

به نام خدایی که توکل بر او ما را کفایت می کند...

دانشگاه الزهراء (س)

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد
پایان نامه جهت اخذ مدرک کارشناسی ارشد
رشته مدیریت بازرگانی - گرایش مالی

عنوان:

آزمون تجربی تئوری توازی ایستاد بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

دکتر حسن قالیباف اصل

استاد مشاور:

دکتر شمس الهه شیرین بخش

دانشجو:

سلما ایزدی

اسفند ۱۳۸۶

۹۲۷۱۵

کتابخانه اساتید و دانشجویان
مکتب اهل بیت

MAY 22 1387

پاداشت

دستانی پر تلاش

و

چشمانی نکران

به

پدرو مادرم

۱۳۷۷ / ۴ / ۱۴

حرفی برای سپاس و ستایش

سپاسگذارم از او که این فرصت را برایم قرار داد تا بتوانم در محضر استادی دانشمند و دلسوز، درس چگونه زیستن را بیاموزم. استادانی که نه تنها اندیشه را، که اندیشیدن را می آموزند.

میش از همه وظیفه می دانم از زحمات و راهنمایی های بیدریغ استاد بزرگوارم جناب آقای دکتر حسن قالیباف اصل، تقدیر و تشکر نموده و از خداوند منان برای ایشان آرزوی نیکی خجسته و تندرستی نمایم.

از جناب آقای دکتر شاپور محمدی که بارها بهمانی های ارزشمندشان یاریم کردند، جناب آقای دکتر شیرین بخش، مشاور پیمان نامه و جناب آقای دکتر حسین عبده تبریزی، داور پیمان نامه، که با نگاه تفادان و دقیق اینجانب را مهربون لطف و محبت خود نمودند، بی نهایت تشکر می کنم.

در پیمان از همه عزیزانی که مراد جمع آوری این پژوهش یاری کردند، کمال سپاسگذاری را دارم.

چکیده

یکی از وظایف اساسی مدیران مالی در شرکت ها، تعیین بهترین ترکیب منابع تأمین مالی شرکت یا به عبارت دیگر ساختار سرمایه به منظور حداکثر سازی ارزش شرکت می باشد. بر اساس تئوری های مدرن ساختار سرمایه عوامل زیادی هستند که در تعیین ترکیب ساختار سرمایه مطلوب موثر هستند. لذا، در این تحقیق اثر عواملی مانند اندازه، سودآوری، دارایی های قابل وثیقه، ریسک تجاری و نقدینگی بر روی میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت ها، در قلمرو زمانی ۱۳۷۶-۱۳۸۵، یا به عبارت دیگر، تئوری توازی ایستا مورد آزمون قرار گرفته است. به همین منظور تعداد ۶۸ شرکت از فهرست شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه انتخاب گردیده و برای سنجش میزان ارتباط یا درجه همبستگی متغیرهای وابسته و مستقل مورد نظر، از مدل رگرسیون چندگانه با استفاده از داده های تابلویی^۱ استفاده شده است. نتایج حاصل نشان می دهد که در طول قلمرو زمانی تحقیق، عوامل اندازه، سودآوری و نقدینگی جزء عواملی هستند که ارتباط معکوس و معنادار و دو متغیر دارایی های قابل وثیقه و ریسک تجاری ارتباط معکوس ولی بی معنا با ساختار سرمایه دارند.

به طور خلاصه می توان نتیجه گرفت نتایج حاصل از این تحقیق در بورس اوراق بهادار تهران، با نتایج حاصل از تئوری توازی ایستا همخوانی ندارد.

در خاتمه پیشنهادهای در راستای اهداف پژوهش به محققین ارائه شده است.

واژه های کلیدی: ساختار سرمایه، داده های تابلویی، تئوری توازی ایستا، تئوری سلسله مراتب گزینه های تأمین مالی، فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی.

