

چشم‌انداز مدیریت

شماره ۳۳- زمستان ۱۳۸۸

صص ۱۷۵ - ۱۵۹

## بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی اکبر اربابیان\*، مهدی صفری گرایلی\*\*

### چکیده

هدف این تحقیق، بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به‌دین منظور، تعداد ۱۰۰ شرکت از ۱۳ صنعت مختلف به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شد و از طریق برآزش مدل‌های رگرسیون چند متغیره با داده‌های تابلویی، رابطه میان معیارهای ساختار سرمایه و سودآوری شرکت طی دوره‌ی ۶ ساله (۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵) برای شرکت‌های نمونه مورد بررسی قرار گرفت.

نتایج تحقیق نشان‌دهنده آن است که بین نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی و سودآوری شرکت و همچنین بین نسبت کل بدهی به دارایی و سودآوری، رابطه مثبت وجود دارد. اما بین نسبت بدهی بلندمدت به دارایی و سودآوری، رابطه منفی وجود دارد.

کلیدواژه‌ها: ساختار سرمایه، سودآوری، داده‌های تابلویی.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

تاریخ دریافت مقاله: ۸۷/۰۶/۳۱، تاریخ پذیرش مقاله: ۸۸/۰۸/۳۰

\* استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.

\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول).

Email: Mehdi.Safari83@yahoo.com

## مقدمه

محیطی که شرکت‌ها امروزه در آن فعالیت می‌کنند محیطی است در حال رشد و بسیار رقابتی و شرکت‌ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و بسط فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری جدید هستند و شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری احتیاج به منابع مالی دارند، اما منابع مالی و استفاده از آن‌ها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور باشد و این وظیفه مدیر مالی است که منابع تأمین مالی و نحوه استفاده از آن‌ها را تعیین کند. منابع تأمین مالی شرکت‌ها بر اساس تأمین مالی آن‌ها به دو بخش «منابع مالی داخلی» و «منابع مالی خارجی» تقسیم می‌شود. در منابع مالی داخلی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تأمین مالی می‌کند یعنی به جای تقسیم سود بین سهام‌داران، سود را در فعالیت‌های عمدتاً عملیاتی شرکت، به منظور کسب بازده بیشتر به کار می‌گیرد و در منابع مالی خارجی شرکت از محل بدهی‌ها (استقراض) و انتشار سهام اقدام به تأمین مالی می‌کند. تفاوت اصلی بدهی‌ها و سهام را می‌توان در الزام پرداخت و مزایای مالیاتی بدهی، خلاصه کرد.

اما مدیر مالی باید همیشه مواظب باشد که روش تأمین مالی با نوع سرمایه‌گذاری شرکت سازگار باشد و همچنین از اهرم در حد معقول آن استفاده کند تا هم ارزش شرکت حداکثر شود و هم از پیامدهای نامطلوب ریسک مالی به واسطه استفاده از بدهی، جلوگیری کند.

همچنین به نظر می‌رسد که باید انگیزه‌ای در واحد تجاری ایجاد شود تا از این منبع تأمین مالی که محدود نیز هست، استفاده بهینه شود و این استفاده بهینه در قالب افزایش سودآوری نمایان می‌شود [۱۰]. بنابراین، این تحقیق با این هدف به دنبال یافتن رابطه معناداری بین سودآوری و ساختار سرمایه است تا با جمع‌آوری اطلاعات

واقعی و نشان دادن وجود یا عدم وجود این رابطه بتواند به کلیه استفاده از این اطلاعات کمک کنند.

### رابطه ساختار سرمایه و نسبت اهرمی شرکت

با وجود اینکه در این زمینه، تحقیقات زیادی انجام شده و تئوری‌های متعددی مطرح گردیده، اما هنوز نتیجه قطعی و مشخص در خصوص تأثیر ساختار سرمایه و نسبت اهرمی شرکت بر سودآوری آن، به دست نیامده است.

