

بررسی نقش میانجی اهرم مالی در روابط علی میان ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت ها بر پایه معادلات ساختاری

علی عابدی *

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ملارد، ایران.

* نویسنده مسئول: علی عابدی

چکیده

از آنجا که عوامل و متغیرهای مختلف در عملکرد مالی شرکت ها، می توانند کارایی بنگاه های اقتصادی را تحت تاثیر قرار دهد استفاده از یک مدل پویا در این راستا از اهمیت زیادی برخوردار است. بر همین اساس در مطالعه حاضر به ارائه مدلی یکپارچه از روابط میان ساختار سرمایه، اهرم مالی و عملکرد مالی پرداخته شده است. این مطالعه بر اساس هدف، در دسته مطالعات کاربردی بوده و با عنایت به آن که در این مطالعه نسبت به توصیف شرایط فعلی مبتنی بر روابط علی و معلولی میان متغیرها پرداخته می شود، این مطالعه از نظر روش تحقیق از نوع مطالعات توصیفی- همبستگی است به طوری که در آن با بهره گیری از روش مدل سازی معادلات ساختاری (رگرسیون های چند متغیر همزمان- SEM) به بررسی روابط ساختاری و علی- معلولی میان متغیرها اقدام گردید. در این تحقیق ساختار دارایی، فرصت رشد، اندازه شرکت، نقدینگی، ریسک تجاری، سپر مالیاتی غیر بدهی، رشد اقتصادی، نرخ بهره و نرخ تورم به عنوان متغیرهای مستقل و اهرم عملیاتی، اهرم مالی و اهرم مرکب به عنوان متغیرهای میانجی در نظر گرفته شد. در نهایت بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام نیز به عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شد. جامعه آماری این مطالعه را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازده زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ تشکیل داد. برای انتخاب نمونه آماری در این پژوهش از روش حذف نظام مند استفاده شد و بر این اساس در مطالعه حاضر تعداد ۲۹۶ شرکت از ۸۰۱ شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار SMART.PLS بهره گرفت و نتایج نشان داد که اهرم مالی نقش میانجی معناداری را در روابط میان شاخص های ساختار سرمایه با عملکرد مالی دارد.

واژگان کلیدی: مدل یابی، معادلات ساختاری، اهرم مالی، ساختار سرمایه بهینه، عملکرد مالی.

مقدمه

بهره گیری از روش های محاسباتی صحیحی مانند مدل سازی معادلات ساختاری برای دستیابی به یک پاسخ دقیق تر از اهمیت بالایی برخوردار است. در این روش می توان شاخص های تشکیل دهنده یک مفهوم را مانند اهرم مالی، در یک متغیر تجمیع و اثرات تجمیع شده آن را بر روی سایر متغیرها مورد بررسی قرار داد. این مزیت ضرورت بهره گیری از این روش های نوین را در دستیابی به پاسخ هایی صحیح تر تبیین و روشن می سازد و می تواند کمک کند تا نقش واسطه اهرم مالی به طور دقیق تری مورد بررسی و بحث قرار گیرد (راملی و همکاران، ۲۰۱۹). شایان ذکر است محققان تصریح کردند که اهرم شرکت دارای تاثیر واسطه ای بین مولفه های ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت است، اما مطالعه آن ها فقط شامل ویژگی های خاص شرکت بود و متغیرهایی تعیین کننده دیگری که اهمیت بالایی را دارند نادیده گرفته شد. علاوه بر این، یافته های کلود^۱ (۲۰۱۶) نتایج متناقضی را با نتایج رمضان و چن (۲۰۱۲) در برخی از روابط بین مولفه های ساختار سرمایه و عملکرد شرکت نشان دادند. این شکاف های مداوم در تحقیقات محققان، فرصت های ارزشمندی را برای محققان فعلی جهت بررسی این روابط فراهم می کند (راملی و همکاران، ۲۰۱۹). تئوری تعیین کننده های ساختار سرمایه را می توان مانند یک مدل علی فرمول بندی کرد. ویژگی هایی که به عنوان تعیین کننده های ساختار سرمایه شناسایی می شوند، معمولاً به عنوان "متغیرهای غیر مستقیماً مشاهده شده" یا به عنوان "متغیرهای نهفته" تلقی می گردند، به عبارت دیگر، هیچ شاخص حسابداری واحدی وجود نخواهد داشت که بتواند به عنوان نمایش دهنده دقیق هر ویژگی به کار رود (یانگ و همکاران، ۲۰۱۰). بر همین اساس است که ضرورت دارد تا با بهره گیری از رویکردهایی نوینی همچون مدل سازی معادلات ساختاری با حداقل مربعات خطا (PLS-SEM) نسبت به تبیین دقیق تر این روابط علی و معلولی پرداخت.

شواهد بدست آمده متعددی نشان می دهند که عملکرد مالی شرکت ها می توانند متاثر از وضعیت ساختاری سرمایه شرکت ها باشند اما در این میان نقش میانجی و یا واسطه ای اهرم مالی مغفول واقع شده است (فونگ و نیگوتن^۲، ۲۰۱۹؛ داکوئو^۳، ۲۰۱۹). مطالعات پیشین تنها نسبت به بررسی تاثیر مستقیم اهرم مالی بر عملکرد مالی پرداخته اند و این در حالی است که اهرم مالی می تواند نقش واسطه ای را در بین عملکرد مالی و ساختار سرمایه داشته باشد و به عبارتی میزان تاثیر ساختاری سرمایه را به طور میانجی بر عملکرد مالی تشدید نماید اما این مهم در مطالعات پیشین مورد بررسی قرار نگرفته است (راملی و همکاران^۴، ۲۰۱۸). در اغلب مطالعات به طور عکس، این موضوع بررسی شده است که اهرم مالی در واقع پیشاینده است، به این معنا که اهرم مالی بر ساختار سرمایه تاثیرگذار است (موهاهلو و هال^۵، ۲۰۱۸) و یا ساختار سرمایه خود، متشکل از اهرم مالی است (سرفیلینگ^۶، ۲۰۱۶). با این حال می توان با یک بررسی دقیق تر و طبقه بندی تعریف شده و مجزایی این گونه بیان داشت که، ساختار سرمایه خود می تواند متولی وضعیت اهرم مالی شرکت ها باشد، به عبارتی اهرم مالی خود متاثر از وضعیت فعلی ساختار سرمایه شرکت ها می باشد، اما این مهم با عنایت به آن که نیازمندی بهره گیری از روش های مدل سازی معادلات ساختاری^۷ می باشد، توسط پژوهشگران پیشین بررسی نشده است (راملی و همکاران^۸، ۲۰۱۸). بهره گیری از رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری توانمندی بالایی را نسبت به سایر روش های محاسباتی پیشین در حوزه حسابداری و مالی فراهمی می آورد. به طور نمونه در این رویکرد نسبت به بررسی اثرات مجموع سایر متغیرها به طور همزمان پرداخته می شود و از سویی دیگر نیز اثرات هر یک از مسیرها در مدل تحلیل مسیر، بر وزن

¹ Claude

² Yang et al.

³ Phuong & Nguyen

⁴ Dakua

⁵ Ramli et al.

⁶ Mohohlo & Hall

⁷ Serfling

⁸ Structural Equation Modeling

⁹ Ramli et al.

سایر مسیرهای دیگر، موثر است و نقش دارد اما در سایر روش ها و نرم افزارها این مهم بررسی نمی شود (زارعی و همکاران^۱، ۲۰۱۹).

به طور کلی می توان بیان داشت در تحقیقات پیشین محققان، فاکتورهای مهمی که بر اهرم^۲ شرکت تاثیرگذار هستند مشخص شده اند، از قبیل مشخصه های خاص شرکت و مشخصه های خاص کشور (زیتون و همکاران^۳، ۲۰۱۷). این ویژگی ها همچنین به عنوان تعیین کننده های ساختار سرمایه^۴ شناخته می شوند. در طول دهه گذشته، در مطالعات بین المللی، بررسی رابطه بین اهرم شرکت و عملکرد مالی شرکت انجام شده است. با این حال، در تعداد کمی از مطالعات محققان، به طور سیستماتیک رابطه مستقیم بین تعیین کننده های ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت و این که آیا تامین مالی اهرمی^۵، چنین رابطه ای را به طور غیرمستقیم میانجی گری می کند یا خیر، بررسی شده است (باندیوپادهیای و باورا^۶، ۲۰۱۶).

تحقیقات تجربی و عملی در این زمینه گسترش داده شده است و نتایج ترکیبی از مطالعات قبلی محققان در مورد کشورهای متفاوت به دست آمده است. مطالعه در این زمینه جالب است زیرا تفاوت های میان فرهنگی بین کشورها، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت را تعیین می کند (وو^۷، ۲۰۱۷). به عنوان مثال، اگرچه استفاده از اهرم بالاتر یا نسبت کمتر سرمایه صاحبان سهام^۸ می تواند عملکرد مالی شرکت را افزایش دهد، ولیکن شرکت همچنین می تواند سرمایه گذاری در دارایی های ثابت را برای افزایش ثروت سهامداران در نظر بگیرد. به عبارت دیگر، نقش ملموس بودن دارایی به عنوان تضمین در قرض گیری، ممکن است منجر به افزایش عملکرد مالی شرکت از طریق افزایش در اهرم آن شود (راملی و نارته^۹، ۲۰۱۶). بر اساس بررسی های صورت گرفته می توان بیان داشت تنها در چند مطالعه محققان، تاثیر واسطه ای اهرم شرکت بین تعیین کننده های ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت بررسی شده است که در این زمینه نیز نتایج متناقضی مشاهده شده است (راملی و همکاران، ۲۰۱۹).

یکی از شیوه هایی که می تواند در روشن ساختن نتایج متناقض در این زمینه کمک کننده باشد بهره گیری از روش های محاسباتی با رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری است. در حال حاضر اغلب محققان در رشته مدیریت مالی و حسابداری از رویکرد PLS-SEM (حداقل مربعات جزئی) استفاده می نمایند، روشی که ویژگی هایی از تحلیل مولفه های اصلی و رگرسیون چندگانه را ترکیب می کند (لی و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۶؛ راملی و همکاران، ۲۰۱۹). شایان ذکر است که PLS-SEM، یک رویکرد آماری برای مدل سازی متغیر نهفته یا پنهان است که می تواند به واسطه تغییر شاخص ها یا تغییر پروکسی های تک و چند گانه قابل مشاهده، اندازه گیری شود. این رویکرد همچنین می تواند بر همخطی چندگانه^{۱۱} غلبه کند که گاهی اوقات در رگرسیون های سنتی رخ می دهد (آوکران و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۸).

در دهه گذشته، مطالعات در زمینه ساختار سرمایه به طور فزاینده مورد توجه قرار گرفته است (آسدو- رامیرز و رویز- کابستری^{۱۳}، ۲۰۱۴). در بعضی از مطالعات به طور ضمنی بیان شده است که تاثیر عوامل خاص شرکت بر اهرم شرکت، در هر کشور مشابه است. اخیرا در مطالعاتی که بر روی چندین کشور صورت گرفته است، استدلال شده است که محیط موسسات کشور و فعالیت های بین المللی، رفتار مدیران مالی و نیز سیاست های مالی آن ها را تحت تاثیر قرار می دهد و

¹ Zarei et al.

² Leverage

³ Zeitun et al.

⁴ Capital structure

⁵ leverage financing

⁶ Bandyopadhyay & Barua

⁷ Vo

⁸ Lower equity capital ratio

⁹ Ramli & Nartea

¹⁰ Lee et al.

¹¹ Multi-collinearity

¹² Avkiran et al.

¹³ Acedo- Ramírez & Ruiz-Cabestre

بر همین اساس است که یافته‌های متناقضی در این زمینه مشاهده می‌گردد (لاتان و نونان^۱، ۲۰۱۷). دجونگ و همکاران^۲ (۲۰۰۸) گزارش دادند که اهرم‌های شرکتی باید به طور مناسب مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرند زیرا این محققان دریافتند که تعیین کننده‌های ساختار سرمایه در ۴۲ کشور، نتایج قابل توجه مستقیم و غیرمستقیم داشته است. علاوه بر این، آن‌ها دریافتند که برخی ویژگی‌ها در بین کشورها برابر نیست. در مطالعات پیشین محققان، صرفاً ضریبی که تعیین کننده‌های اهرم خاص شرکت را در هر کشور تخمین می‌زند، مورد بررسی قرار گرفته است. ضرایب ویژگی مسیر^۳ کشورهای مختلف تقریباً همیشه از لحاظ ریاضیات متفاوت است (هیر و همکاران، ۲۰۱۷).

مطالعات محققان به ویژه با مقایسه پارامترها (معمولاً ضریب مسیر)، در یک مدل ساختاری جامع مبتنی بر رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری (SEM) کمک کننده هستند (راملی و همکاران، ۲۰۱۹). از آنجا که محققان در مطالعات خود از رویکرد PLS-SEM استفاده می‌کنند، توانایی این رویکرد برای انجام تجزیه و تحلیل‌های بیشتر، مانند روش‌های تجزیه و تحلیل چند گروهی^۴ در مدل سازی مسیر (PLS-MGA)، می‌تواند موجب پردازش بهتر این موضوع شود (متیوز، ۲۰۱۷)، این رویکرد حتی به تعداد نمونه‌ها حساس نمی‌باش و می‌تواند نتایج قابل قبولی را حتی با نمونه‌های پایین حاصل نماید (راملی و همکاران، ۲۰۱۹).

برآیند موارد مذکور نشان می‌دهد که بهره‌گیری از رویکردهای نوین محاسباتی همچون رویکرد PLS-SEM به منظور تعیین روابط علی و معلولی میان متغیرها، با توجه به توانمندی‌هایی که دارد می‌تواند نتایج قابل قبول تری را داشت باشد و با عنایت به شاخص‌های آماری و محاسباتی مجزایی که ارائه می‌نماید می‌تواند کمک کند تا مشخص گردد که نقش واسطه اهرم مالی در روابط میان ساختار سرمایه با عملکرد مالی (که در سایر پژوهش‌ها با تناقض روبرو است)، چگونه است؟ روش مدل سازی معادلات ساختاری (PLS-SEM) توان آن را دارد که مجموعه شاخص‌های تشکیل دهنده یک متغیر مالی را، در یک متغیر پنهان^۵، تجمیع نماید و پاسخ دقیق تری را نسبت به سایر روش‌های محاسباتی پیشین فراهم سازد. این روش با مزیت بالایی که در برآورد متغیرهای پنهان حاصل می‌نماید می‌تواند پاسخ دقیق تری را در ارتباط با نقش واسطه اهرم مالی فراهم سازد. بر همین اساس هدف از انجام این تحقیق تعیین نقش واسطه اهرم مالی در روابط میان تعیین کننده‌های ساختاری سرمایه (شامل ویژگی‌های اصلی شرکت و برخی از شاخص‌های مربوط به وضعیت اقتصادی کشور مانند نرخ تورم یا تولید ناخالص داخلی) و عملکرد مالی با بهره‌گیری از رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری (PLS-SEM) در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بوده است.

