

فصلنامه رویکردهای پژوهشی نو در علوم مدیریت

Journal of New Research Approaches in Management Science  
سال دوم. شماره ۱۵، پاییز ۱۳۹۸، صص ۶۹-۵۷  
Vol 2. No 15. 2019, p 57-69

ISSN: (2588-5561)

شماره شاپا (۲۰۸۸-۵۵۶۱)

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

سعید شهریاری<sup>۱\*</sup>. رضا بابا رحیمی<sup>۲</sup>. اکرم رضایی<sup>۳</sup>. پریسا صادقی<sup>۴</sup>

۱. عضو هیات علمی موسسه آموزش عالی کار، گروه مهندسی صنایع، ایران

نویسنده مسئول<sup>\*</sup> shahriyari@kar.ac.ir

۲. 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 تصمیم‌گیری در عرصه مالی بسیار مهم است. از عوامل مهمی که در تعیین چگونگی عملکرد شرکت‌ها و مؤسسات نقش حیاتی را بازی می‌کنند، می‌توان به ساختار سرمایه و استراتژی شرکت‌ها اشاره نمود. در این راستا، هدف پژوهش حاضر بررسی ساختار سرمایه شرکت‌های 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 می‌باشند و تصمیم‌گیری 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 تصمیم‌گیری مدیران در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت، اهمیت ویژه‌ای دارد.

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

## مقدمه

یکی از مهم ترین اهدافی که مدیران مالی برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران باید در نظر 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 (وزیر، ۲۰۱۱؛ سلیم و یادو، ۲۰۱۲). تعاریف مختلفی از ساختار سرمایه ارائه شده است که هر یک از این تعاریف جنبه‌ای از روش‌های تأمین مالی را به عنوان ساختار سرمایه بیان می‌کنند. از نظر کوپر ساختار سرمایه نسبت اوراق بهادر دارای رتبه پیشتر به جمع سرمایه گذاری‌ها است. بلکوی ساختار سرمایه را ادعای کلی بر دارایی‌های شرکت معرفی می‌کند (سجادی و همکاران، ۱۳۹۰؛ دهقان زاده و زراعت‌گری، ۱۳۹۲).

ساختار سرمایه یک شرکت، رابطه بین بدھی و حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد. بدھی باعث ایجاد محدودیت برای مدیران می‌شود در حالی که سرمایه، انعطاف پذیری و توان تصمیم‌گیری را افزایش می‌دهد. اصولاً استفاده از بدھی 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 بدھی در ساختار سرمایه شرکت‌ها، مثل شمشیر دولبه عمل نموده و هم می‌تواند افزایش ارزش شرکت‌ها را سبب شده و هم موجب کاهش ارزش شرکت گردد (رضایی و پیری، ۱۳۹۰).

مدیران واحدهای تجاری همواره در صدد 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 رقبای است و شرکت‌ها نیز جهت پیشرفت و رشد نیاز به توسعه فعالیت‌های خود از طریق سرمایه گذاری‌های جدید دارند. انجام پروژه‌های صنعتی نیازمند تهییه 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 راجح 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 می‌نماید. اثرات سوء ناشی از بحران‌ها به اشکال مختلفی از قبیل نرخ تورم بالا، کاهش رشد اقتصادی، رکود گسترشده و کاهش اشتغال، کسری تراز پرداخت‌ها و

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

امروزه روند تحول و توسعه شرکت‌ها 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 تفکر حاکم بر شرکت‌ها و چگونگی تأمین مالی آن‌ها ارائه 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 از طریق 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 دهنده 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، ۲۰۱۴).

شرکت‌ها همواره تمایل دارند که ساختار سرمایه آن‌ها در مرکز و پیرامون ساختار سرمایه بهینه قرار داشته باشد (ناظمی اردکانی و زارع، ۱۳۹۵) و در صورتی 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 روش‌های 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 (کاسرت و همکاران، ۲۰۱۶).

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

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

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

**درجہ 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:** چنان‌چه شرکت بخواهد وجوه عمدہ ای را از طریق بازار سرمایه و از محل فروش سهام عادی به افراد بیرونی به دست آورد، ناگزیر است پذیرید 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:** انعطاف‌پذیری به توان شرکت برای تحصیل سرمایه از هر منبعی که بخواهد بهره برداری کند اشاره دارد. به عبارت دیگر، انعطاف‌پذیری بر آن دلالت دارد که شرکت قدرت استقرار خود را ذخیره کند تا بتواند در موارد غیرقابل پیش‌بینی وجوه مورد نیاز خود را از طریق بدھی به دست آورد.

