

## تاثیر رشد شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مجتبی ابراهیمی سرپوده

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی فروردین، قائمشهر، ایران. (نویسنده مسئول)  
Mojtaba.Ebrahimisarivdeh@gmail.com

ابراهیم عنایت پور شیاده

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد قائمشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، قائمشهر، ایران.  
E.Enayatpour@gmail.com

شماره ۲۸ / تابستان ۱۳۹۹ (جلد چهارم) / صص ۶۳-۷۷  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

### چکیده

هدف اصلی پژوهش، بررسی تاثیر رشد شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور ۱۲۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ انتخاب شده است. جهت تجزیه و تحلیل داده ها از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد، رشد شرکت بر رابطه بین نسبت بدهی بلند مدت به دارایی ها و ارزش شرکت تاثیر معناداری ندارد. ولی بر رابطه بین نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی ها و ارزش شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد.

**کلید واژگان:** ساختار سرمایه، رشد شرکت، ارزش شرکت، متغیرهای کلان اقتصادی.

### مقدمه

ساختار سرمایه نخستین بار توسط مودیگلیانی و میلر<sup>۱</sup> در سال ۱۹۵۸ مطرح گردید، شامل بدهی و حقوق صاحبان سهام است که شرکت ها به وسیله آن به تامین مالی بلند مدت برای دارایی های خود می پردازند. در واقع ساختار سرمایه، تامین مالی بلند مدت شرکت می باشد که به وسیله بدهی های بلندمدت و حقوق صاحبان سهام نشان داده می شود و ساختار مالی شامل بدهی های کوتاه مدت، بدهی های بلند مدت و حقوق صاحبان سهام است. بنابراین ساختار سرمایه بخشی از ساختار مالی را تشکیل می دهد. با توجه به اینکه تامین منابع مالی مورد نیاز برای رشد شرکت همواره با محدودیت همراه است، می توان گفت، هدف اصلی تصمیمات ساختار سرمایه، حداکثر نمودن ارزش بازار شرکت از طریق ترکیب مناسب منابع وجوه بلند مدت می باشد. این ترکیب که ساختار بهینه سرمایه نام دارد، متوسط هزینه سرمایه شرکت را به حداقل می رساند. در ادبیات مالی،

<sup>۱</sup> Modigliani & Miller

اهرم مبین آن بخش از هزینه‌های ثابت شرکت است که متضمن ریسک بوده و منجر به افزایش بازده خواهد گردید (پورزمانی و جمشیدی، ۱۳۹۴).

با توجه به اینکه نوشته‌های موجود و در دسترس نشان می‌دهد میان رشد شرکت، ساختار سرمایه و ارزش شرکت رابطه وجود دارد، ثابت شده که نقش واسطه‌ای و غیر مستقیم ارزش شرکت، چالش اصلی در میان اعضای دانشگاهی، افراد حرفه‌ای و تصمیم‌گیرندگان بوده است. مطالعات موجود اودونگو (۲۰۱۴) بر عواملی تمرکز و توجه می‌کنند که تعیین کننده ساختار سرمایه هستند. همه‌ی این پژوهش‌ها بیانگر تاثیر غیر مستقیم رشد شرکت بر ساختار سرمایه و ارزش شرکت بوده است. انتظار می‌رود این تحقیق مدیریت شرکت را به اطلاعات کافی که آنان را برای برنامه ریزی صحیح در پروژه‌های مالی پیشنهادی که نیاز دارند مجهز سازد. در کنار مطالب فوق، این امر مدیران را قادر خواهد ساخت تا بروی منابع مالی برنامه ریزی کرده و از این جهت ریسک عملیات شرکت را به حداقل برسانند. منظور از رشد شرکت در این مقاله مرحله گذاری است که در طول زمان برای دارائیهای شرکت اتفاق می افتد (گوپیان، ۲۰۱۲). در کنار آن، نرخ تغییر در سرمایه یک شرکت برای دارائیهای مالی و غیر مالی قرار دارد که از طریق فعالیت تجاری در یک دوره زمانی معین حاصل می‌شود. این دارائیهای در تعیین ارزش شرکت مهم هستند. در دیگر زمینه‌ها و رشته‌ها رشد شرکت در کانون توجه مطالعاتی قرار گرفته‌اند که بحثهای تئوری و تجربی داشته‌اند. این نوشتار بر رشد شرکت با توجه به بخش‌های تولیدی تاکید دارد. این موضوع به شرکت‌های غیر مالی که مورد مطالعه قرار گرفتند مرتبط است. علیرغم اینکه تعدادی از بررسی‌های انجام شده که به عوامل تعیین کننده ارزش معنادار از طریق ایجاد رشد شرکت در بازارهای در حال ظهور تمرکز داشته‌اند، ولی توجه اغلب آن مقالات بروی اندازه شرکت‌ها و صرفه جویی مقیاس (صرفه جویی‌های تولید انبوه صرفه جویی‌های مقیاس) بوده است. بر اساس نظریه کواد<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) اگر بخواهیم ارزش تجاری شرکتها را تعریف کنیم با توجه به اینکه به ایدئولوژیهای مختلفی تعلق دارند مقایسه آنها با یکدیگر کار آسانی نیست. این امر در هر صنعتی سبب به وجود آمدن مشخصه‌های متفاوتی می‌شود. از این جهت ما نمی‌توانیم مشخصه‌های مشتری را که بتوان، شرکتها را با یکدیگر مقایسه کرد تعیین کنیم. بررسی که در شرکت‌های هلندی انجام شده نشان می‌دهد که رشد شرکتها را می‌توان در کنار خطوط بخش (شرکت‌های بخش تولید)<sup>۲</sup> یک صنعت با یکدیگر مورد مقایسه قرار داد. به عنوان مثال شرکت‌های بخش خدمات با یکدیگر قابل مقایسه هستند، زیرا دارای مشخصه‌های مشتری هستند رشد شرکت در این مقاله شامل تغییر در میزان کل دارائیهای در یک بازه‌ی زمانی است. رشد شرکت نمونه‌ای است از فعالیتهای تجاری یک سازمان در طول زمان. افزایش دارائی شرکت منجر به افزایش در ارزش شرکت می‌شود (پنروز، ۱۹۵۹)<sup>۳</sup>. بعلاوه سرمایه انباشته جنبه دیگری است که منجر به افزایش ارزش شرکت شده و از آن طریق می‌توان رشد شرکت را زیر نظر داشت. از این رو تجارتي که در حال رشد است، اگر از یک ساختار سرمایه‌ای برنامه ریزی شده استفاده کند، دارای پنجره‌ای از رشد خواهد بود. این ساختار شرکتها را قادر خواهد ساخت تا از توان رقابتی در صنعت خود برخوردار شوند. ارزش شرکت یعنی دارائیهای تملک شده توسط شرکت در یک دوره‌ی زمانی معین که برابر است با یک سال (لایتینن، ۲۰۰۲)<sup>۴</sup>. این یعنی افزایش مالکیت (دارایی) شرکت بر ادعاهای سرمایه‌گذاری توسط سهام‌داران موسسه. علاوه بر آن ارزش شرکت شامل نگاه سرمایه‌گذار

