



فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری  
سال اول / شماره دوم / تابستان ۱۳۹۱

## بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر بازده غیر عادی انباشته در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شکراله خواجهی

استادیار حسابداری دانشگاه شیراز  
shkhajavi@rose.shirazu.ac.ir

هاشم ولی‌پور

مدرس دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت  
h.valipour@gmail.com

بهروز حاکمی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت

تاریخ دریافت: ۹۱/۲/۱۷ تاریخ پذیرش: ۹۱/۴/۸

### چکیده

هدف اصلی این مقاله بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر بازده غیر عادی انباشته در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. درباره ساختار سرمایه تا کنون تحقیقات زیادی صورت گرفته است، اما درباره نحوه تامین مالی شرکتها و اینکه این نحوه چگونه بر بازده غیر عادی تاثیر می‌گذارد، اطلاعات کمی در دست می‌باشد. در مجموع ۴۴ شرکت از صنایع مختلف بین سالهای ۱۳۷۶-۱۳۸۶ انتخاب شدند. به منظور آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغییره (روش گام به گام) استفاده شد و معنی دار بودن آنها با استفاده از آماره  $F$  و  $t$  صورت گرفت؛ همچنین برای آزمون خودهمبستگی مدل از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است. نتایج بدست آمده حاکی از این است، که اهرم مالی بر بازده غیر عادی انباشته تاثیر معناداری ندارد. دیگر یافته‌ها حاکی از آنست که، ریسک سیستماتیک،  $P/E$ ، نسبت  $BM$  و اندازه شرکت بر بازده غیر عادی انباشته تاثیر مثبت و معناداری دارد.

واژه‌های کلیدی: بازده غیرعادی انباشته، اهرم مالی، ساختار سرمایه، بورس اوراق بهادار.

## ۱- مقدمه

تصمیم‌های تامین مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، تصمیم‌هایی هستند که هر دو با آینده نگری اتخاذ می‌شوند. در تصمیم‌های تامین مالی، شرکت وجوه مورد نظر را در حال حاضر به کار می‌گیرد تا در آینده بتواند به تعهدات خود در قبال تامین کنندگان منابع مالی عمل کند. منابع تامین مالی شرکت‌ها براساس سیاست مالی آن‌ها، به دو بخش "منابع مالی درونی" و "منابع مالی بیرونی" شرکت تقسیم می‌شود. در منابع مالی درونی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تامین مالی می‌کند، یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیتهای عمدتاً عملیاتی شرکت برای کسب بازدهی بیش‌تر به کار می‌گیرد و در منابع مالی بیرونی از محل بدهی‌ها و سهام، اقدام به تامین مالی می‌کند. بنابراین، این مسأله مطرح می‌شود، که شرکت‌ها چگونه اقدام به تامین مالی کنند تا بر سود و بازدهی سهامداران حداکثر تأثیر مثبت را بگذارند؟ عوامل متعددی از جمله ماهیت فعالیت، دارایی‌ها و نوع صنعت بر تامین مالی شرکت تأثیر می‌گذارند به عنوان نمونه، ماهیت فعالیت شرکت ممکن است به گونه‌ای باشد که جریان‌ات نقدی ورودی به راحتی فراهم می‌شود. در چنین موقعیتی استفاده از بدهی‌ها به جای سهام (تأمین مالی از طریق بدهی‌ها) ارزان‌تر از سهام است و بر سود شرکت می‌افزاید. (پورحیدری، ۱۳۷۴). در این تحقیق بررسی می‌شود که آیا ساختار سرمایه ارزش مربوطی برای سهام سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. در این پژوهش اثر اهرم مالی بر بازده غیر عادی و یا در نظر گرفتن چندین فاکتور ریسک، شامل ارزش دفتری به بازار و دیگر فاکتورهای توصیف شده بوسیله فاما و فرنچ (۱۹۹۲) برآورد می‌شود.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

