

## تأثیر تأمین مالی بلند مدت بر بازدهی شرکت های

### پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت مقاله: مرداد ۱۳۹۱

تاریخ پذیرش مقاله: تیر ۱۳۹۲

\*دکتر زهرا امیر حسینی \*\*رضا داغانی \*\*\*حامد احمدی نیا

#### چکیده

اثر تأمین مالی بلند مدت بر سطح بازده شرکت، از جمله موضوعاتی است که دو گروه ذینفع، شامل اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران به آن توجه خاصی دارند به همین جهت در این تحقیق با بررسی نمونه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ لغایت ۱۳۹۰، به بررسی تأثیر این اهرم مالی بر بازدهی شرکت پرداخته شده است. البته جهت اخذ نتیجه گیری مناسب، این دو گروه از آزمودنی‌ها براساس نسبت بدهی به کل دارایی تفکیک شده‌اند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که در شرکت‌هایی که منابع مالی از محل استقراض بلندمدت تأمین شده و بالتبع اهرم مالی بزرگتری دارند، بازدهی متناسب با سطح ریسک تحمل شده، را فراهم نموده‌اند. اما هر چه میزان بدهی بلندمدت بیشتر می‌شود این بازدهی کمتر شده است. در مورد شرکت‌هایی که میزان تسهیلات کمتری داشته‌اند، بین بازدهی و نسبت کل بدهی ارتباط معنی داری وجود ندارد.

واژه های کلیدی: ریسک، نسبت بدهی، اهرم، بازده.

---

\*استادیار. دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شهر قدس، گروه مدیریت، تهران، ایران Email: amirhosseini1354@yahoo.com

\*\*نویسنده مسئول. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران

\*\*\*مدرس گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهرری، تهران، ایران Email: hamed.ahmadinia@gmail.com

## مقدمه

افزایش اهرم مالی شرکت و طبعا ریسک مالی موجب می شود تا نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذار (اعم از بستانکار یا سهامدار) افزایش یافته و در نتیجه قیمت سهام در بازار تحت تاثیر قرار می گیرد. چنانچه عنوان شده است این موضوع کاهش ثروت سهامداران را به همراه خواهد داشت. طی سالهای اخیر تحقیقات بسیاری در زمینه تامین مالی شرکتهای در بازارهای مختلف صورت گرفته که به بررسی شیوههای مختلف تأمین مالی پرداخته اند. اما نتایج تحقیقات تجربی در این راستا نیز همچنان بحث انگیز است. این موضوع مویذ آن است که تصمیمات در ارتباط با تعیین ساختار سرمایه از محل بدهی و حقوق صاحبان سهام همچنان حائز اهمیت است. بعنوان مثال تصمیم گیری نادرست در مورد نحوه اجرای سیاستهای اخذ اعتبار، می تواند شرکت را به مرز زیان و در نهایت به ورشکستگی برساند. در توضیح بیشتر باید بیان داشت، شرکتهایی که بدهی ندارند یا بدهی اندکی دارند. با خطر ورشکستگی کمتری رو به رو هستند، اما از طرفی دیگر از یک منبع تامین مالی نسبتا ارزان قیمت چشم

پوشی کرده اند. شرکتهایی که اعتبارات مالی اخذ می کنند، این فرصت را دارند تا وجوه بدست آمده را در پروژه های ارزش آفرین سرمایه گذاری کرده و در نتیجه عملکرد و ارزش خود را ارتقا دهند. اما این شرکتهای متحمل هزینه مالی شده اند که بر عملکرد آنها اثر منفی خواهد داشت.