<sup>1</sup> Coad

<sup>2</sup> sector lines

<sup>3</sup> Penrose

<sup>4</sup> Iaitinen

به موفقیت شرکت در ارتباط با نرخ ریسک‌است (برگر و همکاران، ۲۰۰۶)<sup>۱</sup>. ساختار سرمایه شرکت، ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که شرکت آن را بعنوان ابزار مناسب برای افزایش فعالیتهای خود در نظر می‌گیرد، که موضوع مورد مطالعه و بررسی های مختلفی در توسعه منابع مالی موسسه در میان سایر قواعد قرار گرفته است. بنظر می‌رسد استفاده از ساختار سرمایه یکی از استراتژی‌های حیاتی برای کاستن از شدت تضاد منافع بین مدیریت و سهامداران شرکت باشد و از این‌رو سبب افزایش ارزش شرکت در یک مدت معین خواهد شد (برگر و بناکرسی، ۲۰۰۶)<sup>۲</sup>. در میان تئوری‌های ساختار سرمایه، تئوری سلسله مراتب، مخالف وجود ارتباط بین بدهی و ارزش شرکت است که می‌گوید بین تامین مالی از طریق بدهی و ارزش حقیقی آنها همبستگی منفی وجود دارد (دونالسون، ۱۹۶۱؛ مایرز، ۱۹۸۴؛ مایرز و ماجلوف، ۱۹۸۴)<sup>۳</sup>. شواهد و موارد تجربی بسیاری از ساختار سرمایه به عنوان عامل مهم تعیین کننده ارزش شرکت، به همراه عوامل بسیار دیگر که اقتصاد کلان هم جزو آن است، پشتیبانی می‌کند (راجان و همکاران، ۱۹۹۵)<sup>۴</sup>. از این جهت بررسی آثار ساختار سرمایه موسسه بر ارزش شرکت در شرایط مختلف بازار، با استفاده از داده های به دست آمده از بازارهای مختلف ضروری است تا قابلیت روایی و پایایی اظهار نظرهای محققین تجاری مورد آزمون قرار گیرد.

با توجه به موارد مذکور، هدف این پژوهش تاثیر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین بررسی تاثیر رشد شرکت بر آن است.

### پیشینه پژوهش

رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان بررسی ارتباط انحنایی ساختار سرمایه با عملکرد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در طی سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۸۹ بر روی تعداد ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند که نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه (U) یو در ارتباط بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت می باشد؛ اما ارتباط بین ساختار سرمایه با عملکرد چون نقطه کمینه بسیار بالا بود از لحاظ عملی ارتباط بین ساختار سرمایه با عملکرد شرکت را می توان خطی معکوس استنتاج نمود.

نمازی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی ارتباط بین تغییرات در موجودی کالا، سودآوری و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که بین تغییرات در موجودی کالا و تغییرات کوتاه مدت در سود شرکت و تغییرات در ارزش شرکت رابطه معکوس و معنی دار وجود دارد. همچنین، نتایج تحقیق بیانگر عدم وجود رابطه معنی دار بین تغییرات در موجودی کالا با تغییرات بلندمدت در سود شرکت و تغییرات در بازده داراییها شرکت می باشد. افزون بر آن بین متغیرهای کنترلی با تغییرات در موجودی کالا، سودآوری و ارزش شرکت رابطه معنیداری مشاهده نشد.

سینایی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر فرصتهای رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد بین ساختار سرمایه اهرم و سود تقسیمی با ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد و در حالت وجود فرصتهای رشد، این رابطه منفی و معنی دار است اما، بدون فرصت های رشد، رابطه مثبت و

<sup>1</sup> Birgham

<sup>2</sup> Berger and Bonaccorsi

<sup>3</sup> Donaldson, 1961, Myers, 1984, Myers & Majluf, 1984

<sup>4</sup> Rajan

معنی دار خواهد بود. همچنین، نتایج نشان داد که رابطه غیرخطی و معنی داری بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت وجود داشته و فرصت های رشد تاثیر معنی داری بر این رابطه دارد.

یحیی زاده فر و همکاران (۱۳۸۹) در مطالعه خود با عنوان رابطه ویژگی های شرکت با ساختار سرمایه آن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر برخی ویژگی های شرکت نظیر اندازه شرکت، ساختار دارایی، سودآوری، رشد مورد انتظار، نسبت پوشش هزینه بهره، نسبت آبی و بازده دارایی ها بر ساختار سرمایه شرکت ها را مورد بررسی قرار داد. نتایج این تحقیق نشان داد بین نسبت بدهی ساختار سرمایه شرکت با ساختار دارایی، سودآوری، ارزش بازار به ارزش دفتری، نسبت آبی-شان و بازده دارایی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین بین ساختار سرمایه شرکت با اندازه شرکت و نسبت پوشش هزینه بهره رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

مهرانی و همکاران (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه ای شامل ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی سال های (۱۳۷۵-۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عواملی همچون نرخ بازده دارایی ها به عنوان جایگزینی برای سودآوری، تغییرپذیری سود، درصد تقسیم سود، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، مالیات و خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات بیانگر این مسأله است که حدود ۶۶ درصد تغییرات در اهرم مالی توسط متغیرهای مستقل مذکور توضیح داده می شود.