¹. Panel Data

فهرست مطالب

شماره صفحه

عناوین

فصل اول - کلیات تحقیق

- ۱-۱- مقدمه ۱
- ۲-۱- تعریف موضوع و بیان مسأله ۱
- ۳-۱- اهمیت و ضرورت تحقیق ۵
- ۴-۱- اهداف تحقیق ۵
- ۵-۱- پیشینه تحقیق ۶
- ۶-۱- تدوین الگوی تحقیق و فرضیات تحقیق: ۸
- ۱-۶-۱- فرضیه‌های تحقیق ۸
- ۲-۶-۱- روش تحقیق: ۸
- ۳-۶-۱- روش گردآوری اطلاعات ۹
- ۴-۶-۱- قلمرو تحقیق ۹
- ۷-۱- تعریف عملیاتی متغیرها ۱۱
- ۸-۱- خلاصه فصل و مطالب فصول بعدی: ۱۲

فصل دوم - مبانی نظری و پیشینه تحقیق

- ۱-۲- مقدمه ۱۳
- ۲-۲- ساختار سرمایه و تئوری های آن ۱۴
- ۱-۲-۲- ساختار سرمایه ۱۴
- ۲-۲-۲- تئوری های ساختار سرمایه ۱۵
- ۱-۲-۲-۲- مسأله ساختار سرمایه و حداکثر سازی ثروت سهامداران ۱۶
- ۲-۲-۲-۲- نظریه مودیلیانی و میلر ۱۷
- ۳-۲-۲-۲- الگوی میلر و در نظر گرفتن مالیات بر درآمد شخصی ۲۸
- ۴-۲-۲-۲- تئوری عدم تقارن اطلاعات ۲۸
- ۵-۲-۲-۲- تئوری سلسله مراتب گزینه های تامین مالی (تئوری ترجیحی) ۲۹
- ۶-۲-۲-۲- تئوری توازی ایستا ۳۰
- ۷-۲-۲-۲- فرضیه جریان نقدی آزاد ۳۲
- ۳-۲- عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه ۳۳
- ۱-۳-۲- محافظه کاری مدیران ۳۳

۳۴	۲-۳-۲- وام دهندگان و نگرش سازمان هایی که رتبه اعتباری شرکت ها را تعیین می کنند.....
۳۵	۳-۳-۲- ظرفیت استقراض و انعطاف پذیری مالی.....
۳۶	۴-۳-۲- کنترل.....
۳۷	۵-۲-۲- زمان بندی (شرایط عدم اطمینان).....
۳۸	۶-۳-۲- مالیات.....
۳۸	۷-۳-۲- نرخ بهره.....
۳۹	۸-۳-۲- قابلیت دسترسی به وجوه در بازار.....
۳۹	۹-۳-۲- نوع صنعت.....
۴۰	۱۰-۳-۲- فرصت های رشد.....
۴۰	۱۱-۳-۲- اندازه شرکت.....
۴۴	۱۲-۳-۲- سودآوری.....
۴۵	۱۳-۳-۲- دارایی های قابل وثیقه.....
۴۷	۱۴-۳-۲- ریسک تجاری.....
۴۹	۱۵-۳-۲- نقدینگی.....
۴۹	۴-۲- پیشینه تحقیق.....
۴۹	۱-۴-۲- تحقیقات خارجی.....
۵۹	۲-۴-۲- تحقیقات داخلی.....
	فصل سوم - روش تحقیق
۶۵	۱-۳- مقدمه.....
۶۶	۲-۳- طرح تحقیق.....
۶۶	۱-۲-۳- جامعه آماری تحقیق.....
۶۶	۲-۲-۳- نمونه آماری.....
۶۷	۱-۲-۲-۳- روش نمونه گیری.....
۶۸	۳-۲-۳- نحوه جمع آوری داده ها.....
۶۹	۴-۲-۳- روش تحقیق.....
۷۰	۵-۲-۳- روش های آماری.....
۷۰	۱-۵-۲-۳- تشکیل الگو برای داده های تلفیقی (مقطعی - سری زمانی).....
۷۱	۲-۵-۲-۳- مزیت استفاده از داده های تلفیقی نسبت به سری های زمانی و داده های مقطعی.....
۷۳	۳-۵-۲-۳- روش های تخمین.....
۷۵	۴-۵-۲-۳- مراحل تخمین مدل به وسیله داده های تلفیقی.....