۲. مبانی نظری

۲.۱. مبانی نظری

۲.۱.۱. ساختار سرمایه

ساختار سرمایه نشان دهنده استراتژی تامین مالی شرکت است. در مطالعات صورت گرفته در زمینه ساختار سرمایه اساساً این مسئله مورد استدلال قرار گرفته شده است که شرکت به تامین منابع مالی دسترسی دارد و میزان تامین منابع مالی ارائه شده را، در اختیار می‌گیرد. ساختار سرمایه به گزینه‌های مختلفی که توسط یک شرکت در تامین مالی دارایی‌های خود استفاده می‌شود، اشاره دارد (مودوگو^۶، ۲۰۱۳). به طور کلی، یک شرکت می‌تواند برای به دست آوردن سطوح/مجموعه مختلف بدهی‌ها، حقوق صاحبان سهام یا سایر ترتیبات مالی به تلاش و کوشش پردازد. پایه و اساس نظریه‌ها و تحقیقات انجام گرفته در مورد ساختار سرمایه، با معرفی مدل نظری مودigliانی و میلر^۷ (M&M) در مورد

¹ Latan & Noonan

² De Jong et al.

³ Path attribute coefficients

⁴ Multi-Group Analysis

⁵ Latent Variable

⁶ Modugu

⁷ Modigliani and Miller

ساختار سرمایه شرکت در سال ۱۹۵۸ آغاز شد که به نظر می رسد نقطه عطفی برای امور مالی شرکت ها است. این نظریه دیدگاه هایی را در زمینه تصمیم ساختار سرمایه شرکت در یک بازار سرمایه بدون مالیات^۱، هزینه های معامله و سایر ناسازگاری ها ارائه می دهد (نیلسن^۲، ۲۰۱۴).

۲.۱.۲. نظریه های ساختار سرمایه

پس از مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸)، اکثر محققان نظریه هایی را همانند نظریه سلسله مراتبی^۳، نظریه نمایندگی^۴ و نظریه توزان^۵، را ارائه نمودند و تلاش نمودند تا به توضیح ساختار سرمایه با معرفی اصطلاحات حذف شده در چارچوب مودیگلیانی و میلر پردازند. طبق گفته میرس^۶ (۲۰۰۱) هیچ نظریه کلی برای انتخاب بدهی به حقوق صاحبان سهام وجود ندارد. با این حال، چندین نظریه مفید وجود دارد که قبلا توسط محققان و پژوهشگران شناسایی شده است و هر کدام از آن ها به درک ساختار بدهی به حقوق صاحبان سهام که شرکت انتخاب می کند، کمک می کند. این نظریه ها را می توان به دو دسته تقسیم کرد - یا به پیش بینی وجود نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بهینه برای هر شرکت می پردازند (مدل های توزان پایدار^۷) یا به بیان این موضوع می پردازند که هیچ تعریف مشخصی برای ساختار سرمایه مورد نظر وجود ندارد (نظریه سلسله مراتبی) (روفوس و اوفونگیو^۸، ۲۰۱۷).

در مدل های توزان پایدار، این مسئله تفسیر شده است که ساختار سرمایه بهینه زمانی به دست می آید که ارزش فعلی و نهایی سپر مالیاتی بر بدهی مازاد، برابر با ارزش فعلی هزینه های نهایی پریشانی مالی باشد. بعبارت دیگر در نظریه سلسله مراتبی نشان داده شده است که هیچ ساختار سرمایه بهینه ای وجود ندارد اما سهم شرکت ها بین تامین مالی داخلی به وجوه خارجی به میزان عدم تقارن اطلاعاتی ادراک شده در محیط تامین مالی بستگی دارد. تعدادی از فاکتورها ممکن است بر ساختار مالی شرکت ها تأثیر بگذارند که در ادامه توضیح داده خواهند شد. برای مثال، سالوو^۹ (۲۰۰۷) فاکتورهایی را مانند ساختار مالکیت و کنترل مدیریت، رشد، سودآوری، هزینه صدور و مسائل مالیاتی مرتبط با بدهی به عنوان فاکتورهای اصلی تأثیرگذار بر ساختار سرمایه بانک شناسایی کرد. بیوان و دانبولت^{۱۰} (۲۰۰۱) همچنین اندازه شرکت، سودآوری، ملموس بودن، فرصت های رشد، صرفه جویی مالیاتی غیر بدهی^{۱۱} و سود سهام را به عنوان عوامل تعیین کننده احتمالی انتخاب ساختار سرمایه برجسته نمود (کبیر و رفیق^{۱۲}، ۲۰۱۸).

۲.۱.۳. عناصر ساختار سرمایه

تمامی آیتم های موجود ترازنامه شرکت، به غیر از بدهی های فعلی، منابع سرمایه به حساب می آیند. کل سرمایه به دو عنصر تقسیم می شود:

- سرمایه حقوق صاحبان سهام و
- سرمایه تامین شده از طریق بدهی.

۲.۱.۳.۱. سرمایه حقوق صاحبان سهام

در عناصر ساختار سرمایه، سرمایه سهمی سهامداران، نشان دهنده سرمایه مالکیت شرکت است. این امر یک سرمایه دائمی است و در طول عمر شرکت قابل حذف و قابل فسخ نیست. مالکان شرکت ها، تحمل کنندگان واقعی ریسک^{۱۳} هستند، اما

¹ free of taxes

² Nilssen

³ Pecking Order Theory

⁴ Agency Theory

⁵ Trade-Off Theory

⁶ Myers

⁷ static trade-off models

⁸ Rufus & Ofoegbu

⁹ Salawu

¹⁰ Bevan and Danbolt

¹¹ non-debt tax shields

¹² Kabeer & Rafique

¹³ real risk bearers

از بازده (پاداش) آن نیز لذت می برند. مسئولیت آنها محدود به سرمایه خود است. حقوق صاحبان سهام در میان طبقه بندی های سرمایه گذاری، متداول است. با توجه به تامین مالی از طریق سرمایه حقوق صاحبان سهام بواسطه سهام عادی، می توان درصد مالکیت را در شرکت از طریق فروش یا خرید سهام عادی از یک یا چند فرد یا سازمان در مبادله برای مقدار قابل توجهی از پول کاهش یا افزایش داد. سهام عادی نمایانگر میزانی است که تمام سهامداران عادی در یک شرکت به سرمایه گذاری پرداخته اند. از همه مهم تر این مسئله به معنای ارزش سهام عادی سهامداران است. با این وجود شامل درآمد انباشته^۱ و صرف سهام^۲ می شود (پوپولا^۳، ۲۰۱۶).

طبق نظر نواز و همکاران^۴ (۲۰۱۱)، سرمایه شامل دو نوع است: (۱) سرمایه پرداخت شده^۵ که شامل پولی است که اساسا در کسب و کار و به منظور مبادله برای سهم سهام یا مالکیت سرمایه گذاری می شود، (۲) درآمد انباشته، که نمایانگر سود از سال پیش است که توسط شرکت حفظ گردیده و به منظور ارتقا ترانزنامه یا افزایش، خرید یا توسعه وجوه استفاده می شود. اگر یک شرکت از تامین مالی بدهی استفاده نکند، به عنوان یک شرکت بدون بدهی^۶ به حساب می آید. این امر به عنوان ریسک کسب و کار مورد اشاره واقع می شود که به صورت ریسکی تعریف شده است که اگر سهامداران عادی شرکت ها بدهی نداشته باشند با آن روبرو می شوند. عبارت دیگر این ریسک در عملیات شرکت به صورت ذاتی وجود دارد که از عدم قطعیت در مورد سود عملیاتی آینده و الزامات سرمایه حاصل می گردد. اگر یک شرکت از بدهی استفاده نکند، پس بازده سرمایه ثابت آن با بازده حقوق صاحبان سهام اندازه گیری می شود. این امر بدان معنی است که ریسک کسب و کار یک شرکت بدون اهرم مالی با انحراف معیار بازده حقوق صاحبان سهام آن اندازه گیری خواهد شد (ابوطواهینا^۷، ۲۰۱۵).

۲.۳.۱.۲. سرمایه تامین شده از طریق بدهی

سرمایه تامین شده از طریق بدهی در ساختار سرمایه شرکت به پول قرض گرفته شده اشاره دارد که در کسب و کار موثر است. به طور کلی، امن ترین سرمایه تامین شده از طریق بدهی، بدهی بلندمدت در نظر گرفته شده است. در عناصر ساختار سرمایه، سرمایه ناشی از فروش اوراق قرضه^۸ بخشی از سرمایه استقراری است؛ بستانکاران شرکت، صاحبان اوراق قرضه^۹ هستند. انواع مختلف اوراق قرضه برای راحتی سرمایه گذاران صادر می شود. همچنین سازمان ها می توانند وام های بلند مدت و میان بلند مدت را از بانک ها و موسسات مالی به دست آورند. سپرده های عمومی می تواند به عنوان تامین مالی بدهی استفاده شود؛ سپرده عمومی به معنی هر پولی است که توسط یک شرکت غیر بانکی به وسیله سپرده یا وام از طرف عموم افراد، از جمله کارکنان، مشتریان و سهامداران شرکت غیر از صورت سهام و اوراق قرضه دریافت می شود (خاتون و حسین^{۱۰}، ۲۰۱۷). هنگامی که یک شرکت تصمیم به استفاده از تامین مالی بدهی برای عملیات خود می نماید در مواجهه با ریسک مالی است و این امر به عنوان یک شرکت بادهی^{۱۱} مورد اشاره واقع می شود. اهراردت و بریگام^{۱۲} (۲۰۱۱) ریسک مالی را این گونه تعریف کردند: "ریسک اضافی که سهامداران عادی در نتیجه تصمیم به اجرای تامین مالی از طریق بدهی با آن مواجه می شوند". ریسک مالی احتمالا این موضوع را در نظر دارد که درآمد شرکت به دلیل روش تامین مالی، پیش بینی (برآورد) نخواهد شد. میزان بدهی (اهرم مالی) که برای یک صنعت یا کسب و کار قابل قبول است، می تواند برای یک صنعت یا کسب و کار دیگر به شدت ریسک پذیر باشد، زیرا صنایع و کسب و کارهای مختلف دارای ویژگی های عملیاتی متفاوت اند (دنگ و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۴).

¹ retained earnings

² additional paid-in capital

³ Popoola

⁴ Nawaz, et al

⁵ Contributed capital

⁶ unlevered firm

⁷ Abutawahina

⁸ debenture capital

⁹ debenture holders

¹⁰ Khatoon & Hossain

¹¹ levered firm

¹² Ehrhardt & Brigham

¹³ Dang et al

۲.۱.۲. اهرم مالی

اهرم ساختاری است که به طور گسترده مورد مطالعه قرار گرفته است. بسیاری از مطالعات در مورد تئوری نمایندگی در ترکیب با اهرم، اهرم را مفهوم سازی کرده اند اما ساختار آن را تعریف نکردند. عدم توضیح اهرم ناشی از کمبود مطالعات است زیرا اهرم پدیده ای است که بستگی به شرایط، موقعیت ها و نمونه های مختلف دارد. بسیاری از محققان، اهرم و عوامل تعیین کننده آن را مطالعه کرده و مطالعه خود را در کشورهای مختلف با استفاده از تکنیک های مختلف انجام داده اند. این امر به نتایج و پیامدهای متفاوت منجر شده است (تانگوت^۱، ۲۰۱۷).

مایرز^۲ (۲۰۰۱) بیان داشت که تئوری های بسیاری وجود دارد که مفهوم اهرم را توضیح می دهند. هیچ تئوری کلی در مورد اهرم وجود ندارد، زیرا قدرت توضیحی تئوری هایی که ممکن است اهرم را توضیح دهد، مبتنی بر شرایط و موقعیت های مختلف است. با این حال مایرز، این چنین شرایط و موقعیت ها را در تحقیقات خود توصیف کرده و به لحاظ تجربی مورد آزمایش قرار نداده است (محمد^۳، ۲۰۱۶).

در تحقیقات اخیر محققان، بیشتر بر شواهد تجربی در مورد عوامل تعیین کننده اهرم تمرکز شده و موقعیت ها و شرایط مختلفی که در آن تصمیمات اهرم رخ می دهد مورد بررسی قرار نگرفته است. اگر چه مطالعه محققان با استفاده از اندازه نمونه های مختلف انجام شد، ولیکن کشورهای مختلفی از پرسشنامه های یکسان برای بررسی عوامل تعیین کننده اهرم استفاده کردند (تافور و بارنور، ۲۰۱۴).

در حالی که شواهد تجربی نشان می داد که انعطاف پذیری مالی حاصل شده به واسطه انتخاب زمانبندی صدور بدهی یا سهام بر اساس نرخ های بهره و ارزش بازار مهم ترین عامل اهرم است، محققان از توضیحات نظری مختلف برای یافته هایشان استفاده کردند. علاوه بر این، یافته های آن ها بسیار متفاوت بود، زیرا تفاوت هایی مشاهده شد بر این اساس که متغیرهای دیگری مانند داشتن نسبت بدهی هدف^۴ و مزیت های مالیاتی^۵، اهرم را تعیین می کنند. از سوی دیگر، لیری و رابرتس^۶ (۲۰۰۵) استدلال کردند که تصمیمات اهرم اساساً به هزینه های تعدیل اهرم^۷ بستگی دارد و نه به تعیین کننده های آن. این هزینه های تعدیل، هم ثابت و هم متغیر، مدیران را از متعادل سازی مجدد و فعال ساختار سرمایه خود به نقطه مطلوب منع می کند (کالوم و استارسون^۸، ۲۰۱۷).

دجونگ و همکاران^۹ (۲۰۰۸) تأثیر عوامل خاص شرکت را بر تصمیمات اهرمی در نظر گرفتند و یک نظرسنجی سراسری را برای بررسی عوامل تعیین کننده اهرم انجام دادند. آن ها دریافتند که عوامل خاص کشور مانند حفاظت از حقوق بستانکار، نرخ مالیات، توسعه بازار اوراق قرضه و رشد تولید ناخالص داخلی تأثیر قابل توجهی بر ساختار سرمایه شرکت دارد. علاوه بر این، تفاوت در اندازه عوامل خاص شرکت وجود دارد که بر تصمیم گیری اهرم در کشورهای مختلف نظیر رشد و سودآوری شرکت تأثیر می گذارد. در نهایت، محققان اظهار داشتند که در کشورهایی که دارای محیط قانونی بهتر و شرایط نسبتاً پایدارتر و سالم تر برای انجام کسب و کار هستند، شرکت ها بدهی نسبتاً بیشتری دارند (کانگا^{۱۰}، ۲۰۱۵).