نیکبخت و پیکانی (۱۳۸۸) رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد (ROA&ROE) شرکت های پذیرفته شده در ۵۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال های (۱۳۸۹-۱۳۸۱) مورد بررسی قرار دادند. در نهایت، مشخص شد بین نسبت های ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد رابطه معنادار وجود دارد.

کن آتر و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیق خود به عنوان، تاثیر رشد شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش، در یافتند رشد شرکت ها تاثیر غیر مستقیم مهمی داشته و از این جهت ابزار مهمی است که می تواند به هنگام تعدیل ساختار سرمایه توسط مدیریت مورد استفاده قرار گرفته تا از کارایی و بهینگی رشد شرکت اطمینان حاصل کند.

لئوناردو و همکاران (۲۰۱۶) در تحقیقی به رابطه بین سودآوری و ارزش شرکت با ساختار سرمایه در کشور کنیا بین سال ۲۰۱۱-۲۰۰۲ پرداختند و نشان تحقیق آنها نشان می دهد که اهرم مالی با سودآوری شرکت های کنیا رابطه منفی و معناداری دارد. اگر چه اهرم بر کیو تو بین بی تاثیر است.

روبین و وایو (۲۰۱۴) در تحقیق خود با عنوان رشد شرکت و قیمت گذاری اقلام تعهدی اختیاری، به بررسی رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و اقلام تعهدی مثبت، با بازده سهام در شرکتهای با رشد بالا و رشد پایین پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان می دهد که حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری در شرکت های با رشد بالا در مقایسه با شرکت های با رشد پایین، بیشتر نیست؛ اما حساسیت بازده به اقلام تعهدی مثبت در شرکتهای با رشد بالا نسبت به شرکت های با رشد پایین، بیشتر است؛ در نتیجه قیمت گذاری اقلام تعهدی مثبت در شرکت های با رشد بالا برجسته تر می باشد. به عبارت دیگر، مدیران شرکت های با رشد بالا، به منظور تأمین مالی خارجی و جذب سرمایه گذاران، اقدام به افزایش سود از طریق اقلام تعهدی اختیاری مثبت می کنند.

مارا و جین (۲۰۱۳) در تحقیقی بر اثر مالیات و انتخاب ساختار سرمایه بر ارزش شرکت در سال های ۱۹۸۱ تا ۲۰۰۹ کشورهای عضو سازمان همکاری اقتصادی و توسعه<sup>۱</sup> پرداختند و نتایج تحقیق آنها نشان می دهد که ارزش صرفه جویی مالیاتی، در میان شرکت ها و کشورها متفاوت است. به عنوان مثال، ارزش صرفه جویی مالیاتی در میان شرکت ها با سودآوری بالا، بالاست؛ و همچنین ارزش صرفه جویی مالیاتی در کشورهای با ضمانت اجرایی قوی در قوانین مالیاتی به طور قابل ملاحظه ای بالاست. آنها بیان می دارند که انتخاب ساختار سرمایه از مراتب اولیه اهمیت است و انتخاب ساختار سرمایه اثر زیادی بر ارزش شرکت دارد.

اناب چادری (۲۰۱۰) تأثیر ساختار سرمایه روی ارزش شرکت را در بخش اقتصادی بنگلادش مورد بررسی قرار دادند. یافته این تحقیق حاکی از آن است که حداکثر کردن ثروت سهامداران نیازمند ترکیب بهینه بدهی و سرمایه است در حالی که هزینه سرمایه همبستگی منفی در این تصمیم دارد و باید تا حد امکان حداقل شود. لیو و همکاران (۲۰۱۰) نشان دادند شرکت هایی که از رشد خوبی برخوردارند در آستانه انتشار اوراق قرضه هستند، از طریق مدیریت سود، سود شرکت را افزایش می دهند تا اوراق قرضه را با نرخ های بهره کمتری انتشار دهند. نتایج پژوهش آنها نشان داد سرمایه گذاران در اوراق قرضه این موضوع را متوجه نمی شوند و در قیمت گذاری اوراق قرضه، این موضوع به نفع سهامداران و مدیران شرکت و به ضرر خریداران اوراق قرضه تمام می شود.

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. هدف اینگونه تحقیقات، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. در این پژوهش از آنجایی که در پی یافتن رابطه معناداری بین متغیرهای پژوهش هستیم و به مطالعه حدود تغییرات متغیر وابسته با توجه به حدود تغییرات متغیرهای مستقل می پردازیم، در زمره پژوهشهای همبستگی قرار دارد، بنابراین روش پژوهش از لحاظ ماهیت و روش از نوع توصیفی - همبستگی می باشد که برای کشف همبستگی بین متغیرها به روش پس رویدادی عمل خواهد شد.

### فرضیه های تحقیق

بر اساس مبانی نظری و پیشینه ذکر شده، فرضیه های پژوهش به شرح زیر بیان می شود:

فرضیه اول : ساختار سرمایه تاثیر معناداری بر ارزش شرکت دارد.

فرضیه دوم : نرخ رشد شرکت اثر معناداری بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت دارد.

### جامعه آماری و روش نمونه گیری

از آنجایی که هدف تحقیق حاضر بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن نقش تعدیلی رشد شرکت است لذا بر این اساس جامعه آماری پژوهش کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به استثنای بانکها و مؤسسات مالی و اعتباری و شرکت های که فعالیت اصلی آنها در زمینه سرمایه

<sup>1</sup> OECD

گذاری است، تشکیل می دهد. اطلاعات مربوط به شرکتهای سرمایه گذاری، بانکها و مؤسسات مالی اعتباری، به دلیل همگن نبودن اطلاعات مالی آنها با سایر شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنار گذاشته شده است و تنها اعضای که تمامی شرایط زیر را داشته باشند، وارد جامعه تحقیق می گردند:

- ۱- اطلاعات موردنیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش در مورد آن شرکتهای، در طول دوره پژوهش در دسترس باشد.
  - ۲- سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و شرکت در دوره مورد مطالعه سال مالی خود را تغییر نداده اند.
  - ۳- وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد و سهام شرکت طی سالهای مورد بررسی، مورد معامله قرار گرفته باشد.
  - ۴- تا پایان سال ۱۳۹۶ از لیست شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده باشند.
- بر اساس شرایط فوق، ۱۲۵ شرکت حاوی ویژگی های فوق بوده اند. با توجه به اینکه اعضای جامعه محدود هستند کل جامعه به عنوان نمونه انتخاب شد.

