

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشکده اقتصاد و مدیریت

گروه حسابداری

پایان نامه تحصیلی برای دریافت درجه کارشناسی ارشد رشته حسابداری

بررسی رابطه بین رقابتی بودن بازار محصول و ساختار سرمایه
شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مؤلف:

محمدحسین ابراهیمی

استاد راهنما :

دکتر احمد خدای پور

استاد مشاور :

دکتر مهدی بهار مقدم

آبان ماه ۱۳۹۰



این پایان نامه به عنوان یکی از شرایط درجه کارشناسی ارشد به

گروه حسابداری

دانشکده اقتصاد و مدیریت

دانشگاه شهید باهنر کرمان

تسلیم شده است و هیچگونه مدرکی به عنوان فراغت از تحصیل دوره مزبور شناخته نمی شود.

دانشجو: محمدحسین ابراهیمی

استاد راهنما: دکتر احمد خدای پور

استاد مشاور: دکتر مهدی بهار مقدم

داور ۱: دکتر امید پور حیدری

داور ۲: دکتر شهرام گلستانی

نماینده تحصیلات تکمیلی دانشکده: دکتر حمیدرضا حری

حق چاپ محفوظ و مخصوص به دانشگاه شهید باهنر کرمان است.

تقدیم به پدر و مادر عزیزم:

خدای را بسی شاکرم که از روی کرم، پدر و مادری فداکار نصیبم ساخته تا در سایه درخت پر بار وجودشان بیسایم و از ریشه آنها شاخ و برگ گیرم و از سایه وجودشان در راه کسب علم و دانش تلاش نمایم. والدینی که بودنشان تاج افتخاری است بر سرم و نامشان دلیلی است بر بودنم، چرا که این دو وجود، پس از پروردگار، مایه هستی ام بوده اند دستم را گرفتند و راه رفتن را در این وادی زندگی پر از فراز و نشیب آموختند. آموزگارانی که برایم زندگی، بودن و انسان بودن را معنا کردند....

ای مادر...

ای شوق زیبایی نفس کشیدن

ای روح مهربان هستی ام

تو رنگ شادی هایم شدی و لحظه های غم را با تمام وجود از من دور کردی و

عمری خستگی ها را به جان خریدی تا اکنون توانستی طعم خوش

پیروزی را به من بچشانی

به خودم تبریک می گویم که تو را دارم و دنیا با همه بزرگیش مثل تو را ندارد

و

ای پدر...

از تو هر چه می گویم باز هم کم می آورم

خورشیدی شدی و از روشنایی ات جان گرفتم و در ناامیدی ها ناام را

کشیدی و لبریزم کردی از شوق

اکنون حاصل دستان خسته ات رمز موفقیتم شد...

و

تقدیم به برادران و خواهرانم:

که وجودشان شادی بخش و صفایشان مایه آرامش من است.

تشکر و قدردانی:

معلما مقامت ز عرش برتر باد

همیشه توسن اندیشه‌ات مظفر باد

به نکته های دلاویز و گفته های بلند

صحیفه های سخن از تو علم پرور باد

شکر خداوند متعال را به جای آورده که توفیق نصیب من کرد تا این پایان نامه را به پایان برسانم. از استاد راهنمایم جناب آقای دکتر خدای پور که همواره در انجام این پایان نامه، اینجانب را مورد لطف و عنایت خود قرار دادند، بی‌نهایت قدردانی می‌نمایم، بی شک بدون راهنمایی‌های ارزنده ایشان این کار به فرجام نمی‌رسید.

از استاد گرامیم جناب آقای دکتر بهار مقدم که مهربانی ایشان زبان زد خاص و عام است، بسیار سپاسگذارم چرا که بدون مشاوره‌های ایشان تامین این پایان نامه بسیار مشکل می‌نمود. از اساتید بزرگوار جناب آقای دکتر پورحیدری و دکتر شهرام گلستانی که داوری این پایان نامه را بر عهده داشتند و با ایرادات منطقی خود بر اعتبار و غنای این پایان نامه افزودند، بسیار سپاسگذارم. کم‌لطفی است اگر از زحمات بی‌شائبه دوستان عزیزم؛ عباس غفارلو، صابر خادمی، امیر حبیب دوست، مجید هاتفی و کاظم علی‌پور سرمست که با پیشنهادات ارزنده خود بر محتوای علمی این پایان نامه افزودند، قدردانی ننمایم.