**سایر عوامل:** عواملی همچون میزان رشد شرکت، سطح کلی فعالیت‌های تجاری، نرخ های بهره، قیمت سهام، توان دسترسی به وجوه در بازارهای سرمایه، سیاست‌های مالیاتی، رابطه بین سهامداران و مدیران، تلقی وام دهنده‌گان 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 (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 تأمین 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

نظریه خود چنین فرض کرده اند که هر شرکت دارای مجموعه معینی از جریان های نقدی مورد انتظار است. هنگامی که شرکت نسبت مشخصی از بدھی ها و حقوق صاحبان سهام را برای تأمین مالی دارایی های خود تعیین می کند، در واقع، درباره چگونگی تقسیم جریان های نقدی در میان سرمایه گذاران گوآگون تصمیم می گیرد. همچنین، فرض می شود از آن جا که میزان دسترسی سرمایه گذاران و شرکت ها به بازارهای مالی یکسان است، به گونه ای که سرمایه گذاران می توانند کلیه نیازهای مالی شرکت (فارغ از میزان آن) و تسویه تمام بدھی های ناخواسته ای را، که شرکت متعهد به ایفای آن هاست، تأمین کنند با توجه به مفروضات بالا، آن ها نتیجه گیری کردند که بدھی ها و ساختار سرمایه هر شرکت تأثیری در ارزش بازار آن ندارد (Miglou, ۲۰۱۶).

## نظریه توازن<sup>۲</sup>

به اعتقاد مايرز<sup>۳</sup>(۱۹۸۴) براساس نظریه توازن برای هر شرکت می توان یک نسبت بدھی تعریف کرد. زیق این نظریه شرکت ها باید به سطح بدھی برستند که مزایای سپرهای مالیاتی بدھی را به حداقل و احتمال ورشکستگی را به حداقل برساند (Serrasqueiro & Caetano, ۲۰۱۵). این نظریه را می توان در دو بخش نظریه توازن ایستا و رفتار تعدیل اهداف مطالعه قرار داد. براساس الگوی نظریه توازن ایستا، ساختار سرمایه از طریق موازن تک دوره ای مزایای مالیاتی بدھی و هزینه های ورشکستگی تعیین می شود. 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<sup>۴</sup>(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، شرکت ها بین منافع مالیاتی بدھی و هزینه های ورشکستگی بدھی تعادل برقرار می کنند. افزون بر آن، در مدل مزبور شوک های سالانه به ارزش دارایی ها در نظر گرفته شده و تجدید ساختار پرهزینه است (Fisher and Majluf, ۱۹۹۳).

## تئوری سلسه مراتب گزینه های تأمین مالی<sup>۵</sup>

نظریه تئوری سلسه مراتب گزینه های تأمین مالی که توسط مايرز و ماجلوف<sup>۶</sup>(۱۹۸۴) ایجاد شده بر این فرض قرار دارد که بنگاه های اقتصادی که با نیاز مالی رو برو هستند، از یک سلسه مراتب مالی پیروی می کنند. بنگاه ها منابع تأمین اعتبار را براساس هزینه رتبه بندی می کنند. وجود 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

شدن مورد استفاده قرار می‌گیرد و سپس بنگاه‌ها به دنبال بدھی‌های خارجی و در نهایت صدور سهام می‌باشند. بدھی به دلیل ارزش سپر مالیاتی، یک منبع سرمایه نسبتاً "ازران" در نظر گرفته می‌شود، در حالی که حقوق صاحبان سهام یک منبع گران‌تر است. طبق گفته مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴)، به دلیل عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران، هزینه سهام بیشتر تشید می‌شود. با توجه به این عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران قادر به تعیین ارزش واقعی شرکت و پروژه‌های آن نیستند و بنابراین ارزش سهام را کم نمی‌کنند. از این‌رو، 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، ۲۰۱۵).

### عوامل مؤثر بر تصمیمات مرتبه با ساختار سرمایه

پژوهش‌های قبلی از عوامل متعددی در بررسی ساختار سرمایه شرکت‌ها 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 می‌دهد. در نتیجه کاهش یا افزایش در فروش شرکت می‌تواند عاملی مؤثر در جهت کاهش یا افزایش اهرم شرکت باشد.

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

**بازدۀ دارایی‌ها:** بازدۀ دارایی‌ها 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 سهام‌داران پرداخت می‌شود. با توجه به این که سود پرداختنی نوعی خروج منابع از شرکت است بنابراین برای تامین مالی فعالیت‌های شرکت نیاز به استقرار یا انتشار بدھی است. اگر مدیران شرکت بدھی 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 نشان‌گر 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.

**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 و رشکستگی شرکت بالا می‌رود. این نسبت از طریق تقسیم کل مخارج سرمایه‌ای شرکت روی کل فروش شرکت به دست می‌آید. رأس و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) نیز عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه را در سه گروه متمایز به شرح زیر تقسیم بندی نمود ( محمود آبادی، ۱۳۹۶):

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

**نوع دارایی‌های شرکت:** شرکت‌هایی که بیشترین دارایی‌های آن‌ها را دارایی‌های نامشهود تشکیل می‌دهد، کمتر به بدھی اتكاء می‌کنند، شرکت‌هایی که بیشترین دارایی‌های آن‌ها را دارایی‌های ثابت مشهود تشکیل می‌دهند، بیشتر به بدھی اتكاء می‌کنند.