۷۶	..... اثرات ثابت ۳-۲-۵-۵
۷۷	..... اثرات تصادفی ۳-۲-۵-۶
۷۸	..... آزمون هاوسمن ۳-۲-۵-۷
۸۱	..... نحوه محاسبه متغیرهای تحقیق ۳-۳-۳
۸۱	..... ساختار سرمایه: ۳-۳-۱
۸۲	..... اندازه شرکت: ۳-۳-۲
۸۲	..... سودآوری: ۳-۳-۳
۸۳	..... دارایی های قابل وثیقه: ۳-۳-۴
۸۳	..... ریسک تجاری: ۳-۳-۵
۸۴	..... نقدینگی: ۳-۳-۶
۸۴	..... روش آزمون فرضیات ۳-۴-۴
۸۵	..... الگوی پژوهش ۳-۴-۱
۸۷	..... بررسی نرمال بودن توزیع ۳-۴-۲
۸۷	..... بررسی نرمال بودن جملات اخلاص ۳-۴-۳
۸۸	..... بررسی خود همبستگی در جملات اخلاص ۳-۴-۴
۸۹	..... بررسی ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص ۳-۴-۵
۹۰	..... آزمون ریشه واحد دیکی - فولر ۳-۴-۶

فصل چهارم - تحلیل داده ها و آزمون فرضیات

۹۰	..... مقدمه ۴-۱-۱
۹۰	..... آمار توصیفی ۴-۲-۲
۹۷	..... تجزیه و تحلیل واریانس ۴-۳-۳
۹۷	..... آزمون فرضیات ۴-۴-۴
۹۸	..... نرمال بودن توزیع رگرسیون ۴-۴-۱
۹۹	..... نرمال بودن جملات اخلاص ۴-۴-۲
۱۰۰	..... خود همبستگی جملات اخلاص ۴-۴-۲
۱۰۰	..... ناهمسانی واریانس جملات اخلاص ۴-۴-۳
۱۰۱	..... رگرسیون تک متغیره ۴-۴-۴
۱۰۲	..... بررسی رابطه اندازه با ساختار سرمایه ۴-۴-۱
۱۰۲	..... بررسی رابطه سودآوری با ساختار سرمایه ۴-۴-۲
۱۰۳	..... بررسی رابطه دارایی های قابل وثیقه با ساختار سرمایه ۴-۴-۳

- ۱۰۳.....۴-۴-۴-۴- بررسی رابطه ریسک تجاری با ساختار سرمایه
- ۱۰۴.....۵-۴-۴-۴- بررسی رابطه نقدینگی با ساختار سرمایه
- ۱۰۴.....۵-۴-۴- تحلیل رگرسیون چند متغیری:
- ۱۰۷.....۶-۴-۴- رگرسیون با روش استپ وایز (مرحله به مرحله)
- ۱۰۸.....۷-۴-۴- بررسی فرضیات
- ۱۰۹.....۱-۷-۴-۴- فرضیه اول
- ۱۱۰.....۲-۷-۴-۴- فرضیه دوم
- ۱۱۱.....۳-۷-۴-۴- فرضیه سوم
- ۱۱۱.....۴-۷-۴-۴- فرضیه چهارم
- ۱۱۲.....۵-۷-۴-۴- فرضیه پنجم
- ۱۱۳.....۵-۴- خلاصه فصل:

