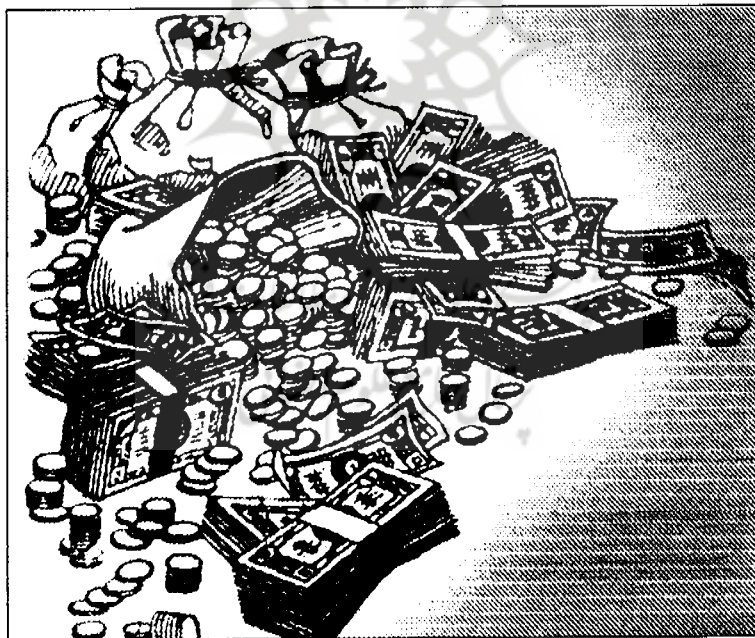


عوامل موثر بر ساختار سرمایه

دکتر شهناز مشایخ
مدرس دانشگاه
سیده سمانه شاهرخی
دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری

یاری کند. افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه، ارزش شرکت را بالا می‌برد. در واقع سرمایه‌گذاران اعم از سهامداران یا تسامین‌کنندگان وام و تسهیلات بلندمدت با اعطای سرمایه یا پول خود به شرکت، ریسک عدم وصول آن را پذیرفته‌اند و بازدهی



چکیده
روش‌های تامین مالی برای تداوم فعالیت و اجرایی پروژه‌های سودآور در فرایند رشد شرکت‌ها بسیار موثرند و موجب ادامه حیات شرکت‌ها در دنیای رقابتی امروز می‌شوند. تامین مالی به روش‌های مختلف کوتاه‌مدت و بلندمدت صورت می‌گیرد و شرکت‌ها

معادل هزینه سرمایه شرکت را می‌خواهند. ساختار بهینه سرمایه ساختاری است که هزینه سرمایه آن به حداقل ممکن رسیده باشد. تلاش در جهت یافتن ساختار بهینه سرمایه از اواخر دهه ۱۹۵۰ در دنیا آغاز شده اما مدلی برای آن ارائه نشده است. هزینه سرمایه، مفهومی ذهنی

می‌توانند منابع مالی مورد نیاز خود را از داخل (برای نمونه از محل سود انباشته) یا خارج از شرکت (از طریق انتشار سهام یا اوراق قرضه) تامین کنند. هدف اصلی شرکت‌ها، افزایش بازده حقوق صاحبان سهام است و بدین منظور از روش‌هایی استفاده می‌کنند که آنها را در رسیدن به این مهم

بلندمدت شرکت‌ها می‌باشد. از آنجا که بدهی جاری صرف امور جاری شرکت می‌شود، تاثیر به‌سزایی بر بازده حقوق صاحبان سهام و در نتیجه ارزش شرکت ندارد. به تعبیری، ساختار سرمایه شرکت معرف و جوه بلندمدت مورد استفاده می‌باشد.