## بیان مسئله و اهمیت پژوهش

همانطور که بحث شد یکی از عوامل مهمی که مورد توجه مدیران و سهامداران قرار می گیرد ترکیب داراییها و ساختار مالی شرکت است بدان معنی که، چه نسبتی از منابع هر شرکت از طریق اخذ اعتبارات تأمین گردیده است. دانستن این نکته که تشکیل ساختار مالی چه تأثیری بر میزان بازده کسب شده دارد، می تواند در یافتن ترکیب بهینه ای ساختار مالی هر شرکت که از افزایش ریسک شرکت جلوگیری نماید، کمک نماید. این موضوع به ویژه برای اعتبار دهندگان می تواند از اهمیت به سزایی برخوردار باشد. البته چگونگی شکل گیری ساختار مالی و نحوه تأثیر آن بر بازده نه تنها برای خریداران سهام بلکه برای رقبا، مدیران مالی هر شرکت با اهمیت است، بدیهی است بانکها و مؤسسات اعتبار دهنده، در شرکتهایی که ریسک مالی آنها

پایین باشد را جهت اعطای اعتبار ترجیح می دهند و از اعطای تسهیلات به شرکت هایایی که ریسک مالی بالایی دارند خودداری خواهند نمود.

### اهداف و پرسش پژوهش

در این تحقیق، اثر اهرم مالی بر بازدهی شرکتها مورد بررسی قرار گرفته است، بین تحقیقاتی در مورد ارتباط بین ساختار سررسید بدهی صورت گرفته، موریس (۱۹۷۶) بیان دارد که بدهی با نرخ متغیر تامین مالی مجدد می تواند ریسک سهامدار را کاهش دهد (در صورتی که درآمد عملیاتی شرکت و نرخ سود به یکدیگر بطور مثبت همبسته باشند). اگر شرکت سر رسید بدهی خود را بدون تغییر در نسبت بدهی کاهش دهد ریسک مرتبط با بدهکاران کاهش و ریسک مرتبط به سهامداران افزایش خواهد یافت.

هر چه بر تامین منابع مالی از محل بدهی در ساختار سرمایه تکیه شود، بازده مورد انتظار سهامداران عادی بالتبع افزایش خواهد یافت زیرا این امر ریسک مالی شرکت را افزایش داده است. همچنین نسبت بدهی به سرمایه بطور مثبت با بازده مورد انتظار سهامداران عادی مرتبط خواهد بود. البته چاو (۱۹۹۴) بیان دارد که اثر بدهی کوتاه مدت بر بازده مورد انتظار

-مارگاریتز (۲۰۱۰) به بررسی ساختار سرمایه و عملکرد شرکتها پرداخته است. نتایج تحقیق وی نشان داده است استفاده از ابزار بدهی را باعث افزایش ارزش سهام در بازار شناسایی شده و در شرکت‌های خانوادگی، مدیریت بیشتر از این ابزار استفاده می‌کند.

-سجادی، دستگیر، فرازمنند و محمودی (۱۳۸۶) تاثیر عواملی نظیر نسبت بدهی به سرمایه و نسبت بدهی به دارایی بر سود آوری و بازده سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند و مشخص گردید که نسبت بدهی به دارایی و بدهی به دارایی بر سود آوری تاثیر گذار است. اما این دو نسبت بر بازده سرمایه تاثیر آنچنانی نداشته اند. هم‌چنین سپهری و طالب نیا (۱۳۸۶) مشخص نمودند که رابطه معنی‌دار معکوس بین نسبت بدهی با بازده دارایی‌ها وجود دارد.

-قالیباف اصل و ایزدی (۱۳۸۸) در مطالعه تجربی تئوری توازی ایستا، به بررسی اهمیت ساختار سرمایه و اثر تصمیمات مالی مدیران بر ارزش شرکت پرداخته اند. ضمن انجام تحقیق روابط عواملی مانند اندازه، سودآوری، داراییهای قابل وثیقه،

