



مجله علمی

مدیریت نوآفرینی

Innovation
management

تأثیر مدیریت کارآمد ساختار سرمایه در حفظ ثبات و پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سمیرا انصاری^{۱*}، پرویز دیندار فرکوشی^۲

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله: مقاله پژوهشی تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۱/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۵/۲۸	در دنیای پرتلاطم رقابتی امروز، کسب و حفظ مزیت رقابتی شرط بقا و عملکرد بالای شرکت‌ها است. در این زمینه مدیریت ساختار سرمایه شرکت‌ها به‌منزله بخشی از سازوکارهای جهشی شرکت است و مدیران شرکت‌ها را ترغیب می‌کند تا در مسیر منافع سهامداران و بهبود عملکرد شرکت گام بردارند. هدف کلی این پژوهش تعیین تأثیر مدیریت ساختار سرمایه شرکت‌ها بر حفظ ثبات و پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و پیامدهای آن با توجه به شرایط اقتصادی روز جامعه است. این پژوهش در حوزه پژوهش‌های اثباتی مالی قرار می‌گیرد. همچنین، این پژوهش از نظر روش‌شناسی، از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی می‌باشد. از سوی دیگر این پژوهش از نظر نوع، از نوع پژوهش‌های توصیفی از نوع علی (علت معلولی) و بر اساس معادلات رگرسیونی بوده و از نظر هدف کاربردی است. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده بورس طی سال‌های ۱۴۰۱-۱۳۹۶ هستند که به روش غربال‌گری انتخاب شدند. داده‌های گردآوری شده از راه نرم‌فزار Excel 2020 طبقه‌بندی شده و تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم‌افزار اقتصادسنجی ۱۰ Eviews انجام شده است. نتایج نشان داد ساختار بدهی، بدهی بلندمدت، بدهی‌های کوتاه‌مدت بر پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد. همچنین، مدیریت ساختار سرمایه برای شرکت‌های آسیب‌پذیر که نسبتاً کوچک، تنوع کم‌تر و رشد آهسته در مدیریت بحران هستند، بر پایداری مالی تأثیر دارد.
کلیدواژه‌ها	مدیریت ساختار سرمایه، حفظ پایداری مالی، بازار سرمایه

ناشر: دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهرقدس

ایمیل: Ansarisamira2002@gmail.com

* نویسنده مسئول: سمیرا انصاری

۱. کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی شهرقدس، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

۲. استادیار، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی شهرقدس، تهران، ایران

مقدمه

تصمیم تأمین مالی یکی از مهم‌ترین تصمیم‌ها در رابطه با روش تأمین مالی شرکت‌هاست. یک بنگاه به غیر از انتخاب بین منابع تأمین مالی داخلی و خارجی، در رابطه با نسبت بدهی و سهامی که در ساختار سرمایه‌اش نگهداری می‌کند نیز باید تصمیم‌گیری کند. در واقع، همان‌گونه که در نظریه سلسله مراتب می‌توان دید، مدیران هنگام بررسی اولویت منابع برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری اول از راه سود انباشته شرکت، پس از آن بدهی و انتخاب تأمین مالی سهام به عنوان آخرین راه حل در نظر گرفته می‌گیرند (شریفی، محمد و حسینی، سید علی، ۱۴۰۰). اهمیت ساختار سرمایه موجب شده است مطالعات زیادی در جهان بدان اختصاص یابد که بیش‌تر این مطالعات نیز بر دو دسته متمرکز است: یک دسته مطالعاتی که اثر ساختار سرمایه در ارزش و پایداری مالی بنگاه باتوجه به شرایط خاص بازار سرمایه در ایران را بررسی می‌کند و دسته دیگر مطالعاتی که به تعیین‌کننده‌های ساختار سرمایه توجه می‌کنند (سعیدا اردکانی و همکاران، ۱۳۹۷). بر اساس نظریه توازن، وجود یک ساختار سرمایه بهینه برای شرکت را براساس ایجاد توازن بین منافع و هزینه‌های تأمین مالی با بدهی مطرح می‌کند. در مورد اینکه ساختار بهینه سرمایه وجود دارد یا نه، پژوهش‌های بسیاری انجام شده است، مرکز توجه نظریه‌ها این بوده است که آیا می‌توان از راه تغییر ترکیب منابع سرمایه بر پایداری مالی شرکت اثر گذاشت و آن را بیشینه کرد. با این وجود بنگاه‌های اقتصادی در طول دوره عمر عملیاتی خود، فراز و نشیب‌هایی دارند و همواره برخی از آن‌ها به دلیل عملکرد قوی خود به عنوان واحدهای موفق و برخی نیز به علت عملکرد ضعیف‌شان به عنوان واحدهای ناموفق شناخته می‌شوند. شرکت‌هایی که به دلیل استمرار در ضعف عملکردی خود دچار وخامت مالی می‌شوند، طبیعتاً به هر روشی سعی می‌کنند از این وضعیت خارج شوند، اوضاع مالی خود را پایدار کنند و در صورت توفیق نیافتن در این امر، ورشکستگی عاقبتی است که در انتظار آنان است (کثاری و همکاران، ۲۰۱۶).^۱

آنها بر این باورند که منابع مالی مناسب، لازمه توسعه همه شرکت‌ها است، اما داشتن منابع مالی مناسب برای دستیابی به مزیت رقابتی، شرط کافی نیست. از دیدگاه آنان، این مساله برای شرکت‌های فعال در بازار سرمایه اهمیت افزون‌تری دارد و این شرکت‌ها باید برای رقابت در بازارهای پویای امروزی، مدیریت منابع خود را به گونه‌ای مؤثر انجام دهند (آلی و همکاران، ۲۰۲۱).^۲ در این مقاله هدف آن است که با توجه به بررسی نظریه‌های گوناگون ساختار سرمایه، تحلیل مدل‌های موجود نظریه‌های مودیلیانی و میلر، نظریه سلسله مراتب بتوان تاثیر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت را ارزیابی کرد تا با ارائه پیشنهاد یک رویکرد عملیاتی بتوان با توجه به شرایط اقتصادی و ویژگی‌های یک شرکت ساختار سرمایه‌ای بهینه معرفی کرد (کریمی، فاطمه و عباسی، ابراهیم، ۱۴۰۰).

مدیریت کارآمد ساختار سرمایه به معنای بهینه‌سازی ترکیب بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام به گونه‌ای است که بتواند به اهداف مالی و عملیاتی یک سازمان کمک کند. این موضوع شامل تصمیم‌گیری‌هایی مانند مقدار و نوع بدهی، تأمین مالی از سهام، یا تقسیم سود می‌شود (لیو و همکاران، ۲۰۲۲).^۳ که در این راستا و به جهت برقراری تعادل میان ریسک و بازده در این پژوهش سعی بر آن شده که با توجه به مدل میلر و یا نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام ارزیابی‌های لازم برای تأمین مالی بررسی شود.

پایداری مالی به حفظ ثبات مالی در بلند مدت اشاره دارد و شامل مدیریت کارآمد، تضمین توانایی پرداخت تعهدات مالی، کاهش ریسک‌های مالی و مدیریت منابع در طول زمان می‌شود و به عبارتی مقصود از حفظ پایداری مالی، سودی که ناشی از فعالیت‌های غیر عادی و غیر مترقبه نباشد از پایداری بیش‌تری برخوردار است (لیو و همکاران، ۲۰۲۲).^۴

تعریف ثبات سود ارائه‌شده توسط (هیلی و وال، ۱۹۹۹)^۵ بر اساس این تغییر جهت است. بر اساس تعریف یاد شده، مدیران در گزارشگری مالی به صورت عمدی برای ایجاد ابهام در ارزش ذاتی شرکت با تأثیرگذاری بر تخصیص منابع، از قضاوت استفاده

^۱. Kothari et al., 2016

^۲. Allee et al., 2021

^۳. Liu et al, 2022

^۴. Liu et al, 2022

^۵. Healy & Wahlen, 1999

می‌کنند. دلیل محتمل برای چنین تمرکزی در حال حاضر، جلب توجه عمومی فوق‌العاده به سوءاستفاده از روش‌های حسابداری توسط مدیریت است (ماتینر، ۲۰۱۵)^۱. در مجموع نتایج پژوهش‌های اخیر بیان می‌کند که ایجاد ثبات سود به یک‌رویه عمومی بین شرکت‌ها تبدیل شده است. اکنون کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا در حال بررسی شیوه‌ای افشا جهت تعیین حدود آزادی عمل مدیران برای بکارگیری رویه‌های حسابداری مصنوعی به جای فعالیت اقتصادی هستند که می‌تواند داده‌هایی ارزشمند و مفید جهت ممانعت از این عمل بدست آورد (موبین و همکاران، ۲۰۲۲)^۲.

در ادامه با چندین استراتژی و روش‌های کاربردی تأثیر تصمیمات ساختار سرمایه بر سودآوری و بدهی‌های کوتاه مدت و بلند مدت شرکت را مورد بررسی قرار داده‌ایم.

(حشمتی، ۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی اثر ساختار سرمایه بر قابلیت پیش‌بینی سود مبتنی بر اقلام تعهدی و انعطاف‌پذیری مالی پرداخته و نشان داد ساختار سرمایه بر پایداری سود مبتنی بر اقلام تعهدی، انعطاف‌پذیری مالی، خالص تغییر در تأمین مالی داخلی و خارجی تأثیری معنادار دارد.

(وئوق رجبی و احسانی، ۱۳۹۷) به بررسی رابطه بین مکانیزم‌های نظام ساختار سرمایه شرکت‌ها و سیاست‌های پایداری سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نشان دادند ارتباطی معنادار بین مکانیزم‌های نظام ساختار سرمایه شرکت‌ها و سیاست‌های پایداری سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

(علیدوست، ۱۳۹۶) به بررسی رابطه میان وضعیت پایداری سود و سیاست ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که رابطه‌ای معنی‌دار بین وضعیت پایداری سود و سیاست ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد، اما بین جریان نقدی آزاد و مقدار پایداری سود تقسیمی شرکت‌ها رابطه معنادار وجود ندارد.

(مشکی و نوردیده، ۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین مدیریت ساختار سرمایه و تغییرات در پایداری سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که با وجود اهمیت مدیریت ساختار سرمایه در ارزیابی سیاست های تقسیم سود، شرکت رابطه‌ای معنادار بین تغییرات در پایداری سود و مدیریت ساختار سرمایه وجود دارد.

به نظر می‌رسد بررسی تأثیر مدیریت کارآمد ساختار سرمایه شرکت‌ها بر حفظ ثبات و پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران همانند سایر مفاهیم حسابداری، به واسطه طرح نامناسب موضوع از سوی جامعه دانشگاهی و اجرای نامناسب و ناقص از سوی محققین به درستی صورت نپذیرفته است. با وجود اهمیت والای مفهوم پایداری مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه، به نظر می‌رسد هیچ‌گاه تأثیر شرکت‌های با ساختار سرمایه کم بدهی، شرکت‌های با بدهی بلندمدت و کوتاه‌مدت کم‌تر و آسیب‌پذیر بر پایداری مالی به‌خوبی مورد ارزیابی و میزان اثرگذاری آن‌ها آشکار نشده است، که این پژوهش برای نخستین بار به این مهم می‌پردازد. لذا، مدیران شرکت‌های بورسی و سازمان بورس و...، با توجه به ساختارهای سرمایه‌گوناگون می‌بایست توجه خود را به ساختار سرمایه صدچندان کنند که در این راستا مطالعه تأثیر مدیریت کارآمد ساختار سرمایه شرکت‌ها با توجه به ابعاد اشاره شده بر حفظ پایداری مالی شرکت‌ها یک ضرورت تلقی می‌شود.

مدیریت کارآمد ساختار سرمایه شرکت‌ها بر حفظ ثبات و پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

۱. ساختار بدهی بر حفظ ثبات و پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.
۲. بدهی بلندمدت بر حفظ ثبات و پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.
۳. بدهی‌های کوتاه‌مدت بر حفظ ثبات و پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.
۴. مدیریت ساختار سرمایه برای شرکت‌های آسیب‌پذیر که نسبتاً کوچک، تنوع کم‌تر و رشد آهسته در مدیریت بحران هستند، بر پایداری مالی تأثیر دارد.

^۱. Martinez, 2015

^۲. Mubeen et al, 2022

روش پژوهش

این پژوهش از منظر هدف پژوهش، کاربردی است. از منظر روش پژوهش نیز در زمره پژوهش‌های توصیفی-علی (علت - معلولی) است و برای آزمون فرضیه از رگرسیون چند متغیره استفاده می‌شود. طرح پژوهش آن از نوع تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از راه داده‌های گذشته) است. از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد.

