

پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره سیزدهم، بهار ۱۳۹۱، از صفحه ۱۴۵ تا ۱۶۸

## علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای

### جنوب شرقی آسیا

رسول نعیم پور\* علی نعمتی\*\* معصومه علوی\*\*\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۱۰/۳۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۱۲/۲۴

### چکیده

بی شک ساختار سرمایه شرکت‌ها (اهرم‌های مالی) نقش تعیین‌کننده‌ای در تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند. تحقیقات انجام شده در این زمینه نشان می‌دهد که بین ساختار سرمایه (اهرم مالی) و عواملی همچون نرخ بازده دارایی‌ها، بازده سهام، تغییرپذیری سود، درصد تقسیم سود، اندازه شرکت، ارزش بازار سرمایه نسبت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، رابطه وجود دارد. هدف از بررسی ساختار سرمایه، مشخص کردن ترکیب منابع مالی به‌منظور به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. با وجود این چارچوب نظری این تحقیق و تحقیقات انجام شده، مآخذ خوبی برای این کار است. تردیدی نیست که در عمل با مشکلات و مسائل زیادی مواجه خواهیم شد، زیرا سرمایه سهامداران تحت تأثیر تعداد زیادی عامل قرار می‌گیرد که ساختار سرمایه (اهرم مالی) یکی از این عوامل است. بنابراین مدیران مالی شرکت‌ها توجه خود را به آثار روش‌های مختلف تأمین مالی معطوف می‌کنند و از این طریق ساختارهای مختلف مالی را بر سرمایه سهامداران می‌سنجند. هدف از این تحقیق بررسی عوامل تعیین‌کننده رابطه بین ساختار سرمایه و عواملی مثل نسبت جاری، نسبت سودآوری، نسبت دارایی ثابت و اندازه مؤسسه در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران است، که بر اساس تئوری‌های ساختار سرمایه صورت گرفته است. بدین نحوه شرکت‌ها یک نسبت بدهی مطلوب را تعیین کرده و به سوی آن حرکت می‌کنند. در این تحقیق و پژوهش ضمن بررسی این هدف، تعداد ۹۰ شرکت از بین جامعه آماری، که اطلاعات مورد نیاز آن‌ها که برای یک دور هشت ساله تحقیق (از ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸) قابل دسترسی می‌باشد، انتخاب می‌شود. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش رگرسیون ترکیبی استفاده می‌شود و آزمون معنی‌دار بودن الگوها با استفاده از آماره‌های  $t$  و  $F$  صورت می‌گیرد.

واژه‌های کلیدی: بورس اوراق بهادار تهران، ساختار سرمایه (اهرم مالی)، نسبت سودآوری، نسبت جاری، اندازه مؤسسه.

\* مدرس دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهر ری، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. [naempoor@yahoo.com](mailto:naempoor@yahoo.com)

\*\* عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

\*\*\* عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

## ۱- مقدمه

یکی از اصلی‌ترین تصمیم‌های مدیران مالی در شرکت‌های سهامی عام، تعیین ترکیب بدهی و سهام است که این تصمیم‌ها باید در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران، اتخاذ شوند. دیدگاه سنتی در ساختار سرمایه، بر این نظریه استوار بود که می‌توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد. اما آغاز نظریات مدرن ساختار سرمایه را می‌توان مقاله اولیه مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) دانست که اظهار کردند، تحت شرایط خاص (وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، عدم وجود هزینه‌های ورشکستگی و نمایندگی، وجود تقارن اطلاعاتی بین فعالان بازار سرمایه) ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه است. اندکی بعد در سال ۱۹۶۳، این دو اندیشمند با افزودن معافیت‌های مالیاتی بدهی برای شرکت‌هایی که از بدهی استفاده می‌کنند، ایجاد اهرم مالی را باعث افزایش ارزش شرکت دانستند. سپس، میلر، در سال ۱۹۷۷، با افزودن مالیات بر درآمدهای شخصی به مدل، دریافت که مزایای مالیاتی به وسیله مالیات بر درآمدهای شخصی از بین می‌رود. با این وجود، شواهد حاصل از مطالعات تجربی نشان داد که رفتار واقعی تأمین مالی شرکت‌ها، با ادبیات نظریه‌های ساختار سرمایه سازگاری ندارند. بنابراین، متعاقب انتشار نظریات مودیلیانی و میلر در سال‌های ۱۹۵۸ و ۱۹۶۳ و رفتار متناقض شرکت‌ها، تئوری‌های نوینی، مانند وازی ایستا و ترجیحی<sup>۱</sup>، ارائه شدند. در تئوری توازی ایستا فرض می‌شود شرکت یک نسبت بدهی مطلوب را تعیین کرده و به سوی آن حرکت می‌کند. در تئوری ترجیحی، شرکت‌ها تأمین مالی داخلی را به تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند و نسبت بدهی مطلوب و مشخصی برای شرکت‌ها وجود ندارد. در بازارهای سرمایه پیشرفته‌تر از بازار سرمایه ایران، تئوری‌ها و فرضیه‌های زیادی در زمینه الگوی ساختار سرمایه و تعیین عوامل مرتبط با

علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا... ..... ۱۴۷

آن ارائه شده‌اند. حال پرسش این است که الگوی ساختار سرمایه شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران با الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده مطابقت دارد یا خیر؟

## ۲- مبانی نظری موضوع

تاکنون در زمینه ساختار سرمایه شرکت‌ها تحقیقات و تئوری‌های گوناگون مطرح و ارائه شده است. در این تحقیق ما به چند نظریه، که توسط اندیشمندان در سال‌های اخیر مطرح و بیان شده است، می‌پردازیم.

### ۲- ۱- تئوری توازن ایستا

این تئوری رابطه مثبتی بین سودآوری و اهرم مالی (ساختار سرمایه) پیش‌بینی می‌کند، زیرا شرکت‌های سودآور هزینه ورشکستگی پایین‌تر و منافع مالیاتی بیشتری دارند. این تئوری بیان می‌کند که منافع مالیاتی بدهی، ارزش شرکت بدهی‌دار را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر، هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از عدم ایفای به موقع تعهدات، ارزش شرکت بدهی‌دار را کاهش می‌بخشد. لذا ساختار سرمایه شرکت را می‌توان به منزله توازن بین منافع مالیاتی بدهی و هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی ناشی از بدهی تلقی نمود. در این تئوری فرض می‌شود، که شرکت یک نسبت بدهی مطلوب را تعیین کرده و به سوی آن حرکت می‌کند (فرهودی، پروین ۱۳۸۸).