فصل پنجم - تحلیل یافته ها و نتیجه گیری

- ۱۱۳.....۱-۵- مقدمه
- ۱۱۳.....۲-۵- خلاصه و نتیجه گیری
- ۱۲۰.....۳-۵- موانع و محدودیت های تحقیق
- ۱۲۰.....۴-۵- پیشنهادات جهت تحقیقات آتی
- ۱۲۲.....منابع و مأخذ
- ۱۲۲.....الف- منابع فارسی:
- ۱۲۴.....ب- منابع انگلیسی:

فهرست پیوست ها

شماره صفحه

عناوین

II	پیوست الف : اطلاعات متغیرهای تحقیق در دوره مورد بررسی
XXIV	پیوست ب : جداول آزمون ریشه واحد دیکی _ فولر برای متغیرهای تحقیق

فصل اول

کلیات تحقیق

۱-۱- مقدمه

در نظریات نوین مالی وظایف یک مدیر مالی در یک واحد بازرگانی تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، تصمیمات تأمین مالی و تصمیمات تقسیم سود می‌باشد. هر یک از تصمیمات مذکور می‌بایست در ارتباط با هدف شرکت باشد. اتخاذ تصمیمات مناسب و حساب شده سرمایه‌گذاری، در آینده سرمایه‌گذاری‌های سهامداران تأثیر عمده‌ای دارد. سرمایه‌گذاری در کالاهای سرمایه‌ای یکی از مهمترین جنبه‌های این‌گونه تصمیمات است که مربوط به تخصیص سرمایه به سرمایه‌گذاری‌هایی می‌شود که منافع آنها در دوره‌های بعد تحقق می‌یابد. تصمیمات تأمین مالی یکی دیگر از وظایف مهم شرکت در تعیین بهترین ترکیب مالی و به عبارت دیگر ساختار مالی است. هدف مدیر مالی از اتخاذ چنین تصمیماتی حداکثر کردن ارزش شرکت می‌باشد. بنابراین یک مدیر مالی در راستای به حداکثر رساندن ارزش شرکت، باید تعیین کند که دارایی‌های موجود در قسمت راست ترازنامه با چه ترکیبی و از چه منبعی تعیین گردد. تصمیم‌گیری در خصوص تقسیم سود شامل درصد درآمد پرداخت شده به سهامداران به شکل سود نقدی، سود سهام، سهام جایزه، تجزیه سهام و باز خرید سهام است. با توجه به مطالب فوق، یکی از وظایف مدیر مالی، تأمین مالی بهینه برای شرکت به منظور دستیابی به هدف مطلوب است.

۱-۲- تعریف موضوع و بیان مسأله

یکی از بحث‌های مهم دانشمندان امور مالی، تعیین ساختار مطلوب سرمایه است. سوال این است که آیا تغییر در ساختار سرمایه، بر ارزش کل شرکت و هزینه سرمایه آن، موثر است؟ با تعیین ساختار سرمایه ای که در آن میانگین موزون هزینه سرمایه به حداقل برسد، ارزش کل شرکت به حداکثر می‌رسد. این ساختار سرمایه را که منجر به حداکثر شدن ارزش کل

شرکت یا به حداقل رسیدن هزینه سرمایه می شود، ساختار مطلوب سرمایه می نامند. مفهوم ساختار مطلوب سرمایه کاربردهای مهمی دارد:

۱- مدیریتی که بتواند هزینه سرمایه را کاهش دهد، شاهد افزایش ارزش بازار شرکت خواهد بود.

۲- از آنجا که شرکت می تواند ساختار سرمایه خود را تغییر دهد و در نتیجه هزینه سرمایه خود را تا حدی کنترل کند، این قدرت را دارد که به صورتی غیر مستقیم (از طریق تغییر دادن ساختار سرمایه) ارزش بازار شرکت را تحت تأثیر قرار دهد.

۳- از آنجا که ساختار مطلوب سرمایه، باعث می شود ارزش کل شرکت به بالاترین حد ممکن برسد، ثروت سهامداران نیز به حداکثر می رسد. بنابراین، اهداف شرکت مبنی بر به حداقل رسانیدن هزینه سرمایه، با هدف مبنی بر به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران منافات ندارد.