در این مقاله، جامعه آماری مورد بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۶ تا پایان سال ۱۴۰۱ می‌باشد. با توجه به طول دوره مورد بررسی، نمونه‌ها باید به نحوی انتخاب شوند که در این مدت، در بازار بورس اوراق بهادار فعال بوده تا امکان آزمون فرضیه‌ها فراهم شود. بدین منظور طرح زیر برای انتخاب نمونه‌ها بکار گرفته خواهد شد.

۱. شرکت‌ها باید پیش از سال ۱۳۹۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۴۰۱ از آن خارج نشده باشند.

۲. داده‌های مورد نیاز از تاریخ ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ موجود باشد.

۳. توقف معاملاتی بیش از ۶ ماه نباشد زیرا وقفه معاملاتی نتایج آزمون را دچار انحراف می‌کنند.

۴. بمنظور رعایت همسانی تاریخ گزارشگری و حذف اثرات فصلی، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان سال شمسی (۲۹ اسفند) باشد.

۵. شرکت‌ها جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند.

برای تعیین حجم نمونه، از روش غربال‌گری استفاده شده است، بدین معنا که ابتدا تمامی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مشخص شده و سپس محدودیت‌های بالا بر آن‌ها اعمال شد. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده ۱۴۶ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد.

مدل‌های آزمون فرضیه‌ها

بمنظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

ساختار بدهی بر حفظ ثبات و پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

$$Z_Score_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIFF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \epsilon_{it}$$

بدهی بلندمدت بر حفظ ثبات و پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

$$Z_Score_{it} = \beta_0 + \beta_1 MKSIZE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \epsilon_{it}$$

بدهی‌های کوتاه‌مدت بر حفظ ثبات و پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

$$Z_Score_{it} = \beta_0 + \beta_1 PPE_ENCOST_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \epsilon_{it}$$

مدیریت ساختار سرمایه برای شرکت‌های آسیب‌پذیر که نسبتاً کوچک، تنوع کم‌تر و رشد آهسته در مدیریت بحران هستند، بر پایداری مالی تأثیر دارد.

$$Z_Score_{it} = \beta_0 + \beta_1 NFIRMS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \epsilon_{it}$$

مدیریت کارآمد ساختار سرمایه (متغیر مستقل): بر اساس نظریه هی (۲۰۱۱) مدیریت ساختار سرمایه شرکت با ۳ شاخص زیر اندازه‌گیری می‌شود:

ساختار بدهی ($DIFF^1$): از نسبت تغییرات بدهی به جمع کل دارایی‌ها بدست می‌آید. دلیل استفاده از این نسبت به‌عنوان معیاری برای اندازه‌گیری ساختار بدهی این است که هرچه مقدار تغییرات بدهی بیش‌تر باشد، در واقع، ساختار سررسید بدهی‌های یک شرکت طولانی‌تر است.

بدهی بلندمدت ($MKSIZE^2$): از نسبت بدهی بلندمدت (بدهی که در دست‌کم یک سال تسویه می‌شود) به کل بدهی برای اندازه‌گیری بدهی بلندمدت استفاده شده است.

بدهی کوتاه مدت (PPE_ENCOST^3): از نسبت بدهی کوتاه‌مدت (بدهی که در یک سال تسویه می‌شود) به کل بدهی برای اندازه‌گیری بدهی کوتاه مدت استفاده شده است.

شرکت‌های آسیب‌پذیر ($NFIRMS^4$): برای متمایز کردن شرکت‌های آسیب‌پذیر از سایر شرکت‌ها از منظر کوچکی، تنوع کم‌تر و رشد آهسته از شاخص وایت و وو^۵ (۲۰۰۶) استفاده می‌شود.

$$WW=80.04+5.182CFO+0.106DIV+5.112Lev+0.662Log TA$$

Div: سود تقسیمی بر دارایی‌ها

Lev: نسبت بدهی به دارایی‌ها

CFO: جریان نقد حاصل از عملیات که بر جمع دارایی‌ها در انتهای دوره تقسیم شده است.

LogTA: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

روش استفاده از این شاخص بدین ترتیب است که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص WW وارد کرده، مقدار WW محاسبه می‌شود. مقادیر از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب و سپس به پنج قسمت تقسیم شده‌اند که می‌توان شرکت‌های موجود در پنجم، چهارم و پنجم را به عنوان شرکت‌های آسیب‌پذیر شناسایی کرد.

حفظ پایداری مالی

بمنظور سنجش حفظ پایداری مالی شرکت‌ها از شاخص (Z_Score) بر اساس رابطه زیر استفاده می‌شود.

$$Z_Score = 17.330 - 37.486C - 15.216Div + 3.394Lev + 1.402MTB$$

C: نسبت وجه نقد بر دارایی‌های شرکت

Div: سود تقسیمی بر دارایی‌های شرکت

Lev: نسبت بدهی به دارایی‌های شرکت

MTB: نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت

روش استفاده از این شاخص بدین ترتیب است که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص Z_Score وارد کرده، مقدار Z_Score محاسبه می‌شود. در صورتی که مقدار محاسبه شده از مقدار عددی ۳ کم‌تر باشد شرکت دارای پایداری مالی می‌باشد.

متغیرهای کنترل

اندازه شرکت (SIZE): که از لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

اهرم مالی (LEV): مجموع بدهی‌ها تقسیم بر دارایی‌های شرکت i در سال t.

¹. Differentiate

². Market Size

³. Ppe Entry Cost

⁴. Number Firms

⁵. White and Wu

سن شرکت (AGE): برای محاسبه عمر شرکت از لگاریتم طبیعی عمر شرکت از تاریخ تأسیس تا سال مورد بررسی استفاده می شود.

جدول ۱. انتخاب نمونه آماری پژوهش

۵۶۸	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۱
(۷۶)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۹۶ - ۱۴۰۱ داده‌های آن‌ها در دسترس نبود.
(۶۴)	تعداد شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۶ در بورس پذیرفته شده‌اند.
(۱۱۹)	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گرهای مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.
(۳۹)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۹۶ - ۱۴۰۱ تغییر سال مالی دادند.
(۶۹)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد.
(۵۵)	تعداد شرکت‌هایی که در بازه زمانی پژوهش توقف معاملاتی بیش از شش ماه داشتند.
۱۴۶	تعداد شرکت‌های غربالگری شده

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

الف) آزمون نرمال بودن

برای بررسی کردن توزیع نرمال متغیرها از آزمون کلموگروف- اسمیرنوف استفاده شده است با این توضیح که آزمون کلموگروف- اسمیرنوف یک آزمون تطابق توزیع برای داده‌های کمی می‌باشد.

ب) آزمون همبستگی

این ضریب همبستگی، روشی پارامتری است که برای داده‌هایی با توزیع نرمال یا تعداد داده‌های زیاد استفاده می‌شود. مفهوم معنی‌داری در همبستگی این است که آیا همبستگی بدست آمده بین دو متغیر را می‌توان شانس دانست یا واقعاً نشان می‌دهد بین دو متغیر همبستگی وجود دارد. این موضوع که نشان می‌دهد عدد بدست آمده معنی‌دار است یا نه از خود عدد بدست آمده بااهمیت‌تر است.

ج) آزمون هم خطی

هم خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن R، مدل دارای اعتبار بالایی نباشد. به بیان دیگر، با وجود آن که مدل خوب به نظر می‌رسد، ولی دارای متغیرهای مستقل معنی‌داری نمی‌باشد.

آمار استنباطی مورد استفاده در این پژوهش عبارتند از:

- آزمون نرمال بودن
- آزمون همبستگی
- آزمون رگرسیون چندگانه
- آزمون دوربین- واتسن^۱
- آزمون هم خطی

^۱. Durbin- Watson d Test

- آزمون رگرسیون پانل دیتا
- آزمون چاو یا F مقید
- آزمون هاسمن^۱

جدول ۲. شاخص‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

	DIFF	MKSIZE	PPE_ENCOST	NFIRMS	Z_Score	SIZE	LEV	Age
میانگین	۰/۲۴۳	۰/۲۳۴	۰/۳۲۵	۰/۲۰۲	۰/۱۳۵	۱۲/۱۳۲	۰/۳۹۵	۱/۱۲۳
میانه	۰/۲۲۹	۰/۲۰۲	۰/۳۰۰	۰/۱۹۲	۰/۱۲۰	۱۲/۰۰۹	۰/۳۲۰	۱/۱۲۲
بیشینه	۰/۴۵۲	۰/۳۱۲	۰/۵۴۴	۰/۴۵۰	۰/۱۹۰	۱۲/۳۵۰	۰/۴۹۲	۱/۲۹۱
کمینه	۰/۱۱۵	۰/۰۱۴	۰/۱۰۲	۰/۰۰۹	۰/۱۰۰	۱۱/۱۰۰	۰/۳۰۱	۱/۰۹۹
انحراف معیار	۰/۴۵۰	۱/۳۶۵	۰/۳۶۷	۱/۱۱۱	۰/۹۸۷	۲/۱۳۲	۱/۹۷۴	۱/۰۵۲
ضریب چولگی	۰/۲۲۵	۰/۹۶۸	۱/۱۱۱	۱/۴۵۱	۰/۶۲۵	۱/۱۰۷	۰/۸۴۵	-۱/۴۴۱
ضریب کشیدگی	۰/۶۲۳	۱/۰۰۷	۱/۰۳۴	۰/۳۹۵	۱/۲۰۵	۰/۸۴۵	۱/۸۵۱	۱/۰۰۱
آماره جاکو برا	۲۳/۶۶۵	۲۵/۳۰۲	۱۹/۶۲۵	۲۰/۲۲۵	۱۸/۹۲۷	۲۰/۲۲۵	۱۳/۲۵۴	۱۶/۸۵۴
احتمال آماره جاکو برا	۰/۲۰۵	۰/۳۳۹	۰/۱۰۷	۰/۳۳۵	۰/۴۵۵	۰/۳۸۵	۰/۲۴۱	۰/۱۱۸

بر اساس داده‌های مندرج در جدول ۲ مشاهده می‌شود، مقدار میانگین متغیر ساختار بدهی شرکت‌های مورد مطالعه طی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱، ۰/۲۴۳ است. انحراف معیار برای متغیر ساختار بدهی، ۰/۱۵۷ است. گفتنی است بیش‌ترین مقدار متغیر ساختار بدهی برابر با ۰/۴۵۲ و کم‌ترین مقدار آن برابر با ۰/۴۵۰ است. ویژگی‌های کیفی سایر متغیرها نیز در جدول ۲ مشهود است. در نهایت، با توجه به سطح معناداری محاسبه شده برای متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون جاکو برا که بیش از ۰/۰۵ بدست آمده، نشان می‌دهد توزیع متغیرهای پژوهش نرمال است.

بررسی ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

ضریب همبستگی ابزاری آماری برای تعیین نوع و درجه رابطه یک متغیر کمی با متغیر کمی دیگر است. ضریب همبستگی، یکی از معیارهای مورد استفاده در تعیین همبستگی دو متغیر است. ضریب همبستگی شدت رابطه و هم‌چنین، نوع رابطه (مستقیم یا معکوس) را نشان می‌دهد. این ضریب بین ۱ تا -۱ است و در صورت عدم وجود رابطه بین دو متغیر، برابر صفر است. با انجام آزمون همبستگی به بررسی ارتباط ابتدایی بین متغیرها می‌پردازیم. در صورتی که ضریب همبستگی بین متغیرها بین ۰ و +۱ قرار گیرد نشان از وجود رابطه مثبت و مستقیم بین متغیرها و در صورتی که بین ۰ و -۱ قرار گیرد رابطه منفی و معکوس است.

جدول ۳. ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

	DIFF	MKSIZE	PPE_ENCOST	NFIRMS	Z_Score	SIZE	LEV	Age
DIFF	۱/۰۰۰۰	۰/۷۰۵۱۸۱						

MKSIZE	۰/۷۰۵۱۸۱	۱/۰۰۰۰						
	۰/۰۰۰۰	-----						
PPE_ENCOST	۰/۵۳۶۲۵	۰/۸۲۵۴۵	۱/۰۰۰۰					

^۱. Hausman Test

	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-----					
NFIRMS	۰/۷۹۵۸۷	۰/۳۶۵۸۷	۰/۰۸۵۶۴	۱/۰۰۰۰				
	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۳	۰/۰۶۵۵۶	-----				
Z_Score	-۰/۴۵۸۷۷	-۰/۳۸۵۷۴	۰/۵۹۶۸۷	۰/۵۶۹۸	۱/۰۰۰۰			
	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-----			
SIZE	۰/۰۳۵۲۴۵	۰/۰۵۳۵۷۸	۰/۰۶۸۷۹۷	۰/۲۴۷۹	۰/۰۸۰۲	۱/۰۰۰۰		
	۰/۱۴۰۷	۰/۲۹۸۲	۰/۱۸۱۴	۰/۰۰۰۰	۰/۱۱۹۶	-----		
LEV	۰/۳۰۵۸۲۸	۰/۵۰۶۹۶۶	۰/۳۲۴۶۶	-۰/۱۴۴۳	-۰/۲۵۷۳	۰/۰۹۶	۱/۰۰۰۰	
	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۵۲۸۶	۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۶	-----	
Age	-۰/۰۲۴۵۴	۰/۱۰۵۲۶	۰/۲۳۵۵۶	۰/۸۶۹۵۸	۰/۰۹۸۵۷۸	۰/۲۵۰	-۰/۰۲۱۵۵	۱/۰۰۰۰
	۰/۶۳۵۲۴	۰/۱۳۰۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۳۲۶۵	۰/۰۰۰	۰/۵۴۵۲۵	-----

همان‌گونه که در جدول ۳ ملاحظه می‌شود، بین ساختار بدهی، بدهی بلندمدت و کوتاه‌مدت با حفظ ثبات و پایداری مالی رابطه منفی و معکوس وجود دارد (به دلیل قرار گرفتن ضریب بین ۰ و -۱).

بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

این آزمون‌ها در اقتصاد سنجی برای تجزیه و تحلیل داده‌های اقتصادی استفاده می‌شوند. نتیجه آزمون در جدول ۳ آورده شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج	لوین، لین و چو		متغیرها
	احتمال	آماره	
متغیر مانا است	۰/۰۰۲	-۱۸/۲۲۶۱	DIFF
متغیر مانا است	۰/۰۰۱	-۲۰/۴۶۵	MKSIZE
متغیر مانا است	۰/۰۰۱	-۲۵/۱۴۴۸	PPE_ENCOST
متغیر مانا است	۰/۰۰۰	-۱۸/۳۶۲۵	NFIRMS
متغیر مانا است	۰/۰۰۱	-۱۷/۴۷۱۵	Z_Score
متغیر مانا است	۰/۰۰۰	-۲۰/۳۳۶۲	SIZE
متغیر مانا است	۰/۰۰۲	-۱۸/۵۲۸۴	LEV
متغیر مانا است	۰/۰۰۳	-۲۶/۶۶۲۵	Age

همان‌گونه که در جدول ۴ ملاحظه می‌شود، با توجه به این که سطح معناداری محاسبه شده برای هر یک از متغیرهای پژوهش کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده نشان می‌دهد همه متغیرها مانا هستند و نیازی به آزمون هم‌جمعی^۱ نداریم.

آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون هادری

. با توجه به نتایج آزمون هادری (احتمال آزمون کمتر از ۰/۰۵) تمامی متغیرها نرمال هستند. نتایج آزمون هادری در جدول ۵ نشان داده شده است.

^۱. Cointegration Test

جدول ۵. نتایج آزمون هادری

متغیرهای پژوهش	مقدار آماره	سطح احتمال	نتیجه آزمون
DIFF	-۳۵/۴۸۵۷	۰/۰۰۰۱	توزیع نرمال است
MKSIZE	-۲۳/۶۶۳۵	۰/۰۰۰۰	توزیع نرمال است
PPE_ENCOST	-۴۰/۲۵۱۴	۰/۰۰۰۰	توزیع نرمال است
NFIRMS	-۲۵/۲۲۵۱	۰/۰۰۰۱	توزیع نرمال است
Z_Score	-۳۷/۳۲۵۴	۰/۰۰۰۰	توزیع نرمال است
SIZE	-۲۰/۲۵۱۴	۰/۰۰۰۰	توزیع نرمال است
LEV	-۳۰/۳۲۶۵	۰/۰۰۰۲	توزیع نرمال است
Age	-۲۲/۰۰۲۱	۰/۰۰۰۰	توزیع نرمال است

آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

جدول ۶. آزمون F لیمر و هاسمن برای مدل‌های پژوهش

مدل‌های آزمون فرضیه‌های پژوهش	لیمر F	هاسمن	نتیجه آزمون
$Z_Score_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIFF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \epsilon_{it}$	۱/۸۴۷۵	۳/۵۲۴۴	روش تلفیقی
سطح معنی‌داری	۰/۵۰۸۸	۰/۰۱۴۴	
$Z_Score_{it} = \beta_0 + \beta_1 MKSIZE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \epsilon_{it}$	۲/۳۲۵	۶/۵۸۷۷	روش تلفیقی
سطح معنی‌داری	۰/۵۵۵۴	۰/۰۰۹۷	
$Z_Score_{it} = \beta_0 + \beta_1 PPE_ENCOST_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \epsilon_{it}$	۴/۶۲۵۸	۸/۰۰۸	روش تلفیقی
سطح معنی‌داری	۰/۱۵۸۷	۰/۰۳۲۱	
$Z_Score_{it} = \beta_0 + \beta_1 NFIRMS_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \epsilon_{it}$	۵/۰۹۸۷	۴/۶۲۵۱	روش تلفیقی
سطح معنی‌داری	۰/۲۰۱۱	۰/۰۴۷۸	

نتایج تحلیل مدل پژوهش نشان می‌دهد به دلیل اینکه سطح معنی‌داری آزمون اف‌لیمر بیش از ۰/۰۵ بدست آمده، برای آزمون مدل و فرضیه‌های پژوهش از روش تلفیقی بهره گرفته می‌شود و نیازی به آزمون هاسمن نیست.

آزمون عدم هم‌خطی چندگانه

جدول ۷. عامل تورم واریانس متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	VIF مقدار آماره	Tolerance
DIFF	۱/۸۹۶۸	۰/۴۵۸۸
MKSIZE	۲/۲۲۸۷	۰/۵۲۴۱
PPE_ENCOST	۱/۳۶۵۹	۰/۳۳۲۵
NFIRMS	۳/۷۷۴۸	۰/۲۰۵۰
Z_Score	۲/۱۰۲۱	۰/۴۴۷۸
SIZE	۱/۰۰۹	۰/۲۰۵۱

مدیریت نوآفرینی			۱۰۴
۰/۳۳۶۸	۱/۱۳۶۵	LEV	
۰/۴۱۵۷	۲/۱۴۵۷	Age	

بر اساس داده‌های مندرج در جدول ۷ مقدار تورم واریاسن برای همه متغیرها کم‌تر از ۵ است و همچنین، مقدار تولرانس بیش از ۰/۲ می‌باشد. لذا متغیرها در مدل رگرسیون از تناسب خوبی برخوردارند.

آمار استنباطی

جدول ۸. نتایج آزمون آماری فرضیه اول

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	t آماره	سطح معناداری
ساختار بدهی	-۰/۷۱۵	۰/۰۲۵	-۲۸/۶۰۰	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۰۸۴	۰/۲۰۶	۰/۴۰۹	۰/۶۸۲
Lev	-۰/۵۴۴	۰/۰۰۱	-۴/۴۱۷	۰/۰۰۰
Age	۰/۴۵۲	۰/۱۴۵	۳/۱۱۷	۰/۰۰۸
F آماره	۶۹/۲۲۸۴		ضریب تعیین	۰/۹۰۰۸
F سطح معناداری آماره	۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۹۵۳
Heteroskedasticity Test (LM Test): (0.99) (0.005)				
			مقدار دوربین- واتسون	۱/۸۳۹۰

همان‌گونه که از فرضیه نخست می‌بایست استنباط کرد ساختار بدهی تاثیری معنادار بر ثبات و پایداری مالی دارد. به بیان دیگر، هرچه ساختار بدهی سنگین‌تر باشد ثبات و پایداری مالی کاهش پیدا می‌کند و در بررسی اندازه شرکت می‌توان گفت که شرکت‌های بزرگ‌تر ثباتی بیش‌تر دارند.

جدول ۹. نتایج آزمون آماری فرضیه دوم

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	t آماره	سطح معناداری
بدهی بلندمدت	-۰/۸۱۹	۰/۰۹۹	-۸/۲۷۳	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۲۹۱	۰/۰۹۸	۲/۹۶۹	۰/۰۰۶
Lev	۰/۰۵۲	۰/۰۱۹	۲/۶۷۷	۰/۰۰۷
Age	۰/۴۱۱	۰/۱۰۹	۳/۷۴۶	۰/۰۰۰۰
F آماره	۷۰/۱۱۵۶		ضریب تعیین	۰/۸۰۴۳
F سطح معناداری آماره	۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۶۳۹
Heteroskedasticity Test (LM Test): (0.99) (0.09)				
			مقدار دوربین- واتسون	۱/۹۷۹۳

در بررسی نتیجه آزمون فرضیه دوم باید گفت که استفاده زیاد از بدهی بلند مدت باعث کاهش ثبات مالی یا عملکرد شرکت می‌شود و بین متغیرهای بررسی شده و ثبات عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه‌ای معنادار وجود دارد؛ بویژه بدهی بلند مدت و اهرم مالی اثر منفی و قوی دارند در حالی که اندازه شرکت اثر مثبت دارد.

جدول ۱۰. نتایج آزمون آماری فرضیه سوم

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	t آماره	سطح معناداری
بدهی‌های کوتاه مدت	-۰/۶۶۳	۰/۰۱۹	-۳۴/۸۹۴	۰/۰۰۰
SIZE	۰/۵۴۸	۰/۱۷۴	۳/۱۴۹	۰/۰۰۰
Lev	-۰/۴۵۵	۰/۱۳۰	-۳/۵۰۰	۰/۰۰۰
Age	-۰/۶۸۸	۰/۰۹۵	-۷/۲۴۲	۰/۰۰۰
F آماره	۳۵/۷۳۳		ضریب تعیین	۰/۹۰۱۷
F سطح معناداری آماره	۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۳۶۵
Heteroskedasticity Test (LM Test): (0.99) (0.09)				
			مقدار دوربین- واتسون	۱/۸۲۵۴

در نتیجه آزمون فرضیه سوم مشاهده می‌شود که بدهی‌های کوتاه مدت تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد چراکه بدهی‌های کوتاه‌مدت می‌توانند به شرکت کمک کنند تا نقدینگی لازم برای تامین نیازهای عملیاتی را فراهم کند بدون اینکه نیاز به تامین مالی بلند مدت داشته باشند.

جدول ۱۱. آزمون فرضیه چهارم

احتمال	t آماره	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
۰/۰۱۵۲	۴/۱۵۲۴۱۰	۰/۰۳۵۶۶۸	۰/۱۴۸۱۱	Nfirms شرکت‌های آسیب‌پذیر
۰/۰۰۰۰	۳/۷۴۹۱	۰/۰۸۵۷۴	۰/۳۲۱۴۴	Size اندازه شرکت
۰/۰۰۰۰۰	-۱۱/۰۹۸۷	۰/۰۳۵۶۸	-۰/۳۹۵۸۷	LEV نسبت بدهی
۰/۰۰۰۰	۶/۲۵۹۳	۰/۱۰۴۵	۰/۶۵۴۱	Age سن شرکت
۱/۹۳۹۳	آماره دوربین واتسون	۰/۸۰۷۱		ضریب تعیین
		۰/۸۰۵۰		ضریب تعیین تعدیل شده
		۴۶/۶۵۸۴		F آماره
		۰/۰۰۰۰		F سطح احتمال آزمون

با توجه به فرضیه چهارم مدیریت ساختار سرمایه برای شرکت‌های آسیب‌پذیر که نسبتاً کوچک، تنوع کم‌تر و رشد آهسته دارند، بر پایداری مالی تأثیر دارد. همان‌گونه که از فرضیه‌های قبلی نیز استنباط شد، بدهی بلند مدت باعث افزایش هزینه‌های تامین مالی می‌شود، ریسک‌های اعتباری را افزایش می‌دهد و در شرایط نامساعد بازار بدهی‌های زیاد می‌تواند شرکت را به سمت مشکلات نقدینگی هدایت کند.

یافته‌های پژوهش

تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش با گردآوری، تلخیص، پردازش و آزمون فرضیه‌ها انجام شده است که در آن در صدد بررسی تأثیر رتبه رقابت‌پذیری بر حفظ پایداری مالی بوده‌ایم. ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را مورد بررسی قرار دادیم، سپس مانایی و نرمال بودن متغیرهای پژوهش را بررسی کرده و در ادامه انجام آزمون ناهمسانی واریانس و هم خطی و آزمون F لیمر جهت pooled و panel بودن فرضیه‌ها و انجام آزمون هاسمن برای انتخاب روش اثرات ثابت و تصادفی بودن فرضیه‌ها را آزمون