**نوسان سود عملیاتی:** شرکت‌هایی که سود عملیاتی آن‌ها با عدم قطعیت یا نوسان بیشتری همراه است، کمتر به بدھی اتكاء می‌کنند.

### انواع ساختار سرمایه

اصلًا شرکت‌ها را از نظر داشتن یا نداشتن بدھی در ساختار سرمایه‌شان به دو دسته تقسیم می‌نمایند (اسلام جو، ۱۳۹۶):

**شرکت‌های تمام سرمایه‌ای (غیراھرمی):** در ساختار سرمایه این شرکت‌ها از هیچ نوع بدھی استفاده نشده است و تمامی منابع مورد نیاز برای تأمین مالی دارایی‌هایشان از حقوق صاحبان سهام (سهام عادی، سهام ممتاز و سود ابانته) تأمین می‌شود. در عالم واقعی چنین شرکت‌های وجود ندارند؛ زیرا که کمتر کسی پیدا می‌شود که بخواهد از مزایای حاصل از استفاده بدھی در ساختار و سرمایه اش چشم پوشی نماید. خصوصیات شرکت‌های تمام سرمایه‌ای: ۱- شرکت دارای ریسک مالی نیست. ۲- دارای مزیت مالیاتی ناشی از بدھی نمی‌باشد. ۳- دارای هزینه فرست ناشی از عدم استفاده از منابع ارزان است. ۴- دارای هزینه سرمایه بالا می‌باشد.

**شرکت‌های اھرمی:** به شرکتی گویند که در ساختار سرمایه اش بدھی دارند. این شرکت‌ها بخشی از منابع مالی‌شان را از طریق بدھی (وام از بانک‌های تجاری، انتشار اوراق قرضه و...) و بخش دیگری از منابع‌شان را از حقوق صاحبان سهام تأمین می‌کنند. نسبت استفاده از بدھی و حقوق صاحبان سهام در تأمین

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

### پیشینه پژوهش

تغیر حسین و ژوان نگوین<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای به «بررسی رابطه ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در در طول بحران مالی اخیر» پرداخته‌اند. 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 (۲۰۰۴-۲۰۱۳)، در می‌یابیم که اهرم دارای یک رابطه منفی با عملکرد می‌باشد.

باندیهایا و بارو<sup>۲</sup> (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 سال‌های 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 مرحله‌ای GMM استفاده کردند. در نهایت نشان دادند که ساختار سرمایه مناسب از عوامل مهم تاثیرگذار بر عملکرد شرکت است.

بام و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «تعديل ساختار سرمایه: آیا شرایط کلان اقتصادی و ریسک کسب و کار مهم است؟» دریافتند که فرایند تعديل ساختار سرمایه بستگی به نوع ریسک، حاشیه ریسک، اهرم جاری و موقعیت مالی شرکت دارد. آن‌ها نشان دادند که شرکت‌هایی که اهرم شان از سطح هدف بالاتر است، ساختار سرمایه خود را زمانی که ریسک شرکت پایین و ریسک کلان اقتصادی بالا است، سریع‌تر تعديل می‌کنند، در حالی که شرکت‌هایی که اهرم شان پایین‌تر از سطح هدف است، ساختار سرمایه خود را در شرایطی که هر دو سطح ریسک شرکت و کلان اقتصادی کم است، تعديل می‌کنند. همچنین، نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهند که مدل‌هایی که ریسک را نادیده می‌گیرند نتایج نایابداری ارائه می‌کنند.

سان و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای، به بررسی «رابطه ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی» پرداخته‌اند. 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.

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

ادومسیریکول و همکاران<sup>۱</sup> (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 وام‌های بانکی و مالکیت شرکت، متصرک‌تر است. در پی انجام این تحقیق، آن‌ها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با سهام نقدشونده‌تر، هزینه سرمایه کمتری را تجربه می‌کنند و نیز انگیزه استفاده از انتشار سهام، در مقایسه با بدھی در ساختار سرمایه‌شان بیشتر است. شواهد تجربی نیز رابطه معکوسی را بین اهرم مالی و نقدشوندگی سهام نشان می‌دهند.