نظریه‌های مرتبط با ساختار بهینه سرمایه

شرکت‌ها در تامین منابع مالی جهت اجرای پروژه‌های سودآور دو راهکار پیش‌رو دارند:

- ۱) تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام.
 - ۲) تامین مالی از طریق به‌کارگیری اهرم مالی یا ایجاد بدهی.
- به‌کارگیری هر یک از این دو راهکار یا هرگونه ترکیبی از این دو بیانگر الگوی ساختار سرمایه شرکت است. استفاده از هر راهکاری دارای محاسن و معایب خاصی است؛ تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام باعث کاهش بازده هر سهم می‌شود و تامین مالی از طریق به‌کارگیری اهرم مالی به رغم این که در ابتدا ارزش شرکت را زیاد می‌کند ولی با استفاده بیش از حد آن ریسک مالی شرکت افزایش می‌یابد. با افزایش ریسک مالی در اثر افزایش بازده مورد انتظار سهامداران و وام‌دهندگان، نرخ موثر بدهی شرکت و هزینه‌های مالی افزایش خواهد یافت. بنابراین می‌توان گفت که ترکیب مناسبی از دو راهکار منجر به ساختار بهینه سرمایه می‌شود (حسینی، ۱۳۸۱).

تحقیقات در زمینه ساختار بهینه سرمایه، نظریه‌های زیادی را به وجود آورده که به نظر می‌رسد جامع‌ترین آنها نظریاتی است که در کتاب ساختار سرمایه تالیف احمد رباحی بلکویی (۱۹۹۹) بیان شده است. لذا در این مقاله برای ارائه نظرات به‌جز نظریه آخر از این کتاب استفاده شده است.

نظریه ساختار سرمایه بدون مالیات

میلر و مودیلیانی در سال ۱۹۵۸ بیان کردند که تعیین ارزش شرکت تحت تاثیر ساختار سرمایه قرار نمی‌گیرد. به عبارت دیگر انتخاب روش تامین مالی در تعیین ارزش شرکت، اطلاعاتی نامربوط محسوب می‌شود. مفروضات

می‌باشد و به رغم فرمول‌های مختلف موجود جهت محاسبه آن، نمی‌توان ادعا کرد که هزینه سرمایه یک رقم مشخص است.

این مقاله به بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه پرداخته و راه‌کارهایی جهت یافتن ساختار بهینه سرمایه با توجه به تحقیقات مختلف داخلی و خارجی ارائه می‌دهد.

ساختار سرمایه

در زیر تعاریف مختلفی از ساختار سرمایه ارائه شده است. هر یک از تعاریف مختلف از ساختار سرمایه، جنبه‌ای از روش‌های تامین مالی را به ساختار سرمایه اطلاق می‌کنند.

- نسبت اوراق بهادار بلندمدت قدیمی‌تر (دارای رتبه بیشتر) به جمع سرمایه‌گذاری‌های مرتبط (Cooper, 1983)
- تعادل بین بدهی‌ها و دارایی‌ها، ماهیت دارایی‌ها و ترکیب استقراض شرکت.

دارایی‌ها می‌توانند مشهود یا نامشهود، جاری یا بلندمدت (اوراق بدهی یا سهام) و استقراض ممکن است بلندمدت یا کوتاه‌مدت، ثابت یا شناور، بدون ریسک یا با ریسک باشند. در شرایط ایده‌آل، دارایی‌ها و بدهی‌ها باید تطابق داشته باشند (Hussey, 1999).

- ترکیبی از سهام عادی، سهام ممتاز و زیر مجموعه‌های مرتبط با آن، سود انباشته و بدهی‌های بلندمدت که واحد تجاری جهت تامین مالی دارایی‌های خود از آنها استفاده می‌کند. (نوروش و شیروانی، ۱۳۷۹)

بلکویی ساختار سرمایه را ادعای کلی بر دارایی‌های شرکت معرفی می‌کند. او ساختار سرمایه را شامل اوراق بهادار منتشر شده عمومی، سرمایه‌گذاری خصوصی، بدهی بانکی، بدهی تجاری، قراردادهای اجاره، بدهی‌های مالیاتی، بدهی‌های حقوق بازنشستگی، پاداش معوق برای مدیریت و کارکنان، سپرده‌های حسن انجام کار، تضمین‌های کالا و دیگر بدهی‌های احتمالی می‌داند (Riahi Belkai, 1999)

