فصلنامه رویکردهای پژوهشی نو در علوم مدیریت
Journal of New Research Approaches in Management Science
سال دوم. شماره ۱۵. پاییز ۱۳۹۸، صص۶۹-۵۷ Vol 2. No 15. 2019, p 57-69
شماره شاپا (۲۵۸۸-۵۵۶۱) ISSN: (2588-5561)

# بررسی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سعید شهریاری[1*]. رضا بابا رحیمی[2]. اکرم رضایی[3]. پریسا صادقی[4]
۱. عضو هیات علمی موسسه آموزش عالی کار، گروه مهندسی صنایع، ایران
نویسنده مسئول* shahriyari@kar.ac.ir
۲، ۳، ۴. دانشجوی رشته حسابداری صنعتی، دانشگاه جامع علمی کاربردی واحد طالقانی. ایران

## چکیده
تشخیص عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت و تحلیل آن در گذشته و پیش‌بینی این عوامل در آینده برای تصمیم گیری در عرصه مالی بسیار مهم است. از عوامل مهمی که در تعیین چگونگی عملکرد شرکت‌ها و مؤسسات نقش حیاتی را بازی می کنند، می‌توان به ساختار سرمایه و استراتژی شرکت‌ها اشاره نمود. در این راستا، هدف پژوهش حاضر بررسی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که بدین منظور مفاهیم مرتبط با ساختار سرمایه و عوامل مرتبط با آن مورد بررسی قرار گرفت. شرکت‌ها جهت رشد و توسعه نیازمند منابع مالی می باشند و تصمیم گیری در خصوص استفاده از منابع مختلف مالی و تعیین ساختار مطلوب سرمایه که موجب حداکثر شدن ثروت سهامداران می‌گردد، یکی از مهم ترین مسائلی است که مدیران همواره با آن روبرو هستند. برای بهینه سازی ساختار سرمایه، شناخت منابع مختلف تأمین مالی و هزینه‌های مربوط به منظور تصمیم گیری مدیران در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت، اهمیت ویژه ای دارد.

**واژه‌های کلیدی:** ساختار سرمایه، بورس اوراق بهادار، تهران

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

**مقدمه**

یکی از مهم ترین اهدافی که مدیران مالی برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران باید درنظر بگیرند؛ تعیین بهترین ترکیب منابع تأمین مالی شرکت یا همان ساختار سرمایه بهینه است. از نظر مدیر مالی تعیین رابطه بین هزینه سرمایه، ساختار سرمایه و ارزش کل شرکت اهمیت بسیار زیادی دارد؛ زیرا می‌توان با استفاده از ساختار سرمایه بر ارزش شرکت تأثیر گذاشت (موزیر[1] ۲۰۱۱؛ سلیم ویادو[2] ۲۰۱۲). تعاریف مختلفی از ساختار سرمایه ارائه شده است که هر یک از این تعاریف جنبه ای از روش های تأمین مالی را به عنوان ساختار سرمایه بیان می‌کنند. از نظر کوپر ساختار سرمایه نسبت اوراق بهادار دارای رتبه بیشتر به جمع سرمایه گذاری‌ها است. بلکویی ساختار سرمایه را ادعای کلی بر دارایی‌های شرکت معرفی می‌کند (سجادی و همکاران، ۱۳۹۰؛ دهقان زاده و زراعت گری، ۱۳۹۲).

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، انعطاف پذیری و توان تصمیم‌گیری را افزایش می دهد. اصولاً استفاده از بدهی در ساختار مالی موجب افزایش بازده مورد انتظار سهامداران می شود اما این امر می‌تواند افزایش ریسک شرکت را نیز سبب شود. به طورکلی استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها، مثل شمشیر دولبه عمل نموده و هم می تواند افزایش ارزش شرکت‌ها را سبب شده و هم موجب کاهش ارزش شرکت گردد (رضایی و پیری، ۱۳۹۰).

مدیران واحدهای تجاری همواره درصدد تأمین مالی برای واحد تجاری خود هستند. بدون دسترسی به منابع تأمین مالی توان رشد واحد تجاری در معرض خطر قرار می‌گیرد، زیرا در زمان حاضر محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط در حال رشد و رقابتی است و شرکت ها نیز جهت پیشرفت و رشد نیاز به توسعه فعالیت های خود از طریق سرمایه گذاری‌های جدید دارند. انجام پروژه های صنعتی نیازمند تهیه منابع مالی و وجه نقد مورد نیاز است و در این راستا شرکت‌ها ناگزیر به استفاده از ساز و کارهای تأمین مالی می‌باشند (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴). در این بین بحران مالی یکی از پدیده‌های رایج در طول حیات اقتصادی کشورها بوده است. نحوه مقابله با بحران و کاهش تبعات منفی آن، از مهم ترین دغدغه‌های کشورهای درگیر بحران بوده است. سایر کشورها نیز، اقدامات پیشگیرانه از وقوع بحران و جلوگیری از سرایت آن به اقتصادشان را اساس کار خود قرار داده اند. اخیراً نیز بحران مالی با وسعت بیشتری، در اقتصاد جهانی روی داده است(اسلام جو، ۱۳۹۶).