میلرو مودیلیانی در سال ۱۹۵۸ با ارائه نظریاتی ابراز کردند که با وجود مفروضات خاصی از جمله: وجود بازار رقابت کامل نبود مالیات بردرآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی، نبود هزینه‌های نمایندگی و وجود تقارن اطلاعاتی در بین فعالان بازار سرمایه و جایگزینی منابع تأمین مالی داخلی با خارجی، مدیران نمی‌توانند صرفاً به واسطه ایجاد تغییر در ترکیب منابع تأمین مالی، ارزش شرکت را تغییر دهند. به عبارت دیگر ارزش شرکت، مستقل از ساختار سرمایه آن است [۱۱].

میلرو مودیلیانی [۱۱] با توجه کردن به مالیات بر درآمد شرکت در نظریات اولیه خود تجدید نظر کرده و نظریه جدیدی ارائه دادند. در نظریه جدید آنها چنین استدلال کردند که نظر به این که استقراض برای شرکت مزیت مالیاتی ایجاد می‌کند، منطقاً باید انتظار داشت، شرکت‌ها از بین منابع مختلف تأمین مالی، ترجیحاً از استقراض استفاده کنند، زیرا استفاده بیشتر از استقراض موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد.

فردولانگ [۷] تحقیقی بر روی ۹۸۴ شرکت آمریکایی طی سال‌های ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۳ انجام دادند. آن‌ها در تحقیق خود از نسبت میانگین سود به دارایی‌ها، به عنوان معیار سودآوری شرکت‌ها استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی و سودآوری شرکت‌ها رابطه منفی وجود دارد.

راجان و زینگالس [۱۲] در تحقیق جامع خود با عنوان «درباره ساختار سرمایه چه می‌دانیم؟ پاره‌ای شواهد بین‌المللی» به بررسی عوامل تعیین کننده الگوی ساختار سرمایه شرکت‌ها از منظر بین‌المللی پرداختند. راجان و زینگالس در تحقیق مشترک خود ترانامه نمونه وسیعی از شرکت‌های سهامی در هفت کشور بزرگ صنعتی دنیا (آمریکا، انگلیس، کانادا، فرانسه، آلمان، ایتالیا و ژاپن) را مورد بررسی قرار دادند. آنها با استفاده از ارزش‌های دفتری و بازار حقوق صاحبان سهام، نسبت‌های بدهی را محاسبه کردند و سپس با برآورد مدل رگرسیون چند متغیره به بررسی رابطه بین چهار متغیر بنیادی حسابداری (ارزش دارایی‌های ثابت، ارزش بازار به دفتری لگاریتم فروش و سودآوری) با ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که نسبت بدهی در هر یک از کشورها با دو عامل ارزش بازار به ارزش دفتری و سودآوری شرکت رابطه منفی و با دو عامل ارزش دارایی‌های ثابت و اندازه شرکت رابطه مثبت دارد.

ردن ولون [۱۳] در تحقیق خود تصمیمات ساختار سرمایه نمونه‌ای متشکل از ۴۸ شرکت کشور آمریکا که طی سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۰ از طریق خرید استقراضی تأمین مالی کرده بودند را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که به دلیل مزایای مالیاتی استقراض و این که هزینه وام، مدیران را ناگزیر به انضباط و انگیزه بیشتری می‌سازد (طبق فرضیه جریان نقدی آزاد) نسبت بدهی با سودآوری شرکت رابطه مثبت دارد.

فاماوونج [۶] به بررسی ارتباط میان مالیات، تصمیمات تأمین مالی و ارزش شرکت‌ها پرداختند و نتیجه‌گیری کردند که بدهی هیچ‌گاه منجر به دستیابی مزایای مالیاتی نمی‌شود. علاوه بر این استقراض بیشتر، باعث بروز مسائل نمایندگی میان سهام‌داران و اعتبار دهندگان می‌شود که سرانجام ارتباط منفی میان سودآوری و نسبت بدهی بلندمدت را پیش‌بینی می‌کند.

