

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه پیام نور  
مرکز بهشهر

پایان نامه

برای دریافت مدرک کارشناسی ارشد  
رشته حسابداری

عنوان:

بررسی رابطه بین معیارهای اهرم مالی (ساختار سرمایه) و  
معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران

استاد راهنما:

دکتر عزیز گرد

استاد مشاور:

دکتر سید حسن صالح نژاد

ابوالفضل حسنی

تابستان 1390

## تقدیم به :

پدر و مادر صبورم که همواره دعایشان بدرقه راهم بوده است.

همسر مهربانم که الگوی فداکاری و صداقت است.

فرزند دلبندم که امید حرکت و تلاش را در من فزونی بخشید.

و تمامی اساتید و معلمانی که به من علم و معرفت آموختند.

## سپاسگزاری

" من لم يشكر المخلوق ، لم يشكر الخالق "

سپاس بی کران پروردگار یکتا را که هستی ام بخشید و مرا به طریق علم و دانش رهنمون ساخت . آنچه در این رساله گرد آمده است بیش از هر چیز وامدار زحمات معلمان و اساتید گرانقدری است که افتخار شاگردی آنان را داشته ام و برای همیشه ایام سپاسگزارشان خواهم بود.

ضمن عرض تشکر و قدردانی از جناب آقای دکتر عزیز گرد به پاس بهره مندی از راهنمایی های ارزشمندشان و تقدیر و سپاس از جناب آقای دکتر سید حسن صالح نژاد که همواره از مشاوره های استادانه ایشان بهره مند بوده ام از زحمات این سروران و سایر عزیزانی که در تهیه این رساله اینجانب را یاری نموده اند کمال تشکر را دارم .

## چکیده

هدف از این تحقیق بررسی تجربی رابطه بین معیارهای اهرم مالی و معیارهای ارزیابی عملکرد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد. مبانی تئوریک در خصوص ساختار سرمایه، در پی رسیدن به حدی از تعادل بین دو منبع اصلی تأمین مالی یعنی بدهی و حقوق صاحبان سهام است که بتواند در آن نقطه، ارزش سهام شرکت را به حداکثر برساند و در مقابل، هزینه منابع تأمین مالی را نیز به حداقل ممکن کاهش دهد. بررسی عملکرد شرکتهای از مهمترین موضوعات مورد توجه مدیران، سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان و سایر اشخاص ذینفع محسوب می شود و نتایج حاصل از آن مبنای بسیاری از تصمیم گیریها در داخل و خارج از آن است. در این تحقیق معیارهای اهرم مالی و دو معیار ارزیابی عملکرد شامل نسبت بازده داراییها (ROA) و نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام باضافه ارزش دفتری بدهیها بر ارزش دفتری کل دارایی (Q توبین)، مورد توجه قرار گرفته است. هدف این تحقیق پاسخ به این سوال است که آیا بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه ای وجود دارد یا خیر.

جهت گیری این تحقیق کاربردی می باشد. در این تحقیق از رویکرد قیاسی - استقرایی استفاده شده است. برای تبیین پیشینه تحقیق از روش کتابخانه ای و بررسی مقالات علمی، کتابها، گزارشها و اطلاعات موجود در شبکه های اطلاع رسانی اینترنتی و پایان نامه های مرتبط مقطع دکتری و کارشناسی ارشد استفاده شده است. برای اندازه گیری متغیرهای تحقیق نیز از اطلاعات میدانی (اطلاعات مستخرج از صورتهای مالی شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران) استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل آنها نیز از نرم افزارهای آماری (SPSS) استفاده می شود.

در این تحقیق جامعه آماری شرکتهای موجود در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که از طریق نمونه گیری آماری (کوکران) تعدادی از آنها برای تحقیق تعیین می شود. معیارهای اهرم مالی متغیرهای مستقل و معیارهای ارزیابی عملکرد متغیرهای وابسته تحقیق می باشد. در این پژوهش با استفاده از رگرسیون چند متغیره و ضریب همبستگی، تجزیه و تحلیل داده ها انجام می شود. از آزمون K-S برای تعیین نرمال بودن داده ها، روش رگرسیون برای بیان ارتباط متغیرها، آماره آزمون t برای آزمون معنادار بودن ضرایب معادله رگرسیون و در نهایت از آماره آزمون فیشر برای تعیین معنادار بودن معادله رگرسیون استفاده خواهد شد. در نهایت با توجه به آزمونهای فوق نتایج زیر بدست آمد:

بین متغیرهای TDTE، LTDTA و TDTC با معیار ارزیابی عملکرد ROA رابطه معنادار وجود داشته ولی ارتباط هیچ یک از متغیرهای مستقل با متغیر Q توبین معنادار نیست.

## فهرست مطالب

صفحه

عنوان

### فصل اول : کلیات تحقیق

1.....	مقدمه
2.....	بیان مساله
4.....	اهمیت موضوع
5.....	اهداف پژوهش
5.....	فرضیات پژوهش
6.....	متغیرهای تحقیق
7.....	مدل تحلیلی تحقیق
8.....	چارچوب نظری تحقیق
8.....	روش انجام پژوهش
8.....	روش جمع آوری اطلاعات
9.....	روش تجریه و تحلیل اطلاعات
9.....	قلمرو پژوهش
10.....	واژگان کلیدی پژوهش
10.....	ساختار تحقیق

### فصل دوم : مبانی نظری و پیشینه تحقیق

12.....	مقدمه
13.....	اهمیت موضوع
14.....	منابع مالی واحدهای اقتصادی و فرایند تامین مالی
15.....	جنبه های مختلف تامین مالی
16.....	روشهای تامین مالی
19.....	تامین مالی در ایران
20.....	ساختار سرمایه
21.....	هزینه سرمایه
25.....	عوامل موثر بر ساختار سرمایه

29.....	عوامل موثر بر ساختار سرمایه در ایران.....
30.....	نسبتهای اهرم مالی.....
33.....	نظریات مختلف پیرامون ساختار سرمایه.....
42.....	ارزیابی عملکرد.....
73.....	پیشینه تحقیق.....

### فصل سوم : روش تحقیق

80.....	مقدمه.....
80.....	جامعه آماری پژوهش.....
80.....	تعیین اندازه نمونه آماری.....
83.....	نوع و روش تحقیق.....
83.....	روشهای جمع آوری اطلاعات.....
84.....	فرضیات تحقیق.....
85.....	نحوه محاسبه متغیرهای تحقیق.....
87.....	روش آماری.....

### فصل چهارم : یافته های تحقیق

95.....	مقدمه.....
96.....	آزمون کولموگروف - اسمیرنوف برای تعیین نرمال بودن داده ها.....
97.....	تحلیل همبستگی.....
98.....	رگرسیون و تحلیل واریانس.....
99.....	بررسی ارتباط متغیر Qتوبین و متغیرهای مستقل.....
101.....	بررسی ارتباط متغیر ROA و متغیرهای مستقل.....
102.....	آزمون دوربین - واتسون.....

### فصل پنجم : جمع بندی نتیجه گیری و ارائه پیشنهادات

104.....	مقدمه.....
104.....	نتایج حاصل از تحقیق.....

106.....	تعبیر و تفسیر نتایج آزمون فرضیه ها
109.....	آزمون دوربین واتسون (DW)
110.....	نتیجه گیری
111.....	مشکلات و محدودیتهای تحقیق
111.....	پیشنهادات
<b>114.....</b>	<b>پیوستها</b>
<b>139.....</b>	<b>فهرست منابع و ماخذ</b>



## فهرست جداول

صفحه	عنوان
82.....	جدول 3-1- شرکت‌های مورد بررسی.....
96.....	جدول 4-1- نتیجه آزمون K-S برای متغیرها.....
97.....	جدول 4-2 - نتیجه آزمون K-S برای متغیرهای نرمال شده.....
97.....	جدول 4-3- نمایش رابطه متغیر Qتوبین با متغیرهای مستقل.....
98.....	جدول 4-4- نمایش رابطه متغیر ROA با متغیرهای مستقل.....
100.....	جدول 4-5-نمایش نتایج آزمون F برای متغیر Qتوبین.....
100.....	جدول 4-6-نمایش رابطه بین هر متغیر مستقل با متغیر Qتوبین.....
101.....	جدول 4-7- نمایش نتایج آزمون F برای متغیر ROA.....
102.....	جدول 4-8- نمایش رابطه بین هر متغیر مستقل با متغیر ROA.....
102.....	جدول 4-9-نمایش نتایج آزمون دوربین واتسون.....

**فصل اول**  
**کلیات تحقیق**

## 1-1- مقدمه

در جهان امروز، با توجه به شرایط بازار رقابت و تغییرات سریع تکنولوژی، تصمیم‌گیریهای مالی و سرمایه‌گذاری نیاز به تخصص در امور مالی دارد. تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری در شرکتها، تصمیماتی هستند که هر دو با آینده‌نگری اتخاذ می‌شوند. در تصمیمات مالی، شرکت وجوه مورد نظر را در حال حاضر بکار می‌گیرد تا در آینده بتواند به تعهدات خود در قبال تامین‌کنندگان مالی عمل نماید. در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت از بعضی از مزایای فعلی به امید تحصیل مزایای بیشتر در آینده چشم‌پوشی میکند.

بنگاههای اقتصادی برای ورود به تجارت و ادامه فعالیت نیاز به سرمایه دارند. منابع تامین مالی شرکتها بر اساس سیاست تامین مالی آنها به دو بخش منابع مالی درونی (از طریق سودهای انباشته) و منابع مالی بیرونی (از طریق بدهی و سهام) تقسیم میشوند. لازمه تامین سرمایه از منابع درونی، سودآوری گذشته شرکت میباشد یعنی شرکت بجای تقسیم سود بین سهامداران، سود را جهت کسب بازده بیشتر بکار میگیرد. در منابع مالی بیرونی، شرکت از محل بدهی‌ها و سهام اقدام به تامین مالی می‌نماید.

تحصیل سرمایه از طریق هر یک از روشهای فوق دارای منافع و هزینه‌هایی برای شرکت تحصیل‌کننده سرمایه میباشد. تفاوت اصلی بدهی<sup>۱</sup> و سهام<sup>۲</sup> در این است که در بدهی‌ها، شرکت باید تعهدات<sup>۳</sup> خود را به طلبکاران قبل از سهامداران پرداخت نماید. تفاوت دیگر این است که پرداخت بدهی‌ها همراه با هزینه بهره<sup>۴</sup> میباشد که این هزینه مورد قبول قوانین مالیاتی میباشد و باعث کاهش مالیات میشود در حالیکه پرداخت سود به سهامداران شرکت باعث کاهش مالیات نمیشود، از طرف دیگر بستنکاران فاقد حق رأی در تصمیم‌گیری شرکت میباشد که این خود مزیتی برای روش تامین مالی از طریق بدهی میباشد.

---

۱ - Debt

۲ - Stock

۳ - Commitment

۴ - Interest expense

عمدتاً شرکتها برای تامین وجوه مورد نیاز خود علاوه بر اوراق بهادار بدهی، اوراق بهادار سرمایه<sup>5</sup> نیز منتشر میکنند. درانتشار اوراق بهادار بدهی باید به این نکته توجه کرد که این اوراق از ریسک بالایی برخوردار است، زیرا شرکت ملزم است اصل و فرع آنرا تا تاریخ معینی (تاریخ سررسید)<sup>6</sup> پرداخت نماید، بنابراین اگر شرکت دچار کمبود نقدینگی برای چنین پرداختی در تاریخ سررسید باشد شرکت میبایستی اقدام به فروش داراییهای خود نماید، بعبارتی شرکت رو به ورشکستگی است. در عوض اوراق بهادار سرمایه دارای ریسک پایین میباشد. زیرا شرکت الزامی به پرداخت سود سهام در زمان مقرر ندارد و پس از ادای تعهدات خود اقدام به پرداخت سود سهام مینماید.

از طرف دیگر یکی از روشهای مورد استفاده برای کنترل فعالیتهای شرکت و مدیریت، تجزیه و تحلیل روشهای ارزیابی عملکرد میباشد. مدیران در مقابل طیف وسیعی از ذینفعان باید پاسخگو باشند که بخش عمده آنها را سهامداران تشکیل می دهد. در این راستا سهامداران نیز افرادی ریسک گریزند<sup>7</sup>، بنابراین مدیران تلاش دارند تا ریسک واحد تجاری را با استفاده از رویه ها و فنون حسابداری کاهش دهند تا بتوانند هم عملکرد خود را مثبت نشان دهند و هم بتوانند علاقمندان به سرمایه گذاری در شرکت را افزایش دهند.

همانطور که ذکر شد یکی از مواردی که ریسک شرکت را تغییر می دهد روشهای تامین وجوه میباشد، حال مدیریت می بایست بررسی کند از کدام یک از روشها استفاده کند تا علاوه بر ساختار مطلوب سرمایه، ریسک مورد قبول برای سرمایه گذاران نیز فراهم شود در ضمن شرکت بتواند عملکرد بالایی از خود نشان دهد.

در تحقیق حاضر ما به دنبال بررسی رابطه بین معیارهای اهرمهای مالی و معیارهای ارزیابی عملکرد<sup>8</sup> شرکتهای پذیرفته شده در بورس هستیم.

## 1-2- بیان مساله

سرمایه گذاری یک امر حیاتی در جهت رشد اقتصادی هرکشور میباشد. برای اینکه سرمایه لازم جهت این سرمایه گذاری فراهم آید باید یکسری منابع برای تامین سرمایه وجود داشته باشد و نیازمند اطلاعاتی است تا بتوان تصمیمات بهینه ای اتخاذ نمود. مدیران شرکتها به دنبال آن هستند که چگونه تامین مالی کنند تا ارزش سهام شرکت در بازار حداکثر گردد و یا به عبارت دیگر ثروت

<sup>5</sup> - equity securities

<sup>6</sup> - maturity date

<sup>7</sup> - risk aversion

<sup>8</sup> - performance measures

سهامداران حداکثر شود. سهامداران عادی بدنال این هستند که از سرمایه اولیه خود در پایان دوره بتوانند حداکثر بازده را داشته باشند و وام دهندگان شرکت هم انتظار دارند که اصل و فرع وام خود را در سررسید باز پس گیرند بنابراین احتمال ورشکستگی و زیان یک شرکت برای این افراد خیلی مهم است. تامین کنندگان منابع مالی، سرمایه گذاران (سهامداران) و اعتباردهندگان میباشند که هر دو گروه بدنال منافع خود هستند. تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه یکی از چالش برانگیزترین و مشکل ترین مسایل پیش روی شرکتها است. ساختار سرمایه یک شرکت ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام است. شایان ذکر است که هزینه های تامین مالی برای شرکت متفاوت میباشد. هزینه ای که شرکت برای تامین وجوه از طریق اخذ وام و انتشار اوراق قرضه بلند مدت متحمل میشود هزینه بدهی نامیده میشود. مهمترین مزیت این نوع هزینه نسبت به سایر منابع تامین مالی قابل قبول بودن آن برای مقاصد مالیاتی است. از این رو قسمتی از این هزینه ها از طریق کاهش در مالیات پرداختنی بازیافت میشود. از دیگر مزایای آن میتوان به این مطلب اشاره داشت که در مقایسه با سهام عادی و سهام ممتاز یک نوع منبع تامین مالی ارزان قیمت به شمار می آید. از طرف دیگر افزایش بی رویه بدهی ریسک ورشکستگی را افزایش می دهد و باعث کاهش ارزش سهام شرکت میشود. هزینه حقوق صاحبان سهام متشکل از هزینه سهام عادی، سهام ممتاز و سود انباشته می باشد که سرمایه گذاران از شرکت مطالبه میکنند. لازم به ذکر است که هزینه سود انباشته معادل هزینه سهام عادی موجود است. زیرا انتظار سرمایه گذاران از یک واحد تجاری تا حد بسیار زیادی تابع حقوق صاحبان سهام است بدیهی است که هرچه میزان حقوق صاحبان سهام بیشتر باشد سود مورد انتظار سرمایه گذاران بیشتر و بالعکس هرچه میزان حقوق صاحبان سهام کمتر باشد سود مورد انتظار سرمایه گذاران کاهش می یابد. بنابراین استفاده بیش از حد از حقوق صاحبان سهام در نهایت باعث افزایش هزینه تامین مالی میشود. بنابراین مدیران باید ساختار سرمایه ای را انتخاب کنند که به هزینه سرمایه کمتری نیاز داشته تا در نهایت باعث عملکرد بهتر شرکت شود. معیارهای اهرم مالی (ساختار سرمایه) که در این پژوهش استفاده میشوند عبارتند از نسبت کل بدهی به کل دارایی (TDTA)، نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام (TDTE)، نسبت کل بدهی بلند مدت به کل دارایی (LTDTA)، نسبت کل بدهی کوتاه مدت به کل دارایی (STDTA)، نسبت کل بدهی به کل سرمایه (TDTC).

بررسی عملکرد شرکتها نیز از مهمترین موضوعات مورد توجه مدیران، سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و سایر اشخاص ذینفع محسوب میشود و نتایج حاصل از آن مبنای بسیاری از تصمیم گیری هاست. این که شرکتها تا چه اندازه در بالابردن منافع سهامداران خود کوشیده اند، بانکها و موسسات اعتباری در اعطای تسهیلات به شرکتها چه معیارهایی را در نظر میگیرند، مالکان

شرکتها در پرداخت پاداش به مدیران چه عواملی را در نظر دارند و مراجع دولتی با توجه به الزامات قانونی در ارتباط با سرمایه شرکت ها به چه نکاتی توجه مینمایند، از جمله مواردی هستند که به نحوی به ارزیابی عملکرد وابسته اند. اصولاً عملکرد باهدف رابطه مستقیم دارد. با ارزیابی عملکرد مشخص میشود که واحد اقتصادی تا چه حد به اهداف خود دست یافته است. از نتایج حاصل از ارزیابی برای پیش بینی برنامه های آتی و نیز بهبود نقاط قوت و برطرف نمودن نقاط ضعف واحد اقتصادی استفاده میشود. لازم به ذکر است که عملکرد شرکتها بخش عمده ای از مباحث حسابداری و مدیریت را تشکیل میدهد.

در هر برهه از زمان معیار خاصی مطرح شده و هر ذینفعی با توجه به دیدگاه خود از این معیارها برای ارزیابی عملکرد شرکتها استفاده نموده است. در حال حاضر یکی از این معیارها نسبت بازده داراییها (ROA) است. از سویی با توجه به اشکالات و ایرادهایی که به معیارهای حسابداری به دلیل استفاده از ارزشهای تاریخی و برآوردهای حسابداری وارد شده، استفاده از داده های تلفیقی مورد توجه قرار گرفته که یکی از این معیارها نسبت Q توین است. لذا در این پژوهش رابطه دو معیار عملکرد فوق (معیار حسابداری و معیار تلفیقی) با معیارهای اهرم مالی بررسی میشود.

بنابراین با توجه به متغیرهای فوق مساله اصلی این است که برای داشتن عملکرد مطلوب، چه مقدار بدهی (استقراض) و چه مقدار سهام (مالکانه) میبایست در ساختار سرمایه وجود داشته باشد تا شرکت هم در خطر ورشکستگی قرار نگیرد و هم هزینه کمتری پرداخت کند. بعبارتی با چه ساختار سرمایه ای، عملکرد شرکت مطلوب خواهد بود؟

در نهایت این سوال مطرح میشود که آیا بین معیارهای اهرم مالی و معیارهای ارزیابی عملکرد (معیار حسابداری و معیار تلفیقی) شرکت رابطه ای وجود دارد؟

### 1-3- اهمیت موضوع

عموماً هدف اصلی یک شرکت به حداکثر رساندن ثروت سهامداران میباشد. تصمیمات مالی مدیران نقش مهمی در رسیدن به این هدف دارد. بعبارتی عملکرد بالا می تواند باعث افزایش ثروت سهامداران و در نهایت باعث افزایش ارزش کل شرکت شود. یکی از روشهایی که میتواند باعث افزایش عملکرد شود انتخاب ساختار بهینه سرمایه، بعبارتی استفاده صحیح از ابزارهای تامین مالی میباشد.

باتوجه به وجود تضاد منافع بین اعتباردهندگان و صاحبان سهام، بحرانهای مالی و نیز وامهایی که دارای ریسکهای متفاوتی هستند هیچ راه یا روش دقیقی وجود ندارد که بتوان بدان وسیله نسبت مطلوبی از ساختار سرمایه (بدهی و حقوق صاحبان سهام) را تعیین کرد. در صورتی که بدهی از

منبع ارزان تامین شود، استفاده از آن در ساختار سرمایه شرکتها باعث افزایش بازدهی صاحبان سهام میشود و در صورتی که بازده سرمایه گذاری پایین تر از نرخ بدهی باشد استفاده از بدهی روش تامین مالی مطلوبی نخواهد بود.

بنابراین اعتبار دهندگان در اعطای اعتبار به عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکتها، توجه میکنند تا در وصول مطالبات خود با ریسک کمتری مواجه گردند، سرمایه گذاران نیز به ساختار سرمایه جهت بررسی بازده مورد انتظار، افزایش ثروت و عملکرد شرکت توجه میکنند. تحقیقات متعدد نشان میدهد که اندازه و نوع شرکتها نیز در دسترسی آنها به روشهای تامین مالی مؤثر است. در این تحقیق نیز به دنبال بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزیابی عملکرد میباشیم تا تامین کنندگان مالی جهت سرمایه گذاری از آن بهره گیرند. همچنین در این تحقیق نقش اهرمهای مالی را بر ارزیابی عملکرد بررسی میکنیم تا مشخص شود با چه ترکیبی از ابزارهای تامین مالی، اعتبار دهندگان به وجود ریسک کم و سهامداران به بازده بیشتر میتوانند امیدوار باشند.

#### **1-4- اهداف پژوهش**

یکی از اهداف مهم این تحقیق اینست تا مشخص کنیم که مدیران برای تامین سرمایه مورد نیاز، از کدام منبع تامین مالی بیشتر استفاده کنند تا دارای عملکرد بهتری باشند، بعبارتی در این تحقیق مشخص میکنیم تامین مالی با چه ترکیبی از سهام و بدهی باشد بهتر است، اگر بین متغیرهای این پژوهش رابطه معنادار وجود داشته باشد آنگاه استفاده کنندگان میتوانند با تغییر یک متغیر، تغییرات متغیر دیگر را پیش بینی کنند.

بنابراین اهداف این تحقیق عبارت است از:

- 1- بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتهای بورس
- 2- بررسی تئوریهای ارائه شده در مورد ساختار سرمایه و معیارهای ارزیابی عملکرد
- 3- بررسی اینکه چه ترکیبی از سهام و بدهی برای تامین سرمایه مناسب است
- 4- متوجه ساختن مدیران شرکتهای بورس به رابطه ساختار سرمایه و عملکرد
- 5- کمک به اعتبار دهندگان در اعطای یا عدم اعطای اعتبار به شرکتها (با مد نظر قرار دادن نسبتهای ساختار سرمایه و تاثیر آن بر عملکرد)

#### **1-5- فرضیات پژوهش**

این تحقیق شامل دوازده فرضیه<sup>9</sup> میباشد:

- 1) بین نسبت کل بدهی به کل دارایی ( TDTA ) و معیار حسابداری نسبت بازده داراییها (ROA) رابطه معنادار وجود دارد .
- 2) بین نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام ( TDTE ) و معیار حسابداری نسبت بازده داراییها (ROA) رابطه معنادار وجود دارد .
- 3) بین نسبت کل بدهی بلند مدت به کل دارایی ( LTDTA ) و معیار حسابداری نسبت بازده داراییها (ROA) رابطه معنادار وجود دارد .
- 4) بین نسبت کل بدهی کوتاه مدت به کل دارایی ( STDTA ) و معیار حسابداری نسبت بازده داراییها (ROA) رابطه معنادار وجود دارد .
- 5) بین نسبت کل بدهی به کل سرمایه ( TDTC ) و معیار حسابداری نسبت بازده داراییها (ROA) رابطه معنادار وجود دارد .
- 6) بین نسبت کل بدهی به کل دارایی ( TDTA ) و معیار تلفیقی نسبت Q تو بین رابطه معنادار وجود دارد.
- 7) بین نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام ( TDTE ) و معیار تلفیقی نسبت Q تو بین رابطه معنادار وجود دارد.
- 8) بین نسبت کل بدهی بلند مدت به کل دارایی ( LTDTA ) و معیار تلفیقی نسبت Q تو بین رابطه معنادار وجود دارد.
- 9) بین نسبت کل بدهی کوتاه مدت به کل دارایی ( STDTA ) و معیار تلفیقی نسبت Q تو بین رابطه معنادار وجود دارد.
- 10) بین نسبت کل بدهی به کل سرمایه ( TDTC ) و معیار تلفیقی نسبت Q تو بین رابطه معنادار وجود دارد.
- 11) بین فرصتهای رشد و معیار حسابداری نسبت بازده داراییها (ROA) رابطه معنادار وجود دارد.
- 12) بین فرصتهای رشد و معیار تلفیقی نسبت Q تو بین رابطه معنادار وجود دارد .

## 1-6- متغیرهای تحقیق

پژوهش حاضر دارای دو متغیر وابسته و شش متغیر مستقل میباشد.

---

<sup>9</sup>- Hypothesis



الف - متغیر وابسته<sup>10</sup>: این متغیرها تابع تغییرات متغیر مستقل میباشد یا در واقع معلول آنها بحساب می آیند. متغیرهای وابسته در این تحقیق عبارتند از:

1- نسبت بازده دارائی (ROA)

2- نسبت Q توبین

ب - متغیر مستقل<sup>11</sup>: متغیر مستقل یک ویژگی و خصوصیت است که بعد از گزینش توسط پژوهشگر در آن دخالت یا دستکاری میشود و مقادیری را می پذیرد تا تأثیرش بر روی متغیر وابسته مشاهده شود. در پژوهشهای از نوع مدل همبستگی به جای اصطلاح "متغیر مستقل" از "متغیر پیش بین" استفاده میشود.

متغیرهای مستقل در این تحقیق عبارتند از:

1- نسبت کل بدهی به کل دارائیهها

2- نسبت کل بدهی به سرمایه

3- نسبت کل بدهی به حقوق صاحبان سهام

4- نسبت کل بدهیهای بلند مدت به کل دارائیهها

5- نسبت کل بدهیهای کوتاه مدت به کل دارائیهها

6- رشد شرکت

## 7-1- مدل تحلیلی تحقیق

مدل ذیل برای آزمون فرضیه های پژوهش ترسیم میگردد:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDTA_{it} + \beta_2 TDTE_{it} + \beta_3 LTDTA_{it} + \beta_4 STDTA_{it} + \beta_5 TDTC_{it} + \beta_6 Growth_{it}$$

که در آن  $Y_{it}$  برابر معیارهای ارزیابی عملکرد (ROA و نسبت Q توبین) میباشد که بعنوان متغیرهای وابسته پژوهش در نظر گرفته میشود.  $TDTA$  برابر کل بدهی تقسیم بر کل دارائیهها،  $TDTE$  برابر کل بدهی تقسیم بر کل حقوق صاحبان سهام،  $LTDTA$  برابر کل بدهی بلند مدت تقسیم بر کل دارائیهها،  $STDTA$  برابر کل بدهی کوتاه مدت تقسیم بر کل دارائیهها،  $TDTC$  برابر کل بدهی تقسیم بر کل سرمایه و  $Growth$  برابر فرصتهای رشد بوده که بعنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده است.

<sup>10</sup> - Dependent variable

<sup>11</sup> - independent variable

## 1-8- چارچوب نظری تحقیق

جهت دستیابی به بهترین ساختار سرمایه طی سالیان متمادی مطالعات زیادی انجام گرفته است. گلیسن و مچور (2000) رابطه بین ساختار و نسبت ROA، مایر و استیچز (1996) رابطه بین ریسک و ساختار سرمایه، مویر و کریشنان (1997) رابطه بین ساختار سرمایه و ROE را بررسی کردند، ما نیز در این تحقیق به دنبال بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای ارزیابی عملکرد حسابداری و بازار شرکتهای بورس اوراق بهادار میباشیم. در این تحقیق ساختار سرمایه بعنوان متغیر مستقل و معیارهای حسابداری و بازار ارزیابی عملکرد بعنوان متغیرهای وابسته میباشند. منظور از ساختار، میزان استفاده از بدهی و سهام برای تامین داراییها میباشد. و منظور از معیارهای ارزیابی عملکرد روشهای است که میزان دستیابی شرکت را به اهداف تعیین شده مشخص میکنند. طبق تحقیقات انجام شده توسط زیتن و تیان در سال 2007 بروی شرکتهای اردنی مشخص گردید که بین ساختار سرمایه و معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه وجود دارد. که این رابطه میتواند بصورت مثبت یا منفی باشد. ما نیز در این تحقیق سعی بر آن داریم تا چنین رابطه ای را در شرکتهای عضو بورس کشورمان بررسی کنیم.

## 1-9- روش انجام پژوهش

از نظر تحقیقاتی این پژوهش از نوع همبستگی میباشد. در این نوع پژوهش، هدف اصلی آن است که مشخص شود آیا رابطه ای بین دو یا چند متغیر کمی وجود دارد و اگر این رابطه وجود دارد اندازه و میزان آن چقدر است؟ در نهایت نتایج بدست آمده، با استفاده از استدلال استقرایی به کل تعمیم داده میشود. در این تحقیق، معیارهای اهرم مالی و فرصتهای رشد بعنوان متغیر مستقل و معیارهای ارزیابی عملکرد بعنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته میشوند. ما میخواهیم مشخص کنیم که آیا بین متغیرهای فوق رابطه ای وجود دارد یا خیر و اگر رابطه وجود دارد اندازه و مقدار آن به چه میزان است؟ در نهایت مشخص شود که آیا این رابطه معنادار است یا خیر؟

## 1-10- روش جمع آوری اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز تحقیق به روش کتابخانه ای و از صورتهای مالی اساسی و یادداشتهای توضیحی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (بعنوان یکی از مهمترین بازارهای سرمایه)، گزارشهای سالانه و سالنامه های بورس اوراق بهادار تهران، لوح های فشرده شامل اطلاعات شرکتهای پذیرفته شده برای سالهای 1383 لغایت 1387 و سایت های اطلاع رسانی

بورس استخراج می‌گردد. مباحث نظری تحقیق نیز از طریق مطالعه پایان نامه ها، نشریات، کتب و مقالات داخلی و خارجی موجود در کتابخانه ها و استفاده از اینترنت گردآوری میشود. ابزار گردآوری اطلاعات از طریق بررسی اسناد و مدارک مربوط به صورتهای مالی ارائه شده برای شرکتهای بورس بوده که برای تجزیه و تحلیل آنها از نرم افزارهای آماری استفاده می‌گردد.

## 11-1- روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

تجزیه و تحلیل داده ها روشی است که بوسیله آن کل فرایند پژوهش از گزینش مساله تا رسیدن به یک نتیجه، مورد کنترل قرار می‌گیرد. جهت این فرآیند، داده های بدست آمده در نرم افزار EXCEL مرتب و سپس نسبتهای مورد نظر محاسبه می‌گردد. در نهایت برای آزمون فرضیه های تحقیق و برآورد مدل از نرم افزار SPSS استفاده و بوسیله روشهای آماری مناسب مورد تجزیه و تحلیل قرار میدهیم.

برای تعیین میزان ارتباط متغیرهای مورد بررسی از معیار همبستگی استفاده میشود. ضریب همبستگی رابطه و همچنین نوع رابطه (معکوس یا مستقیم) را نشان میدهد، لذا همواره بین 1- و 1- است. از آزمون K-S برای تعیین نرمال بودن داده ها، روش رگرسیون برای بیان ارتباط متغیرها، آماره آزمون t برای آزمون معنادار بودن ضرایب معادله رگرسیون و در نهایت از آماره آزمون فیشر برای تعیین معنادار بودن معادله رگرسیون استفاده خواهد شد.

## 12-1- قلمرو پژوهش

هر تحقیق باید دامنه مشخص و تعریف شده ای داشته باشد تا پژوهشگر در تمامی مراحل تحقیق احاطه کافی بر کار خود داشته باشد و بتواند پیامدهای حاصل از نمونه را به جامعه آماری تعمیم دهد. این پژوهش شامل سه قلمرو موضوعی، مکانی، زمانی میباشد:

### 1-12-1- قلمرو موضوعی پژوهش

قلمرو موضوعی این پژوهش بررسی رابطه بین معیارهای اهرمهای مالی و معیارهای حسابداری و بازار ارزیابی عملکرد میباشد.

### 2-12-1- قلمرو مکانی پژوهش

قلمرو مکانی این پژوهش دربرگیرنده شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار میباشد.

### 3-12-1- قلمرو زمانی پژوهش

قلمرو زمانی این پژوهش بررسی موضوع پژوهش در یک دوره زمانی 5 ساله بین سالهای 1383 تا 1387 میباشد.

### 13-1- واژگان کلیدی پژوهش

ساختار سرمایه<sup>12</sup>: ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که شرکتها بدان وسیله به تامین مالی بلند مدت دارائیهای خود می پردازند .

ساختار مطلوب سرمایه<sup>13</sup>: ساختار بهینه سرمایه برای یک شرکت زمانی است که دارای حداقل میانگین هزینه سرمایه باشد . کمترین هزینه سرمایه باعث حداکثر شدن ارزش شرکت می شود.

معیار حسابداری: این معیار عمدتاً با استفاده از اطلاعات تاریخی موجود در صورتهای مالی اساسی و یادداشتهای توضیحی ، عملکرد شرکت را اندازه گیری می کنند از جمله این معیارها به (ROA)، (ROE) ، جریان وجوه نقد آزاد (FCF)<sup>14</sup> می توان اشاره نمود.

معیار بازار: این معیارها علاوه بر استفاده از اطلاعات تاریخی موجود در صورتهای مالی اساسی و یادداشتهای توضیحی ، اغلب از اطلاعات بازار برای اندازه گیری عملکرد شرکتها استفاده می نماید از جمله این معیارها می توان به نسبتهای (P/E) و (Q توبین) میتوان اشاره کرد.

بازده دارائیهها (ROA): این نسبت منعکس کننده این است که دارایی های شرکت با چه کارایی و اثر بخشی مورد استفاده قرار می گیرد .

نسبت Q توبین: این شاخص نسبت ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری آن بوده و نشان دهنده میزان ارزش شرکت است .

### 14-1- ساختار تحقیق

فصل اول: کلیات تحقیق

فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق

فصل سوم: روش تحقیق

فصل چهارم: یافته های تحقیق

فصل پنجم: جمع بندی نتیجه گیری و ارائه پیشنهادات

---

<sup>12</sup> - Capital structure

<sup>13</sup> - Optimal capital structure

<sup>14</sup> - Free cash flow