



Paper Type: Original Article



# Capital Structure and Its Impact on Risk and Return of Companies

Alishir Taheri<sup>1\*</sup>, Esmail Gholampour<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Department of Management and Accounting, Larestan Branch, Islamic Azad University, Larestan, Iran; Ashtaheri50@iaau.ac.ir.

<sup>2</sup> Department of Public Administration, Larestan Branch, Islamic Azad University, Larestan, Iran; eng.esmaeil.gholampour@gmail.com.

### Citation:



Taheri, A., & Gholampour, E. (2024). Capital structure and its impact on risk and return of companies. *Strategic studies in financial management and insurance*, 1(1), 1-17.

Received: 16/11/2023

Reviewed: 03/01/2024

Revised: 21/01/2024

Accepted: 18/03/2024

## Abstract

**Purpose:** In today's competitive environment, the choice of capital structure, as one of the strategic decisions in financial management, plays a decisive role in creating a balance between risk and return and consequently in the success or failure of firms. The aim of this study is to provide a comprehensive and systematic review of theoretical foundations and domestic and international empirical evidence on the impact of capital structure on firms' risk and return, as well as to identify the factors causing differences and contradictions in research findings.

**Methodology:** From a historical perspective, the capital structure literature began with early views supporting the relevance of capital structure to firm value and then entered a new phase with the Modigliani and Miller irrelevance theory under perfect market conditions. Subsequently, trade-off and pecking order theories were introduced as two central frameworks explaining firms' financing behavior, emphasizing, respectively, the existence of an optimal level of debt and the hierarchical preference of financing sources. More recent literature also indicates that managerial behavioral factors and market timing can shape firms' long-term capital structure.

**Findings:** This study, while providing a precise definition of capital structure and its components (debt, equity, and hybrid instruments), examines various types of risk associated with leverage decisions, including business risk, financial risk, systematic risk, and unsystematic risk, and explains the consequences of increased debt on bankruptcy risk and financial distress costs. In the return section, measures of realized and expected returns and indicators such as stock returns are reviewed, showing that the effect of financial leverage on return is dual and dependent on economic conditions.

**Originality/Value:** Finally, based on evidence from Iran and other countries, it is concluded that the relationship between capital structure and risk and return is complex, multidimensional, and context-dependent, and that inconsistencies in findings are mainly due to differences in measurement metrics, analytical methods, macroeconomic conditions, and institutional characteristics.

**Keywords:** Capital structure, Financial leverage, Financial risk, Stock return, Tehran Stock Exchange.



Corresponding Author: Ashtaheri50@iaau.ac.ir


<https://doi.org/10.22105/ssfmi.v1i1.107>


Licensee. **Strategic Studies in Financial Management and Insurance**. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>).



## ساختار سرمایه و تاثیر آن بر ریسک و بازده شرکت‌ها

علیشیر طاهری<sup>۱</sup>، اسماعیل غلامپور<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> گروه مدیریت و حسابداری، واحد لارستان، دانشگاه آزاد اسلامی، لارستان، ایران.

<sup>۲</sup> گروه مدیریت دولتی، واحد لارستان، دانشگاه آزاد اسلامی، لارستان، ایران.

### چکیده

هدف: در دنیای رقابتی امروز، انتخاب ساختار سرمایه به‌عنوان یکی از تصمیمات راهبردی مدیریت مالی، نقشی تعیین‌کننده در ایجاد توازن میان ریسک و بازده و در نتیجه موفقیت یا شکست شرکت‌ها دارد. هدف این مقاله، ارائه یک مرور جامع و نظام‌مند از مبانی نظری و شواهد تجربی داخلی و خارجی درباره تاثیر ساختار سرمایه بر ریسک و بازده شرکت‌ها و نیز شناسایی عوامل ایجادکننده تفاوت و تناقض در نتایج پژوهش‌هاست.

روش‌شناسی پژوهش: از منظر تاریخی، ادبیات ساختار سرمایه از دیدگاه‌های اولیه مرتبط بودن ساختار سرمایه با ارزش شرکت آغاز شد و سپس با نظریه بی‌ربط بودن مودیلیانی و میلر در شرایط بازار کامل وارد مرحله‌ای جدید گردید. در ادامه، نظریه‌های توازن و سلسله‌مراتبی به‌عنوان دو چارچوب محوری در تبیین رفتار تامین مالی شرکت‌ها مطرح شدند که به ترتیب بر وجود سطح بهینه بدهی و ترجیح ترتیبی منابع تامین مالی تاکید دارند؛ همچنین ادبیات جدیدتر نشان می‌دهد عوامل رفتاری مدیران و زمان‌بندی بازار می‌تواند ساختار سرمایه بلندمدت شرکت را شکل دهد.

یافته‌ها: مقاله حاضر ضمن تعریف دقیق ساختار سرمایه و اجزای آن (بدهی، حقوق صاحبان سهام و ابزارهای ترکیبی)، به تشریح انواع ریسک مرتبط با تصمیمات اهرمی شامل ریسک تجاری، مالی، سیستماتیک و غیرسیستماتیک پرداخته و پیامدهای افزایش بدهی بر ریسک و شکستگی و هزینه‌های ماندگی مالی را توضیح می‌دهد. در بخش بازده نیز معیارهای بازده تحقق‌یافته و مورد انتظار و شاخص‌هایی مانند بازده سهام مرور می‌شود و نشان داده می‌شود که اثر اهرم مالی بر بازده دوگانه و وابسته به شرایط اقتصادی است.

اصالت/ارزش افزوده علمی: در نهایت، با تکیه بر شواهد ایران و جهان، نتیجه‌گیری می‌شود که رابطه ساختار سرمایه با ریسک و بازده پیچیده، چندبعدی و زمینه‌محور است و اختلاف یافته‌ها عمدتاً از تفاوت در سنجش‌های اندازه‌گیری، روش‌های تحلیلی، شرایط کلان و ویژگی‌های نهادی ناشی می‌شود.

کلیدواژه‌ها: ساختار سرمایه، اهرم مالی، ریسک مالی، بازده سهام، بورس اوراق بهادار تهران.

### ۱- مقدمه

در دنیای رقابتی امروز، تصمیمات مالی شرکت‌ها از جمله مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده موفقیت یا شکست آن‌ها به شمار می‌روند. در میان این تصمیمات، انتخاب ساختار سرمایه یعنی نحوه ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام برای تامین مالی فعالیت‌های شرکت از جایگاه محوری برخوردار است. یک ساختار سرمایه کارآمد برای ایجاد توازن بین ریسک و بازده، تقویت ثبات مالی و حداکثرسازی سودآوری اساسی است. از این رو، درک

چگونگی تاثیر ساختار سرمایه بر ریسک و بازده شرکت‌ها یکی از محوری‌ترین مسایل مالی شرکتی محسوب می‌شود که هم برای پژوهشگران و هم برای مدیران مالی دارای اهمیت کاربردی فراوانی است.

تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه جنبه‌ای مهم از عملکرد مالی هر شرکت است؛ چراکه یک ساختار سرمایه مناسب می‌تواند به رهبران یک شرکت کمک کند تا سودآوری و سلامت مالی آن را افزایش داده و از افت عملکرد جلوگیری نمایند [1]. منبع، ترکیب و نسبت سرمایه حقوقی و بدهی یک شرکت همگی توسط ساختار سرمایه اندازه‌گیری می‌شوند؛ این مفهوم نه تنها با محیط عملیاتی داخلی شرکت‌های فهرست‌شده مرتبط است، بلکه به حقوق و مسئولیت‌های سهامداران نیز ارتباط دارد و ارتباطی قوی با جهت رشد آتی کسب‌وکار و تغییرات در ساختار حاکمیتی دارد [1].

پیشینه نظری این حوزه به دهه ۱۹۵۰ برمی‌گردد. از دهه ۱۹۵۰، مباحث ساختار سرمایه توجه قابل توجهی را به خود جلب کرده است و ایده یافتن نسبت بهینه‌ای میان حقوق صاحبان سهام و بدهی که هزینه سرمایه را به حداقل برساند و ارزش شرکت را حداکثر کند، مطرح شده است. دوراند [2] پیشگام این پژوهش بود و فرض وی تا زمانی معتبر بود که سطح بالای بدهی موجب می‌شد سهامداران و طلبکاران در پی بازده‌های بالاتر باشند. متعاقباً، رویکرد موسوم به "تئوری سنتی مرتبط بودن ساختار سرمایه" زمانی پشت سر گذاشته شد که مودیلیانی و میلر نظریه بی‌ربط بودن تصمیمات ساختار سرمایه بر ارزش شرکت را مطرح کردند [3].

از زمان دوراند [2]، ساختار سرمایه شرکت‌ها در قالب تئوری‌های توازن و سلسله‌مراتبی مورد بحث قرار گرفته است؛ درحالی‌که اولی از ساختار سرمایه‌ای دفاع می‌کند که با سطح بهینه بدهی همسو باشد، دومی ترتیب سلسله‌مراتبی ترجیح‌ها برای منابع تامین مالی را پیشنهاد می‌دهد [4]. این تئوری‌ها هسته اصلی پژوهش‌های مالی شرکتی را تشکیل داده‌اند و هنوز هم در تفسیر رفتار تامین مالی شرکت‌ها کاربرد گسترده‌ای دارند [5].

در محیط اقتصادی ایران نیز این موضوع از اهمیت خاصی برخوردار است. یکی از مهم‌ترین مباحث بازار سرمایه، آگاهی از میزان ریسک شرکت‌ها، به‌ویژه ریسک سیستماتیک است که می‌تواند بازده سهام شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار داده و نقش بسزایی در تصمیم‌گیری‌ها ایفا کند [6]. ایزدی‌نیا و رحیمی دستجردی [7] در تحقیقی به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و سود هر سهم شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و با انتخاب نسبت‌های بدهی به دارایی و بدهی به حقوق صاحبان سهام به‌عنوان متغیرهای مستقل، نشان دادند که رابطه‌ای مستقیم بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام با نرخ بازده سهام وجود دارد. همچنین کیمیاگری و همکاران [8] در پژوهشی با بهره‌گیری از مدل سه عاملی فاما و فرنچ، رابطه میان ریسک و بازده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده و به نتایج معناداری دست یافتند.

بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد تعدیل‌شده با ریسک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران یکی از مهم‌ترین اهداف پژوهشی در این حوزه بوده است [9]. مطالعات موجود نتایج متناقضی را ارائه داده‌اند؛ این تناقضات ناشی از دلایل متعددی از جمله شاخص‌های مختلف اندازه‌گیری ساختار سرمایه و عملکرد، ابزارهای تحلیلی متفاوت و عوامل اقتصاد کلان و سیاسی مرتبط با محیط‌های مطالعاتی گوناگون هستند. تامین مالی از طریق بدهی دارای اثری دو لبه است؛ در شرایط مساعد اقتصادی این نوع تامین مالی به عملکرد مثبت شرکت کمک می‌کند، اما در شرایط نامساعد، ریسک مالی ایجاد کرده، عملکرد را کاهش داده و در نهایت شرکت را به سمت ورشکستگی سوق می‌دهد [10]، [11]. همچنین انتخاب ساختار سرمایه مطلوب به‌شدت تحت تاثیر عوامل رفتاری مدیران قرار دارد و زمان‌بندی انتشار سهام در بازارهای سرمایه می‌تواند ساختار سرمایه بلندمدت شرکت را شکل دهد [12].

با توجه به مجموعه ادبیات نظری و تجربی موجود، این پژوهش با هدف مرور جامع و نظام‌مند پژوهش‌های داخلی و خارجی درباره ساختار سرمایه و تاثیر آن بر ریسک و بازده شرکت‌ها تدوین شده است. در این پژوهش تلاش می‌شود تا با بررسی تئوری‌های بنیادین، شواهد تجربی و یافته‌های پژوهشگران ایرانی و خارجی، تصویری جامع از این حوزه ارائه گردد، شکاف‌های تحقیقاتی شناسایی شوند و پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی و اتخاذ تصمیمات بهینه مالی ارائه شود.

## ۲- مبانی نظری و ادبیات موضوع

### ۲-۱- تعریف و مفهوم ساختار سرمایه

ساختار سرمایه یکی از محوری‌ترین مفاهیم در حوزه مالی شرکتی است که از دیرباز توجه پژوهشگران و مدیران مالی را به خود جلب کرده است. در ساده‌ترین تعریف، ساختار سرمایه به ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهامی اطلاق می‌شود که یک شرکت برای تامین مالی عملیات و رشد خود از آن‌ها بهره می‌برد [5]. به بیان دقیق‌تر، ساختار سرمایه در حوزه مالی شرکتی به ترکیب انواع مختلف وجوه خارجی که همان سرمایه نام دارند اشاره می‌کند که برای تامین مالی یک کسب‌وکار به‌کار گرفته می‌شوند و شامل حقوق صاحبان سهام، بدهی (وجوه استقراضی) و سهام ممتاز است که در ترازنامه شرکت منعکس می‌شود [13].

در نگاهی جامع‌تر، ساختار سرمایه ترکیبی از منابع بلندمدت مالی یک شرکت را توصیف می‌کند که از ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام تشکیل شده و نوعی تامین مالی دایمی است که از رشد شرکت و دارایی‌های مرتبط حمایت می‌کند [14]. منبع، ترکیب و نسبت سرمایه حقوقی و بدهی یک شرکت همگی توسط ساختار سرمایه اندازه‌گیری می‌شوند و این مفهوم نه تنها با محیط عملیاتی داخلی شرکت‌ها مرتبط است، بلکه ارتباطی قوی با جهت رشد آتی کسب‌وکار دارد [1].

هدف اصلی از طراحی یک ساختار سرمایه مطلوب، دستیابی به سطحی از ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام است که هزینه تامین مالی را به حداقل رسانده و ارزش شرکت را حداکثر کند [4]. به عبارت دیگر، ساختار سرمایه بهینه آن ترکیبی است که هزینه بدهی و تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام را به حداقل رسانده و ارزش شرکت را حداکثر کند [15]. در همین راستا، یکی از بنیادی‌ترین پرسش‌هایی که مدیران مالی با آن مواجه‌اند این است که چه حجمی از ساختار سرمایه بدهی باشد و چه حجمی از آن را حقوق صاحبان سهام تشکیل دهد تا به‌عنوان "ساختار سرمایه بهینه" موجب حداقل نمودن هزینه تامین مالی و به تبع آن افزایش ارزش بازار سهام شرکت‌ها گردد [16].

### ۲-۲- اجزای ساختار سرمایه

ساختار سرمایه یک شرکت از سه جز اصلی تشکیل می‌شود که هر یک دارای ویژگی‌ها، مزایا و معایب خاص خود هستند:

#### ۲-۲-۱- بدهی (Debt)

بدهی عبارت است از وجوه استقراضی که باید به همراه بهره بازپرداخت شود؛ رایج‌ترین اشکال آن وام‌های بانکی، اوراق قرضه و اعتبارات تجاری هستند [13]. از منظر مالی شرکتی، بدهی ارزان‌ترین شکل تامین مالی محسوب می‌شود؛ چراکه پرداخت‌های بهره از پایه مالیاتی کسر می‌شوند و از این‌رو هزینه موثر بدهی پس از کسر مالیات کمتر از نرخ بهره اسمی آن است [17]. علاوه بر این، وام‌گیری از طریق بدهی به سهامداران فعلی اجازه می‌دهد بدون رقیق شدن مالکیتشان، سرمایه موردنیاز را تامین کنند [14]. با این حال، سطوح بالای بدهی اهرم مالی ایجاد می‌کند که ریسک ورشکستگی و هزینه‌های درماندگی مالی را افزایش می‌دهد؛ به‌گونه‌ای که اگر شرکت توانایی پرداخت تعهدات بدهی را نداشته باشد، ممکن است با ورشکستگی مواجه شود [18].

بدهی می‌تواند بر اساس سررسید به دو دسته تقسیم شود: بدهی کوتاه‌مدت (جاری) که ظرف یک سال قابل پرداخت است و بدهی بلندمدت که شامل اوراق قرضه، وام‌های بلندمدت بانکی و سایر تعهدات مالی با سررسید بیش از یک سال می‌شود [19]. همچنین از نظر اولویت بازپرداخت در صورت ورشکستگی، بدهی به دو نوع ارشد (تضمین‌شده) و مرتبه پایین (بدون تضمین کافی) تقسیم می‌شود که هر کدام نرخ‌های بهره متفاوتی دارند [13]. پژوهش‌های داخلی نشان می‌دهند که شرکت‌های با ریسک بالا تمایلی به بالا بردن تامین مالی از طریق سهام عادی ندارند و نسبتاً بیشتر از بدهی‌های بلندمدت نسبت به بدهی‌های کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند [16].

## ۲-۲-۲- حقوق صاحبان سهام (Equity)

حقوق صاحبان سهام نمایانگر منافع مالکیتی در یک شرکت است و شامل سهام عادی، سهام ممتاز و سود انباشته می‌شود [15]. حقوق صاحبان سهام نشان‌دهنده ادعای مالکیتی سهامداران بر دارایی‌های شرکت است و برخلاف بدهی، نیازی به بازپرداخت ندارد [14]. تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام این مزیت را دارد که شرکت را ملزم به پرداخت‌های ثابت نمی‌کند و در دوره‌های رکود انعطاف مالی بیشتری فراهم می‌آورد؛ اما در عوض، مستلزم تقسیم مالکیت و کنترل با سهامداران جدید است [4].

از حیث هزینه، حقوق صاحبان سهام گران‌ترین شکل تامین مالی است؛ زیرا سرمایه‌گذاران به دلیل قرار گرفتن در اولویت آخر در هنگام ورشکستگی و عدم اطمینان از جریان درآمدی، انتظار بازده بالاتری دارند [20]. حقوق صاحبان سهام می‌تواند از طریق فعالیت‌های سودآور شرکت افزایش یافته و یا به واسطه اشتباهات تجاری کاهش یابد؛ همچنین در صورتی که شرکت سود سالانه را بین سهامداران توزیع نکند، سود انباشته به‌عنوان بخشی از حقوق صاحبان سهام افزایش پیدا می‌کند [16].

## ۲-۲-۳- ابزارهای ترکیبی (Hybrid Instruments)

علاوه بر بدهی و حقوق صاحبان سهام، ابزارهای مالی ترکیبی نیز وجود دارند که ویژگی‌های هر دو را با هم دارند. اوراق قرضه قابل تبدیل، سهام ممتاز قابل بازخرید، اوراق مشارکت و تامین مالی میانه<sup>۱</sup> از جمله این ابزارها هستند که شرکت‌ها برای انعطاف بیشتر در ساختار سرمایه از آن‌ها استفاده می‌کنند [13]. در محیط اقتصادی ایران، اوراق مشارکت و صکوک اسلامی از مهم‌ترین ابزارهای ترکیبی هستند که در چارچوب بانکداری اسلامی جایگزین اوراق قرضه متعارف شده‌اند [21].

## ۳- ریسک و انواع آن در ارتباط با ساختار سرمایه

ریسک از مفاهیم محوری در مالی شرکتی است که ارتباطی تنگاتنگ با تصمیمات ساختار سرمایه دارد. به‌طورکلی، ریسک به احتمال انحراف نتایج واقعی از نتایج مورد انتظار اطلاق می‌شود و در حوزه مالی، معمولاً به‌عنوان نوسان‌پذیری بازده تعریف می‌گردد [19]. تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه از یک سو می‌توانند سطح ریسک شرکت را تغییر دهند و از سوی دیگر، سطح ریسک موجود نیز انتخاب ساختار سرمایه را تحت تاثیر قرار می‌دهد. این رابطه دوسویه، درک عمیق انواع مختلف ریسک و نحوه تعامل آن‌ها با ساختار سرمایه را ضروری می‌سازد [16].

## ۱-۳- مفهوم ریسک در مالی شرکتی

در ادبیات مالی، ریسک به دو رویکرد کلی تعریف می‌شود. رویکرد اول ریسک را به‌عنوان احتمال زیان یا نتایج نامطلوب در نظر می‌گیرد، درحالی‌که رویکرد دوم که در مالی مدرن پذیرفته‌تر است، ریسک را معادل نوسان‌پذیری (واریانس یا انحراف معیار) بازده می‌داند؛ به این معنا که هم بازده‌های بالاتر و هم بازده‌های پایین‌تر از انتظار، بخشی از ریسک محسوب می‌شوند [22]. این تعریف دوم پایه نظریه مدرن پرتفوی و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۲</sup> است که بعدها توسط شارپ [23] توسعه یافت.