نخستین پژوهش‌های انجام شده در رابطه با ساختار سرمایه توسط دیوید دوراند<sup>۱</sup> (۱۹۵۲) و در ادامه، به صورت علمی و نوین، توسط مودیگلیانی و میلر<sup>۲</sup> (۱۹۵۸) انجام شد. این دو، برای نخستین بار اظهار داشتند که با فرض کارآ بودن بازار، ساختار سرمایه عاملی اثرگذار در تعیین ارزش شرکت محسوب نمی‌شود و با ارائه نظریه‌ای در این خصوص (نظریه‌ی MM) موضوع ساختار سرمایه را بسط و توسعه دادند. افرادی از قبیل دیوید دوراند (۱۹۵۹)، فرد وستون<sup>۳</sup> (۱۹۶۳)، مرتون<sup>۴</sup> (۱۹۷۷)، میرز و استوارت<sup>۵</sup> (۱۹۸۴)، و روبرت هرپس<sup>۶</sup> (۱۹۸۴) در ارتباط با نظریه‌ی MM نظرات موافق و مخالفی را ارائه نمودند جدول ۱ خلاصه‌ای از تحقیقات انجام شده خارجی و نتایج حاصله، بر حسب عوامل مختلف مؤثر بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها ارائه می‌دهد.

پیشینه خارجی

سال تحقیق	محقق	تحقیق مورد بررسی	متغیرهای تحقیق	روش آماری	نتیجه تحقیق
۱۹۵۸	مود یلیانی و میلر	تأثیر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت و هزینه سرمایه	نسبت بدهی، میانگین موزون هزینه سرمایه	رگرسیون و تحلیل همبستگی	استفاده از بدهی‌ها بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و بر میانگین موزون هزینه سرمایه نیز تا حد محدودی تأثیر خواهد گذاشت.
۱۹۸۳	ماسو لیس	بررسی تغییرات در اهرم مالی بر تغییرات در بازده سهام	اهرم مالی، بازده سهام	رگرسیون و تحلیل همبستگی	تغییرات در اهرم مالی به طور مثبتی با تغییرات در بازده سهام مرتبط است
۱۹۸۸	باندراری	بررسی تأثیر بازده مورد انتظار سهام عادی با نسبت بدهی	اهرم مالی، بازده مورد انتظار سهام	رگرسیون و تحلیل همبستگی	اهرم مالی اثر مثبت و معناداری بر روی بازده مورد انتظار سهام عادی دارد
۱۹۹۲	فاما و فرنچ	بررسی تفاوت‌های مقطعی میانگین بازده سهام بر بنا به اندازه شرکت، اهرم مالی، P/E, B/M	میانگین بازده سهام، بتا، اندازه شرکت، اهرم مالی P/E, B/M	رگرسیون و تحلیل همبستگی	ریسک بازار و اندازه شرکت با میانگین بازدهی سهام ارتباطی ندارد. اما میانگین بازده سهام با ارزش دفتری اهرم مالی رابطه‌ی معکوس و با ارزش بازار اهرم مالی رابطه مستقیم دارد
۲۰۰۵	دیمیترو و جین	اثر اهرم مالی بر بازده‌های سهام و همچنین ارزیابی عملکرد شرکت بر اساس سود	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، بازده‌های سهام	رگرسیون و تحلیل همبستگی	بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و بازده‌های سهام یک ارتباط منفی وجود دارد
۲۰۰۶	هو	اثرات تمرکز و میانگین صنعت بر بازده‌های سهام	اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار	رگرسیون و تحلیل همبستگی	شرکتها در بیشتر صنایع رقابتی بازده‌های سهام بالاتری بدست می‌آورند
۲۰۰۷	موراد گلیوو و سیواپرساد	بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر بازده غیر عادی انباشته	بازده غیر عادی انباشته، اندازه شرکت، اهرم مالی، نرخ بهره، P/E, B/M	رگرسیون و تحلیل همبستگی	بازده‌های حقوق صاحبان سهام، با اهرم مالی، برای بعضی از گروه‌های ریسک افزایش می‌یابد و برخی دیگر کاهش
۲۰۰۸	موراد گلیوو و سیواپرساد	بررسی رابطه اهرم مالی و فاکتورهای ریسک بر بازده‌های سهام	اندازه شرکت، اهرم مالی، نرخ بهره، P/E, B/M	رگرسیون و تحلیل همبستگی	اهرم مالی پرتفولیوها بهتر از مدل قیمت گذاری دارایی‌ها (CAPM) می‌تواند متغیرهای بازده سهام را توضیح دهد

