

مقایسه شدت تاثیر تأمین مالی از طریق بدهی و سودآوری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهرداد قنبری^۱، بهاره جمشیدی نوید^۲، شهاب نجفی^۳

۱- عضو هیات علمی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمانشاه، mehrdadghanbari@yahoo.com

۲- دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمانشاه، b.jamshidynavid@gmail.com

۳- کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بروجرد، bita.n1380@gmail.com

چکیده- بنگاه‌ها به منظور اجرای پروژه‌های سودآور و دست‌یابی به حداکثر بازدهی در جهت افزایش منافع سهامداران خود از منابع مالی مختلف بهره می‌گیرند. توانایی بنگاه‌ها در مشخص نمودن منابع داخلی یا خارجی از عوامل اصلی رشد و پیشرفت آن‌ها محسوب می‌شود. هدف پژوهش حاضر مقایسه شدت تاثیر تأمین مالی از طریق بدهی و سودآوری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این پژوهش تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه‌ی زمانی سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۲ به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد که اندازه شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. قدمت شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. بازده مازاد بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. قدرت کسب سود دارایی‌ها بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. نرخ رشد سود بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. نوسان پذیری سود (ریسک) بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

کلید واژه: تأمین مالی از طریق بدهی، اندازه شرکت، سودآوری بازده مازاد دارایی‌ها، قدرت کسب سود دارایی‌ها، نرخ رشد نوسان پذیری سود.

۱- مقدمه

توانایی بنگاه‌ها در دستیابی به منابع مالی داخل و خارج از بنگاه به منظور سرمایه‌گذاری و اجرای طرح‌های توسعه‌ای آن از عوامل اصلی رشد و سودآوری محسوب می‌شود. شرکت‌ها اغلب هنگامی

که به منابع مالی جدید نیاز دارند، یا از طریق بهره‌گیری از منابع داخلی بنگاه اعم از سود انباشته و ذخایر، نیاز خود را مرتفع می‌سازند. یا از طریق دریافت وام و اعتبارات از بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری و یا انتشار سهام و سایر انواع اوراق بهادار بدهی و سرمایه‌ای. البته عامل مهم در تصمیم‌گیری بنگاه‌ها هزینه تأمین مالی می‌باشد. تأمین مالی داخلی هیچ‌گونه هزینه‌ای برای بنگاه‌ها دربر نداشته و می‌تواند در بلندمدت بنگاه را بر افق‌های فراتری از سودآوری برساند (مؤمنی، ۱۳۸۹). شکل‌گیری سازمان‌ها براساس نیاز افراد در جوامع مختلف، گرچه سازوکار خاص خود را دارد، اما آنچه مبرهن است سازمان‌ها برای حفظ، بقا و رشد نیازمند تحلیل ساختار سرمایه چه به صورت رسمی و یا غیررسمی هستند و یا می‌باشند. تغییرات سریع کنونی در محیط داخل و خارج سازمان‌ها از یک طرف، بقا و ماندگاری از طرف دیگر امری اجتناب‌ناپذیر است. رکودهای اخیر و بحران ورشکستگی بانک‌ها در دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۱ که خود دلایلی بوده‌اند و یا عواملی می‌باشند که بررسی و تحلیل ساختار سرمایه و نسبت سرمایه‌ی کافی بانک‌ها را در عرصه‌ی بانکداری مورد توجه قرار داده‌اند و یا قرار می‌دهند. پیرامون تعیین عوامل موثر بر ساختار سرمایه تحقیقاتی انجام شده که از جمله پژوهش‌های انجام گرفته داخلی، فهیم نژاد و آقایی (۱۳۸۲) در تحقیق خود تحت عنوان نقش استقراض (اهرم مالی) در سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که بین دو متغیر اهرم مالی و سودآوری شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد. نمازی و شیرزاد (۱۳۸۳) رابطه‌ی تاثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را در صنایع مختلف بررسی کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بین دو متغیر تهران ساختار سرمایه و سودآوری شرکت رابطه مثبت وجود دارد و ساختار سرمایه بهینه را می‌توان در صنایع گوناگون تعیین کرد.

می‌توان به پژوهش لطفی (۱۳۸۳) تحت عنوان بررسی تاثیر ساختار مالی بر هزینه سرمایه و قیمت سهام در شرکت‌های خودرو و سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۸۱-۷۴ صورت گرفته که نتایج آن حاکی از ارتباط مستقیم بین نسبت بدهی در ساختار مالی با قیمت بازار سهام و ارزش بازار شرکت و همچنین ارتباط معکوس بین هزینه سرمایه و نسبت بدهی می‌باشد. رضاییان (۱۳۸۴) درباره تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی) تحقیقی انجام داده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که اندازه یک شرکت از مهم‌ترین پارامترهای تاثیرگذار بر