از منظر مالی شرکتی، ریسک یک شرکت را می‌توان به دو دسته کلی تقسیم کرد: ریسک تجاری که به ماهیت عملیات شرکت مربوط می‌شود و ریسک مالی که ناشی از نحوه تامین مالی آن است. تصمیمات ساختار سرمایه مستقیماً بر ریسک مالی تاثیر می‌گذارند، اما از طریق مکانیسم‌های نمایندگی و سرمایه‌گذاری، ریسک تجاری را نیز به‌طور غیرمستقیم تحت تاثیر قرار می‌دهند [18]. یکی از مهم‌ترین مباحث بازار سرمایه، آگاهی از میزان ریسک شرکت‌ها، به‌ویژه ریسک سیستماتیک است که می‌تواند بازده سهام شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار داده و نقش بسزایی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری ایفا کند [6].

<sup>1</sup> Mezzanine financing<sup>2</sup> Capital Asset Pricing Model (CAPM)

### ۲-۳- ریسک تجاری (Business Risk)

ریسک تجاری به عدم قطعیت در سودهای عملیاتی یک شرکت اطلاق می‌شود که ناشی از عوامل داخلی و خارجی مرتبط با صنعت و محیط رقابتی است، نه از نحوه تامین مالی شرکت [15]. به عبارت دیگر، ریسک تجاری همان ریسکی است که شرکت در صورت استفاده نکردن از هیچ‌گونه بدهی نیز با آن مواجه خواهد بود.

عوامل اصلی موثر بر ریسک تجاری عبارت‌اند از نوسان‌پذیری تقاضا برای محصولات شرکت، نوسانات قیمت فروش، نوسانات قیمت مواد اولیه و نهاده‌های تولید، میزان هزینه‌های ثابت (اهرم عملیاتی) و توانایی تعدیل قیمت در برابر تغییرات هزینه‌ها [24]. ارتباط ریسک تجاری با ساختار سرمایه از این جهت مهم است که شرکت‌های با ریسک تجاری بالاتر، معمولاً باید ساختار سرمایه‌ای محافظه‌کارانه‌تر (با بدهی کمتر) اتخاذ کنند تا از تراکم ریسک‌ها و احتمال درماندگی مالی جلوگیری شود [25]. پژوهش‌های انجام‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان می‌دهند که بین ریسک تجاری و نسبت بدهی شرکت‌های ایرانی رابطه منفی و معناداری وجود دارد [16].

### ۳-۳- ریسک مالی (Financial Risk)

ریسک مالی آن بخشی از ریسک کل شرکت است که مستقیماً از تصمیمات ساختار سرمایه به‌ویژه استفاده از بدهی ناشی می‌شود [19]. وقتی یک شرکت از بدهی استفاده می‌کند، تعهد ثابتی برای پرداخت اصل و بهره ایجاد می‌شود که بدون توجه به شرایط کسب‌وکار باید ایفا شود. این تعهدات ثابت نوسان‌پذیری درآمد سهامداران را افزایش می‌دهند و بنابراین ریسک مالی را بالا می‌برند [26].

مکانیسم اصلی تاثیر بدهی بر ریسک مالی از طریق اهرم مالی عمل می‌کند. اهرم مالی به استفاده از بدهی برای تامین مالی دارایی‌هایی اطلاق می‌شود که انتظار می‌رود بازده بیشتری از هزینه بدهی ایجاد کنند. در شرایط مساعد، اهرم مالی بازده حقوق صاحبان سهام را تقویت می‌کند؛ اما در شرایط نامساعد، زیان‌های سهامداران را تشدید کرده و احتمال ورشکستگی را افزایش می‌دهد [18]. پژوهشگران داخلی نیز نشان داده‌اند که افزایش اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با افزایش ریسک و کاهش بازده تعدیل‌شده با ریسک همراه بوده است [9].

### ۴-۳- ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک

در چارچوب نظریه مدرن پرتفوی، ریسک کل یک سهم به دو جز قابل تفکیک است:

ریسک سیستماتیک<sup>۱</sup>: این نوع ریسک که به آن ریسک بازار یا ریسک غیرقابل تنوع‌پذیری نیز می‌گویند، ناشی از عوامل کلان اقتصادی مانند نرخ بهره، تورم، چرخه‌های اقتصادی و سیاست‌های دولتی است که بر کل بازار تاثیر می‌گذارند و از طریق تنوع‌بخشی پرتفوی قابل حذف نیستند. شاخص اندازه‌گیری این ریسک ضریب بتا ( $\beta$ ) است [23].

ریسک غیرسیستماتیک<sup>۲</sup>: این نوع ریسک که به آن ریسک ویژه یا قابل تنوع‌پذیری نیز گفته می‌شود، مختص یک شرکت یا صنعت خاص است و از طریق تنوع‌بخشی می‌توان آن را کاهش داد یا حذف کرد [22].

### ۵-۳- ریسک ورشکستگی و هزینه‌های درماندگی مالی

یکی از مهم‌ترین پیامدهای استفاده بیش‌ازحد از بدهی، افزایش احتمال ورشکستگی و هزینه‌های درماندگی مالی است. درماندگی مالی زمانی رخ می‌دهد که یک شرکت ناتوان از ایفای تعهدات مالی خود باشد یا برای پرداخت آن‌ها دچار مشکل جدی شود [19]. هزینه‌های درماندگی مالی دو دسته‌اند.

<sup>1</sup> Systematic risk

<sup>2</sup> Unsystematic risk

هزینه‌های مستقیم: شامل هزینه‌های قانونی، اداری و مدیریتی مرتبط با فرایند ورشکستگی است که معمولاً بین ۲٪ تا ۵٪ ارزش شرکت برآورد می‌شوند [27].

هزینه‌های غیرمستقیم: شامل از دست دادن مشتریان و تامین‌کنندگان، کاهش اعتبار تجاری، فرار نیروی انسانی کلیدی، فروش اجباری دارایی‌ها با قیمت پایین و از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور است که می‌تواند بسیار بزرگ‌تر از هزینه‌های مستقیم باشند [24]. در محیط اقتصادی ایران با توجه به محدودیت‌های قانون تجارت و ضعف نهادهای حمایتی از اعتباردهندگان، هزینه‌های غیرمستقیم ورشکستگی اهمیت بیشتری پیدا می‌کنند [28].

جدول ۱- انواع ریسک و ارتباط آن با ساختار سرمایه.

Table 1- Types of risk and its relationship to capital structure.

نوع ریسک	تعریف	رابطه با ساختار سرمایه	شاخص اندازه‌گیری	قابلیت کنترل
ریسک تجاری	نوسان سودهای عملیاتی	ریسک بالا → بدهی کمتر	انحراف معیار EBIT	محدود
ریسک مالی	ناشی از استفاده از بدهی	بدهی بیشتر → ریسک بالاتر	اهرم مالی (D/E)	قابل کنترل توسط مدیران
ریسک سیستماتیک	ریسک کل بازار	بدهی → افزایش بتا	ضریب بتا (β)	غیرقابل حذف
ریسک غیرسیستماتیک	ریسک ویژه شرکت	ساختار سرمایه ضعیف → ریسک بیشتر	واریانس باقیمانده	از طریق تنوع‌بخشی
ریسک ورشکستگی	احتمال ناتوانی در ایفای تعهدات	بدهی بیش‌ازحد → ریسک بالا	Z-Score آلتمن	با مدیریت بدهی

منبع: برگرفته و تلخیص شده از [6]، [16]، [19]، [24]

در مجموع، آنچه از بررسی انواع مختلف ریسک و ارتباط آن‌ها با ساختار سرمایه برمی‌آید این است که ساختار سرمایه به‌عنوان یک اهرم دوگانه عمل می‌کند؛ از یک سو می‌تواند بازده سهامداران را تقویت کند و از سوی دیگر با افزایش تعهدات مالی ثابت، شرکت را در برابر بحران‌های اقتصادی آسیب‌پذیرتر می‌سازد؛ بنابراین، مدیریت بهینه ریسک از طریق انتخاب هوشمندانه ساختار سرمایه، نه یک گزینه بلکه یک ضرورت استراتژیک برای بقا و رشد پایدار شرکت‌هاست [10]، [29].

#### ۴- بازده و ارتباط آن با ساختار سرمایه

بازده سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌هاست و ارتباط آن با ساختار سرمایه از دیرباز در کانون توجه پژوهشگران مالی قرار داشته است. تصمیمات مربوط به ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام می‌تواند از مسیرهای مختلفی بر بازده تاثیر بگذارند؛ از یک سو اهرم مالی بازده سهامداران را در شرایط مساعد تقویت می‌کند و از سوی دیگر هزینه‌های تامین مالی و ریسک‌های مرتبط با بدهی می‌تواند بازده را کاهش دهند. دستیابی به توازن بین ریسک و بازده از طریق یک ساختار سرمایه بهینه، هم هدف و هم یک ضرورت است تا اطمینان حاصل شود که سازمان سطح ریسک قابل قبولی برای ذی‌نفعان خود حفظ می‌کند [1].

##### ۴-۱- مفهوم بازده و انواع آن

در ادبیات مالی، بازده<sup>۱</sup> به سود یا زیانی اطلاق می‌شود که یک سرمایه‌گذاری در طول یک دوره زمانی مشخص ایجاد می‌کند. بازده را می‌توان به دو شکل کلی تقسیم‌بندی کرد: بازده تحقق‌یافته<sup>۲</sup> که بازده واقعی دریافت‌شده در گذشته است و بازده مورد انتظار<sup>۳</sup> که برآوردی از بازده آتی بر اساس احتمالات مختلف است [22]. در حوزه مالی شرکتی، مهم‌ترین معیارهای بازده که ارتباط مستقیمی با ساختار سرمایه دارند عبارت‌اند از بازده دارایی‌ها<sup>۴</sup>، بازده حقوق صاحبان سهام<sup>۵</sup>، بازده سرمایه به‌کار گرفته‌شده<sup>۶</sup> و بازده سهام<sup>۷</sup>. در کنار این معیارها، سود هر سهم<sup>۸</sup> نیز به‌عنوان شاخصی از

<sup>1</sup> Return

<sup>2</sup> Realized return

<sup>3</sup> Expected return

<sup>4</sup> Return on Assets (ROA)

<sup>5</sup> Return on Equity (ROE)

<sup>6</sup> Return on Capital Employed (ROCE)

<sup>7</sup> Stock return

<sup>8</sup> Earnings Per Share (EPS)

عملکرد شرکت از منظر سهامداران مورد توجه قرار می‌گیرد [7]. پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهند که عملکرد شرکت‌ها با استفاده از معیارهای کلیدی نظیر  $ROE$ ،  $ROA$  و سود هر سهم سنجیده می‌شود که هر یک جنبه‌ای متفاوت از اثربخشی ساختار سرمایه را آشکار می‌سازند [30].