### ۲- ۲- تئوری تعدیلات هزینه‌بر

تئوری توازن پویا با تعدیلات هزینه‌بر بیان می‌دارد که اگرچه انتظار می‌رود رابطه مثبتی بین سودآوری و نرخ بهینه اهرم مالی وجود داشته باشد، اما عملاً بین این دو متغیر رابطه‌ای منفی برقرار است، زیرا شرکت‌ها به دلیل هزینه‌بر بودن، نرخ‌های اهرمی خود را به‌طور مرتب تغییر نمی‌دهند، بلکه اجازه می‌دهند نرخ‌های اهرمی در دامنه معینی پیرامون نرخ‌های بهینه اهرمی تغییر کنند. در این دامنه ارزش بازار سهام شرکت‌های

سودآور سریع تر رشد می کند و این موضوع باعث بوجود آمدن رابطه منفی بین سودآوری و نرخ های اهرمی می شود (فرهودی، پروین ۱۳۸۸).

**۲-۳- تئوری هزینه های نمایندگی<sup>۱</sup>** - طبق این تئوری ساختار سرمایه شرکت، از طریق هزینه های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین ذی نفعان مختلف شرکت تعیین می شود. لذا در چارچوب واحد اقتصادی، دو نوع تضاد منافع شناسایی می کنند: الف) تضاد منافع بین مدیران و صاحبان سهام ب) تضاد منافع بین صاحبان سهام و دارندگان اوراق بدهی شرکت. این تئوری نخستین بار توسط جنسن و مکلینگ<sup>۲</sup> ارائه شد. به نظر جنسن و مکلینگ می توان با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی، همچون منافع مالیاتی و هزینه های نمایندگی بدهی، به یک ساختار مطلوب سرمایه دست یافت (فرهودی، ۱۳۸۸).

### **۳- هدف موضوع مورد مطالعه**

مهم ترین هدف از سیاست های تعیین ساختار سرمایه، مشخص کردن ترکیب منابع مالی به منظور به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است، گرچه این امر به عوامل متعددی بستگی دارد که ساختار سرمایه یکی از آنهاست. به عنوان مثال اگر یک شرکت، اوراق قرضه بیشتری منتشر نماید، نقطه سربه سر مالی و درجه اهرم مالی آن افزایش می یابد. اگر نرخ بازده بیشتر از نرخ بهره باشد، سود هر سهم به شدت افزایش خواهد یافت (اثر اهرم مالی). سیاست های تعیین ساختار سرمایه به مدیران مالی کمک می کند تا در مورد هر یک از برنامه های تأمین مالی مورد نظر، مبلغ سود قبل از بهره و مالیات لازم را برای جلوگیری از کاهش سود هر سهم تعیین کنند. همچنین، با محاسبه ریسک مالی متعلق به هر یک از برنامه های تأمین مالی می توان روشی را انتخاب کرد که به مطلوب ترین ترکیب ریسک و بازده منجر شود.

---

1. Agency Costs Theory  
2. Jensen and Meckling

علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا..... ۱۴۹

مدیران مالی بایستی توجه خود را به تأثیر روش‌های مختلف تأمین مالی بر میزان ریسک و بازده شرکت معطوف نمایند تا از این طریق اثر ساختارهای مختلف مالی را بر ثروت سهامداران بسنجند. با توجه به اینکه استفاده از اهرم مالی موجب می‌شود بازده مورد انتظار سهامداران افزایش یابد، ولی از سوی دیگر، موجب افزایش ریسک آن‌ها نیز می‌گردد. بنابراین، درک تئوری ساختار سرمایه به مدیران کمک می‌کند که ساختار سرمایه مطلوب شرکت را تعیین کنند.

#### ۴-پیشینه و سوابق تحقیق

##### ۴-۱-تحقیقات خارجی

###### گوردون ولی (۲۰۱۰)

گوردون ولی، در سال ۲۰۱۰، در تحقیقات خود نشان دادند که مالیات رابطه قوی و معنی‌داری با سطح بدهی شرکت دارد، به‌ویژه تفاوت نرخ مالیاتی شرکت‌های بزرگ و نرخ مالیاتی شرکت‌های کوچک (۳۴درصد در برابر ۱۵درصد) باعث می‌شود که شرکت‌های بزرگ، که نرخ مالیاتی بیشتری دارند، نسبت به شرکت‌های کوچک، که نرخ مالیاتی کمتری دارند، برای تأمین مالی دارایی‌های خود از تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی بیشتر استفاده کنند.

###### هوانگ و سانگ (۲۰۰۹)

در سال ۲۰۰۹ هوانگ و سانگ با استفاده از داده‌های حسابداری و بازار برای ۱۲۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس بهادر چین به این نتیجه رسیدند که اهرم مالی با اندازه شرکت و دارایی‌های ثابت، رابطه مستقیم و با سودآوری، منافع مالیاتی بدهی، فرصت‌های رشد و نگهداری سهام توسط مدیران، رابطه منفی دارد. ضمناً اهرم مالی به نوع صنعت نیز بستگی دارد. شرکت‌های چینی اثرات مالیاتی را بیشتر در تأمین مالی بلندمدت مدنظر قرار می‌دهند، درحالی‌که در سایر کشورها تمایل بسیار کمی به تأمین مالی بلندمدت دارند.

#### دراپتز و پنسا (۲۰۰۷)

در سال ۲۰۰۷ دراپتز و پنسا با انتخاب نمونه‌ای شامل ۴۱۳۹ سال-شرکت، به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و بازده سهام ۴۲۵ شرکت اروپایی در یک دوره زمانی شش ساله پرداختند. آن‌ها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که بین اهرم مالی و بازده سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که حدود ۵۰ درصد تغییرات در اهرم مالی شرکت‌ها توسط بازده سهام آن‌ها توضیح داده می‌شود. یافته‌های این تحقیق با یافته‌های تحقیق ولش، در سال ۲۰۰۴، مطابقت دارد.

#### ولش (۲۰۰۶)

ولش در سال ۲۰۰۶ به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و بازده سهام شرکت‌های آمریکایی پرداخت و به این نتیجه رسید که حدود ۴۰ درصد تغییرات در ساختار سرمایه شرکت‌های آمریکایی توسط بازده سهام آن‌ها توضیح داده می‌شود. انتشار سهام نیز از جمله عوامل مهم تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها است. نتایج این تحقیق بیانگر وجود رابطه منفی بین ساختار سرمایه و بازده سهام می‌باشد.