با توجه به تعاریف پیش‌گفته، ساختار مالی بیانگر طرف چپ ترازنامه است. عده‌ای ساختار سرمایه را معادل ساختار مالی می‌دانند و برخی با این دیدگاه میان این دو تمایز قائل می‌شوند که ساختار سرمایه، منابع تامین مالی

نمایشگر ۱

فرمول ۱

[(نرخ مالیات شخصی بر سود سهام - ۱) (نرخ مالیات شرکت - ۱)] - ۱ + ارزش شرکت بدون اهرم - ارزش شرکت
(نرخ مالیات شخصی بر سود سهام - ۱)

فرمول ۲

ارزش فعلی هزینه‌های مضیقه مالی - ارزش فعلی صرفه‌جویی مالیاتی + ارزش تامین مالی از طریق سهام به‌طور ۱۰۰ درصد - ارزش شرکت

فرمول ۳

ارزش فعلی هزینه‌نمایندگی - ارزش فعلی هزینه مضیقه مالی - ارزش فعلی صرفه‌جویی مالیاتی + ارزش تامین مالی از طریق سهام به‌طور ۱۰۰ درصد سهام - ارزش شرکت

ببرد، نرخ مورد انتظار بازده سهام بالا می‌رود. این ریسک، ریسک سیستماتیک (β) می‌باشد.

نظریه ساختار سرمایه و مالیات در نظریه ساختار سرمایه، نقش مالیات چنان با اهمیت است که چشم‌پوشی از آن، مدل را به حالتی فرضی محض تبدیل کرده است. با در نظر گرفتن مالیات، مدل میلر و مودیلیانی تعدیل می‌شود. ارزش شرکت برای شرکت‌های با اهرم، عبارت از ارزش جریان نقدی شرکت بدون اهرم (ارزش حقوق صاحبان سهام) به علاوه ارزش فعلی صرفه‌جویی مالیاتی در مورد جریان‌های نقدی دائمی شرکت است. نه تنها مالیات‌های شرکت بلکه مالیات‌های شخصی نیز در ارزش شرکت موثر است. میلر مدلی را در نظر گرفت که اهرم هنگام در نظر گرفتن مالیات‌های شخصی و مالیات‌های شرکت، ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد و فرمول ۱ را ارائه کرد. (نمایشگر ۱)

در این مدل، اگر نرخ‌های مالیات با هم برابر و مساوی صفر شوند، نتیجه همان مدل میلر و مودیلیانی می‌شود.

نظریه ساختار سرمایه و هزینه‌های مضیقه مالی هزینه‌های مضیقه مالی به هزینه‌های اطلاق می‌شود که باعث قرار گرفتن شرکت در تنگنای مالی و در نتیجه

نظریه بیان شده توسط این دو محقق، به شرح زیر است:
(۱) شرکت‌های دارای درجه یکسان ریسک تجاری در طبقه‌همگنی از ریسک قرار می‌گیرند.

(۲) سرمایه‌گذاران با توجه به سطح ریسک، انتظارات همگنی درباره عایدی آتی شرکت دارند.

(۳) اوراق بهادار در بازارهای سرمایه‌ی کامل معامله می‌شود.

(۴) نرخ بهره بدهی، نرخ بدون ریسک است.

(۵) همه جریان‌های نقدی استمرار دارند.

میلر و مودیلیانی در مفروضات خود به وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بردرآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی، نبود عدم تقارن اطلاعاتی و جایگزینی منابع تامین مالی داخلی با خارجی اشاره دارند و ارزش شرکت را مستقل از ساختار سرمایه می‌دانند. اما نظر به اینکه، در نظر گرفتن این مفروضات در دنیای واقعی کاملاً میسر نیست. نظریه آنان با مشکل مواجه شد و آنها نظریه دیگری را مطرح کردند.