تعدیل و یا انتخاب تصمیمات تأمین مالی محسوب می‌گردد. از میان پژوهش‌های خارجی انجام شده مرتبط با پژوهش حاضر می‌توان به موارد زیر اشاره کرد: بون و روجرز (۲۰۱۴) در تحقیقی با عنوان "ساختار سرمایه شرکت‌های فهرست شده در چین: آیا صنعت تولیدی یک صنعت خاص است؟" به مطالعه این امر پرداختند که آیا عضویت در یک صنعت خاص می‌تواند تفاوت‌های اهرمی بین شرکت‌های مختلف را تشریح نماید، پرداختند. آنها در تحقیق خود با استفاده از داده‌های شرکت‌های فهرست شده در بورس شانگهای تاثیر فاکتورهای مختلف قدرت استقرایی و سودآوری را بر ساختار سرمایه شرکت‌های تولیدی و غیرتولیدی مورد آزمون قرار دادند. آنها برای تحلیل داده‌های تحقیق از تحلیل رگرسیون تلفیقی استفاده نمودند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که سطح اهرم در بین صنایع مختلف متفاوت است. آنها همچنین دریافتند که برخلاف فاکتورهای مختلف سودآوری که تاثیر معناداری بر اهرم ندارند، فاکتورهای قدرت استقرایی بطور معناداری بر اهرم شرکت‌های فهرست شده در بورس شانگهای اثر گذارند. جونگ و همکاران (۲۰۰۸) در تحقیق اثرگذار خود میزان تاثیر تفاوت‌های موجود در کشورها را بر سطح اهرم شرکت‌ها مورد آزمون و بررسی قرار دادند. آنها در پژوهش خود از مجموعه‌ای متغیرهای مربوط به یک کشور استفاده نمودند و نسبت بدهی را بعنوان نمادی از ساختار سرمایه بکار بردند. نتایج تحقیق جونگ و همکارانش نشان داد که اثرات مربوط به کشور بر سطح اهرم شرکت‌ها بطور معناداری اثر می‌گذارند. بدین معنی که ساختار سرمایه شرکت تحت تاثیر متغیرهای کشور قرار می‌گیرد.

۲- بیان مسأله

از دیدگاه مدیریت مالی ساختار سرمایه یکی از مهم‌ترین موضوعاتی است که در دو دهه اخیر به آن پرداخته شده است. امروزه درجه‌بندی شرکت‌ها از لحاظ اعتباری تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنها وابسته است و مبنای تولید و ارائه خدمات به نحوه تامین و مصرف وجوه مالی مربوط می‌شود. ساختار سرمایه هر شرکت هشدار اولیه‌ای در ارتباط با میزان مضیقه مالی شرکت است و لازم است در برنامه‌ریزی استراتژیک شرکت‌ها عوامل موثر بر کارایی ساختار سرمایه شرکت‌ها مورد توجه باشد (اسلامی بیدگلی و جولا، ۱۳۸۸). نظر به اهمیت استراتژیک ساختار سرمایه، همواره محققان بسیاری سعی در تشریح آن داشته‌اند که ظهور تئوری‌های مختلف ساختار سرمایه گواهی بر این ادعا می‌باشند.

تئوری‌های ساختار سرمایه بویژه تئوری‌های موازنه و ترتیب هرمی تحت تاثیر تفاوت‌های فرهنگی، رفتاری و سازمانی قرار می‌گیرند (بون و رودجرز، ۲۰۱۴). نتایج حاصله از آزمون تئوری‌های ساختار سرمایه بویژه تئوری‌های موازنه و ترتیب هرمی در کشورها و بازارهای مختلف منجر به نتایج متفاوت و گاهاً متضادی شده است. تلاش‌های بسیاری صرف تعیین عوامل موثر بر ساختار سرمایه شده است. محققان فاکتورهای متعددی را که احتمال می‌رود قادر به توجیه نتایج ناسازگار حاصله از آزمون تئوری‌های ساختار سرمایه در کشورها و بازارهای مختلف شناسایی و معرفی نموده‌اند. اما هنوز این حقیقت که در هر کشوری چه عواملی بر ساختار سرمایه اثرگذارند در حاله‌ای از ابهام است. لذا تحقیق حاضر بر آن است تا برخی از فاکتورهای سازمانی موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران را شناسایی نماید. این فاکتورها در دو دسته کلی فاکتورهای قدرت استقرایی و سودآوری قرار می‌گیرند. علاوه بر آن شدت تاثیر این فاکتورها بر ساختار سرمایه شرکت‌های بورسی مقایسه می‌شود.

۳- فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اصلی: تأمین مالی از طریق بدهی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.
- فرضیه فرعی ۱: اندازه شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.
- فرضیه فرعی ۲: قدمت شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.
- فرضیه اصلی ۲: سودآوری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.
- فرضیه فرعی ۱: بازده مازاد بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.
- فرضیه فرعی ۲: قدرت کسب سود دارایی‌ها بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.
- فرضیه فرعی ۳: نرخ رشد سود بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.
- فرضیه فرعی ۴: نوسان‌پذیری سود (ریسک) بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

۴- روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف پژوهش، کاربردی می‌باشد. از نظر منطق اجرای پژوهش از نوع استقرایی، از نظر زمان انجام پژوهش مقطعی و از نظر نحوه‌ی اجرای پژوهش کمی، از نظر نوع داده‌ها توصیفی،

پیمایشی و از نوع علی و پس‌رویدادی است. انجام محاسبات موردنظر در نرم‌افزار اکسل و تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم‌افزار آماری Eviwes ویراست ۸ انجام گرفت.

طرح تحقیق

جامعه آماری

در این پژوهش تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه‌ی زمانی سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۲ به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شده است.

۳-۵ نمونه آماری و روش نمونه‌گیری

در نمونه‌گیری ۱۱۲ شرکت تخمین زده شده است که این شرکت‌ها، با توجه به شرایط زیر انتخاب شده‌اند:

- ۱- تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- ۲- شرکت‌ها نبایستی سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر نداده باشند.
- ۳- شرکت موردنظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در هیچ سالی منفی نباشد.
- ۴- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ به طور کامل ارائه کرده باشد، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری نبوده و سودده باشند. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده تعداد ۱۱۲ شرکت انتخاب می‌شوند که اطلاعات این شرکت‌ها از سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین، از طریق فیلتر کردن (روش حذف سیستماتیک) جمع‌آوری خواهد شد.