#### چن و همز (۲۰۰۵)

چن و همز در سال ۲۰۰۵ به تجزیه و تحلیل عوامل مؤثر بر اهرم مالی شرکت پرداختند. آن‌ها از نسبت سرمایه بازار، نسبت بدهی دفتری و نسبت سرمایه دفتری به‌عنوان معیارهای اهرم استفاده نمودند و از اطلاعات مالی هفت کشور کانادا، دانمارک، آلمان، ایتالیا، سوئد، انگلیس و آمریکا استفاده گردید. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که اندازه شرکت، سودآوری، دارایی‌های ثابت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام، اثر معنی‌داری بر انتخاب ساختار سرمایه شرکت دارند. دارایی ثابت رابطه مثبتی با اهرم دارند و سودآوری رابطه منفی با اهرم دارد. اثر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در مدل حاوی نسبت بدهی دفتری متغیر است. اما رابطه منفی و معنی‌دار در مدل اهرم بازار برای تمام کشورها، به استثنای دانمارک، برقرار می‌باشد. شواهد حاصل از آزمون فرضیات تحقیق با تئوری توازن ایستا ساختار سرمایه مطابقت دارد.

علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا..... ۱۵۱

#### ۲-۴- تحقیقات داخلی

##### پروین فرهودی (۱۳۸۸)

ایشان به بررسی تأثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در ایران پرداخت اما فرضیه یکسان بودن ساختار سرمایه شرکت‌ها در صنایع مختلف در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته نشد و وجود رابطه بین اندازه و ساختار سرمایه تأیید نگردید.

##### سعید باقرزاده (۱۳۸۲)

تحقیق داخلی دیگر، توسط سعید باقرزاده با عنوان تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی ساختار سرمایه ۱۵۸ شرکت تولیدی در قلمرو زمانی ۱۳۸۱-۱۳۷۷ پرداخت و رابطه مثبت بین سودآوری، دارایی ثابت مشهود و اندازه شرکت با نسبت بدهی بدست آورد. یافته‌های این تحقیق با رد تئوری ترجیحی، تئوری توازی ایستا را تأیید می‌کند.

##### امیر حسین مرمچی (۱۳۷۸)

او در پایان‌نامه‌ای، تحت عنوان عوامل مؤثر بر بافت سرمایه و نسبت‌های اهرم مالی در شرکت‌های صنعتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دریافت که فرصت‌های رشد، اندازه شرکت و قدرت مدیران بر اهرم مالی تأثیر مثبت و سوددهی گذشته تأثیر منفی قوی بر اهرم مالی دارد. همچنین قدرت وثیقه‌سپاری شرکت و نوسانات درآمدی آن در بلندمدت بر روی اهرم مالی اثر مثبت و در کوتاه‌مدت اثر منفی دارند.

##### امید پور حیدری (۱۳۷۴)

ایشان به بررسی رابطه چهار عامل صنعت، اندازه، سودآوری و دارایی‌های وثیقه‌ای با اهرم مالی شرکت پرداخت و در نهایت ارتباط بین اهرم مالی با سودآوری، معکوس و معنادار و با اندازه، مستقیم و معنادار بدست آمد، ولی ارتباط معناداری بین صنعت و دارایی‌های وثیقه‌ای با اهرم مالی شرکت مشاهده نشد.

## ۵- مسئله تحقیق

پژوهش علمی همواره با نوعی مسئله آغاز می‌شود، هدف آن پیدا کردن جواب مسئله با استفاده از روش‌های علمی است. دشوارترین گام در فرآیند پژوهش، مشخص کردن مسئله مورد مطالعه است (خاکی غلامرضا، ۱۳۷۸ - ۴۵).

به طور کلی ساختار سرمایه شرکت‌ها از دو بخش تشکیل گردیده است: نخست میزان سرمایه مورد نیاز و دوم ترکیب منابع تأمین مالی. به‌طور کلی وام و سهام دو گونه اصلی شکل‌دهنده ساختار سرمایه محسوب می‌شوند. با توجه به منابع تأمین مالی، شرکت‌ها دارای بازده و ریسک متفاوتی در عرصه بازارهای تأمین سرمایه هستند. بنابراین تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه نقش مؤثری در کارایی و اعتبار شرکت‌ها نزد مؤسسات تأمین سرمایه خواهد داشت. اما اهمیت شرکت‌ها از لحاظ وسعت عملکرد، سودآوری، امکانات رشد، اندازه و نوع فعالیت، تعیین‌کننده نیاز مالی متنوع آنان خواهد بود. در این میان منابع حاصل از بدهی، ضمن افزایش هزینه ثابت، موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک سیستماتیک آنان خواهد بود. ضمن اینکه توجه به هزینه سرمایه روش‌های مختلف تأمین مالی و توجه به آن باعث پیدایش فرصت‌های مناسب سودآوری و یا پیش آمدن وضعیت بحران مالی شرکت خواهد گردید (پور حیدری، امید، ۱۳۷۴).

بنابراین توجه به ویژگی‌های حاکم بر تفکر مالی مدیران، موجب ثبت جایگاه اصلی شرکت‌ها در بازارهای مالی و اعتباربندی صحیح آنان از سوی اعتباردهندگان بازارهای سرمایه خواهد گردید.