آنها در نظریه بعدی اظهار کردند که بازده مورد انتظار سهام با اهرم شرکت رابطه مثبت دارد و ریسک سهام با افزایش نسبت اهرم افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر، بازده مورد انتظار سهام تابع خطی از اهرم شرکت است و چنانچه شرکتی از طریق افزایش نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (افزایش نسبت اهرم شرکت) ریسک سهام خود را بالا

ورشکستگی آن می‌شود. هزینه‌های ناشی از مضيقه مالی شامل هزینه‌های مستقیم مانند هزینه‌های قانونی و اداری ناشی از تسویه یا تجدید سازمان نظیر حق الزحمه دادگاه‌ها و هزینه‌های غیرمستقیم چون خرید زیاد دارایی‌های ثابت به دلیل ناتوانی در اداره شرکت می‌باشد. حال با اضافه کردن هزینه‌های مضيقه مالی به مدل، فرمول ۲ را خواهیم داشت (نمایشگر ۱).

با انجام این کار در واقع ساختار سرمایه به صورت نتیجه‌ای از تهاثر منافع مالیاتی و هزینه‌های مضيقه مالی در می‌آید و شرکت‌ها برای یافتن میزان اهرم بهینه باید تهاثری بین هزینه و منافع استقراض یعنی تعادل بین هزینه‌های ناشی از ورشکستگی و صرفه‌جویی‌های مالیاتی بدهی برقرار کنند. شرکت‌ها تا می‌توانند در ساختار سرمایه از بدهی استفاده کنند که منافع ناشی از بدهی، بیشتر از هزینه‌های ناتوانی در پرداخت بدهی باشد. این نظریه در برخی کتب و مقالات به عنوان نظریه تهاثر بیان شده است.

نظریه ساختار سرمایه و هزینه‌های نمایندگی

تحقیقات بعدی، هزینه‌های نمایندگی را به مدل اضافه کردند و دریافتند هزینه‌های نمایندگی (هزینه‌های ناشی از تضاد منافع) بر ساختار سرمایه تاثیر می‌گذارد. تضاد منافع بین مدیران و سهامداران زمانی ایجاد می‌شود که مدیران کمتر از ۱۰۰ درصد ادعاهای شرکت را در اختیار دارند و تضاد بین دارندگان بدهی و سهامداران از قراردادهای بدهی ناشی می‌شود. لذا در تهاثر باید هزینه‌های نمایندگی بدهی را هم وارد کنیم که حاصل معادل فرمول ۳ خواهد بود (نمایشگر ۱).

نظریه ساختار سرمایه و عدم تقارن اطلاعات

انتخاب ساختار سرمایه از طریق مدیریت، موجب انتقال برخی از اطلاعات داخلی شرکت به سرمایه‌گذاران خارجی می‌شود و به دلیل عدم تقارن اطلاعات، نظریه ترجیحی مطرح می‌شود. شرکت‌ها، روش‌های تامین مالی داخلی را به خارجی ترجیح می‌دهند و در صورت نیاز به تامین مالی خارجی، اوراق قرضه را به سهام مرجح می‌دانند. از دلایل

مطرح در این مورد می‌توان به هزینه‌های انتشار اشاره کرد. با تامین مالی داخلی از هزینه‌های انتشار جلوگیری می‌شود و هزینه‌های انتشار بدهی از سهام کمتر می‌باشد. از طرفی، با تامین مالی از طریق سهام، ممکن است منافع سهامداران قبلی کاهش یابد و حرکت از مسیر اصلی خود (حداکثر کردن ارزش سهام) دور شود.

تحقیقات نشان می‌دهد؛ مدیران شرکت‌های سودآور همواره به وجوه داخلی خود اتکا و کمتر از استقراض استفاده می‌کنند. شرکت در صورت نیاز به تامین مالی خارجی، در ابتدای امر اقدام به انتشار اوراق بهادار دارای ریسک پایین می‌کند و در اولویت بعدی به انتشار اوراق بهادار دوگانه نظیر بدهی قابل تبدیل روی می‌آورد و در نهایت به انتشار سهام می‌پردازد. در این مدل هیچ ترکیب بهینه‌ای از انواع بدهی و انتشار سهام به خوبی تعریف نشده است زیرا در راس هرم، تامین مالی داخلی وجود دارد که عمده آن سود انباشته است. سود انباشته نوعی سهام عادی بدون هزینه انتشار است. از طرفی، در پایین هرم یعنی آخرین راه حل برای تامین مالی انتشار سهام می‌باشد.