به دلیل ارتباط بازارها با یکدیگر (بازار پول و سرمایه، کار، کالا و خدمات) بحران از یک بازار به سایر بازارها سرایت نموده و گاه کل اقتصاد را درگیر می نماید. اثرات سوء ناشی از بحران‌ها به اشکال مختلفی از قبیل نرخ تورم بالا، کاهش رشد اقتصادی، رکود گسترده و کاهش اشتغال، کسری تراز پرداخت ها و

1. Muzir
2. Salim & Yadav

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

غیره ظهور نموده و در سطح بین المللی به سایر کشورها نیز تسری می‌یابد (ریچاردسون و همکاران[1]، ۲۰۱۵).

امروزه روند تحول و توسعه شرکت ها رابطه تنگاتنگی با ساختار سرمایه آن شرکت دارد و ساختار سرمایه هر شرکت نمایان کننده نسب سرمایه آن شرکت از منابع متفاوت است. مدیران مالی در هر شرکتی مسولیتی برای انتخاب بهترین منابع تأمین مالی و خلق ارزش برای آن شرکت را دارند از این رو شناسایی عوامل موثر در تصمیم گیری مدیران مالی نسبت به انتخاب ساختار سرمایه می‌تواند دیدگاهی جامع از تفکرحاکم بر شرکت‌ها و چگونگی تأمین مالی آن‌ها ارئه دهد (احمدپور و همکاران، ۱۳۹۲). یکی از مهم‌ترین بازارهای سرمایه و قلب تپنده اقتصاد بورس اوراق بهادار می‌باشد. بورس اوراق بهادار از ارکان مهم اقتصادی محسوب می‌شود که منابع مالی لازم ازطریق آن جمع آوری شده و برای رشد و توسعه کشورها مورد استفاده قرار می‌گیرد. لذا در این پژوهش شناسایی عوامل موثر بر تعیین ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌تواند کمک شایانی به وضعیت شرکت‌ها نماید که در این مطالعه مورد توجه قرار خواهد گرفت.

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ساختار سرمایه

یکی از وظایف مدیران شرکت، کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه حداکثر کردن ثروت سهامداران است. ساختار سرمایه بهینه زمانی ایجاد می‌شود که مدیران بتوانند هزینه سرمایه شرکت را به حداقل برسانند (اسدی و همکاران، ۱۳۹۳). به عبارتی انتخاب ساختار سرمایه، یک ابزار علامت دهی برای مدیران جهت نشان دادن وضعیت شرکت و عملکرد خود در برابر مالکان و ذینفعان است و به همین دلیل مدیران همواره در پی انتخاب ساختار سرمایه بهینه شرکت هستند(چانگ و همکاران[2]، ۲۰۱۴).

شرکت‌ها همواره تمایل دارند که ساختار سرمایه آن ها در مرکز و پیرامون ساختار سرمایه بهینه قرار داشته باشد (ناظمی اردکانی و زارع، ۱۳۹۵) و درصورتی که شرکت‌ها در محدوده ساختار سرمایه بهینه خود نباشند سعی خواهند نمود هرچه سریع تر ساختار سرمایه شرکت را به سطح بهینه آن نزدیک کنند؛ اما از آن جایی که شرکت‌ها از نظر شرایط و ویژگی‌هایشان با یکدیگر متفاوتند روش های تأمین مالی متفاوتی انتخاب می‌کنند (قلی زاده و همکاران، ۱۳۹۵). سرعت تعدیل ساختار سرمایه بسته به میزان هزینه‌های معاملاتی مرتبط با تغییرات موردنیاز جهت دستیابی به ساختار سرمایه جدید، در بین شرکت‌ها متفاوت است (کاسرتو و همکاران[3]، ۲۰۱۶).

