

## بررسی ارتباط بین عملکرد و نامتقارنی اطلاعات با ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسن قالیباف اصل<sup>۱</sup> و زهرا عبدالملکی<sup>۲</sup>

### چکیده

در این پژوهش پیر و پژوهش‌های زایتون و تیان<sup>۳</sup> بر شرکت‌های اردنی به بررسی ارتباط بین عملکرد و نامتقارنی اطلاعات با ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۷۹/۱۲/۲۹ تا ۹۱/۱۲/۲۹ پرداخته شد. با توجه به شرایط نمونه‌گیری و اعمال محدودیت‌ها شصت شرکت نمونه آماری این تحقیق را تشکیل می‌دهد. در این پژوهش از نسبت بدهی برای ساختار سرمایه به منزله متغیر مستقل و از معیار bid – Ask spread، طبق مدل ونکاتش و چیانگک، برای نامتقارنی اطلاعات و از معیارهای کیو توین، بازده سهام و P/E برای عملکرد شرکت به منزله متغیرهای وابسته استفاده شد. برای تخمین آزمون مدل از رگرسیون تلفیقی و نرم‌افزارهای اکسل و ای‌ویوز استفاده شد. نتایج نشان‌دهنده رابطه معنادار تمامی متغیرهای مستقل پژوهش با متغیر وابسته است. جمع‌بندی سه فرضیه اول نشان می‌دهد، عملکرد با ساختار سرمایه رابطه معنادار دارد. همچنین، طبق فرض چهارم بین نامتقارنی اطلاعات و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** ساختار سرمایه<sup>۴</sup>، عملکرد شرکت و نامتقارنی اطلاعاتی<sup>۵</sup>.

طبقه‌بندی موضوعی: L25، G32، D82

۱. دانشیار، عضو هیئت علمی دانشگاه الزهرا (س).

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی دانشگاه الزهرا (س).

z\_abdolmaleki66@yahoo.com.

3. Zeitun & Tian

4. Capital structure

5. Asymmetric information

## ۱- مقدمه

ساختار سرمایه و عوامل مؤثر بر آن طی چند دهه گذشته بیش از پیش توجه محققان حوزه ادبیات مالی را به خود جلب کرده است.

تصمیم‌گیری در زمینه ساختار سرمایه یکی از چالش‌برانگیزترین و مشکل‌ترین مسائل پیش روی شرکت‌هاست. ساختار سرمایه شرکت، ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام است. به عبارتی دیگر، راهکار تأمین مالی یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیریت مالی شرکت‌ها در راستای افزایش ثروت سهامداران به شمار می‌رود. پژوهشگران مختلف با ارائه مدل‌ها و نظریه‌های گوناگون در جست‌وجوی یافتن راه‌هایی برای دستیابی به ترکیبی بهینه از ساختار سرمایه هستند. بنابراین، برای سنجش میزان دستیابی به این هدف، شاخص‌های عملکرد ارزیابی می‌شود.

اهمیت پژوهش در این است که به‌طور تجربی به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که تفاوت ساختار سرمایه با عملکرد و نامتقارنی اطلاعات ارتباط دارد.

## ۲- مروری بر پیشینه پژوهش و چارچوب نظری

شیوه تأمین مالی شرکت تعیین می‌کند که ارزش آن شرکت چگونه بین سرمایه استقراضی و سرمایه مالکانه تفکیک می‌شود و عموماً هدف اصلی شرکت پیشینه کردن ثروت سهامداران است که تصمیم‌های مالی مدیران نقش مهمی در رسیدن به این هدف دارد. به عبارتی، عملکرد بالا می‌تواند باعث افزایش ثروت سهامداران و در نهایت باعث افزایش ارزش کل شرکت شود. یکی از روش‌هایی که می‌تواند عملکرد را افزایش دهد، انتخاب ساختار بهینه سرمایه و به عبارتی استفاده صحیح از ابزارهای تأمین مالی است.

### ۲-۱- پژوهش‌های خارجی

مودیلیانی و میلر<sup>۱</sup> برای اولین بار در سال ۱۹۵۸م. ساختار سرمایه را بررسی کردند. موضوع بررسی آنان این بود که آیا استفاده از بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت‌ها بر ارزش شرکت و هزینه سرمایه تأثیر می‌گذارد؟ آنان به این نتیجه رسیدند که استفاده از بدهی‌ها بر ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد و بر میانگین موزون هزینه سرمایه نیز تا حد کمی تأثیر خواهد گذاشت (مودیلیانی و میلر، ۱۹۵۸، ۲۶۱-۲۹۷).

فاما و فرنچ<sup>۱</sup> تفاوت‌های مقطعی میانگین بازده سهام بر ریسک بازار، اندازه، شرکت، اهرم مالی، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و نسبت‌های سود به قیمت (P/E) را از طریق رگرسیون بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که ریسک بازار و اندازه شرکت با میانگین بازده سهام ارتباطی ندارد؛ اما میانگین بازده سهام با ارزش دفتری اهرم مالی رابطه معکوس و با ارزش بازار اهرم مالی رابطه مستقیم دارد. فاما و فرنچ از این رابطه با عنوان «معما» یاد کرده‌اند (فاما و فرنچ، ۱۹۹۲، ۴۲۷-۴۶۰).

پادیل و پستو<sup>۲</sup> با بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های منطقه آسیای میانه به این نتیجه رسیدند که ساختار سرمایه تحت تأثیر محیط و فضایی است که شرکت‌ها در آن فعالیت دارند. به عقیده آنان و بسیاری دیگر، بحران‌های سیاسی و اقتصادی مختلف - از جمله بحران مالی ۱۹۹۷ - و فضاهای متفاوت اقتصادی و فرهنگی حاکم بر فعالیت شرکت‌ها تعیین‌کننده نوع و میزان تأثیر متغیرهای حاکم بر عملکرد شرکت‌هاست (پادیل و پستو، ۲۰۰۴، ۳۸۷-۴۰۵).