کردیم و در نهایت، اقدام به آزمون نهایی فرضیه‌های پژوهش کردیم. نتایج پژوهش تأیید کرد که مدیریت کارآمد ساختار سرمایه، بویژه در ابعاد ساختار بدهی، بدهی بلندمدت، و بدهی کوتاه‌مدت، تأثیری منفی و معنادار بر پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. این تأثیر منفی نشان‌دهنده این است که افزایش بدهی‌ها (چه کوتاه‌مدت و چه بلندمدت) می‌تواند ریسک مالی شرکت‌ها را افزایش داده و پایداری مالی آنها را تضعیف کند. با این حال، در شرکت‌های آسیب‌پذیر (کوچک، با تنوع کم‌تر و رشد آهسته)، مدیریت ساختار سرمایه تأثیری مثبت و معنادار بر پایداری مالی دارد که نشان‌دهنده اهمیت استراتژی‌های مالی مناسب در این شرکت‌هاست. ضریب تعیین تعدیل‌شده بالا در تمام مدل‌ها (بین ۰/۷۶۳۹ تا ۰/۸۹۵۳) نشان‌دهنده توانایی بالای مدل‌ها در توضیح تغییرات پایداری مالی است.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف کلی این پژوهش تعیین تأثیر مدیریت ساختار سرمایه شرکت‌ها بر حفظ ثبات و پایداری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بر اساس نظریه کارایی بازار سرمایه ایجاد ساختار مناسب ارزشی برای سهامداران از اهداف مهم و ضروری شرکت‌ها است و هنگامی محقق می‌شود که شرکت‌ها سلامت مالی داشته باشند. تعیین ساختار سرمایه یکی از راههایی است که می‌توان با به کارگیری آن، به استفاده مناسب از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هم‌چنین، جلوگیری از به هدر رفتن منابع اقدام کرد. با پیش‌بینی بیشینه ظرفیت ایجاد سرمایه در هر فرصت سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران می‌توانند برنامه تأمین مالی خود را طراحی کنند و با کم‌ترین احتمال ناتوانی در بازپرداخت بدهی‌ها، فعالیت‌های خود را آغاز کنند. تئوری ساختار سرمایه دو مدل رقیب را برای تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی ارائه می‌دهد؛ مدل توازی و مدل ترجیحی. در مدل توازی، شرکت‌ها اهرم بهینه را با برقراری توازن میان منافع و هزینه‌های بدهی‌ها شناسایی می‌کنند، اما در مدل ترجیحی، شرکت‌ها تأمین مالی را ابتدا با سود انباشته، سپس با بدهی‌ها و در نهایت با اوراق سهام انجام می‌دهند. پژوهش‌های تجربی نتایج متناقضی را در مورد چگونگی انتخاب ساختار سرمایه برای شرکت‌ها ارائه می‌دهد.

لذا می‌توان گفت که با افزایش ثبات سود از راه هزینه‌های اختیاری غیر عادی، پایداری مالی کاهش پیدا می‌کند. با توجه به تئوری نمایندگی این طور می‌توان تحلیل کرد که چون مدیران به دنبال افزایش منافع خود هستند سود را با توجه به آن دستکاری می‌کنند. این دستکاری در زمان‌های گوناگون و با توجه به مقدار رقابت و رقبا متفاوت است.

چون مقدار ثبات سود در دوره‌های گوناگون متفاوت است، بنابراین، پایداری سود نیز با تردید روبه‌رو می‌شود. هر چه پایداری سود بیش‌تر باشد، یعنی شرکت توان بیش‌تری برای حفظ سودهای جاری دارد و فرض می‌شود کیفیت سود شرکت بالاتر است (دیانا الحاجایی و مصطفی بسیم، ۲۰۲۴)^۱. پایداری سود از جمله ویژگی‌های کیفیت سود مبتنی بر داده‌های حسابداری می‌باشد و شاخصی است که به سرمایه‌گذاران در ارزیابی سودهای آتی و جریان‌های نقدی شرکت کمک می‌کند.

سرمایه‌گذاران در برآورد سودهای آتی و جریان‌های نقدی مورد انتظار خود به بخش پایدار سود بیش‌تر از بخش ناپایدار آن اهمیت می‌دهند (محمدی، علی و قاسمی، محمد، ۱۴۰۱). از این رو، ثبات سود می‌تواند با کاهش پایداری و کیفیت سود، پیش‌بینی‌ها و ارزیابی‌ها را دچار خطا کند. سود از دو بخش نقدی و تعهدی تشکیل شده است. در یک پژوهش بنیادی، بین پایداری جزء تعهدی و جزء نقدی سود تمایز قائل شد و بیان داشت که جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی سود پایداری بیش‌تری دارد، نیز بیان می‌کنند که پایداری مالی به پایداری جریان‌های نقدی و نه اقلام تعهدی مربوط است و اگر جریان‌های نقدی پایدار باشد، می‌توان گفت سود نیز پایدار است. در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که ثبات سود از راه فعالیت‌های واقعی بر بخش نقدی سود تأثیر گذاشته و پایداری آن را کاهش می‌دهد.

در این راستا، (لی، ۲۰۱۹)^۲ نیز به این نتیجه رسید که ثبات سود از راه فعالیت‌های واقعی پایداری جریان‌های نقدی را نسبت به پایداری اقلام تعهدی بیش‌تر تحت تأثیر قرار می‌دهد. همان‌گونه که مشخص است، پایداری مالی به پایداری جریان‌های نقدی

^۱. Diana Alhajjeh, & Besim, (2024)

^۲. Li, 2019

بستگی دارد و ثبات سود می‌تواند پایداری جریان‌های نقدی را تحت تأثیر قرار دهد. بیان می‌کنند که سود پایدار و با کیفیت، در پیش‌بینی‌ها و قیمت‌گذاری سهام سودمند است زیرا این سود دلالت بر جریان‌های نقدی پایدارتر دارد و این جریان‌های نقد مبنای قیمت‌گذاری هستند (لی، ۲۰۱۹) نیز می‌گوید، سود شاخصی است که با استفاده از آن می‌توان به پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی پرداخت و اگر سود پایدار و با کیفیت باشد، توانایی این پیش‌بینی افزایش پیدا می‌کند. به باور مدیران انگیزه دارند تا با ثبات سود واقعی به دنبال بهتر نشان دادن عملکرد شرکت و بیشینه کردن منافع باشند، هر چند که این کار باعث کاهش پایداری و کیفیت سود می‌شود. از این رو، وقتی ثبات سود اتفاق می‌افتد، پایداری و کیفیت سود کاهش یافته و در نتیجه بر توانایی آن در پیش‌بینی جریان‌های نقد تأثیر می‌گذارد.

با توجه به نتایج فرضیه‌های پژوهش که نشان داد ساختار بدهی بر پایداری مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران تأثیر دارد پیشنهاد می‌شود ساختار بدهی شرکت‌های بورسی بازمهندسی شود زیرا که از یک طرف با توجه به شواهد موجود در ادبیات ثبات سود، پایداری ارقام تعهدی را افزایش داده که این امر به نوبه خود باعث کاهش کیفیت سود می‌شود و از سوی دیگر، هموارسازی سود به افزایش پایداری و در نتیجه، افزایش قابلیت پیش‌بینی سود منجر می‌شود که این موضوع در نهایت به بهبود کیفیت سود می‌انجامد. لذا، مدیریت پایداری سود در رأس برنامه‌های استراتژیک شرکت‌های بورسی قرار گیرد.