1. Richardson et al.
2. Chang et al.
3. Castro et al.

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که شرکت‌ها بدان وسیله به تأمین مالی بلندمدت دارایی‌های خود می‌پردازند. ساختار سرمایه شامل بدهی‌های بلندمدت، سهام ممتاز و سهام عادی است؛ اما ساختار مالی بدهی های کوتاه مدت و بلندمدت و همچنین حقوق صاحبان سهام را در بر می گیرد (علی پور و همکاران، ۱۳۹۸). برخی از عوامل بر ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارند و در تصمیمات مالی مورد توجه قرار می گیرند که عبارتند از: (میرلوحی و همکاران، ۱۳۹۶):

**توان سودآوری:** از نظر سود هر سهم، تأمین مالی ازطریق حقوق صاحبان سهام مطلوب تر از تأمین مالی از محل بدهی است. از سوی دیگر، وقتی سطح سود قبل از بهره و مالیات بالا است، از نظر سود هر سهم تأمین مالی از طریق بدهی خوشایندتر از تأمین مالی ازطریق سهام عادی است.

**درجه ریسک:** تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه در وضعیتی گرفته می‌شود که مدیران باید توجه خود را به آثار روش‌های تأمین مالی بر میزان ریسک و بازده شرکت معطوف کنند و از این طریق اثر ساختارهای مالی را بر ثروت سهامداران ارزیابی کنند.

**کنترل:** چنان چه شرکت بخواهد وجوه عمده ای را ازطریق بازار سرمایه و از محل فروش سهام عادی به افراد بیرونی به دست آورد، ناگزیر است بپذیرد که این راه تأمین مالی ممکن است برای سهامداران اولیه خوشایند نباشد. لذا هنگامی که اشخاص خارج از شرکت در مالکیت سهام مشارکت می‌کنند، مؤسسان اولیه نگران خواهند شد که سهم شان از مالکیت شرکت کاهش یابد و نتواند مانند گاشته بر امور شرکت کنترل داشته باشند.

**انعطاف‌پذیری:** انعطاف پذیری به توان شرکت برای تحصیل سرمایه از هر منبعی که بخواهد بهره برداری کند اشاره دارد. به عبارت دیگر، انعطاف پذیری بر آن دلالت دارد که شرکت قدرت استقراض خود را ذخیره کند تا بتواند در موارد غیرقابل پیش بینی وجوه مورد نیاز خود را از طریق بدهی به دست آورد.

**سایر عوامل:** عواملی همچون میزان رشد شرکت، سطح کلی فعالیت های تجاری، نرخ های بهره، قیمت سهام، توان دسترسی به وجوه در بازارهای سرمایه، سیاست‌های مالیاتی، رابطه بین سهامداران و مدیران، تلقی وام دهندگان از شرکت و سایر عوامل بر تصمیمات مالی و ترکیب ساختار سرمایه مؤثر است.

## تئوری‌های مختلف پیرامون ساختار سرمایه شرکت‌ها

### تئوری مودیلیانی و میلر

مودیلیانی و میلر[1](۱۹۶۳) ثابت کردند که هزینه سرمایه شرکت‌ها به درجه اهرم مالی شرکت بستگی نداشته و در تمامی سطوح ثابت است. همچنین در شرایط خاص، ارزش یک شرکت بدون توجه به تامین مالی آن از طریق وام یا انتشار سهام یکسان است. با توجه به نقش بازار نمی‌توان با تغییر ساختار سرمایه، ارزش شرکت را بالا برد و به عبارتی ارزش شرکت مستقل از درجه اهرم مالی و ساختار سرمایه آن است. آنان در

1. Modigliani and Miller

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

نظریهٔ خود چنین فرض کرده اند که هر شرکت دارای مجموعهٔ معینی از جریان های نقدی مورد انتظار است. هنگامی که شرکت نسبت مشخصی از بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام را برای تأمین مالی دارایی های خود تعیین می‌کند، در واقع، درباره چگونگی تقسیم جریان‌های نقدی در میان سرمایه گذاران گوناگون تصمیم می‌گیرد. همچنین، فرض می‌شود از آن جا که میزان دسترسی سرمایه گذاران و شرکت‌ها به بازارهای مالی یکسان است، به گونه ای که سرمایه گذاران می‌توانند کلیهٔ نیازهای مالی شرکت (فارغ از میزان آن) و تسویه تمام بدهی های ناخواسته ای را، که شرکت متعهد به ایفای آن هاست، تأمین کنند با توجه به مفروضات بالا، آن ها نتیجه گیری کردند که بدهی ها و ساختار سرمایه هر شرکت تأثیری در ارزش بازار آن ندارد (میگلو[1] ۲۰۱۶).