## ۶-ارایه فرضیه

بیان مسئله تنها به‌صورت کلی، پژوهش را هدایت می‌کند و تمام اطلاعات ویژه پژوهشی را دربر ندارد. از طرف دیگر در صورتی که کلیه اطلاعات پژوهشی را در



علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا... ..... ۱۵۳

مسئله مطرح کنیم مسئله پرحجم می‌شود، به گونه‌ای که تدبیر و هدایت آن امکان‌پذیر نیست. بنابراین، مسئله هرگز به صورت علمی حل نخواهد شد، مگر اینکه به فرضیه یا فرضیه‌هایی تبدیل شود. فرضیه عبارت است از یک قضیه شرطی یا غیرشرطی که توسط پژوهشگر(تنها به این منظور که نتایج منطقی آن کشف یا استخراج گردد، بدون اعتقاد به آن) پذیرفته می‌شود. نقش فرضیه در تحقیق علمی عبارت است از پیشنهاد تبیین‌هایی برای برخی از واقعیت‌ها و هدایت پژوهشگر. (دلاور علی ۱۳۷۴-۵)

## ۷- بیان عملیاتی فرضیه‌ها

۷-۱- فرضیه ۱) نسبت دارایی ثابت به کل دارایی‌ها با ساختار سرمایه رابطه دارند.

$$\begin{cases} H_0 : a_1 = 0 \\ H_1 : a_1 \neq 0 \end{cases}$$

۷-۲- فرضیه ۲) نسبت سودآوری با ساختار سرمایه رابطه دارند.

$$\begin{cases} H_0 : a_2 = 0 \\ H_1 : a_2 \neq 0 \end{cases}$$

۷-۳- فرضیه ۳) نسبت جاری با ساختار سرمایه رابطه دارند.

$$\begin{cases} H_0 : a_3 = 0 \\ H_1 : a_3 \neq 0 \end{cases}$$

۷-۴- فرضیه ۴) اندازه مؤسسه با ساختار سرمایه رابطه دارند.

$$\begin{cases} H_0 : a_4 = 0 \\ H_1 : a_4 \neq 0 \end{cases}$$

## ۸- روش اجرای تحقیق

این تحقیق از نوع همبستگی می‌باشد. به دلیل این که داده‌های مورد استفاده اطلاعات واقعی و تاریخی است، جامعه آماری این تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته

۱۵۴ ..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره سیزدهم، بهار ۱۳۹۱

شده در بورس اوراق بهادار تهران، که دارای صورت‌های مالی در طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ می‌باشند، هستند که تعداد آنان ۶۹۹ شرکت در قالب ۳۶ گروه صنعتی می‌باشد. روش نمونه‌گیری در این پژوهش به روش نمونه‌گیری تصادفی طبقه‌بندی می‌شود. ابتدا جامعه را به ۳۶ گروه صنعتی تقسیم کرده‌ایم. این گروه‌ها عبارتند از: کشاورزی، دامپروری و خدمات وابسته به آن، استخراج کانه‌های فلزی، منسوجات و ... . سپس با توجه به سهم هریک از گروه‌های فوق در جامعه آماری اقدام به تعیین نمونه‌های آماری کرده‌ایم.

دوره زمانی مورد بررسی این تحقیق فاصله بین سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ به مدت ۸ سال می‌باشد.

مفهوم جامعه آماری یکی از مفاهیم اساسی است که آن را تعریف نمی‌کنند بلکه به‌عنوان مفهوم اولیه توصیف کرده و به‌صورت زیر بیان می‌کنند:

به مجموعه اشیاء یا نمونه‌هایی که یک یا چند صفت مشترک داشته باشند و یکجا در نظر گرفته شوند، جامعه آماری گفته می‌شود. (آذر عادل و منصور مؤمنی، ۱۳۷۵-۲) در این تحقیق جامعه آماری متشکل از شرکت‌هایی است که دارای ویژگی‌های زیر (صفت مشخصه) باشند:

\* شرکت جزء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد.  
\* دارای اطلاعات کامل و مورد نیاز در طول دوره سال‌های مورد پژوهش باشد.  
بر اساس شرایط جامعه آماری، ۱۸۳ شرکت بدست آمد و از طریق رابطه ۱ مقدار نمونه بدست آمده حدود ۸۸.۵ شد که با تقریب، ۹۰ شرکت انتخاب گردید. در انتخاب شرکت‌ها به‌علت ارائه مدل، سعی شد که از تمامی صنایع، که در جامعه آماری بودند، انتخاب شوند.

$$n = \frac{Z^2 \sigma^2}{\varepsilon^2} \quad (1)$$

علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا..... ۱۵۵

به منظور محاسبه متغیرهای الگو که شامل اطلاعات حسابداری و بازار است از اطلاعات صورت‌های مالی و سایت بورس اوراق بهادار استفاده شد. برای اطلاعات صورت‌های مالی که شامل اطلاعات ترازنامه و صورت سود و زیان است از اطلاعات شرکت اصلی استفاده شده است. سپس اطلاعات جمع‌آوری شده وارد نرم‌افزار صفحه گستره Excel شد، محاسبات مقدماتی مربوط به متغیرها در این نرم‌افزار صورت گرفت، سپس برای تجزیه و تحلیل نهایی از نرم‌افزار SPSS استفاده شد که نتایج این تجزیه و تحلیل‌ها به طور مبسوط در ادامه مقاله ارائه می‌گردد.

از آنجایی که در پژوهش حاضر، برای نسبت بدهی از یک نسبت مجزا استفاده شده است، بنابراین یک الگو به شرح رابطه ۲ در این پژوهش تدوین شده است.

$$L = a_0 + a_1S + a_2RO + a_3CR + a_4SIZE \quad (2)$$

## ۹- متغیرهای تحقیق

### ۹-۱- متغیر وابسته

در این تحقیق نسبت بدهی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است و در تعریف عملیاتی این متغیر از یک مدل استفاده شده است که نحوه محاسبه آن‌ها به ترتیب زیر است:

$$L = \text{برابر است با ارزش دفتری کل بدهی به کل دارایی‌ها}$$

(۳)

$$L = \frac{\text{کل بدهیها}}{\text{کل داراییها}}$$

### ۹-۲- متغیر مستقل

در این تحقیق ۴ متغیر مستقل تعریف شده است که عبارتند از:

S= نسبت دارایی ثابت به کل دارایی‌ها است:

$$S = \frac{\text{دارایی ثابت}}{\text{کل دارایی‌ها}} \quad (۴)$$

$RO =$  نسبت سودآوری که از طریق رابطه ۵ محاسبه می‌شود:

$$RO = \frac{\text{سود پس از کسر بهره و مالیات}}{\text{کل دارایی‌ها}} \quad (۵)$$

$CR =$  نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری است:

$$CR = \frac{\text{دارایی‌های جاری}}{\text{بدهی‌های جاری}} \quad (۶)$$

$SIZE =$  اندازه شرکت که از طریق لگاریتم حجم فعالیت شرکت (فروش) محاسبه

می‌شود:

$Sale =$  برابر است با حجم فروش شرکت طی یک سال

$$SIZE = LOG (Sale) \quad (۷)$$

## ۱۰- نتایج و آزمون فرضیه‌های تحقیق

در این بخش اطلاعات متغیرهای محاسبه شده مربوط به هر یک از دوره‌های تحت بررسی ارائه می‌شود. این متغیرها شامل نسبت بدهی، سودآوری، نسبت جاری و نسبت دارایی ثابت به کل دارایی‌ها و اندازه شرکت می‌باشد. که در جدول ۱ آمار توصیفی برای هر دوره ارائه می‌گردد. جدول ۱ نشان می‌دهد که بازده دارایی‌ها در بورس اوراق بهادار (سود پس از کسر مالیات و بهره) حدود ۲۰.۵٪ دارایی‌های شرکت است. حدود ۳۴.۶٪ کل دارایی‌های شرکت را دارایی‌های ثابت تشکیل می‌دهد و میانگین انحراف معیار متغیر وابسته در بورس اوراق بهادار تهران ۰.۷۸ است و ۸۰.۳٪ کل دارایی‌های شرکت از محل بدهی‌ها است.

علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا..... ۱۵۷

جدول ۱- آمار توصیفی

متغیر مستقل				متغیر وابسته	عنوان معیار
اندازه موسسه SIZE	نسبت دارایی ثابت S	نسبت جاری CR	نسبت سودآوری RO	L	
۵.۴۲۵	۰.۳۴۶	۱.۱۵۱	۰.۲۰۵	۰.۸۰۳	میانگین
۵.۳۵۲	۰.۳۲۵	۱.۰۶۲	۰.۱۸۹	۰.۷۱۱	میانه
۰.۴۹۱	۰.۰۳۰	۰.۲۶۴	۰.۰۳۳	۰.۶۰۲	واریانس
۰.۷۰	۰.۱۷	۰.۵۱	۰.۱۸	۰.۷۸	انحراف معیار
۸.۳۲۵	۰.۸۴۲	۳.۷۸۲	۲.۳۹۲	۱۱.۳۴۰	حد اکثر
۲.۸۸۵	۰.۰۵۰	۰.۰۷۰	(۰.۴۵۷)	۰.۲۱۵	حد اقل

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

در این قسمت به تحلیل داده‌ها با استفاده از آمار استنباطی پرداخته می‌شود. با توجه به مدل تحقیق ابتدا مدل بدون متغیرهای کنترلی و در مرحله بعد با متغیرهای کنترلی آزمون می‌شود.

۱۰-۱- آزمون فرضیه‌ها برای مدل (L) تحلیل واریانس (ANOVA) تعداد سال-

شرکت ۷۰۰

جدول ۲- خلاصه مدل رگرسیون

سطح اهمیت $\alpha$	F	میانگین مربع خطاها	درجه آزادی	مجموع مربع خطاها	مدل
۰.۰۰۰۰	۵۷/۲۵	۲۶/۰۵۵	۴	۱۰۴/۲۲	رگرسیون
		۰/۴۵۵	۶۹۲	۳۱۴/۹۳۶	باقیمانده‌ها
			۶۹۶	۴۱۹/۱۵	جمع

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳- ضرایب متغیرهای مدل

متغیرها	علامت اختصاری	ضرایب مدل	t	سطح اهمیت $\alpha$
نسبت دارایی ثابت	S	-۰/۲۸۲	-۷/۵۸	۰/۰۰۰
نسبت سودآوری	RO	-/۰۵۰	-۱/۳۹۵	۰/۱۶۳
نسبت جاری	CR	-۰/۴۹۸	-۱۲/۷۰	۰/۰۰۰
اندازه موسسه	Size	-۰/۱۶۹	-۴/۹۳	۰/۰۰۰

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۴- خلاصه مدل

شرح	ضریب همبستگی R	ضریب تعیین	$R^2$ تعدیل شده	سطح معنی داری آزمون K-S
مدل	۰/۴۹۹	۰/۲۴۹	۰/۲۴۴	۰/۰۰۰

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که جدول ۳ و جدول ۴ تحلیل واریانس نشان می‌دهد، سطح اهمیت  $\alpha$  کوچکتر از ۵ درصد بوده یعنی مدل در سطح ۹۵ درصد معنی دار است. ضریب تعیین ۰/۲۴۹ نشان می‌دهد که ۲۴/۹ درصد از تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

برای سنجش اعتبار مدل از: نگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
آزمون اسمیرنوف کلموگروف برای تشخیص نرمالیه متغیر وابسته استفاده شد که با توجه به اینکه مقادیر سطح معنی داری ۰/۰۰۰ می‌باشد و کمتر از ۵ درصد بوده است لذا

$$\begin{cases} H_0 : a_1 = 0 \\ H_1 : a_1 \neq 0 \end{cases}$$

مشخص گردید که متغیر وابسته نرمال می‌باشد. فرضیه ۱) نسبت دارایی ثابت به کل دارایی‌ها با ساختار سرمایه رابطه دارند.

علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا..... ۱۵۹

همان‌طور که از جدول ۳ مشخص است ضریب متغیر دارایی‌های ثابت، ۰/۲۸۲- بوده و در سطح ۹۵٪ معنادار است و نتیجه می‌گیریم دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها با ساختار سرمایه دارای رابطه منفی است و لذا فرضیه اول تأیید می‌شود.

همچنین در بررسی تفاوت میان دو متغیر مستقل و وابسته از آزمون تی وابسته نیز استفاده گردید که نتیجه به شرح جدول ۵ می‌باشد:

جدول ۵- آزمون تی وابسته

متغیرها	میانگین	t	فاصله اطمینان از تفاوت بین متغیرها		درجه آزادی	میانگین تفاوت‌ها	سطح معنی‌داری
			کرانه بالا	کرانه پایین			
ساختار سرمایه	۰/۸۰۲۶	۱۴/۹۱	۰/۵۱۷۱	۰/۳۹۶۸	۶۹۶	۰/۴۵۷۰	۰/۰۰۰
دارایی ثابت	۰/۳۴۵۶						

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌گونه که در جدول ۵ مشاهده می‌گردد بین میانگین دو متغیر تفاوت وجود دارد همچنین تخمین تفاوت میانگین جامعه بین ۰/۳۹۶ و ۰/۵۱۷ قرار دارد. ضمن اینکه سطح معنی‌داری تفاوت دو متغیر از ۰/۰۵ کوچک‌تر و عدد t حاصله برابر با ۱۴/۹۱ که از t جدول آماری بزرگ‌تر بوده که هر دو بیانگر تفاوت معنی‌داری و قبول فرضیه محقق می‌باشد.

$$\begin{cases} H_0 : a_2 = 0 \\ H_1 : a_2 \neq 0 \end{cases} \quad \text{فرضیه (۲) نسبت سودآوری با ساختار سرمایه رابطه دارند.}$$

همان‌طور که از جدول ۳ مشخص است ضریب سودآوری، ۰/۰۵۰- بوده و در سطح ۹۵٪ معنادار نبوده و نتیجه می‌گیریم سودآوری با ساختار سرمایه هیچگونه رابطه معنی‌داری نداشته در نتیجه فرضیه دوم پذیرفته نمی‌شود.