(Matthias and Lawrenz, 2005)

طبق تحقیقات انجام شده، در شرکت‌های آمریکایی در دوره ۱۹۹۸ - ۱۹۸۰ نظریه تهاثر قوی‌تر از نظریه ترجیحی بوده است. علاوه بر این شرکت‌های بزرگ این کشور جهت پرداخت سود سهامداران، بدهی خود را افزایش و شرکت‌های کوچک، بدهی خود را کاهش می‌دهند.

(Murray and Goyal, 2000)

در الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، صرفاً نظریه تهاثر مدنظر قرار می‌گیرد.

نظریه ساختار سرمایه و واکنش به موقع بازار
نتایج حاصل از این نظریه به شرح زیر است:

۱. شرکت‌ها به احتمال زیاد، هنگامی به انتشار سهام اقدام می‌کنند که ارزش بازار نسبت به ارزش دفتری سهام بالاست و هنگامی که ارزش بازار پایین است، اقدام به باز خرید سهام می‌کنند.

می‌توان در چهار حالت بیان کرد؛ شرکت‌های کوچک، اهرم بالاتر را در لحظه تجدید تامین مالی انتخاب می‌کنند تا تکرار تجدید تامین مالی کمتر را جبران کنند اما زمان‌های انتظار بین تجدید تامین مالی طولانی‌تر است. در چرخه تامین مالی رابطه بین اهرم و اندازه شرکت منفی است. نهایتاً اینکه انبوهی از شرکت‌های بدون اهرم وجود دارد؛ با کنترل این شرکت‌ها، رابطه اندازه و اهرم منفی می‌شود.

(Kursner and Strebulaer, 2005)

سطح اطمینان مدیریت. سطح اطمینان مدیریت در تصمیمات تامین مالی شرکت بسیار حائز اهمیت است. هنگامی که اطمینان مدیریت بالاست، شرکت بدهی بیشتری ایجاد می‌کند. این نتیجه برای تعاریف متفاوت از اهرم و اطمینان صدق می‌کند. (Barry, 2005)

فرصت‌های رشد. با فرض بازار سرمایه کامل، ارزش هر شرکت از ساختار سرمایه مستقل است اما با در نظر گرفتن فرصت‌های رشد وضعیت متفاوتی رخ می‌دهد. در شرکت‌های با رشد بالا، اهرم با ارزش شرکت رابطه معکوس دارد و شرکت‌های با رشد پایین با ارزش، رابطه مستقیمی دارند (Kaifeng, 2000).

هزینه‌های تحقیق و توسعه. هزینه‌های تحقیق و توسعه ارزش شرکت را اضافه می‌کند، در حالی که هزینه‌های نمایندگی ارزش را کاهش می‌دهد. نکته قابل توجه اینکه هزینه‌های تحقیق و توسعه، اگر هزینه‌های نمایندگی بالا باشد ارزش شرکت را اضافه می‌کند از طرفی؛ شرکت‌ها با هزینه نمایندگی و هزینه‌های تحقیق و توسعه بالا با فرضیه کنترل بدهی، مواجه هستند.

(Brooks and Davidson, 2003)

حجم فروش. الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران عمدتاً تابع مستقیم متغیرهایی نظیر میزان دارایی‌های ثابت شرکت، حجم فروش و سودآوری آن می‌باشد. به عبارت دیگر، در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که از لحاظ حجم فروش (خواه از لحاظ دارایی‌ها و خواه از لحاظ درآمد فروش) بزرگترند بیشتر به بدهی اتکا می‌کنند. (باقرزاده، ۱۳۸۲).

۲. شرکت‌ها هنگامی سهام منتشر می‌کنند که هزینه سرمایه پایین است، و هنگامی که هزینه نسبتاً بالاست سهام را باز خرید می‌کنند.