## نظریه توازن[2]

به اعتقاد مایرز[3](۱۹۸۴) براساس نظریه توازن برای هر شرکت می‌توان یک نسبت بدهی تعریف کرد. زبق این نظریه شرکت ها باید به سطح بدهی برسند که مزایای سپرهای مالیاتی بدهی را به حداکثر و احتمال ورشکستگی را به حداقل برساند (سراسکویرو و کائتانو[4] ۲۰۱۵). این نظریه را می‌توان در دو بخش نظریه توازن ایستا و رفتار تعدیل اهداف مورد مطالعه قرار داد. براساس الگوی نظریه توازن ایستا، ساختار سرمایه از طریق موازنه تک دوره ای مزایای مالیاتی بدهی و هزینه‌های ورشکستگی تعیین می‌شود. رفتار تعدیل اهداف را تنها به کمک نظریه های پویا می توان مورد مطالعه قرار داد. یکی از انواع مدل های توان پویا که بیشترین توجه را به خود جلب کرده اند، مبتنی بر تجدید ساختار هزینه است. فیشر و همکاران[5](۱۹۸۹) از نخستین افرادی هستند که نسخه ای استاندارد از این نوع تئوری توازن پویا ارائه کردند. در مدل آن ها همانند تئوری توازن ایستا، شرکت‌ها بین منافع مالیاتی بدهی و هزینه‌های ورشکستگی بدهی تعادل برقرار می‌کنند. افزون بر آن، در مدل مزبور شوک های سالانه به ارزش دارایی‌ها در نظر گرفته شده و تجدید ساختار پرهزینه است (اسدی و همکاران، ۱۳۹۳).

## تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تامین مالی[6]

نظریه تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تامین مالی که توسط مایرز و ماجلوف[7](۱۹۸۴) ایجاد شده بر این فرض قرار دارد که بنگاه‌های اقتصادی که با نیاز مالی روبرو هستند، از یک سلسله مراتب مالی پیروی می‌کنند. بنگاه ها منابع تأمین اعتبار را براساس هزینه رتبه بندی می‌کنند. وجوه داخلی ابتدا تا زمان ضعیف

1. Miglo
2. Trade-Off Theory
3. Myers
4. Serrasqueiro & Caetano
5. Fisher
6. The Pecking Order Theory
7. Myers and Majluf

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

شدن مورد استفاده قرار می‌گیرد و سپس بنگاه‌ها به دنبال بدهی‌های خارجی و در نهایت صدور سهام می‌باشند. بدهی به دلیل ارزش سپر مالیاتی، یک منبع سرمایه نسبتاً "ارزان" در نظر گرفته می‌شود، در حالی که حقوق صاحبان سهام یک منبع گران تر است. طبق گفته مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴)، به دلیل عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران، هزینه سهام بیشتر تشدید می‌شود. با توجه به این عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه گذاران قادر به تعیین ارزش واقعی شرکت و پروژه های آن نیستند و بنابراین ارزش سهام را کم نمی‌کنند. از این رو، به نفع سهامداران موجود نخواهد بود که سهام کم ارزش بازار را بفروشند و صدور سهام اضافی توسط این شرکت به عنوان گرانترین منبع سرمایه تلقی خواهد شد (خان و یوسپ آدم[1]، ۲۰۱۵).

## عوامل مؤثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه

پژوهش های قبلی از عوامل متعددی در بررسی ساختار سرمایه شرکت ها بهره برده اند که در ادامه تشریح می‌گردند (اسدی و همکاران، ۱۳۹۳):

**نرخ رشد فروش:** این نرخ درصد تغییرات در کل فروش سال جاری شرکت نسبت به سال قبل را نشان می دهد. در نتیجه کاهش یا افزایش در فروش شرکت می‌تواند عاملی مؤثر در جهت کاهش یا افرایش اهرم شرکت باشد.

**ارزش وثیقه‌گذاری دارایی‌ها (دارایی‌های ثابت مشهود):** شرکت‌هایی که نسبت دارایی ثابت مشهود بالایی دارند. به خاطر ارزش وثیقه گذاری بالای دارایی‌های ثابت و کاهش ریسک عدم پرداخت بدهی‌ها، توان استقراضی بالایی دارند.

**بازده دارایی‌ها:** بازده دارایی ها نشانگر سود آوری شرکت است. این نسبت نشانگر کارایی و اثربخشی شرکت در استفاده از دارایی‌های تحت تملک خود است.

**نرخ پرداخت سود تقسیمی:** این نسبت نشانگر درصدی از سود خالص است که از طریق سود پرداختنی به سهام داران پرداخت می‌شود. با توجه به این که سود پرداختنی نوعی خروج منابع از شرکت است بنابرین برای تامین مالی فعالیت های شرکت نیاز به استقراض یا انتشار بدهی است. اگر مدیران شرکت بدهی را به انتشار سهام ترجیح دهند در این صورت بین این متغیر با اهرم شرکت رابطه مثبتی وجود خواهد داشت.