۱۶۰ ..... پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره سیزدهم، بهار ۱۳۹۱

همچنین در بررسی تفاوت میان دو متغیر مستقل و وابسته از آزمون تی وابسته نیز استفاده گردید که نتیجه به شرح جدول ۶ می‌باشد:

جدول ۶- آزمون تی وابسته

سطح معنی‌داری	میانگین تفاوت‌ها	درجه آزادی	۰/۹۵ فاصله اطمینان از تفاوت بین متغیرها		t	میانگین	متغیرها
			کرانه بالا	کرانه پایین			
۰/۰۰۰	۰/۵۹۰	۶۹۶	۰/۵۲۸۶	۰/۶۵۱۹	۱۸/۷۹	۰/۸۰۲۲	ساختار سرمایه
						۰/۲۱۱۹	نسبت سودآوری

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانگونه که در جدول ۶ مشاهده می‌گردد بین میانگین دو متغیر تفاوت وجود دارد. همچنین تخمین تفاوت میانگین جامعه بین ۰/۶۵۱۹ و ۰/۵۲۸۶ قرار دارد. ضمناً با توجه به داده‌های جدول، دو متغیر صرفاً در زمینه تفاوت میانگین‌ها با یکدیگر اختلاف معنی‌داری دارند.

$$\begin{cases} H_0 : a_3 = 0 \\ H_1 : a_3 \neq 0 \end{cases} \quad \text{فرضیه (۳) نسبت جاری با ساختار سرمایه رابطه دارد.}$$

همان‌طور که از جدول ۳ مشخص است ضریب متغیر نسبت جاری، ۰/۴۹۸- بوده و در سطح ۹۵٪ معنادار است و نتیجه می‌گیریم نسبت جاری با ساختار سرمایه دارای رابطه منفی است و لذا فرضیه سوم تأیید می‌شود. همچنین در بررسی تفاوت میان دو متغیر مستقل و وابسته از آزمون تی وابسته نیز استفاده گردید که نتیجه به شرح جدول ۷ می‌باشد:



علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا..... ۱۶۱

جدول ۷- آزمون تی وابسته

متغیرها	میانگین	t	فاصله اطمینان از تفاوت بین متغیرها		درجه آزادی	میانگین تفاوت‌ها	سطح معنی داری
			کرانه بالا	کرانه پایین			
ساختار سرمایه	۰/۸۰۲۲	-۸/۵۲	-۰/۲۶۸۰	-۰/۴۲۸۵	۶۹۶	۲-۰/۳۴۸	۰/۰۰۰
نسبت جاری	۱/۱۵۰						

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌گونه که در جدول ۷ مشاهده می‌گردد، بین میانگین دو متغیر تفاوت وجود دارد؛ همچنین تخمین تفاوت میانگین جامعه بین ۰/۲۶۸۵ - و ۰/۴۲۸۵ - قرار دارد. ضمن اینکه سطح معنی داری تفاوت دو متغیر از ۰/۰۵ کوچک‌تر بوده که هر دو بیانگر تفاوت معنی داری و قبول فرضیه محقق می‌باشد.

فرضیه ۴) اندازه مؤسسه با ساختار سرمایه رابطه دارند.

$$\begin{cases} H_0 : a_4 = 0 \\ H_1 : a_4 \neq 0 \end{cases}$$

همانطور که از جدول ۳ مشخص است ضریب متغیر اندازه مؤسسه، ۰/۱۶۹- بوده و در سطح ۹۵٪ معنادار است و نتیجه می‌گیریم اندازه مؤسسه با ساختار سرمایه دارای رابطه منفی است و لذا فرضیه چهارم تأیید می‌شود. همچنین در بررسی تفاوت میان دو متغیر مستقل و وابسته از آزمون تی وابسته نیز استفاده گردید که نتیجه به شرح جدول ۸ می‌باشد.

جدول ۸- آزمون تی وابسته

متغیرها	میانگین	t	فاصله اطمینان ۰/۹۵ از تفاوت بین متغیرها		درجه آزادی	میانگین تفاوتها	سطح معنی داری
			کرانه بالا	کرانه پایین			
ساختار سرمایه	۰/۸۰۲۶	-۱۰۷/۹۲	-۴/۵۳۸	-۴/۷۰۶	۶۹۶	-۴/۶۲۲	۰/۰۰۰
اندازه موسسه	۵/۴۲						

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌گونه که در جدول ۸ مشاهده می‌گردد بین میانگین دو متغیر تفاوت وجود دارد و همچنین تخمین تفاوت میانگین جامعه بین ۴/۵۳۸ - و ۴/۷۰۶ - قرار دارد. ضمن اینکه سطح معنی داری تفاوت دو متغیر از ۰/۰۵ کوچک‌تر بوده که هر دو بیانگر تفاوت معنی داری و قبول فرضیه محقق می‌باشد.

جدول ۹- رگرسیون گام به گام

متغیرها	علامت اختصاری	ضرایب مدل	t	سطح اهمیت $\alpha$
نسبت دارایی ثابت	S	۰/۳۱۰	۸/۲۵	۰/۰۰۰
نسبت جاری	CR	۰/۳۷۲	۱۰/۵۷	۰/۰۰۰
اندازه مؤسسه	Size	-۰/۱۸۰	-۵/۳۷	۰/۰۰۰

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌گونه که در جدول ۹ مشاهده می‌گردد در رگرسیون گام‌به‌گام هر یک از متغیرها مورد بررسی قرار گرفته و متغیری که در آزمون رگرسیون با روش غیرگام‌به‌گام دارای سطح معنی داری بالای ۰/۰۵ بوده است (نسبت سودآوری) در رگرسیون گام‌به‌گام مورد محاسبه قرار نگرفته و خارج می‌شود زیرا به‌طور معنی داری نمی‌تواند کمکی به توان مدل پیشنهادی نماید.

علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا..... ۱۶۳

جدول ۱۰- خلاصه مدل

شرح	ضریب همبستگی R	ضریب تعیین	$R^2$ تعدیل شده	سطح معنی داری آزمون K-S
مدل	۰/۴۹۷	۰/۲۴۷	۰/۲۴۴	۰/۰۰۰

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

$R^2$  تعدیل شده افزایش می‌یابد و در جدول ۱۰ نشان می‌دهد که این مدل تبیین کننده بهتری می‌باشد بنابراین می‌توان مدل کلی را به صورت رابطه ۸ نوشت.

$$L=0.22+0.310s+0.372cr-0/180 \text{ size} \quad (۸)$$

خلاصه‌ای از نتایج در جدول ۱۱ ارائه شده است:

جدول ۱۱- آزمون فرض آماری مدل

فرضیه	تأیید/رد	R	$R^2$	آماره t	ضریب متغیر مستقل
فرضیه اول	تأیید	۰.۴۹۹	۰.۲۴۹	۵۱.۷-	۲۸۲.-
فرضیه دوم	رد	۰.۴۹۹	۰.۲۴۹	۳۹.۱-	۰.۵۰-
فرضیه سوم	تأیید	۰.۴۹۹	۰.۲۴۹	۷۰.۱۲-	۴۹۸.-
فرضیه چهارم	تأیید	۰.۴۹۹	۰.۲۴۹	۹۳.۴-	۱۶۹.-

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۱۱- نتیجه گیری

شواهد حاصل از این تحقیق حکایت از این دارد که الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، عمدتاً تابع معکوس متغیر اندازه شرکت می‌باشد و تابع مستقیم متغیرهای دارایی ثابت و نسبت جاری شرکت می‌باشد و با نسبت سودآوری رابطه ندارد ولی با اختلاف میانگین‌ها رابطه منفی دارد؛ اما با نتایج حاصل از تئوری توازی ایستا، همخوانی ندارد.

### نتایج حاصل از فرضیه اول

قابلیت مشاهده دارایی‌های یک شرکت می‌تواند بیانگر هزینه‌های نمایندگی و مخارج نابسامانی مالی باشد. وقتی دارایی‌های مشهود شرکت زیاد باشد این دارایی‌ها را می‌توان به‌عنوان وثیقه مورد استفاده قرار داد و ریسک هزینه‌های نمایندگی بدهی وام‌دهنده را کاهش داد. بنابراین، هر چه دارایی‌های مشهود شرکت بیشتر باشد اهرم مالی آن بیشتر است. همچنین بر اساس نظریه نمایندگی، شرکت‌هایی که دارای دارایی‌های نامشهود بیشتری هستند باید به‌منظور اجتناب از هزینه‌های نظارتی مفرط به استقراض کمتری روی آورند. بنابراین بین قابلیت مشاهده دارایی‌های یک شرکت و نسبت بدهی آن رابطه مثبت وجود دارد. بر اساس مدل سلسله مراتبی، هر چه میزان دارایی‌های مشهود یک شرکت بیشتر باشد عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران برون سازمانی آن کمتر است و این‌گونه شرکت‌ها تمایل بیشتری به انتشار سهام دارند. بنابراین این مدل پیش‌بینی می‌کند که بین قابلیت مشاهده دارایی‌ها و نسبت بدهی رابطه منفی وجود دارد. فرضیه اول با استفاده از سه مدل آزمون شد، این فرضیه بیان می‌کند که بین دارایی‌های قابل وثیقه (دارایی‌های ثابت) و نسبت بدهی (L) رابطه وجود دارد. نتایج حاصل از مدل نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران و در قلمرو زمانی تحقیق رابطه معنادار آماری بین دارایی‌های قابل وثیقه و نسبت‌های بدهی وجود دارد و این فرضیه تأیید می‌شود.

### نتایج حاصل از فرضیه دوم

شرکت‌های سودآور در مقایسه با شرکت‌های با سودآوری کمتر، توان بیشتری برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری از طریق منابع مالی داخلی دارند. بنابراین بین سودآوری و نسبت بدهی به ارزش دفتری یک شرکت رابطه منفی وجود دارد. در بورس اوراق بهادار تهران نیز این رابطه مشاهده می‌شود.

فرضیه دوم با استفاده از مدل آزمون شد، این فرضیه بیان می‌کند که بین سودآوری (سود پس از کسر بهره و مالیات بر کل دارایی‌ها) و نسبت بدهی (L) رابطه

علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا..... ۱۶۵

وجود ندارد. نتایج حاصل از مدل نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران و در قلمرو زمانی تحقیق، بین سودآوری و نسبت‌های بدهی رابطه معنادار و معکوس وجود ندارد در نتیجه فرضیه تأیید نمی‌شود.

### نتایج حاصل از فرضیه سوم

بر اساس مدل موازنه ایستا زمانی که میزان نوسان‌پذیری سود بیشتر باشد، شرکت‌ها به منظور اجتناب از مخارج نابسامانی مالی از بدهی کمتری استفاده می‌کنند. بنابراین، بر اساس این مدل بین نسبت جاری و نسبت بدهی رابطه منفی وجود دارد. همچنین بر اساس مدل سلسله مراتبی در شرکت‌هایی که جریان وجوه نقد نوسان‌پذیرتری دارند، مزایای بدهی با ریسک بالا کمتر از سهام است. بنابراین در این شرایط آن‌ها باید سلسله مراتب تأمین مالی خود را تغییر دهند به گونه‌ای که در زمان نیاز به تأمین مالی خارجی به ترتیب به سراغ سهام و بدهی‌ها بروند.

فرضیه سوم با استفاده از مدل آزمون شد، این فرضیه بیان می‌کند که بین نسبت جاری (دارایی جاری بر بدهی جاری) و نسبت بدهی (L) رابطه وجود دارد. نتایج حاصل از مدل نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران و در قلمرو زمانی تحقیق، بین نسبت جاری و نسبت‌های بدهی رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد در نتیجه فرضیه تأیید می‌شود. اما در بورس اوراق بهادار این رابطه مستقیم می‌باشد و بر خلاف تئوری توازی ایستا و مدل سلسله مراتبی است.