### ابزار و روش های آماری

داده های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات صورتهای مالی شرکت ها تهیه شده است. در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات از روش کتابخانه ای و میدانی استفاده شده است.

### تجزیه و تحلیل داده ها

آزمون مورد استفاده در این پژوهش به دو بخش آمار توصیفی و آمار استنباطی تقسیم می شود، در بخش آمار توصیفی از شاخص هایی همچون میانگین استفاده شده است. در بخش آمار استنباطی برای بیان وجود یا عدم وجود ارتباط بین متغیرهای پژوهش، از تحلیل رگرسیون چند متغیره خطی استفاده شده است. همچنین جهت آزمون فرضیه ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار آماری 10 Eviews استفاده شده است.

### متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها

برای انجام آزمون فرضیه های پژوهش، با توجه به در دسترس بودن اطلاعات، مدل های زیر مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد:

برای سنجش فرضیه اول، از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شده است :

(۱)

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 LTDTA + \beta_2 STDTA + \beta_4 DERatio + \beta_5 RTE + \beta_6 RRateInt + \beta_7 RGDP + \beta_8 EXCR + \varepsilon_{it}$$

برای سنجش فرضیه دوم، از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شده است :

(۲)

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 LTDTAT + \beta_2 STDAT + \beta_3 FGRate + \beta_4 (FGRate * LTDTAT) + \beta_5 (FGRate * STDAT) + \beta_6 DERatio + \beta_7 RTE + \beta_8 RRateInt + \beta_9 RGDP + \beta_{10} EXCR + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش به شرح زیر می باشند:

#### متغیر وابسته

#### نسبت کیو توپین (TobinsQ)

این نسبت با استفاده از نسبت ارزش بازار شرکت (ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش دفتری بدهیها) به ارزش دفتری داراییها، تعریف عملیاتی می شود. هر چه نسبت بدست آمده بیشتر باشد بیانگر آن است که بازار در مقایسه با سود شرکت قیمت بیشتری برای سهام شرکت در نظر گرفته است. کیو توپین حاصل نسبت ارزش بازار (حاصل ضرب قیمت سهام در پایان سال در تعداد سهام عادی) تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت است (لی گائو و ژانگ، ۲۰۱۵).

#### متغیر مستقل

#### ساختار سرمایه

جهت بررسی سنجش وضعیت ساختار سرمایه شرکت، از معیار زیر استفاده خواهد شد. Debt- equity ratio: اهرم مالی که براساس نسبت بدهی به جمع دارایی ها محاسبه می شود. که خود با استفاده از دو مولفه LTDTA (Long-term Debt to Total Assets) به معنی نسبت بدهی های بلند مدت به کل دارایی است و STDTA (Short-term Debt to Total Assets) به معنی نسبت بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی نمایندگی می شود.

#### متغیر تعدیلگر

FG-Rate (Firm Growth Rate): رشد شرکت نسبت فروش خالص شرکت در سال جاری منهای فروش خالص شرکت در سال قبل تقسیم بر فروش خالص شرکت در سال قبل می باشد.

#### متغیرهای کنترلی

متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترلی این پژوهش در نظر گرفته شده اند.

DE-Ratio (Debt Equity Ratio): نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام

RTE (Retained Earnings): سود تقسیم نشده، سود انباشته

RRateInt (Real Rate of Interest): نرخ بهره واقعی

RGDP (Real GDP): محصول (درآمد) ناخالص داخلی واقعی

EXCR (Exchange Rate): نرخ ارز - نرخ تبدیل، نرخ معاوضه (مبادله) نرخ ارز، نرخ تسعیر

## یافته های پژوهش

با توجه به اینکه در این پژوهش از روش پانل دیتا استفاده شده است و همچنین دوره زمانی ۷ ساله تحقیق و تعداد ۱۲۵ شرکت مورد مطالعه یک ماتریس ۷×۱۲۵ تشکیل خواهند داد، تعداد کل مشاهده ها برابر با ۸۲۵ خواهد بود. قبل از اینکه به آزمون فرضیه تحقیق پرداخته شود، لازم است از ویژگی های توصیفی شرکت ها اطلاع حاصل شود. از این رو میانگین و انحراف معیار و .... هر کدام از متغیرهای تحقیق در کل دوره ۷ ساله تحقیق در جدول ذیل ارائه شده است.

جدول (۱): آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	انحراف استاندارد	بیشترین	کمترین
ارزش شرکت	۱,۳۴۲	۰,۷۱۶	۵,۵۲۹	۰,۰۹۳
بدهی های بلند مدت به دارایی ها	۰,۰۷۴	۰,۱۰۲	۰,۷۷۸	۰,۰۰۰
نسبت بدهی های کوتاه مدت به دارایی ها	۰,۵۶۹	۴,۱۳۵	۳,۷۶۷	۰,۰۳۹
رشد شرکت	۰,۱۲۸	۰,۴۲۷	۶,۱۳۷	-۰,۹۹۰
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	۱,۹۲۴	۲,۹۳۵	۱۸,۷۵۳	-۱۸,۰۱۱
جمع مشاهدات	۸۷۵	۸۷۵	۸۷۵	۸۷۵