## ۲-۴- تاثیر ساختار سرمایه بر بازده دارایی‌ها ( $ROA$ )

بازده دارایی‌ها معیاری است که کارایی مدیریت در استفاده از دارایی‌های شرکت برای ایجاد سود را نشان می‌دهد. برخلاف  $ROE$  که مستقیماً تحت تاثیر اهرم مالی قرار می‌گیرد،  $ROA$  معیاری است که تا حدودی مستقل از ساختار سرمایه است؛ اما این استقلال کامل نیست. سطح بالای بدهی از طریق افزایش هزینه‌های بهره، سود خالص را کاهش داده و در نتیجه  $ROA$  را نیز متاثر می‌سازد [13]. نتایج پژوهش هوسین و همکاران [30] نشان داد که تمام نسبت‌های بدهی اعم از کوتاه‌مدت، بلندمدت و کل بدهی تاثیر منفی معناداری بر  $ROA$  در سطح اطمینان یک درصد دارند [30].

در بازار سرمایه ایران نیز پژوهش‌های متعددی رابطه بین ساختار سرمایه و  $ROA$  را بررسی کرده‌اند. یافته‌های این پژوهش‌ها عموماً حاکی از آن است که نسبت‌های بالای بدهی با کاهش  $ROA$  همراه است، هرچند این رابطه به نوع صنعت و شرایط اقتصاد کلان نیز بستگی دارد [31]. این یافته با تئوری سلسله‌مراتبی همسو است که پیش‌بینی می‌کند شرکت‌های سودآورتر (با  $ROA$  بالاتر) کمتر به بدهی متکی هستند، چراکه از منابع داخلی کافی برخوردارند [4].

## ۳-۴- اثر اهرم مالی بر بازده: شواهد تجربی

شواهد تجربی درباره رابطه ساختار سرمایه و بازده نتایج متنوع و گاه متناقضی را نشان می‌دهند که ناشی از تفاوت در زمینه‌های جغرافیایی، صنعتی و روش‌شناختی پژوهش‌هاست. پژوهش بویی و همکاران [32] که بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بخارست انجام شد، نشان داد که ساختار سرمایه بر ریسک و عملکرد شرکت تاثیر می‌گذارد و سطوح بالاتر بدهی ریسک و رشکستگی را افزایش داده و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد [29]. در مقابل، پژوهش انجام‌شده بر ۷۶۹ شرکت ویتنامی نشان داد که نسبت بدهی تاثیر مثبتی بر  $ROE$ ،  $ROA$  و توبین کیو دارد. این تناقض نشان می‌دهد که رابطه ساختار سرمایه و بازده به شدت به زمینه اقتصادی و نهادی بستگی دارد.

در ایران نیز مطالعات تجربی انجام‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نتایج ترکیبی داشته‌اند. از یک سو، برخی پژوهش‌ها رابطه مثبت میان اهرم مالی و بازده سهام را گزارش داده‌اند [7] و از سوی دیگر، پژوهش‌هایی رابطه منفی میان نسبت بدهی و عملکرد تعدیل‌شده با ریسک را تایید کرده‌اند [9]. این تناقضات بر ضرورت در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی نظیر اندازه شرکت، صنعت، چرخه اقتصادی و کیفیت مدیریت در تحلیل این رابطه تاکید دارند.

در مجموع، آنچه از بررسی ادبیات موجود برمی‌آید این است که رابطه ساختار سرمایه و بازده یک رابطه ساده و یک‌طرفه نیست. این رابطه به شدت تحت تاثیر شرایط اقتصادی، ویژگی‌های صنعت، مرحله توسعه شرکت و کیفیت مدیریت قرار دارد. از این رو، مدیران مالی باید در انتخاب ساختار سرمایه، نه صرفاً به حداکثرسازی بازده کوتاه‌مدت، بلکه به ایجاد توازن پایدار بین ریسک و بازده در افق بلندمدت توجه داشته باشند [14]، [19].

## ۵- عوامل موثر بر انتخاب ساختار سرمایه

انتخاب ساختار سرمایه یک تصمیم پیچیده و چندبعدی است که تحت تاثیر طیف گسترده‌ای از عوامل داخلی و خارجی قرار می‌گیرد. پژوهش‌های تجربی نشان می‌دهند که هیچ فرمول جهانی واحدی برای ساختار سرمایه بهینه وجود ندارد و شرکت‌های مختلف بر اساس ویژگی‌های خاص خود، شرایط صنعت و محیط اقتصادی، ترکیب‌های متفاوتی از بدهی و حقوق صاحبان سهام را انتخاب می‌کنند [26]. نتایج پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهند که سودآوری، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اندازه شرکت، نوسان‌پذیری درآمد و فرصت‌های رشد از مهم‌ترین عوامل تاثیرگذار بر ساختار سرمایه شرکت‌ها هستند و هیچ تئوری واحدی به‌تنهایی قدرت توضیح کامل این رفتارها را ندارد [33]. در این بخش، عوامل موثر بر انتخاب ساختار سرمایه در سه دسته اصلی عوامل داخلی شرکت، عوامل خارجی (محیطی و کلان) و عوامل صنعت‌محور مورد بررسی قرار می‌گیرند.

## ۵-۱- عوامل داخلی شرکت

عوامل داخلی به ویژگی‌های مالی و عملیاتی خود شرکت اطلاق می‌شوند که مدیران بر آن‌ها کنترل نسبی دارند. این عوامل مستقیم‌ترین تأثیر را بر تصمیمات ساختار سرمایه دارند.

## ۱-۱-۵- اندازه شرکت

اندازه شرکت یکی از پرنکراترین و پرمطالعه‌ترین عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در ادبیات مالی است. اندازه شرکت تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات ساختار سرمایه دارد؛ شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً دسترسی بهتری به بازارهای سرمایه دارند و می‌توانند تأمین مالی از طریق بدهی را با شرایط مساعدتری تأمین کنند که این موضوع ارزش بازار آن‌ها را افزایش می‌دهد. در مقابل، شرکت‌های کوچک‌تر اغلب به دلیل دسترسی محدود به حقوق صاحبان سهام، به شدت به منابع داخلی متکی هستند که می‌تواند به نسبت‌های اهرمی بالاتر و ریسک مالی افزایش یافته منجر شود.

از منظر نظری، رابطه مثبت بین اندازه شرکت و میزان بدهی با چندین تئوری قابل توجیه است. اول آنکه شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً جریان‌های نقدی پایدارتر و متنوع‌تری دارند که ریسک ورشکستگی آن‌ها را کاهش می‌دهد و دسترسی به بدهی ارزان‌تر را تسهیل می‌کند [24]. دوم آنکه شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً از شهرت بهتری در بازارهای مالی برخوردارند و از این رو با مشکل اطلاعات نامتقارن کمتری مواجه‌اند [4].

در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌ها عموماً نشان می‌دهند که بین اندازه شرکت و نسبت بدهی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ شرکت‌های بزرگ‌تر تمایل بیشتری به استفاده از بدهی بلندمدت دارند، در حالی که شرکت‌های کوچک‌تر بیشتر به بدهی کوتاه‌مدت و منابع داخلی متکی هستند [16].

## ۲-۱-۵- سودآوری

سودآوری یکی از مهم‌ترین و درعین حال بحث‌برانگیزترین عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه است که تئوری‌های مختلف پیش‌بینی‌های متضادی درباره آن دارند. شرکت‌هایی با سودآوری بالا بیشتر تمایل دارند ابتدا از سود انباشته استفاده کنند و از این رو وابستگی کمتری به تأمین مالی از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام دارند که این ترجیح ترتیبی، اهمیت سودآوری در شکل‌دهی به تصمیمات ساختار سرمایه را برجسته می‌سازد.

این پیش‌بینی کاملاً با تئوری سلسله‌مراتبی مایرز و ماجلوف [4] سازگار است که انتظار دارد شرکت‌های سودآورتر از بدهی کمتری استفاده کنند؛ چراکه از منابع داخلی کافی برخوردارند. پژوهش‌های تجربی انجام‌شده در کشورهای شورای همکاری خلیج فارس نیز نشان می‌دهند که رابطه منفی معناداری بین سودآوری و اهرم مالی وجود دارد. این یافته با شواهد تجربی در اکثر بازارهای نوظهور از جمله ایران همسو است [31]. از سوی دیگر، تئوری توازن ایستا پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌های سودآورتر باید بدهی بیشتری داشته باشند؛ چراکه سود بیشتر به معنای بهره‌مندی بیشتر از سپر مالیاتی است [25]. این تضاد نظری یکی از مهم‌ترین پازل‌های حل‌نشده در ادبیات ساختار سرمایه به شمار می‌رود [26].

## ۳-۱-۵- دارایی‌های مشهود و وثیقه‌پذیر

دارایی‌های مشهود مانند ماشین‌آلات، تجهیزات و ساختمان‌ها که می‌توانند به‌عنوان وثیقه در قراردادهای وام استفاده شوند، نقش مهمی در تعیین دسترسی شرکت به بدهی دارند. سودآوری، مشهود بودن دارایی‌ها و اندازه شرکت از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در میان کشورهای مختلف هستند؛ شرکت‌های بزرگ‌تر و سودآورتر تمایل به نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام پایین‌تری دارند، در حالی که شرکت‌هایی با سطوح بالاتر مشهود بودن دارایی‌ها به سمت نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بالاتر گرایش دارند.

از منظر نظری، وجود دارایی‌های مشهود بیشتر ریسک اعتباردهندگان را کاهش می‌دهد؛ چراکه در صورت ورشکستگی، این دارایی‌ها قابل فروش و تبدیل به نقد هستند. از این رو، انتظار می‌رود شرکت‌های با دارایی‌های مشهود بیشتر، توانایی بالاتری برای استقراض داشته باشند [24]. شواهد تجربی نشان می‌دهند که رابطه مثبتی بین ساختار دارایی (مشهود بودن) و اهرم مالی وجود دارد. در بورس اوراق بهادار تهران نیز پژوهش‌ها این رابطه مثبت را تأیید کرده‌اند [16]، [28].