۳. شرکت‌ها در صورتی تمایل به انتشار سهام دارند که نسبت به علاقه‌مندی سرمایه‌گذاران به سود آتی شرکت مطمئن شوند.

۴. مدیران در بررسی‌های معمول به واکنش به موقع بازار اذعان دارند و می‌دانند افزایش یا کاهش سهام در خرید و فروش سهام موثر است.

(Malcolm and Wurgler, 2000)

تایید این نظریه، نظریه تهاتر و نظریه ترجیحی را خدشه‌دار می‌کند. طبق نظریه تهاتر با افزایش ارزش شرکت، نسبت بدهی به ارزش شرکت کاهش می‌یابد و شرکت باید برای تعادل مجدد ساختار سرمایه خود، اوراق قرضه منتشر کند (در این شرایط طبق نظریه واکنش به موقع بازار، شرکت باید اقدام به انتشار سهام کند). و طبق نظریه ترجیحی زمان بالا بودن قیمت سهام، لزوماً بیانگر مطلوبیت اطلاعات داخلی مدیران به صورت منظم نمی‌باشد. حتی اگر تمایل به چنین باوری وجود داشته باشد، سرمایه‌گذاران اکنون آن را فهمیده‌اند و بر مبنای آن انتشار سهام توسط شرکت را تفسیر می‌کنند؛ به عبارت دیگر، شرکت‌ها نمی‌توانند مکرراً اقدام به انتشار سهام به قیمتی بیش از ارزش واقعی کنند. (عبدالله‌زاده، ۱۳۷۳).

عوامل موثر بر ساختار سرمایه

با توجه به شرایط داخل یا خارج هر شرکت، تعیین ساختار سرمایه متأثر از عوامل مختلفی است که اندازه‌گیری همه عوامل موثر بر ساختار سرمایه امکان‌پذیر نمی‌باشد.

عوامل داخلی

عواملی است که از داخل شرکت بر تصمیمات ساختار سرمایه تاثیر می‌گذارند. برخی از مهم‌ترین این عوامل عبارتند از:

اندازه شرکت. بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه رابطه مثبت و قوی وجود دارد. اثرات اندازه شرکت بر اهرم را

عوامل خارجی

این از عوامل نشأت گرفته از محیط بیرونی شرکت است که بر تصمیمات ساختار سرمایه تاثیر می‌گذارد. برخی از مهم‌ترین این عوامل عبارتند از:

بدهی محیط‌زیست. برخی کشورها، قوانینی را وضع کرده‌اند که شرکت‌های آلاینده محیط، ملزم به پرداخت هزینه‌های پاکسازی محیط‌زیست می‌باشند. بدهی است وضع این قوانین باید انگیزه شرکت‌های آلاینده را برای حفظ محیط‌زیست افزایش دهد. اگر شرکت‌های آلوده‌کننده با محدودیت بدهی مواجه باشند یا به دلیل شناسایی خسارت‌های زیاد وارده به محیط‌زیست از احتمال ورشکستگی بیشتری برخوردار باشند، از انگیزه‌های آنان برای شناسایی بدهی زیست‌محیطی کاسته می‌شود. معرفی شرکت‌های دارای بدهی زیست‌محیطی به وام‌دهندگان چون بانک‌ها منجر به افزایش انگیزه این شرکت‌ها برای کاهش خسارت محیط‌زیست می‌شود. بررسی‌ها در آمریکا نشان می‌دهد؛ برای صنایع بیشتر آلاینده محیط‌زیست نظیر صنایع شیمیایی، شناسایی بدهی زیست‌محیطی سبب صرفاً افزایش ۱۵-۲۰ درصد استقراض بانکی می‌شود اما هنگامی که بدهی زیست‌محیطی تسویه شود، استقراض به سطحی می‌رسد که با شرکت دارای ساختار سرمایه فاقد بدهی، فاصله کمی دارد.