**رشد در کل دارایی‌ها:** این نسبت نشان گر درصد تغییرات در کل ارزش دفتری دارایی‌های سال جاری نسبت به کل دارایی‌های سال قبل است. شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشدی زیادی هستند مایل به تامین مالی از طریق انتشار سهام می‌باشند.

---

1. Khan & Yusop Adom

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

**اندازه شرکت:** اندازه شرکت یکی از عوامل مهم تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت می‌باشد. اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها یا از طریق لگاریتم طبیعی کل فروش اندازه‌گیری می‌شود.

**انحصاری بودن محصولات:** زمانی که درجه انحصاری محصولات بالا باشد. در زمان انحلال شرکت، فروش این محصولات با مشکل مواجه شده و در نتیجه ریسک ورشکستگی شرکت بالا می رود. این نسبت از طریق تقسیم کل مخارج سرمایه ای شرکت روی کل فروش شرکت به دست می‌آید.

رأس و همکاران[1](۲۰۰۲) نیز عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه را در سه گروه متمایز به شرح زیر تقسیم بندی نمود (محمودآبادی، ۱۳۹۶):

**ملاحظات مالیاتی:** شرکت‌هایی که سود مشمول مالیاتی بیشتری دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که سود مشمول مالیاتی کمتری دارند، بیشتر به بدهی اتکاء می‌کنند.

**نوع دارایی‌های شرکت:** شرکت‌هایی که بیشترین دارایی‌های آن ها را دارایی های نامشهود تشکیل می‌دهد، کمتر به بدهی اتکاء می‌کنند، شرکت‌های که بیشترین دارایی‌های آن ها را دارایی‌های ثابت مشهود تشکیل می دهند، بیشتر به بدهی اتکاء می‌کنند.

**نوسان سود عملیاتی:** شرکت‌هایی که سود عملیاتی آن ها با عدم قطعیت یا نوسان بیشتری همراه است، کمتر به بدهی اتکاء می‌کنند.

### انواع ساختار سرمایه

اصولاً شرکت‌ها را از نظرداشتن یا نداشتن بدهی در ساختار سرمایه‌شان به دو دسته تقسیم می‌نمایند (اسلام جو، ۱۳۹۶):

**شرکت‌های تمام سرمایه ای (غیراهرمی):** در ساختار سرمایه این شرکت‌ها از هیچ نوع بدهی استفاده نشده است و تمامی منابع مورد نیاز برای تامین مالی دارایی‌هایشان ازحقوق صاحبان سهام (سهام عادی، سهام ممتاز و سود انباشته) تأمین می‌شود. درعالم واقعی چنین شرکت های وجود ندارند؛ زیرا که کمتر کسی پیدا می‌شود که بخواهد از مزایای حاصل از استفاده بدهی درساختار و سرمایه اش چشم پوشی نماید. خصوصیات شرکت‌های تمام سرمایه ای: ۱- شرکت دارای ریسک مالی نیست. ۲- دارای مزیت مالیاتی ناشی از بدهی نمی‌باشد. ۳- دارای هزینه فرصت ناشی از عدم استفاده از منابع ارزان است. ۴- دارای هزینه سرمایه بالا می باشد.

**شرکت‌های اهرمی:** به شرکتی گویند که در ساختار سرمایه اش بدهی دارند. این شرکت ها بخشی از منابع مالی شان را از طریق بدهی (وام از بانک‌های تجاری، انتشار اوراق قرضه و. . .) و بخش دیگری از منابع شان را از حقوق صاحبان سهام تأمین می‌کنند. نسبت استفاده از بدهی و حقوق صاحبان سهام در تأمین

1. Ross et al.

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

مالی یک شرکت به عوامل مختلفی بستگی دارد و بهترین این ترکیب، ترکیبی است که میانگین موزون هزینه سرمایه آن حداقل باشد.

## پیشینه پژوهش

تنویر حسین و ژوان نگوین[1](۲۰۱۶) در مطالعه ای به «بررسی رابطه ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در در طول بحران مالی اخیر» پرداخته اند. هدف از این مطالعه، بررسی تأثیر اهرم مالی بر عملکرد شرکت بوده است. با تجزیه و تحلیل سهام و عامل اجرای ده شرکت برتر نفت و گاز کانادا برای یک دوره ده ساله (۲۰۱۳-۲۰۰۴)، در می یابیم که اهرم دارای یک رابطه منفی با عملکرد می باشد.