به هر حال، از نظر مدیریت مالی، تعیین رابطه بین هزینه سرمایه، ساختار و ارزش کل شرکت، اهمیت بسیار زیادی دارد. زیرا می توان با استفاده از ساختار سرمایه بر ارزش کل شرکت تأثیر گذاشت. تاکنون کسی نتوانسته است، یک ساختار مطلوب سرمایه ارائه کند. در عین حال، برای دستیابی به یک چنین الگویی تحقیقات و آزمون های زیادی انجام شده است، که در ذیل به آنها اشاره می شود.

تئوری M&M: میلر و مودیلیانی^۱ در سال ۱۹۵۸ با ارائه نظریاتی ابراز نمودند که تحت مفروضات خاصی، از جمله وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه های ورشکستگی، نبود هزینه های نمایندگی و وجود تقارن اطلاعاتی در بین فعالان بازار سرمایه، تغییر در ساختار سرمایه بر ارزش کل شرکت اثر نمی گذارد. اما اندکی بعد در سال ۱۹۶۳ این دو اندیشمند، با لحاظ نمودن نواقص در بازار سرمایه و با حذف فرضیات غیر واقعی تئوری،

۱. Miller & Modigliani(MM)

استدلال کردند که بدهی برای شرکت سپر مالیاتی ایجاد می کند و منطقاً بایستی شرکت ها از استقرار بیشتری استفاده کنند، تا ارزش شرکت افزایش یابد.

الگوی میلر و در نظر گرفتن مالیات بر درآمد شخصی:

مرتون میلر در سال ۱۹۷۷ الگویی ارائه داد که مالیات شخصی را در آن وارد کرده بود و با مطالعه بازار سرمایه امریکا و اینکه نرخ موثر مالیات شخصی سهامدار کمتر از نرخ موثر مالیات شخصی دارنده اوراق قرضه است، به این نتیجه رسید که شرکت ها از مزایای سپر مالیاتی، به طور کامل نمی توانند استفاده کنند.

فرضیه عدم تقارن اطلاعات: این تئوری بیان می کند که سرمایه گذاران در مقایسه با مدیران درباره آینده کنونی شرکت اطلاعات کمتری دارند. گذشته از این مدیران می کوشند ارزش مورد نظر سهامداران کنونی را به حداکثر برسانند. بنابراین، اگر شرکتی آینده عالی داشته باشد، مدیریت تمایلی به انتشار سهام جدید نخواهد داشت. ولی اگر آینده چندان خوشایند نباشند، در آن صورت انتشار سهام به نفع سهامداران کنونی خواهد بود. در نتیجه سرمایه گذاران چنین می پندارند که با اعلان خبر انتشار سهام جدید قیمت سهام رو به کاهش می گذارد. اثر خالص اطلاعات نامتقارن یا پدیده هشدار دهنده این است که برای شرکت انگیزه ایجاد می کند که یک ظرفیت بالقوه گرفتن وام را برای خود حفظ نماید، تا در صورت کافی نبودن وجوه داخلی اقدام به استقراض نماید.

تئوری سلسله مراتب گزینه های تامین مالی (تئوری ترجیحی):^۲ این تئوری بیان می کند که شرکت ها در تامین منابع مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتب معینی را طی می کنند. شکل گیری این سلسله مراتب، نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعات است. طبق تئوری ترجیحی، در مواردی که بین مدیران و سرمایه گذاران برون سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تامین مالی درونی را ترجیح می دهند.

۲. Information Asymmetry Hypothesis

۳. The Pecking order theory

تئوری توازی ایستا^۴: در این تئوری فرض می شود شرکت یک نسبت بدهی مطلوب را تعیین نموده و کم کم به سوی آن حرکت می کند. طبق این فرضیه نسبت بدهی بهینه یک شرکت بر اساس توازی هزینه ها و منافع استقراض تعیین می شود. به بیانی در چهارچوب این نظریه، شرکت سعی می کند بین ارزش صرفه جویی های مالیاتی بهره و هزینه های مختلف زحمت مالی^۵ تعادل برقرار سازد. بر اساس مفاهیم ضمنی این تئوری بین اندازه، سودآوری، دارایی های قابل وثیقه، ریسک تجاری، نقدینگی و ... با اهرم مالی شرکت ارتباط وجود دارد.