## ۴-۱-۵- فرصت‌های رشد

فرصت‌های رشد که اغلب با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری<sup>۱</sup> اندازه‌گیری می‌شوند، تاثیر پیچیده‌ای بر ساختار سرمایه دارند. طبق تئوری نمایندگی مایرز [34]، شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد زیاد باید از بدهی کمتری استفاده کنند؛ چراکه بدهی بالا می‌تواند مشکل کم‌سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> ایجاد کند که در آن سهامداران انگیزه‌ای برای تامین مالی پروژه‌های با  $NPV$  مثبت ندارند. پژوهش‌های تجربی نشان می‌دهند که رابطه مثبتی بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اهرم مالی وجود دارد که نشان‌دهنده تمایل شرکت‌های با فرصت رشد بالاتر به استفاده از بدهی برای تامین مالی این فرصت‌هاست. این یافته در برخی پژوهش‌های داخلی نیز مشاهده شده است [35].

## ۵-۱-۵- نقدشوندگی

نقدشوندگی یا توانایی شرکت در ایفای تعهدات کوتاه‌مدت، یکی دیگر از عوامل موثر بر ساختار سرمایه است. نقدشوندگی عامل مهم دیگری است که بر ساختار سرمایه تاثیر می‌گذارد و شرکت‌هایی با نقدشوندگی بالاتر به‌طور کلی دسترسی بهتری به تامین مالی خارجی دارند. از منظر تئوری سلسله‌مراتبی، شرکت‌هایی که نقدشوندگی بالایی دارند منابع داخلی بیشتری در دسترس دارند و بنابراین نیاز کمتری به بدهی خارجی دارند. این پیش‌بینی عموماً با شواهد تجربی در بازارهای نوظهور سازگار است [16]. پرداخت سود سهام بیش‌ازحد نیز می‌تواند سود انباشته را کاهش داده و شرکت را مجبور به جستجوی تامین مالی خارجی کند که به افزایش اهرم و ریسک‌های مرتبط منجر می‌شود.

## ۲-۵- عوامل خارجی (محیطی و کلان)

علاوه بر ویژگی‌های داخلی شرکت، عوامل خارجی مرتبط با محیط اقتصادی و نهادی نیز نقش مهمی در تعیین ساختار سرمایه ایفا می‌کنند. علاوه بر عوامل داخلی شرکت، مطالعات متعدد از شاخص‌های کلان اقتصادی نیز استفاده کرده‌اند؛ رشد تولید ناخالص داخلی به‌عنوان نماینده رشد اقتصادی و نرخ تورم برای کنترل عوامل کلان اقتصادی که به‌طور قابل توجهی بر تصمیمات تامین مالی تاثیر می‌گذارند، به‌کار می‌روند.

## ۱-۲-۵- شرایط بازار سرمایه

دسترسی و عمق بازار سرمایه یکی از مهم‌ترین عوامل خارجی تاثیرگذار بر ساختار سرمایه است. در بازارهای سرمایه توسعه‌یافته که ابزارهای مالی متنوعی در دسترس هستند، شرکت‌ها انعطاف بیشتری در انتخاب ساختار سرمایه دارند. شواهد تجربی درباره روابط بین اندازه شرکت، ساختار سرمایه و سودآوری از بازار در حال توسعه ایران نشان می‌دهد که ایران به‌عنوان یک اقتصاد نوظهور، سیستم مالی ضعیف تا متوسطی دارد و بدهی به‌جای حقوق صاحبان سهام، منبع اصلی تامین مالی است. این ویژگی خاص بازار ایران، شرکت‌ها را ناگزیر از تکیه بیشتر بر تامین مالی بانکی و اوراق مشارکت می‌کند [21].

## ۲-۲-۵- نرخ مالیات

نرخ مالیات از طریق مکانیسم سپر مالیاتی بر تصمیمات ساختار سرمایه تاثیر می‌گذارد. با افزایش نرخ مالیات، مزیت کسر بهره بدهی از درآمد مشمول مالیات افزایش می‌یابد و انگیزه شرکت‌ها برای استفاده از بدهی بیشتر می‌شود [17]. نرخ‌های بهره اوراق قرضه شرکتی و بدهی بلندمدت مستقیماً هزینه استقراض را تعیین می‌کنند و بر تصمیمات اهرم مالی و سودآوری تاثیر می‌گذارند. در محیط اقتصادی ایران، معافیت‌های مالیاتی متعددی که برای برخی صنایع و مناطق در نظر گرفته شده، می‌توانند مزیت سپر مالیاتی بدهی را کاهش داده و انگیزه استفاده از بدهی را تضعیف کنند [16].

<sup>1</sup> Market-to-book ratio<sup>2</sup> Underinvestment problem

## ۳-۲-۵- نرخ تورم و نرخ بهره

تورم و نرخ بهره از طریق تاثیر بر هزینه واقعی بدهی، ساختار سرمایه شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهند. در شرایط تورمی، ارزش واقعی بدهی در طول زمان کاهش می‌یابد و این پدیده می‌تواند انگیزه استفاده از بدهی را افزایش دهد. همچنین نرخ‌های بهره بالاتر هزینه بدهی را افزایش داده و شرکت‌ها را به سمت تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام سوق می‌دهند. این تئوری بیان می‌کند که شرکت‌ها باید بین مزایای کسر مالیاتی بدهی و ریسک‌های احتمالی مشکلات مالی و ورشکستگی توازن برقرار کنند که این چارچوب برای درک نحوه تعیین ساختار سرمایه بهینه در دوره‌های توسعه ضروری است. در ایران با توجه به نرخ‌های تورم بالا و نوسانات مکرر نرخ بهره بانکی، این عوامل از اهمیت ویژه‌ای در تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها برخوردارند [35].

## ۴-۲-۵- رشد اقتصادی و شرایط کلان

رشد اقتصادی به‌عنوان یک متغیر کلان مهم، بر تقاضا برای محصولات شرکت‌ها، جریان‌های نقدی آن‌ها و در نتیجه توانایی پرداخت بدهی تاثیر می‌گذارد. در دوره‌های رونق اقتصادی، شرکت‌ها معمولاً جریان‌های نقدی بهتری دارند و می‌توانند اهرم مالی بیشتری را تحمل کنند، درحالی‌که در دوره‌های رکود، بدهی بالا می‌تواند بسیار مخاطره‌آمیز باشد [19]. مطالعات نشان داده‌اند که بحران‌هایی مانند پاندمی کووید-۱۹ تاثیر منفی قابل توجهی بر رشد دارایی‌ها، فروش و سود شرکت‌ها داشتند که این موضوع نشان‌دهنده حساسیت بالای ساختار سرمایه به شرایط اقتصادی است.

## ۳-۵- عوامل صنعت محور

ساختار سرمایه نه تنها تحت تاثیر ویژگی‌های خاص شرکت و شرایط کلان اقتصادی، بلکه به شدت از عوامل صنعت محور نیز متاثر می‌شود.

## ۱-۳-۵- ساختار رقابتی صنعت

شدت رقابت در یک صنعت می‌تواند بر ساختار سرمایه شرکت‌های آن تاثیر بگذارد. در صنایع با رقابت شدید، شرکت‌ها معمولاً ترجیح می‌دهند ساختار سرمایه محافظه‌کارانه‌تری داشته باشند تا از انعطاف مالی کافی برای واکنش سریع به تغییرات رقابتی برخوردار باشند. بررسی‌ها نشان داده‌اند که عوامل صنعت محور مانند هزینه‌های تحقیق و توسعه و هزینه‌های بازاریابی، به طور قابل توجهی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های فعال در آن صنعت تاثیر می‌گذارند. صنایعی که هزینه‌های ثابت بالایی دارند (مانند فولاد، پتروشیمی و خودروسازی) معمولاً اهرم مالی بالاتری نسبت به صنایع خدماتی دارند [24]. در بورس اوراق بهادار تهران نیز شواهد نشان می‌دهد که ساختار سرمایه در صنایع مختلف تفاوت‌های معناداری دارد [16].

## ۲-۳-۵- چرخه عمر صنعت

مرحله توسعه صنعت نیز از عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های فعال در آن است. صنایع نوظهور و در حال رشد معمولاً با عدم قطعیت بیشتر و نیاز بالاتر به سرمایه‌گذاری مواجه‌اند؛ در این مرحله، تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام رایج‌تر است. در مقابل، صنایع بالغ با جریان‌های نقدی پایدار می‌توانند از بدهی بیشتری استفاده کنند [26]. عدم توافق در یافته‌های پژوهش‌ها ناشی از تفاوت‌های نهادی بین کشورها، شکاف‌های روش‌شناختی، یا به دلیل ویژگی‌های زمینه‌ای، محیطی و عوامل صنعتی است. این نکته بر اهمیت در نظر گرفتن عوامل صنعت محور در تحلیل ساختار سرمایه تاکید دارد.

در مجموع، بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه نشان می‌دهد که این تصمیمات ماهیتی چندعاملی دارند و هر شرکت باید با در نظر گرفتن ترکیب منحصر به فردی از عوامل داخلی، خارجی و صنعتی، ساختار سرمایه متناسب با شرایط خود را انتخاب کند. نتایج تحقیقات نشان می‌دهد که سودآوری، نسبت ارزش بازار به دفتری، اندازه شرکت، نوسان‌پذیری درآمد و فرصت‌های رشد از عوامل معنادار تاثیرگذار بر ساختار سرمایه هستند و هیچ تئوری شرطی واحدی قدرت توضیح کامل تصمیمات تامین مالی را ندارد و هر تئوری تنها توضیحات جزئی‌تری می‌دهد. این یافته بر ضرورت رویکردهای چند منظری و زمینه محور در تحلیل ساختار سرمایه تاکید دارد.