### نتایج حاصل از فرضیه چهارم

از دیدگاه نظری رابطه بین اندازه شرکت و اهرم مالی روشن نیست. بر اساس مدل موازنه ایستا، شرکت‌های بزرگ‌تر دارای ظرفیت استقراض بیشتری بوده و می‌توانند سودهای بیشتری را تحصیل کنند. شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً بیشتر متنوع هستند و بنابراین دارای جریان‌های نقدی پایدارتری هستند که ثبات وجه نقد باعث کاهش ریسک ورشکستگی آن‌ها می‌شود.

فرضیه چهارم با استفاده از مدل آزمون شد، این فرضیه بیان می‌کند که بین اندازه شرکت و نسبت بدهی (L) رابطه منفی و معکوس وجود دارد. نتایج حاصل از مدل نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران و در قلمرو زمانی تحقیق، بین اندازه و نسبت‌های بدهی رابطه معنادار آماری وجود دارد و فرضیه تأیید می‌شود.

در کل مدل ارائه شده برای بورس اوراق بهادار تهران به صورت رابطه ۹ درمی‌آید:

$$L=0.22+0.310s+0.372cr-0/178 \text{ size}$$

(۹)

پیشنهادهایی مبنی بر نتایج تحقیق می‌توانند به شرح زیر باشند:

با توجه به اهمیت بدهی در تعیین ساختار بهینه سرمایه و افزایش ثروت سهامداران به مسئولین ذیربط در بازار سرمایه توصیه می‌شود زمینه ایجاد بازار سازمان یافته برای انتشار اوراق بدهی شرکت‌های سهامی عام را فراهم آورند. با توجه به اهمیت عامل ریسک در تصمیمات سرمایه‌گذاران برای خرید، فروش و نگهداری سهام، توصیه می‌شود که علاوه بر معیار سود، با توجه به عواملی، مانند اندازه شرکت، قابلیت مشاهده دارایی‌ها، فرصت‌های رشد، نسبت پرداخت سود، ریسک سود و صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی، پرتفویی تشکیل دهند که دارای ریسک قابل قبولی در طی دوره‌های آتی باشد. سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران به علت دانش مالی پایین نسبت به کشورهای توسعه‌یافته و عدم وجود تحلیل‌گران و عدم استفاده سرمایه‌گذاران از تحلیل‌گران موجود باعث شده است که واکنش صحیحی نسبت به شرکت‌های مختلف انجام ندهند و این در نهایت می‌تواند منجر به ورشکستگی و یا عدم توان پرداخت بدهی و کمبود نقدینگی شود و در نهایت زیان سرمایه‌گذاران را در پی داشته باشد. از این رو پیشنهاد می‌شود سازمان بورس اوراق بهادار، به‌عنوان مرجعی برای بسط و گسترش دانش مالی برای سهامداران و سرمایه‌گذاران، اقدام به برگزاری کلاس‌های آموزشی و تحلیلی‌گری مقدماتی برای آشنایی سرمایه‌گذاران نماید.

علل ساختار متفاوت سرمایه در ایران در مقایسه با کشورهای جنوب شرقی آسیا..... ۱۶۷

## منابع

- فهودی، پروین، ۱۳۸۸، بررسی عوامل ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی تهران مرکزی.
- بافرزاده، سعید، ۱۳۸۲، تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، سال پنجم، شماره ۱۶، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران. صص ۲۳-۴۷.
- پورحیدری، امید، ۱۳۷۴، بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت دانشگاه تهران. دلاور علی، ۱۳۷۴، مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، نشر رشد، چاپ دوم. صص ۱-۱۰.
- خاکی غلامرضا، ۱۳۷۸، روش تحقیق با رویکردی بر پایان‌نامه نویسی، انتشارات مرکز تحقیقات علمی کشور، صص ۴۵-۱۴۵.
- آذر عادل و منصور مؤمنی، ۱۳۷۵، آمار و کاربرد آن در مدیریت، جلد ۱ و ۲، چاپ اول، تهران، انتشارات سمت، صص ۱-۱۰ جلد اول و صص ۲۰-۴۵ جلد دوم.
- Huang, G & F. M Song, (2009), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", *China Economic Review*, 17, PP. 14-36.
- Chen, J & S.Homes, (2005), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies", *Economic Change and Restructuring*, PP. 11-35.
- Gordon, H.Roger & Young Lee, (2010), "Do Taxes Affect Corporate Debt Policy? Evidence From U.S. Corporate Tax Return Data", *Journal of Public Economics*, Elsevier, Vol. 82(2), PP. 195-224
- Welch, I., (2006), "Capital Structure and Stock Returns", *Journal of Political Economy*, No.112, PP. 106-131
- Drobtetz, W. and P.Pascal, (2007), "Capital Structure and Stock Returns: The European Evidence", Working Paper, <http://papers.ssrn.com.,id=957302>.

## The Reason of Different Capital Structure in Iran in Comparison with Asia Pacific Countries

Rassol Naeempoor\*  
ALI Nemati\*\*  
Maasomeh Alavi\*\*\*

(Received: 20/Jan/2012; Accepted: 14/Mar/2012)

### Abstract

Investment structure of companies (financial leverage), doubtlessly, has a significant role to make decision for investment. The studies show that there is a relation between investment structure (financial leverage) and other factors such as rate of return of assets, profit of shares, changes of profit, profit division percent, size of company, and capital market value than value volume of the rights of share holders. The target to consider investment market is to define the structure of financial resources in order to maximize wealth of share holders. Theoretical framework of this research and also other researches is an appropriate database for such this purpose. There is no doubt that there will be a lot of problems in practice because the investment of shareholders is affected by too many factors among which we can mention investment structure (financial leverage). So financial managers of companies pay their attention to the effects of various methods to provide financial resources and evaluate the effect of different financial structures on investment of share holders. The aim of this research is to consider defining factors and the relation between investment structure and above-mentioned factors in the companies which are accepted in Tehran Stock Exchange Market. According to this target, we have selected 88 companies among the statistical society which provide our required data for an 8-year period of research (2002 to 2009). "Compound Regression" method is used to test research theories and "Significant Test Patterns" is done by F and t parameters.

**Key Words:** Tehran Stock Exchange Market, Investment Structure (Financial Leverage), Circulation of Assets, Current Ratio, Size of Organization, Return on investment.

---

\*Lecture of Islamic Azad University, Shahre Reay Branch, Corresponding Author, naeempoor@yahoo.com.

\*\* Faculty Member of Islamic Azad University, Central Tehran Branch.

\*\*\* Faculty Member of Islamic Azad University, Central Tehran Branch.