## پیشینه داخلی

سال تحقیق	محقق	تحقیق مورد بررسی	متغیرهای تحقیق	روش آماری	نتیجه تحقیق
۱۳۷۴	پور حیدری	بررسی تأثیر متغیرهای اندازه شرکت، نوع صنعت، سودآوری و دارایی‌های وثیقه ای بر ساختار مالی شرکت‌ها	اندازه شرکت، نوع صنعت، سودآوری و دارایی‌های وثیقه ای	رگرسیون و تحلیل همبستگی	تصمیم‌گیرندگان در انتخاب ساختار مالی، به ریسک تجاری و نوع صنعت هیچ گونه توجهی ندارند. اما اعتباردهندگان و مدیران مالی در انتخاب ساختار مالی، اندازه‌ی شرکت را مورد توجه قرار می‌دهند
۱۳۷۴	جهانخانی ویزدانی	بررسی تأثیر چهار متغیر نوع صنعت، اندازه‌ی شرکت، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی بر میزان به کارگیری اهرم مالی شرکت	نوع صنعت، اندازه‌ی شرکت، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی، اهرم مالی	رگرسیون و تحلیل همبستگی	نوع صنعت بر ساختار مالی تأثیر دارد. اما متغیرهای اندازه شرکت، ریسک تجاری و اهرم عملیاتی تأثیری بر ساختار مالی ندارند
۱۳۷۵	ملک پور غربی	بررسی تأثیر استفاده از اهرم مالی بر بازده هر سهام	اهرم مالی، بازده سهام	رگرسیون و تحلیل همبستگی	اهرم مالی بر بازده هر سهم شرکت‌ها تأثیر ندارد
۱۳۷۷	دلاوری	بررسی تأثیر روش‌های مالی بر نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها	نسبت سود خالص به فروش، نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام، نسبت فروش به جمع دارایی‌ها	رگرسیون و تحلیل همبستگی	اهرم مالی تأثیری بر سودآوری شرکت‌ها ندارد.
۱۳۸۰	احمدی	بررسی ارتباط ساختار سرمایه و انواع روش‌های تأمین مالی کوتاه مدت و بلند مدت	نسبت ساختار سرمایه و نسبت‌های بازده	رگرسیون و تحلیل همبستگی	رابطه‌ی معنی داری بین نسبت ساختار سرمایه و نسبت‌های بازده وجود ندارد.
۱۳۸۳	نمازی و پریسایی	بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر بازده و ریسک	بازده سهام	رگرسیون و تحلیل همبستگی	روش تأمین مالی تأثیر معنی داری بر بازده سهام ندارد.
۱۳۸۴	نمازی و شیرزاده	بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری	نسبت بدهی به دارایی‌ها، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	رگرسیون و تحلیل همبستگی	بین ساختار سرمایه و سودآوری رابطه مثبتی وجود دارد، اما این رابطه از نظر آماری در حد ضعیف است.

### ۳- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به بیان مساله و اهداف تحقیق فرضیات زیر مطرح می‌گردد:

**فرضیه اول:** اهرم مالی بر بازده غیرعادی انباشته تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه دوم:** ریسک سیستماتیک (بتا) بر بازده غیر عادی انباشته تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه سوم:** اندازه شرکت بر بازده غیرعادی انباشته تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه چهارم:** نسبت قیمت به ارزش دفتری (BM) بر بازده غیر عادی انباشته تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه پنجم:** نسبت قیمت به سود (PE) بر بازده غیر عادی انباشته تأثیر مثبت و معناداری دارد.

### ۴- متغیرهای تحقیق ونحوه اندازه گیری آنها

مدلی که در این تحقیق مورد استفاده قرار می‌گیرد بدین شکل است:

$$CAAR_{i,t} = a + b_1 LEVERAGE_{i,t} + b_2 BETA_{i,t} + b_3 SIZE_{i,t} + b_4 BM_{i,t} + b_5 PE_{i,t} + e_t$$

که در این مدل، بازده غیر عادی انباشته ( $CAAR_{i,t}$ ) متغییر وابسته و اهرم مالی ( $LEVERAGE$ )، بتا ( $BETA$ )، اندازه شرکت ( $SIZE$ )، نسبت قیمت به ارزش دفتری دارایی‌ها ( $BM$ ) و نسبت قیمت به سود هر سهم ( $PE$ ) متغییرهای مستقل می‌باشند. نحوه اندازه گیری بازده غیرعادی انباشته به صورت زیر می‌باشد:

$$CAAR_i = \sum AR_{i,t} \quad AR_{i,t} = R_{i,t} - R_m$$

که  $AR_{i,t}$  بازده غیر عادی،  $R_{i,t}$  بازده واقعی و  $R_m$  بازده مورد انتظار می‌باشند.