۵- مدل و متغیرهای پژوهش

ساختار سرمایه: به ترکیب بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام، ساختار سرمایه گویند.
ظرفیت استقراض: این متغیر نشان می‌دهد که دارایی‌های ثابت مشهود چه نسبتی از کل دارایی‌ها را تشکیل می‌دهند (بون و همکاران، ۲۰۱۴).

$$\text{BorrowCap} = \frac{TFA_{it}}{TA_{it}}$$

که در این رابطه: TFA: دارایی‌های ثابت مشهود؛ TA: کل دارایی‌ها

سن شرکت: سن شرکت برابر است با تعداد سال‌هایی که از شکل‌گیری شرکت گذشته است (بون و

همکاران، ۲۰۱۴). $\text{Ln Firm age} =$ تعداد سال‌های عمر شرکت

اندازه شرکت: منظور از اندازه شرکت حجم و میزان فعالیت شرکت است به ترکیب بدهی‌ها و

حقوق صاحبان سهام، ساختار سرمایه گویند.

سودآوری: سودآوری براساس مفهوم نزدیک بودن سود به جریان نقدی اندازه‌گیری می‌شود.

سودهایی که اختلاف کمتری با جریان‌های نقدی شرکت دارند، سودهای مطلوب‌تر و قابل‌اتکاتری

هستند. در رویکرد مرتبط با ارزش، سودآوری مبین شدت وابستگی بین سودهای حسابداری قابل

مشاهده و سودهای اقتصادی غیرقابل مشاهده است. برنستین معتقد است که سودآوری، وضعیت مالی

و نتایج عملیات شرکت را به نحو واقعی‌تری ترسیم می‌کند (بون و همکاران، ۲۰۱۴).

(۱)

$$\text{PRO} = \gamma_{1t} + \gamma_{2t} \text{CFO}_{t-1} + \gamma_{3t} \text{CFO}_t + \gamma_{4t} \text{CFO}_{t+1} + \gamma_{5t} \Delta \text{rev}_t + \gamma_{6t} \text{PPE}_t + e_t$$

CFO: جریان‌های نقدی عملیاتی؛ Δrev_t : تغییرات درآمد هر سال؛ PPE_t : دارایی‌های ثابت

بازده مازاد: در این پژوهش بازده مازاد برابر است با نسبت سود قبل از بهره و مالیات به میانگین کل

دارایی‌های دو دوره منهای نسبت بهره به بدهی‌های بلندمدت (بون و همکاران، ۲۰۱۴).

$$\text{ExcessR} = \frac{\text{EBIT}_{it}}{(\text{TA}_{it} + \text{TA}_{it-1})/2} - \frac{\text{interest}_{it}}{(\text{LTD}_{it} + \text{LTD}_{it-1})/2} \quad (2)$$

که در این رابطه: EBIT: سود قبل از بهره و مالیات، TA: کل دارایی‌ها، Interest: بهره

LTD: بدهی بلندمدت

قدرت کسب سود دارایی‌ها: این نسبت قدرت کسب سود دارایی‌ها (قبل از اثرهای ناشی از وام و

مالیات) را نشان می‌دهد. و برای مقایسه شرکت‌هایی که از نظر مالیاتی و اهرم مالی در شرایط متفاوتی

قرار دارند، مورد استفاده قرار می‌گیرد.

$$\text{P.Ability} = \frac{(\text{EBIT}_{it} + \text{EBIT}_{it-1})/2}{\text{TA}_{it}} \quad (3)$$

که در این رابطه: EBIT: سود قبل از بهره و مالیات؛ TA: کل دارایی‌ها
 نرخ رشد سود: نرخ رشد سود، برابر است با آهنگ رشد سود که از تفاوت بین سود دوره جاری و
 دوره قبل بر دوره قبل به دست می‌آید.

$$ProfitG = \frac{EBIT_{it} - EBIT_{it-1}}{EBIT_{it-1}} \quad (۴)$$

نوسان پذیری سود: منظور از نوسان پذیری تغییرپذیری در سود است که صورت این کسر انحراف
 استاندارد سود قبل از بهره و مالیات طی یک دوره ۵ ساله است و مخراج این کسر میانگین سود قبل از
 بهره و مالیات طی یک دوره ۵ ساله است (بون و همکاران، ۲۰۱۴).

$$Volatility = \frac{Standard\ Deviation\ EBIT_{2002-2007}}{Mean\ EBIT_{2002-2007}} \quad (۵)$$

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های زیر استفاده شده است:
 CAP: ساختار سرمایه، شرکت i در سال t ؛ BE: ظرفیت استقرایی، شرکت i در سال $t-1$ ؛ CS:
 اندازه شرکت، شرکت i در سال t ؛ CA: سن (قدمت) شرکت، شرکت i در سال t ؛ PR: سودآوری،
 شرکت i در سال $t-1$ ؛ ER: بازده مازاد، شرکت i در سال t ؛ PPA: قدرت کسب سود دارایی‌ها،
 شرکت i در سال t ؛ PGR: نرخ رشد سود، شرکت i در سال t ؛ VOI: نوسان‌پذیری سود (ریسک)،
 شرکت i در سال t ؛ α : عرض از مبدأ.

۶- یافته‌های پژوهش

براساس آزمون F لیمر در جدول (۱) در فرضیه اصلی ۱، با توجه به اینکه مقدار P-Value در سطح
 اطمینان ۹۵٪، برابر (۰/۰۰۴۰) شده است، به عبارتی $P-Value < 0.05$ است، لذا فرضیه صفر مبنی بر
 پولینگ بودن مدل (که فرضیه برابر بودن عرض از مبدأ برای تمامی مقاطع است) رد شده و فرضیه
 مقابل پذیرفته می‌شود. بنابراین برای هر یک از مقاطع مورد مطالعه (شرکت‌ها) یک عرض از مبدأ
 جداگانه باید در نظر گرفت. پس می‌توان جهت برآورد از روش پانل استفاده کرد. همچنین طبق نتایج
 حاصل از آزمون هاسمن برای مدل اول، با توجه به اینکه میزان آماره هاسمن (۲۳۷/۰۷۴) شده است و

از طرفی میزان $P\text{-Value} < 0.05$ است، لذا فرضیه صفر رد می‌شود. رد فرضیه صفر (H_0) نشان می‌دهد که روش اثرات تصادفی ناسازگار می‌باشد و باید از روش اثرات ثابت استفاده شود.