زایتون و تیان رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها را با استفاده از اطلاعات ۱۶۷ شرکت اردنی در طول سال‌های ۱۹۸۹-۲۰۰۳ بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی، نسبت کل بدهی به کل دارایی، نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی و نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام با نسبت ROA رابطه معنادار وجود دارد. آنان نشان دادند، ساختار سرمایه شرکت بر معیار عملکرد شرکت تأثیر منفی دارد. همچنین دریافتند، نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی بر معیار عملکرد شرکت (کیو توین) تأثیر مثبت دارد (زایتون و تیان، ۲۰۰۷، ۴۰-۶۱).

میولر و اسپیتز<sup>۳</sup> ارتباط بین مالکیت مدیریتی (سهام‌نگه‌داری شده توسط اعضای خانواده هیئت‌مدیره) و عملکرد شرکت‌های خصوصی متوسط و کوچک آلمانی را با آزمایش فرضیه‌های انگیزشی، تحلیل کردند. آنان در پژوهش خود بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰ از ۳۵۶ شرکت بخش خدمات که با تجارت ارتباط دارند، برای نمونه آماری استفاده کردند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد، عملکرد شرکت‌ها با درصد مالکیت مدیریتی بالای ۴۰ درصد، در حال بهبود است (میولر و اسپیتز، ۲۰۰۶، ۱۸۲).

شیجون<sup>۴</sup> در پژوهش خود رابطه بین ترکیب هیئت‌مدیره و عملکرد شرکت را بررسی کرد. نمونه پژوهش او شامل ۱۲۵۲ شرکت طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۶ بود؛ او در این پژوهش از بازده دارایی‌ها و بازده سهام به‌منزله معیارهای اندازه‌گیری عملکرد و از متغیرهای اندازه هیئت‌مدیره و

1. Fama & French  
2. Paudyal & Pescetto  
3. Muller and Spitz  
4. Shijun

درصد مدیران غیرموظف هیئت مدیره، برای اندازه گیری ترکیب هیئت مدیره استفاده کرد. نتایج نشان می دهد، بین اندازه هیئت مدیره و درصد مدیران غیرموظف با عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد (شیجون، ۲۰۰۷، ۴۰-۶۱).

براون و هایلیجیست<sup>۱</sup> رابطه بین کیفیت افشا و نامتقارنی اطلاعات را بررسی کردند. نتایج نشان می داد، کیفیت افشا به طور معکوس با نامتقارنی اطلاعات مرتبط است. همچنین، بین کیفیت افشا و میزان معامله های سهامداری که دسترسی به اطلاعات محرمانه دارند، رابطه معکوس وجود دارد. افزون بر آن، با توجه به اینکه هزینه سرمایه با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می یابد، شرکت های با کیفیت افشای بیشتر، هزینه سرمایه پایین تری دارند (براون و هایلیجیست، ۲۰۰۷، ۴۴۳-۴۷۷).

لخال<sup>۲</sup> به بررسی اثر اعلان سودهای فصلی بر واکنش قیمت سهام حجم مبادلات و اثر نسبی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش پرداخت که شاخصی برای نامتقارنی اطلاعات و نقدینگی بازار است. نتایج نشان می دهد، پس از اعلان سودهای فصلی، نامتقارنی اطلاعات کاهش می یابد (لخال، ۲۰۰۸، ۶۰-۷۵).

ایمان<sup>۳</sup> و همکاران در پژوهش خود مبنی بر افشای اختیاری و نقدینگی بازار به این نتیجه دست یافتند که با افزایش سطح افشای شرکت ها، شکاف قیمت پیشنهادی عرضه و تقاضا کاهش می یابد که این عاملی در افزایش حجم مبادله های سهام در بازار است و در اصطلاح به آن «نقدینگی بازار» گفته می شود (ایمان و همکاران، ۲۰۰۹، ۲۸۵-۳۰۹).

بهااتاچاریا<sup>۴</sup> و همکارانش در پژوهشی رابطه میان کیفیت سود و نامتقارنی اطلاعات را بررسی کردند؛ نتایج پژوهش بدین صورت بود که کیفیت پایین سود، به افزایش نامتقارنی اطلاعات در بازارهای مالی منجر می شود (بهااتاچاریا و همکارانش، ۲۰۱۰).

## ۲-۲- پژوهش های داخلی

در رابطه با تأثیر عوامل مختلف روی ساختار سرمایه شرکت های بورس اوراق بهادار پژوهش های گوناگون انجام شده است.

اما در راستای این پژوهش، سلیدنژاد فهیم از طریق ضریب همبستگی پیرسون و ضریب همبستگی اسپیرمن در سطح ۹۵ درصد رابطه بین نسبت بدهی با سود و بازده دارایی ها را بررسی

---

1. Brown and Hillegiest  
2. Lakhali  
3. Ayman  
4. Bhattacharya

کرد و به این نتیجه رسید که در صنعت غذایی و آشامیدنی بین نسبت بدهی با EAT رابطه معکوس وجود دارد. در صنعت وسایل نقلیه بین نسبت بدهی با معیارهای عملکرد مالی به ویژه ROA رابطه معکوس وجود دارد. در صنعت ماشین آلات و تجهیزات بین نسبت بدهی با EAT و به ویژه ROA رابطه معکوس وجود دارد (سیدنژاد فهیم، ۱۳۸۱).

نمازی و شیرزاده تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در صنایع مختلف با استفاده از رگرسیون ساده و ضریب همبستگی آزمون کردند. آنان به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت رابطه مثبت وجود دارد، اما این رابطه از نظر آماری در حد ضعیف است؛ رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری به صنعت نیز بستگی دارد و ساختار بهینه سرمایه را می‌توان در صنایع گوناگون تعیین کرد. در این پژوهش، از نسبت بدهی به عنوان معیار ساختار سرمایه استفاده شده است (نمازی و شیرزاده، ۱۳۸۴، ۹۵-۷۵).

حسن پوربهبادی از طریق رگرسیون چندگانه به بررسی رابطه بین تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات ارزش شرکت طی سال‌های ۸۷-۸۲، برای ۴۷ شرکت از چهار صنعت خودرو و ساخت قطعات، کانی غیرفلزی، دارویی و مواد غذایی پرداخت و به این نتیجه رسید که تأثیر تغییرات سرمایه بر ارزش شرکت در بین صنایع منتخب یکسان نیست. همچنین، در بیشتر موارد بین تغییرات نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و تغییرات ارزش شرکت در صنایع منتخب رابطه معنادار وجود ندارد (حسن پوربهبادی، ۱۳۸۴).