به منظور شناخت بهتر جامعه مورد پژوهش و آشنائی بیشتر با متغیرها، قبل از تجزیه و تحلیل داده های آماری، لازم است داده ها توصیف شوند. توصیف آماری داده ها، گامی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آنها و پایه ای برای تبیین روابط بین متغیرهای است که در پژوهش به کار می روند. اصلی ترین شاخص مرکزی میانگین است. میانگین نشان دهنده متوسط کل داده های هر متغیر در بین نمونه های قابل مشاهده است. در این پژوهش میانگین ارزش شرکت برای شرکت های مورد بررسی ۱,۳۴۲ است که معرف مرکز ثقل داده های توزیع می باشد و معیار گرایش به مرکز می نامند. بیشینه و کمینه به ترتیب نشان دهنده ی بالاترین و پایین ترین ارزش در بین کل داده های هر متغیر در نمونه ی مورد مطالعه می باشد. طبق جدول بالا، بیشینه رشد شرکت، ۶,۱۳۶ و کمینه آن -۰,۹۹۰ است. تفاوت بین بیشینه و کمینه، دامنه تغییرات داده های اندازه را نشان می دهد.

## آمار استنباطی

به منظور پی بردن به رابطه بین تغییرات دو یا چند متغیر که همزمان اندازه گیری شده اند، تحلیل رابطه همزمانی مورد استفاده قرار می گیرد. برای پی بردن به میزان رابطه شاخص های همبستگی بکار برده می شود. به عبارت دیگر، در آمار و احتمال، همبستگی جزئی یا همبستگی پاره ای میزان پیوستگی بین دو متغیر تصادفی را اندازه میگیرد در حالی که تاثیر دیگر متغیرها حذف شده اند. مقدار این وابستگی را می توان بصورت یک عدد بیان نمود، در صورتیکه ارتباطی خطی بین دو متغیر وجود داشته باشد، به نحوی که با افزایش یک متغیر، مقدار متغیر دیگر نیز افزایش یابد، این همبستگی را به صورت مستقیم و



مثبت معرفی می کنند و در صورتیکه ارتباط خطی بین دو متغیر به نحوی باشد که با افزایش یک متغیر، مقدار متغیر دیگر نیز کاهش یابد، همبستگی دو متغیر غیرمستقیم خواهد بود. همچنین این ارتباط را میتوان به صورت مثبت و منفی نیز معرفی نمود. لازم به ذکر است، مقدار ضریب همبستگی می تواند بین +۱ و -۱ تغییر کند. به نحوی که مقدار ضریب همبستگی +۱ مؤید همبستگی کامل و مستقیم متغیرهاست، در حالی که ضریب همبستگی -۱ نشانگر همبستگی غیرمستقیم و کامل دو متغیر است و ضریب همبستگی صفر، عدم ارتباط بین دو متغیر را نشان می دهد.

جدول (۲): ضریب همبستگی بین متغیرها

نام متغیر	ارزش شرکت	بدهی بلند مدت به کل دارایی	بدهی کوتاه مدت به کل دارایی	نرخ رشد شرکت	بدهی به حقوق صاحبان سهام	سود انباشته	نرخ بهره واقعی	تولید ناخالص داخلی	نرخ ارز
ارزش شرکت	۱								
بدهی بلند مدت به کل دارایی	۰,۱۴۶	۱							
بدهی کوتاه مدت به کل دارایی	۰,۲۳۰	۰,۲۴۲	۱						
نرخ رشد شرکت	-۰,۰۰۱	-۰,۰۱۰	-۰,۱۲۰	۱					
بدهی به حقوق صاحبان سهام	-۰,۰۳۳	-۰,۰۹۳	۰,۰۶۷	۰,۰۵۵	۱				
سود انباشته	۰,۲۶۰	۰,۰۷۳	۰,۰۹۶	۰,۰۰۴	-۰,۰۶۶	۱			
نرخ بهره واقعی	۰,۰۴۴	-۰,۰۱۴	۰,۰۸۱	-۰,۲۸۴	-۰,۰۶۳	-۰,۰۷۸	۱		
تولید ناخالص داخلی	۰,۰۲۵	۰,۰۳۷	۰,۰۴۸	-۰,۰۶۳	-۰,۰۱۲	-۰,۰۷۵	۰,۲۹۷	۱	
نرخ ارز	۰,۱۰۷	-۰,۰۲۶	۰,۰۲۲	-۰,۱۵۲	-۰,۰۸۰	-۰,۰۵۴	۰,۶۸۴	-۰,۲۶۴	۱

### تجزیه و تحلیل مدل های اصلی جهت آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه ۱: ساختار سرمایه تاثیر معناداری بر ارزش شرکت دارد.

ابتدا باید دید که استفاده از مدل Pooled بهتر است یا مدل اثرات ثابت که این امر با آزمون F لیمر صورت می گیرد اگر مدل Pooled ارجح بود کار تمام است اما اگر مدل اثرات ثابت می بایست آن را در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون کنیم تا از میان آن دو مدل مناسب جهت برآورد معین شود که این کار با آزمون هاسمن صورت می گیرد. برای آزمون فرضیه ابتدا با استفاده از آزمون F مشخص می شود که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می باشد. آماره آزمون F بصورت جدول زیر محاسبه شده است:

جدول (۳): انتخاب بین مدل تلفیقی و اثرات ثابت

سطح اطمینان	آماره	آزمون
۰,۰۰۰۰	۸,۲۱۵۹۱۷	F لیمر
۰,۰۰۰۰	۷۵۵,۴۵۷۷۶۱	Cross-section Chi-square

همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌گردد مقدار آماره F برابر با ۸,۲۱ شده و مقدار Prob. نیز کمتر از ۰/۰۵ شده است. پس نتیجه می‌گیریم که مدل اثرات ثابت می‌باشد و باید در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون کنیم تا از میان آن دو، مدل مناسب جهت برآورد معین شود که این کار با آزمون هاسمن صورت می‌گیرد.

### نتایج حاصل از آزمون هاسمن

H0: روش اثرات ثابت نیست (تصادفی است)

H1: روش اثرات ثابت است.