¹ Tangut

² Myers

³ MOHAMED

⁴ Target-debt ratio

⁵ Tax advantages

⁶ Leary and Roberts

⁷ Adjustment costs of leverage

⁸ Källum & Stuesson

⁹ De Jong et al.

¹⁰ Kunga

۱.۲.۱. مباحث نظری در مورد اهرم مالی

تئوری سلسله مراتب^۱

تئوری سلسله مراتب، عمدتاً توسط مایرز و مجلف^۲ (۱۹۸۴) ارائه شد که در آن، تامین مالی داخلی به عنوان ارزان ترین منبع مالی، پس از آن بدهی و در نهایت سرمایه خارجی مورد توجه گرفته است. آن ها سودهای ذخیره شده را بدون هزینه های انتشار^۳ مورد توجه قرار دادند و بنابراین نیازی به افشای بیشتر اطلاعات مالی نبود. بر اساس اطلاعات نامتقارن، این نظریه، صدور اوراق بهادار را برجسته می سازد تا موجب شود که سرمایه خارجی سودآوری کمتر را به سرمایه گذاران نسبت به آنچه که انتظار دارند، نشان می دهد. سرمایه گذاران در تصمیم گیری های منطقی خود، نرخ تنزیل^۴ را برای شرکت تعدیل می کنند، زیرا آن ها اکنون نیاز بیشتری به سرمایه گذاری خود دارند (ون و نان^۵، ۲۰۱۹).

فرضیه تئوری سلسله مراتب، بر اساس فرض درجه بالای تقارن اطلاعات میان مدیران و سرمایه گذاران است. به این معنی که مدیران اطلاعات بیشتری در مورد شرکت در مقایسه با سهامداران دارند. دلیل این است که قیمت سهام اغلب پس از اعلام افزایش پرداخت سود سهام افزایش می یابد. با توجه به فرضیه های تئوری سلسله مراتب، صدور حقوق صاحبان سهام، آخرین نکته است. براساس این نظریه، صدور حقوق صاحبان سهام، نشانه های نامطلوبی را به وجود می آورد و سرمایه گذاران ممکن است در چنین وضعیتی هراس داشته باشند که شرکت در درماندگی مالی^۶ قرار دارد. این به نوبه خود سبب آفت قیمت سهام می شود (احمد و همکاران^۷، ۲۰۱۸).

تئوری توازی ایستا^۸

با توجه به تئوری توازی ایستا، شرکت ها معمولاً با توجه به مزیت ها و معایب بدهی و حقوق صاحبان سهام، انتخاب می کنند که چه میزان بدهی و یا سرمایه را سرمایه گذاری کنند. مایرز (۱۹۸۴) توضیح داد که تئوری توازی ایستا، عمدتاً هزینه های بدهی را در برابر مزیت های بدهی خنثی می کند، در حالی که کراوس و لیتزبرگر^۹ (۱۹۷۳) اظهار کردند که این انعکاس توازی ایستا بین مزیت های مالیات بدهی و هزینه های مورد انتظار ورشکستگی در یک شرکت است. شرکت ها از بدهی استفاده خواهند کرد اما در برابر هر گونه ریسکی که ممکن است در اثر ورشکستگی ایجاد شود، محتاط خواهد بود. صرفه جویی مالیاتی ناشی از هر گونه بدهی اضافی دقیقاً برابر است با هزینه ای که از بالا رفتن احتمال درماندگی مالی بوجود می آید. تا زمانی که یک شرکت به طور موثر از بدهی استفاده کند، سهامداران از بدهی بیشتر در مقایسه با حقوق صاحبان سهام سود می برند (مایا، ۲۰۱۸).

در حالی که تئوری توازی ایستا، اثر مثبت نرخ مالیات و اهرم را به علت هزینه های مالی قابل قبول در برابر مالیات بر درآمد پیش بینی می کند، تاثیر بیشتر نرخ مالیات بر اهرم را توضیح نمی دهد. هنسی و وایتد^{۱۰} (۲۰۰۵)، در مطالعه خود در مورد پویایی بدهی^{۱۱}، یافته های متناقض با این نظریه را در عدم تایید وجود نسبت اهرم هدف، نشان دادند. آن ها استدلال کردند که شرکت ها یا می توانند دارای اهرم مالی بالا باشند و یا نباشند و به واسطه میانگین وزنی تامین مالی خارجی^{۱۲}، تغییر منفی دارند (تانگوت، ۲۰۱۷).

¹ Pecking order theory² Myers and Majluf³ Floation costs⁴ Discount rate⁵ Wen & Nan⁶ Financial distress⁷ Ahmed et al.⁸ Trade-off theory⁹ Kraus and Litzzenberger¹⁰ Hennessy & whited¹¹ Debt dynamics¹² External finance weighted average

تئوری نمایندگی

تئوری نمایندگی، ابتدا توسط جنسن و مک‌لینگ^۱ (۱۹۷۶) ایجاد شد. این تئوری مربوط به تصمیماتی است که در یک شرکت توسط مدیران و سهامداران اتخاذ می‌شود. این تئوری بیان می‌کند که با سطح پائین نظارت بر سازمان و نظم و انضباط کم در تصمیم‌گیری، مدیران ممکن است تصمیم بر سرمایه‌گذاری بگیرند که برای شرکت سودمند نیست. استدلال آن‌ها بر اساس نظریه اصلی نمایندگی ایجاد شده است، به این معنی که نمایندگان حداکثر بهره را می‌برند و عموماً به نفع خود و نه به نفع مدیران، کار می‌کنند. مدیران می‌توانند در این مورد به واسطه عوامل انگیزشی کنترل را به دست بگیرند، هرچند این امر موجب ایجاد هزینه‌ها و به اصطلاح "هزینه‌های نمایندگی" می‌شود. این رابطه، برای مدیر و سهامداران یک شرکت مناسب است (کالوم و استارسون، ۲۰۱۷).

بدهکاری به سهامداران و مدیران امکان می‌دهد تا از هدف "به حداکثر رساندن عملکرد مالی" پیروی کنند و از این رو سهامداران به ثروت می‌رسند. از نظر مدیران، بدهکاری قدرتی دارد که آن‌ها را برای اقدام تحریک می‌کند، از این رو شرکتی که دارای بدهی بسیار بالایی است، در معرض ریسک بالای ورشکستگی و از دست دادن شغل و حقوق و دستمزد است. به نظر می‌رسد که این یک تهدید کافی برای وادار کردن آن‌ها به محدود ساختن سبک‌های مدیریت ناکارآمد است و در ازاء جریان نقدی حداکثری را برای جبران بدهی ایجاد می‌کند. از نظر سهامداران، بدهی اثر اهرمی بر بازده مالی به دلیل پوشش مالیات بهره^۲ دارد که با مزیت عدم رقیق بودن سرمایه سهام همراه است (پانديا^۳، ۲۰۱۶).

تئوری زمان بندی بازار

این نظریه فرض می‌کند که مدیران گاهی اوقات در رفتارشان غیر منطقی هستند. در مواردی که چشم‌انداز مدیران نسبت به شرکت خود پایدارتر از چشم‌انداز سرمایه‌گذار عمومی است، ممکن است تصمیم بگیرند (و احتمالاً بخواهند) تا حقوق صاحبان سهام را برحسب سهام جدید در زمانی که قیمت سهام بالا است صادر کنند و بدهی را در زمانی که قیمت سهام پائین است، بالا ببرند. به عبارت دیگر، مدیران با توجه به اطلاعات نامتقارن، قادر به زمان بندی بازار حداقل تا حدی کارآمد هستند. به این ترتیب نظریه زمان بندی بازار نشان می‌دهد که بدهی می‌تواند با بازده سهام رابطه منفی داشته باشد. با توجه به طبق مطالعات ماسولیس و کوروار^۴ (۱۹۸۶) وقتی قیمت سهام افزایش می‌یابد، شرکت‌ها حقوق صاحبان سهام بیشتری صادر می‌کنند. علاوه بر این، نظرسنجی گراهام و هاروی^۵ (۲۰۰۱) نشان داد که اکثریت مدیران ارشد مالی بیان داشته‌اند که در زمان صدور حقوق صاحبان سهام، بازار را زمانبندی کرده‌اند (لیو، ۲۰۱۸).

۳.۱.۲. عملکرد مالی

عملکرد مالی شرکت‌ها موضوعی است که هم از نظر کارشناسان مالی، هم محققان، هم عموم و هم مدیریت شرکت، مورد توجه و علاقه بسیاری قرار گرفته است. با این وجود، انتخاب موفق‌ترین شرکت‌ها همیشه برای بسیاری از افراد کار دشواری بوده است زیرا ممکن است یک شرکت از سودآوری بالایی برخوردار باشد، اما در عین حال با توجه به نقدینگی خود در وضعیت بسیار بدی قرار داشته باشد (موکراس^۶، ۲۰۱۵). عملکرد مالی یک شرکت را می‌توان از نظر سودآوری، رشد سود سهام، گردش مالی فروش، پایه‌دارایی و سرمایه‌مورد استفاده در میان دیگر مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. با این حال، هنوز هم بین چندین رشته در مورد چگونگی اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها و عواملی که بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند بحث شده است. یک عامل واحد نمی‌تواند منعکس‌کننده تمام جنبه‌های عملکرد شرکت باشد و بنابراین استفاده از چندین عامل امکان ارزیابی بهتر مشخصات مالی شرکت‌ها را فراهم می‌آورد. طبق گفته محققان، عملکرد تابع

¹ Jensen & Meckling

² Interest tax shield

³ Pandya

⁴ Masulis & Korwar

⁵ Graham & Harvey

⁶ Mukras

توانایی یک سازمان برای به دست آوردن و مدیریت منابع از چندین طریق مختلف برای توسعه مزیت رقابتی است. عملکرد مالی بر متغیرهای مرتبط با گزارش مالی تأکید دارد. بازار سرمایه با تسهیل بسیج و تخصیص منابع سرمایه برای تأمین اعتبار سرمایه گذاری های بلند مدت تولید، نقش اساسی را در اقتصاد ایفا می کند (گاربا و ابوبکار، ۲۰۱۴).

المجاللی و همکاران^۲ (۲۰۱۲) استدلال کردند که اندازه گیری های مختلفی از عملکرد مالی وجود دارد. به عنوان مثال بازده فروش نشان می دهد که یک شرکت چقدر در رابطه با فروش خود سود کسب می کند، بازده دارایی ها، توانایی شرکت را در استفاده از دارایی های خود نشان می دهد و بازده سهام نشان می دهد که سرمایه گذاران چه بازدهی را برای سرمایه گذاری های خود دارند. عملکرد شرکت در سه بُعد قابل ارزیابی است. بُعد اول، بهره وری شرکت یا پردازش ورودی ها در خروجی ها به طور مؤثر است. بُعد دوم، سودآوری یا سطح درآمد شرکت است که از هزینه های آن بیشتر است. بُعد سوم، صرف ریسک بازار^۳ است یا سطحی که در آن، ارزش تجاری شرکت از ارزش دفتری آن فراتر می رود (ونگ و چن، ۲۰۱۷).

۲.۱.۳. ۱. عوامل مؤثر بر عملکرد مالی شرکت

اهرم

اهرم به "نسبت بدهی به سهام" در ساختار سرمایه یک شرکت اشاره دارد. تصمیم گیری در تامین مالی یا تصمیم گیری در مورد اهرم مالی، یک تصمیم مهم مدیریتی است زیرا بر بازده و ریسک سهامداران و ارزش بازار شرکت تأثیر می گذارد. نسبت بدهی به سهام، پیامدهایی را برای سود سهام و ریسک سهامداران دارد، این نسبت، بر هزینه سرمایه و ارزش بازار شرکت تأثیر می گذارد. گوپتا و همکاران^۵ (۲۰۱۰) به برخی از مطالعات اشاره کردند که نتایج متناقضی راجع به رابطه بین افزایش استفاده از بدهی در ساختار سرمایه و عملکرد مالی نشان می دهد. محققان رابطه مثبت را بین اهرم مالی و عملکرد مالی نشان دادند، همچنین مطرح نمودند که یک رابطه منفی بین عملکرد مالی و سطح اهرم شرکت وجود دارد. همچنین به رابطه منفی بین عملکرد مالی و سطح بدهی نیز اشاره شده است (سینگ و بانسال^۶، ۲۰۱۶).

محققان متعددی، میزان استفاده از بدهی شرکت ها را مورد مطالعه قرار داده و با گزارش این که تصمیم شرکت در مورد نسبت بدهی به سهام به طور کلی بر مبنای مبادله بین سپرهای مالیاتی بهره و هزینه های استرس مالی است، عوامل مؤثر بر اهرم مالی را مطرح نمودند. طبق تئوری ترجیحی^۷ ساختار سرمایه، سطح بهینه بدهی، مزایای بدهی را در مقابل هزینه های بدهی متعادل می کند. از این رو، استفاده از بدهی برای یک نسبت بدهی معین منجر به بازده بالاتر حقوق صاحبان سهام می شود، اما سود بدهی پس از این میزان از ساختار سرمایه، پایین تر از هزینه خواهد بود. به عبارت دیگر، هرچه شرکت بیشتر از بدهی استفاده کند، مالیات بر درآمد کمتری را پرداخت می کند، اما ریسک مالی آن بیشتر است (جادی^۸، ۲۰۱۵).

نقدینگی

استانداردهای بین المللی گزارشگری مالی^۹ (۲۰۰۶) پس از در نظر گرفتن تعهدات مالی مربوط به آن دوره، نقدینگی را به عنوان وجه نقد موجود برای آینده نزدیک تعریف کرده اند. لیارگواس و اسکاندالیس^{۱۰} (۲۰۰۸) استدلال کردند که شرکت می تواند از دارایی های نقدی برای تأمین مالی فعالیت ها و سرمایه گذاری های خود در صورت عدم تأمین مالی خارجی

¹ Garba & Abubakar

² Almajali et al

³ market premium

⁴ Weng & Chen

⁵ Gupta et al

⁶ Singh & Bansal

⁷ trade-off theory

⁸ Jadi

⁹ International Financial Reporting Standards

¹⁰ Liargovas and Skandalis

استفاده کند. از طرف دیگر، نقدینگی بیشتر می تواند به شرکت اجازه دهد تا با شرایط احتمالی غیرمنتظره مقابله کند و در طی دوره هایی با درآمد کم، به تعهدات خود بپردازد (کرودر، ۲۰۱۸).

اندازه شرکت

مطالعات قبلی محققان در در بخش مالی نشان داده است که اندازه شرکت می تواند قیمت سهام آینده را پیش بینی کند. به عنوان مثال، هوید و دیز^۱ (۲۰۰۷) در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که شرکت های بزرگتر عملکرد بهتری دارند. فلامینی و همکاران^۲ (۲۰۰۹) اظهار داشتند که شرکت بزرگتر نسبت به شرکت های کوچک تر در کنترل صرفه جویی به مقیاس^۳ در معاملات رقابتی تر عمل کرده و از سطح بالاتری از سود برخوردار هستند. آتاناسوگلو و همکاران^۴ (۲۰۰۵) ادعا کردند که بزرگتر بودن اندازه شرکت باعث افزایش عملکرد می شود (لوپز والریاس و همکاران^۵، ۲۰۱۶).

سن شرکت

به نظر می رسد بررسی رابطه بین سن شرکت و عملکرد مالی هم به تئوری و هم به عمل مرتبط است. اگر با افزایش سن شرکت ها عملکرد کاهش یابد، می تواند بیانگر این باشد که چرا اکثر آن ها سرانجام واگذار می شوند. در واقع سن می تواند به مؤسسات کمک کند تا کارآمدتر شوند. با این وجود، بالا بودن سن شرکت نیز ممکن است موجب منسوخ شدن دانش، توانایی ها و مهارت ها شده و باعث فروپاشی سازمان شود. سورنسن و استوارت^۶ (۲۰۰۰) اظهار داشتند که سن شرکت ها بر عملکرد شرکت تأثیر می گذارد. آن ها همچنین استدلال کردند که اینرسی سازمانی^۷ (سکون و بی تحرکی سازمانی) که در شرکت های قدیمی وجود دارد، موجب عدم انطاف شرکت ها و ناتوانی آن ها در درک تغییر محیط می شود. لیارگواس و اسکاندالیس (۲۰۰۸) گزارش دادند که شرکت های قدیمی از آنجا که از مزایای یادگیری بهره مند شده اند و بدهی های ناشی از مدرن بودن را نداشته اند، مهارت بیشتری دارند، از این رو عملکرد برتری دارند (آکبن سلجوک^۸، ۲۰۱۶).

۲.۲. پیشینه تحقیق

۲.۲.۱. پیشینه تحقیقات داخلی

۱. مرادی و همکاران (۱۳۹۸) در مطالعه خود بر نقش اهرم مالی و لزوم بررسی آن برای پیش بینی مناسب از عملکرد شرکت ها تأکید نموده اند. در مطالعه آن ها به بررسی رابطه غیرخطی بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران پرداخته شده است. به این منظور تعداد ۱۰۶ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰ از طریق روش هدفمند(سیستماتیک) بعنوان حجم نمونه تحقیق انتخاب گردید. برای تخمین مدل رگرسیونی با داده های تابلویی و برای تجزیه و تحلیل از رگرسیون چندگانه به روش پانل-دیتا استفاده شده است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد که بین کنترل تمرکز مالکیت و اهرم مالی رابطه اشکل معکوس وجود دارد.

۲. جعفری دهکردی (۱۳۹۷) نیز در مطالعه ای به بررسی نقش واسطه ای اهرم مالی در تأثیر محافظه کاری در حسابداری بر فرصت های سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. پژوهش آن ها در قلمرو زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۲ انجام گرفت. نتایج نشان داد که محافظه کاری در حسابداری بر اهرم مالی شرکت تأثیر مثبت و معنی داری دارد و هم چنین اهرم مالی شرکت بر فرصت های سرمایه گذاری تأثیر منفی و معنی داری دارد. برای بررسی نقش واسطه ای اهرم مالی در تأثیر محافظه کاری در حسابداری بر فرصت های سرمایه گذاری شرکت ها از روش رگرسیون

¹ Hvide and These

² Flamini et.al

³ economies of scale

⁴ Athanasoglou

⁵ Lopez- Valeiras et al.

⁶ Sorensen & Stuart

⁷ organizational inertia

⁸ Akben-Selcuk

چندگانه، روش بارون و کنی، استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که اهرم مالی در تأثیر محافظه کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نقش واسطه‌ای-نسبی دارد. به عبارت دیگر حدود ۲۴ درصد تأثیر محافظه-کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری از طریق اهرم مالی (تأثیر غیر مستقیم یا واسطه‌ای) و حدود ۷۶ درصد تأثیر محافظه-کاری در حسابداری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری مستقیم است.

۳. فیله گر و همکاران (۱۳۹۶) نیز در مطالعه خود به نقش میانجی اهرم مالی تأکید داشته‌اند. مطالعه آن‌ها تحت عنوان بررسی رابطه بین تنوع محصولات و ارزش شرکت با میانجی‌گری اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. امعه آماری تحقیق آن‌ها را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۴ به مدت پنج سال تشکیل داد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون داده‌های پانلی استفاده شد. نتایج نشان داد که بین تنوع محصولات و ارزش شرکت رابطه معنادار و تأثیر تنوع محصولات بر اهرم مالی معنادار است و همچنین انتظار می‌رود با کنترل تنوع محصولات، تأثیر اهرم مالی بر ارزش معنادار باشد و در مقابل با کنترل اهرم مالی، تأثیر تنوع محصولات بر ارزش شرکت از بین می‌رود یا تضعیف گردد.

۴. تائی نقندری و همکاران (۱۳۹۶) نیز در مطالعه خود به تعیین تأثیر میانجی اهرم مالی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکتی پرداختند. برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چند متغیره بهره‌برده شده است. جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از بین آن‌ها، داده‌ها برای شصت شرکت در افق زمانی سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۴ مهیا شد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت به صورت منفی بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. اهرم مالی نیز رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکتی را به صورت کامل توضیح می‌دهد. این تحقیق به سرمایه‌گذاران و دیگر ذی‌نفعان صورت‌های مالی پیشنهاد می‌دهد که در تصمیم‌گیری‌های مالی خود را، به جز توجه به رابطه مستقیم بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکتی، به تأثیر پنهان اهرم مالی بر این رابطه متمرکز کنند.

۵. در مطالعه دیگری که توسط مینویی و اسماعیلی (۱۳۹۵) نیز انجام شده است نسبت به بررسی رابطه بین اهرم مالی و اهرم عملیاتی با ریسک سیستماتیک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اقدام گردیده است. جامعه آماری این پژوهش، شامل تمامی شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره زمانی شش ساله، از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۳ بوده است. نتایج نشان می‌دهد که بین اهرم مالی و ریسک سیستماتیک رابطه معنادار وجود دارد و بین اهرم عملیاتی و ریسک سیستماتیک رابطه معنادار وجود ندارد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که اندازه شرکت تأثیر معناداری بر ریسک سیستماتیک دارد.

۲.۲.۲. پیشینه تحقیقات خارجی

۱. راملی و همکاران (۲۰۱۸) در مطالعه خود نسبت به بررسی نقش واسطه اهرم مالی در روابط میان تعیین‌کننده‌های ساختار سرمایه با عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند. در این مطالعه از رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری به روش حداقل سازی مربعات خطا (SEM-PLS) بهره گرفته شده است. در مطالعه آن‌ها اطلاعات مالی مورد نظر از طریق بررسی صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج گردیده و سپس با تجمیع شاخص‌های مالی در هر یک از متغیرهای چنهان سه متغیر اصلی شکل داده شدند (اهرم مالی، عملکرد مالی و ساختار سرمایه). به عبارتی هر یک از سه متغیر اصلی در این مطالعه خود متشکل از برخی شاخص‌هایی تعیین شده دیگر هستند. نتایج بدست آمده در مطالعه آن‌ها نشان می‌دهد که اهرم مالی می‌تواند نقش میانجی و معناداری را در روابط میان تعیین‌کننده‌های ساختار سرمایه با عملکرد مالی شرکت‌ها بر عهده داشته باشد و به عبارتی دیگر تأثیر غیر مستقیم ساختار سرمایه بر عملکرد مالی بیشتر از تأثیر مستقیم آن می‌باشد.

۲. در مطالعه دیگری راملی و همکاران (۲۰۱۸) نشان می دهند که بهره گیری از رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری یکی از موضوعات مهمی است که باید در رشته مدیریت مالی و حسابداری بر آن تاکید شود. مطالعه آن ها تحت عنوان این که؛ چرا باید PLS-SEM به جای رگرسیون استفاده شود؟ مبتنی بر شواهدی از دیدگاه ساختار سرمایه، انجام شده است. مطابق با نتایج بدست آمده از مطالعه آن ها بیان شده است که انتخاب بین رگرسیون و PLS-SEM حتی با ساده ترین سناریوها برای هر مورد برای سازه ها مهم است. اصالت این مطالعه ارائه تجزیه و تحلیل مقایسه ای جدید PLS-SEM در مقابل تجزیه و تحلیل رگرسیون در زمینه عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه است. در نظریه عادی اثرات "غیرمستقیم" و "واسطه ای" تحت آزمون Sobel و تکنیک های محاسباتی با PLS-SEM مقایسه می شوند. نتایج بدست آمده از مطالعه آن ها موید آن است که تجزیه و تحلیل داده های مالی با رویکرد PLS-SEM از نظر تشخیص اثرات میانجیگری، نتایج متضاد کمتری نسبت به تحلیل رگرسیون ارائه می دهد.

۳. کوئارشی و همکاران^۱ (۲۰۱۸) نیز در مطالعه خود نقش واسطه اهرم مالی را مورد تاکید و بررسی قرار داده اند. مطالعه آن ها تحت عنوان بررسی نقش میانجیگری اهرم مالی شرکت ها در روابط میان حاکمیت شرکت و سیاست پرداخت سود سهام در پاکستان انجام شده است. در مطالعه آن ها دوگانگی مدیر عامل، کمیته حسابرسی، تعداد جلسات، استقلال مدیران و اندازه هیئت مدیره به عنوان شاخص های حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شد. در این تحقیق از داده های ثانویه سهام پاکستان استفاده شده است و در آن ۱۰۰ شرکت فهرست شده از سال های ۲۰۱۱ الی ۲۰۱۷ به تعداد ۳۲۷ سال شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. در مطالعه آن ها نیز از روش مدل سازی معادلات ساختاری (SEM) با استفاده از نرم افزار AMOS بهره گرفته شد. نتایج بدست آمده از مدلسازی معادلات ساختاری در مطالعه آن ها نشان می دهد که اهرم مالی نقش میانجی مهم و معناداری را در روابط میان حاکمیت شرکتی و سیاست پرداخت سود سهام بهره دارد.

۴. در مطالعه دیگری که توسط آکینیا^۲ (۲۰۱۸) انجام شده است، نقش میانجی اهرم مالی مورد تاکید قرار گرفته است. به طوری که در این مطالعه نسبت به تعیین نقش واسطه گیری سطح اهرم مالی بر تاثیر اندازه شرکت بر عملکرد مالی شرکت های قند در غرب کنیا پرداخته شده است. در مطالعه آن ها نیز به منظور تعیین نقش واسطه اهرم مالی از رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری بهره گرفته شده است. نتایج مدل سازی مبتنی بر روش حداقل سازی مربعات خطا نشان داده است که اهرم مالی نقش میانجی معناداری را در روابط میان اندازه شرکت ها (مبتنی بر لگاریتم دارایی شرکت ها) و عملکرد مالی شرکت ها بر عهده دارد. به عبارتی اهرم مالی از جمله مواردی است که نقش واسطه و تعیین کننده ای را در میزان تاثیرگذاری اندازه شرکت ها بر عملکرد مالی آن ها بر عهده دارد.

۵. هابی^۳ (۲۰۱۷) نیز در مطالعه دیگری نسبت به بررسی تأثیر استفاده از اهرم مالی و مالکیت خارجی بر عملکرد شرکت ها با نقش واسطه سرمایه گذاری شرکت ها پرداختند. براساس نتایج حاصل از انتخاب نمونه شرکت ها که به روش نمونه گیری هدفمند انجام شده است، ۱۳۲ شرکت از بین ۶۶۰ شرکت انتخاب شدند. اطلاعات مورد نظر از طریق بررسی صورت های مالی شرکت ها استخراج شده است. در مطالعه آن ها از طریق نر افزار اس.پی.اس. به تحلیل داده ها اقدام شده و نتایج بدست آمده از پژوهش آن ها نشان می دهد که اهرم مالی از جمله متغیرهای اصلی و کلیدی در شرکت ها است که عملکرد آتی شرکت ها را در صورتی که از حد قابل قبول خارج گردد می تواند تحت تاثیر قرار دهد. در این میان نیاز شرکت ها با افزایش میزان اهرم مالی خود در سال های بعدی تحت تاثیر شرکت های سرمایه گذار واسطه ای قرار می گیرند که در نهایت با عنایت به یک تحلیل مالی نادرست از تبعات اهرم مالی سال های پیش و عدم توان بازپرداخت ها، به اهرم مالی بالاتر و در نهایت به درماندگی مالی شرکت ها ختم می گردد.

¹ Qaureshi et al.

² Akinyi

³ Habbe

۶. اصغر نژاد و امکانی (۲۰۱۷) نیز در مطالعه خود نسبت به بررسی نقش واسطه اهرم مالی از دیدگاه دیگری پرداختند. مطالعه آن ها تحت عنوان تعیین تأثیر مدیریت ریسک بر عملکرد مالی شرکت هایی که در بورس اوراق بهادار همراه با نقش واسطه ای اهرم مالی انجام شده است. جامعه آماری این تحقیق شامل برخی شرکت های پذیرفته شده در بورس طی سال های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳ بوده است. نتایج بدست آمده از مطالعه آن ها دلالت بر این امر داشت که اهرم مالی در رابطه بین مدیریت مؤثر ریسک و بازده دارایی نقش واسطه ای را ایفا می کند. شایان ذکر است نقش واسطه گری سرمایه فکری نیز صرفاً در مورد رابطه بین مدیریت ریسک مؤثر و رشد ارزش بازار تأیید شده است.

۷. همچنین در مطالعه دیگری که توسط گانکالویز^۱ (۲۰۱۴) صورت گرفته است بر بهره گیری از رویکرد SEM برای تبیین عملکرد ساختار سرمایه تاکید می گردد. مطالعه آن ها تحت عنوان تعیین اثر احتمالی بین ساختار سرمایه و بازده سهام با استفاده از رویکرد SEM مبتنی بر شواهد بدست آمده از بورس اروپا انجام داده است. در مطالعه آن ها از رویکرد مدل سازی بهره گرفته شد که رابطه بین ساختار سرمایه و بازده سهام را با استفاده از یک مدل معادلات ساختاری به دست می آورد و امکان می دهد تا اثر علیت را بین دو متغیر مشاهده نمود. این مدل در سال های ۲۰۰۶، ۲۰۰۹ و ۲۰۱۲ در شرکت های غیر مالی اروپایی فهرست شده اعمال مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج آن ها نشان می دهد که ساختار سرمایه و بازده سهام متقابلاً مشخص و با هم معکوس هستند، اما این رابطه تقریباً جبران شده است و تمایل دارد در درازمدت در یک محدوده تثبیت شود. مطالعه آن ها همچنین نشان می دهد که تعیین کننده میانجی و مهم بین ساختار سرمایه و بازده سهام، اندازه یک شرکت است.

۳. روش تحقیق

مطالعه حاضر بر اساس هدف، در دسته مطالعات کاربردی قرار دارد. همچنین با عنایت به آن که در این مطالعه نسبت به توصیف شرایط فعلی مبتنی بر روابط علی و معلولی میان متغیرها می پردازد، این مطالعه از نظر روش تحقیق از نوع مطالعات توصیفی- همبستگی است به طوری که در آن با بهره گیری از روش مدل سازی معادلات ساختاری (رگرسیون های چند متغیر همزمان-SEM) به بررسی روابط ساختاری و علی- معلولی میان متغیرها اقدام گردید. متغیرهای مطالعه حاضر به شرح جدول ۱ می باشد:

جدول ۱: تعریف عملیاتی هر یک از متغیرها

نوع متغیر	نام متغیر	نحوه اندازه گیری
	[۱]	ساختار دارایی (asset structure): خالص دارایی مشهود شرکت t در سال t تقسیم بر کل دارایی ها.
	[۲]	فرصت رشد (Growth opportunity): ارزش بازاری سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (MTB) شرکت t در سال t .
تعیین کننده	[۳]	اندازه شرکت (Firm size): لگاریتم طبیعی دارایی شرکت t در سال t .
مستقل	[۴]	نقدینگی (Liquidity): نسبت دارایی های جاری به بدهی های جاری شرکت t در سال t .
	[۵]	ریسک تجاری (Business risk): میزان اختلاف میان سود قبل از کسر مالیات در سال t نسبت به سال $t-1$ بر حسب درصد.
	[۶]	سپر مالیاتی غیر بدهی (Non-debt tax shield): سود عملیاتی شرکت t در سال t مقدار سپر مالیاتی غیر بدهی را نمایندگی می کند.
	[۷]	رشد اقتصادی (Economic growth): از طریق مقدار تولید ناخالص سالانه

¹ Gonçalves

داخلی کشور (GDP) در سری زمانی.		
[۸]	نرخ بهره (Interest rate): این متغیرها با نرخ وام (BLR) بانک های تجاری اندازه گیری می شود.	
[۹]	نرخ تورم (Inflation rate): شاخص سالانه قیمت مصرف کننده به درصد در سری زمانی مورد مطالعه.	
[۱]	بازده دارایی (ROA): سود خالص تقسیم بر کل دارایی ها شرکت i در سال t.	وابسته عملکرد مالی (FP)
[۲]	بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): سود خالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t.	
[۱]	اهرم عملیاتی: نسبت حاشیه سود شرکت بر حاشیه سود عملیاتی شرکت i در	میانجی اهرم مالی (Leverage)
[۲]	اهرم مالی: نسبت سود عملیاتی شرکت بر سود خالص شرکت i در سال t.	
[۳]	اهرم مرکب: نسبت حاشیه سود شرکت بر سود خالص شرکت i در سال t.	

جامعه آماری این مطالعه را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازده زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ تشکیل داد. برای انتخاب نمونه آماری در این پژوهش از روش حذف نظام مند استفاده می شود. شرکت هایی که دارای شرایط زیر بوده اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شد: سال مالی شرکت مورد نظر منتهی به پایان اسفند ماه بوده و از سویی دیگر در دوره مورد بررسی (سال ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۸)، سال مالی خود را تغییر نداده باشند. اطلاعات مالی شرکت مورد نظر در دسترس بوده و به طور مرتب صورت های مالی سالانه خود را ارائه داده باشند. معاملات سهام شرکت مورد نظر در دوره پژوهش (از سال ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۸)، بیش از شش ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد. شرکت انتخاب شده، جزء شرکت های سرمایه گذاری و یا واسطه گری مالی نباشند. بر این اساس در مطالعه حاضر تعداد ۲۹۶ شرکت از ۸۰۱ شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. شرکت های مورد بررسی در مطالعه از ۱۳ صنعت مورد بررسی قرار گرفته اند که عبارتند از: استخراج معادن، خودرو و ساخت قطعات، دستگاه های برقی، ساخت محصولات فلزی، سایر محصولات کانی غیر فلزی، سیمان، آهک و گچ، فرآورده های نفتی، فلزات اساسی، کاشی و سرامیک، ماشین آلات و تجهیزات، محصولات شیمیایی، محصولات غذایی و آشامیدنی بجز قند و شکر و مواد و محصولات دارویی.

۴. یافته ها

تحلیل توصیفی متغیرهای مستقل

در جدول ۲ نتایج حاصل از بررسی شاخص های مرکزی (شامل میانگین، میانه و مد داده ها) و شاخص های پراکندگی (شامل انحراف از معیار داده ها) به همراه بیشینه و کمینه داده ها برای متغیرهای این پژوهش نمایش داده شده است.

جدول ۲: تحلیل توصیفی متغیر مستقل (n=۲۰۷۲)

Maximum	Minimum	Std. Deviation	Median	Mean	
۰/۹۷۷۷۴۸	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۲۱۴۶۵۳	۰/۲۰۳۸۰۰	۰/۲۵۷۹۱۲	ساختار دارایی
۳۰۹/۲۰۹۷۰۰	-۳۴۲/۷۷۱۷۰۰	۱۳/۰۹۶۶۷۸	۲/۲۴۴۷۵۰	۲/۷۰۹۸۹۹	فرصت رشد
۱۹/۳۷۴۳۱۰	۹/۶۷۴۵۱۵	۱/۶۹۵۱۸۶	۱۴/۰۴۹۶۷۶	۱۴/۲۲۲۳۱۴	اندازه شرکت
۷۲/۵۸۰۷۱۲	۰/۰۰۷۴۷۲	۳/۸۴۲۵۸۹	۱/۱۹۲۰۲۰	۱/۸۲۸۷۴۲	نقدینگی

۴۴۸۰۵۹۲۸۰۰	-۳۰۱۹۹۷۵۳۰۰	۲۰۹۱۹۴۵۶۸	۱۰۶۳۱۲۱	۱۴۹۰۳۲۴۳	ریسک شرکت
۶۷۲۹۳۵۴۲	-۶۰۶۵۳۲۴	۳۹۷۶۹۱۰	۱۰۸۸۶۲	۱۱۱۲۱۱۳	سپر مالیاتی غیر بدهی
۱۴۸۰۷۱۰۱	۶۳۶۴۳۶۹	۲۷۳۵۱۶۹	۱۱۱۲۹۰۳۳	۱۰۴۸۷۱۵۰	رشد اقتصادی (GDP)
۲۲/۰۰	۱۰/۰۰	۳/۸۰	۱۵/۰۰	۱۶/۱۴	نرخ بهره
۳۵/۰۰	۹/۰۰	۹/۴۵	۱۶/۰۰	۱۹/۱۴	نرخ تورم

نمونه های این مطالعه همان طور که در بالای جدول ۲ درج شده است برابر با ۲۰۷۲ شرکت سال بوده که در واقع برآیندی از ۲۹۶ شرکت بوده است که در ۷ سال مورد بررسی قرار گرفته اند. مطابق با نتایج درج شده در جدول ۲ مشخص می گردد که مقدار میانگین برآورد شده ساختار دارایی برابر با ۰/۲۵۷ بوده است. ساختار دارایی در این مطالعه بر اساس تقسیم خالص دارایی مشهود بر کل دارایی ها بوده است. بر این اساس روشن می گردد مقدار خالص دارایی های مشهود شرکت های مورد بررسی در مطالعه حاضر نزدیک به ۲۵/۷ درصد دارایی آن ها بوده است. فرصت رشد نیز مقدار میانگین ۲/۷۰ را نشان داده است (فرصت رشد بر اساس ارزش بازاری سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) برآورد شده این مهم نشان می دهد که ارزش بازاری شرکت ها ۲/۷ برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بوده است. همچنین اندازه شرکت نیز در این مطالعه مبتنی بر لگاریتم دارایی ها برآورد شده است. از سویی دیگر نقدینگی در این مطالعه مقدار میانگین ۱/۸۲ را گزارش کرده است (نقدینگی بر اساس نسبت دارایی های جاری به بدهی های جاری برآورد شده است) بر این اساس روشن می گردد که در شرکت های نمونه مورد بررسی مقدار دارایی های جاری آن ها ۱/۸۲ برابر بدهی های آن ها بوده است. همچنین در این مطالعه ریسک شرکت ها مقدار میانگین عددی ۱۴۹۰۳۲ را نشان داده است از سویی دیگر لازم به ذکر است که ریسک شرکت ها بر اساس میزان اختلاف میان سود قبل از کسر مالیات در سال t نسبت به سال $t-1$ بوده است. این مهم نشان دهنده آن است که شرکت ها توانسته اند نسبت به سال قبل خود میزان سود ۱۴۹ میلیون رسال را کسب نمایند یعنی به طور میانگین نسبت به سال قابل افزایش داشته اند. البته در برخی از موارد این مقدار منفی بوده است که از طریق مقدار کمینه قابل مشاهده می باشد. همچنین سپر مالیاتی غیر بدهی نیز مقدار میانگین عددی ۱۱۱۲۱۱۳ را نشان داده است که مبتنی بر سود عملیاتی شرکت در سال جاری بوده است. از سویی دیگر در متغیرهای کلان اقتصادی نیز نسبت به بررسی برخی از متغیرها اقدام گردید. در بررسی رشد اقتصادی نسبت به بررسی تولید ناخالص داخلی شرکت ها یعنی (GDP) اقدام شد که مقدار ۱۰۴۸۷۱۵۰ را به طور میانگین در بازه زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۸ نشان داده است. از سویی دیگر نیز در بین این سال ها مقدار نرخ بهره به طور میانگین برابر با ۱۶/۴۱ درصد بوده و همچنین مقدار نرخ تورم نیز به طور میانگین ۱۹/۱۴ درصد در سال گزارش شده است. بررسی انحراف معیار داده ها با توجه به مقدار کمینه و بیشینه داده ها نشان دهنده پراکندگی نسبی داده است. این مهم با عنایت به آن که از نرم افزار PLS بهره گرفته می شود ایجاد مشکل نمی کند این نرم افزار از نسل جدید نرم افزارهای مدل سازی معادلات ساختاری است که توانمندی بالایی در برآورد و تجزیه تحلیل داده ها در متغیرهایی با توزیع غیرنرمال می باشد. برای تعیین نحوه توزیع داده ها در ادامه از آزمون های نرمالیتی مخصوص (آزمون کولموگروف و اسمیرنوف) بهره گرفته شده است. شایان ذکر است به طوری موازی مقدار آزمون شاپیرو و لیک نیز گزارش شده است که برخی از محققان به بررسی آن در کنار آزمون کولموگروف و اسمیرنوف تاکید داشته اند.

تحلیل توصیفی متغیرهای میانجی

در جدول ۳ نتایج حاصل از بررسی شاخص های مرکزی و شاخص های پراکندگی به همراه بیشینه و کمینه داده ها برای متغیر میانجی این پژوهش نمایش داده شده است.

جدول ۳: تحلیل توصیفی متغیرهای میانجی (n=۲۰۷۲)

میانجی	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
اهرم عملیاتی	۰/۷۰۸۹۴۸	۰/۷۵۵۳۱۷	۸/۹۴۷۲۲۲	-۱۸۸/۸۴۰۲۳۷	۱۷۳/۶۳۹۸۶
اهرم مالی	-۰/۰۱۴۲۴۳	۰/۰۱۱۰۹۰	۱/۲۸۸۷۱۷	-۴۳/۷۹۴۰۰۰	۹/۲۶۰۹۶
اهرم مرکب	۱۵/۲۴۵۴۱۸	۱/۴۹۸۶۹۷	۵۱۲/۹۷۳۱۳۸	-۳/۳۹۱۲۴۱	۲۳۳۵۱

اهرم مالی شرکت ها (مبتنی بر اهرم عملیاتی، اهرم مالی و اهرم مرکب)، به عنوان متغیرهای میانجی مورد بررسی قرار گرفته اند. انحراف معیار داده ها و همچنین مقدار کمینه و بیشینه به ثبت رسیده پراکندگی نسبی داده ها را تایید می نماید.

تحلیل توصیفی متغیرهای وابسته

در جدول ۴ نتایج حاصل از بررسی شاخص های مرکزی (شامل میانگین، میانه و مد داده ها) و شاخص های پراکندگی (شامل انحراف از معیار داده ها) برای متغیر وابسته نمایش داده شده است.

جدول ۴: تحلیل توصیفی متغیر وابسته: عملکرد مالی شرکت ها (n=۲۰۷۲)

متغیر وابسته	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
بازده دارایی ها ROA	۸/۴۹۱	۷/۰۲۴	۱۵/۸۵۴	-۱۱۰/۹۵۷	۸۱/۰۹۶
بازدهی سرمایه ROE	۳۴/۵۶۷	۲۲/۵۱۶	۶۶۲/۷۲۴	-۷۲۶۹/۵۶۲	۲۸۸۱۴/۸۸۹

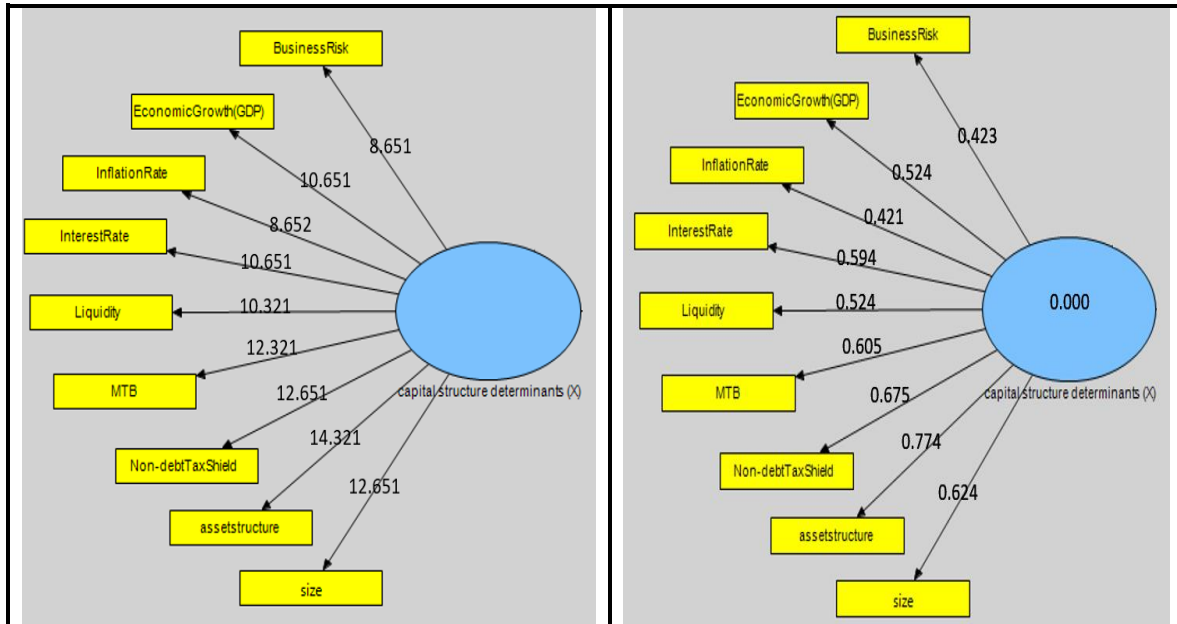
عملکرد شرکت ها در مطالعه حاضر مبتنی بر بازده دارایی ها و بازده سرمایه برآورد شده است که به ترتیب مقدار ۸/۴۹ و ۳۴/۵۶۷ را گزارش نموده اند که به نوبه خود نشان می دهد شرکت های نمونه ای که در مطالعه حاضر مورد بررسی قرار گرفته اند از عملکرد مالی نسبتاً مطلوبی در بازه زمانی ۷ ساله از خود نشان داده اند.

نتایج مدل سازی معادلات ساختاری

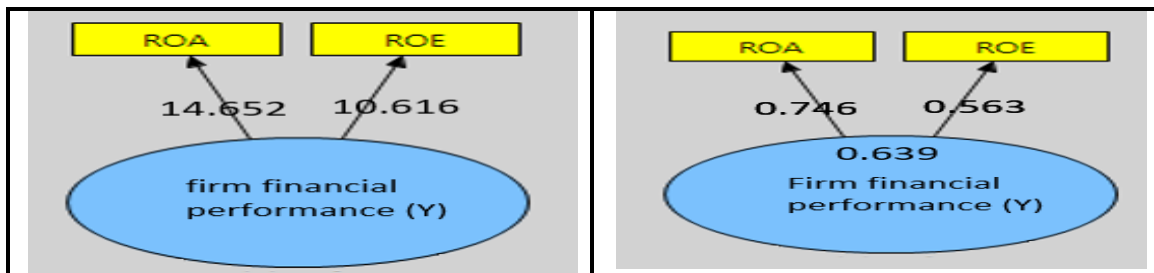
الف) تحلیل عاملی تاییدی

می توان مدل تحلیل عاملی تاییدی را به شکل گرافیکی در تصویر ذیل مشاهده نمود. موضوع حائز اهمیت آن است که در مطالعه حاضر متغیرهای پژوهش هر یک بر اساس یک شاخص کلی برآورد شده اند. در این میان سه متغیر در مطالعه حاضر دارای خرده مقیاس ها یا شاخص آشکار بوده اند که یک متغیر کلی از آن برآورد شده است. اولین متغیر پنهان در واقع تعیین کننده های ساختار سرمایه که به نوبه خود در برگیرنده متغیرهایی به نام ساختار دارایی، فرصت رشد، اندازه شرکت، نقدینگی، ریسک تجاری، سپر مالیاتی غیر بدهی، رشد اقتصادی، نرخ بهره و نرخ تورم بود. از سویی دیگر متغیر اهرم مالی شرکت ها نیز خود دارای سه خرده مقیاس بوده است که در کنار هم در واقع تشکیل دهنده اهرم مالی شرکت ها بوده اند که شامل اهرم عملیاتی، اهرم مالی و اهرم مرکب بوده است. از سویی دیگر نیز عملکرد مالی نیز به عنوان یک متغیر پنهان دیگر در مطالعه حاضر از دو شاخص یعنی بازده دارایی (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) مورد اندازه گیری قرار گرفته است. نکته قابل توجه که لزوم بهره گیری از رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری را نشان می

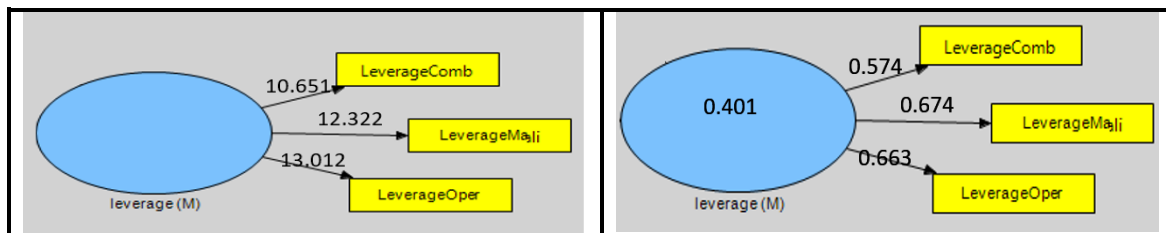
دهد این مهم است که متغیرهای مشترک که یک موضوع واحدی را برآورد می نمایند می توانند در کنار یکدیگر یک متغیر کلی یا متغیر پنهان را تشکیل دهند بدون آن که عمل ریاضی بر روی آن ها صورت گیرد. مبتنی بر این مهم نتایج تحلیل عاملی تاییدی در مطالعه حاضر به شرح ذیل بوده است:



تصویر ۱: بارهای عاملی و معناداری t در سازه متغیرهای مستقل



تصویر ۲: بارهای عاملی و معناداری t در سازه متغیرهای میانجی

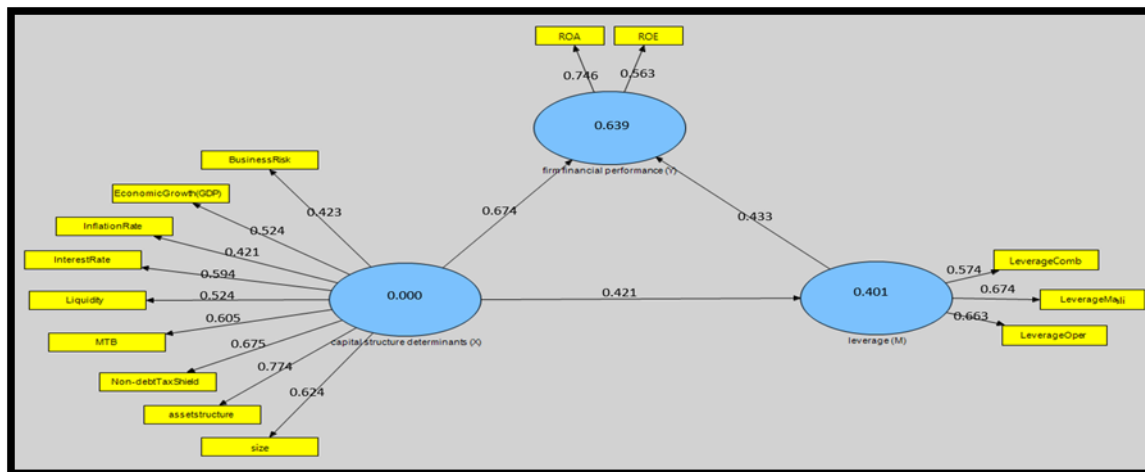


تصویر ۳: بارهای عاملی و معناداری t در سازه متغیر وابسته

با توجه به نتایج گزارش شده در مدل اندازه گیری مربوط به سازه های تعیین کننده های ساختار سرمایه، سودآوری و عملکرد مالی شرکت ها می توان بیان داشت که این سازه ها، در هر شاخص آشکار خود، دارای بار عاملی بالاتر از ۰/۴ می باشد و این مهم تبیین گری مناسب سازه مورد نظر از طریق شاخص های آن را نشان می دهد. علاوه بر این در سمت چپ شکل می توان ضرایب معناداری مدل های اندازه گیری (سازه ها) را مشاهده نمود که با عنایت به بالاتر بودن مقدار ضرایب برآورد شده از ۱/۹۶، معناداری بارهای عاملی مورد تایید قرار گرفته است. با عنایت به نتایج بدست آمده در این بخش می توان در ادامه به بررسی نتایج مدل ساختاری پژوهش تحت عنوان مدل تحلیل مسیر اقدام نمود.

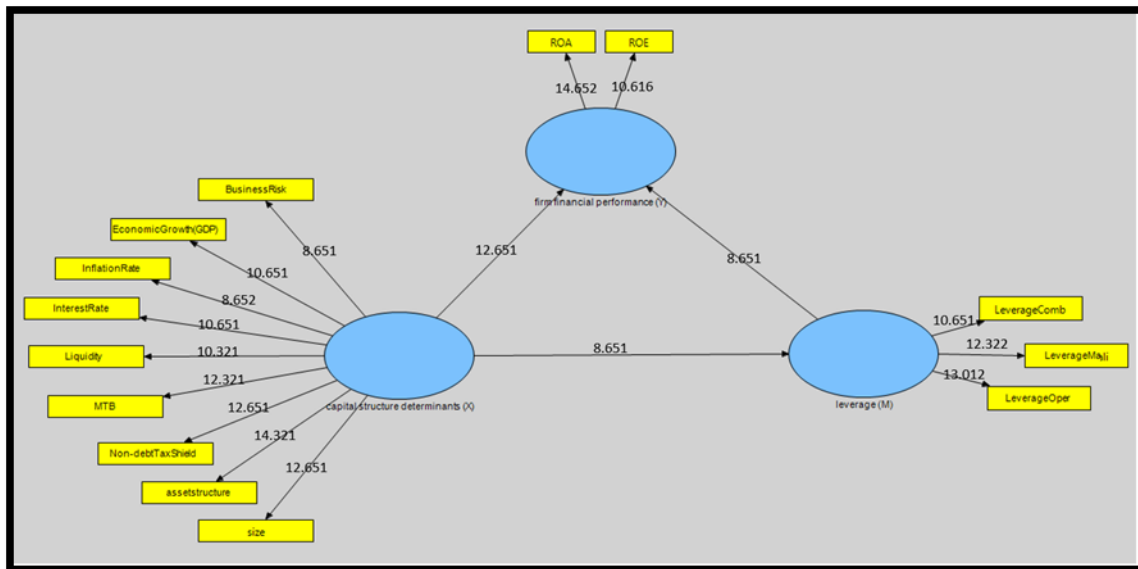
(ب) مدل تحلیل مسیر (ضرایب رگرسیون)

در این بخش به بررسی ضرایب میان متغیرهای پژوهش پرداخته شده است که به آن‌ها ضرایب اثر رگرسیون در روابط میان متغیرها اطلاق می‌گردد. در شکل ۴ ضرایب اثر رگرسیون نمایش داده شده است.



تصویر ۴: تحلیل مسیر (ضرایب اثر رگرسیون) در مدل مفهومی پژوهش

در شکل ۴ می‌توان ضرایب رگرسیون را در تمامی مسیر مورد نظر مشاهده نمود. در این میان روابط مثبتی میان متغیرهای مشاهده شده است که در بررسی جز به جز آن‌ها بدیهی است که می‌تواند به شکل دیگری گزارش گردد که این مهم مزیت مدل سازی معادلات ساختاری می‌باشد. مطابق با یافته‌های بدست آمده از مطالعه حاضر تعیین کننده های ساختار سرمایه از میزان ضریب تاثیری به اندازه ۰/۶۷۴ بر روی عملکرد مالی برخوردار است. از سویی دیگر نیز مشاهده می‌گردد که تعیین کننده های ساختار سرمایه دارای ضریب رگرسیونی مثبتی بر روی اهرم مالی به اندازه ۰/۴۲۱ بوده است. از سویی دیگر نیز مشاهده می‌گردد که اهرم مالی شرکت‌ها می‌تواند به میزان ۰/۴۳۳ بر روی عملکرد مالی تاثیر مثبتی را به همراه داشته باشد. به عبارتی سه فرضیه اول در مطالعه حاضر مورد تایید قرار گرفته اند. اما ضرایب رگرسیونی می‌توانند از نظر آماری غیر معنادار نیز گزارش شوند که لازم است برای آن‌ها نسبت به سنجش ضرایب معناداری اقدام شود. بر همین اساس در ادامه از مدل اعداد معناداری بهره گرفته شده است. در این مدل در صورتی که مقدار اعداد معناداری کمتر از ۱/۹۶ گزارش شوند نشان دهنده عدم تایید مسیر مورد نظر می‌باشد و به عبارتی فرضیه در این مسیر رد می‌گردد. نتایج مدل اعداد معناداری در شکل شماره ۵ به شرح ذیل می‌باشد:



تصویر ۵: مدل ترسیم شده پژوهش همراه با ضرایب معناداری t

نتایج نشان می دهد که در تمامی مسسیرها مقدار ضریب معناداری بالا تر از ۱/۹۶ مشاهده شده است که موید معنادار بودن متغیرها بر روی یکدیگر می باشد. بر این اساس می توان بیان داشت که فرضیات پژوهش حاضر (در تمامی مسیرها) از نظر آماری مورد تایید قرار می گیرد. علاوه بر ضرایب مسیر که نتایج مهمی را به همراه داشته است، می توان به ضریب تعیین نیز اشاره داشت که از طریق مقادیر عددی در درون سازه ها به نمایش گذاشته شده است. مطابق با شکل ۴-۶ می توان بیان داشت که مجموعه عواملی که در این مدل بر روی عملکرد مالی شرکت ها تاثیرگذار بودند، می توانند به میزان ۶۳/۹ درصد از تغییرات عملکرد مالی شرکت ها را تبیین نمایند ($R^2 = 0.639$). ضریب تعیین در واقع نشان دهنده تاثیرات مشترک و مجموع بر روی عملکرد مالی شرکت ها است.

بررسی نقش میانجی اهرم مالی

در این بخش به منظور پاسخ دهی به فرضیات پژوهش، از آزمون سوبل بهره گرفته شده است که برای تعیین معناداری تاثیر غیر مستقیم متغیرها بکارگرفته می شود. آزمون سوبل برای معناداری تاثیر میانجی یک متغیر در رابطه میان دو متغیر دیگر بکار می رود. در آزمون سوبل، یک مقدار Z-value از طریق فرمول زیر بدست می آید که در صورت بیشتر شدن این مقدار از ۱.۹۶ می توان در سطح ۹۵ درصد معنادار بودن تاثیر میانجی یک متغیر را تایید نمود.

$$z - value = \frac{a \times b}{\sqrt{(b^2 \times sa^2) + (a^2 \times sb^2) + (sa^2 \times sb^2)}}$$

a: مقدار ضریب مسیر میان متغیر مستقل و میانجی

b: مقدار ضریب مسیر میان متغیر میانجی و وابسته

sa: خطای استاندارد مربوط به مسیر میان متغیر مستقل و میانجی

sb: خطای استاندارد مربوط به مسیر میان متغیر میانجی و وابسته

جدول ۵: نتایج فرضیات با متغیرهای میانجی

نتایج	Z-Value	Sb	Sa	b	a	فرضیه
تایید گردید ✓	۲/۳۲۴۶۰	۰/۰۴۶	۰/۰۸۸	۰/۴۳۳	۰/۴۲۱	اهرم مالی در روابط میان تعیین کننده های ساختار سرمایه و عملکرد مالی به طور غیر مستقیم نقش میانجی دارد

با توجه به نتایج گزارش شده در جدول ۵، نقش واسطه متغیرهای میانجی اهرم مالی در روابط تعیین کننده های ساختار سرمایه و عملکرد مالی مورد تایید قرار گرفته می شود. به طوری که مقدار آماره بالاتر از ۱/۹۶ در تمامی موارد گزارش شده است.

۵. بحث و مقایسه

بحث مبتنی بر فرضیه اول

یافته های بدست آمده از مطالعه حاضر نشان داد که فرضیه اول مورد تایید قرار گرفته است. بر همین اساس روشن گردید که تعیین کننده های ساختار سرمایه بر اهرم مالی شرکت ها تاثیر مستقیم دارد. این تاثیر در مطالعه حاضر به طور مثبت معناداری مورد تایید قرار گرفته شد. یافته ها در این بخش با نتایج گزارش شده در مطالعه راملی و همکاران (۲۰۱۹) از همسویی و سازگاری برخوردار می باشد. به طوری که در مطالعه راملی و همکاران (۲۰۱۹) نیز یافته ها دلالت بر این امر داشته که اهرم مالی شرکت ها به طور مثبت متاثر از وضعیت تعیین کننده های ساختار سرمایه می باشد. در تبیین این یافته ها می توان به دیدگاه های ذیل اشاره داشت. مطابق با دیدگاه نظری مودیلیانی و میلر^۱ (۱۹۵۸) ساختار سرمایه شرکت مستقل از ارزش شرکت است و از اهمیتی در یک بازار کامل بدون مالیات، هزینه ورشکستگی، هزینه نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات برخوردار نیست. متأسفانه، در واقعیت، به دلیل نقص بازار، ساختار سرمایه یک شرکت به میزان قابل توجهی بر ارزش شرکت تاثیر می گذارد. با توجه به تئوری اصلاح شده مودیلیانی و میلر با استفاده از بدهی ها، ارزش شرکت از طریق کاهش مالیات بندی شرکتها به یک رابطه مثبت منجر می شود. دسی و رابرتسون^۲ (۲۰۰۳)، با استفاده از شرکت های ایالات متحده و انگلستان، به ترتیب، داده ها را به "رشد کم" و "رشد زیاد" برای شاخص عملکرد مالی کیو توبین شرکت با طیفی از متغیرها از جمله بدهی تقسیم نمودند. آنها نتایج متفاوتی را یافتند: شرکت هایی با دارای رشد کم، تمایل دارند بدهی کمتری را در ساختار سرمایه خود داشته باشند، که مطابق با فرضیه جریان نقدی آزاد جنسن^۳ است، اما با گفته های دسی و رابرتسون (۲۰۰۳) متضاد است.

بحث مبتنی بر فرضیه دوم

نتایج بدست آمده از مدل سازی معادلات ساختاری در این مطالعه فرضیه دوم را نیز تایید نموده است. بر این اساس می توان بیان داشت که اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها تاثیر مستقیم دارد. شایان ذکر است که در این بخش نیز ضریب رگرسیون به طور مثبت و معنادار گزارش شده است. این مهم نشان می دهد که تصمیم گیران و مدیران شرکت ها در صورتی که از اهرم مالی بهینه بهره بگیرند در عمل می توانند سودآوری بالاتری را نیز محقق نمایند. این در حالی است که استفاده از اهرم مالی بدون شرایط بهینه موجب تاثیر منفی بر روی عملکرد مالی شرکت ها می گردد. اما یافته های بدست آمده از مطالعه حاضر نشان می دهد که به طور کلی در نمونه های مورد بررسی در این مطالعه اهرم مالی بهره گرفته شده به گونه ای بوده است که در نهایت برون داد آن موجب بهبود سطح سودآوری شرکت ها گردیده است. هر چند در برخی از شرکت ها این مهم می تواند به طوری منفی باشد اما به طور کلی نتایج نشان دهنده یک تاثیر مثبت در این حوزه می باشد. یافته ها در این بخش نیز همسو با نتایج گزارش شده در مطالعه راملی و همکاران (۲۰۱۹) می باشد. در این بخش نیز در تبیین یافته ها می توان به دیدگاه ها و مطالعات ذیل اشاره داشت. رامادان و چن (۲۰۱۲) نیز رابطه منفی معنی دار بین اهرم شرکت و عملکرد مالی شرکت یافتند زیرا در بازارهای انگلستان از سایر مکانیسم هایی همانند حق الزحمه برای افزایش عملکرد استفاده می گردد. محققان همچنین استدلال نمودند که بدهی می تواند در مورد کیفیت،

¹ Modigliani and Miller

² Dessí and Robertson

³ Jensen

مدیریت و استراتژی کارآیی شرکت، اطلاعاتی را به سرمایه گذار بدهد. در همین راستا دتامرانگ و همکارانش^۱ (۲۰۱۷) عنوان می دارد که به همین ترتیب، طبق تئوری مبادله ای^۲ (TOT) توسط میلر^۳ (۲۰۰۵)، بین اهرم شرکت و عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت وجود خواهد داشت، که در آن یک شرکت به دلیل مزیت کسر بهره دارای انگیزه ای برای استفاده از بدهی است که در نتیجه منجر به یک رابطه مثبت می گردد. در نتیجه استدلال شده است که بین اهرم شرکت و عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت وجود دارد. ۵-۲-۳- بحث مبتنی بر فرضیه سوم

در این بخش نیز نتایج بدست آمده از مدل سازی معادلات ساختاری نشان می دهد که فرضیه سوم نیز مورد تایید قرار گرفته است. بر این اساس روشن گردید که تعیین کننده های ساختار سرمایه بر عملکرد مالی شرکت ها تاثیر مستقیم دارد. در این بخش نیز تاثیر به طور مثبت و معنادار بوده است. مطابق با سایر فرضیات پیشین در این بخش نیز مشاهده می شود که یافته های بدست آمده از این مطالعه با نتایج گزارش شده در مطالعه راملی و همکاران (۲۰۱۹) از همسویی و سازگاری برخوردار است. در این بخش نیز می توان بیان داشت که برخی از مطالعات نیز نشان داده اند که بدهی بسیار زیاد موجب می شود تا مدیران (اقدام به نفع سهامداران) موانع موجود بر سر راه پروژه های فعلی با ارزش خالص مثبت را دور بزنند. این امر در تضاد با گفته های دسی و رابرتسون (۲۰۰۳) است که دریافتند شرکت ها با جریان های نقدی بی ثبات تر، تمایل دارند بدهی بیشتری در ساختار سرمایه خود داشته باشند، که توسط تئوری نمایندگی پیش بینی شده است. رامادان و چن^۴ (۲۰۱۲) نیز نشان دادند که اهرم بالا منجر به عملکرد پایین تر می شود، بنابراین نشان دهنده یک رابطه منفی است. اما این در حالی است که بررسی مجموع المان های موثر در تعیین کننده های ساختار سرمایه بر عملکرد مالی شرکت ها دارای تاثیر مثبتی می باشند. این مهم یکی از مزیت های بهره گیری از روش های مدل سازی معادلات ساختاری است که می تواند نتایج برآیند شده ای از متغیرهای مشترک را بر روی یک متغیر کلی دیگر نشان دهد این در حالی است که بررسی مجزای آن ها می تواند نتایج متفاوتی را از حالت کلی آن ها داشته باشد.

بحث مبتنی بر فرضیه چهارم

در نهایت در فرضیه چهارم نیز مشاهده گردید که اهرم مالی در روابط میان تعیین کننده های ساختار سرمایه و عملکرد مالی به طور غیر مستقیم نقش میانجی دارد. در بررسی این فرضیه از آزمون سوبل بهره گرفته شد و یافته ها دلالت بر نقش معنادار اهرم مالی دارد. این مهم نشان می دهد که تاثیر تعیین کننده های ساختار سرمایه بر عملکرد مالی از طریق اهرم مالی به مراتب بیشتر از تاثیر مستقیم می باشد. به عبارتی در ابتدا تعیین کننده های ساختار سرمایه بر اهرم مالی اثر اصلی خود را دارند و اهرم مالی نیز به نوبه خود در گام بعدی بر روی عملکرد مالی نقش آفرینی دارد. در این بخش نیز یافته های بدست آمده از مطالعه حاضر با نتایج گزارش شده در مطالعه راملی و همکاران (۲۰۱۹) از همسویی برخوردار می باشد. راملی و همکاران (۲۰۱۹) در این راستا عنوان می دارند که ساختار سرمایه تاثیر اصلی خود را بر روی عملکرد از رهگذر اهرم مالی دارد. در این امر استدلال شده است که ساختار تأمین مالی یک شرکت بر مسیری تأثیر می گذارد که بر ویژگی های شرکت همچون اهرم مالی و به تبع آن بر عملکرد مالی تأثیر می گذارد. به عنوان مثال، با توجه به ساختار دارایی، شرکت ها با دارایی های ملموس تر دارای وثیقه بیشتری برای حمایت از سطوح بدهی بالاتر هستند. این مسئله با تئوری نمایندگی سازگار است که می تواند هزینه نمایندگی بدهی را کاهش دهد که به نوبه خود، بهره وری بیشتری را در ارزش شرکت ایجاد می کند. این سطح بالای دارایی های ملموس همچنین ممکن است نشان دهنده شهرت خوبی در کسب بودجه باشد و بنابراین، برای یک پروژه سودآور مفید است که منجر به بازده بیشتر می شود. بنابراین استدلال شده است که ساختار سرمایه تأثیر غیرمستقیم/میانجی بر عملکرد مالی شرکت ها بواسطه نقش میانجی اهرم مالی در شرکت ها دارد.

¹ Detthamrong et al

² trade of theory

³ Miller

⁴ Ramadan & Chen

پیشنهادات کاربردی مبتنی بر نتایج بدست آمده

پیشنهاد مبتنی بر فرضیه اول و سوم

فرضیه های اول و سوم هر دو با محوریت تعیین کننده های ساختار سرمایه می باشد. به ترتیب در این فرضیه ها روشن گردید که تعیین کننده های ساختار سرمایه بر اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت ها تاثیر مستقیم دارد. این مهم نشان می دهد که شرکت ها باید به امان های تشکیل دهنده تعیین کننده های ساختار سرمایه توجه ویژه ای را داشته باشند تا بتوانند بر اساس آن بر روی اهرم مالی و به تبع آن بر روی سودآوری خود در سنوات آتی تاثیر مثبتی را داشته باشند. مطابق با یافته های مطالعه حاضر متغیرهای موثر در این حوزه شامل ساختار دارایی، فرصت رشد، اندازه شرکت، نقدینگی، ریسک تجاری، سپر مالیاتی غیر بدهی، رشد اقتصادی، نرخ بهره و نرخ تورم می باشد. از سویی دیگر نیز نتایج نشان می دهد که نرخ بهره و نرخ تورم و ریسک تجاری سه المانی هستند که تاثیر منفی را در نهایت بر روی عملکرد مالی شرکت ها خواهند داشت اما سایر المان های دیگر هر چه مدیریت مطلوب تری را داشته باشند می توانند در دراز مدت تاثیر مثبتی بر سودآوری شرکت ها داشته باشند.

پیشنهاد مبتنی بر فرضیه دوم

مطابق با یافته های بدست آمده از مطالعه حاضر روشن می گردد که اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها تاثیر مستقیم دارد. این تاثیر زمانی می تواند به طور مطلوب باشد که اهرم مالی به طور بهینه باشد. به عبارتی میزان استقراض شرکت ها باید در حد بهینه باشد تا بتواند عملکرد مثبتی را داشته باشد و در اغیر این صورت تاثیر منفی خواهد بود.

پیشنهاد مبتنی بر فرضیه چهارم

از جمله نکات قابل توجه در مطالعه حاضر با تایید فرضیه چهارم این مهم بوده که اهرم مالی در روابط میان تعیین کننده های ساختار سرمایه و عملکرد مالی به طور غیر مستقیم نقش میانجی دارد. به عبارتی دیگر می توان بیان داشت که در واقع تاثیر اصلی تعیین کننده های ساختار سرمایه بر عملکرد مالی از طریق تاثیر بر روی اهرم مالی صورت می گیرد. بر این اساس یکی از شاخص ها و معیارهایی که می تواند برای شرکت ها کمک کننده باشد که بدانند آیا تعیین کننده های ساختار سرمایه در وضعیت مطلوبی قرار دارند یا خیر این موضوع است که اهرم مالی در چه وضعیتی قرار دارد. در صورتی که شاخص های موثر در ساختار سرمایه به درستی تعریف و پایش شوند در عمل می توان اهرم مالی بهینه ای را محقق نمود که برون داد آن بهبود عملکرد مالی شرکت ها می باشد.

مراجع

- تائبی نقندری، امیر حسین و تائبی نقندری، علی. (۱۳۹۶). تأثیر میانجی اهرم مالی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد مالی شرکتی. *مجله ایرانی مطالعات مدیریت*، ۱۰(۳)، ۶۹۷-۷۱۴.
- جعفری دهکردی حمیدرضا. (۱۳۹۷). بررسی نقش واسطه ای اهرم مالی در تأثیر محافظه کاری در حسابداری بر فرصت های سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۱(۷): ۱-۲۸.
- فیله گر، ملیحه؛ جواد بقایی راوری و نگار سنگ سفیدی (۱۳۹۶) بررسی رابطه بین تنوع محصولات و ارزش شرکت با میانجی گری اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دومین کنفرانس سالانه اقتصاد، مدیریت و حسابداری*، اهواز، دانشگاه شهید چمران - سازمان صنعت، معدن و تجارت خوزستان.
- مرادی، مجید، خوشکار، فرزین و حسینی، مرتضی (۱۳۹۸). بررسی رابطه غیرخطی بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش میانجی کنترل خانوادگی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران. *فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت*. ۲(۱۱)، ۳۰-۴۵.

- مینویی، مهرزاد و اسماعیلی محمد (۱۳۹۵) بررسی رابطه بین اهرم مالی و اهرم عملیاتی با ریسک سیستماتیک در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ششمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و سومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، تهران، همایشگران مهر اشراق.
- Abutawahina, M. (2015). Capital structure and Firms Financial performance: Evidences from Palestine. *Capital structure and Firms Financial performance: Evidences from Palestine*.
- Acedo-Ramírez, M. A., & Ruiz-Cabestre, F. J. (2014). Determinants of capital structure: United Kingdom versus Continental European countries. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 25(3), 237-270.
- Ahmad, N., Salman, A., & Shamsi, A. (2015). Impact of financial leverage on firms' profitability: An investigation from cement sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(7), 2222-1697.
- Ahmed, F., Awais, I., & Kashif, M. (2018). Financial Leverage and Firms' Performance: Empirical Investigation of KSE-100 Index. *ETIKONOMI*, 17(1), 45-56.
- Ai, H., & Hartman-Glaser, B. (2014). *A Theory of Optimal Capital Structure and Endogenous Bankruptcy*. Working Paper.
- Akben-Selcuk, E. (2016). Does Firm Age Affect Profitability. *Evidence from Turkey. International Journal of Economic Sciences*, 5(3), 1-9.
- Akinyi, T. R. (2018). *Mediating role of financial leverage level on the effect of firm size on financial performance of sugar firms in Western Kenya* (Doctoral dissertation, Maseno University).
- Antill, S., & Grenadier, S. R. (2019). Optimal capital structure and bankruptcy choice: Dynamic bargaining versus liquidation. *Journal of Financial Economics*.
- Ardalan, K. (2017). Capital structure theory: Reconsidered. *Research in International Business and Finance*, 39, 696-710.
- Avkiran, N. K. (2018). Rise of the partial least squares structural equation modeling: an application in banking. In *Partial Least Squares Structural Equation Modeling* (pp. 1-29). Springer, Cham.
- Bandyopadhyay, A., & Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 160-172.
- Claude, R. (2016). Organizational determinants, capital structure and financial performance of firms registered in Rwanda Development Board. *The International Journal Of Business & Management. ISSN*, 2321-8916.
- Dakua, S. (2019). Effect of determinants on financial leverage in Indian steel industry: A study on capital structure. *International Journal of Finance & Economics*, 24(1), 427-436.
- Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2014). Asymmetric adjustment toward optimal capital structure: Evidence from a crisis. *International Review of Financial Analysis*, 33, 226-242.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2006). Capital structure, payout policy, and financial flexibility. *Marshall school of business working paper no. FBE*, 02-06.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709.

- Djaddan, S., & Ghozali, I. (2017). The Role of Business Risk and Non Debt Tax Shields to Debt to Equity Ratio on Pharmacy Listed Companies in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 73-80.
- Elliott, R. J., & Shen, J. (2015). Dynamic optimal capital structure with regime switching. *Annals of Finance*, 11(2), 199-220.
- Esteban-Sanchez, P., de la Cuesta-Gonzalez, M., & Paredes-Gazquez, J. D. (2017). Corporate social performance and its relation with corporate financial performance: International evidence in the banking industry. *Journal of cleaner production*, 162, 1102-1110.
- Farinelli, S., & Tibiletti, L. (2016). Financial Leverage in Multi-Period Appraisal: Do ROE and APV Move in the Same Direction?. Available at SSRN 2717522.
- Galant, A., & Cadez, S. (2017). Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 30(1), 676-693.
- Garba, T., & Abubakar, B. A. (2014). Corporate board diversity and financial performance of insurance companies in Nigeria: an application of panel data approach. *Asian Economic and Financial Review*, 4(2), 257-277.
- Gartenberg, C., Prat, A., & Serafeim, G. (2019). Corporate purpose and financial performance. *Organization Science*, 30(1), 1-18.
- Giacomini, E., Ling, D. C., & Naranjo, A. (2015). Optimal Capital Structure and the Effects of Deviations from Target Leverage on REIT Return Performance.
- Gitman, L. J., Juchau, R., & Flanagan, J. (2015). *Principles of managerial finance*. Pearson Higher Education AU.
- Gonçalves, C. I. P. (2014). The Causality Effect between Capital Structure and Stock Returns using a SEM Approach-Evidence from the European Stock Market.
- Habbe, a. H. (2017). Effect of financial leverage and foreign ownership on corporate sustainability-role of corporate governance as mediator. *Qualitative and quantitative research review*, 2(3), 45-61.
- Hair Jr, J. F., Sarstedt, M., Ringle, C. M., & Gudergan, S. P. (2017). *Advanced issues in partial least squares structural equation modeling*. Sage Publications.
- Hamid, K., Usman Khurram, M., Ghaffar, W., & Jamil, M. (2017). Modeling Leverage Dynamics and Corporate Financial Policies (Empirical Evidence from Industrial Sector of Pakistan). *Wasim and Jamil, Muhammad, Modeling Leverage Dynamics and Corporate Financial Policies (Empirical Evidence from Industrial Sector of Pakistan)(February 5, 2017)*.
- Hasan, I., Kobeissi, N., Liu, L., & Wang, H. (2018). Corporate social responsibility and firm financial performance: The mediating role of productivity. *Journal of Business Ethics*, 149(3), 671-688.
- Jadi, D. M. (2015). *An empirical analysis of determinants of financial performance of insurance companies in the United Kingdom* (Doctoral dissertation, University of Bradford).
- Kabeer, M. A., & Rafique, S. (2018). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Pakistani Manufacturing Companies. *Journal of Banking and Finance*, 1(3), 1-16.

- Källum, M., & Sturesson, H. (2017). Financial leverage: The impact on Swedish companies' financial performance.
- Karam Salehi, A., & Moradi, M. (2015). The Effect of Capital Structure and Product Market Competition on the Financial Performance among the Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *European Online Journal of Natural and Social Sciences: Proceedings*, 4(1 (s)), pp-512.
- Khatoun, T., & Hossain, M. (2017). Capital Structure and Firm's Financial Performance: Evidence from Listed Cement Companies of Dhaka Stock Exchange of Bangladesh. *International Journal of Business and Statistical Analysis*, 4(01), 29-37.
- Kim, H. (2017). Further Evidence on the Existence of an Inter-and Intra-Industry Optimal Capital Structure for the KOSPI-listed Firms in the Korean Capital Market. *한국산학기술학회 논문지*, 18(6), 110-118.
- Kumar, P., & Yerramilli, V. (2017). Optimal capital structure and investment with real options and endogenous debt costs. *The Review of Financial Studies*, 31(9), 3452-3490.
- Kunga, L. K. (2015). The relationship between financial leverage and profitability of firms listed at the Nairobi securities exchange. *Unpublished MBA project*.
- Latan, H., & Noonan, R. (Eds.). (2017). *Partial least squares path modeling: Basic concepts, methodological issues and applications*. Springer.
- Lee, C. F., Liang, W. L., Lin, F. L., & Yang, Y. (2016). Applications of simultaneous equations in finance research: methods and empirical results. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(4), 943-971.
- Liu, B., Liu, Y., Peng, J., & Yang, J. (2017). Optimal capital structure and credit spread under incomplete information. *International Review of Economics & Finance*, 49, 596-611.
- Liu, X. (2018). Financial Leverage, Growth and Investment Efficiency.
- Lomp, S. A. (2015). *Optimal Capital Structure: The case of Russian Companies* (Doctoral dissertation, Saint Petersburg University, Graduate School of Management, Master in Corporate Finance Program).
- Lopez-Valeiras, E., Gomez-Conde, J., & Fernandez-Rodriguez, T. (2016). Firm size and financial performance: intermediate effects of indebtedness. *Agribusiness*, 32(4), 454-465.
- Maditinos, D., Chatzoudes, D., Tsairidis, C., & Theriou, G. (2011). The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance. *Journal of intellectual capital*.
- Maia, M. V. (2018). What does Explain the Relation between Financial Leverage and the Equity Returns. *Business Management Dynamics*, 8(5), 6.
- Matthews, L. (2017). Applying multigroup analysis in PLS-SEM: A step-by-step process. In *Partial Least Squares Path Modeling* (pp. 219-243). Springer, Cham.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American*, 1, 3.
- Modugu, K. P. (2013). Capital structure decision: An overview. *Journal of finance and bank management*, 1(1), 14-27.
- Mohamed, I. B. (2016). *Effect of financial leverage on financial performance of non financial firms listed at the nairobi securities exchange* (Doctoral dissertation, SCHOOL OF BUSINESS, UNIVERSITY OF NAIROBI).

- Mohammadi, M. R., Khaleghi, A., Badrfam, R., Alavi, S. S., Zandifar, A., Ahmadi, A., ... & Fasanghari, M. (2019). Social Capital in General Population of Tehran Province in Comparison with Other Provinces of Iran. *Journal of Iranian Medical Council*, 1(3), 124-132.
- Mohohlo, M. T., & Hall, J. H. (2018). The impact of operating leverage on the capital structure of Johannesburg Stock Exchange-listed firms before and after the 2008 global financial crisis. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 11(1), 1-10.
- Mukras, M. S. (2015). Financial leverage and performance of listed firms in a frontier market: Panel evidence from Kenya.
- Nilssen, C. M. (2014). *Determinants of Capital Structure in Listed Norwegian Firms* (Master's thesis).
- Ozkan, N., Cakan, S., & Kayacan, M. (2017). Intellectual capital and financial performance: A study of the Turkish Banking Sector. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 190-198.
- Palaniappan, G. (2017). Determinants of corporate financial performance relating to board characteristics of corporate governance in Indian manufacturing industry. *European Journal of Management and Business Economics*.
- Pandya, B. (2016). Impact of Financial Leverage on Market Value Added: Empirical Evidence from India. *Journal of Entrepreneurship, Business and Economics*, 4(2), 40-58.
- Phuong, T. T. T., & Nguyen, A. T. (2019). The Impact of Capital Structure on Firm Performance of Vietnamese Non-financial Listed Companies Based on Agency Cost Theory. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 35(2).
- Popoola, B. A. (2016). *An analysis of capital structures of listed industrial companies in South Africa* (Doctoral dissertation).
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of management Journal*, 58(5), 1546-1571.
- Qaureshi, S. U., Ahmed, M. M., & Rizwan, M. (2018). Corporate governance and dividend payout policy: mediating role of leverage. *Pakistan Journal of Social Sciences (PJSS)*, 38(1).
- 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.
- Ramadhan, A. H., Chen, J. J., Al-Khadash, H. A., & Atmeh, M. (2012). A mediating role of debt level on the relationship between determinants of capital structure and firm's financial performance. *International Research Journal of Applied Finance*, 111(1), 65-92.
- Ramli, N. A., & Nartea, G. (2016). Mediation Effects of Firm Leverage in Malaysia: Partial Least Squares-Structural Equation Modelling (PLS-SEM). *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(1), 301-307.
- Ramli, N. A., Latan, H., & Nartea, G. V. (2018). Why should PLS-SEM be used rather than regression? Evidence from the capital structure perspective. In *Partial least squares structural equation modeling* (pp. 171-209). Springer, Cham.
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148-160.

- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148-160.
- Rufus, O. A., & Ofoegbu, G. N. (2017). Impact of Capital Structure on Financial Performance of Construction and Real Estate Quoted Companies in Nigeria. *International Journal of Scientific Research and Management*, 5(9), 7163-7176.
- Serfling, M. (2016). Firing costs and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 71(5), 2239-2286.
- Shahzad, A. M., & Sharfman, M. P. (2017). Corporate social performance and financial performance: Sample-selection issues. *Business & Society*, 56(6), 889-918.
- Singh, A. K., & Bansal, P. (2016). Impact Of Financial Leverage On Firm's Performance And Valuation: A Panel Data Analysis. *Indian Journal of Accounting*, 2, 73-80.
- Singhal, S., & Ghosh, S. (2016). Returns and volatility linkages between international crude oil price, metal and other stock indices in India: Evidence from VAR-DCC-GARCH models. *Resources Policy*, 50, 276-288.
- Sodeyfi, S. (2016). Review of literature on the nexus of financial leverage, product quality, & business conditions. *Journal of Economic & Management Perspectives*, 10(2), 146-150.
- Strebulaev, I. A. (2007). Do tests of capital structure theory mean what they say?. *The Journal of Finance*, 62(4), 1747-1787.
- Tanani, M., & N. alla. (2013). Finance practices of the member companies of the stock of short-term and long-term periods. *Technical Journal of Engineering and Applied Sciences*. 3 (17): 2105-2110.
- Tangut, J. C. (2017). *Effects of financial leverage on stock returns of non-financial companies listed in the Nairobi Securities Exchange* (Doctoral dissertation, Strathmore University).
- Tuffour, K. J., & Barnor, C. (2014). The effect of financial leverage on profitability of manufacturing companies listed on the Ghana stock exchange. *Journal of Business Research*, 8(1), 56-65.
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113.
- Wen, X., & Nan, L. (2019). Financial Leverage, Information Quality, and Efficiency. *Information Quality, and Efficiency* (January 18, 2019).
- Weng, P. S., & Chen, W. Y. (2017). Doing good or choosing well? Corporate reputation, CEO reputation, and corporate financial performance. *The North American Journal of Economics and Finance*, 39, 223-240.
- Yang, C. C., Lee, C. F., Gu, Y. X., & Lee, Y. W. (2010). Co-determination of capital structure and stock returns—A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(2), 222-233.
- Zarei Mahmoudabadi, M., Keshtidar, M., & Razavi, S. M. J. (2019). The Impact of Sport Financial Sponsorship on Brand Equity and Performance: Structural Equation Modeling (SEM) Approach. *Annals of Applied Sport Science*, 0-0.
- Zeitun, R., Temimi, A., & Mimouni, K. (2017). Do financial crises alter the dynamics of corporate capital structure? Evidence from GCC countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 63, 21-33.