هادوک و جیمز [۸] تحقیقی در خصوص نحوه تأمین مالی ۵۰۰ شرکت آمریکایی طی سالهای ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۳ انجام دادند. آنها نتیجه‌گیری کردند که انتخاب نوع تأمین مالی شرکت‌ها (بدهی یا سرمایه) اساساً با توجه به ارزش‌گذاری سهام آن‌ها در بازار صورت می‌گیرد. همچنین نتیجه‌گیری کردند که، شرکت‌های سودآورتر از بدهی به عنوان منبع اصلی تأمین مالی استفاده می‌کنند، یعنی شرکت‌های سودآور، بیشتر استقراض می‌کنند.

لارا و مسکوئیتا [۹] در تحقیق خود تحت عنوان «ارتباط بین ساختار سرمایه و سودآوری» به بررسی ارتباط بین معیارهای ساختار سرمایه شامل: نسبت بدهی کوتاه‌مدت، نسبت بدهی بلندمدت و حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها با سودآوری آن‌ها، در نمونه‌ای متشکل از ۷۰ شرکت کشور برزیل بین سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱ پرداختند. و با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره، به رابطه مثبت میان سودآوری و نسبت بدهی کوتاه‌مدت و حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها و نیز، وجود رابطه منفی میان سودآوری با نسبت بدهی بلندمدت شرکت، پی بردند.

آبر [۵] در تحقیق خود تحت عنوان «تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌ها» به بررسی ارتباط میان معیارهای ساختار سرمایه با سودآوری، نمونه‌ای از شرکت‌های کشور غنا بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۲ پرداخت. نتایج این تحقیق نشان داد که بین نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی و سودآوری شرکت‌ها و همچنین بین نسبت کل بدهی به دارایی و سودآوری، رابطه مثبت وجود دارد. اما بین نسبت بدهی بلندمدت به دارایی و سودآوری شرکت‌ها، رابطه منفی وجود دارد.

جهانخانی و یزدانی [۱] در تحقیق خود تأثیر چهار متغیر نوع صنعت، اندازه شرکت، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی را بر میزان به کارگیری اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه

رسیدند که نوع صنعت بر ساختار مالی تأثیر دارد. اما متغیرهای اندازه شرکت، ریسک تجاری و اهرم عملیاتی تأثیری بر ساختار مالی ندارند.

ملکی‌پور غربی [۳] تأثیر استفاده از اهرم مالی بر بازده هر سهم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با استفاده از ضریب همبستگی مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که اهرم مالی بر بازده هر سهم شرکت‌ها تأثیر نداشته است.

نمازی و شیرزاده [۴] در تحقیق خود به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه مورد بررسی مشتمل بر ۱۰۸ شرکت از صنایع مختلف بود که اطلاعات مربوط به میانگین نسبت بدهی به دارایی‌ها و نسبت بازده دارایی‌ها، طی دوره ۵ ساله به صورت متمرکز و هم‌چنین سالانه جمع‌آوری و آزمون شد. به منظور آزمون فرضیه‌ها از ضریب همبستگی استفاده شد. نتایج به دست آمده حاکی از این مطلب است که به طور کلی، بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها، رابطه مثبتی وجود دارد، اما این رابطه از نظر آماری در حد ضعیف است.

### روش تحقیق

**جامعه آماری تحقیق:** جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران است. ملاحظاتی که در رابطه با نمونه آماری تحقیق در نظر گرفته شده، به شرح زیر است:

۱. شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۸۰ باشد.

۲. شرکت‌ها جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند)

۳. شرکت‌هایی که داده‌های آن‌ها برای دوره‌ی زمانی تحقیق در دسترس باشد. با در نظر گرفتن ملاحظات مربوطه، جامعه آماری تحقیق بر اساس طبقات صنعت برابر با ۱۴۵ شرکت است که در جدول ۱، مندرج است.