## ۶- پیشینه تحقیقات تجربی

مرور پیشینه پژوهشی یکی از ارکان اساسی هر مقاله مروری است که با ارایه تصویری جامع از مطالعات پیشین، زمینه را برای تحلیل انتقادی و شناسایی شکاف‌های تحقیقاتی فراهم می‌سازد. در حوزه ساختار سرمایه و تاثیر آن بر ریسک و بازده شرکت‌ها، پژوهش‌های تجربی فراوانی در سطح بین‌المللی و داخلی انجام شده‌اند که هر یک با روش‌شناسی، نمونه آماری و یافته‌های متفاوتی به این موضوع پرداخته‌اند. در این بخش، مهم‌ترین مطالعات تجربی در دو سطح مطالعات خارجی و داخلی مرور می‌شوند.

### ۶-۱- مطالعات خارجی

#### ۶-۱-۱- مطالعات کلاسیک و بنیادی

پس از نظریه‌پردازی‌های بنیادین مودیلیانی و میلر [3]، [17]، موج گسترده‌ای از پژوهش‌های تجربی با هدف آزمون پیش‌بینی‌های تئوری‌های مختلف ساختار سرمایه آغاز شد. تیتمن و وسلز [24] در یکی از مهم‌ترین و پرستندترین مقالات تجربی این حوزه، با استفاده از داده‌های شرکت‌های آمریکایی در دوره ۱۹۷۴ تا ۱۹۸۲، عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه را با روش تحلیل عاملی تاییدی موردبررسی قرار دادند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که بین سودآوری و اهرم مالی رابطه منفی معناداری وجود دارد، درحالی‌که دارایی‌های مشهود رابطه مثبتی با بدهی دارند. این مطالعه پایه‌گذار بسیاری از پژوهش‌های بعدی در این حوزه بود.

برادلی و همکاران [36] با بررسی داده‌های ۸۵۱ شرکت آمریکایی در دوره ۱۹۶۲ تا ۱۹۸۱، شواهدی در حمایت از تئوری توازن ایستا ارائه دادند. آن‌ها نشان دادند که نسبت بدهی با سپر مالیاتی غیربدهی (استهلاک و اعتبارات مالیاتی) و نوسان‌پذیری درآمد رابطه منفی دارد. رجان و زینگالس [37] در مطالعه‌ای مهم که داده‌های شرکت‌های کشورهای G7 را موردبررسی قرار داد، نشان دادند که چهار عامل اندازه شرکت، مشهود بودن دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و سودآوری، در اکثر کشورها از اهمیت معناداری در تعیین ساختار سرمایه برخوردارند. این مطالعه اهمیت خود را تا به امروز حفظ کرده و به‌عنوان معیاری برای مقایسه پژوهش‌های بین‌المللی به کار می‌رود.

فاما و فرنچ [20] با استفاده از داده‌های شرکت‌های آمریکایی در دوره ۱۹۶۵ تا ۱۹۹۹، هر دو تئوری توازن و سلسله‌مراتبی را آزمون کردند. آن‌ها دریافتند که هر دو تئوری در تبیین برخی جنبه‌های رفتار تامین مالی شرکت‌ها توانایی نسبی دارند، اما هیچ‌کدام به‌تنهایی تصویر کاملی ارائه نمی‌دهند. بیکر و ورگلر [12] نیز در مطالعه‌ای مهم نشان دادند که ساختار سرمایه بازتابی از تجمع تاریخی تصمیمات زمان‌بندی بازار است و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در گذشته، قوی‌ترین پیش‌بینی‌کننده ساختار سرمایه فعلی شرکت است.

#### ۶-۱-۲- مطالعات نوین (دهه ۲۰۱۰ تاکنون)

در دهه اخیر، پژوهش‌های تجربی در حوزه ساختار سرمایه به سمت بررسی بازارهای نوظهور، تاثیر بحران‌های مالی و استفاده از روش‌های اقتصادسنجی پیشرفته‌تر سوق یافته‌اند. بویی و همکاران [32] در پژوهشی که بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بخارست رومانی انجام دادند، تاثیر ساختار سرمایه بر ریسک و عملکرد شرکت را موردبررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان داد که سطوح بالاتر بدهی ریسک ورشکستگی را افزایش داده و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد، درحالی‌که ساختار سرمایه بهینه با بهبود عملکرد مالی همراه است.

آرینفول و همکاران [1] در پژوهشی جامع به بررسی رابطه ساختار سرمایه بهینه و عملکرد مالی پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که شناسایی و حفظ ساختار سرمایه بهینه می‌تواند به‌طور معناداری سودآوری، ثبات مالی و ارزش بلندمدت شرکت را بهبود بخشد. بویی و همکاران [32] در مطالعه‌ای که بر ۷۶۹ شرکت پذیرفته‌شده در بازار سهام ویتنام در دوره ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۲ انجام شد، نشان دادند که نسبت بدهی تاثیر مثبتی بر  $ROA$ ،  $ROE$  و توبین کیو دارد. این یافته که در تضاد با برخی مطالعات دیگر است، اهمیت زمینه اقتصادی و نهادی را در تفسیر رابطه ساختار سرمایه و عملکرد برجسته می‌سازد.

هوسین و همکاران [30] در پژوهشی که بر شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بنگلادش تمرکز داشت، تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌هایی که استراتژی نوآوری را دنبال می‌کنند بررسی کردند. نتایج نشان داد که تمام نسبت‌های بدهی اعم از کوتاه‌مدت، بلندمدت و کل بدهی تاثیر منفی معناداری بر  $ROA$  داشتند. خان و همکاران [33] در بررسی پویایی‌های عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در کشورهای شورای همکاری خلیج فارس دریافتند که سودآوری، مشهود بودن دارایی‌ها و اندازه شرکت از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در این منطقه هستند.

منسا و همکاران [38] در پژوهشی که بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس فرانکفورت انجام دادند، تاثیر ساختار سرمایه بر رشد کسب‌وکار در دوره پس از پذیرش  $IFRS$  را بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که اهرم مالی تاثیر مثبت معناداری بر رشد دارایی‌ها و فروش دارد، اما در دوره پاندمی کووید-۱۹ این رابطه تضعیف شد. ژوان نگوین و همکاران [39] در پژوهشی اخیر که بر بازار ویتنام متمرکز بود، نشان دادند که ساختار سرمایه تاثیر معناداری بر عملکرد شرکت دارد و این رابطه با در نظر گرفتن اندازه شرکت و نوع صنعت تعدیل می‌شود.

## ۲-۶- مطالعات داخلی (ایران)

### ۱-۲-۶- مطالعات پایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران

پژوهش‌های تجربی درباره ساختار سرمایه در ایران از اواخر دهه ۱۳۷۰ با گسترش بورس اوراق بهادار تهران آغاز شد و در دهه‌های بعد با شتاب چشمگیری افزایش یافت. جهانخانی و پارسیان [11] از نخستین پژوهشگران ایرانی بودند که به‌طور منسجم به بررسی رفتار تامین مالی شرکت‌های ایرانی پرداختند و زیرساخت نظری لازم برای پژوهش‌های بعدی را فراهم آوردند.

نوروش و حیدری [16] در یک مطالعه جامع، عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. آن‌ها با استفاده از داده‌های پانل و مدل‌های رگرسیونی، نشان دادند که اندازه شرکت رابطه مثبت، سودآوری رابطه منفی و دارایی‌های مشهود رابطه مثبتی با نسبت بدهی دارند. همچنین، بین ریسک تجاری و نسبت بدهی رابطه منفی معناداری مشاهده شد که با پیش‌بینی‌های تئوری توازن ایستا سازگار بود. این پژوهش به‌عنوان یکی از مرجع‌ترین مطالعات ایرانی در این حوزه به‌شمار می‌رود.

باقرزاده [10] در مطالعه‌ای به بررسی رابطه خطی بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل  $CAPM$  پرداخت. یافته‌های او نشان داد که رابطه ریسک و بازده در بازار ایران معنادار است، اما قدرت این رابطه ضعیف‌تر از بازارهای توسعه‌یافته است و عوامل دیگری نیز بر بازده سهام در ایران موثرند. کیمیاگری و همکاران [8] با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ نشان دادند که افزودن عوامل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، قدرت توضیحی مدل  $CAPM$  در بازار ایران را به‌طور معناداری افزایش می‌دهد.

ایزدی‌نیا و رحیمی دستجردی [7] در پژوهشی که تاثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و سود هر سهم را بررسی کرد، با انتخاب نسبت‌های بدهی به دارایی و بدهی به حقوق صاحبان سهام به‌عنوان متغیرهای مستقل، رابطه مستقیمی بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و بازده سهام یافتند. این یافته نشان‌دهنده اثر اهرم مالی مثبت در شرکت‌های بورسی ایران در دوره موردبررسی بود.

### ۲-۲-۶- مطالعات دهه ۱۳۹۰ و دوره اخیر

مهرآرا و همکاران [6] با بررسی رابطه ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای، نشان دادند که ریسک سیستماتیک تاثیر مثبت معناداری بر بازده سهام دارد، اما این رابطه در دوره‌های مختلف ثبات ندارد و به شرایط کلان اقتصادی وابسته است. آن‌ها همچنین نشان دادند که ساختار سرمایه از طریق تغییر ریسک سیستماتیک ( $\beta$ )، بر بازده مورد انتظار سهام تاثیر می‌گذارد.

نصیرزاده و مستقیمیان [28] در پژوهشی که هر دو تئوری توازن و سلسله‌مراتبی را در بورس اوراق بهادار تهران آزمون کرد، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های ایرانی در انتخاب ساختار سرمایه خود بیشتر از تئوری سلسله‌مراتبی پیروی می‌کنند تا تئوری توازن. آن‌ها این یافته را به محدودیت‌های بازار سرمایه ایران، ضعف سیستم بانکی در ارزیابی ریسک اعتباری و شرایط خاص اقتصاد ایران نسبت دادند.

پرویزراد و چاووشی [9] با بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد تعدیل شده با ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشان دادند که بین اهرم مالی و عملکرد تعدیل شده با ریسک رابطه منفی و معناداری وجود دارد. این یافته بر اهمیت توجه همزمان به ریسک و بازده در ارزیابی اثر ساختار سرمایه تاکید دارد.

خرمدند و غیائی [35] با بررسی تاثیر زمان بندی بازار بر ساختار سرمایه شرکت‌های ایرانی، نشان دادند که شواهد محدودی در حمایت از تئوری زمان بندی بازار در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. آن‌ها استدلال کردند که عدم توسعه یافتگی کافی بازار سرمایه ایران و محدودیت‌های دسترسی به اطلاعات، امکان بهره‌برداری از فرصت‌های زمان بندی بازار را برای شرکت‌های ایرانی محدود می‌سازد.

احمد و همکاران [40] در پژوهشی که بر اساس داده‌های ۱۵۶ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۹ انجام شد، نقش تعدیل کننده اندازه شرکت را در رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان داد که سودآوری تحت تاثیر منفی تصمیمات ساختار سرمایه قرار می‌گیرد، اما اندازه شرکت رابطه مثبتی با سودآوری دارد و نقش مهمی در بهبود اثر انتخاب ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت ایفا می‌کند.

### ۳-۶- جمع بندی و تحلیل انتقادی پیشینه

مرور مطالعات تجربی داخلی و خارجی نشان می‌دهد که علی‌رغم گستردگی و تنوع پژوهش‌ها، برخی نتیجه‌گیری‌های مشترک قابل استخراج است. نخست، رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی چه در بازارهای توسعه یافته و چه در بازارهای نوظهور پیچیده، غیرخطی و به شدت زمینه محور است. دوم، عواملی مانند اندازه شرکت، سودآوری و مشهود بودن دارایی‌ها در اکثر پژوهش‌ها از اهمیت معناداری برخوردار بوده‌اند. سوم، نتایج متناقض در مطالعات مختلف عمدتاً ناشی از تفاوت در روش‌شناسی، دوره زمانی، صنعت مورد بررسی و شرایط اقتصاد کلان است.

در خصوص ایران، پژوهش‌ها نشان می‌دهند که شرکت‌های ایرانی به دلیل ویژگی‌های خاص محیط اقتصادی از جمله تورم بالا، بانک‌محوری سیستم مالی، تحریم‌های اقتصادی و ساختار مالکیت دولتی الگوهای تامین مالی متمایزی دارند که لزوم توسعه چارچوب‌های نظری و تجربی بومی را برای تحلیل ساختار سرمایه در ایران نشان می‌دهد [28]، [40]. علاوه بر این، شکاف‌های تحقیقاتی مهمی نیز در ادبیات موجود مشاهده می‌شود که از جمله آن‌ها می‌توان به کمبود مطالعات طولی بلندمدت، نبود پژوهش‌های کافی درباره تاثیر تحریم‌ها بر ساختار سرمایه و ضعف مطالعات بین‌صنعتی در بازار ایران اشاره کرد.

## ۷- تحلیل و بحث

### ۱-۷- جمع بندی شواهد تجربی

مرور جامع ادبیات نظری و تجربی در بخش‌های پیشین نشان داد که رابطه ساختار سرمایه با ریسک و بازده شرکت‌ها پیچیده، چندوجهی و به شدت زمینه محور است. در این بخش، تلاش می‌شود تا با تحلیل انتقادی یافته‌های پژوهش‌های مرور شده، تناقضات و شکاف‌های موجود شناسایی شده و نقاط اشتراک و افتراق مطالعات داخلی و خارجی مقایسه شوند.

در مجموع، شواهد تجربی از سه نتیجه‌گیری کلی حمایت می‌کنند:

۱. ساختار سرمایه بر عملکرد و ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد، هرچند جهت و شدت این تاثیر بسته به زمینه اقتصادی از جمله سطح توسعه یافتگی بازار سرمایه، نرخ تورم، نرخ مالیات و شرایط رقابتی صنعت متفاوت است.
۲. استفاده بیش از حد از بدهی ریسک مالی و احتمال ورشکستگی را افزایش می‌دهد و در سطوح بالای اهرم، هزینه‌های درماندگی مالی می‌توانند مزایای سپر مالیاتی را خنثی کرده و ارزش شرکت را کاهش دهند.
۳. ساختار سرمایه بهینه اگر چنین نقطه‌ای اصلاً وجود داشته باشد نه یک عدد ثابت، بلکه یک بازه پویاست که با تغییر شرایط داخلی و خارجی شرکت تغییر می‌کند. این نتیجه‌گیری با هر سه تئوری اصلی توازن [25]، سلسله‌مراتبی [4] و نمایندگی [18] سازگار است.

## ۷-۲- شکاف‌های تحقیقاتی

مرور ادبیات چندین شکاف تحقیقاتی مهم را آشکار می‌سازد:

۱. کمبود مطالعاتی که تاثیر همزمان عوامل کلان اقتصادی مانند تحریم، تورم و بی‌ثباتی نرخ ارز و عوامل خرد شرکتی را بر ساختار سرمایه در ایران بررسی کنند. اکثر مطالعات ایرانی تنها یک دسته از این عوامل را در نظر گرفته‌اند.
۲. فقدان مطالعاتی که رابطه ساختار سرمایه با ریسک و بازده را در سطح صنایع مختلف در ایران به‌صورت تطبیقی بررسی کنند. اکثر پژوهش‌های داخلی بازار را به‌صورت کلی در نظر گرفته و تفاوت‌های بین‌صنعتی را نادیده انگاشته‌اند.
۳. نبود پژوهش‌های کافی درباره تاثیر حاکمیت شرکتی، به‌ویژه ترکیب هیات‌مدیره، استقلال اعضا و ساختار مالکیت، بر تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های ایرانی. این حوزه در ادبیات بین‌المللی توجه فزاینده‌ای را به خود جلب کرده است.
۴. ضعف مطالعات طولی که تغییرات ساختار سرمایه شرکت‌های ایرانی را در طول چرخه‌های اقتصادی مختلف ردیابی کنند. چنین مطالعاتی می‌توانند بینش ارزشمندی درباره پویایی‌های ساختار سرمایه در محیط‌های پرنوسان ارائه دهند.

## ۷-۳- مقایسه نتایج مطالعات ایرانی و خارجی

## ۷-۳-۱- نقاط اشتراک

۱. در هر دو گروه از مطالعات، اندازه شرکت به‌عنوان یک عامل مثبت تعیین‌کننده ساختار سرمایه شناسایی شده است؛ شرکت‌های بزرگ‌تر در ایران و سایر کشورها دسترسی بهتری به بدهی دارند. این یافته در مطالعات تیمن و وسلز [24] در آمریکا و نوروش و حیدری [16] در ایران به‌طور مشترک تایید شده است.
۲. رابطه منفی بین سودآوری و اهرم مالی در اکثر مطالعات ایرانی و خارجی تایید شده که از تئوری سلسله‌مراتبی حمایت می‌کند. شرکت‌های سودآورتر کمتر به بدهی خارجی متکی هستند؛ این الگو در مطالعات رجان و زینگالس [37] در کشورهای G7 و نصیر زاده و مستقیمیان [28] در ایران مشترکاً گزارش شده است.
۳. رابطه مثبت بین مشهود بودن دارایی‌ها و اهرم مالی در هر دو گروه از مطالعات گزارش شده که نشان‌دهنده اهمیت جهانی وثیقه در دسترسی به بدهی است.

## ۷-۳-۲- نقاط افتراق

۱. در ایران به دلیل محدودیت‌های بازار سرمایه و تسلط بانک‌محوری، ابزارهای تامین مالی متنوع‌تر که در بازارهای توسعه‌یافته رایج هستند کمتر در دسترس‌اند. این محدودیت، انتخاب‌های ساختار سرمایه شرکت‌های ایرانی را محدودتر از هم‌تایان خود در کشورهای توسعه‌یافته می‌سازد.
۲. در حالی که تئوری زمان‌بندی بازار در مطالعات آمریکایی از پشتوانه تجربی قوی برخوردار است [12]، شواهد حمایتی از این تئوری در ایران ضعیف‌تر است. این تفاوت به عدم توسعه‌یافتگی کافی بازار سرمایه ایران و محدودیت‌های اطلاعاتی مرتبط است.
۳. تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی مانند تورم، نرخ ارز و تحریم‌ها که در ایران از اهمیت بسیار بیشتری نسبت به کشورهای توسعه‌یافته برخوردارند، در ادبیات داخلی به‌اندازه کافی مورد توجه قرار نگرفته است.
۴. اثر اهرم مالی بر بازده سهام در ایران به دلیل نرخ تورم بالا پیچیدگی خاصی دارد که در بازارهای توسعه‌یافته با تورم پایین مشاهده نمی‌شود. در شرایط تورمی، بدهی می‌تواند از طریق کاهش ارزش واقعی تعهدات مزیت اضافی ایجاد کند، مزیتی که در مدل‌های نظری استاندارد لحاظ نشده است.

## ۷-۴- جمع‌بندی کلی

این مقاله با هدف مرور جامع و نظام‌مند ادبیات موجود درباره ساختار سرمایه و تاثیر آن بر ریسک و بازده شرکت‌ها تدوین شده است. مرور انجام‌شده نشان داد که:

۱. از دهه ۱۹۵۰ تاکنون، تئوری‌های متعددی برای تبیین رفتار ساختار سرمایه ارائه شده‌اند که هر یک جنبه‌های خاصی از این پدیده را توضیح می‌دهند. تئوری توازن ایستا، تئوری سلسله‌مراتبی، تئوری نمایندگی و تئوری زمان‌بندی بازار مهم‌ترین این تئوری‌ها هستند که در زمینه‌های مختلف قدرت تبیینی متفاوتی از خود نشان داده‌اند. عدم وجود یک نظریه یکپارچه و جامع خود نشانه‌ای از پیچیدگی ذاتی این مساله است.

۲. ریسک و ساختار سرمایه رابطه‌ای دوطرفه دارند. بدهی از طریق ایجاد اهرم مالی، ریسک مالی و ریسک سیستماتیک شرکت را افزایش می‌دهد؛ درحالی‌که سطح ریسک موجود نیز انتخاب ساختار سرمایه را تحت تاثیر قرار می‌دهد. این رابطه دوطرفه نشان می‌دهد که نمی‌توان تصمیمات ساختار سرمایه را جدا از مدیریت ریسک کلی شرکت در نظر گرفت.
۳. تاثیر ساختار سرمایه بر بازده از طریق مکانیسم اهرم مالی عمل می‌کند. در شرایطی که بازده دارایی‌ها از هزینه بدهی بیشتر باشد، اهرم مثبت  $ROE$  را تقویت می‌کند؛ اما در شرایط معکوس، اهرم منفی زیان‌های سهامداران را تشدید می‌نماید. این دوگانگی اهرم، ضرورت مدیریت دقیق سطح بدهی را برجسته می‌سازد.
۴. شواهد تجربی از هر دو بازارهای توسعه‌یافته و نوظهور از جمله ایران نشان می‌دهند که عواملی مانند اندازه شرکت، سودآوری، مشهود بودن دارایی‌ها، فرصت‌های رشد و شرایط کلان اقتصادی، تعیین‌کننده‌های اصلی ساختار سرمایه هستند. با این حال، اهمیت نسبی این عوامل از یک زمینه اقتصادی به زمینه دیگر متفاوت است.
۵. در محیط اقتصادی ایران، ویژگی‌های خاصی مانند تورم مزمن، بانک‌محوری سیستم مالی، محدودیت‌های ناشی از تحریم‌ها و ساختار مالکیت دولتی، الگوهای ساختار سرمایه متمایزی ایجاد کرده‌اند. این واقعیت نشان می‌دهد که نمی‌توان یافته‌های پژوهش‌های بین‌المللی را بدون تعدیل و بومی‌سازی به شرکت‌های ایرانی تعمیم داد و توسعه چارچوب‌های تحلیلی متناسب با محیط ایران از اولویت‌های پژوهشی است.

## ۵-۷- پیشنهادهای پژوهشی و کاربردی

۱. مدیران مالی باید از پیروی مکانیکی از یک نسبت بدهی ثابت پرهیز کنند و ساختار سرمایه را با توجه به شرایط بازار، چرخه اقتصادی و ویژگی‌های خاص شرکت به صورت پویا تنظیم و به‌طور منظم بازنگری نمایند.
۲. پژوهشگران باید با مقایسه رابطه ساختار سرمایه با ریسک و بازده در صنایع مختلف، الگوهای صنعت‌محور بازار ایران را شناسایی کنند تا شرکت‌ها بتوانند از معیارهای مرجع مناسب‌تری در تصمیم‌گیری بهره ببرند.
۳. انجام پژوهش‌هایی که به‌طور مستقل تاثیر تحریم‌ها بر الگوهای تامین مالی شرکت‌های ایرانی را بررسی کنند، ضروری است؛ چراکه این موضوع تاکنون در ادبیات داخلی به اندازه کافی مورد توجه قرار نگرفته است.
۴. شرکت‌های ایرانی باید با کاهش وابستگی بیش‌ازحد به وام‌های بانکی، از ابزارهای متنوع‌تری مانند اوراق مشارکت، صکوک اسلامی و بازار سرمایه برای تامین مالی استفاده کنند تا ریسک تمرکز منابع را کاهش دهند.
۵. پژوهش‌های آتی باید نقش استقلال هیات‌مدیره، ترکیب مالکیت و کیفیت افشا را در تعدیل رابطه ساختار سرمایه با ریسک و بازده بررسی کنند و شرکت‌ها نیز باید تعارض منافع بین ذی‌نفعان را از طریق تقویت مکانیسم‌های حاکمیتی کاهش دهند.

## تشکر و قدردانی

از تمام افرادی که در فرایند نگارش مقاله کمک کرده‌اند، تشکر و قدردانی می‌نمایم.

## منابع مالی

این تحقیق بدون کمک‌هزینه تحقیق انجام شده است.

## تعارض با منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

## منابع

- [1] Arhinful, R., Amin, H. I. M., Mensah, L., Gyamfi, B. A., & Obeng, H. A. (2025). Determining an optimal capital structure and its impact on financial performance. Insight from the firms listed on the New York Stock Exchange. *Cogent economics & finance*, 13(1), 2571401. <https://ideas.repec.org/a/taf/oaefxx/v13y2025i1p2571401.html>
- [2] Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement. *Conference on research in business finance* (pp. 215–262). NBER. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c4790/c4790.pdf>
- [3] Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The american economic review*, 48(3), 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>

- [4] Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- [5] Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of economic perspectives*, 15(2), 81–102. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>
- [6] Mehrara, M., Heidari Zahiri, N., & Falahati, Z. (2014). Investigating the relationship between systematic risk and stock returns in Tehran Stock Exchange (From 1387 to 1392) using the capital asset pricing model (CAPM). *Iranian economic development analyses*, 1(1), 67-91. **(In Persian)**. <https://doi.org/10.22051/edp.2014.60>
- [7] Izadinia, N., & Rahimi Dastjerdi, M. (2009). The impact of capital structure on stock returns and earnings per share. *Quarterly journal of accounting and auditing research*, 136. **(In Persian)**. <https://www.magiran.com/p728565>
- [8] Kimiyagari, A., Eslami Bidgoli, G., & Eskandari, M. (2007). Test of the fama-french three-factor model in Tehran Stock Exchange. *Financial research journal*, 9(23), 61-82. **(In Persian)**. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.10248153.1386.9.23.5.0>
- [9] Parvizrad, F., & Chavoshi, S. K. (2015). Investigating the relationship between capital structure and risk-adjusted performance of companies listed on the tehran stock exchange. *The third international conference on accounting and management with a modern research science approach*, Tehran, Iran. Civilica. **(In Persian)**. <https://civilica.com/doc/492595/>
- [10] Bagherzadeh, S. (2005). Factors affecting stock returns on the Tehran Stock Exchange. *Financial research*, 7(19), 25-64. **(In Persian)**. [https://jfr.ut.ac.ir/article\\_18606\\_f31b2ee06a9e194add4f3b116fc0dc6d.pdf](https://jfr.ut.ac.ir/article_18606_f31b2ee06a9e194add4f3b116fc0dc6d.pdf)
- [11] Jahankhani, A., & Parsian, A. (1996). *Stock exchange*. Publications of the Faculty of Management, University of Tehran. <https://nosabooks.com/webui/book.aspx?simorgh=1&marckey=994838&marckind=3>
- [12] Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- [13] Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., Roberts, G. S., Pandes, J. A., & Holloway, T. A. (2019). *Fundamentals of corporate finance*. McGraw Hill. <https://opac.uma.ac.id/repository/Fundamentals-Corporate-Finance-6th-Ross.pdf>
- [14] Modarres, A., & Abdollahzadeh, F. (2021). *Financial management*. Commercial printing and publishing publications. <https://torob.com/p/a5561755-d7ed-4c3a-9619-57a688ecfb8b/>
- [15] Brigham, E. F. (1982). *Financial management: Theory and practice*. Atlantic Publishers & Distri. [https://books.google.fr/books/about/Financial\\_Management.html?id=wLix9OceP3MC&redir\\_esc=y](https://books.google.fr/books/about/Financial_Management.html?id=wLix9OceP3MC&redir_esc=y)
- [16] Noroush, I., & Heydari, M. (2004). Evaluating the management performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange using the CVA model and examining the relationship between that model and stock returns. *Accounting and auditing reviews*, 11(4), 121-147. **(In Persian)**. <https://www.sid.ir/paper/8315/fa>
- [17] Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The american economic review*, 53(3), 433–443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- [18] Jenson, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [19] Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill Education. <https://www.amazon.com/Principles-Corporate-Finance-Richard-Brealey/dp/1260565556>
- [20] Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The review of financial studies*, 15(1), 1–33. <https://www.jstor.org/stable/2696797>
- [21] Raei, R., & Telangi, A. (2008). *Advanced investment management*. Samt Publications. <https://nosabooks.com/webui/book.aspx?simorgh=1&marckey=1550843&marckind=3>
- [22] Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The journal of finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- [23] Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- [24] Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The journal of finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- [25] Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *Journal of finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- [26] Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial management*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- [27] Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: Some evidence. *The journal of finance*, 32(2), 337–347. <https://www.jstor.org/stable/2326766>
- [28] Nasirzadeh, F., & Mostaghimian, A. (2010). Testing the static equilibrium (static compromise) and hierarchical capital structure theories in listed companies. *Accounting advances journal*, (2). **(In Persian)**. <https://elmnet.ir/doc/1096114-28603>
- [29] Nenu, E. A., Vintilă, G., & Gherghina, Ş. C. (2018). The impact of capital structure on risk and firm performance: Empirical evidence for the Bucharest Stock Exchange listed companies. *International journal of financial studies*, 6(2), 41. <https://doi.org/10.3390/ijfs6020041>
- [30] Ahmed, F., Rahman, M. U., Rehman, H. M., Imran, M., Dunay, A., & Hossain, M. B. (2024). Corporate capital structure effects on corporate performance pursuing a strategy of innovation in manufacturing companies. *Heliyon*, 10(3), e24677. [https://www.cell.com/heliyon/fulltext/S2405-8440\(24\)00708-4](https://www.cell.com/heliyon/fulltext/S2405-8440(24)00708-4)
- [31] Ansari, A., Yousefzadeh, N., & Zare, Z. (2015). The investigation of co-determination of capital structure and stock returns in listed companies in Tehran Stock Exchange (TSE). *Accounting and auditing research*, 7(25), 12-27. **(In Persian)**. <https://doi.org/10.22034/iaar.2015.103914>

- [32] Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market. *International journal of financial studies*, 11(3), 100. <https://doi.org/10.3390/ijfs11030100>
- [33] Khan, S., Akhtar, T., & Qasem, A. (2024). Dynamics of capital structure determinants: Empirical evidence from GCC countries. *Future business journal*, 10(1), 107. <https://doi.org/10.1186/s43093-024-00394-6>
- [34] Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- [35] Kheradmand, A., & Ghiasi, M. (2023). The effect of stock market scheduling theory on the capital structure of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of accounting and management vision*, 6(81), 40-52. (In Persian). [https://www.jamv.ir/article\\_175889.html?lang=en](https://www.jamv.ir/article_175889.html?lang=en)
- [36] Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of finance*, 39(3), 857–878. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x>
- [37] Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- [38] Mensah, L., Bein, M. A., & Arhinful, R. (2025). The impact of capital structure on business growth under IFRS adoption: Evidence from firms listed in the Frankfurt stock exchange. *Sage open*, 15(2), 21582440251336532. <https://doi.org/10.1177/21582440251336533>
- [39] Xuan Nguyen, T., Tran, M. D., & Tai Do, D. (2025). The relationship between capital structure and performance: The case of vietnam. *SAGE open*, 15(2), 21582440251343950. <https://doi.org/10.1177/21582440251343950>
- [40] Ahmed, A. M., Sharif, N. A., Ali, M. N., & Hågen, I. (2023). Effect of firm size on the association between capital structure and profitability. *Sustainability*, 15(14), 11196. <https://doi.org/10.3390/su15141196>