جدول (۴): آزمون هاسمن

سطح اطمینان	آماره	آزمون
۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	آماره هاسمن Cross-section random

همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌گردد مقدار آماره F برابر با صفر شده و مقدار Prob. نیز بیشتر از ۰/۰۵ شده است. پس نتیجه می‌گیریم که مدل اثرات تصادفی می‌بایست بکار برده شود. بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش اثرات تصادفی با استفاده از تکنیک پانل دیتا و نرم افزار Eviews به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول (۵): رگرسیون خطی چند متغیره بین متغیره

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح اطمینان
عدد ثابت	-۰,۷۳۴۷۹۵	۰,۴۴۳۲۰۷	-۱,۶۳۵۳۴۰	۰,۱۰۲۳
بدهی بلند مدت به دارایی	۰,۷۳۰۰۵۳	۰,۱۸۴۹۸۳	۳,۹۴۶۵۹۱	۰,۰۰۰۱
بدهی کوتاه مدت به بلندمدت	۰,۲۹۸۳۶۰	۰,۰۴۴۴۳۹	۶,۷۱۳۹۸۸	۰,۰۰۰۰
بدهی به حقوق صاحبان سهام	۰,۰۰۰۰۲۰۷	۰,۰۰۰۰۸۰۷	۰,۰۳۳۴۶۷	۰,۹۷۳۳
نرخ ارز	۰,۰۰۰۰۲۲۰	۰,۰۰۰۰۰۴۰	۵,۴۵۱۰۹۳	۰,۰۰۰۰
سود انباشته	۰,۰۰۱۵۲۸	۰,۰۰۱۶۸۴	۰,۹۰۷۱۲۴	۰,۳۶۴۶
نرخ بهره واقعی	-۰,۰۰۸۷۱۳	۰,۰۰۲۴۲۷	-۳,۵۸۹۲۸۶	۰,۰۰۰۰
تولید ناخالص داخلی	۰,۰۰۰۰۰۲۰	۰,۰۰۰۰۰۰۶۱۹	۳,۳۷۱۹۰۹	۰,۰۰۰۸
Weighted Statistics				
ضریب تعیین	۰,۱۱۰۸۲۷	میانگین متغیر وابسته		۰,۴۶۸۳۷۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۱۰۳۶۴۸	انحراف معیار متغیر وابسته		۰,۵۵۴۲۸۳
F-statistic	۱۵,۴۳۷۶۸	Sum squared resid		۲۳۸,۷۵۹۹

۱,۶۰۹۲۸۹	دوربین واتسون	۰,۰۰۰	سطح اطمینان-F) statistic)
----------	---------------	-------	---------------------------------

### نتایج و تفسیر فرضیه تحقیق

همانطور که در جدول بالا ملاحظه می‌گردد مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰,۱۱ بدست آمده است که مقدار مناسبی است. همینطور مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱,۶ بدست آمده که نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی در اجزای خطا یا اختلال در مدل می‌باشد. همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌گردد متغیر مستقل ساختار سرمایه بر متغیر وابسته در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران اثر مثبت و مستقیم دارد. در نتیجه فرضیه تایید می‌گردد. مقدار آماره F برای مدل رگرسیونی برابر با ۱۵,۵ بوده که در سطح معنی‌داری ۵ درصد نشان دهنده معنی‌داری مدل رگرسیونی است. ضریب تعیین تعدیل شده (Adjust. R2) برابر با ۰/۱۱ است به عبارتی ۱۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیر مستقل تبیین می‌گردد. میزان رابطه معنی داری متغیر مستقل به ترتیب شامل ۰,۷۴ و ۰,۲۹ می‌باشد.

فرضیه دوم: نرخ رشد شرکت اثر معناداری بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد. ابتدا باید دید که استفاده از مدل Pooled بهتر است یا مدل اثرات ثابت که این امر با آزمون F لیمر صورت می‌گیرد اگر مدل Pooled ارجح بود کار تمام است اما اگر مدل اثرات ثابت می‌بایست آن را در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون کنیم تا از میان آن دو مدل مناسب جهت برآورد معین شود که این کار با آزمون هاسمن صورت می‌گیرد. برای آزمون فرضیه ابتدا با استفاده از آزمون F مشخص می‌شود که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می‌باشد. آماره آزمون F بصورت جدول زیر محاسبه شده است:

جدول (۶): انتخاب بین مدل تلفیقی و اثرات ثابت

آزمون	آماره	سطح اطمینان
لیمر F	۸,۰۰۱۴۷۶	۰,۰۰۰۰
Cross-section Chi-square	۷۴۳,۴۹۹۹۶۱	۰,۰۰۰۰

همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌گردد، مقدار آماره F برابر با ۸ و ۰,۰۰۰ prob= نیز کمتر از ۰/۰۵ شده است پس نتیجه می‌گیریم که مدل اثرات ثابت می‌باشد که باید در مقابل مدل اثرات تصادفی و غیر تصادفی آزمون کنیم تا از میان آن دو مدل مناسب جهت برآورد معین شود که این کار با آزمون هاسمن صورت می‌گیرد.

### نتایج حاصل از آزمون هاسمن

H0: روش اثرات ثابت نیست (تصادفی است)  
H1: روش اثرات ثابت است.

جدول (۷): آزمون هاسمن

سطح اطمینان	آماره	آزمون
۰,۰۰۰۶	۲۹,۴۰۱۶۱۳	آماره هاسمن Cross-section random

همان طور که پیش از این ذکر شد در صورتی که نتیجه آزمون برآورد مدل به روش داده هایی تابلویی باشد لازم است تعیین شود که مدل به روش اثرات ثابت برآورد شود یا به روش اثرات تصادفی که برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده می شود. با توجه به اینکه در آزمون هاسمن، تایید فرضیه  $H_0$  بیانگر انتخاب روش اثرات تصادفی و عدم تایید آن بیانگر انتخاب روش اثرات ثابت است. سطح معناداری کمتر از ۵ درصد بوده و در نتیجه فرض  $H_0$  مورد تایید قرار نمی گیرد. بنابراین از روش اثرات ثابت استفاده می گردد.