فرضیه جریان نقدی آزاد^۶: طبق تئوری جریان نقدی آزاد، زمانی که جریان های نقدی عملیاتی از فرصت های سرمایه گذاری سودآوری تجاوز می کند، افزایش بدهی هر چند بحران مالی را افزایش می دهد، ولیکن ارزش شرکت را بالا می برد. (مایرز، ۲۰۰۱)

در کشورهایی که بازار سرمایه فعال تر و توسعه یافته تر از بازار سرمایه ایران دارند، تئوری ها و فرضیه های متعددی در خصوص الگوی ساختار سرمایه ارائه شده است که هر یک عامل یا عوامل خاصی را در انتخاب نسبت بدهی مناسب (ساختار مطلوب سرمایه) دخیل می دانند. نتایج اغلب مطالعات و تحقیقات تجربی انجام گرفته نیز اعتبار این تئوری ها یا فرضیه ها را تأیید می کنند.

حال پرسش این است که آیا پیش بینی تئوری ها یا فرضیه های متعددی که در خصوص الگوی ساختار سرمایه ارائه شده است، در بازار سرمایه ایران نیز اعتبار دارد یا خیر؟

تحقیق حاضر می کوشد که تئوری توازی ایستا را در ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کند. بنابراین، موضوع تحقیق را به صورت زیر بیان می کنیم:

«آزمون تجربی تئوری توازی ایستا در بورس اوراق بهادار ایران»

۴ - Static Trade off

۵. financial distress

۶. Free Cash Flow Hypothesis

۱-۳- اهمیت و ضرورت تحقیق

با توجه به اینکه ساختار مالی هر شرکت، نحوه تأمین مالی دارایی های آن را نشان می دهد، لذا برای افراد و مؤسسات ذینفع، مهم است که شرکت مورد نظر برای تأمین مالی دارایی های خود از چه حجم بدهی و از چه حجم حقوق صاحبان سهام استفاده نموده است. زیرا این امر بر تصمیمات آنها در ارتباط با آن شرکت تأثیر خواهد گذاشت. بانک ها در هنگام اعطای وام به شرکت ها و افراد سرمایه گذار در هنگام خرید سهام شرکت ها به این مسأله توجه دارند.

برای شرکت ها نیز داشتن ساختار مالی بهینه مهم است، که از آن طریق بتوانند در صورت لزوم اقدام به گرفتن وام یا انتشار سهام جدید نمایند. هم گرفتن وام و هم انتشار سهام جدید نیاز به داشتن بافت و ساختار مالی مناسب است تا اینکه هم بانک ها مایل به اعطای وام باشند و هم سرمایه گذاران از افزایش سرمایه (انتشار سهام جدید) استقبال نمایند.

با توجه به مراتب فوق به جهت اهمیت ساختار مالی در زمینه های مختلف، شناخت عوامل عمده ای که با آن ارتباط دارند، قابل توجه و مهم است. برنامه ریزی و تصمیم گیری در خصوص ساختار مالی با در نظر گرفتن عوامل عمده و تعیین کننده، می تواند به شرکت ها در رسیدن به یک ساختار مالی مطلوب کمک کند.