(Alistair and Valentini, 1999)

منبع سرمایه. شرکت‌هایی که به بازار اوراق قرضه عمومی دسترسی دارند اساساً نسبت اهرمی بالاتری دارند. هر چند شرکت‌ها از لحاظ اعتبار با هم فرق دارند، اما حتی پس از کنترل خصوصیات شرکت باز هم شرکت‌ها با دسترسی به بازار اوراق قرضه عمومی ۳۳ درصد بیشتر بدهی دارند.

(Faulkender and Petersen, 2000)

اثر ساختار سرمایه بر متغیرهای دیگر

انتخاب اجزای ساختار سرمایه بر سیاست‌های شرکت و بازده حقوق صاحبان سهام موثر است. ساختار سرمایه و کنترل انگیزه‌های مدیریت. تضاد منافع بین مالک و مدیر، تهاوری بین عدم کارایی و رانت‌های بالا

ایجاد می‌کند و تضاد منافع بین سهامداران و دارندگان اوراق قرضه به دلیل سرمایه‌گذاری آنها می‌باشد. با سطح بدهی کم ریسک، هزینه‌های نمایندگی سهامدار و دارندنده اوراق قرضه وجود ندارد اما رانت‌های بیش از حد را به وجود می‌آورد. با وجود بدهی پرریسک، سهامداران به بازده بیشتر علاقه دارند، زیرا ریسک شرکت در واقع ریسک سهامداران است و با افزایش ریسک بازده هم افزایش خواهد یافت. در نتیجه هزینه‌های نمایندگی سهامداران و دارندگان اوراق قرضه افزایش می‌یابد اما رانت‌های مدیریتی کاهش می‌یابد. (Douglas, 2002)

ساختار سرمایه و بازده شرکت. طبق تحقیقات انجام شده، ارتباط ساختار سرمایه و بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به شرح زیر می‌باشد:

۱. یافته‌های تحقیق با استفاده از میانگین ۵ ساله (۱۳۷۴-۷۸) نشان می‌دهد که بین ساختار سرمایه و بازده سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

۲. بین ساختار سرمایه و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد که نشان می‌دهد شرکت‌ها نتوانسته‌اند با بهره‌گیری صحیح از بدهی و تخصیص مناسب مالی به حداکثر بازده حقوق صاحبان سهام دست یابند.

۳. رابطه معنی‌داری بین ساختار سرمایه و بازده سهام وجود دارد، هرچند بازده سهام خود معیاری است که نتیجه عملیات شرکت در طی یک دوره مالی را مشخص می‌سازد اما از آنجایی که مزایای تغییرات قیمت را نیز در خود منعکس می‌کند. می‌توان نتیجه گرفت که بین ساختار سرمایه و قیمت سهام رابطه وجود دارد.

۴. رابطه معنی‌داری بین ساختار سرمایه و نسبت سود قبل از کسر مالیات به فروش وجود ندارد.

۵. رابطه معنی‌داری بین ساختار سرمایه و نسبت سود عملیاتی به فروش وجود ندارد. (احمدی، ۱۳۸۰)

نتیجه‌گیری

اگر چه اکثر تحقیقات تجربی مرتبط با الگوی ساختار سرمایه در بازار سرمایه آمریکا و چند کشور توسعه یافته دیگر نظیر انگلستان و ژاپن صورت گرفته است اما موضوع

منابع و مآخذ
الف - منابع انگلیسی

- 1- Alistair U. and L. Valentini. "Environmental liability and the Capital Structure of Firm". December 1999.
- 2- Barry, D. R. "The Impact of Management Confidence on Capital Structure". 2005
- 3- Brooks, D. R. and R. S. Davidson. "R&D, Agency Costs and Capital Structure". October 2003.
- 4- Cooper, W. W. "Kohler's Dictionary for Accountants". Sixth edition. 1983
- 5- Douglas, V. S. "Capital Structure and the Control of Managerial
- 6- Faulkender, M. and A. M, Petersen. "Does the source of capital affect capital structure". 2000
- 7- Hussey, R. "Oxford Dictionary of Accounting". second edition 1999.
- 8- Kaifeng, C. K. "The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities". 2000
- 9- Kursher, A. and L. A. Strebulaer. "Firm size and Capital Structure". October 2005
- 10- Malcolm B. and J. Wurgler. "Market Timing and Capital Structure". 2000
- 11- Matthias, B. and J. Lawrenz. "Informational Asymmetry Between Managers and Investors in the Optimal Capital Structure Decision". January 2005
- 12- Murray, F. Z. and V. K. Goyal. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure". December. 2000
- 13- Riahi Belkai. Ahmad. "Capital Structure". first edition, 1999.