چکیده

یکی از مهمترین عواملی که در بالا بردن ارزش و تداوم فعالیت واحدهای تجاری نقش بسزایی دارد، نحوه تامین مالی و یا به عبارتی دیگر، تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه آنها است. شیوه های مختلف تامین مالی، مزایا و معایب آنها، همراه با ویژگی های خاص شرکتی، باعث گردیده است که تئوری های مختلفی در حوزه ساختار سرمایه توسط محققان مالی ایجاد گردد، که هر کدام از این تئوری ها از دیدگاهی خاص به این مساله می پردازند. قدرت بازار و رقابتی بودن بازار محصول، از عواملی است که ممکن است بر نحوه تامین مالی واحدهای تجاری نقش موثری داشته باشد. هدف اصلی این تحقیق بررسی تاثیر رقابتی بودن بازار محصول بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش با استفاده از روش های اقتصادسنجی داده های پانل، رابطه بین متغیرها ارزیابی و آزمون می شود. در این پژوهش از چهار معیار مختلف (شاخص Q توین، موانع ورود، قابلیت جانشینی و نمره رقابت) به عنوان شاخص رقابتی بودن بازار محصول استفاده گردید که هر کدام در قالب فرضیاتی جداگانه مورد بررسی قرار گرفت. این بررسی در قالب دو مدل داده های تلفیقی و پویا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. قبل از پردازش داده ها، آزمون پایایی متغیرها، آزمون چاو و هاسمن برای تعیین مدل مناسب برای برآورد پارامترها و تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته استفاده شد. با توجه به ماهیت مدل داده های تلفیقی پویا، از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) برای برآورد پارامترها استفاده گردید. بر اساس نتایج تحقیق، در هر دو مدل داده های تلفیقی ایستا و پویا عواملی مانند شاخص Q توین و رقابتی بودن بازار محصول (نمره رقابت) با ساختار سرمایه رابطه منفی و معنی داری دارند. اما، بین موانع ورود و ساختار سرمایه رابطه معنی داری مشاهده نشد. بین قابلیت جانشینی و ساختار سرمایه در مدل داده های تلفیقی ایستا رابطه معنی داری مشاهده نگردید، اما در مدل داده های تلفیقی پویا نتایج حاکی از رابطه منفی و معنی دار است.

واژه گان کلیدی: ساختار سرمایه؛ رقابتی بودن بازار محصول؛ قدرت بازار محصول

فصل اول: کلیات تحقیق

۱-۱. مقدمه	۲
۲-۱. بیان مساله و تشریح موضوع تحقیق	۳
۳-۱. اهمیت و ضرورت انجام تحقیق	۵
۴-۱. نتایج مورد انتظار و اهداف اساسی تحقیق	۶
۵-۱. فرضیه های تحقیق	۷
۶-۱. روش تحقیق	۸
۱-۶-۱. جامعه آماری	۸
۲-۶-۱. نمونه آماری	۸
۳-۶-۱. قلمرو تحقیق	۹
۴-۶-۱. روش گردآوری داده ها	۹
۵-۶-۱. متغیر های تحقیق	۹
۱-۵-۶-۱. متغیر وابسته	۹
۲-۵-۶-۱. متغیر های مستقل	۹
۳-۵-۶-۱. متغیر های کنترلی	۱۰
۷-۱. مدل های تحقیق و روش آزمون فرضیات	۱۰
۱-۷-۱. مدل داده های تلفیقی ایستا	۱۰
۲-۷-۱. مدل داده های تلفیقی پویا	۱۲
۸-۱. تعریف واژه های عملیاتی	۱۲
۹-۱. خلاصه فصل	۱۳