باندیهاپیا و بارو[2](۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها در هندوستان» به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه و تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد پرداختند. آن‌ها با استفاده از ۱۵۴۹ مشاهده از شرکت‌های تولیدی هندوستان طی سال های ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۱، مستنداتی مبنی بر این که عدم تقارن اطلاعات، هزینه نمایندگی، نظریه تبادل، سیگنال بازار و نقدینگی شرکت‌ها می‌تواند بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها دخیل باشد. آن‌ها نشان دادند چرخه تجاری که مبتنی بر اقتصاد کلان است می‌تواند تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. به منظور بررسی روابط آن‌ها از یک مدل پویای دو مرحله ای **GMM** استفاده کردند. در نهایت نشان دادند که ساختار سرمایه مناسب از عوامل مهم تاثیرگذار بر عملکرد شرکت است.

بام و همکاران[3](۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «تعدیل ساختار سرمایه: آیا شرایط کلان اقتصادی و ریسک کسب و کار مهم است؟» دریافتند که فرایند تعدیل ساختار سرمایه بستگی به نوع ریسک، حاشیه ریسک، اهرم جاری و موقعیت مالی شرکت دارد. آن‌ها نشان دادند که شرکت هایی که اهرم شان از سطح هدف بالاتر است، ساختار سرمایه خود را زمانی که ریسک شرکت پایین و ریسک کلان اقتصادی بالا است، سریع تر تعدیل می کنند، در حالی که شرکت هایی که اهرم شان پایین تر از سطح هدف است، ساختار سرمایه خود را در شرایطی که هر دو سطح ریسک شرکت و کلان اقتصادی کم است، تعدیل می‌کنند. همچنین، نتایج پژوهش آن ها نشان می‌دهد که مدل‌هایی که ریسک را نادیده می گیرند نتایج ناپایداری ارائه می‌کنند.

سان و همکاران[4](۲۰۱۵) در مطالعه ای، به بررسی «رابطه ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی» پرداخته اند. این مطالعه برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس انگلستان برای دوره زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۲ انجام شده است. جهت بررسی ساختار مالکیت از دو بعد مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی

1. Tanvir Hossain & Xuan Nguyen
2. Bandyopadhyay & Barua
3. Baum et al.
4. Sun et al.

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

استفاده شد. نتایج این مطالعه نشان داده است که رابطه معناداری بین متغیرهای تحقیق (ساختار سرمایه، ساختار مالکیت وتأمین مالی) وجود داشته است.

ادومسیریکول و همکاران[1](۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی شهام و ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداختند. این تحقیق در کشور تایلند انجام شد که بازار بورس آن نسبت به بازار بورس آمریکا رونق کمتری دارد و وام های بانکی و مالکیت شرکت، متمرکزتر است. در پی انجام این تحقیق، آن‌ها به این نتیجه رسیدند که شرکت های با سهام نقدشونده تر، هزینه سرمایه کمتری را تجربه می‌کنند و نیز انگیزه استفاده از انتشار سهام، در مقایسه با بدهی در ساختار سرمایه شان بیشتر است. شواهد تجربی نیز رابطه معکوسی را بین اهرم مالی و نقدشوندگی سهام نشان می دهند.

آرتیکیس و همکاران[2](۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان «چگونگی تأثیرگذاری ویژگی های سازمان بر ساختار سرمایه»، به بررسی تأثیر متغیرهایی نظیر فرصت‌های رشد، اندازه شرکت و نسبت های آنی، بدهی و پوشش هزینه بهره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آتن طی سال های ۱۹۹۷ - ۲۰۰۱ پرداخته اند. این پژوهشگران بدین نتیجه رسیدند که نسبت بدهی سازمان ارتباط منفی با فرصت‌های رشد شرکت و نسبت های آنی و پوشش هزینه بهره دارد؛ در حالی که نسبت بدهی شرکت ارتباط مثبت با اندازه شرکت دارد.

گرد و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین معیارهای اهرم مالی (ساختار سرمایه) و معیارهای ارزیابی عملکرد» به این سؤال پاسخ دادند که آیا بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه ای وجود دارد یا خیر؟ آن ها از رویکرد قیاسی- استقرایی و برای تجزیه و تحلیل آماری از نرم افزار آماری **SPSS** استفاده کردند. آن ها تعداد ۷۱ شرکت (۳۵۵سال شرکت) را برای آزمون فرضیه‌های تحقیق بین سال های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ انتخاب کردند و با استفاده از رگرسیون چند متغیره و ضریب همبستگی، به تجزیه و تحلیل داده ها پرداختند. نتایج نشان دادند که بین متغیرهای نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی بلندمدت به کل دارایی و نسبت کل بدهی به کل سرمایه با معیار ارزیابی عملکرد بازده دارایی ها رابطه معنادار وجود داشته ولی ارتباط هیچ یک از متغیرهای مستقل با متغیر کیو توبین (**Q**) معنادار نبوده است.