جدول (۱): نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

نوع آزمون	آزمون F لیمر	آزمون هاسمن
مقدار آماره	۳/۴۸۷	۲۳۷/۰۷۴
P-Value	۰/۰۰۴۰	۰/۰۰۰۰
نوع مدل	پانل	اثرات ثابت

جدول (۲): نتایج مدل اثرات ثابت

مدل اثرات ثابت	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	P-Value
C	۰/۵۴۹	۰/۲۱۱۷	۲/۵۹۷۷	۰/۰۱۰۰
CS	۰/۳۳۵	۰/۰۳۴۰	۹/۸۵۴۶	۰/۰۰۰
CA	۰/۲۴۰	۰/۰۳۷۰	۶/۴۸۷۵	۰/۰۰۰
R^2	۰/۹۷۹			
\bar{R}^2	۰/۹۷۲			
D.W	۲/۱			
F فیشر	۱۳۲/۵۱ (prob = ۰/۰۰۰۰)			

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول (۲) در شرکت‌های مورد مطالعه، با توجه به آماره t (۹/۸۵۴) و سطح احتمال مربوط به آن (۰/۰۰۰) اندازه شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. ضریب همبستگی (R^2) به دست آمده نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی مدل قادر هستند ۰/۹۷۹ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۹۷۲)، مشخص می‌شود که این ضریب بالا بوده و مفهوم آن توانایی تبیین مناسب مدل است. آماره دوربین واتسن محاسبه شده ($D.W = ۲/۱$) حاکی از عدم وجود خودهمبستگی در مدل می‌باشد. و براساس آماره آزمون F فیشر (۱۳۲/۵۱) و (prob = ۰/۰۰۰۰)، برازش کل رگرسیون معتبر است.

براساس آزمون F لیمر در جدول (۳) در فرضیه اصلی ۲، با توجه به اینکه مقدار P-Value در سطح اطمینان ۰/۹۵، برابر (۳/۷۸۴) شده است، به عبارتی $P\text{-Value} < 0.05$ است، لذا فرضیه صفر

مبنی بر پولینگ بودن مدل (که فرضیه برابر بودن عرض از مبدأ برای تمامی مقاطع است) رد شده و فرضیه مقابل پذیرفته می‌شود. بنابراین برای هر یک از مقاطع مورد مطالعه (شرکت‌ها) یک عرض از مبدأ جداگانه باید در نظر گرفت. پس می‌توان جهت برآورد از روش پانل استفاده کرد. همچنین طبق نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل اول، با توجه به اینکه میزان آماره هاسمن (۲۳۷/۰۷) شده است و از طرفی میزان $P\text{-Value} < 0.05$ است، لذا فرضیه صفر رد می‌شود. رد فرضیه صفر (H_0) نشان می‌دهد که روش اثرات تصادفی ناسازگار می‌باشد و باید از روش اثرات ثابت استفاده شود.

جدول (۳): نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

نوع آزمون	آزمون F لیمر	آزمون هاسمن
مقدار آماره	۳/۴۸۷	۲۳۷/۰۷
P-Value	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
نوع مدل	پانل	اثرات ثابت

جدول (۴): نتایج مدل اثرات ثابت

مدل اثرات ثابت	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	P-Value
C	۰/۶۴۶۴	۰/۲۱۷۲	۲/۹۷۶۱	۰/۰۰۳۲
ER	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۳	۲/۲۱۲۸	۰/۰۲۷۹
PPA	۰/۳۱۰۱	۰/۰۳۵۱	۸/۸۱۶۸	۰/۰۰۰
PGR	۰/۲۳۹۱	۰/۰۳۴۲	۶/۹۸۲۶	۰/۰۰۰
VOI	۰/۰۱۰۰	۰/۰۰۰۷	۱۳/۵۲۰۸	۰/۰۰۰
R^2	۰/۹۸۳			
\bar{R}^2	۰/۹۷۷			
D.W	۲/۱			
F فیشر	۱۶۲/۴۰ (prob = ۰/۰۰۰۰)			

براساس نتایج مدل اثرات ثابت در جدول (۴)، بازده مازاد بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. به ازاء یک درصد افزایش در متغیر بازده مازاد، ساختار سرمایه به میزان ۰/۰۰۰۸ درصد افزایش می‌یابد که چندان قابل ملاحظه نیست. سایر آماره‌های محاسبه شده شامل ضریب همبستگی، ضریب

تعیین تعدیل شده، آماره دوربین واتسن و آماره آزمون F فیشر، حاکی از مناسب بودن کل رگرسیون است.

۷- بحث و نتیجه‌گیری

فرضیه اصلی ۱: تأمین مالی از طریق بدهی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

نتایج پژوهش نشان داد که تأمین مالی از طریق بدهی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. نتایج این پژوهش با نتایج جونگ و همکاران (۲۰۰۸)، احدی سرکانی و فرزانه (۱۳۸۶)، کوهن و توماس (۲۰۰۸) مطابقت و هم‌خوانی دارد. جونگ و همکاران (۲۰۰۸) در تحقیق اثرگذار خود میزان تاثیر تفاوت‌های موجود در کشورها را بر سطح اهرم شرکت‌ها مورد آزمون و بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق جونگ و همکارانش نشان داد که اثرات مربوط به کشور بر سطح اهرم شرکت‌ها بطور معناداری اثر می‌گذرانند. بدین معنی که ساختار سرمایه شرکت تحت تاثیر متغیرهای کشور قرار می‌گیرد. احدی سرکانی و فرزانه (۱۳۸۶) مقاله‌ای تحت عنوان «ارتباط بین کفایت سرمایه و نسبت سرمایه - درآمد با عملکرد بانک‌های خصوصی ایران طی سال‌های ۸۳ تا ۸۵ که هدف آن بررسی ارتباط بین نسبت کفایت سرمایه و شاخص‌های عملکردی بانک‌های خصوصی و رابطه نسبت سرمایه درجه اول به کل دارایی‌های موزون شده به ریسک و سودآوری بانک روابط بین نسبت سرمایه و کل دارایی‌ها - سرمایه پرداخت شده به کل دارایی‌ها نسبت هزینه درآمد و سودآوری بانک‌های خصوصی است. کوهن و توماس (۲۰۰۸) در تکمیل تحقیقات انجام گرفته توسط برادشا، ریچاردسون و اسلوان؛ به بررسی ارتباط بین فعالیت‌های تأمین مالی با حساب‌های تعهدی و بازده سهام پرداختند، که نتیجه تحقیق بیانگر رابطه منفی بین فعالیت‌های تأمین مالی و بازده سهام بود.

فرضیه فرعی اول: اندازه شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

نتایج پژوهش نشان داد که اندازه شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج حاصل از دهقانی احمدآباد (۱۳۸۵)، لطفی (۱۳۸۳) و روجرز (۲۰۱۴) مطابقت دارد. دهقانی احمدآباد (۱۳۸۵) به بررسی الگوهای تأمین مالی براساس تئوری ترجیحی پرداخته و نتایج به دست آمده براساس فرضیه‌های تحقیق حاکی از آن است که نحوه تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از الگوی ترجیحی تبعیت می‌نماید. لطفی (۱۳۸۳) تحت عنوان

(بررسی تاثیر ساختار مالی بر هزینه سرمایه و قیمت سهام در شرکت‌های خودرو و سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۸۱-۷۴) صورت گرفته که نتایج آن حاکی از ارتباط مستقیم بین نسبت بدهی در ساختار مالی با قیمت بازار سهام و ارزش بازار شرکت و همچنین ارتباط معکوس بین هزینه سرمایه و نسبت بدهی می‌باشد. بون و روجرز (۲۰۱۴) در تحقیقی با عنوان ساختار سرمایه شرکت‌های فهرست شده در چین: آیا صنعت تولیدی یک صنعت خاص است؟ به مطالعه این امر پرداختند که آیا عضویت در یک صنعت خاص می‌تواند تفاوت‌های اهرمی بین شرکت‌های مختلف را تشریح نماید، پرداختند. آنها در تحقیق خود با استفاده از داده‌های شرکت‌های فهرست شده در بورس شانگهای تاثیر فاکتورهای مختلف قدرت استقراری و سودآوری را بر ساختار سرمایه شرکت‌های تولیدی و غیرتولیدی مورد آزمون قرار دادند. آنها برای تحلیل داده‌های تحقیق از تحلیل رگرسیون تلفیقی استفاده نمودند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که سطح اهرم در بین صنایع مختلف متفاوت است. آنها همچنین دریافتند که برخلاف فاکتورهای مختلف سودآوری که تاثیر معناداری بر اهرم ندارند، فاکتورهای قدرت استقراری بطور معناداری بر اهرم شرکت‌های فهرست شده در بورس شانگهای اثر گذارند.

فرضیه فرعی دوم: قدمت شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

نتایج پژوهش نشان داد که قدمت شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش رضاییان (۱۳۸۴) و وودروف (۲۰۰۷) مطابقت و هم‌خوانی دارد. رضاییان (۱۳۸۴) درباره تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی) تحقیقی انجام داده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که اندازه یک شرکت از مهم‌ترین پارامترهای تاثیرگذار بر تعدیل و یا انتخاب تصمیمات تأمین مالی محسوب می‌گردد. همچنین سودآور بودن شرکت، ساختار مالکیت متفاوت و تغییر پارامترهای مؤثر بر تحلیل بنیادی شرکت‌ها مانند سهم شناور آزاد و سود سهام از دیگر عوامل مؤثر در انتخاب شیوه‌های تأمین مالی می‌باشد. وودروف (۲۰۰۷) در تحقیق خود عوامل مؤثر بر ظرفیت بدهی را مورد بررسی و مطالعه قرار داد. وی در تحقیق خود که با استفاده از داده‌های بین سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۰۱ اطلاعات مربوط به شرکت‌های آمریکایی را مورد بررسی قرار داد. وی دریافت که ظرفیت بدهی بطور بالقوه تابعی از ۴ فاکتور است؛ نسبت دارایی و کارخانه و تجهیزات در کل

دارایی‌ها (TA)، گروه صنعت (به خاطر خاص بودن دارایی‌ها)، نوسان‌پذیری فروش و در نهایت روش استفاده شده برای استهلاک. وی دریافت که دو عامل اول بطور آماری تاثیر قابل توجهی در تشریح ظرفیت بدهی دارند. بالاتر بودن ظرفیت بدهی بطور خاص، با توجه به صنعت تولیدی مشخص می‌شود. بنابراین جای تعجب نیست که شرکت‌های فعال در یک صنعت که محصولات و خدمات مشابهی ارائه می‌نمایند و از دارایی‌های مشابهی استفاده می‌کنند ریسک خاص دارایی‌های آنها مشابه باشد.

فرضیه اصلی ۲: سودآوری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

نتایج پژوهش نشان داد که سودآوری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج برادشا، ریچاردسون و اسلوان (۲۰۰۹) مطابقت و هم‌خوانی دارد. برادشا، ریچاردسون و اسلوان (۲۰۰۹) در تحقیق خود با عنوان رابطه بین فعالیت‌های تامین مالی، پیش‌بینی تحلیل‌گران و بازده سهام در یک دوره ۳۰ ساله، به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس بین خالص وجوه نقد مربوط به هر یک از طبقات فعالیت‌های تامین مالی (انتشار سهام و استقراض) با بازده سهام و همچنین سودآوری شرکت وجود دارد. نوآوری طرح تحقیق استفاده از صورت جریان وجوه نقد، برای اطلاعات حاصل از تامین مالی بود، که از این لحاظ رویکردی کاملاً نقدی به موضوع مورد بحث داشته و سایر موارد تغییرات در ساختار سرمایه مانند افزایش سرمایه از محل مطالبات، افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته‌ها و تبدیل بدهی به سرمایه را موردنظر قرار نمی‌داد. در این تحقیق به طور همزمان، دو فرضیه قیمت‌گذاری نادرست و انتقال ثروت مورد بررسی قرار گرفت.

فرضیه فرعی اول: بازده مازاد بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

نتایج پژوهش نشان داد که بازده مازاد بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. نتایج حاصل از پژوهش حاضر با نتایج باقرزاده (۱۳۸۲) و جانگک و کای (۲۰۰۷) هم‌راستا می‌باشد. باقرزاده (۱۳۸۲) تحقیقی پیرامون تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. نتایج این تحقیق، اگرچه پیش‌بینی تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تامین مالی و فرضیه دوم تقارن اطلاعاتی را تأیید نمی‌کند، اما به نظر می‌رسد شرکت‌های عضو بورس تهران در تامین منابع مالی موردنیاز خود، در عمل سلسله مراتب گزینه‌های تامین مالی را طی می‌کنند. علاوه بر این شرکت‌های

عضو بورس اوراق بهادار تهران، در تأمین منابع مالی مورد نیاز از خارج شرکت، استقراض را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند. بنابراین یافته‌های این تحقیق، پیش‌بینی تئوری توازن پایدار ساختار سرمایه را تأیید اما پیش‌بینی تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی را تأیید نمی‌کند. جانگ و کای (۲۰۰۷) در تحقیق خود تحت عنوان "پویایی ساختار سرمایه و بازده سهام" با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های دولتی آمریکا در طول سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۷ همانند فاما و فرنچ اهرم را هدفی برای هر شرکت تلقی و سپس میزان انحراف از این هدف را محاسبه کردند. نتایج بدست آمده با پیش‌بینی مدل توازن پایدار همخوانی نداشت؛ به دلیل اینکه انحراف از نسبت هدف باید به عنوان خبر بد تعبیر می‌شد، در حالی که وقتی سهام براساس انحراف از هدف، به گروه‌های مختلفی تقسیم شد، الگوی خاصی از بازده در آنها مشاهده نشد. آنها به این نتیجه رسیدند که بین تغییرات اهرم مالی و بازده سهام عمدتاً ارتباط منفی وجود دارد؛ به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که تغییرات بیشتری در نسبت اهرمی آنها وجود دارد، بازده سهام کمتری دارند. این رابطه منفی برای شرکت‌هایی که سطح اهرمی بالاتری دارند، شدیدتر است و در آنها نقش بدهی‌های بلندمدت بسیار بیشتر از بدهی‌های کوتاه مدت است. در این تحقیق، از تجزیه و تحلیل مقطعی استفاده شده است.

فرضیه فرعی دوم: قدرت کسب سود دارایی‌ها بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

نتایج پژوهش نشان داد که قدرت کسب سود دارایی‌ها بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. نتایج این پژوهش با نتایج مایر (۱۹۸۹) همخوانی دارد. مایر (۱۹۸۹) ساختارهای مالی شرکت‌ها را در هشت کشور مختلف صنعتی در طی دوره‌ی ۸۵-۱۹۷۰ بررسی و مقایسه کرد. برخی از نتایج این تحقیقات به شرح زیر است:

۱- سود انباشته، مهمترین منبع تأمین مالی همه‌ی کشورها به ویژه در انگلستان، کانادا و آمریکا است. به طوری که در آمریکا و انگلستان بیش از ۷۵ درصد سرمایه‌گذاری‌ها از طریق سود انباشته تأمین مالی شده است.

۲- یک ارتباط معکوس بین استفاده از سود انباشته و اعتبارات بانکی وجود داشته است.

فرضیه فرعی سوم: نرخ رشد سود بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

نتایج پژوهش نشان داد که نرخ رشد سود بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج حاصل از پژوهش محسنی دمنه (۱۳۷۷) مطابقت و هم‌خوانی دارد. محسنی دمنه (۱۳۷۷) مقاله‌ای تحت عنوان بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر هزینه‌ی سرمایه و بازده سهام در بازار سرمایه‌ی ایران که هدف آن تبیین ارتباط بین هزینه‌ی سرمایه و بازدهی مورد توقع سهامداران با میزان بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

فرضیه فرعی چهارم: نوسان‌پذیری سود (ریسک) بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

نتایج پژوهش نشان داد که نوسان‌پذیری سود (ریسک) بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج حاصل از پژوهش ولکتورام کانزائر و دیوید هاجسیون و ریموند کوکس هم‌خوانی دارد. ولکتورام کانزائر در تحقیقی تحت عنوان تأثیر تمرکز بر ساختار سرمایه‌ی بانک‌ها و مؤسسات تمرکز بازار بانک‌ها و مؤسسات در ۳۹ کشور تحلیل کرده‌اند و نشان توانایی شرکت با تمرکز بیشتر بر بانک‌ها و حمایت طولانی‌تر از حقوق بستانکاران افزایش می‌یابد را بررسی کرده‌اند. دیوید هاجسیون و ریموند کوکس در سال ۲۰۰۳ تحت عنوان بررسی رابطه بین ساختار سرمایه بانک‌ها و دو شاخص سودآوری بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام در ایالات متحده آمریکا نشان‌دهنده ارتباط مثبت بین اهرم مالی و بازده حقوق صاحبان سهام و ارتباط معکوس بین اهرم مالی و بازده دارایی‌ها وجود دارد.

۸- پیشنهادهای اجرایی

پیشنهاد مربوط به فرضیه اصلی ۲: تأمین مالی از طریق بدهی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

از آن‌جا که بانک‌ها نمی‌توانند ساختار سرمایه‌ی مطلوب را به صورتی دقیق تعیین کنند، مدیران هنگام تجزیه و تحلیل‌های کمی از قضاوت‌های شخصی استفاده کنند.

با توجه به وجود اولویت در تأمین مالی از طریق استقراض نسبت به انتشار سهام در مراحل رشد و بلوغ شرکت‌ها، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد، برای برآورد و تجزیه و تحلیل نحوه عملکرد شرکت و بکار بردن پیش‌بینی‌های لازم برای اخذ تصمیمات معقولانه همزمان با استفاده از صورت-

های مالی، با دقت بیشتری و با در نظر گرفتن اثر چرخه عمر، به ارزیابی تصمیمات تأمین مالی برون سازمانی شرکت‌ها پردازند، علاوه بر این با در نظر گرفتن عامل اندازه در مراحل مختلف چرخه عمر و وجود اولویت در تأمین مالی از طریق استقراض نسبت به انتشار سهام، در شرکت‌های بزرگ و در مرحله رشد و شرکت‌های بزرگ و در مرحله بلوغ، توجه سرمایه‌گذاران به اندازه شرکت‌ها نیز در این گونه تصمیم‌گیری‌ها عاملی ضروری به نظر می‌رسد.

مدیریت شرکت‌ها در برنامه‌ریزی‌های خود برای نگهداری موجودی‌های نقدی و جهت دست‌یابی به نقدینگی هدف، علاوه بر نقدینگی ابتدای دوره به عوامل مذکور نیز توجه نمایند. با توجه به نتایج، مشخص گردید وجود وجه نقد موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود و این افزایش در مورد شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر است پس به مدیران توصیه می‌گردد وجه نقد کافی در شرکت نگهداری کنند.

پیشنهاد مربوط به فرضیه فرعی ۱: اندازه شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.
اندازه شرکت می‌تواند نمایانگر برتری رقابتی باشد. از آنجایی که سهم بیش‌تر از بازار نیاز به تولید و فروش بیشتر دارد لذا داشتن منابع مالی کافی و اندازه بزرگ‌تر می‌تواند شرکت را در تولید بیش‌تر و صرف هزینه‌های تولید و بازاریابی بیشتر یاری کند تا بتواند مزیت‌های رقابتی ایجاد نماید. اندازه شرکت نشان دهنده ریسک کلی شرکت است. توان مالی بیش‌تر می‌تواند سبب کاهش ریسک کلی شرکت شود زیرا شرکت‌های بزرگ‌تر در معرض ایمنی عمومی بیش‌تری می‌باشند، زیرا از نظر تحلیل‌گران مالی شناخته‌تر هستند.

پیشنهاد مربوط به فرضیه فرعی ۲: قدمت شرکت بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.
تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه شرکت دارای دو جنبه است: اول، میزان سرمایه مورد نیاز؛ دوم، ترکیب منابع تأمین سرمایه. بنابراین به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از جمله سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که قبل از اتخاذ هرگونه تصمیمی شرکت باید از میزان سرمایه مورد نیاز خود آگاهی کامل داشته باشد. برای تأمین سرمایه باید بدانند که از کدام منابع استفاده کند؛ یعنی چه تعداد اوراق قرضه منتشر کند و چه مقدار از آن را از محل انتشار سهام عادی تأمین کند.

پیشنهاد مربوط به فرضیه اصلی ۱: سودآوری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

هدف از فرصت‌های سرمایه‌گذاری روی آوردن به بازار و کسب سود و افزایش ثروت می‌باشد. یکی از راه‌های افزایش ثروت سهامداران استفاده مناسب از فرصت‌ها است. بنابراین ارائه اطلاعاتی که بتواند سهامداران را در ارزیابی فعالیت‌ها و توانایی واحدهای تجاری و انتخاب، برای سرمایه‌گذاری یاری رساند، ضروری است.

پیشنهاد مربوط به فرضیه فرعی ۱: بازده مازاد بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.
از آنجا که هزینه سرمایه شرکت تابعی از ساختار سرمایه آن تلقی می‌شود، انتخاب ساختار سرمایه مطلوب موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت و افزایش ارزش بازار آن شده، که این امر موجب افزایش سرمایه فکری شرکت می‌شود.

نتایج بدست آمده حاکی از اهمیت عوامل ریسک مطرح شده است که تاثیر بسزایی در مازاد بازده سهام دارند. این موضوع می‌تواند به سرمایه‌گذاران کمک کند تا با توجه به درجه ریسک‌پذیری‌شان، پرتفوی بهتری را تشکیل دهند. فعالان در بورس اوراق بهادار تهران می‌توانند از عامل نقدشوندگی معرفی شده در این تحقیق برای اندازه‌گیری بازده مازاد خود استفاده نمایند.

پیشنهاد مربوط به فرضیه فرعی ۲: قدرت کسب سود دارایی‌ها بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

مسئولان و برنامه‌ریزان دولتی به عوامل مذکور به عنوان عواملی که تأثیر قابل توجهی بر نگهداری موجودی‌های نقدی توسط شرکت‌های دولتی دارند و می‌توانند بیانگر میزان تقاضای شرکت‌های دولتی برای موجودی‌های نقدی نیز باشند، توجه نمایند.

پیشنهاد مربوط به فرضیه فرعی ۳: نرخ رشد سود بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

نرخ سود بایستی به میزانی مشخص شود که برای سپرده‌گذار نگاهداری پول در بانک جذاب باشد، به خصوص باید یک تناسب منطقی بین این نرخ و نرخ سود در بازار آزاد وجود داشته باشد. شرکت‌ها بایستی برای سپرده‌گذاران امکانات مناسبی را جهت دسترسی سریع و آسان و مطمئن به سپرده‌های خودشان فراهم آورند. در این خصوص فن‌آوری‌های نوین امکانات جالبی را ارائه می‌نمایند که به آسانی پول موردنیاز را در اختیار صاحب سپرده قرار می‌دهند. با این حال فن‌آوری‌های نوین می‌توانند با گسترش خدماتی که ارائه می‌نمایند نوعی چالش را نیز برای شرکت به وجود آورند

که این مسئله به خصوص در ارتباط با کارت‌های مغناطیسی و هوشمند و نقص فنی و عدم پرداخت پول در اوایل هر ماه که زمان پرداخت حقوق کارکنان دولت است قابل توجه می‌باشد.

پیشنهاد مربوط به فرضیه فرعی ۴: نوسان‌پذیری سود (ریسک) بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثر معنادار دارد.

در شرایطی که ریسک شرکت زیاد نباشد افزایش بدهی مدنظر قرار گیرد زیرا با بکارگیری منابع تامین مالی ارزان امکان افزایش عایدی هر سهم و همچنین افزایش ارزش سهام در میان مدت وجود دارد که در نتیجه در بلندمدت وابستگی به منابع مالی خارج را کاهش می‌دهد.

با توجه به نتایج تحقیق حاضر پیشنهادی که می‌توان به سرمایه‌گذاران ارائه نمود آنست، که علاوه بر رقم خام ساختار سرمایه به میزان نوسانات آن نیز توجه داشته باشند. زیرا این کار می‌تواند، اطلاعات مربوطی را در اختیار آنها قرار دهد. با توجه به اینکه هدف شرکت افزایش ثروت سهامداران است، در صورتی که نرخ بازده سرمایه‌گذاری بیشتر از نرخ هزینه سرمایه باشد و بدون افزایش ریسک، نرخ بازده افزایش یابد، این امر منجر به افزایش ثروت سهامداران خواهد شد. از آنجا که با افزایش بازده، (سهامداران ممتاز و صاحبان بدهی بازده ثابتی دارند)، مزاد بازده اضافی متعلق به سهامداران عادی خواهد شد و در نتیجه ثروت سهامداران افزایش می‌یابد.

۹- پیشنهادهای آتی

- همچنین در راستای پژوهش حاضر، محورهای زیر برای انجام پژوهش‌های بیشتر پیشنهاد شد:
- بررسی رابطه بین تأمین مالی از طریق بدهی و تغییرات وجوه نقد آزاد با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کننده قدمت شرکت.
- بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و سودآوری با توجه به بازده مازاد.
- بررسی رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد با محتوای اطلاعاتی و تأثیر آن بر نوسان‌پذیری سود.
- بررسی رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش.
- بررسی رابطه غیرخطی معیارهای تحقیق حاضر.

- پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی متغیرهای دیگر نظیر ریسک شرکت و تورم به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شود.

مراجع

- ۱- احدی سرکانی م ع و احمدوند ژ، ۱۳۸۵. بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تحقیقات مالی، ۲۶: صفحه‌های ۴۱ تا ۶۰.
- ۲- اسلامی بیدگلی غ و جولا ج؛ ۱۳۸۴. بررسی رابطه ساختار سرمایه با ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فصلنامه بورس اوراق بهادار سال: ۲، شماره: ۸.
- ۳- باقرزاده س، ۱۳۸۶. تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، شماره ۱۶.
- ۴- دهقانی م و احمدآبادی س، ۱۳۸۷. تاثیر رشد اقتصادی بر ساختار مالی و مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، تابستان، سال هفتم، تابستان، شماره ۲۵، صفحه‌های ۲ تا ۲۹.
- ۵- رضاییان ع و سینیایی ح، ۱۳۸۴. بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی). پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، شماره ۱۹.
- ۶- رمضان‌الف، ۱۳۸۳. رابطه اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نامه اقتصادی مفید، سال دوازدهم، ش ۵۷، صفحه‌های ۲۹ تا ۴۸.
- ۷- لطفی ح، ۱۳۸۳. ابزارهای تأمین مالی و مانده وجه نقد بررسی‌های حسابداری حسابرسی، شماره ۵۷، صفحه‌های ۶۹ تا ۸۴.
- ۸- محسنی دمنه ق، ۱۳۷۷، بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه و بازدهی سهام در بازار سرمایه ایران، کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه امام صادق علیه السلام.
- ۹- مومنی ح، ۱۳۸۹. بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پژوهش‌های حسابداری مالی، سال اول، تهران. شماره اول و دوم، صفحه‌های ۵۳ تا ۷۰.

۱۰- نجفی الف، ۱۳۸۵. رابطه کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سرمایه در ایران بررسی‌های حسابداری و

حسابرسی. دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال سیزدهم، ش ۵۳، صفحه‌های ۶۷ تا ۸۲.

- 11- Boun L, and Zhipeng Yan (2014) "Firm Maturity and Pecking Order theory", available at: www.ssrn.com/abstract=1760505.
- 12- Bradsha M, Richardson H, and Eslan L, 2009. Market evaluation of off balance sheet financing, Texas university.
- 13- Kouhen, A. & K. Tomas. (2006). Corporate Financing in Canada. Department of Economics University of Calgary.
- 14- Jung N, Vasiliou D, and Neokosmidi Z.V, 2007. "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An Empirical Study", *Managerial Finance*, Vol. 33, No. 5, pp. 321-331.
- 15- Myers S C, (1989) "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics* 13. pp. 187-221.
- 16- Woodrooffe M, 2007. "Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories". working paper, University of Colorado at Boulder.