فصل دوم: مبانی نظری و ادبیات تحقیق

۱-۲. مقدمه	۱۵
------------------	----

عنوان	فهرست مطالب	صفحه
۱-۲-۲. بدهی	۱۸
۲-۲-۲. سهام	۲۰
۱-۲-۲-۲. سهام عادی	۲۰
۲-۲-۲. سهام ممتاز	۲۱
۳-۲-۲. میانگین موزون هزینه سرمایه	۲۲
۴-۲-۲. ترکیب بدهی و سرمایه	۲۳
۳-۲. تئوری های ساختار سرمایه	۲۴
۴-۲. تئوری توازن	۲۵
۱-۴-۲. مالیات	۲۶
۲-۴-۲. هزینه های بحران مالی	۲۷
۳-۴-۲. هزینه های نمایندگی	۲۷
۵-۲. تئوری سلسله مراتبی	۳۰
۱-۵-۲. عدم تقارن اطلاعات	۳۱
۶-۲. تئوری توازن در مقابل تئوری سلسله مراتبی	۳۴
۷-۲. مبانی نظری متغیرها و فرضیه های پژوهش	۳۶
۱-۷-۲. سودآوری	۳۶
۲-۷-۲. اندازه	۳۶
۳-۷-۲. ارزش وثیقه ای دارایی ها	۳۷
۴-۷-۲. رشد	۳۷
۵-۷-۲. توانایی ایجاد منابع داخلی	۳۷
۶-۷-۲. نسبت جاری	۳۷
۷-۷-۲. رقابتی بودن بازار محصول	۳۸
۸-۷-۲. شاخص Q توین	۳۹

عنوان	فهرست مطالب	صفحه
۹-۷-۲. موانع ورود.....	۴۲.....	۴۲
۱۰-۷-۲. قابلیت جانشینی.....	۴۳.....	۴۳
۸-۲. پیشینه تحقیق.....	۴۴.....	۴۴
۱-۸-۲. تحقیقات خارجی.....	۴۴.....	۴۴
۲-۸-۲. تحقیقات داخلی.....	۴۷.....	۴۷
۹-۲. خلاصه فصل.....	۵۰.....	۵۰
فصل سوم: روش تحقیق		
۱-۳. مقدمه.....	۵۰.....	۵۰
۲-۳. روش تحقیق.....	۵۰.....	۵۰
۳-۳. داده های پانل.....	۵۱.....	۵۱
۴-۳. جامعه آماری.....	۵۱.....	۵۱
۵-۳. نمونه آماری.....	۵۱.....	۵۱
۶-۳. فرضیات تحقیق.....	۵۲.....	۵۲
۷-۳. متغیر های تحقیق.....	۵۳.....	۵۳
۸-۳. متغیر وابسته و نحوه محاسبه آن.....	۵۳.....	۵۳
۹-۳. متغیرهای مستقل و نحوه محاسبه آنها.....	۵۴.....	۵۴
۱-۹-۳. Q توبین.....	۵۴.....	۵۴
۲-۹-۳. موانع ورود.....	۵۴.....	۵۴
۳-۹-۳. قابلیت جانشینی.....	۵۵.....	۵۵
۴-۹-۳. نمره رقابت.....	۵۶.....	۵۶
۱۰-۳. متغیر های کنترلی و نحوه محاسبه آنها.....	۵۶.....	۵۶
۱-۱۰-۳. اندازه.....	۵۶.....	۵۶

۴-۴. آزمون مانایی ۷۰

۴-۵. آزمون فرضیه ها و تجزیه و تحلیل یافته ها ۷۱

۴-۵-۱-۱. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول ۷۲

۴-۵-۱-۲. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم ۷۴

۴-۵-۱-۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم ۷۶

۴-۵-۱-۴. نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم ۷۹

۴-۶. بخش دوم، نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها با استفاده از مدل داده های تلفیقی پویا ۱۰۵