- ب - منابع فارسی
- ۱۴- احمدی. محمدرضا، ارتباط بین ساختار سرمایه و بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد واحد تهران مرکز. تابستان ۱۳۸۰.
 - ۱۵- باقرزاده. سعید. تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران. زمستان ۱۳۸۰.
 - ۱۶- حسینی. سیدعلی، شناخت الگوی ساختار سرمایه و راهبردهای طراحی ساختار سرمایه. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده حسابداری و مدیریت علامه طباطبایی. زمستان ۱۳۸۰
 - ۱۷- عبدالله‌زاده. فرهاد. معمای ساختار سرمایه. تحقیقات سالی شماره ۲ بهار ۳۷۳.
 - ۱۸- نوروش. ایرج و رضا شیروانی. فرهنگ حسابداری نوروش. انتشارات ایمان. چاپ ۱۳۷۹.

ساختار سرمایه در اقتصاد بازار کشورهای در حال توسعه نیز اهمیت و جایگاه خود را دارد. متأسفانه به دو دلیل زیر این موضوع در نظام اقتصادی کشورهای در حال توسعه در حال توسعه، اهمیت اندکی را به نقش واحدهای اقتصادی در فرایند توسعه اقتصادی قائل می‌شوند. دوم اینکه؛ تقریباً تا دو دهه اخیر، واحدهای اقتصادی در اغلب کشورهای کمتر توسعه یافته در انتخاب گزینه‌های منابع تامین سرمایه مورد نیاز خود با محدودیت اساسی مواجه بوده‌اند. از جمله این محدودیت‌ها می‌توان به حاکمیت اقتصاد دولتی و سلب رقابت از واحدهای اقتصادی غیردولتی، عدم توسعه بازار و محدود بودن منابع تامین مالی اشاره کرد. (باقرزاده. ۱۳۸۲)

به هر حال تحقیقات در زمینه ساختار بهینه سرمایه همچنان ادامه دارد و هر تحقیقی از زاویه‌ای خاص به بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه می‌پردازد. بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه به شرکت کمک می‌کند تا با توجه به شرایط موجود، ترکیبی از تامین مالی را انتخاب کند که بیشترین بازده حقوق صاحبان سهام را با حداقل هزینه سرمایه داشته باشد.

تامین مالی در کشور ما نیز با محدودیت‌های اساسی روبه‌رو است. انتخاب اجزای ساختار سرمایه به سهام عادی، وام و در موارد معدودی اوراق مشارکت محدود می‌شود. حال آن‌که در کشورهای مختلف دنیا انواع گوناگونی از اوراق قرضه وجود دارد که هر یک اثرات مختلفی را بر ساختار سرمایه می‌گذارد. از طرف دیگر، دلیل اصلی تامین مالی در شرکت‌های ایرانی را می‌توان نیاز به نقدینگی دانست. لذا در ایران رابطه بسیاری از عوامل با ساختار سرمایه منفی و در واقع بی‌مفهوم می‌باشد.

با تحقیقات بیشتر پیرامون ساختار سرمایه و مطالب دقیق تحقیقات خارجی و آزمون تجربیات مجدد آنها در بازار سرمایه ایران امید است در آینده‌ای نه چندان دور، شاهد روش‌های سودمند و متنوع تامین مالی باشیم و تامین مالی شرکت در جهت طرح‌های سرمایه‌گذاری و توسعه اقتصادی کشور باشند.