نسبت به اثر بدهی بلندمدت بیشتر است، هم‌چنین هواکیمیان، اپلر و تیتمن (۲۰۰۱) بیان دارند که شرکتها همواره ساختار سرمایه خود بر طبق منابع مالی موجود تعدیل می‌کنند آنها تمایل به حرکت به سمت نسبت بدهی هدف<sup>۱</sup> دارند. این امر سازگار با این تئوری است که بین هزینه‌ها و منافع بدهی باید نوع توازن باید برقرار باشد. در این راستا، تحقیق حاضر به بررسی اثرات تأمین مالی از محل بدهی بر سطح بازده شرکت پرداخته است و تأمین مالی از طریق اخذ اعتبارات چه اثراتی بر بازدهی شرکت‌های با نسبت بدهی بالا یا نسبت بدهی پایین دارد. پرسش اصلی این است که، تأمین مالی بلند مدت چه تاثیری بر بازدهی شرکت دارد؟

#### پیشینه پژوهش

-آلتابوس و مارکوس-ایبنس (۲۰۱۰) با تمرکز بر انتخابهای مالی بین منابع تأمین مالی شامل تسهیلات و اوراق قرضه، مشخص نمودند که شرکت‌های بزرگتر با اهرم مالی بیشتر، دارایی‌های ثابت بیشتر به جمع دارایی‌ها و فرصتهای رشد بیشتر از تسهیلات بیشتر نسبت به اوراق قرضه استفاده کرده اند.

---

<sup>1</sup>Target debt ratio

مورد انتظار، ساختار دارایی ها، سودآوری، بخش صنعت و خاص بودن، عوامل اصلی اثر گذار در ساختار سرمایه هستند. در حالی که عوامل اصلی تعیین کننده بازده سهام نرخ رشد مورد انتظار، بدهی، سود آوری و ارزش نقدینگی می باشد. در همین ارتباط چینگ فو (۲۰۰۷) به بررسی انتخاب عوامل موثر در ساختار سرمایه و رویه دستیابی به معادله مناسب آن پرداخته است. نتایج این تحقیق نیز نشان داد که رشد، مهمترین عامل انتخاب ساختار سرمایه بوده که از سودآوری، قابلیت نقد شوندگی، بدهی های غیر مالیاتی و ارزش ویژه تاثیر پذیر است. دنگل و همکاران (۲۰۰۴) در اثرش به بررسی اثرات ساختار سرمایه پویا بر ریسک اعتباری پرداخته اند که نتایج نشانگر این است که استفاده مناسب از بدهی در ساختار سرمایه می تواند در کاهش ریسک اعتباری و در نتیجه افزایش اعتبار شرکت نزد اعتبار دهندگان مالی نقش اساسی داشته باشد.

### فرضیه های پژوهش

این پژوهش دو فرضیه زیر را مورد آزمون قرار می دهد:

۱- میزان تسهیلات بلند مدت بر بازدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس

ریسک تجاری و نقدینگی با میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت ها به کمک تئوری نوین ساختار سرمایه (تئوری توازی ایستا)<sup>۲</sup> آزمون شده است و مشخص گردید، تئوری توازی ایستا در بورس اوراق بهادار تهران تأیید نمی شود.

-نمازی و احمد پور (۱۳۸۶) به بررسی تأثیر اهرم عملیاتی، مالی و اندازه شرکت ها بر روی ریسک سیستماتیک پرداختند و نتیجه گرفتند که افزایش اهرم مالی، باعث افزایش ریسک آنها می گردد، اما اهرم عملیاتی تأثیری بر روی ریسک شرکت ها ندارد. البته قربانی (۱۳۷۸)، در تحقیق خود بیان دارد که استفاده از اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، لزوماً باعث افزایش ریسک شرکت ها نمی شود.

-یانگ و همکاران (۲۰۰۹) با همکاری دانشگاه ایالتی نیویورک و بانک لیزینگ به بررسی ساختار سرمایه و بازده سهام در بازار سرمایه تایوان پرداختند. نتایج تحقیق نشان داده است که بازده سهام، نرخ رشد

<sup>۲</sup> در این تئوری بیان شده است که شرکت، نسبت بدهی مناسبی برای خود در نظر می گیرد و در بلند مدت تلاش می کند خود را به این نسبت نزدیک کند تا هم از مزیت کاهش هزینه بدهی بهره مند شده همچنین هزینه پنهان بسیاری بر شرکت تحمیل نشود.