### بررسی تأثیر رشد شرکت ها بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش اثرات ثابت

با توجه به اینکه یک مدل رگرسیونی برای بررسی ارتباط بین متغیرها ی مستقل بر وابسته وجود دارد با این مدل فقط یک مدل رگرسیون با استفاده از تکنیک پانل دیتا و نرم افزار Eviews به شرح جدول زیر می باشد:

جدول (۸): رگرسیون خطی چند متغیره بین متغیرها فرضیه دوم

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح اطمینان
عدد ثابت	-۰,۶۹۳۲۸۳	۰,۱۸۳۶۵۴	-۳,۷۷۴۹۳۸	۰,۰۰۰۲
بدهی بلند مدت به دارایی	۰,۱۸۷۷۷۷	۰,۱۱۲۸۲۴	۱,۶۶۴۳۳۸	۰,۰۹۶۵
بدهی کوتاه مدت به بلندمدت	۰,۲۰۴۸۰۴	۰,۰۲۰۶۹۱	۹,۸۹۸۲۱۱	۰,۰۰۰۰
رشد شرکت	۰,۱۳۷۷۶۲	۰,۰۲۰۹۷۳	۶,۵۶۸۲۷۳	۰,۰۰۰۰
رشد شرکت در بدهی بلند مدت به دارایی	۰,۱۸۱۳۴۱	۰,۲۴۷۰۳۳	۰,۷۳۴۰۷۵	۰,۴۶۳۱
رشد شرکت در بدهی کوتاه مدت به بلندمدت	-۰,۳۹۴۱۵۶	۰,۰۵۵۸۶۷	-۷,۰۵۵۲۶۹	۰,۰۰۰۰
بدهی به حقوق صاحبان سهام	-۰,۰۰۰۱۴۸	۰,۰۰۰۴۵۲	-۰,۳۲۷۴۱۹	۰,۷۴۳۴
نرخ ارز	۰,۰۰۰۰۱۹۵	۰,۰۰۰۰۰۱۶۸	۱۱,۶۲۷۵۸	۰,۰۰۰۰
سود انباشته	۰,۰۰۱۸۲۸	۰,۰۰۰۶۴۵	۲,۸۳۵۰۴۷	۰,۰۰۴۷
نرخ بهره واقعی	-۰,۰۰۷۶۹۰	۰,۰۰۱۰۲۴	-۷,۵۱۱۰۸۹	۰,۰۰۰۰
تولید ناخالص داخلی	۰,۰۰۰۰۲۳۴	۰,۰۰۰۰۰۲۵۸	۹,۰۶۹۹۲۰	۰,۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰,۷۸۷۶۰۶		میانگین متغیر وابسته	۲,۲۴۳۸۰۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۷۴۹۱۴۵		انحراف معیار متغیر وابسته	۲,۲۴۳۸۰۴
F-statistic	۲۰,۴۷۸۲۴		دوربین واتسون	۱,۶۸۶۱۸۳
سطح اطمینان (F-statistic)	۰,۰۰۰۰			

همچنانکه از جدول فوق مشخص است مدل فوق به بررسی تاثیر رشد شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت می‌پردازد. ضرایب رگرسیونی متغیر در جدول فوق آورده شده است. آماره دوربین واتسن، ۱,۷ می باشد که نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی در اجزای خطا یا اخلال در مدل می باشد. مقدار آماره F برای مدل رگرسیونی برابر با ۲۰ بوده که در سطح معنی داری ۵ درصد نشان دهنده معنی داری مدل رگرسیونی است. ضریب تعیین تعدیل شده (Adjust. R2) برابر با ۰,۷۵ است به عبارتی ۷۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیر مستقل این تحقیق تبیین و توضیح می‌گردد. به نوعی ۲۵ درصد از تغییرات ساختار سرمایه در این تحقیق مورد بررسی قرار نگرفته است.

در این آزمون متغیر رشد شرکت بعنوان متغیر تعدیل کننده آورده شده است، نتایج آزمون نشان میدهد که تاثیر رشد شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران معنادار نیست، چون سطح معناداری برای ساختار سرمایه بلند مدت بیشتر از ۵ درصد و علامت ضریب بتا (۰,۱۸)، که رابطه مثبت و معناداری را تایید نمی‌کند. از طرفی برای ساختار سرمایه کوتاه مدت کمتر از ۵ درصد و علامت ضریب بتا (-۰,۳۹)، که رابطه منفی و معنادار را تایید می‌کند آزمون فرضیه مورد تایید قرار گرفت.

### بحث و نتیجه گیری و پیشنهادها

در پایان هر فعالیت پژوهشی، پژوهشگر پس از آزمون فرضیات می بایست نتایج کار را ارائه دهد. نتایج حاصل از فرضیات نیز پایه هائی هستند که پیشنهادات بر اساس آن شکل می گیرد. بنابراین یکی از قسمت های مهم پژوهش که در واقع می تواند راهی برای تبدیل نظریات به عمل برای موفقیت در آینده باشد، نتیجه گیری های صحیح و پیشنهادات مناسب است. نتیجه گیری هایی که بر اساس تحلیل‌های صحیح ارائه شده باشد می تواند مشکلات موجود بر سر راه سازمان را که تحقیق به آن منظور طراحی شده است را برطرف کند. در این پژوهش، تاثیر رشد شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت.

در فرضیه اول پژوهش به بررسی ارتباط ساختار سرمایه و ارزش شرکت پرداخته شد. نتایج حاصل از این فرضیه بیانگر رابطه مثبت و معنادار میان این دو متغیر بوده است. این موضوع نشان می دهد تلاش های مدیریت در جهت افزایش ارزش واحد تجاری از طریق ساختار بهینه سرمایه موفق بوده است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه همسو با نتایج پژوهش: هاتا صالح و دیگران (۲۰۱۵) و رحیمیان و دیگران (۱۳۹۲) مبنی بر تاثیر پذیری ارزش شرکت از ساختار سرمایه بوده است.