۴-۶-۱. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول ۸۳

۴-۶-۲. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم ۸۴

۴-۶-۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم ۸۶

۴-۶-۴. نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم ۸۷

۴-۷. بررسی فروض خطی کلاسیک ۸۹

۴-۸. خلاصه ۹۲

فصل پنجم: نتیجه گیری و ارائه پیشنهادات

۵-۱. مقدمه ۹۵

۵-۲. خلاصه و نتیجه گیری ۹۵

۵-۳. پیشنهاد های کاربردی تحقیق ۹۸

۵-۴. محدودیت های تحقیق ۹۸

۵-۵. پیشنهاد ها برای تحقیقات آتی ۹۹

عنوان	فهرست نگاره‌ها	صفحه
جدول ۱-۲: مقایسه بین تئوری های توازن و سلسله مراتبی	۳۵	۳۵
جدول ۲-۲: انواع نسخه‌های Q توپین به همراه نحوه ی محاسبه آنها	۴۰	۴۰
جدول ۴-۱: آمار توصیفی متغیر های مورد استفاده در مدل	۶۹	۶۹
جدول ۴-۲: آزمون ریشه واحد لوین، لی و چو بر روی متغیر های مورد استفاده در پژوهش	۷۰	۷۰
جدول ۴-۳: نتایج انتخاب الگو برای آزمون مدل مورد استفاده در آزمون فرضیه اول	۷۲	۷۲
جدول ۴-۴: نتایج حاصل از مدل مورد استفاده برای شاخص Q توپین با استفاده از روش EGLS	۷۳	۷۳
جدول ۴-۵: نتایج انتخاب الگو برای آزمون مدل مورد استفاده در آزمون فرضیه دوم	۷۵	۷۵
جدول ۴-۶: نتایج حاصل از مدل مورد استفاده برای موانع ورود (PPE) با استفاده از روش EGLS	۷۶	۷۶
جدول ۴-۷: نتایج انتخاب الگو برای آزمون مدل مورد استفاده در آزمون فرضیه سوم	۷۷	۷۷
جدول ۴-۸: نتایج حاصل از مدل مورد استفاده برای قابلیت جانشینی (DIFF) با استفاده از روش EGLS	۷۸	۷۸
جدول ۴-۹: نتایج انتخاب الگو برای آزمون مدل مورد استفاده در آزمون فرضیه چهارم	۷۹	۷۹
جدول ۴-۱۰: نتایج حاصل از مدل مورد استفاده برای نمره رقابت (COMP-SCORE) با استفاده از روش EGLS	۸۰	۸۰
جدول ۴-۱۱: نتایج حاصل از مدل مورد استفاده برای شاخص Q توپین با استفاده از روش GMM	۸۳	۸۳
جدول ۴-۱۲: نتایج حاصل از مدل مورد استفاده برای موانع ورود (PPE) با استفاده از روش GMM	۸۵	۸۵
جدول ۴-۱۳: نتایج حاصل از مدل مورد استفاده برای قابلیت جانشینی (DIFF) با استفاده از روش GMM	۸۷	۸۷

عنوان	فهرست نگاره‌ها	صفحه
جدول ۴-۱۴: نتایج حاصل از مدل مورد استفاده برای نمره رقابت (COMP-SCORE) با استفاده از روش GMM	۸۸.....	
جدول ۴-۱۵: نتایج آزمون ناهمسانی واریانس بروش-پاگان-گدفری	۹۰.....	
جدول شماره ۴-۱۶: تعیین وقفه بهینه مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه اول	۹۱.....	
جدول شماره ۴-۱۷: تعیین وقفه بهینه مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه دوم	۹۱.....	
جدول شماره ۴-۱۸: تعیین وقفه بهینه مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه سوم	۹۱.....	
جدول شماره ۴-۱۹: تعیین وقفه بهینه مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه چهارم	۹۲.....	

فصل اول

کلیات تحقیق

ساختار سرمایه هر شرکت، رابطه میان بدهی و حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد. شرکتی که هیچگونه بدهی نداشته باشد، ساختار سرمایه آن را حقوق صاحبان سرمایه تشکیل می‌دهد. امروزه درجه بندی شرکت‌ها از لحاظ اعتباری تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنان وابسته است و در واقع مبنای تولید و ارائه خدمات، به نحوه تامین و مصرف منابع مالی وابسته است.

وجود بدهی در ساختار مالی شرکت‌ها به دلیل وجود مزیت مالیاتی موجب افزایش سود حسابداری و به تبع آن افزایش نرخ درآمد هر سهم می‌گردد و از سوی دیگر به دلیل وجود هزینه‌های بهره و احتمال عدم ایفای تعهدات در سررسید، امکان افزایش ریسک مالی و در نتیجه کاهش قیمت بازار سهام و به تبع آن کاهش بازده سهام را فراهم می‌آورد. به همین دلیل شرکت‌ها در استفاده از بدهی محتاط هستند.

هدف مهم اکثر شرکت‌ها ایجاد ارزش برای سهامداران و حداکثر کردن ارزش شرکت است (بریگام و داویس^۱، ۲۰۰۴). محققان مالی زیادی به این نتیجه رسیده‌اند که ارزش شرکت نتیجه جریان نقدی آزاد آن و میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC)^۲ آن است. استدلال آنها این است که ارزش شرکت، ارزش فعلی جریان نقدی آتی مورد انتظار آن و کاهش دادن هزینه سرمایه آن است (بریگام و داویس، ۲۰۰۴). به منظور حداکثر کردن ارزش شرکت، مدیریت نیاز دارد تا در دارایی‌ها به منظور ایجاد جریان نقدی سرمایه گذاری کند. برای سرمایه گذاری کردن در دارایی‌ها، آنها مجبورند تا جوهری را به چنگ آورند، خواه با استفاده از سرمایه و خواه با استفاده کردن از ابزارهای بدهی باشد. اگر مدیریت قادر باشد تا ترکیب مالی بهینه‌ای از بدهی و سرمایه (ساختار سرمایه بهینه) را انتخاب کند، می‌تواند هزینه سرمایه را حداقل و قیمت سهام را حداکثر نماید. نتیجه نهایی، حداکثر کردن ثروت سهامداران و متعاقباً ارزش شرکت است. لذا سوالاتی که مطرح می‌شود، این است که آیا ساختار سرمایه مطلوبی وجود دارد که به واسطه آن هزینه سرمایه شرکت حداقل و ارزش شرکت حداکثر گردد؟ و اگر چنین ساختار سرمایه‌ای وجود دارد چه عواملی در آن دخیل هستند؟ قدرت بازار یا رقابتی بودن بازار محصول یکی از عواملی است که ممکن است دیدگاه مدیران در مورد انتخاب ترکیب بهینه از بدهی یا حقوق صاحبان سهام را تحت تاثیر قرار دهد.

^۱Brigham and Daves
^۲Weighted average cost of capital

در این تحقیق به بررسی تاثیر ابعاد رقابت و رقابتی بودن بازار بر ساختار سرمایه در قالب دو مدل داده های تلفیقی ایستا و پویا پرداخته می شود و برای برآورد مدل از روش های برآوردی متفاوتی استفاده می شود .

۱-۲. بیان مساله و تشریح موضوع تحقیق

ساختار سرمایه یک شرکت از منابع مختلفی تشکیل شده است که در سمت چپ ترازنامه ارائه می گردد. هر شرکتی سه منبع مهم تامین مالی برای دسترسی به وجوه مورد نیاز فرصت های سرمایه گذاری جدید دارد که اجزای سرمایه نیز گفته می شود (بریگام و داویس، ۲۰۰۴). این سه منبع شامل: استفاده از سود انباشته، انتشار سهام جدید و استقراض پول از طریق ابزار های بدهی می شود. این منابع تامین مالی ساختار سرمایه شرکت را تشکیل می دهد و همچنین ساختار مالکیت شرکت را منعکس می کند (هوانگ و ووتی^۱، ۲۰۰۳). سود انباشته و سهام بیانگر مالکیت سهامداران، و بدهی بیانگر مالکیت بستانکاران است.

تصمیمات مالی مدیریت برای بهبود وضع مالی شرکت مهم و حیاتی است. تصمیمات غیر عاقلانه می تواند در نهایت منتج به ورشکستگی شرکت گردد. به گفته جفرسون^۲ (۲۰۰۱) برای یک واحد تجاری جدید هیچ چیز مهمتر از فراهم کردن سرمایه نیست. با این وجود، شیوه فراهم کردن پول اثر زیادی بر موفقیت یک موسسه دارد. این استدلال نه تنها برای واحد های تجاری جدید، بلکه برای همه ی واحد های تجاری قابل اعمال است.

اینکه چگونه شرکت ها ترکیبی از بدهی و سرمایه را در ساختار سرمایه خود انتخاب می کنند، بستگی به عوامل مختلفی از جمله، ویژگی های شرکتی، اقتصاد، دیدگاه ها و اهداف مدیران دارد. ادبیات مالی دیدگاه های متفاوتی را در مورد چگونگی اتخاذ تصمیمات ساختار سرمایه مدیران ارائه می کند.

محققانی مانند میلر و مودیلیانی (۱۹۶۶)، کراوس و لیتزبرگر^۳ (۱۹۷۳)، جنسن و مکلینگ^۴ (۱۹۷۶)، کیم^۵ (۱۹۷۸) و دی آنجلو و ماسولیس^۶ (۱۹۸۰)، همگی از این دیدگاه حمایت می کنند

^۱Huang and vu Thi

^۲Jefferson

^۳Kraus and Litzenberger

^۴Jensen and Meckling

^۵Kim

^۶DeAngelo and Masulis

که اولویت مدیران، ارزیابی هزینه و منافع مرتبط به بدهی و سرمایه است. مدیران مبنای تصمیماتشان راجع به ترکیب بدهی و سرمایه را این هزینه ها و منافع قرار می دهند. به گفته‌ی این محققان، مدیران قادرند تا ساختار سرمایه بهینه‌ی ای را وضع کنند، که بتواند ارزش شرکت را حداکثر کند.

با این وجود، این تنها یک جنبه بحث پیرامون ساختار سرمایه است. محققانی مانند میرز و ماجلوف^۱ (۱۹۸۴)، راجان و زینگلز^۲ (۱۹۹۵) و لیلاند و پیل^۳ (۱۹۷۷) استدلال می کنند که مدیریت تمام شیوه های تامین مالی موجود را در نظر می گیرند و ابتدا منبع ارزانتر را مورد استفاده قرار می دهند. به عقیده تیتمن و سلز^۴ (۱۹۸۸)، شرکت های با سودآوری بالا معمولاً نسبت به همتایشان با سودآوری پایین، کمتر اهرم مالی را مورد استفاده قرار می دهند. زیرا آنها اغلب از سود شان برای پرداخت بدهی استفاده می کنند. این دلالت بر این دارد، شرکت هایی که خوب عمل می کنند، متعاقباً اهرم شان را کاهش می دهند (هواکیمیان، اپلر و تیتمن^۵، ۲۰۰۱).

همانگونه که پیشتر گفته شد، بدهی و سرمایه دو منبع اصلی تأمین مالی است. قبل از اینکه مدیریت بتواند هر تصمیمی راجع به نسبت بدهی و سرمایه ای بگیرد که قرار است در ساختار سرمایه مورد استفاده قرار دهد، ضروری است که از مزایا و معایب هر دو روش آگاهی لازم را داشته باشد. علاوه بر این، در استفاده از بدهی و سرمایه هزینه های مشخصی دست دارد. هزینه سرمایه واقعت مهمی در فرایند تصمیم گیری شرکت است. علاوه بر این، هزینه سرمایه مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل مالی، باید میانگین موزون هزینه های اجزای مختلف ساختار سرمایه باشد (بریگام و داویس، ۲۰۰۴).

عوامل متعددی در شیوه انتخاب تامین مالی شرکت دخیل هستند. رقابتی بودن بازار محصول می تواند عامل مهمی در انتخاب راه های مناسب تامین مالی باشد. شرکتی که محصولات منحصر بفردی نسبت به سایر همتایان خود تولید و به فروش می رساند، می تواند بازار را تحت کنترل خود در آورد و شرایط انحصار را بر بازار اعمال کند. این منجر به این خواهد شد که شرکت در استفاده از اهرم مالی واهمه ای به خود راه ندهد، و نسبت به شرکت های مشابه خود از اهرم مالی، بیشتر استفاده کند. شرکت های دارای ویژگی انحصاری بواسطه شرایط مطلوبی که برای کالاهای خود

^۱Myers and Majluf

^۲Rajan and Zingales

^۳Leland and pyle

^۴Titman and Wessels

^۵Hovakimian , Opler and Titman

ایجاد کرده اند، می توانند حجم فروش بیشتری داشته و با قیمت های بالاتری نیز کالاهای خود را بفروش برسانند که این امر ریسک ناشی از ورشکستگی و بحران مالی را کاهش می دهد. در نتیجه، چنین شرکت هایی در استفاده بیشتر از بدهی جسورتر می شوند. در این پژوهش از چهار معیار شامل؛ شاخص Q توبین، موانع ورود، قابلیت جانشینی و نمره رقابت برای رقابتی بودن بازار محصول استفاده گردیده است.

با توجه به بحث فوق سوالات اصلی این تحقیق به صورت زیر مطرح می گردد.

۱- آیا رابطه معنی داری بین شاخص Q توبین و اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟

۲- آیا رابطه معنی داری بین موانع ورود و اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟

۳- آیا رابطه معنی داری بین قابلیت جانشینی و اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟

۴- آیا رابطه معنا داری بین رقابتی بودن بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟

۱-۳. اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه، یکی از چالش برانگیزترین و مشکل ترین مسایل پیش روی شرکت ها، اما در عین حال حیاتی ترین تصمیم در مورد بقای آنهاست. گرفتن وام و انتشار سهام، دو گونه عمده تامین مالی شرکت ها بوده و انتخاب هرگونه بدهی ارزان قیمت و یا گران قیمت از طرف شرکت، ضمن تغییر هزینه ی سرمایه، باعث بوجود آمدن فرصت های سودآوری مناسب یا پیش آمدن وضعیت بحرانی خواهد شد (دی آنجلو و ماسولیس، ۱۹۸۰).

دانش اندکی در باره ی عوامل موثر بر ساختار سرمایه ی شرکت های فعال در اقتصاد های در حال توسعه وجود دارد. آگاهی از عوامل موثر بر ساختار سرمایه در چنین محیط هایی به نوبه ی خود دارای اهمیت است. ساختار سرمایه هر شرکت، هشدار اولیه ای در ارتباط با میزان مضیقه مالی شرکت است و لازم است تعیین عوامل موثر بر کارایی تامین مالی شرکت ها در برنامه ریزی

استراتژیک آنها مورد توجه جدی قرار گیرد. عوامل مختلفی از جمله اندازه شرکت، وضعیت مدیریت، میزان تولید و فروش، منابع کسب مواد اولیه، دسترسی به بازارهای تامین مالی و نیز محیط های اقتصادی و سیاسی، آنها را نسبت به اتخاذ تصمیمات بهینه در این زمینه محتاط نموده است. وجود عوامل گوناگون داخلی و محیطی که تصمیمات ساختار مالی شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد باعث شده که در بعضی متون مدیریت مالی از مساله ساختار سرمایه تحت عنوان «معمای ساختار سرمایه» یاد شود. ماهیت معما گونه‌ی نحوه شکل گیری ساختار سرمایه شرکت‌ها از این جهت است که در بیشتر موارد، پیش بینی عوامل موثر بر آن بسیار مشکل است. (بیدگلی و مظاهری، ۱۳۸۸)