است که نسبت بدهی کمتر از ۰.۵ نشان دهنده آن است که اکثر دارایی های شرکت از طریق سرمایه تامین مالی شده است و نسبت بالاتر از حد مذکور نشان دهنده آن است که دارایی های شرکت بیشتر از محل بدهی تامین مالی شده اند. همچنین چانگ و داستگنوپا (۲۰۰۹) بیان دارند هنگامی که شرکتی از بدهی برای تامین مالی استفاده می کند، نسبت بدهی بالای ۰.۵ تجربه خواهند نمود. آنها این تحلیل را در مدل خود به منظور بررسی نوع تامین مالی مورد استفاده قرار دادند.

#### قلمرو زمانی و جامعه آماری پژوهش

پژوهش حاضر برای سال های ۱۳۸۴ لغایت ۱۳۹۰ در حوزه شرکت های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران صورت گرفته است. برای قرارداد شرکت ها در این دو گروه مختلف از نظر تامین مالی بعد از مراجعه به ترازنامه این شرکتها، سمت چپ ترازنامه که شامل تسهیلات کوتاه مدت و بلند مدت می باشد، مرتب شده و در نهایت نمونه آماری به صورت ۱۱۰ سال- شرکت انتخاب شده است و نمونه آماری به قرار زیر به دو بخش تفکیک شده است.

اوراق بهادار با نسبت بدهی بالا تاثیر معناداری دارد.

۲- میزان تسهیلات بلندمدت بر بازدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با نسبت بدهی پایین تاثیر معناداری دارد.

#### روش پژوهش

به منظور بررسی روابط متغیرها، شرکتهای موجود در نمونه آماری (به غیر از شرکتهای سرمایه گذاری و بانک)، متغیرها در دو گروه آزمودنی قرار گرفته اند و شاخص براساس طبقه بندی میزان اخذ بدهی به دارایی های بیش از ۰.۵ بوده است (بدهی ۵۰ درصد کل دارایی باشد).

در مورد نسبت فوق باید بیان داشت، اسمیت و هسینگ (۱۹۹۵) در بررسی نسبت های بهینه کل بدهی در شرکت های سهامی عام، مشخص نموده اند که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بهینه در حدود ۳۸.۹ درصد و نسبت بهینه کل بدهی ۴۸.۹ درصد است البته در ادبیات مالی محققانی نظیر بارو (۱۹۷۹)، سوهینی و دیپیترو (۱۹۹۴) و فونیس (۱۹۹۱) نیز در محاسبات خود نیز به این امر دست یافته اند. در مورد تحلیل نسبت فوق در کتب مالی نظیر مالی شرکتی مایرز، بیان شده

تاثیر تامین مالی بلند مدت بر بازدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

اول از بین شرکت هایی که جهت تامین مالی وجوه مورد نیاز خود بیشتر از اعتبارات و تسهیلات بلند مدت استفاده نموده اند و دوم از بین شرکت هایی که جهت تامین مالی وجوه مورد نیاز خود بیشتر تسهیلات مالی کوتاه مدت دارند البته معیار نسبت بدهی توضیح داده شده در بخش قبل برای تفکیک دو نمونه نیز مورد استفاده قرار گرفته است. برای جمع آوری داده ها و شواهد مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها، از اطلاعات بورس اوراق بهادار نیز کمک گرفته شده است. در ارتباط با بازدهی شرکتها از نرم افزارهای

تدبیر پرداز و برنامه جدید آن استفاده شده است، داده های لازم به شرح مذکور استخراج شده است. مقدار متغیرهای مورد بررسی در هر شرکت و برای هر سال به دست آمده است.