محمدی (۱۳۸۴) از طریق داده‌های پنج صنعت بزرگ (۷۵ شرکت)، طی سال‌های ۸۲-۷۶ عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که ساختار دارایی‌ها (نسبت دارایی ثابت به مجموع دارایی‌ها)، سودآوری و نقدینگی جزء عواملی هستند که ارتباط معناداری با ساختار سرمایه دارند و دو متغیر رشد سودآوری و رشد فروش با ساختار سرمایه ارتباط ضعیفی دارد (محمدی، ۱۳۸۴).

ستایش و همکاران به تعیین رابطه بین مجموعه‌ای از متغیرهای کلان اقتصادی، شامل حجم نقدینگی، واردات، صادرات و تولید ناخالص دارایی و ساختار سرمایه (متغیر وابسته که از تقسیم کل بدهی شرکت به دارایی‌ها بر اساس ارزش دفتری محاسبه شده است) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند که اطلاعات مربوط به دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۰ برای ۱۱۹ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد توجه قرار دادند. نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر نبود رابطه معنادار بین صادرات با ساختار سرمایه و وجود رابطه معنادار بین

حجم نقدینگی، واردات و تولید ناخالص داخلی با ساختار سرمایه در بازار سرمایه تهران بود (ستایش و همکاران، ۱۳۸۹).

پژوهش‌های ستایش و کاشانی‌پور (۱۳۸۹) بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و مالکیت نهادی در کنار سایر عوامل مؤثر بر این رابطه در بورس اوراق بهادار تهران است. سایر عوامل شامل درصد سود نقدی سهام، سودآوری، ریسک تجاری، ساختار دارایی‌ها، نقدینگی، رشد و اندازه شرکت‌هاست. نتایج نشان می‌دهد، تمام عوامل در سطح کل شرکت‌ها به جز درصد مالکیت نهادی از عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه بوده‌اند. این در حالی است که نتایج در صنایع مختلف شیمیایی، فلزی، غذایی، کانی غیرفلزی، کاشی و سرامیک، مواد و دارویی با یکدیگر متفاوت بوده‌اند (ستایش و کاشانی‌پور، ۱۳۸۹، ۷۴-۵۷).

نیکبخت و پیکانی در پژوهش‌های خود رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد (P/E و Q توبین) شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در نهایت، مشخص شد بین ساختار سرمایه و نسبت کیو توبین همبستگی چندگانه ۰/۳۷۹ وجود دارد و بین ساختار سرمایه و نسبت P/E این همبستگی ۰/۲۲۴ است. همچنین، مشخص شد بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد رابطه معنادار وجود ندارد (نیکبخت و پیکانی، ۱۳۸۹، ۷۶-۵۷).

قدیری مقدم و اسدیان تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه را بررسی کردند. از طریق ضریب همبستگی پیرسون و تحلیل رگرسیون چند متغیره، معناداری بین نسبت آئی، نسبت پوشش بهره، رشد سود و اندازه شرکت که متغیرهای مستقل تحقیق بودند و نسبت بدهی که متغیر وابسته تحقیق بود، آزمون شد؛ نتایج حاکی از آن است که رابطه منفی معنادار میان نسبت آئی و نسبت بدهی در سطح معناداری ۱٪ و همچنین میان نسبت پوشش بهره و نسبت بدهی در سطح معناداری ۵٪ وجود دارد و میان رشد سود و اندازه شرکت و نسبت بدهی رابطه معنادار وجود ندارد (قدیری مقدم و اسدیان، ۱۳۸۹، ۱۵۵-۱۷۶).

یحیی زاده‌فر و همکاران در بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه به این نتیجه رسیدند که بین فرصت‌های رشد (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری) و ساختار سرمایه، رابطه منفی و معناداری وجود دارد (یحیی زاده‌فر و همکاران، ۱۳۸۹، ۱۲۳-۱۳۸).

اسدی و همکاران رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت نود شرکت منتخب در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند که نتایج آن نشان می‌دهد، بین ساختار سرمایه (اهرم) و

ساختار مالکیت شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد؛ هرچند نوع رابطه معکوس است (اسدی و همکاران، ۱۳۹۰، ۴۸-۲۹).

توتاخانه در پژوهش خود رابطه میان عملکرد شرکت و برخی ویژگی‌های هیئت‌مدیره، مانند دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره را برای دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ بررسی کرد. نتایج بررسی حاکی از آن است که بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل با عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود ندارد (توتاخانه، ۱۳۸۷).

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) در پژوهشی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آنان نشان می‌دهد، بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه معنادار و منفی وجود دارد؛ درحالی‌که بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معنادار و مثبت وجود دارد. مالکیت مدیریت به صورت معنادار و منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد. در کل، بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷، ۸۳-۱۰۰).

حاجی‌پور و کرد (۱۳۹۰) در پژوهش خود آثار یادگیری سازمانی و نوآوری را بر عملکرد مالی شرکت بررسی کردند. تحلیل‌ها نشان می‌دهد، یادگیری سازمانی و نوآوری بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثر مستقیم دارد. ضمن اینکه مشخص شد، یکی از منابع خارجی قابل اتکا برای یادگیری و نوآوری خارجی شرکت‌ها پیمان راهبردی است. به طوری که تشکیل پیمان‌های راهبردی باعث بهبود روابط بین یادگیری سازمانی، نوآوری و عملکرد مالی می‌شود (حاجی‌پور و کرد، ۱۳۹۰، ۱۴۱-۱۶۶).

کازمی و محمدنژاد در پژوهش خود رابطه بین مالکیت نهادی با نامتقارنی اطلاعات و عملکرد مالی شرکت‌ها را بررسی کردند. نمونه‌ای مشتمل بر شصت شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ مطالعه شدند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، بین مالکیت سهامداران نهادی و نامتقارنی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به گونه‌ای که هرچه میزان مالکیت نهادی افزایش یابد، ارائه اطلاعات به دست مدیران شرکت به افراد مرتبط در بازار نیز افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر، افزایش مالکیت نهادی باعث کاهش نامتقارنی اطلاعات می‌شود که این امر موجب کارایی بازار از نظر اطلاعات خواهد شد. در این پژوهش، مالکیت سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام تأیید شده است که رابطه مثبتی با عملکرد مالی شرکت‌ها دارد (کازمی و محمدنژاد، ۱۳۹۰، ۱۱۰-۱۲۸).