**نمونه آماری تحقیق:** نمونه‌ای که به منظور انجام این تحقیق از جامعه آماری مربوطه گرفته شده است شامل ۱۰۰ شرکت است که با استفاده از فرمول حجم نمونه، تعیین و بر اساس سهم هر صنعت از جامعه و به صورت تصادفی انتخاب شده است.

جدول ۱. ترکیب نمونه آماری تحقیق

نام صنعت	تعداد در جامعه	درصد از جامعه	تعداد در نمونه
خودرو و ساخت قطعات	۱۹	۰/۱۳	۱۳
ساخت محصولات فلزی	۸	۰/۰۵۵	۶
کانی غیر فلزی	۱۰	۰/۰۶۸	۷
سیمان	۱۳	۰/۰۸۹	۹
فلزات اساسی	۹	۰/۰۶	۶
قند و شکر	۱۲	۰/۰۸	۸
کاشی و سرامیک	۷	۰/۰۴۸	۵
لاستیک و پلاستیک	۷	۰/۰۴۸	۵
ماشین‌آلات و دستگاه برقی	۷	۰/۰۴۸	۵
ماشین‌آلات و تجهیزات	۸	۰/۰۵۴	۵
محصولات شیمیایی	۱۶	۰/۱۱	۱۱
محصولات غذایی	۱۲	۰/۰۸	۸
و آشامیدنی			
مواد و محصولات دارویی	۱۷	۰/۱۱۸	۱۲
<b>جمع</b>	<b>N=۱۴۵</b>	<b>P=۱</b>	<b>n=۱۰۰</b>

**فرضیه‌های تحقیق:** این تحقیق مشتمل بر سه فرضیه اصلی است.

**فرضیه اصلی ۱:** بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به دارایی‌ها و سودآوری شرکت ارتباط وجود دارد.

**فرضیه اصلی ۲:** بین نسبت بدهی‌های بلندمدت به دارایی‌ها و سودآوری شرکت ارتباط وجود دارد.

**فرضیه اصلی ۳:** بین نسبت کل بدهی‌ها به دارایی‌ها و سودآوری شرکت ارتباط وجود دارد.

### تعریف متغیرهای تحقیق:

۱. **متغیرهای مستقل:** در این تحقیق سه متغیر مستقل وجود دارد. متغیر اول، نسبت بدهی کوتاه‌مدت است. که از تقسیم بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها به دست می‌آید. متغیر دوم، نسبت بدهی بلندمدت است که از تقسیم بدهی بلندمدت بر جمع دارایی‌ها محاسبه می‌شود و متغیر مستقل سوم، نسبت کل بدهی است که حاصل تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.
۲. **متغیر وابسته:** متغیر وابسته تحقیق، به معیار سودآوری مربوط می‌شود. در این تحقیق از بازده حقوق صاحبان سهام (RoE) به عنوان شاخص سودآوری استفاده شده است. که از تقسیم سود خالص بر جمع حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.
۳. **متغیرهای کنترل:** متغیرهای کنترل این تحقیق نیز که عوامل تأثیرگذار بر ساختار سرمایه و نسبت بدهی هستند، عبارت‌اند از لگاریتم فروش به عنوان معیار اندازه شرکت و رشد فروش شرکت.



**روش تجزیه و تحلیل داده‌ها:** این تحقیق از نوع همبستگی و روش‌شناسی تحقیق از نوع پس‌رویدادی است. در بررسی ارتباط بین یک متغیر وابسته با یک یا چند متغیر مستقل و با استفاده از داده‌های تاریخی، از سه نوع داده می‌توان پارامترهای متغیر (متغیرهای) مستقل را برآورد و با ارائه مدل اقدام به پیش‌بینی کرد. این سه نوع داده عبارت‌اند از: داده‌های مقطعی، سری زمانی و ترکیبی. داده‌های این تحقیق از نوع ترکیبی (تلفیقی) هستند. داده‌های ترکیبی، داده‌هایی هستند که از ترکیب دو دسته داده‌های سری زمانی و مقطعی حاصل می‌شود. در مواردی که تعداد داده‌های در دسترس برای به کار بردن معادله سری‌های زمانی به تنهایی کافی نباشد، برای پیش‌بینی و تهیه الگویی مناسب، می‌توان داده‌های زمانی و مقطعی را با هم تلفیق کرد و الگوی مورد نظر را بر اساس مجموع داده‌ها برآورد کرد. در این صورت تعداد مشاهدات (N) برابر است با تعداد سال‌های مورد نظر (t) ضربدر تعداد داده‌های مقطعی در یک سال (n). [۲].