#### مدل پژوهش و آزمون فرضیه ها

مراحل عمومی آزمون فرض آماری با توجه به مفاهیم ذکر شده در این تحقیق و عوامل انتخابی مرتبط با بازده سهام، می توان مدل کلی را با استفاده از اطلاعات حاصل به دست آورد. مدل کلی پژوهش به شرح زیر خواهد بود.

$$RET_{it} = \alpha_{it} + b_1 LTD_{it} + b_2 Debt_{it} + b_3 \beta_{it} + b_4 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها در این مدل به شرح زیر مورد استفاده قرار گرفته است.

$RET_{it}$  برای محاسبه بازده شرکتها در تحقیق حاضر به شرح ذیل عمل شده است:

$$R_t = \frac{D_t + P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C\alpha)}{P_{t-1} + C\alpha}$$

مؤلفه های اصلی محاسبه بازده عبارتند از:

$P_t$ : قیمت سهم در پایان دوره  $t$ ،  $P_{t-1}$ : قیمت سهم در اول دوره  $t$ ،  $D_t$ : سود نقدی مصوب در دوره  $t$  به ازای تعداد سهام در اول دوره،  $\alpha$ : نسبت افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی،  $\beta$ : نسبت افزایش سرمایه از محل اندوخته.

$C$ : مبلغ اسمی پرداخت شده به ازای هر سهم توسط سرمایه گذار بابت افزایش سرمایه از محل مطالبات و اندوخته.

$\beta$ : ریسک شرکت از کواریانس بازده سهم و بازده بازار بر واریانس بازده بازار بدست خواهد آمد.

**LTD:** نسبت بدهی بلند مدت به جمع دارایی ها در دوره مالی  $t$  برای شرکت  $i$   
**Debt:** به پیروی از تحقیقات فاماو فرنچ (۲۰۰۲)، کیهان و تیمن (۲۰۰۵) و چانگ و داستگتوپا (۲۰۰۹) از کل بدهی به جمع دارایی ها در دوره مالی  $t$  برای شرکت  $i$  برای محاسبه اهرم مالی استفاده شده است.

**Size:** اندازه شرکت برابر لگاریتم طبیعی از ارزش دارایی های ثابت در شرکت  $i$ .  
**آزمون فرضیات تحقیق**  
 خطی به روش حداقل مربعات طبق  
 تاثیر متغیرهای ریسک، نسبت بدهی به  
 دارایی و نسبت کل بدهی و در نهایت  
 اندازه طبق ادبیات تحقیق بر بازده بررسی  
 شده است. نتایج حاصل از برآورد الگوی

جدول (۱): آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
نسبت کل بدهی	۷۴۱	۰,۰۱۶	۰,۶۰۸	۰,۰۹۸	۰,۱۰۷
نسبت بدهی به دارایی	۷۴۱	۰,۰۰۵	۱,۳۱۴	۰,۳۲۵	۰,۲۱۱
بازده	۷۴۱	-۴۳,۱۸۰	۴۲,۸۴۰	-۰,۵۷	۵,۳۶
پتا	۷۴۱	-۶۱۱,۶	۹۵,۴	-۳,۹۹	۳۹,۹۴
بدهی بلند مدت	۷۴۱	۰,۰۰۱	۰,۸۹	۰,۱۴	۰,۱۵۳

جدول (۲): اطلاعات مربوط به آزمون فرضیه اول در شرکتهای با نسبت بدهی بالا (انتخاب شده بر طبق

ادبیات)