۱-۴- اهداف تحقیق

تعیین ترکیب بهینه ای از اوراق قرضه و سهام برای تأمین مالی یک شرکت، با توجه به مفاهیم ضمنی تئوری توازی ایستا، پاسخ به سوال های زیر است:

۱- آیا بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود دارد؟

۲- آیا بین سودآوری و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران ارتباط معنی داری وجود دارد؟

۳- آیا بین دارایی های قابل وثیقه و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود دارد؟

۴- آیا بین ریسک تجاری و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود دارد؟

۵- آیا بین نقدینگی و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود دارد؟

بررسی این عوامل و یافتن ارتباط میان ساختار سرمایه و عوامل فوق الذکر و اینکه آیا شرکت ها در تامین مالی از تئوری توازی ایستا پیروی می کنند، اصلی ترین هدف این پایان نامه می باشد.

۱-۵- پیشینه تحقیق

بنیادی ترین تحقیق مرتبط با ساختار سرمایه بعد از نظریات میلر و مودیلیانی متعلق به جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶)^۷ با عنوان " تئوری واحد اقتصادی: رفتار مدیران ، هزینه نمایندگی و ساختار سرمایه " به بررسی عوامل و دلایل تئوریک انتخاب الگوی ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی و تضاد منافع بین ذینفعان مختلف واحد اقتصادی پرداخته است. در این تحقیق تلویحا به تئوری توازی ایستا پرداخته شده است. به نظر جنسن و مک لینگ می توان با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه های نمایندگی بدهی به یک ساختار مطلوب (بهینه) سرمایه دست پیدا کرد .

در تحقیقی که در سال ۲۰۰۳ در کشور سوئیس توسط درابتز و فیکس^۸ با عنوان "عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه با شواهد آن در سوئیس" انجام گرفت، رقابت بین تئوری توازی ایستا و تئوری ترجیحی بدون نتیجه ماند. در این تحقیق، به این نتیجه رسیدند که شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری بیشتر اهرم کمتری را استفاده می کنند و این موضوع از دیدگاه

۷. Jensen, M. & Meckling, W. (۱۹۷۶)

۸. Drobetz, W. & Fix, R. (۲۰۰۳)

هر دو تئوری توازی ایستا و ترجیحی مطالعه و تایید شد. مطابق با تئوری ترجیحی اما برخلاف تئوری توازی ایستا، شرکت های سودآور اهرم کمتری را به کار می برند. همچنین به این نتیجه رسیدند که اهرم، ارتباط نزدیکی با دارایی های قابل وثیقه و بی ثباتی درآمدهای شرکت دارد. با توجه به گستردگی تحقیقات و پژوهش هایی که در خصوص ساختار مالی یا ساختار سرمایه شرکت ها به صورت موردی و یا نمونه گیری در ایران انجام شده است، در این قسمت تنها به پایان نامه ها و پژوهش هایی اشاره می کنیم که مستقیماً مرتبط با موضوع تحقیق بوده است.

پایان نامه ای که در بورس اوراق بهادار تهران به راهنمایی دکتر شهیدی در دانشگاه تهران در سال ۱۳۷۴ توسط آقای امید پورحیدری در صنایع کاغذ، اتومبیل، شیمیایی، نساجی، غذایی، ساختمانی انجام شده است، به بررسی ۴ عامل نوع صنعت، اندازه شرکت، سودآوری، دارایی های وثیقه ای پرداخته و به این نتایج دست یافته است. نوع صنعت و دارایی های وثیقه ای ارتباط معنی داری با اهرم شرکت ندارند و ارتباط بین سودآوری و اهرم به صورت معکوس و معنی دار و ارتباط اندازه با اهرم در این تحقیق مثبت و معنی دار بدست آمده است.

در تحقیقی که با عنوان تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط آقای سعید باقرزاده در سال ۱۳۸۲ صورت گرفته است، تعداد ۱۵۸ شرکت تولیدی از ۲۵۲ شرکت جامعه آماری در قلمرو ۱۳۸۱-۱۳۷۷ مورد بررسی قرار گرفته اند. یافته های این تحقیق پیش بینی تئوری توازی ایستا را تایید کرده، اما پیش بینی تئوری ترجیحی را تایید نمی کند. شواهد حاصل از این تحقیق حکایت از این دارد که الگوی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، عمدتاً تابع مستقیم متغیرهایی نظیر دارایی های قابل وثیقه، اندازه و سودآوری آن می باشد.