در فرضیه دوم پژوهش به بررسی تاثیر رشد شرکت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت پرداخته شد. نتایج حاصل از این فرضیه بیانگر رابطه مثبت و معنادار میان این دو متغیر بوده است. بین ساختار سرمایه، با ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. همچنین رشد شرکت بر رابطه بین نسبت بدهی بلند مدت به دارایی‌ها با ارزش شرکت تاثیر معناداری ندارد و رابطه فوق الذکر را تعدیل نمی‌نماید ولی بر رابطه بین نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی‌ها با ارزش شرکت تاثیر معنادار و معکوس دارد. این بدان معناست که شرکت های برای رشد خود به سمت بدهی های کوتاه مدت تمایل پیدا می‌کنند، لذا این مطلب را به سرمایه گذاران القا می‌کند که شرکت در کوتاه مدت ممکن است به علت تعهد به پرداخت بدهی‌های کوتاه مدت، نقدینگی کافی برای پرداخت سود نداشته باشد و از این رو از سهام اینگونه شرکت ها استقبال نمی‌نماید و این امر موجب کاهش ارزش شرکت می شود.

به منظور استفاده هر چه بیشتر از نتایج پژوهش در آینده می توان به موضوع های زیر توجه بیشتری نمود :

- ۱) پیشنهاد می گردد از شاخص های دیگر اندازه گیری ارزش شرکت همچون ضریب P/E، ارتباط ارزش دفتری و ارزش بازار جهت محاسبه ارزش شرکت استفاده گردد. همچنین از برخی دیگر از نسبت های ساختار سرمایه از قبیل کل بدهی های کوتاه مدت و بلند مدت استقراسی به کل ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده، و نتایج با هم مقایسه گردد.
- ۲) پژوهش حاضر در مورد صنایع مختلف انجام گردیده است. لذا به پژوهشگران پیشنهاد می گردد این پژوهش به طور جداگانه در صنایع مختلف همراه با کنترل تاثیر هر سال نسبت به سال قبل انجام گیرد و نتایج حاصل با هم مقایسه گردد.
- ۳) پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی به بررسی همین عنوان در گروه های خاصی همانند شرکت هایی با اندازه متوسط و کوچک و نیز شرکت های برتر بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود.

#### منابع

- ✓ پورزمانی، زهرا، جمشیدی، شهرام، (۱۳۹۴)، تاثیر چرخه عمر شرکت بر رابطه کیفیت افشاء و ساختار سرمایه، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال چهارم، شماره ۱۳، صص ۵۵-۶۶.
- ✓ رحیمیان، نظام الدین، توکل نیا، اسماعیل، تیرگری، مهدی، (۱۳۹۲)، بررسی ارتباط انحنائی ساختار سرمایه با عملکرد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره نوزدهم، صص ۶۷-۷۹.
- ✓ سینایی، حسنعلی، سلگی، محمد، محمدی، کامران، (۱۳۹۰)، تأثیر فرصت های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۴، صص ۸۷-۱۰۲.
- ✓ مهرانی، ساسان، کاشانی پور، محمد، رسائیان، امیر، (۱۳۸۸)، عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در ایران، فصلنامه علمی، پژوهشی، اقتصادی، ویژه نامه بورس.
- ✓ نمازی، محمد، زارع حسین آبادی، علی، غفاری، محمدجواد، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط بین تغییرات در موجودی کالا، سودآوری و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۴، شماره ۲، صص ۱-۱۸.
- ✓ نیک بخت، محمدرضا، پیکانی، محسن، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیار حسابداری ارزیابی عملکرد در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۸، صص ۸۹-۱۰۴.
- ✓ یحیی زاده فر، محمود، شمس، شهاب الدین، متان، مجتبی، (۱۳۸۹)، رابطه ویژگی های شرکت با ساختار سرمایه آن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۸، صص ۱۳۹-۱۲۰.
- ✓ Chowdhury, A., & Chowdhury, S.P.(2010)." Impact of capital structure on firm's value Evidence from Bangladesh." Peer-reviewed and open access journal, 3,111-122.

- ✓ Daniel Kon Ater, Dr. Sifunjo E. Kisaka, Dr. Cyrus Iraya, Dr. Mirie Mwangi, 2017: " The Mediating Effect of Firm Growth on the Relationship between Capital Structures and Value of Nonfinancial Firms", Journal of Economics and Finance, Vol. 8, PP 41-46.
- ✓ E.K. Laitinen, A Dynamic Performance Measurement System: Evidence from Small Finnish Technology Companies. Scandinavian Journal of Management, 18 (1), 65-69, (2002).
- ✓ E.T. Penrose, Theory of the Growth of the Firm. New York: Oxford University Press (1959).
- ✓ Faccio, Mara. Xu, Jin.(2013)" TAXES, CAPITAL STRUCTURE CHOICES, AND FIRM VALUE" Journal of Financial Economics
- ✓ G. Donaldson, Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Harvard Graduate School of Business Administration, Division of Research, Harvard University, Boston (1961)., MA.
- ✓ G. Gopinath, International Prices and Exchange Rates. Handbook of International economics, (2012).
- ✓ G. Rajan & L. Zingales, What do we know about capital structure? Some evidence from international data. Journal of Finance, 50, 1421-1460, (1995).
- ✓ G. Rajan & L. Zingales, What do we know about capital structure? Some evidence from international data. Journal of Finance, 50, 1421-1460, (1995).
- ✓ Leonard N, Maina.(2014)" CAPITAL STRUCTURE, PROFITABILITY AND FIRM VALUE: PANEL EVIDENCE OF LISTED FIRMS IN KENYA.
- ✓ M. Ayen, & E. Oruas, Testing of pecking order theory in ISE (Istanbul stock exchange market). International Research Journal of Finance & Economics, 21, 19-22. (2008).
- ✓ Odongo K., Thabang, M. M. & Leonard, M. (2014). Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firms in Kenya. Munich Personal RePEc Archive.
- ✓ Robin, ashok . Wu, Qiang. (2014). Firm growth and the pricing of discretionary accruals. Springer Science + Business Media New York.
- ✓ S. Akhtar & B. Oliver, Determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and Domestic Corporations. International Review of Finance, 9, 1-26. (2009).
- ✓ S.C. Myers, The capital structure puzzle. Journal of Finance, 39, 575 – 592 (1984).