طبق مدل پژوهش، نتایج آزمون رگرسیون و آماره های مرتبط به شرح زیر است.			
$RET_{it} = a_{it} + b_1 LTD_{it} + b_2 Debt_{it} + b_3 \beta_{it} + b_4 Size_{it} + \varepsilon_{it}$			
مقدار معناداری (sig.)	آماره T (T-Statistic)	مقدار ضریب (Coefficient)	مدل
۰,۰۰۰	-۰,۰۴۶۵	-۰,۶۴	مقدار ثابت رگرسیون
۰,۰۰۳	۰,۱۴۱	۰,۰۰۹۰	نسبت بدهی بلند مدت به کل دارایی
۰,۰۰۰	۳,۱۹۹	۰,۰۳۳	نسبت کل بدهی
۰,۰۰۰	۱۳,۵۹۸	۰,۹۱	ریسک سیستماتیک
۰,۰۵۰	۰,۵۳۳	۰,۰۳۶	اندازه
Sig.=۰,۰۰۰		F= ۶۰,۳۲۵	DW:۲,۰۵۱



با استفاده از رگرسیون فوق و نتایج حاصل از آن با سطح معناداری (۰/۵)، می-توان نتیجه گرفت، رابطه نسبت کل بدهی با بازده سهام شرکت های نمونه از نوع مستقیم و مثبت است که با نتیجه تحقیق آلتابوس و مارکوس (۲۰۱۰) مشابه است. بنابراین هر چه در ساختار سرمایه شرکت از اهرم مالی بیشتر استفاده شود، بازده سهام بیشتر می شود، اما در مورد نسبت بدهی بلند مدت به کل دارایی با بازدهی ارتباطی مثبتی مشاهده نشده است. در این مورد باید بیان داشت که استفاده بیشتر از بدهی

بلند مدت در شرکت های که نسبت بدهی بالایی دارند نتوانسته به بازده مناسب با سطح ریسک تحمیل شده برسد. شاید از دلایل احتمالی این امر کاهش سقف اعتباری شرکت است. در ادامه می توان بیان داشت الگوی رگرسیون برازش شده در کل معنادار باشد، مقدار آماره F و سطح معناداری آن، نشان از معنی داری مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بنابراین، مدل زیر بیانگر رابطه ی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته خواهد بود.

$$R = -۰.۰۴۵۴ + ۰.۰۰۹ LTD + ۰.۰۳۳ Debt - ۰.۰۹۱\beta + ۰.۰۳۶ Size$$

### فرضیه دوم

جدول (۳): اطلاعات مربوط به آزمون فرضیه دوم در شرکت های با نسبت بدهی پایین

طبق مدل پژوهش، نتایج آزمون رگرسیون و آماره های مرتبط به شرح زیر است.			
$RET_{it} = \alpha_{it} + b_1 LTD_{it} + b_2 Debt_{it} + b_3 \beta_{it} + b_4 Size_{it} + \epsilon_{it}$			
مقدار معناداری (sig.)	آماره ی T (T-Statistic)	مقدار ضریب (Coefficient)	مدل
۰.۸۹۴	۰.۱۳۳	۰.۰۴۳	مقدار ثابت رگرسیون
۰.۰۰۷	۲.۷۰۲	-۸.۷۰۸	نسبت بدهی بلند مدت به کل دارایی
۰.۹۱۰	-۰.۱۳۳	۵.۰۷	نسبت کل بدهی
۰.۰۰۱	۳.۳۵۹	۰.۰۱۸	ریسک سیستماتیک
۰.۳۹۰	۰.۸۶۱	۱.۱۷	اندازه
Sig.= ۰.۰۰۱ و		F=۴.۷۶۳	D.W=۲.۰۱

در بررسی فرضیه دوم می توان نتیجه گرفت که بین متغیر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی ها و ریسک با بازدهی آن رابطه ی معنی داری وجود دارد اما در مورد متغیر LTD این ارتباط منفی است پس با افزایش میزان بدهی بلند مدت، میزان بازده

کاهش یافته است و هر چه شرکت‌ها با نسبت بدهی پایین به سمت بدهی بلند مدت حرکت کرده اند، میزان بازده افزایش نیافته است علت آن را می توان در عدم تجربه کافی این شرکت‌ها بر مواجهه با ریسک مالی دانست. اما باید بیان داشت که در مورد نسبت کل بدهی این شرایط برقرار