اعتمادی و منتظری (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان «بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر رقابت بازار تولید» به شناسایی تأثیر رقابت بازار تولید بر ساختار سرمایه (جذب بدهی)، در کنار عوامل دیگر مؤثر بر جذب بدهی در سطح کل شرکت‌ها پرداختند. دوره زمانی پژوهش پنج سال (۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹) است. برای تعیین رقابت بازار تولید به منزله متغیر مستقل، از نسبت کیو- توبین استفاده کردند. عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شامل سودآوری، اندازه شرکت،

1. Udomsirikul et al.
2. Artikis et al.

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

ارزش وثیقه ای دارایی ها، رشد شرکت، سپر مالیاتی غیر بدهی، یکتایی داراییها، توانایی تولید منابع داخلی و نسبت جاری است. در این پژوهش شمار نمونه های انتخاب شده، ۱۷۸ شرکت (۸۹۰ سال ـ شرکت) بوده است. برای آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های رگرسیونی تلفیقی/ ترکیبی در دو حالت ایستا و پویا استفاده شده است. نتایج نشان داده است که در مدل - ایستا، تأثیر سودآوری، معیار اول ارزش وثیقه ها دارایی‌ها و نسبت جاری بر ساختار سرمایه منفی و معنادار و تأثیر رقابت بازار تولید و همچنین سپر مالیاتی غیربدهی بر ساختار سرمایه، مثبت و معنادار بوده است. در مدل پویا، تأثیر سودآوری، معیار اول ارزش وثیقه ای دارایی‌ها و نسبت جاری بر ساختار سرمایه، منفی و معنادار و تأثیر رقابت بازار تولید، ساختار سرمایه یک دوره قبل و همچنین اندازه شرکت بر ساختار سرمایه مثبت و معنادار بوده است.

## نتیجه‌گیری

هدف اکثر شرکت‌ها حداکثر نمودن سود است. در این میان، تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه یکی از اساسی ترین موضوعاتی است که مورد توجه قرار می‌گیرد. ساختار سرمایه، به نحوه ترکیب منابع مالی گوناگون در یک شرکت اشاره دارد. این که شرکت چگونه منابع مالی مورد نیاز برای تداوم فعالیت خود را تأمین نماید در نهایت، ساختار سرمایه شرکت را شکل می دهد. امروزه ساختار سرمایه به عنوان یکی از مهم ترین پارامترهای مؤثر بر ارزش گذاری و جهت گیری شرکت‌ها در بازار سرمایه مطرح شده است. محیط متحول و پرشتاب کنونی، درجه‌بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنان منوط ساخته و برنامه ریزی استراتژیک آنان را به منظور انتخاب منابع مؤثر برای دست یابی به هدف بیشینه سازی ثروت سهامداران ضروری ساخته است. بنابراین؛ شرکت‌ها جهت رشد وتوسعه نیازمند منابع مالی می‌باشند و تصمیم گیری در خصوص استفاده از منابع مختلف مالی و تعیین ساختار مطلوب سرمایه که موجب حداکثر شدن ثروت سهامداران می گردد، یکی از مهم ترین مسائلی است که مدیران همواره با آن روبرو هستند. برای بهینه سازی ساختار سرمایه، شناخت منابع مختلف تأمین مالی و هزینه‌های مربوط به منظور تصمیم گیری مدیران در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت، اهمیت ویژه ای دارد.

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

## فهرست منابع و مآخذ

ـ احمدپور کاسگری، احمد و بالوئی، عزت الله و رنجدوست پرچیکلایی، بنت الهدی، ۱۳۹۲، شناسایی عوامل مؤثر در تصمیم گیری مدیران مالی نسبت به انتخاب ساختار سرمایه در شرکت‌های (دارویی، خودرویی، فلزی) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۳۵، ص ص ۱۳-۳۰.

ـ اسدی، غلامحسین و بیات، مرتضی و نقدی، سجاد، ۱۳۹۳، عوامل مالی و غیرمالی مؤثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه. پژوهش های تجربی حسابداری، سال چهارم، شماره ۲، ص ص ۱۸۷-۲۰۳.

ـ اسلام جو، آرش، ۱۳۹۶، بررسی تاثیر ابعاد ساختار سرمایه ومدیریت بحران مالی برعملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.

ـ اعتمادی، حسین و منتظری، جواد، ۱۳۹۲، بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر رقابت بازار تولید. بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۳، ص ص ۱-۲۶.

ـ چاوشی، کاظم و رستگار، محمد و میرزائی، محسن، ۱۳۹۴، بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست های تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال هشتم، شماره ۲۵، ص ص ۲۹-۴۱.