آرتیکیس و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان «چگونگی تأثیرگذاری ویژگی‌های سازمان بر ساختار سرمایه»، به بررسی تأثیر متغیرهایی نظری فرست‌های رشد، اندازه شرکت و نسبت‌های آنی، بدھی و پوشش هزینه بهره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آتن طی سال‌های ۱۹۹۷ – ۲۰۰۱ پرداخته‌اند. این پژوهشگران بدین نتیجه رسیدند که نسبت بدھی سازمان ارتباط منفی با فرست‌های رشد شرکت و نسبت‌های آنی و پوشش هزینه بهره دارد؛ در حالی که نسبت بدھی 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 رابطه‌ای وجود دارد یا خیر؟ آن‌ها از رویکرد قیاسی- استقرایی و برای تجزیه و تحلیل آماری از نرم افزار آماری SPSS استفاده کردند. آن‌ها تعداد ۷۱ شرکت (۳۵۵ سال شرکت) را برای آزمون فرضیه‌های تحقیق بین سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ انتخاب کردند و با استفاده از رگرسیون چند متغیره و ضریب همبستگی، به تجزیه و تحلیل داده‌ها پرداختند. نتایج نشان دادند که بین متغیرهای نسبت کل بدھی به کل حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدھی بلندمدت به کل دارایی و نسبت کل بدھی به کل سرمایه با معیار ارزیابی عملکرد بازده دارایی‌ها رابطه معنادار وجود داشته ولی ارتباط هیچ یک از متغیرهای مستقل با متغیر کیو توین (Q) معنادار نبوده است.

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

1. Udomsirikul et al.

2. Artikis et al.

ارزش وثیقه ای دارایی ها، رشد شرکت، سپر مالیاتی غیر بدھی، یکتایی داراییها، توانایی تولید منابع داخلی و نسبت جاری است. در این پژوهش شمار نمونه های انتخاب شده، ۱۷۸ شرکت (۸۹۰ سال - 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 دارایی ها و نسبت جاری بر ساختار سرمایه منفی و معنادار و تأثیر رقابت بازار تولید و همچنین سپر مالیاتی غیربدھی بر ساختار سرمایه، مثبت و معنادار بوده است. در مدل پویا، تأثیر سودآوری، معیار اول ارزش وثیقه ای دارایی ها 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.

### نتیجه گیری

هدف اکثر شرکت ها حداکثر نمودن سود است. در این میان، تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه یکی از اساسی ترین موضوعاتی است که مورد توجه قرار می گیرد. 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 شرکت ها در بازار سرمایه مطرح شده است. محیط متحول و پرشتاب کنونی، درجه بندی شرکت ها 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؛ شرکت ها 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 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 هزینه های مربوط به منظور تصمیم گیری مدیران در جهت حداکثر سازی ارزش شرکت، اهمیت ویژه ای دارد.

### فهرست منابع و مأخذ

- 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 شرکت های (دارویی، خودرویی، فلزی) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۳۵، ص ۳۰-۱۳.
- اسدی، غلامحسین و بیات، مرتضی و نقدي، 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.
- اسلام جو، آرش، ۱۳۹۶، بررسی تاثیر ابعاد ساختار سرمایه و مدیریت بحران مالی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
- اعتمادی، حسین و منتظری، جواد، ۱۳۹۲، بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت های 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.
- 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.
- دهقان زاده، حامد و زراعت گری، رامین، 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، شماره ۱۱، ص ص ۶۷-۸۲.
- رضایی، فرزین و پیری، عبدالله، ۱۳۹۰، تاثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدينگی بر ارزش بازار شرکت ها. حسابداری مالی و حسابرسی، دوره سوم، شماره ۱۱، ص ص ۱۵۵-۱۷۴.
- سجادی، سیدحسین و محمدی، کامران و عباسی، شعبی، ۱۳۹۰، بررسی تاثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت های بورسی. حسابداری مالی، دوره سوم، شماره ۹، ص ص ۱۹-۳۸.
- 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.
- قلی زاده، محمدحسن و میرعسگری، سیدرضا و پورذاکر عربانی، سوگند، ۱۳۹۵، بررسی عدم تقارن سرعت تعديل ساختار سرمایه در شرکت های کوچک و بزرگ. کنفرانس جامع علوم مدیریت و حسابداری.
- 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.

- 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.
- میرلوحی، سیدمحمجتبی و تهرانی، مصطفی و لطفی سیاهکلرودی، امیر و قسطین رودی، معصومه، ۱۳۹۶، بررسی ساختار سرمایه و تأثیر آن بر بازدهی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. سیاست‌های مالی و اقتصادی، سال پنجم، شماره ۲۰، ص ص ۱۷۳-۱۹۶.
- ناظمی اردکانی، مهدی و زارع، امیرحسین، ۱۳۹۵، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سرعت تعديل ساختار سرمایه با استفاده از روش گشتاور تعیین یافته. چشم انداز مدیریت مالی، سال ششم، شماره ۱۵، ص ص ۴۳-۵۹.

Artikis, G. P. , Eriotis, N. , Vasiliou, D. , & Ventoura-Neokosmida, 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.

- 
- 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](http://www.ssrn.com)