$$R_{i,t} = \frac{P_1(1 + \alpha) + D - [P_0 + \alpha(1000)]}{P_0 + \alpha}$$

$R_{i,t}$  بازده سهم  $i$  در سال  $t$ :  $P_{1,t}$ : قیمت سهم در پایان سال  $t$ :  $P_{0,t}$ : قیمت سهم در ابتدای سال  $t$ :  $\alpha$ : درصد افزایش سرمایه،  $D$ : سود نقدی هر سهم، منظور از بازده مورد انتظار ( $R_m$ )، بازده بازار می‌باشد که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$R_m = \frac{I_1 - I_0}{I_0}$$

که  $I_0$  شاخص کل قیمت بازار کلیه سهام عادی اعلان شده توسط بورس اوراق بهادار تهران در ابتدای سال و  $I_1$  شاخص قیمت بازار در پایان سال است (جهانخانی و یزدانی، ۱۳۷۴).  
برای اندازه‌گیری اهرم مالی (LEVERAGE) از نسبت زیر استفاده می‌شود:

$$\frac{\text{بخش جاری بدهی بلندمدت و بدهی کوتاه مدت} + \text{مجموع بدهی بلند مدت}}{\text{بخش جاری بدهی بلندمدت و بدهی کوتاه مدت} + \text{مجموع سرمایه}}$$

منظور از بتا، بتای تاریخی می‌باشد که با استفاده از نرم افزارهای موجود قابل دست‌یابی است. اندازه (SIZE) به ارزش بازار کل شرکت اشاره دارد. نسبت قیمت به ارزش دفتری (BM)، نسبت قیمت سهام شرکت به ارزش دفتری خالص دارایی‌ها شرکت می‌باشد. نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E) که مشخصاً نشان دهنده نسبت قیمت هر سهم به سود هر سهم شرکت می‌باشد. نکته‌ای که باید بدان اشاره کرد این است که برای محاسبه بازده‌ها از دوره‌های زمانی ماهانه استفاده شده است.

##### ۵- روش‌شناسی تحقیق

برخی از تحقیقات انجام شده به منظور بررسی وجود یا عدم وجود رابطه میان چند عامل یا متغیر انجام می‌شوند معمولاً در این موارد از آزمون‌های آماری که به نوعی با مفهوم همبستگی ارتباط دارند (مانند روشهای رگرسیونی، روشهای تحلیل همبستگی و...) استفاده می‌شود. به علت وجود فرضیه تحقیق بر مبنای وجود رابطه بین ساختار سرمایه و بازده غیر عادی انباشته این تحقیق از نوع همبستگی قلمداد می‌شود. اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، از اطلاعات دسته دوم شرکت‌های نمونه بوده که از منابع مختلفی از جمله نرم افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز و همچنین صورت‌های مالی شرکت‌ها، سایت بورس و... استخراج شده اند.

در این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بعنوان جامعه‌ی آماری انتخاب شده اند. اطلاعات حسابداری مورد نیاز برگرفته از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، استخراج شد. دلیل این انتخاب توجه بیشتر سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی به بازار بورس، در دسترس بودن اطلاعات و همچنین شفافیت اطلاعات حسابداری شرکت‌هاست. الزامات بورس برای انتشار به موقع اطلاعات حسابداری موجب شده است که محیط اطلاعاتی مناسب تری برای تحقیق به وجود آید (احمدی، ۱۳۸۰)

از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌های سرمایه گذاری، بانکها و بیمه‌ها به سبب ماهیت خاص فعالیتشان حذف شده اند. در این تحقیق شرکت‌هایی مد نظر قرار خواهند گرفت که:

- ۱) از سال ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ در بورس حضور داشته باشند.
- ۲) سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ختم می‌شود.
- ۳) شرکت بین سالهای ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ تغییر سال مالی نداده باشد.
- ۴) شرکت‌های سرمایه گذاری، بانکها و بیمه‌ها حذف شده اند.