ـ دهقان زاده، حامد و زراعت گری، رامین، ۱۳۹۲، بررسی رابطه ساختار سرمایه با بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش حسابداری، شماره ۱۱، ص ص ۶۷-۸۲.

ـ رضایی، فرزین و پیری، عبداله، ۱۳۹۰، تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه ونقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها. حسابداری مالی و حسابرسی، دوره سوم، شماره ۱۱، ص ص ۱۵۵-۱۷۴.

ـ سجادی، سیدحسین و محمدی، کامران و عباسی، شعیب، ۱۳۹۰، بررسی تاثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت‌های بورسی. حسابداری مالی، دوره سوم، شماره ۹، ص ص ۱۹-۳۸.

ـ علی پور، رامین و شیخی گرجان، مینا و آقاجانی، وحدت، ۱۳۹۸، تأثیر اندازه شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ورشکستگی مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره دوم، شماره ۱۴، ص ص ۱-۱۸.

ـ قلی زاده، محمدحسن و میرعسگری، سیدرضا و پورذاکرعربانی، سوگند، ۱۳۹۵، بررسی عدم تقارن سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و بزرگ. کنفرانس جامع علوم مدیریت و حسابداری.

ـ گرد، عزیز و وقفی، حسام و فکوری، محسن، ۱۳۹۳، بررسی رابطه بین معیارهای اهرم مالی (ساختار سرمایه) و معیارهای ارزیابی عملکرد. پژوهش حسابداری، دوره چهارم، شماره ۳، ص ص ۱-۱۸.

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

ـ محمودآبادی، مصطفی، ۱۳۹۶، بررسی ارتباط بین تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهریار.

ـ میرلوحی، سیدمجتبی و تهرانی، مصطفی و لطفی سیاهکلرودی، امیر و قسطین رودی، معصومه، ۱۳۹۶، بررسی ساختار سرمایه و تأثیر آن بر بازدهی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران. سیاست‌های مالی و اقتصادی، سال پنجم، شماره ۲۰، ص ص ۱۷۳-۱۹۶.

ـ ناظمی اردکانی، مهدی و زارع، امیرحسین، ۱۳۹۵، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه با استفاده از روش گشتاور تعمیم یافته. چشم انداز مدیریت مالی، سال ششم، شماره ۱۵، ص ص ۴۳-۵۹.

Artikis, G. P. , Eriotis, N. , Vasiliou, D. , & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. Managerial finance.

Bandyopadhyay, A. , & Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects. The Quarterly Review of Economics and Finance, 61, 160-172.

Baum, C. F. , Caglayan, M. , & Rashid, A. (2017). Capital structure adjustments: Do macroeconomic and business risks matter?. Empirical Economics, 53(4), 1463-1502.

__ Brusov, P. , Filatova, T. , Orekhova, N. , & Eskindarov, M. (2018). Capital Structure: Modigliani–Miller Theory. In Modern Corporate Finance, Investments, Taxation and Ratings (pp. 9-27). Springer, Cham.

__ Castro, P. , Fernández, M. T. T. , Amor-Tapia, B. , & de Miguel, A. (2016). Target leverage and speed of adjustment along the life cycle of European listed firms. BRQ Business Research Quarterly, 19(3), 188-205.

Chang, Y. K. , Chou, R. K. , & Huang, T. H. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. Journal of Banking & Finance, 48, 374-385.

Hossain, A. T. , & Nguyen, D. X. (2016). Capital structure, firm performance and the recent financial crisis. Journal of Accounting and Finance, 16(1), 76.

Khan, A. , & Yusop Adom, A. (2015). A test of the pecking order theory of capital structure in corporate finance. Accounting & Taxation, 7(2), 43-49.

Miglo, A. (2016). Capital structure in the modern world. Springer.

__ Muzir, E. (2011). Triangle Relationship among Firm Size, Capital Structure Choice and Financial performance. Journal of Management Research, 11 (2) , 87-98.

__ Richardson, G. , Taylor, G. , & Lanis, R. (2015). The impact of financial distress on corporate tax avoidance spanning the global financial crisis: Evidence from Australia. Economic Modelling, 44, 44-53.

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

__ Salim, M. , & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. Procedia-Social and Behavioral Sciences, 65, 156-166.

__ Serrasqueiro, Z. , & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. Journal of Business Economics and Management, 16(2), 445-466.

Sun, J. , Ding, L. , Guo, J. M. , & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: evidence from the UK. The British Accounting Review, 48(4), 448-463.

__ Udomsirikul, Jumreornvong, and Jiraporn. (2010). "Liquidity and Capital Structure: The Case of Thailand". www.ssrn.com

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]

[ Downloaded from jnraims.ir on 2026-11-19 ]