نیست، علت این موضوع را می توان در این نکته دانست که شرکت‌هایی که سطح بدهی پایینی دارند، تمایل بر حفظ ساختار سرمایه با حداقل بدهی داشته اند. مدل زیر بیانگر خلاصه ای از رابطه‌ی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته است:

$$R = 0.043 - 1.708LTD + 0.07Debt + 0.01\beta + 1.17Size$$

### نتیجه گیری و پیشنهادات

نسبت به اهرم مالی تحمل شده برای آنها فراهم شده نشده است. این امر با مبنای تئوری توازی ایستا هماهنگ است البته باید بیان داشت در گروه شرکت‌های با نسبت بدهی پایین این اهرم قابل تصور بوده است. همچنین نتایج فرضیه دوم تحقیق حاضر برخلاف نتایج تحقیق مارگانس و سیلاکی (۲۰۱۰) است که بر عدم توانایی شرکت‌ها در کسب بازدهی بیشتر نسبت به وام‌های دریافتی، تاکید دارند.

باتوجه به نتایج تحقیق و صرفاً در سطح شرکت‌های نمونه گیری شده که از طریق بدهی تأمین مالی نموده‌اند می‌توان بیان داشت، خط مشی صحیح مالی، توان شرکت را در نیل به هدف‌های استراتژیک را تقویت می‌کند. موضوع چگونگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با توجه به میزان آگاهی نسبت به روشهای تأمین مالی و

نتایج آماری فرضیه اول تحقیق حاکی از این است که در شرکت‌هایی که منابع مالی از محل استقراض تأمین شده و اهرم مالی بزرگتری دارند، بازدهی متناسب با سطح ریسک تحمل شده و اهرم مالی، را فراهم نموده‌اند اما هر چه میزان بدهی بلندمدت بیشتر می‌شود این بازدهی کمتر می‌شود. در مورد شرکت‌هایی که سطح تأمین مالی برون سازمانی کمتری داشته‌اند، بین بازدهی و کل بدهی، ارتباط معنی داری وجود ندارد. از دلایل آنها حفظ سطح حاشیه ایمنی بیشتر شرکت برای اخذ بدهی در بلند مدت است، به همین جهت در بررسی متغیر دوم که همان نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی است مشخص شده است که این شرکتها، هرچه بدهی بلند مدت بیشتری را اخذ نموده اند، بازده بیشتر

فرآیندهای تصمیم گیری مالی به موضوعی در خور اهمیت تبدیل شده است. بطور قطع اعتباردهندگان و سرمایه-گذاران در هنگام ارزیابی شرکت میزان اهرم را مدنظر قرار خواهند داد. زیرا نتیجه این بدهی ها، تأثیر بر منابع سهام داران شرکت است. به همین دلیل مدیریت در تصمیم گیری درباره تأمین مالی بلند مدت باید با دقت آثار و نتایج هر کدام از روش-های تأمین مالی را در نظر بگیرد و از منابع مالی (نوع و مدت تعهدات) شناخت دقیقی داشته باشند تا بتواند ابزارهای مناسبی را در بازارهای مالی بکار گیرد و اقتصادی ترین شیوه تأمین مالی را برگزیند. در پایان پیشنهاد می شود ساختار سرمایه در ایران با مدل زمان بندی آزمون گردیده و نتایج آن تفسیر گردد.