داده‌های جمع آوری شده این تحقیق، با استفاده از مدل تئوریک مطرح شده به کمک نرم افزار SPSS مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. در تحلیل‌های آماری انجام شده، هدف بررسی ارتباط معنادار بین بازده غیرعادی انباشته (CAAR) و عوامل معرفی شده می باشد. تحلیل‌های آماری با آزمونهای معنادار بودن ضریب همبستگی پیرسون، دوربین واتسون (Durbin - Watson) و آزمونهای F (فیشر) و T برای بررسی معنی داری رگرسیون استفاده شده است. در این تحقیق سطح خطای مورد نظر  $\alpha = 5\%$  تعیین شده است که در این صورت سطح اطمینان ۹۵٪ خواهد بود.

#### ۵- نتایج مدل رگرسیون تحقیق و آزمون فرضیات

با توجه به هدف این تحقیق که به دنبال بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر بازده غیر عادی انباشته در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد؛ و با عنایت به فرضیات و متغیرهای مورد پژوهش که در همین راستا ذکر آن‌ها پیش‌تر به میان آمد، مدل کلی تحقیق به صورت ذیل تبیین می گردد. در این مدل کلیه متغیرهای تحقیق در قالب یک مدل رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت که شکل کلی آن به شرح ذیل است.

$$CAAR_{i,t} = a + b_1LEVERAGE_{i,t} + b_2BETA_{i,t} + b_3SIZE_{i,t} + b_4BM_{i,t} + b_5PE_{i,t} + e_t$$

#### نتایج آماری آزمون مدل‌ها

همان گونه که پیشتر تشریح گردید، هدف از انجام این آزمون شناسایی ارتباط میان متغیرهای مستقل و وابسته در قالب یک مدل کلی است. نتایج حاصل از آزمون داده‌ها با استفاده از روش تحلیلی رگرسیون گام به گام در جدول ذیل آمده است.

ردیف	متغیر	الویت ورود	ضریب ( $\beta$ )	آماره $t^*$	احتمال $t$	سهم از $Adj.R^2$
۱	نسبت P/E	اول	2.876	13.182	@.000	.289
۲	ضریب بتا	دوم	8.852	6.318	@.000	.065
۳	نسبت B/M	م سوم	2.755	4.774	@.000	.035
۴	اندازه شرکت	چهارم	3.425	2.397	@.000	.006

شکل کلی مدل به صورت ذیل خواهد بود:

$$CAAR = -11.847 + 2.876 PE + 8.852 BETA + 2.755 BM + 3.425 e^{-12} SIZE$$

احتمال $F = @.000$	آماره $F^*$ مدل = ۴۹۴	AdjR2 مدل = 395	Durbin - Watson = 1.909
--------------------	-----------------------	-----------------	-------------------------

\*:  $F, t$  طبق جدول برای سطح خطای ۵٪ به ترتیب  $\pm 1/96$  و  $1/94$  می باشد. @: قریب به صفر

نتایج حاصل از آزمون مدل بیانگر آن است که از میان متغیرهای مورد مطالعه، چهار متغیر مستقل با داشتن رابطه معنادار با بازده غیر عادی انباشته (احتمال  $F$  قریب به صفر)، مجموعه‌ای را ارائه می نمایند که در کنار هم ۴۰٪ ( $AdjR^2$  مدل 395) از رفتار متغیر وابسته را توضیح می دهد.

## ۶- نتیجه گیری و بحث

نتایج حاصل از فرضیه اول نشان می دهد که اهرم مالی بر روی بازده غیر عادی انباشته تاثیر معنی داری ندارد. در همین رابطه مورادگلیو و سیواپرساد (۲۰۰۷) با تفکیک صنایع به ۹ صنعت (نفت و گاز، مواد اولیه، صنعت، کالاهای مصرفی، بهداشت، خدمات مصرفی، مخابرات، صنایع همگانی و تکنولوژی) به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر بازده غیر عادی انباشته پرداختند. آنها هر کدام از این صنایع را یک گروه ریسک در نظر گرفتند و به این نتیجه رسیدند که بازده‌های حقوق صاحبان سهام، با اهرم مالی، برای بعضی از گروه‌های ریسک افزایش می یابد و برخی دیگر کاهش. شرکتها در صناعی مانند صنایع همگانی، که MM نیز این صنعت را در مطالعات خود مورد توجه قرار دادند، دارای بازده‌های غیر عادی بودند که با اهرم مالی افزایش می یافتند. شرکتها در بیشتر صنایع دیگر، بازده‌های غیر عادی را تجربه کردند که با اهرم مالی کاهش می یافت. نتیجه ای که از آزمون فرضیه اول حاصل شد بر خلاف انتظار بود که می توان دلیل آن را در عدم بررسی اهرم مالی در صنایع گوناگون در بورس اوراق بهادار تهران جست. در مورد آزمون فرضیه دوم نتایج حاکی از آن است که، ریسک سیستماتیک بر بازده غیر عادی انباشته تاثیر مثبت و معناداری دارد. در این مورد انتظار می رود که با افزایش ریسک شرکتها، بازده غیر عادی انباشته آنها نیز بیشتر شود. این



نتیجه همسو با نتایج حاصل از پژوهش هرمزی (۱۳۸۰) است که به "بررسی ارتباط ریسک سیستماتیک و نسبت P/E با بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پرداخت می باشد. وی نتیجه گیری کرد که بین ریسک سیستماتیک و بازده مورد انتظار هم در سطح سهام منفرد و هم در سطح پرتفوی رابطه مثبت وجود دارد. این ارتباط از نظر آماری با اهمیت بوده و رابطه این دو هم خطی می باشد. [5] نتایج در مورد فرضیه سوم نشان دهنده آن است که، اندازه شرکت بر بازده غیر عادی انباشته تاثیر مثبت و معناداری دارد. این نتیجه بیانگر این واقعیت است که شرکتهای با اندازه بزرگتر دارای بازده غیر عادی بیشتری هستند و از انجایی که بین بازده غیر عادی و بازده واقعی سهام رابطه مستقیمی وجود دارد، چنین نتیجه ای همسو با نتایج حاصل از پژوهش رحمانی فیروزجایی (۱۳۸۴) است که به "بررسی تاثیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل سه عامل فاما و فرنچ (FM3) و مقایسه آن با مدل CAPM" پرداخت می باشد. وی به این نتیجه رسید که اندازه شرکت تاثیر معناداری روی بازده سهام دارد. [2] نتایج در مورد فرضیه چهارم بیانگر آن است که، نسبت قیمت به ارزش دفتری بر بازده غیر عادی انباشته تاثیر مثبت و معناداری دارد. در مورد فرضیه پنجم نیز نتایج این واقعیت را نشان می دهد که نسبت قیمت به سود P/E بر بازده غیر عادی انباشته تاثیر مثبت و معناداری دارد. در همین رابطه هرمزی (۱۳۸۰) در رابطه با بررسی ارتباط بین نسبت P/E و بازده سهام، به این نتیجه دست یافت که ارتباط بین نسبت P/E و بازده مورد انتظار چه در سطح سهام منفرد و چه در سطح پرتفوی قابل ملاحظه نمی باشد.

(۱) با توجه به نتایج تحقیق حاضر، پیشنهاد می شود که در هنگام تشکیل پرتفولیو به عوامل اندازه شرکت، نسبت قیمت به ارزش دفتری، نسبت قیمت به سود و بتا توجه شود، چرا که این تحقیق نشان می دهد که این عوامل بر روی بازده غیر عادی انباشته تاثیر مثبت و معناداری دارند.

(۲) توجه به عوامل اندازه شرکت، نسبت BM، نسبت P/E و بتا و محاسبه متغیرهای مربوط به این عوامل کار چندان مشکلی نمی باشد، لذا تاثیر گذار بودن این عوامل از یک طرف و از طرف دیگر سادگی محاسبات مربوط به این عوامل این امکان را هم برای سرمایه گذاران حرفه ای و هم برای سرمایه گذاران غیر حرفه ای می دهد تا براحتی بتوانند از این عوامل استفاده نمایند، لذا بهتر است از این عوامل در بازار سرمایه ایران استفاده شود.

(۳) عامل دیگری که انگیزه کافی را برای استفاده از این عوامل در بازار سرمایه ایران فراهم می آورد وجود اطلاعات نسبتا کافی می باشد. اطلاعاتی که این عوامل نیاز دارند اطلاعاتی می باشند که براحتی می توان از بورس اوراق بهادار و یا شرکتهای مربوطه بدست آورد.