بمنظور انجام پژوهش‌های آتی در ارتباط با این پژوهش، موضوعات زیر پیشنهاد می‌شود:

تأثیر متغیرهای دیگری که امکان تأثیرگذاری آن‌ها بر نتایج پژوهش منتفی نیست، متغیرهایی مانند نوسانات شاخص‌های عمده اقتصادی، شرایط سیاسی، ادوار تجاری رکود و رونق در بازار سرمایه. لذا اثر آن‌ها در پژوهش‌های آتی مورد مطالعه قرار گیرد.

منابع

- اکبری، محسن، فرخنده، مهسا، و ایاغ، زهرا. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر عملکرد مالی با تعدیل‌کنندگی کیفیت افشای اطلاعات: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۱۷(۱)، ۲۹-۴۴.
- حشمتی، نرگس. (۱۴۰۱). مطالعه اثر ساختار سرمایه بر قابلیت پیش‌بینی سود مبتنی بر ارقام تعهدی و انعطاف پذیری مالی دومین کنفرانس سراسری مطالعات و یافته‌های نوین در مدیریت و حسابداری ایران.
- سعیدا اردکانی، سعید، ایزدی، مینو، و ایزدی، فاطمه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده اقتصادی با توجه به شدت رقابت در بازار محصول در صنعت (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران). مدیریت دارایی و تامین مالی، ۱۶(۱)، ۷۳-۸۸.
- شریفی، محمد، و حسینی، سید علی. (۱۴۰۰). تحلیل تأثیر ساختار سرمایه بر ریسک مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱۰(۳۹)، ۴۵-۶۰.
- علیدوست، خدارحم. (۱۳۹۶). بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و پایداری سود با تأکید بر سود نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری، اقتصاد و مدیریت.
- فروغی، داریوش، امیری، هادی و ابراهیمیان، آزیتا. (۱۳۹۶). پایداری سود و اجزای تشکیل دهنده آن در سطح صنعت و شرکت. کریمی، فاطمه، و عباسی، ابراهیم. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و پایداری سود در شرکت‌های تولیدی بورس تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲(۴۷)، ۸۵-۱۰۴.
- محمدی، علی، و قاسمی، محمد. (۱۴۰۱). تحلیل تأثیر اهرم مالی و ساختار سرمایه بر ریسک مالی و پایداری شرکت‌های بورسی. فصلنامه مدیریت و حسابداری، ۱۴(۳)، ۴۵-۶۲.
- مشکی، مهدی، و نوردیده، لطیف. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر مدیریت سود در پایداری سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۱)، ۱۰۵-۱۱۸.

و ثوق رجبی، سما، و احسانی، مجتبی. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین دارایی های سازمانی، فرصت های سرمایه گذاری و سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کنفرانس ملی مدیریت، حسابداری و توسعه کسب و کار.

Allee, K. D., Do, C., & Sterin, M. (2021). Product market competition, disclosure framing, and casting in earnings conference calls. *Journal of accounting and economics*, 72(1), 101405 .

Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383 .

Kothari, S. P., Mizik, N., & Roychowdhury, S. (2016). Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation. *The accounting review*, 91(2), 559-586 .

Diana Alhajjeah, & Besim, M. (2024). Firms' capital structure during crises: Evidence from the United Kingdom. *Sustainability*, 16(13), 1–25. <https://doi.org/10.3390/su16135321>

Li, V. (2019). The effect of real earnings management on the persistence and informativeness of earnings. *The British Accounting Review*, 51(4), 402-423 .

Liu, Q., Qu, X., Wang, D., Abbas, J., & Mubeen, R. (20۲۲). Product market competition and firm performance: business survival through innovation and entrepreneurial orientation amid COVID-19 financial crisis. *Frontiers in Psychology*, 12, 790923 .

Martinez, C. (2015). Integrated reporting and information asymmetry. *SSRN Electronic Journal*. doi, 10 .

Mubeen, R., Han, D., Abbas, J., Raza, S., & Bodian, W. (2022). Examining the relationship between product market competition and Chinese firms performance: the mediating impact of capital structure and moderating influence of firm size. *Frontiers in Psychology*, 12, 709678 .

Nguyen, L. T. M., Le, D., Vu, K. T., & Tran, T. K. (2023). The role of capital structure management in maintaining the financial stability of hotel firms during the pandemic—A global investigation. *International journal of hospitality management*, 109, 103366 .

Suryanto, T., & Thalassinou, I. E. (2025). Artificial intelligence in financial decision-making: A bibliometric analysis. *International Review of Financial Analysis*, 93, 102345.

The Impact of Efficient Capital Structure Management on Financial Stability and Sustainability of Listed Companies in Tehran Stock Exchange

Samira Ansari^{*1}, Parviz Dindar Farkushi²

Article Info	Abstract
Article type: Research Article	In today's dynamic and competitive business landscape, achieving and sustaining a competitive advantage is critical for the survival and superior performance of companies. In this context, the management of a company's capital structure serves as a pivotal mechanism for fostering corporate breakthroughs, incentivizing managers to align their strategies with the interests of shareholders and enhance overall firm performance. The primary objective of this study is to investigate the impact of capital structure management on maintaining the financial stability and sustainability of companies listed on the Tehran Stock Exchange, while considering the implications within the current economic conditions of society. This research falls within the domain of positive financial studies. Methodologically, it is classified as an ex-post facto study. Furthermore, the research is descriptive in nature, specifically causal (cause-and-effect), and employs regression equations, with an applied objective. The statistical population comprises all companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2017 and 2022, selected through a screening method. The collected data were organized using Microsoft Excel 2020, and the final analysis was conducted using the EViews 10 econometric software. The results indicate that debt structure, long-term debt, and short-term debt significantly influence the financial sustainability of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Additionally, capital structure management has a notable impact on financial stability, particularly for vulnerable companies characterized by relatively small size, limited diversification, and slow growth in crisis management.
Keywords	Capital structure management, financial stability maintenance, capital market

Publisher: Islamic Azad University Qods Branch

Corresponding Author: Samira Ansari

Email: Ansarisamira2002@gmail.com

1. Master of Financial Management, Faculty of Humanities, Islamic Azad University, Qods City Branch, Tehran, Iran (Corresponding Author)

2. Assistant Professor, Faculty of Humanities, Islamic Azad University, Qods City Branch, Tehran, Iran