رقابتی بودن بازار محصول از جمله عواملی است که در تعیین ترکیب مالی شرکت ها می تواند تاثیر گذار باشد. شرکت ها ممکن است بر اساس قدرت بازار محصول و یا رقابتی بودن بازار محصول، ساختار سرمایه خود را تعیین نمایند. به عبارت دیگر قدرت بازار محصول و یا رقابتی بودن بازار محصول می تواند در روند استفاده از بدهی موثر باشد. بدین معنی که این گونه شرکت ها با توجه به قدرت بازاری خود در مورد انتخاب ساختار سرمایه بهینه تصمیم گیری نمایند. استفاده از چندین معیار متفاوت برای رقابت و ترکیب آنها به عنوان یک معیار جامع می تواند قابلیت اتکای موضوع را افزایش دهد. عمده پژوهش های انجام شده برای تجزیه و تحلیل ساختار سرمایه از مدل داده های تلفیقی ایستا استفاده نموده اند، لذا به نظر می رسد که فرض واقع بینانه تر این باشد که مدیران ترکیب تامین مالی شان را به علت تغییرات داخلی و شوک های بیرونی تعدیل می کنند. در این پژوهش، علاوه بر استفاده از مدل داده های تلفیقی ایستا، از مدل داده های تلفیقی پویا نیز برای تخمین معادله استفاده می شود.

۴-۱. نتایج مورد انتظار و اهداف اساسی تحقیق

انتظار می رود که نتیجه‌ی این پژوهش برای مدیران مالی، اعتبار دهندگان و سرمایه گذاران مفید واقع شود. مدیران مالی از این لحاظ که با توجه به میزان قدرت بازار محصولات تولیدی خود برای تامین مالی خود از بدهی یا سهام استفاده کنند. بدون شک اگر محصولات تولیدی آنها از توان رقابتی بالایی برخوردار باشد، تامین مالی از طریق بدهی را در دستور کار خود قرار دهد تا بدین طریق به هدف نهایی خود که حداکثر کردن ارزش شرکت است دست یابند.

اعتبار دهندگان هنگام اعطای اعتبار نباید صرفاً به میزان بدهی که شرکت در شرایط فعلی دارد توجه کنند. چه بسا شرکت هایی که از بدهی بالایی برخوردارند اما از توان رقابتی بالایی در مقابل

سایرین برخوردارند و به واسطه بازار فروشی که در قبضه‌ی خود دارند از جریان وجوه نقد بالایی برخوردارند و برای بازپرداخت وجوه با مشکلی مواجه نیستند.

توان رقابتی برای سرمایه گذاران نیز معنا و مفهوم خاصی دارد. مطابق تئوری اطلاعات نامتقارن، اعلام انتشار سهام برای سرمایه گذاران به معنای پایین بودن ارزش ذاتی سهام نسبت به ارزش بازار آن است. لذا این معیار در محیط اقتصادی ایران نمی تواند صحت داشته باشد. چون ممکن است که شرکت ها برای تامین مالی از طریق بدهی با مشکلاتی مواجه باشند، و به همین علت به تامین مالی از طریق سهام روی آورند. به همین دلیل سرمایه گذاران می توانند با مشاهده توان رقابتی شرکت، بهترین فرصت سرمایه گذاری را انتخاب کنند.

۱-۵. فرضیه های تحقیق

با توجه به سوالات تحقیق، فرضیه های این پژوهش به صورت زیر مطرح می شود. لازم به ذکر است که فرضیه های این تحقیق به طور مجزا در قالب دو مدل داده های تلفیقی ایستا و مدل داده های تلفیقی پویا مورد بررسی قرار می گیرد. در هر کدام از این مدل ها، ابتدا ابعاد رقابت (Q) توپین، موانع ورود و قابلیت جانشینی) و سپس رقابتی بودن بازار محصول مورد بررسی قرار می - گیرد.

فرضیه ۱: رابطه معنی داری بین شاخص Q توپین و اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

فرضیه ۲: رابطه معنی داری بین موانع ورود و اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

فرضیه ۳: رابطه معنی داری بین قابلیت جانشینی و اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

فرضیه ۴: رابطه معنی داری بین رقابتی بودن بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.