- برای تحقیقات آتی، پیشنهادهای به شرح زیر نیز ارائه شده است:
- (۱) از انجایی که در این تحقیق شرکتها بر حسب گروه‌های ریسک مختلف (صنایع) تفکیک نشده اند، بنابراین پیشنهاد می‌گردد که جهت پژوهش‌های آتی، به بررسی تاثیر اهرم مالی و سایر عوامل ساختار سرمایه بر روی بازده غیر عادی به تفکیک صنایع مختلف صورت گیرد.
  - (۲) دوره زمانی این تحقیق یازده ساله می‌باشد، جهت بررسی دقیق‌تر تاثیر اهرم مالی بر روی بازده غیر عادی انباشته، پیشنهاد می‌شود که دوره طولانی‌تری در نظر گرفته شود.
  - (۳) بررسی عواملی غیر از عوامل معرفی شده در این تحقیق و تاثیر آنها بر بازده غیر عادی انباشته مانند نرخ بهره و....

### فهرست منابع

- (۱) احمدی، محمد رضا (۱۳۸۰). "ارتباط ساختار سرمایه و بازده شرکت های بورس تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی
- (۲) بهرامفر، نقی و شمس عالم، سید حسام، (۱۳۸۳)، "بررسی تاثیر متغیرهای حسابداری بر بازده غیر عادی آتی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران، سال یازدهم، شماره ۳۷.
- (۳) پورحیدری، امید (۱۳۷۴). "بررسی عوامل تعیین کننده ساختار مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت، دانشگاه تهران.
- (۴) جهانخانی، علی و یزدانی، ناصر (۱۳۷۴). "بررسی تاثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکت ها بر میزان به مارگیری اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مطالعات مدیریت شماره ۱۷ و ۱۸. صص ۱۶۹-۱۸۶
- (۵) دلاوری، جواد (۱۳۷۷). "بررسی تاثیر تامین مالی بر روی نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس
- (۶) رحمانی فیروز جایی، مجید (۱۳۸۴). بررسی تاثیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل سه عامله فاما و فرنچ (3FM) و مقایسه آن با مدل CAPM. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد و علوم اداری، دانشگاه مازندران.

- ۷) ملک پور غربی، محمود (۱۳۷۵). "بررسی تحلیلی استفاده از اهرم مالی بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی .
- ۸) نمازی، محمد و پریسای، مهرداد (۱۳۸۳). "بررسی تاثیر ساختار سرمایه شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران بر بازده و ریسک"، در جریان انتشار .
- ۹) نمازی، محمد و شیرزاده، جلال (۱۳۸۴) "بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (تاکید بر نوع صنعت)" بررسی های حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران، سال دوازدهم، شماره ۴۲، زمستان.
- ۱۰) نیکبخت، محمد رضا و مرادی، مهدی (۱۳۸۴) " ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران " بررسی های حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران، سال دوازدهم، شماره ۴۰، تابستان.
- ۱۱) هرمزی، هادی (۱۳۸۰). بررسی ارتباط ریسک سیستماتیک و نسبت P/E با بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری، دانشگاه شهید بهشتی.
- 12) Bhandari L C (1988). Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, pp507-528
- 13) Dimitro V and Jain P C (2005). The Value Relevance of Chnges in Financial Leverage H. U <http://ssrn.com/abstract=708281U>
- 14) Fama E F and French K (1992). The cross –section in expected stock returns. *Journal of Finance* 47, pp427-466.
- 15) Hou K And Robinson D T (2006). Industry Concentration and Average Stock Returns. *Journal of Finance* 61(4) 1927-1956.
- 16) Massulis R W (1983). The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates. *The Journal of Financial* 38, pp107-126.
- 17) Modigliani F and Miller M H (1958). The cost of capital , corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 53. pp433-443.
- 18) Muradoglu G and Sivaprasad SH (2007). An Empirical Analysis of Capital Structure and Abnormal Returns. Available at: <http://ssrn.com/abstract=948393>.
- 19) Muradoglu G and Sivaprasad SH (2008). Leverage and Common Risk Factors in Stock Returns. available at: <http://ssrn.com/abstract=1101504>.
- 20) Yang J ,Hailin Qu and Kim W (2009). Merger abnormal returns and payment methods of hospitality firms. *International Journal of Hospitality Managment* 28, pp579-28

## یادداشت‌ها

---

- <sup>1</sup> David Durand
- <sup>2</sup> Franco Modigliani, and Merton Miller
- <sup>3</sup> J. Fred Weston
- <sup>4</sup> Merton
- <sup>5</sup> Myers and C. Stewart
- <sup>6</sup> Harris, Robert S.