش و همکاران (۱۳۸۸) و طالب نیا و سپهری (۱۳۸۵) مرتبط و با پژوهش های نواز و همکاران (۲۰۱۱)، جانیدیک و ماخيجا (۲۰۰۴) و نمازی و شیرزاد (۱۳۸۴) در تضاد است.

#### پیشنهادها

به استناد به نتیجه پژوهش پیشنهادهای زیر قابل ارائه است:

- ۱- به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که هنگام خرید سهام شرکت های دیگر به نسبت بدهی ها به دارایی های یک شرکت توجه بیشتری نشان دهند. چرا که این نسبت معیاری برای تعیین ساختار سرمایه و همچنین شاخصی برای ریسک مالی شرکت و توانایی پرداخت بدهی ها نیز محسوب می شود.
  - ۲- به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توصیه می شود به هنگام گسترش بدهی های خود، به اثرات منفی که ممکن است بر عملکرد مالی شرکت داشته باشد، کمال توجه را داشته باشند.
  - ۳- اعتبار دهندگان جهت اعطای اعتبار به شرکت ها به تجزیه و تحلیل ساختار سرمایه و مشخص کردن ساختار مطلوب سرمایه شرکت جهت تعیین باز پرداخت تسهیلات اقدام کنند.
- ۱- مطالعه تأثیر نوع صنعت بر روی روابط بین نسبت اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت ها.
  - ۲- استفاده از سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مالی در بررسی تأثیر نسبت اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها.
  - ۳- در این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده اند، بنابراین، پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی این موضوع در شرکت های فرابورس نیز بررسی گردد.

#### محدودیت ها

در رابطه با محدودیت های پژوهش می توان به موارد زیر اشاره کرد:

- ۱- اطلاعات جمع آوری شده در این پژوهش شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ می باشد، از آن جایی که با افزایش اطلاعات و تعداد مشاهدات نتایج آزمون و به تبع آن نتیجه پژوهش از اعتبار بالاتری برخوردار می گردد، ممکن است با افزایش دوره زمانی نتایج متفاوتی حاصل گردد.
- ۲- یکی از محدودیت های این پژوهش، وجود برخی اختلاف ها بین اطلاعات آماری گزارش شده از سوی سایت شرکت بورس و اطلاعات مندرج در بانک های اطلاعاتی است که در این مورد به اطلاعات ارائه شده از سوی سایت بورس و شرکت بورس اتکاء شد.

- ۳- در این پژوهش همه عوامل مربوط که ممکن است بر عملکرد مالی شرکت ها اثر بگذارد را بررسی نکرده است.  
۴- یافته های این پژوهش قابل تعمیم به شرکت های برون از بورس اوراق بهادار نمی باشد.

### فهرست منابع

- بدری، احمد، امینی فر. محمد (۱۳۹۰)، تحلیل و اشکافانه ساختار سرمایه و عوامل مؤثر بر آن: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی دانشگاه علامه طباطبایی، شماره ۳۰، ص ۵۸ - ۳۷.
- ستایش. محمد حسین، کاظم نژاد، مصطفی، شفیعی. محمد جواد (۱۳۸۸)، کاربرد الگوریتم ژنتیک در تعیین ساختار بهینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۶، ص ۵۸ - ۳۹.
- سجادی. سیدحسین، محمدی. کامران، عباسی. شعیب (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت های بورسی، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۹، ص ۳۸-۱۹.
- طالب نیا، قدرت الله، سپهری. پطرو (۱۳۸۵)، بررسی مقایسه ای ارتباط بین نسبت بدهی با بازده دارایی ها در صنایع مختلف، تحقیقات مالی، شماره ۲۲، ص ۳۲-۲۱.
- نمازی. محمد، شیرزاد. جلال (۱۳۸۴)، بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، ص ۹۵-۷۵.
- نیکبخت. محمد رضا، پیکانی. محسن (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، شماره ۹۸، ص ۷۶-۵۷.
- یعقوب نژاد. احمد، سعدی. علی، روضه ای. منصور (۱۳۸۸)، صرف ریسک بازار با در نظر گرفتن اهرم بازار در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، شماره ۲۸، ص ۱۲۰-۱۰۵.
- Acheampong, P., & Agalega, E. S., Albert, K. (2014). **The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector**. International Journal of Financial Research, Vol. 5, No. 1; 2014.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). **Does governance travel around the world? Evidence from international investors**. Journal of Financial Economics, 100, 154-18.
- Ang, J., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2002). **Agency costs and ownership structure**. Journal of Finance, 55, 81-106.
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Wang, C. (2010). **Learning and disappearing association between governance and returns**. Working paper, Harvard University.
- Bowen, R., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2008). **Accounting discretion, corporate governance and firm performance**. Contemporary Accounting Research, 25, 351-405.
- Chen, J., & Strange, R. (2005). **Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies**. Economic Change and Restructuring, 38, p 11-35.
- Chung, K., Elder, J., & Kim, J. C. (2010). **Corporate governance and liquidity**. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 45, 265-291.
- Cremers, K. J. M., & Nair, V. (2005). **Governance mechanisms and equity prices**. Journal of Finance, 60, 2859-2894.
- Daines, R. (2001). **Does Delaware law improve firm value?** Journal of Financial Economics, 62, 559-571.
- Dimitrov, V. and Prem, C.J. (2008). **The Value-Relevance of Change in Financial Leverage Beyond Growth Assets and GAAP Earning**. Journal of Accounting, Auditing and Finance, pp. 191-223.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). **Corporate governance and the value of cash holdings**. Journal of Financial Economics, 83, 599-634.
- Eriotis, N. (2007). **How firm characteristics affect capital structure: an empirical study**. Managerial finance, Vol. 33, no. 5, p. 321-331.





- Gilson, R. (2002). **Unocal fifteen years later (and what we can do about it)** . Delaware Journal of Corporate Law, 26, 491–513.
- Gonzalez, V. M. (2013). **Leverage and corporate performance: International evidence**, International Review of Economics and Finance, Vol. 25, pp. 169-184.
- Jandik, T., & Makhija, Anil. (2004). **Leverage and Complexity of Takeovers**. Financial Review, Vol. 40, No. 1.
- Jiraporn, P., Kim, Y. S., Davidson, W. N., & Singh, M. (2006). **Corporate governance, shareholder rights and firm diversification: An empirical analysis**. Journal of Banking and Finance, 30, 947–963.
- koh, P.S .(2003). **On the Association between Institutional Ownership and Aggressive Corporate Earnings Mangement in Australia**. The British Accounting Review Volume 35,pp: 105-128.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). **Agency problems and dividend policy around the world**. Journal of Finance, 55, 1–33.
- Lin, S., & Rowe, W. (2005). **Determinants of the profitability of china regional SOES** . China economic review,1-22.
- Nawaz, A., Rizwan, A. and Naseem, M. A. (2011). **Relationship between Capital Structure and Firms Performance: A Case of Textile Sector in Pakistan**, Global Business and Management Research: An International Journal, Vol. 3, Nos. 3 & 4, pp. 270-275.
- Park, Y. W., Selvili, Z., & Song, M. H. (2008). **Large outside blockholders as monitors: Evidence from partial acquisitions**. International Reviews of Economics and Finance, 17, 529–545.
- Parsons, C., & Titman, S. (2008). **Empirical capital structure: A review**. Foundation and Trends in Finance, 3, 1–93.
- Sitkoff, R. (2002). **Corporate political speech, political exhortation, and the competition for corporate charters**. University of Chicago Law Review, 69, 1103–1166.
- Tan, H. P., D. Plowman, and P. Hancock. (2007). **Intellectual capital and financial returns of companies**. Journal of Intellectual Capital, 8 (1), 76-95.
- Wei Fu, T., & Chu Ke, M., & Sheng Huang, Y. (2002). **Capital Growth, Financing sourceb and profitability of Small Businesses: Evidence from Taiwan small Enterprises**. small business economics.

13

## The survey effect of financial leverage ratio on financial performance of accepted companies in Tehran Stock Exchange

**Atefeh Yavari Chegeni**

Master of Accounting, Islamic Azad University Tehran Research Branch (Lorestan), Khorramabad, Iran

[atefeyavarichegeni@gmail.com](mailto:atefeyavarichegeni@gmail.com)

### Abstract

Financial performance is a vital issue for a corporation and indeed a corporation which does not have a suitable financial performance will sooner or later leave the competition scene. Users of financial statements need to evaluate corporation performance to make rational decisions and one of the ways that make these evaluations is to analyze financial statements. Applying financial ratios to this analysis is one of the most common methods. The purpose of this research is to study the effect of financial leverage ratio on financial performance of companies. This research is of a library study and after\_event and is based on analyzing the Data Panel. The sample in this study includes 104 listed companies in Tehran Stock Exchange during 2009\_2014. In this research, a multi\_variable regression was used to test the hypothesis and SPSS, Eviews, and Minitab softwares were used to analyze the results. The obtained



results represent this fact that financial leverage ratio on financial performance of accepted companies in Tehran Stock Exchange has a significant and negative impact.

**keywords:** Tehran Stock Exchange, Financial performance, Financial Leverage Ratio.