برآورد روابطی که در آن‌ها از داده‌های ترکیبی (سری زمانی، مقطعی) استفاده می‌شود، غالباً با پیچیدگی‌هایی مواجه است. در حالت کلی، مدل زیر نشان‌دهنده یک مدل رگرسیون با داده‌های ترکیبی است:

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \sum_{k=2}^k \beta_{kit} x_{kit} + e_{it}$$

که در آن  $n = 1, 2, \dots$  نشان‌دهنده واحدهای مقطعی و بر  $T = 1, 2, \dots$  زمان اشاره دارد.  $Y_{it}$  متغیر وابسته را برای  $i$  امین واحد مقطعی در سال  $t$  و  $X_{kit}$  نیز  $K$  امین متغیر مستقل غیر تصادفی برای  $i$  امین واحد مقطعی در سال  $t$  است.

## تحلیل توصیفی داده‌ها

**آمار توصیفی:** به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آماره‌های توصیفی داده‌های تحت بررسی محاسبه شد، داده‌های مورد بررسی مربوط به ۱۰۰ شرکت در طول ۶ سال می‌باشد،

در جدول ۲، شاخص‌های مرکزی و پراکنندگی داده‌ها در مقاطع و سری‌های زمانی باهم (به صورت ترکیبی) نشان داده شده است. شاخص میانگین، پرکاربردترین شاخص مرکزی می‌باشد. میانگین نسبت بدهی کوتاه‌مدت ۶۲ درصد می‌باشد. میانگین نسبت بدهی بلندمدت نیز معادل ۹ درصد است. میانگین نسبت کل بدهی‌ها نیز ۷۲ درصد است. مقدار این شاخص برای دو متغیر کنترل "اندازه شرکت" برابر با ۵,۲ و "رشد فروش" برابر با ۱/۰۹ است. پرکاربردترین شاخص پراکنندگی انحراف معیار است که با جذر گرفتن از واریانس بدست می‌آید.

جدول ۲. شاخصه‌های آمار توصیفی داده‌های تابلویی

آماره	نسبت بدهی کوتاه مدت	نسبت بدهی بلندمدت	نسبت کل بدهی	اندازه شرکت	رشد فروش
میانگین	۰/۶۲۵	۰/۰۹۵	۰/۷۲۰	۵/۲۵۹	۱/۰۹۵
میانه	۰/۶۳۶	۰/۰۶۹	۰/۷۳۳	۵/۲۰۸	۰/۱۷۵
انحراف معیار	۰/۱۵۹	۰/۰۸۴	۰/۱۳۷	۰/۵۱۷	۱/۰۷
چولگی	-۰/۵۲۶	۲/۲۵۹	-۰/۶۱۳	۰/۳۱۵	۳/۲۰
آماره جاک برا	۲۷/۶۹۶	۱۶۴/۶۲۲	۴۴/۵۸۷	۸۲/۷۹۵	۷۶۲۳/۰۰۰
احتمال قبول غیر نرمال بودن توزیع	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
تعداد سال	۶	۶	۶	۶	۶
تعداد شرکت	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰

### یافته‌های تحقیق

۱. **فرضیه اول:** در این فرضیه، وجود رابطه بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت و سودآوری بررسی می‌شود. با توجه به شکل (۳) سطح معناداری فرضیه اول برابر با ۰/۰۰۵ است. که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه  $H_1$  در سطح خطای ۰/۰۵ تأیید می‌شود. به این معنی که، بین نسبت بدهی کوتاه مدت و سودآوری رابطه معناداری وجود دارد.

۲. **فرضیه دوم:** در این فرضیه به بررسی رابطه بین نسبت بدهی بلندمدت و سودآوری پرداخته می‌شود.

با توجه به جدول ۳، سطح معناداری فرضیه دوم برابر با ۰/۰۰۵ است. که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه  $H_1$  در سطح خطای ۰/۰۵ تأیید می‌شود. به این معنی که، بین نسبت بدهی بلندمدت و سودآوری رابطه معنادار (منفی) وجود دارد.

۳. **فرضیه سوم:** نتایج بررسی رابطه بین نسبت کل بدهی و سودآوری در شکل (۳) آمده است. طبق اطلاعات حاصل از این شکل، فرضیه  $H_1$  در سطح خطای ۰/۰۵ تأیید می‌شود. به این معنی که، بین نسبت کل بدهی و سودآوری رابطه معنادار (مثبت) وجود دارد.

جدول ۳. خلاصه نتایج تخمین مدل‌های رگرسیون با داده‌های تابلویی

مدل شماره ۱		مدل شماره ۲		مدل شماره ۳		متغیر
ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	
۰/۵۵	۵/۹۸	۰/۰۰	---	---	---	نسبت بدهی کوتاه مدت
---	---	---	---	---	---	نسبت بدهی بلند مدت
---	---	۰/۰۰	۳/۲۳	۰/۳۷	---	نسبت کل بدهی

نسبت کل بدهی	---	---	---	---	---	---	---	---	۰/۴۹	۴/۹۹	۰/۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۴	۰/۴۱	۰/۶۷	۰/۰۶	۱۳/۷	۰/۰۰	۰/۰۵	۰/۴۶	۰/۶۴		
رشد فروش	۰/۰۱	۲۵/۱	۰/۰۰	۰/۶۱	۴۳/۸	۰/۰۰	۰/۶۲	۱۹/۷	۰/۰۰		

## نتیجه‌گیری

برای نتیجه‌گیری کلی از آزمون فرضیه‌ها، خلاصه نتایج مربوط به فرضیات تحقیق در جدول ۴، ارائه شده است:

جدول ۴. خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها

عنوان فرضیه	شرح فرضیه	فرض صفر (H <sub>0</sub> )	فرض یک (H <sub>1</sub> )	فرض تأیید شده
فرضیه اول	رابطه میان نسبت بدهی کوتاه مدت و سودآوری	رابطه وجود ندارد.	رابطه وجود دارد	فرض یک
فرضیه دوم	رابطه میان نسبت بدهی بلند مدت و سودآوری	رابطه وجود ندارد.	رابطه وجود دارد	فرض یک
فرضیه سوم	رابطه میان نسبت کل بدهی‌ها و سودآوری	رابطه وجود ندارد.	رابطه وجود دارد	فرض یک

**نتایج آزمون فرضیه اول،** نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت، بین نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی و سودآوری شرکت‌ها است. این به آن معناست که تأمین مالی از محل بدهی کوتاه‌مدت، منجر به افزایش سودآوری شرکت‌ها می‌شود. از دلایل عمده این امر، می‌توان به کم هزینه بودن بدهی کوتاه‌مدت اشاره کرد. زیرا بخش عمده‌ای از اقلام بدهی‌های کوتاه‌مدت، بدون هزینه هستند و در خصوص سایر اقلام آن، هزینه تأمین مالی کوتاه‌مدت در شرایط عادی، کمتر از سایر بدهی‌هاست. بنابراین، می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بدهی کوتاه مدت به‌عنوان یک منبع ارزان تأمین مالی محسوب می‌شود که به افزایش سودآوری منجر می‌شود. نتایج حاصل از

این یافته، با نتایج تحقیق لاراومسکوئیتا [۹] و آبر [۵] که به رابطه مثبت میان نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی و سودآوری شرکت‌ها پی بردند، مطابقت دارد.

**نتایج آزمون فرضیه دوم**، بیانگر رابطه منفی، بین نسبت بدهی بلندمدت به دارایی و سودآوری شرکت‌ها است. وجود ارتباط منفی بین نسبت بدهی بلندمدت به دارایی و سودآوری شرکت، به این معناست که شرکت‌هایی که از محل بدهی بلندمدت، اقدام به تأمین مالی می‌کنند با کاهش سودآوری مواجه می‌شوند. در صورتی که به‌طور معمول انتظار می‌رود، افزایش بدهی بلندمدت به دلیل مزایای مالیاتی آن، به افزایش سودآوری شرکت منجر شود. یکی از دلایل عمده این امر، آن است که در شرکت‌های ایرانی، غالباً وام‌های بلندمدت به دلیل لزوم گذاشتن وثیقه و همچنین کارمزد بانکی بالا، هزینه‌های زیادی را به شرکت‌ها تحمیل می‌کنند. از طرف دیگر، از آنجا که شرکت‌ها معمولاً وجوه حاصل از وام‌های بلندمدت را صرف پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌کنند، در زمان سررسید قادر به پرداخت آن نیستند و با جریمه سنگین عدم تأدیه بانکی مواجه می‌شوند، که موجب افزایش هزینه وام بلندمدت می‌شود. از دلایل دیگر این امر، می‌توان به بالا بودن ریسک زمانی وام‌های بلندمدت در مقایسه با بدهی کوتاه مدت، اشاره کرد که این موضوع سبب می‌شود که هزینه بهره وام بالا رفته و موجب کاهش سودآوری شود. نتایج حاصل از این یافته، با نتایج تحقیقات فاما و فرنچ [۶]، لاراومسکوئیتا [۹] و آبر [۵] مطابقت دارد.

**نتایج آزمون فرضیه سوم**، به آزمون این موضوع می‌پردازد که آیا بین نسبت کل بدهی و سودآوری رابطه‌ای وجود دارد یا نه. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که این رابطه نیز تأیید می‌شود و جهت این رابطه مثبت است. وجود رابطه مثبت حاکی از آن است که تأمین مالی از طریق استقراض (بدهی) به افزایش سودآوری شرکت منجر می‌شود. دلیل این امر، آن است که بخش عمده‌ای از ترکیب بدهی شرکت‌های ایرانی، متشکل از بدهی کوتاه مدت است که این نوع بدهی‌ها، در

مقایسه با بدهی بلندمدت به‌عنوان یک منبع ارزاتر تأمین مالی به شمار می‌روند. همچنین از دلایل دیگر این امر، می‌توان به مزایای مالیاتی و پایین بودن هزینه بدهی در مقایسه با سایر روش‌های تأمین مالی اشاره کرد. همچنین طبق فرضیه جریان نقدی آزاد، از آنجایی که بدهی فرصت اتلاف منابع شرکت توسط مدیران را کاهش می‌دهد تأمین مالی از طریق بدهی، ارزش شرکت را افزایش خواهد داد. نتایج حاصل از این یافته، با فرضیه جریان نقدی آزاد مطرح شده توسط جنسن و همچنین با نتایج تحقیقات میلر و مودیلیانی [۱۱]، ردن و لولن [۱۳]، هادوک و جیمز [۸]، آبر [۵] و نمازی و شیرزاده [۴] همخوانی دارد.

بر اساس یافته‌های تحقیق پیشنهادی ذیل ارائه می‌گردد:

۱. به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود به منظور افزایش سودآوری شرکت‌ها، ترکیب مناسبی از بدهی کوتاه‌مدت و بدهی بلندمدت را در ساختار سرمایه شرکت به کار گیرند، به‌ویژه این که از بدهی کوتاه‌مدت بیشتری استفاده کنند.
۲. به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار و تحلیل‌گران مالی، پیشنهاد می‌شود که وضعیت ساختار سرمایه و نسبت‌های بدهی شرکت را به‌عنوان معیاری برای سنجش و پیش‌بینی سودآوری شرکت‌ها، در تحلیل‌های خود لحاظ کنند.
۳. به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری پیشنهاد می‌شود که هنگام اعطای وام و تسهیلات به شرکت‌ها، عواملی همچون نوع صنعت و نسبت‌های اهرمی را در نظر بگیرند. این مورد به خاطر آن است که وجوه و اعتبارات در اختیار شرکت‌هایی قرار گیرند که واقعاً ظرفیت آن را داشته و نسبت به شرکت‌های دیگر در اولویت هستند (تخصیص بهینه منابع).

۴. برای اینکه بازار سرمایه به نحو مطلوبی فعال شود، توصیه می‌شود که ابزارهای تأمین مالی بلندمدت متنوع‌تری در بازار سرمایه طراحی و عرضه شوند تا شرکت‌ها

بتوانند برای تأمین مالی بلندمدت به بازارهای سرمایه مراجعه کنند، نه فقط به بانک‌ها.

در ادامه این تحقیق، موضوعات زیر برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود:  
بررسی فرضیه‌های تحقیق با مشاهدات بیشتر: با افزایش دوره‌ی زمانی تحقیق و یا تعداد شرکت‌های نمونه می‌توان به تعداد مشاهدات افزود. انجام تحقیق با استفاده از سایر شاخص‌های سودآوری و ارزیابی عملکرد، نظیر EVA، ROA و...  
بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

در این تحقیق نیز محدودیتها و مشکلاتی در روند کاری تحقیق بروز کردند که در ذیل به اهم آنها اشاره می‌شود:

۱. محدودیت در جمع‌آوری اطلاعات: اطلاعات برخی از شرکت‌ها، در بعضی از سال‌های دوره تحقیق در دسترس نبوده و یا اصلاً این شرکت‌ها در برخی سال‌ها در بورس اوراق بهادار نبودند که این مسئله منجر به حذف این شرکت‌ها از جامعه آماری و کاهش تعداد نمونه تحقیق، شد.
۲. توجه نکردن به اثر تورم و سایر متغیرهای اقتصادی بر ارقام صورت‌های مالی و در نتیجه متغیرهای محاسبه شده.

## منابع

۱. جهانخانی، علی و ناصر یزدانی (۱۳۷۴)، "بررسی تأثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکت‌ها بر میزان به‌کارگیری اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مطالعات مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸، صص: ۱۸۶-۱۶۹.
۲. گجراتی، دامودار (۱۳۸۳)، "مبانی اقتصادسنجی"، ترجمه دکتر حمید ابریشمی، جلد دوم، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
۳. ملکی‌پور غربی، محمود (۱۳۷۵)، "بررسی تحلیلی استفاده از اهرم مالی بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی. پ
۴. نمازی، محمد و جلال شیرزاده (۱۳۸۳)، "بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص: ۹۴-۷۵.
5. Abor, Joshua (2005), "The Effect of Capital Structure on Profitability", *Journal of Risk Finance* 6, 438-445.
6. Fama, E. F., and French, K. R. (1998), "Taxes, Financing Decision and Firm Value", *Journal of Finance* 53, 819-43.
7. Friend, I., and Lang, H. P. (1988), "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance* 43, 271-81.
8. Hadlock, C. J. and James, C. M. (2002), "Do Banks Provide Financial Slack?", *Journal of Finance*, 57, 1383-420.
9. Lara, J. E., and Mesquita, J. M. (2003), "Capital Structure and Profitability: The Brazilian Case", Academy of Business and Administration Sciences Conference, July, 11-13.
10. Lester, M. A. (2000), "Debt Structure, Agency Cost and Firm Size", *Journal of Finance*, 1, 541-543.
11. Modigliani, F. and Miller, M. (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review* 53, 443-53.



12. Rajan, R. G., and Zingales, L. (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance* 5, 1421-1460.
13. Roden, D. M., and Lewellen, W. G. (1995), "Corporate Capital Structure Decision: Evidence From Leveraged Buyouts", *Financial Management*, 24, 76-87.



پروژه شگانه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی