



**دانشگاه الزهراء (س)**  
**دانشکده علوم اجتماعي و اقتصاد**

**پایان نامه**  
**جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد**  
**رشته مدیریت بازرگانی - گرایش مالی**

**عنوان**  
**بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت های بورسی**

**استاد راهنما**  
**دکتر ابراهیم عباسی**

**دانشجو**  
**مریم حبیبی**

**اسفند ماه سال 1391**

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

1422

دانشگاه الزهرا (س)  
دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد

پایان نامه  
جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد  
رشته مدیریت بازرگانی - گرایش مالی

عنوان  
بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکتهای بورسی

استاد راهنما  
دکتر ابراهیم عباسی

دانشجو  
مریم حبیبی

اسفند ماه سال 1391

## تقدیم به پدر و مادر عزیزم

خدای را بسی شاکرم که از روی لطف و کرم پدر و مادری فداکار نصیبم ساخته تا در سایه

درخت پر بار وجودشان بیاسایم و از ریشه آنها شاخ و برگ گیرم و از سایه وجودشان

در راه کسب علم و دانش بهره گیرم .

والدینی که بودنشان تاج افتخاری است بر سرم و نامشان دلیلی است بر بودنم چرا

که این دو وجود ، پس از پروردگار مایه هستی ام بوده اند ، دستم را گرفتند و راه رفتن

را در این وادی زندگی پر از فراز و نشیب به من آموختند .

با سپاس و تشکر

از اساتید محترم جناب آقای دکتر ابراهیم عباسی

و

همچنین جناب آقای دکتر میرحسین موسوی بخاطر راهنماییهای بی دریغش

## عنوان : بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکتهای بورسی

نام و نام خانوادگی : مریم حبیبی

رشته تحصیلی : مدیریت

استاد راهنما : دکتر ابراهیم عباسی

تاریخ دفاع : 1391/12/19

### چکیده :

بحث ساختار سرمایه به چگونگی ترکیب منابع تامین مالی شرکت، از قبیل بدهی‌های کوتاه مدت، اوراق قرضه، بدهی بلند مدت، سهام ممتاز و سهام عادی اشاره دارد. ساختار سرمایه مورد هدف یکی از مشکل‌ترین تصمیمات در مدیریت سازمانی است بطوریکه همیشه یک معضل میان سودآوری شرکت (از طریق سود مالی ارائه شده) و ریسک (شرکت زمانی با آن روبرو می‌شود که تقسیم بدهی به کل دارایی‌ها شروع به غلبه بر حقوق صاحبان سهام می‌کند) است.

بنابراین با توجه به جایگاه ساختار سرمایه و تاثیر آن بر ارزش، سودآوری و عملکرد واحد اقتصادی، هدف این تحقیق تعیین رابطه ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های بورسی می‌باشد.

جامعه آماری پژوهش را 180 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که اطلاعات مالی آنها از فروردین سال 1386 تا پایان اسفند سال 1390 در دسترس بود

تشکیل می‌دهند. نمونه آماری پژوهش شامل 92 شرکت با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی ساده انتخاب شدند. سپس شرکت‌ها بر اساس میزان کل سرمایه سال 1390 در سه گروه کوچک، متوسط و بزرگ تقسیم شدند.

نتایج تحقیق نشان داد که در شرکت‌های کوچک و متوسط نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها و نسبت خالص بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده دارایی‌ها تاثیر دارند. ولی در شرکت‌های بزرگ چنین رابطه‌ای برقرار نیست.

همچنین در هر سه نوع شرکت نسبت بدهی‌های کوتاه مدت، بدهی‌های بلند مدت و نسبت خالص بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر ندارند.

واژگان کلیدی: ساختار سرمایه، نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، عملکرد شرکت‌های بورس.

|    |  |
|----|--|
| 1  | فصل اول: کلیات پژوهش                                 |
| 2  | 1-1 بیان مسئله                                       |
| 3  | 2-1 اهمیت و ضرورت تحقیق                              |
| 4  | 3-1 هدف‌های تحقیق                                    |
| 5  | 4-1 پرسش‌های تحقیق                                   |
| 5  | 5-1 فرضیه‌های تحقیق                                  |
| 5  | 6-1 تعریف عملیاتی واژگان کلیدی تحقیق                 |
| 7  | 7-1 قلمرو تحقیق                                      |
| 7  | 8-1 شیوه‌های تحلیل داده‌ها                           |
| 9  | فصل دوم: ادبیات و پیشینه تحقیق                       |
| 10 | 1-2 مقدمه  |
| 12 | 2-2 ساختار سرمایه                                    |
| 14 | 1-2-2 وجود ساختار سرمایه                             |
| 16 | 2-2-2 تأثیر نوع صنایع مختلف بر تصمیمات ساختار سرمایه |
| 17 | 3-2-2 ساختار بهینه سرمایه                            |
| 18 | 3-2 روش‌های تأمین مالی                               |
| 21 | 1-3-2 تأمین مالی کوتاه مدت                           |
| 21 | 1-1-3-2 اعتبارات تجاری                               |
| 22 | 2-1-3-2 تأمین مالی از بانکهای تجاری                  |
| 23 | 3-1-3-2 اسناد تجاری                                  |
| 23 | 2-3-2 تأمین مالی میان مدت و بلند مدت                 |
| 24 | 1-2-3-2 وام‌های بانکی بلند مدت                       |
| 25 | 2-2-3-2 اوراق قرضه                                   |
| 27 | 3-2-3-2 سهام ممتاز                                   |
| 29 | 4-2-3-2 سهام عادی                                    |
| 30 | 5-2-3-2 سود انباشته                                  |
| 31 | 3-3-2 ویژگی‌های روش‌های تأمین مالی                   |
| 34 | 4-3-2 عوامل موثر بر ارزیابی روش‌های تأمین مالی       |
| 36 | 5-3-2 تأمین مالی و ساختار سرمایه                     |
| 38 | 6-3-2 هزینه تأمین مالی                               |
| 39 | 7-3-2 پیچیدگی‌ها و مشکلات عملی                       |



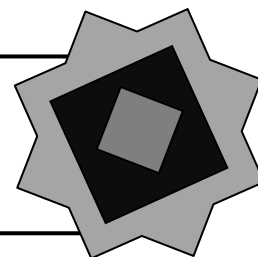
|    |  |
|----|--|
| 41 | 4-2) ارزیابی عملکرد                          |
| 42 | 2-4-1) تجزیه و تحلیل مالی                    |
| 46 | 2-5) اهمیت بازده دارایی                      |
| 49 | 2-6) ROE                                     |
| 50 | 2-6-1) محاسبه ROE                            |
| 51 | 2-7) پیشینه تحقیق                            |
| 51 | 2-7-1) تحقیقات داخلی:                        |
| 52 | 2-7-2) تحقیقات خارجی:                        |
| 57 | <b>فصل سوم: روش شناسی تحقیق</b>              |
| 58 | 3-1) مقدمه                                   |
| 59 | 3-2) روش شناسی تحقیق                         |
| 60 | 3-3) مدل تحقیق                               |
| 61 | 3-3-1) متغیرهای مستقل                        |
| 61 | 3-3-2) متغیرهای وابسته                       |
| 61 | 3-3-3) متغیر مداخله‌گر                       |
| 62 | 3-3-4) متغیر کنترل                           |
| 62 | 3-4) جامعه آماری و نمونه تحقیق               |
| 63 | 3-5) روش نمونه‌گیری و حجم تقریبی نمونه       |
| 64 | 3-6) روش جمع‌آوری داده‌ها                    |
| 64 | 3-7) شیوه‌های تحلیل داده‌ها                  |
| 66 | 3-7-1) آزمون ریشه واحد پایایی                |
| 68 | 3-7-2) روش داده‌های ترکیبی                   |
| 68 | 3-7-3) آزمون قابلیت برآورد الگو به صورت پانل |
| 69 | 3-7-4) اثرات ثابت و اثرات تصادفی             |
| 70 | 3-7-5) آزمون هاسمن                           |
| 71 | <b>فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده‌ها</b>      |

|     |   |
|-----|---|
| 72  | 1-4) مقدمه                              |
| 73  | 2-4) شرکت‌های کوچک                      |
| 73  | 1-2-4) آمار توصیفی                      |
| 74  | 2-2-4) پایایی متغیرها                   |
| 75  | 3-2-4) آزمون چاو                        |
| 76  | 4-2-4) آزمون هاسمن                      |
| 77  | 5-2-4) تخمین مدل پانل و تفسیر نتایج     |
| 79  | 6-2-4) عدم همبستگی                      |
| 79  | 7-2-4) عدم ناهمسانی واریانس             |
| 80  | 3-4) شرکت‌های متوسط                     |
| 80  | 1-3-4) آمار توصیفی                      |
| 82  | 2-3-4) پایایی متغیرها                   |
| 83  | 3-3-4) آزمون چاو                        |
| 84  | 4-3-4) آزمون هاسمن                      |
| 85  | 5-3-4) تخمین مدل پانل و تفسیر نتایج     |
| 87  | 6-3-4) عدم همبستگی                      |
| 88  | 7-3-4) عدم ناهمسانی واریانس             |
| 88  | 4-4) شرکت‌های بزرگ                      |
| 88  | 1-4-4) آمار توصیفی                      |
| 90  | 2-4-4) پایایی متغیرها                   |
| 91  | 3-4-4) آزمون چاو                        |
| 92  | 4-4-4) آزمون هاسمن                      |
| 93  | 5-4-4) تخمین مدل پانل و تفسیر نتایج     |
| 94  | 6-4-4) عدم همبستگی                      |
| 95  | 7-4-4) عدم ناهمسانی واریانس             |
| 97  | <b>فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات</b> |
| 98  | 1-5) مقدمه                              |
| 99  | 2-5) نتایج یافته‌ها و تفسیر نتایج       |
| 99  | 1-2-5) شرکت‌های کوچک                    |
| 101 | 2-2-5) شرکت‌های متوسط                   |
| 103 | 3-2-5) شرکت‌های بزرگ                    |

|     |                                    |
|-----|------------------------------------|
| 105 | 4-2-5) نتیجه گیری کلی              |
| 105 | 3-5) پیشنهادات                     |
| 106 | 1-3-5) پیشنهادات کاربردی           |
| 106 | 2-3-4) پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی |
| 107 | 4-5) محدودیت های تحقیق             |
| 108 | منابع و ماخذ                       |
| 115 | پیوست ها                           |

فصل اول

کلیات پژوهش



## 1-1 بیان مسأله:

ساختار سرمایه مورد هدف یکی از مشکل‌ترین تصمیمات در مدیریت سازمانی است بطوریکه همیشه یک معضل میان سودآوری شرکت (از طریق سود مالی ارائه شده) و ریسک (شرکت زمانی با آن روبرو می‌شود که تقسیم بدهی به کل دارایی‌ها شروع به غلبه بر حقوق صاحبان سهام می‌کند) است (بیسترووا، لیس و پلکین<sup>1</sup>، 2011: 655).. بحث ساختار سرمایه به چگونگی ترکیب منابع تامین مالی شرکت، از قبیل بدهی‌های کوتاه مدت، اوراق قرضه، بدهی بلند مدت، سهام ممتاز و سهام عادی اشاره دارد. برخی شرکت‌ها هیچ برنامه‌ی از پیش تعیین شده‌ای را برای ساختار سرمایه‌ی خود در نظر نمی‌گیرند و تنها به تناسب تصمیمات مالی اتخاذ شده توسط مدیریت مالی، بدون هیچ گونه برنامه‌ریزی مشخصی اقدام به تغییر ساختار سرمایه‌ی شرکت می‌کنند. این شرکت‌ها اگرچه ممکن است در کوتاه مدت به موفقیت دست یابند، اما سرانجام در تامین منابع مالی لازم برای فعالیت‌های خود با مشکلات عمده‌ای مواجه می‌شوند. (زینالی و محمدشیلان، 1390: 44).

افزون بر این، ساختار سرمایه‌ی نامناسب برای هر شرکتی کلیه‌ی فعالیت یک شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد و می‌تواند باعث بروز مسایلی نظیر عدم کارایی در بازاریابی محصولات، عدم کارآمدی و ناتوانی در بکارگیری مناسب نیروی انسانی و موارد مشابه شود (هاشمی و اخلاقی، 1389: 40).

تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه شرکت دارای دو جنبه است: اول، میزان سرمایه مورد نیاز و دوم، ترکیب منابع تامین سرمایه. فرض بر این است که بنگاه اقتصادی از میزان سرمایه مورد نیاز خود آگاهی دارد در چنین حالتی، مسئله به این صورت در می‌آید که برای تامین سرمایه باید از کدام منابع استفاده کند (سجادی، محمدی و عباسی، 1390:

---

<sup>1</sup> Bistrova, Lace, & Peleckienė

20). وام و سهام دو گروه اصلی تامین مالی شرکت‌ها تعریف شده‌اند در این میان، استفاده از منابعی که از ایجاد بدهی حاصل شده است ضمن ایجاد مقدار قابل توجهی هزینه ثابت، موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک بیشتر خواهد گردید (سینائی، 1386: 64).

بنابراین با توجه به جایگاه ساختار سرمایه و تاثیر آن بر ارزش، سودآوری و عملکرد واحد اقتصادی، تعیین ساختار بهینه سرمایه از اهمیت بالایی برخوردار است. لذا این پژوهش از طریق بررسی رابطه میان سطح اهرم و معیارهای حسابداری عملکرد واحد اقتصادی، به بررسی تاثیر انتخاب نوع ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

## 1-2) اهمیت و ضرورت تحقیق:

با مراجعه به تحقیقات و ادبیات مدیریت مالی مشاهده می‌شود که عمده‌ترین دلایل ناکامی شرکت‌های فقدان یا عدم کفایت سرمایه‌گذاری و تامین مالی نامناسب و ناکافی آنان است. به عنوان مثال، مالکان این گونه شرکت‌ها ممکن است ترکیب نامناسبی از منابع (بدهی در مقابل سرمایه) را انتخاب کنند، یا اینکه منابعی را تحصیل کنند که تعهدات و محدودیت‌های نقدینگی بالایی را برای آنان به دنبال داشته باشد و یا قراردادهایی منعقد کنند که تعهد هزینه‌ی بالایی را بر آنان تحمیل نماید. حتی ممکن است برای تامین مالی به عرضه کنندگان منابعی مراجعه کنند که کار کردن با آنها مشکل ساز باشد. بنابراین، ممکن است ضعف‌های موجود منجر به سرمایه‌گذاری نامناسبی شود که ادامه بقا و حیات شرکت را تهدید کند (سجادی، محمدی و عباسی، 1390: 20).

اما مدیران مالی باید همیشه مواظب باشد که روش تامین مالی با نوع سرمایه‌گذاری شرکت سازگار باشد و همچنین از اهرم در حد معقول آن استفاده کند تا هم ارزش

شرکت حداکثر شود و هم از پیامدهای نامطلوب ریسک مالی به واسطه استفاده از بدهی، جلوگیری کند (اربابیان و گرایلی، 1388: 160).

بنابراین این مساله مطرح می‌شود، که شرکت‌ها چگونه اقدام به تامین منابع مالی کنند تا بر سود و بازدهی سهامداران و عملکرد شرکت حداکثر تاثیر مثبت را بگذارد؟ لذا این تحقیق با هدف بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های بورسی با توجه به اندازه شرکت صورت می‌گیرد. تا استفاده کنندگان یا تصمیم‌گیرندگان مختلف، به نتایج آن در تجزیه و تحلیل و تصمیم‌گیری‌های خود، توجه داشته باشند.

### 1-3) اهداف تحقیق :

هدف‌های این تحقیق به شرح زیر تدوین می‌شود.

#### 1-3-1) اهداف اصلی:

1) تعیین رابطه ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های بورسی

#### 1-3-2) اهداف فرعی:

- 1) تعیین رابطه نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها با نرخ بازده دارایی‌ها
- 2) تعیین رابطه نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها با نرخ بازده دارایی‌ها
- 3) تعیین رابطه نسبت خالص بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با نرخ بازده دارایی‌ها
- 4) تعیین رابطه نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام
- 5) تعیین رابطه نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام
- 6) تعیین رابطه نسبت خالص بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

## 4-1) پرسش‌های پژوهش

پرسش‌های این تحقیق به شرح زیر تنظیم شده است.

- 1) آیا نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده دارایی‌ها تاثیر دارد؟
- 2) آیا نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده دارایی‌ها تاثیر دارد؟
- 3) آیا نسبت خالص بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده دارایی‌ها تاثیر دارد؟
- 4) آیا نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر دارد؟
- 5) آیا نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر دارد؟
- 6) آیا نسبت خالص بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر دارد؟

## 5-1) فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های این تحقیق به شرح زیر تنظیم شده است.

- 1) نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده دارایی‌ها تاثیر دارد.
- 2) نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده دارایی‌ها تاثیر دارد.
- 3) نسبت خالص بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده دارایی‌ها تاثیر دارد.
- 4) نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر دارد.
- 5) نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر دارد.
- 6) نسبت خالص بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر دارد.

## 6-1) تعریف عملیاتی واژگان کلیدی تحقیق:

- 1-6-1) نرخ بازده دارایی‌ها: حاصل تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌ها. در این تحقیق با استفاده از اطلاعات صورت سود و زیان و ترازنامه شرکت‌ها از سایت کدال بدست آمد.



**1-6-2) نرخ بازده حقوق صاحبان سهام:** حاصل تقسیم سود خالص بر حقوق صاحبان سهام. در این تحقیق با استفاده از اطلاعات صورت‌های سود و زیان و ترازنامه شرکت‌ها از سایت کدال بدست آمد.

**1-6-3) خالص بدهی‌ها:** حاصل کل بدهی‌ها منهای درآمد تقسیم بر مجموع دارایی‌ها. اطلاعات لازم در این تحقیق از صورت‌های سود و زیان و ترازنامه استخراج گردید.

**1-6-4) رشد فروش:** برابر است با رشد در میزان فروش شرکت  $i$  در زمان  $t$ . اطلاعات لازم از صورت سود زیان بدست آمد که به صورت زیر محاسبه گردید.

$$SG = \frac{S_{it} - S_{i(t-1)}}{S_{it}}$$

**1-6-5) رشد دارایی:** برابر است با رشد در دارایی‌های شرکت  $i$  در زمان  $t$ . اطلاعات لازم از صورت ترازنامه بدست آمد که به صورت زیر محاسبه گردید.

$$AG = \frac{A_{it} - A_{i(t-1)}}{A_{it}}$$

**1-6-6) کارایی:** برابر است با گردش کل دارایی‌ها، که در اینجا از تقسیم فروش بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌گردد. اطلاعات لازم در این تحقیق از صورت‌های سود و زیان و ترازنامه استخراج گردید.

$$EFF = \frac{S_{it}}{TA_{it}}$$

## 7-1) قلمرو تحقیق

الف) قلمرو موضوعی:

این تحقیق از نظر قلمرو موضوعی به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های بورسی می‌پردازد.

ب) قلمرو مکانی:

قلمرو مکانی این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

ج) قلمرو زمانی:

قلمرو زمانی اجرای این تحقیق از سال 1386 تا سال 1390 خواهد بود.

## 8-1) شیوه‌های تحلیل داده‌ها

از آنجایی که عنوان تحقیق بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های بورسی با توجه به اندازه شرکت است بین سال‌های 1386 تا 1390 است برای بررسی فرضیه‌های تحقیق از روش پنل دیتا در نرم افزار 7 EVIEWS استفاده گردید. به منظور برآورد مدل تحقیق و صحت نتایج آن از آزمون ریشه واحد برای سنجش پایایی متغیرهای تحقیق و از آزمون‌های چاو و هاسمن برای سنجش اثرات ثابت و اثرات تصادفی و انتخاب الگوی مناسب استفاده شد.

مدل کلی تحقیق به منظور بررسی فرضیات بصورت زیر فرض شد:

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 STDA_{it} + \beta_2 LTDA_{it} + \beta_3 NDA_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 AG_{it} + \beta_6 EFFI_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROE_{it} = \alpha_i + \beta_1 STDA_{it} + \beta_2 LTDA_{it} + \beta_3 NDA_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 AG_{it} + \beta_6 EFFI_{it} + \varepsilon_{it}$$

ROA = نرخ بازده دارایی‌ها

ROE = نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

STDA = نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به کل دارایی‌ها

LTDA = نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها

NDA = نسبت خالص بدهی‌ها به کل دارایی‌ها (بیسترووا و همکاران، 2011).

$$NDA = \frac{\text{درآمد - کل بدهی}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

SG = رشد فروش؛ رشد در میزان فروش شرکت  $i$  در زمان  $t$

AG = رشد دارایی؛ رشد در دارایی‌های شرکت  $i$  در زمان  $t$

EFF = کارایی؛ گردش کل دارایی‌ها، که در اینجا از تقسیم فروش بر کل دارایی‌ها

محاسبه می‌گردد.

فصل دوم

ادبیات و پیشینه تحقیق