با توجه به کوتاه بودن قلمرو زمانی تحقیقات مذکور، لزوم بررسی و تحقیقی جامع که در قلمرو زمانی بلندتر، عوامل متنوع موثر بر ساختار مالی را در قالب یک تئوری نوین، مانند

تئوری توازی ایستا، به صورت ترکیب داده های سری های زمانی و مقطعی یا به عبارتی داده های تابلویی^۹، مورد بررسی قرار دهد، لازم و ضروری به نظر می رسد.

۱-۶-۱- تدوین الگوی تحقیق و فرضیات تحقیق:

۱-۶-۱-۱- فرضیه های تحقیق

باتوجه به موضوع تحقیق، فرضیه های مورد بررسی عبارتند از:

- ۱- بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود دارد.
- ۲- بین سودآوری و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود دارد.
- ۳- بین دارایی های قابل وثیقه و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود دارد.
- ۴- بین ریسک تجاری و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود دارد.
- ۵- بین نقدینگی و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی داری وجود دارد.

۱-۶-۲- روش تحقیق:

این تحقیق از نظر هدف، کاربردی و از نظر نحوه گردآوری داده ها، توصیفی - همبستگی می باشد. در این تحقیق، از بین عوامل متعدد مرتبط با ساختار سرمایه، پنج عامل: اندازه، سودآوری، دارایی های قابل وثیقه، ریسک تجاری و نقدینگی به عنوان متغیرهای مستقل ساختار سرمایه، انتخاب می گردد.

۹ . panel data

با توجه به فرضیات تحقیق، برای سنجش میزان ارتباط یا درجه همبستگی متغیرهای وابسته و مستقل مورد نظر، مدل رگرسیون چندگانه با استفاده از داده های تابلویی^{۱۱} در ذیل برآورد می گردد: (۱-۱)

$$Leverage_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1it}Size_{it} + \beta_{2it}profitability_{it} + \beta_{3it}Collaterals_{it} + \beta_{4it}Oleverage_{it} + \beta_{5it}Liquidity_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن $i=1,2,\dots,N$ نشان دهنده واحدهای مقطعی (۶۸ شرکت های نمونه) و $t=1,2,\dots,T$ بر زمان (۱۰ سال) اشاره دارد. $Leverage_{it}$ اهرم مالی، $Size_{it}$ اندازه، $profitability_{it}$ سودآوری، $Collaterals_{it}$ دارایی های قابل وثیقه، $Oleverage_{it}$ ریسک تجاری و $Liquidity_{it}$ نقدینگی برای شرکت t ام در سال t ام می باشند. α_{it} عرض از مبدا مقطع t ام در سال t ام، β_{1it} ضریب نوسان پذیری اهرم مالی از اندازه، β_{2it} ضریب نوسان پذیری اهرم مالی از سودآوری، β_{3it} ضریب نوسان پذیری اهرم مالی از دارایی های قابل وثیقه، β_{4it} ضریب نوسان پذیری اهرم مالی از ریسک تجاری و β_{5it} ضریب نوسان پذیری اهرم مالی از نقدینگی، برای t امین مقطع و t امین زمان، تعریف می شوند.

۱-۶-۳- روش گردآوری اطلاعات:

اطلاعات مورد نیاز تحقیق، از اطلاعات مندرج در صورت های مالی سالانه (ترازنامه و صورت سود و زیان) شرکت های غیر مالی منتخب در قلمرو زمانی تحقیق و قیمت بازار سهم هر یک از شرکت ها در پایان سال مالی مورد نظر با کمک نرم افزارهای ره آورد نوین و تدبیر پرداز، استخراج می گردد.

۱-۶-۴- قلمرو تحقیق

قلمرو تحقیق حاضر از سه بعد تشکیل شده است:

^{۱۱} .Panel Data