قائم‌ی و وطن‌پرست نقش اطلاعات حسابداری را در کاهش نامتقارنی اطلاعات در بورس

اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد، طی دوره مطالعه بین سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران نامتقارنی اطلاعات وجود دارد؛ این امر در دوره‌های قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره‌های بعد از اعلان سود است (قائم‌ی، وطن‌پرست، ۱۳۸۴، ۸۵-۱۰۳).

در پژوهش کاشانی‌پور و مؤمنی یانسری نقش نامتقارنی اطلاعات در تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌ها از طریق بسط مدل راجان و زینگالس و با استفاده از داده‌های حاصل از شصت نمونه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر آن است که بین نامتقارنی اطلاعات با نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی به کل دارایی و نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ در حالی که رابطه معناداری بین نامتقارنی اطلاعات با نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی وجود ندارد (کاشانی‌پور و مؤمنی یانسری، ۱۳۸۸).

قائم‌ی و همکاران تکثیر اعلان سودهای فصلی را بر نامتقارنی اطلاعات بازار بررسی کردند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد، در طول دوره تحقیق پس از اعلان سودهای فصلی، نامتقارنی اطلاعات کاهش زیادی نداشته است. این نتیجه با در نظر گرفتن نوع اعلان سودهای فصلی و دوره زمانی گزارش سودهای میان‌دوره‌ای تغییر نمی‌کند (قائم‌ی و همکاران، ۱۳۸۹، ۳۱-۵۰).

احمد پورکاسگری و عجم در پژوهشی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و نامتقارنی اطلاعات را در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج حاکی از آن است که کیفیت اقلام تعهدی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر معناداری بر میزان نامتقارنی اطلاعات ندارد (پورکاسگری و عجم، ۱۳۸۹، ۱۰۷-۱۲۴).

قربانی و عدیلی نیز رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را در وضعیت نامتقارنی اطلاعات بررسی کردند. نتایج پژوهش بیانگر این است که در وضعیت نامتقارنی اطلاعات بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت، رابطه معکوس معناداری وجود دارد. یافته‌ها مؤید نظریه جریان نقدی آزاد است (قربانی و عدیلی، ۱۳۹۱، ۱۳۱-۱۴۹).

رحیمیان و همکاران به بررسی ارتباط بین کیفیت سود و نامتقارنی اطلاعات پرداختند. نتایج نشان داد، بین میزان کیفیت سود و نامتقارنی اطلاعات ارتباط معناداری وجود دارد و کاهش کیفیت سود منجر به افزایش نامتقارنی اطلاعات می‌شود. همچنین، نامتقارنی اطلاعات در دوره قبل از اعلان سود نسبت به دوره پس از اعلان سود بیشتر است (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۱، ۱۵۷-۱۸۱).



## ۱. فرضیه‌های پژوهش

### ۱-۱. فرضیه‌های مربوط به رابطه عملکرد و ساختار سرمایه

- ۱- بین P/E و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲- بین Q توبین و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳- بین بازده سهام و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

### ۲-۳. فرضیه مربوط به نامتقارنی اطلاعات

بین نامتقارنی اطلاعات و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

## ۲. روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که سهام آن‌ها از تاریخ ۷۹/۱۲/۲۹ تا تاریخ ۹۱/۱۲/۲۹ در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده است. روش نمونه‌گیری در این پژوهش از نوع قضاوتی است، نمونه‌برداری قضاوتی مستلزم انتخاب آزمودنی‌هایی است که برای اطلاعات مورد نیاز بهترین شرایط را دارند. با توجه به شرایط زیر نمونه انتخاب شد:

۱. تا پایان اسفند سال ۷۹ در بورس پذیرفته شده باشند.
  ۲. به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
  ۳. طی دوره‌های مورد نظر تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
  ۴. بیش از ۵۰ درصد روزهای معاملاتی شاخص کل بازار معامله داشته باشد.
  ۵. به منظور همگن بودن اطلاعات، جز شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).
  ۶. دسترسی لازم به قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش روزانه و همچنین سایر اطلاعات مالی آن‌ها طی دوره بررسی وجود داشته باشد.
  ۷. ارزش دفتری شرکت (حقوق صاحبان سهام شرکت) منفی نباشد.
  ۸. شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته باشد و سهام آن معامله شده باشد. پس از حذف شرکت‌هایی که شرایط بالا را نداشتند، تعداد نمونه به شصت شرکت رسید.
- روش کتابخانه‌ای: از این روش برای جمع‌آوری اطلاعات در زمینه ادبیات و پیشینه پژوهش استفاده شد، به این ترتیب که با مطالعه کتاب‌ها، مقالات و پژوهش‌های دیگر پژوهشگران اطلاعات لازم گردآوری شد.
- روش اسنادی: برای محاسبه متغیرهای پژوهش از اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار، شامل ترازنامه، سود و زیان، نسبت‌های مالی و ... در قالب لوح‌های فشرده و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده شد.  
برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از رگرسیون تلفیقی استفاده شد.

### ➤ متغیرهای پژوهش:

#### متغیرهای وابسته:

۱. **عملکرد مالی:** مطالعات تجربی گذشته نشان می‌دهد، عملکرد یک سازه چندبعدی است و باید با چندین معیار اندازه‌گیری شود. در این پژوهش ترکیبی از اطلاعات حسابداری و بازار برای ارزیابی عملکرد به کار می‌رود که شامل نسبت Q تووین و نسبت قیمت به سود (P/E) و بازده سهام است.
- **شاخص Q تووین:** شاخصی است که از اصلاح نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حاصل شده است و یکی از معیارهای سنتی سنجش ارزش بازار شرکت است. این شاخص از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Market value of equity} + \text{Book value of debt}}{\text{Book value of assets}}$$

- **نسبت قیمت به سود (P/E):** برای محاسبه Price / EPS آخرین قیمت روز سهام شرکت به سود هر سهم آن تقسیم می‌شود.
  - **بازده سهام:** بازده سهام به‌طور ساده معادل با درصد «افزایش قیمت سهام و سود سهام دریافتی» به قیمت سهام در ابتدای دوره محاسبه می‌شود؛ ولی در صورتی که قیمت پایان سال یک سهم، نشان‌دهنده خالص تغییرات در ثروت یک سهامدار نباشد، این محاسبه باید به نحو مناسب تعدیل شود.
- بازده سهام در مطالعات متمرکز بر بورس اوراق بهادار تهران، به‌طور عمده با استفاده از فرمول‌های زیر حساب شده است:

$$\text{سهام جایزه} + \text{حق تقدم} + \text{DPS} + (\text{قیمت روز} - \text{قیمت پایه}) = \frac{\text{بازدهی بدون احتساب آورده}}{\text{قیمت پایه}}$$

$$\text{سهام جایزه} + \text{حق تقدم} + \text{DPS} + (\text{قیمت روز} - \text{قیمت پایه}) = \frac{\text{بازدهی با احتساب آورده}}{(\text{درصد افزایش سرمایه از محل آورده} \times 1000) + \text{پایه قیمت}}$$

- **نامتقارنی اطلاعات:** برای سنجش نامتقارنی اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، مدلی را به کار برده‌اند

که ونکاتش و چنانگ برای تعیین دامنه پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی کرده‌اند (Spread). گفتنی است، بزرگی معیار Spread برای تفکیک سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه به کار می‌رود و هر چه عدد محاسبه شده بزرگ تر باشد، نامتقارنی اطلاعات بین سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه بیشتر است.

مدل یادشده به شرح زیر است:

$$SPREAD_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{(Ask_{id} - Bid_{id})}{(Ask_{id} + Bid_{id})/2}$$

که در آن:

SPREAD = دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

t = سال مورد بررسی

i = شرکت مورد بررسی

$D_{it}$  = تعداد روزهایی از سال t است که در آن آخرین قیمت پیشنهادی خرید روزانه و آخرین قیمت پیشنهادی فروش روزانه برای سهام شرکت i در دسترس باشد.

ASK PRICE (AP) = میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت I در دوره t

BID PRICE (BP) = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت I در دوره t

طبق مدل بالا هر چه دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگ تری باشد، نامتقارنی اطلاعات بیشتر است. در آزمون فرضیه‌ها، قدر مطلق عدد حاصل از این مدل استفاده می‌شود.

### متغیر مستقل اصلی

➤ **ساختار سرمایه:** در این پژوهش اهرم مالی نماینده نوع ساختار سرمایه است. این متغیر کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های پایان دوره تعریف شده است.

### متغیرهای مستقل کنترلی

۱. **اندازه:** برای سنجش اندازه شرکت از معیارهای متفاوتی استفاده می‌شود که در این پژوهش با لگاریتم طبیعی دارایی‌های کل شرکت سنجیده شده است.
۲. **قابلیت مشاهده دارایی‌ها:** با استفاده از نسبت دارایی‌های ثابت مشهود که از تقسیم دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها به دست می‌آید، سنجیده می‌شود.
۳. **نسبت سودآوری:** از نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) برای سنجش نسبت سودآوری شرکت استفاده شده است که از تقسیم سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

### یافته‌های پژوهش:

آمار توصیفی متغیرها به شرح جدول ۱ است:

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	میانگین	میان	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی
اهرم مالی	۰.۶۵	۵.۰۶۵۰۰۰	۳۲.۱۹۴۲۹	۱۵.۴۴۹۵۴	۲۵۴.۲۶۹۶
کیو توپین	1425988.52	۹.۰۵۰۰۰۰	۱۰.۳۵۲۶۳	۰.۹۹۵۸۸۲	۵۸۲۰۶۴۰
نسبت قیمت به سود	7.53	۰.۶۶۰۰۰۰	۰.۱۶۶۵۰۳	-۰.۵۲۶۵۲۵	۲.۹۵۰۴۴۷
بازده سهام	23.25	۱۳۸۷۰۰۰	۱.۳۳۲۹۹۷	۰.۷۴۱۶۷۶	۳۸۷۶۳۳۷
نامتقارنی اطلاعات	0.391072	۰.۱۹۰۰۰۰	۰.۱۷۶۷۲۱	۱.۳۴۴۰۷۰	۴.۶۶۳۶۴۰
اندازه	13.46	۱۱.۴۵۵۰۰	۴۵۸۳۰۲۳	۴.۴۷۱۵۵۹	۳۵.۰۶۷۸۴
قابلیت مشاهده دارایی‌ها	0.2165	۰.۲۴۰۰۰۰	۰.۴۹۵۰۹۸	۱.۴۲۳۹۸۶	۵.۳۸۶۳۴۲
نرخ بازده دارایی‌ها	۱۵.۹۶	۵۰۵۰۴۶.۴	۶۴۸۸۳۰.۳	۲.۱۲۳۷۷۳	۸.۵۳۳۵۸۵

### آزمون مانایی متغیرها

در تمامی آزمون‌ها، فرضیه آماری به صورت زیر است:

$H_0$ : متغیرها نامانا هستند

$H_1$ : متغیرها مانا هستند

جدول ۲: نتایج آزمون دیکی - فولر تعمیم یافته برای متغیرها

نام متغیر	P-Value	نتیجه فرضیه
اهرم مالی	۰.۰۰۰۰	مانایی در سطح (I(۰))
کیو توپین	۰.۰۰۰۰	مانایی در سطح (I(۰))
نسبت P/E	۰.۰۲۰۴	مانایی در سطح (I(۰))
بازده سهام	۰.۰۰۰۰	مانایی در سطح (I(۰))
نامتقارنی اطلاعات	۰.۰۰۰۰	مانایی در سطح (I(۰))
اندازه	۰.۰۰۰۰	مانایی در سطح (I(۰))
قابلیت مشاهده دارایی‌ها	۰.۰۰۰۰	مانایی در سطح (I(۰))
سودآوری	۰.۰۰۰۰	مانایی در سطح (I(۰))

در جدول فوق P-Value آزمون برای هر متغیر آورده شده است. به دلیل اینکه در تمامی شاخص‌ها

این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، با احتمال ۹۵٪ می‌توان گفت که تمام متغیرهای پژوهش ماناست.

### آزمون فرضیه‌ها

#### آزمون فرضیه اول (رابطه بین نسبت P/E و ساختار سرمایه)

قبل از تخمین مدل باید آزمون اثرات ثابت انجام شود.

#### آزمون اول: آزمون (زایدبودن) اثرات ثابت

این آزمون، به بررسی معناداربودن اثرات مقاطع می‌پردازد و فرضیه‌های آن به این شرح است:

$H_0$ : اثرات مقطع‌ها زاید هستند (سازگاری رگرسیون تلفیقی)

$H_1$ : اثرات مقاطع معنادار هستند (سازگاری مدل اثرات ثابت یا تصادفی)

#### جدول ۳: نتایج آزمون اثرات ثابت

نتیجه فرضیه	P-Value	آماره آزمون
سازگاری رگرسیون تلفیقی	۱.۰۰۰۰	اف
سازگاری رگرسیون تلفیقی	۱.۰۰۰۰	خی دو

با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون بیش از ۰/۰۵ باشد در سطح معناداری ۹۵٪ می‌توانیم سازگاری رگرسیون تلفیقی را نتیجه گرفت و نیازی به ادامه برای تخمین مدل با استفاده از مدل اثرات ثابت یا تصادفی نخواهد بود.

#### جدول ۴: نتایج آزمون رگرسیون تلفیقی

تی آماری	P-Value	ضریب رگرسیونی	نام متغیر
۴.۲۰	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۲	ساختار سرمایه
۴.۳۸	۰.۰۰۰۰	۰.۰۱	قابلیت مشاهده دارایی‌ها
۴.۴۳	۰.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۲	اندازه
-۰.۳۰	۰.۰۰۰۰	E-06۱.۰۵۲	سودآوری
۸.۲۱	۰.۰۰۰۰	۰.۷۲	AR(1)
۲.۷۴	۰.۰۰۰۰	۰.۲۶	AR(2)
	۲.۲۵		آماره دوربین واتسون
	۰.۴۳۳۵۰۷		Adjusted R-squared

❖ چون P-value صفر شده است، پس رابطه معنادار است و چون علامت ضریب رگرسیون مثبت

است، پس رابطه مستقیم وجود دارد. در نتیجه نسبت P/E با ساختار سرمایه رابطه مستقیم دارد.

❖ همان‌گونه که گلیسون به این نتیجه رسیده بود که اندازه شرکت تأثیر مثبت و معناداری

روی عملکرد شرکت دارد، با توجه به مقدار صفر P-value و ضریب رگرسیون مثبت،

نسبت P/E با متغیر کنترل اندازه رابطه معنادار و مستقیم دارد. رابطه P/E با متغیر Tangibility (قابلیت مشاهده دارایی‌ها) نیز معنادار و مستقیم است؛ ولی با توجه به علامت ضریب رگرسیون که منفی است، با متغیر کنترل سودآوری (ROA) رابطه معنادار و منفی دارد.

### آزمون فرضیه دوم (رابطه بین Q توپین و ساختار سرمایه)

همانند فرضیه قبل، ابتدا آزمون (زائدبودن) اثرات ثابت انجام می‌شود که نتایج آن به شرح زیر است:

جدول ۵: نتایج آزمون اثرات ثابت

نتیجه فرضیه	P-Value	آماره آزمون
سازگاری رگرسیون تلفیقی	۱.۰۰۰۰	F
سازگاری رگرسیون تلفیقی	۱.۰۰۰۰	Chi- square

با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون بیش از ۰/۰۵ باشد در سطح معناداری ۹۵ درصد می‌توان سازگاری رگرسیون تلفیقی را نتیجه گرفت و برای ادامه تخمین مدل با استفاده از مدل اثرات ثابت یا تصادفی نیازی نخواهد بود.

جدول ۶: نتایج آزمون رگرسیون تلفیقی

t-Statistic	P-Value	ضریب رگرسیونی	نام متغیر
-۲۰.۶۸۵۲۷	۰.۰۰۰۰	-۰.۰۳۶	ساختار سرمایه
-۳۱.۲۸۵۰۲	۰.۰۰۰۰	-۱۶.۵۴	قابلیت مشاهده دارایی‌ها
-۱۲.۳۵۳۱۰	۰.۰۰۰۰	-۰.۰۱	اندازه
۲۰.۸۰۴۵۸	۰.۰۰۰۰	۰.۷E-۷.۲۳	سودآوری
۱۳۹.۳۴۷۷	۰.۰۰۰۰	۰.۷۴	AR(1)
۲۶.۷۰۷۱۲	۰.۰۰۰۰	۰.۱۳	AR(2)
	۲.۱۳	آماره دوربین واتسون	
	۰.۵۶	Adjusted R-squared	

- ❖ با توجه به نتایج آزمون، بین Q توپین و ساختار سرمایه رابطه معنادار و منفی وجود دارد.
- ❖ همچنین نسبت Q توپین با متغیرهای قابلیت مشاهده دارایی و اندازه، رابطه معنادار و منفی دارد و با متغیر سودآوری رابطه معنادار و مثبت دارد.

### آزمون فرضیه سوم (رابطه بین بازده و ساختار سرمایه)

جدول ۷: نتایج آزمون اثرات ثابت

نتیجه فرضیه	P-Value	آماره آزمون
سازگاری رگرسیون تلفیقی	۱.۰۰۰۰	F
سازگاری رگرسیون تلفیقی	۱.۰۰۰۰	Chi-square

با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون بیش از ۰/۰۵ باشد در سطح معناداری ۹۵ درصد می‌توان سازگاری رگرسیون تلفیقی را نتیجه گرفت و برای ادامه تخمین مدل با استفاده از مدل اثرات ثابت یا تصادفی نیازی نخواهد بود.

جدول ۸: نتایج آزمون رگرسیون تلفیقی

t-Statistic	P-Value	ضریب رگرسیونی	نام متغیر
-۱۴.۹۳۶۷۹	۰۰۰۰.۰	-۰.۰۰۱	ساختار سرمایه
۲۰.۱۹۱۱۷	۰۰۰۰.۰	۰.۳۳	قابلیت مشاهده دارایی‌ها
-۱۰.۵۲۷۲۴	۰۰۰۰.۰	۰.۰۰۰۲	اندازه
-۴۵.۲۴۴۸۸	۰۰۰۰.۰	۰۸E-۴.۶۱-	سودآوری
۱۶۷.۷۶۶۰	۰۰۰۰.۰	۰.۹۳	AR(1)
۱۳.۴۱۴۳۵	۰۰۰۰.۰	۰.۰۷	AR(2)
	۱.۹۵	آماره دوربین واتسون	
	۰.۹۶	Adjusted R-squared	

- ❖ با توجه به نتایج آزمون بین بازده و ساختار سرمایه رابطه منفی و معنادار وجود دارد.
- ❖ با توجه به نتایج آزمون رابطه بین بازده با قابلیت مشاهده دارایی‌ها معنادار و مثبت است، اما رابطه بازده با متغیر اندازه و سودآوری معنادار و منفی است.

### آزمون فرضیه چهارم: (بررسی رابطه بین نامتقارنی اطلاعات و ساختار سرمایه)

جدول ۹: نتایج آزمون اثرات ثابت

نتیجه فرضیه	P-Value	آماره آزمون
سازگاری رگرسیون تلفیقی	۰۰۰۰.۱	F
سازگاری رگرسیون تلفیقی	۰۰۰۰.۱	Chi-square

جدول ۱۰: نتایج آزمون رگرسیون تلفیقی

نام متغیر	ضریب رگرسیونی	P-Value	t-Statistic
ساختار سرمایه	۰.۰۰۲	۰۰۰۰.۰	۲۰.۷۸۷۱۰
قابلیت مشاهده دارایی‌ها	۰.۳۶	۰۰۰۰.۰	۸.۶۷۴۵۹۶
اندازه	۰.۰۰۰۲	۰۹۹۰.۰	۱.۶۴۹۸۰۳
سودآوری	-۰.۲۸۲-۰.۷E	۰۰۰۰.۰	-۲۰.۱۹۴۵۱
AR(1)	۰.۹۱	۰۰۰۰.۰	۶۲.۱۴۲۱۴
AR(2)	۰.۰۳۴	۰۰۰۰.۰	۴.۸۳۵۲۹
آماره دوربین واتسون		۱.۷۹	
Adjusted R-squared		۰.۱۹۴۸۹۸	

❖ با توجه به نتایج آزمون بین نامتقارنی اطلاعات و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

❖ نامتقارنی اطلاعات با متغیر کنترل قابلیت مشاهده دارایی‌ها رابطه معنادار و مثبتی دارد و با متغیر سودآوری رابطه معنادار و منفی دارد ولی با متغیر اندازه رابطه معنادار ندارد.

### ۳. بحث و نتیجه‌گیری

فرضیه‌های آزمون شامل چهار فرضیه بود که پس از آزمون، نتایج نشان‌دهنده رابطه معنادار تمامی متغیرهای مستقل پژوهش با متغیر وابسته است. جمع‌بندی سه فرضیه اول به رابطه بین عملکرد و ساختار سرمایه مربوط است که نشان می‌دهد، عملکرد با ساختار سرمایه رابطه معنادار دارد. به طور کلی در فرضیه اول رابطه مثبت وجود دارد. یعنی، بین نسبت P/E با ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. در فرضیه‌های دوم و سوم رابطه منفی حاکم است؛ یعنی بین Q تویین و بازده سهام با ساختار سرمایه رابطه معنادار و منفی وجود دارد. همچنین طبق فرض چهارم بین نامتقارنی اطلاعات و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

نکته حائز اهمیت در پژوهش، سازگاری رگرسیون تلفیقی در تمام مدل‌هاست که با وجود این نیازی نیست تخمین مدل‌ها به روش اثرات ثابت و تصادفی انجام شود.

این نتایج مطابق با یافته‌های زایتون و تیان (۲۰۰۷) است که نشان دادند، ساختار سرمایه شرکت با معیار عملکرد رابطه معنادار و منفی دارد. همچنین نتایج با یافته‌های سیدنژاد فهیم (۱۳۸۱) که به نتیجه رسید در صنعت وسایل نقلیه و ماشین‌آلات نسبت بدهی با معیارهای عملکرد مالی رابطه معکوسی دارد نیز همسوست. پژوهش کاشانی پور و مؤمنی یانسری (۱۳۸۸) که به نتیجه رسیدند



بین نامتقارنی اطلاعات با ساختار سرمایه رابطه مثبت وجود دارد، با نتایج این تحقیق سازگار است. اما یافته‌های نیکبخت و پیکانی (۱۳۸۹) که ثابت کردند بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد رابطه معنادار وجود ندارد، با نتایج این پژوهش تطبیق ندارد. همچنین، یافته‌های این تحقیق با پژوهش مارگاریتس و پسیلاکی<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) که دریافتند اثر عملکرد را بهبود می‌بخشد نیز سازگاری ندارد.

محدودیت‌های این پژوهش برای آگاهی دیگر محققان و اجرای بهتر آزمون‌های آتی به شرح زیر است:

➤ پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های مربوط به شصت شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی به علت ماهیت خاص فعالیت آن‌ها، از جامعه آماری کنار گذاشته شده‌اند. بنابراین، نتایج به دست آمده قابلیت تعمیم به تمامی شرکت‌ها را ندارد.

➤ به علت محدودیت زمانی و حجم گسترده داده‌ها و متغیرهای محاسبه‌شده در این بررسی، کنترل تمام متغیرهای اثرگذار ممکن نبود.

در بطن پژوهش، پیشنهادهایی شکل می‌گیرد که ما آن‌ها را به دلیل وجود محدودیت‌های پژوهش به محققان بعدی واگذار می‌کنیم. این پیشنهادها عبارت‌اند از:

➤ برای اندازه‌گیری متغیرها از معیارهای دیگری استفاده شود. مثلاً در این پژوهش Q توپین، P/E و بازدهی به منزله معیار عملکرد مالی استفاده شد که پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی عملکرد مالی با استفاده از سایر معیارهای موجود اندازه‌گیری و رابطه آن با ساختار سرمایه شرکت‌ها بررسی شود.

➤ مدل‌های این پژوهش برای تمام صنایع عضو نمونه آماری به صورت یکجا برآورد شده‌اند. از این رو، پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی هر یک از مدل‌های این پژوهش برای صنایع مختلف به تفکیک برآورد شود.

➤ بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی، تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر روی روابط ساختار سرمایه با عملکرد و نامتقارنی اطلاعات شرکت‌ها.

➤ تکرار این پژوهش با در نظر گرفتن تأثیر مسائل سیاسی و انتخابات بر عملکرد شرکت‌ها.

➤ با توجه به مباحث مربوط به عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه و وجود محدودیت قانونی در انتشار اوراق قرضه و همچنین بالابودن نرخ بهره بانکی در کشور ما این موارد می‌تواند بر ساختار سرمایه تأثیر بگذارد.

## منابع و مأخذ

۱. اسدی، غلامحسین؛ مهدی، شاپور؛ خرم، اسماعیل. (۱۳۹۰). «رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت». *مجله دانش حسابداری*، سال دوم، شماره ۴، ۲۹-۴۸.
۲. احمد پورکاسگری، احمد؛ عجم، مریم. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه بررسی اوراق بهادار*، شماره ۱۱، سال سوم، ۱۰۷-۱۲۴.
۳. توتاخانه، بهنام. (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین ترکیب هیئت‌مدیره با عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، تهران: دانشگاه شهید بهشتی.
۴. حاجی پور، بهمن؛ کرد، مرتضی. (۱۳۹۰). «اثرات پیمان‌های راهبردی بر روابط بین یادگیری سازمانی، نوآوری و عملکرد مالی شرکت». *مطالعات مدیریت بهبود و تحول*، سال بیست‌ویکم، شماره ۶۴، ۱۴۱-۱۶۶.
۵. حسن پور بهابادی، داود. (۱۳۸۴). «بررسی ارتباط بین تغییرات ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.
۶. رحیمیان، نظام‌الدین؛ همتی، حسن؛ سلیمانی فرد، ملیحه. (۱۳۹۱). «بررسی ارتباط بین کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مجله دانش حسابداری*، سال سوم، شماره ۱۰، ۱۵۷-۱۸۱.
۷. ستایش، محمدحسین؛ کاشانی پور، فرهاد. (۱۳۸۹). «بررسی عوامل مؤثر بر سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *تحقیقات مالی*، دوره ۱۲، شماره ۳۰، ۵۷-۷۴.
۸. ستایش، محمدحسین؛ کریمی، لیلا؛ کریمی، زهره. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». دانشگاه شیراز.
۹. سیدنژاد فهیم، سیدرضا. (۱۳۸۱). «بررسی رابطه بین نسبت بدهی با سود و بازده دارایی‌ها». پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده علوم انسانی.
۱۰. قائمی، محمدحسین؛ رحیم‌پور، محمد؛ نوذری، روح‌اله؛ روحی، بهزاد. (۱۳۸۹). «اعلان سودهای فصلی و عدم تقارن اطلاعاتی». *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، دوره دوم، شماره دوم، پیاپی ۳/۵۹، ۳۱-۵۰.
۱۱. قائمی، محمدحسین و وطن‌پرست، محمدرضا. (۱۳۸۴). «بررسی نقش اطلاعات حسابداری در

- کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۴۱، ۸۵-۱۰۳.
۱۲. قدیری مقدم، ابوالفضل؛ اسدیان، فاطمه. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه». مجله توسعه و سرمایه، سال سوم، شماره ۵، ۱۵۵-۱۷۶.
- قربانی، سعید؛ عدیلی، مجتبی. (۱۳۹۱). «نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی». مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۸، ۱۳۱-۱۴۹.
۱۳. کاشانی پور، محمد؛ مؤمنی یانسی، ابوالفضل. (۱۳۸۸). «بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران».
۱۴. کاظمی، حسین؛ محمدنژاد، عاطفه. (۱۳۹۰). «بررسی رابطه بین مالکیت نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت ها». فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری مالی (علمی - تخصصی)، سال اول، شماره ۲، ۱۱۰-۱۲۸.
۱۵. محمدی، راضیه. (۱۳۸۴). «بررسی عوامل مؤثر بر سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس». پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س)، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد.
۱۶. نمازی، محمد؛ شیرزاده، جلال. (۱۳۸۴). «بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر نوع صنعت)». بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، ۷۵-۹۵.
۱۷. نمازی، محمد؛ کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). «تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، ۸۳-۱۰۰.
۱۸. نیکبخت، محمدرضا؛ پیکانی، محسن. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پژوهش های مدیریت، سال سوم، شماره ۹، ۵۷-۷۶.
۱۹. یحیی زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب الدین؛ متان، مجید. (۱۳۸۹). «رابطه ویژگی های شرکت با ساختار سرمایه آن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». تحقیقات حسابداری، شماره ۸، ۱۲۳-۱۳۸.

*Performance Evaluation*, 5, 285-309.

21. Bhattacharya, Neil, H. Desai and K. Venkataraman. (2009). "Earnings Quality and Information Asymmetry". Available at URL: <http://WWW.Ssrn.Com>.
22. Brown, S. and Hillegiest, S.A. (2007). "How Disclosure Quality Affects The Level of Information Asymmetry". *Review of Accounting Studies*, 12, 443-477.
23. Fama, E., and French K. (1992). "The Cross-Section of Expected Stock Returns". *Journal of Finance*, 2, 427-460.
24. Lakhal, F. (2008). "Stock Market Liquidity and Information Asymmetry around Voluntary Earnings Announcement: New Evidence From France". *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), 60-75.
25. Modigliani, F., & Miller, M. (1958). "The cost of capital, Corporation Finance and The Theory of Investment". *American Economic Review*, 261-297.
26. Muller, E. and A. Spitz. (2006). "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises". *German Economic Review*, 2, 2-18.
27. Rtaporn Deesomsak, Krishna Paudyal, & Gioia Pescetto. (2004). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from The Asia Pacific Region". *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 387-405.
28. Shijun, Cheng. (2007). "Board Size and Variability of Corporate Performance". *Journal of Financial Economics*, Forthcoming. Performance. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 4, 40-61.