### فهرست منابع

1. Altunbas, Y., Kara, A., & Marques-Ibanez, D. (2010) Large debt financing: Syndicated loans versus corporate bonds. *The European Journal of Finance*, 16(5), 437–458.
2. Barro R.J., (1979) On the Determination of the Public Debt *Journal of Political Economy* ,Vol. 87, No. 5.
3. Chakraborty, Indrani.,(2010) Capital structure in an emerging stock market, *Research in International Business and Finance*, RIBAF-170
4. Chang xin and Dasgupta sudipto., (2009) Target Behavior and Financing: How Conclusive Is the Evidence? *Journal of Finance* Volume 64, Issue 4, pg 1767–1796
5. Chingfu, Chang, Lee, Alice C, Lee, Cheng,(2007)," Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49,P 197–213
6. Eslamibedgholi, G, Heybati, F, Rahnamay Roodposhti, F,(2006) Analyzing portfolio and investment, *Security Exchange journal* , no 5.
7. Ghalibaf Asl , Hasan, Izadi, Selma, (2008) An Empirical Study of Static Trade- off Theory on Tehran Securities Exchange, *Knowledge and Development Journal*, 16(26), 104-121.
8. Goldstein, R., N. Ju, and H. Leland, (2001) an e bit-based model of dynamic capital structure, *Journal of Business* 74, 483-512.
9. Hovakimian A., Opler T., Titman S.,(2001) The Debt-Equity Choice .*The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, No. 1 pp. 124
10. Hsing Y and Smyth, D. J., (1995) In search of an optimal debt ratio for economic growth, *Contemporary Economic Policy* Volume 13, Issue 4, pg51–59.
11. Jermias, Johnny,(2008)." The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance ", *The British Accounting Review* 40 ,p 71–86
12. Margaritis, Dimitris, Psillaki, Maria.,(2010)."Capital structure, equity ownership and firm performance ", *Journal of Banking & Finance* 34 ,P 621–632
13. Ovtchinnikov Alexeiv,(2008),"Capital structure decisions: Evidence from deregulated industries", *Journal of financial Economics*.

14. Sajadi, H, Dastger, M, Farazmand, H, Mahmodi, V, (2006) The Factors Effect on Profitability of Companies Accepted in Tehran Stock Exchange (TSE), Economic Research 1, 49-73.
15. Sepehri, P., Talebniya, G., (2008) Comparative Review of Relation between the debt Ratio and Return on Assets in Various Industries, Financial Research, 2008(Issue 22), 1-8.
16. Setayesh, MH, Kazemnejad, M, Shafei, MJ, (2008) Genetic Algorithms in Determining Optimal Capital Structure of Firms Accepted in Tehran Stock Exchange, The Iranian Accounting and Auditing Review, 56,16-39.
17. Vasiliou, Dimitrios, Daskalakis, Nikolaos, (2009)." Institutional characteristics and capital structure: A cross-national comparison", Global Finance Journal 19,p 286–306
18. Yang, Chau-chen, , yan-Xiang, yen-wenlee., (2009) Co-determination of capital structure and stock return-ALISREL approach an empirical test of Taiwan stock markets, the Quarterly Review of Economics and finance.

## **Impact of Long- Term Financing On the Performance of Listed Companies in TSE**

*\*Dr.Z. Amir Hosseini \*\*R. Daghani \*\*\*H. Ahmadinia*

### **ABSTRACT**

Effects of long-term and short-term financing on the efficiency of the company are known a hot topic that beneficiaries group, such as creditors and investors are particularly interested in. In this regards, the present study investigates the effects of financial risk on return of companies listed in TSE from 2003 until 2011. However, in order to gain the optimal debt ratio the two groups of subjects are extracted by the ratio of debt to total assets. The results suggest that firms that provide funds from local suppliers, and consequently, they have greater financial leverage, return commensurate with the level of risk tolerance. In contrast, the rate of return on long-term debt to be less is greater. In the case of these companies which have fewer facilities - have no significant correlation between yield and total debt ratio.

**Key words:** Debit Ratio, Financing, leverage, Return.

---

\*Asistente Professor, Faculty of Management, Quds Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

\*\*PhD Candidates, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran (Corresponding Author)

\*\*\*Lecturer at Management and Accounting Faculty, Shahre E Ray Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran