

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دانشگاه تهران

دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی

پایان نامه تحصیلی جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد حسابداری

موضوع:

«بررسی میزان توجیه پذیری استفاده از روش افزایش سرمایه جهت تأمین مالی و
تاثیر آن بر بازده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»

استاد راهنما:

جناب آقای دکتر رضا تهرانی

استاد مشاور:

جناب آقای دکتر محمد رضا نیکبخت

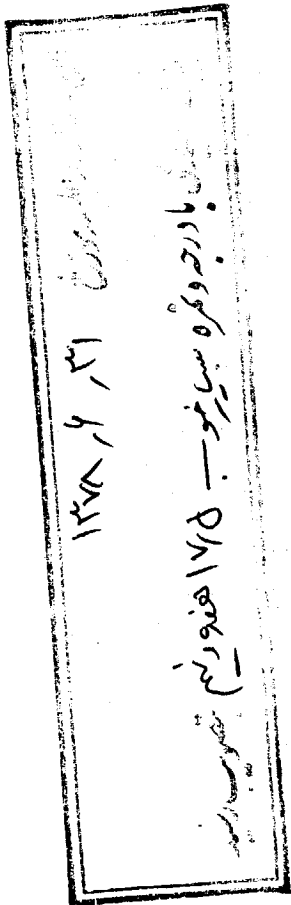
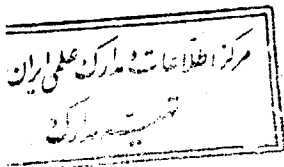
استاد ناظر:

جناب آقای دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی

نگارش:

سید حسین شاکر طاهری

شهریور ۱۳۷۸



تقدیم به :

پدر و مادر بزرگوارم

و

همسر مهربانم

تقدیر و تشکر

با سپاس بیکران به درگاه ایزد یکتا که مرا در گذراندن دوره دیگری از آموختن یاری نمود.

از همه بزرگوارانی که به نحوی در انجام این پژوهش از راهنمایی و همکاری آنها بهره گرفته‌ام سپاس‌گذاری می‌نمایم:

- استاد محترم جناب آقای دکتر رضا تهرانی که زحمت راهنمایی این پژوهش را پذیرفتند.

- استاد محترم جناب آقای دکتر محمد رضا نیکبخت که مشاوره این پژوهش را پذیرفتند.

- استاد محترم جناب آقای دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی که نظارت این پژوهش را به عهده داشتند.

- و بالاخره همه عزیزانی که در انجام پژوهش یاریم کرده‌اند.

فهرست مطالب

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
	فصل اول: کلیات تحقیق
۲	مقدمه
۳	تعریف موضوع
۴	اهمیت موضوع
۷	اهداف تحقیق
۸	فرضیه های تحقیق
۹	قلمرو تحقیق
۱۰	روش تحقیق
۱۱	محدودیت‌های تحقیق
۱۱	واژه های عملیاتی
	فصل دوم: ادبیات موضوعی و مبانی نظری تحقیق
۱۵	مقدمه
	بخش اول: تاریخچه و مبانی نظری ساختار سرمایه
۱۶	الف) تاریخچه
	ب) نظریات مختلف پیرامون ساختار سرمایه
۲۰	نظریه سنتی
	نظریه مودیلیانی و میلر (M.M)
۲۲	بدون در نظر گرفتن مالیات
۲۴	با در نظر گرفتن مالیات
۲۶	نظریه ترجیحی

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
۲۸	نظریه توازی ایستا(مصالحه)
	بخش دوم: عوامل تعیین کننده و موثر بر ساختار سرمایه
۳۰	الف) عوامل درونی موثر بر ساختار سرمایه
۳۱	(۱) صنعت
۳۱	(۲) اندازه شرکت
۳۳	(۳) ریسک
۳۴	(۳-۱) ریسک تجاری
۳۶	(۳-۲) ریسک مالی
۳۶	(۳-۳) ریسک ورشکستگی
۳۸	(۳-۴) ریسک تورم
۳۹	(۳-۵) ریسک نوسان نرخ بهره
۴۰	(۳-۶) ریسک نوسان قیمت سهام یا خطر بازار
۴۱	(۴) اهرم عملیاتی
۴۳	(۵) درآمد و افزایش سود صاحبان شرکت
۴۴	(۶) نرخ رشد شرکت
۴۵	(۷) قابلیت سودآوری
۴۵	(۸) تطبیق نوسان پذیری احتیاجات در مقابل منابع کوتاه مدت
۴۵	(۹) کنترل
۴۷	(۱۰) قابلیت انعطاف
۴۸	(۱۱) زمان بندی

	ب) عوامل بیرونی مؤثر بر ساختار سرمایه
۴۹	(۱) سطح عمومی فعالیت‌های تجاری
۵۰	(۲) سطح نرخ بهره
۵۰	(۳) سطح قیمت سهام
۵۰	(۴) قابلیت دسترسی به وجوه در بازار
۵۱	(۵) خط مشی‌های مالیاتی مربوط به بهره و سود سهام
۵۱	(۶) دیدگاه و نظر وام دهندگان
۵۱	(۷) الگوهای رایج
۵۲	بخش سوم: بررسی روش‌های تأمین مالی
۵۴	تأمین مالی کوتاه مدت
۵۴	تأمین مالی میان مدت
۵۵	تأمین مالی بلند مدت
۵۶	استقراض
۶۰	سهام عادی
۶۳	سهام ممتاز
۶۵	سود انباشته
۶۵	هزینه سرمایه
۶۷	عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه
۶۸	محاسبه هزینه سرمایه
۷۰	هزینه بدهی
۷۱	هزینه سهام ممتاز

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
۷۲	هزینه سهام عادی
۷۳	(۱) مدل بدون رشد
۷۵	(۲) مدل رشد گوردون (رشد ثابت)
۷۷	(۳) مدل قیمت گذاری دارایی‌ها سرمایه‌ای (CAPM)
۷۹	(۴) مدل صرف ریسک
۸۰	هزینه سود انباشته
۸۱	مقایسه اوراق بهادار
۸۴	هزینه سرمایه و بازده شرکت
۸۶	تأمین مالی از طریق استقراض یا افزایش سرمایه
۸۹	تاثیر اهرم مالی بر هزینه سرمایه و بازده شرکت
۹۱	بخش چهارم: سوابق تحقیق
۹۳	تحقیقات انجام شده در خارج از ایران
۹۵	تحقیقات انجام شده در ایران

فصل سوم: روش تحقیق

۱۰۳	مقدمه
۱۰۳	دوره زمانی تحقیق
۱۰۴	جامعه و نمونه آماری تحقیق
۱۰۶	روش جمع‌آوری اطلاعات
۱۱۲	روشهای آماری

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل آماری

۱۱۶	مقدمه
۱۱۷	آزمون فرضیه اول
۱۱۸	نتایج آزمون فرضیه اول
۱۲۲	آزمون فرضیه دوم
۱۲۳	نتایج آزمون فرضیه دوم
۱۲۷	آزمون فرضیه سوم
۱۲۸	نتایج آزمون فرضیه سوم
۱۳۳	آزمون فرضیه چهارم
۱۳۴	نتایج آزمون فرضیه چهارم

فصل پنجم: خلاصه تحقیق، نتیجه گیری و پیشنهادات

۱۳۹	خلاصه تحقیق
۱۴۲	نتیجه گیری و پیشنهادات
۱۴۵	منابع و مأخذ

فصل اول

کلیات تحقیق

مقدمه

بازسازی و توسعه اقتصاد کشور عملاً بعد از پایان یافتن جنگ تحمیلی و در غالب تدوین برنامه اول توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور آغاز گردید. رهایی از اقتصاد دولتی و حرکت بسوی اقتصاد بازار نیازمند ایجاد تحولاتی در سیاستها و خط مشی های پولی و مالی بود از جمله این تحولات، تعدیل نرخ ارز و تعدیل نرخ بهره بانکی را می توان برشمرد. از طرف دیگر رشد سریع شاخص عمومی قیمتها موجب شد که نیاز شرکتها به سرمایه به منظور اجرای طرحهای توسعه تشدید شود. افزایش نیاز به سرمایه در شرایطی روی داد که بانکها نیز منابع کافی برای تأمین مالی شرکتها در اختیار نداشتند. بنابراین افزایش نیاز مالی شرکتها در اثر افزایش نرخ ارز و سطح عمومی قیمتها، عدم کفایت منابع مالی بانکها و افزایش هزینه وامها و اعتبارات می توانند دلایلی بر انتخاب روش انتشار سهام عادی برای تأمین نیازهای مالی توسط شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران باشند.

جذب سرمایه لازم و تأمین مالی جهت انجام پروژه های بزرگ و بلند مدت، نیاز به جلب اعتماد مردم دارد. از جمله ابزارهای ایجاد اطمینان در نزد سرمایه گذاران کسب بازده معقول و متناسب از سرمایه آنان و در اختیار گذاشتن بازده مناسبی به سرمایه گذاران می باشد. بدین ترتیب سرمایه گذارانی ترغیب به انجام مشارکت و در اختیار گذاشتن سرمایه خود می باشند که مطمئن شوند از سرمایه های آنان بنحو مطلوبی استفاده شده و بازده معقولانه ای نیز کسب می شود که بخش مناسبی از آن در اختیار ایشان قرار خواهد گرفت.

بورس اوراق بهادار تهران بعد از حیات مجدد در سال ۱۳۶۸ تاکنون در جذب سرمایه های

اندک و هدایت آنها به فعالیتهای تولیدی نقش نسبتاً مفیدی ایفا نموده است. ولی ادامه این روند و یا ایفای نقش بیشتری در این زمینه نیازمند ایجاد ثبات نسبی در قیمت سهام، ارتباط منطقی بین بازده و سرمایه و جلوگیری از زیانهای غیر معقول وارده به سرمایه گذاران می باشد. بنابراین تحقیق حاضر بدنبال بررسی میزان موفقیت شرکتها در استفاده از سرمایه جذب شده جهت کسب بازدهی بیشتر و وجود منطق اقتصادی در بکارگیری سرمایه است.

تعریف موضوع

اصولاً هر واحد تجارتي جهت تداوم فعالیت خود نیازمند سرمایه در گردش و به منظور توسعه فعالیتها و افزایش سودآوری ناچار به سرمایه گذاری جدید می باشد. هر دو نیاز واحد تجاری، یعنی نیاز به سرمایه در گردش و همچنین سرمایه گذاری جدید، از طریق منابع مالی تامین می گردند. واحدهای تجاری به منظور تأمین منابع مالی مورد نیاز خود برای نیل به اهداف گوناگون ابزارهای متفاوتی را مورد استفاده قرار می دهند، بدین صورت که برای نیازهای مقطعی و کوتاه مدت اقدام به انتشار اوراق قرضه با سررسید کوتاه مدت و یا گرفتن تسهیلات اعتباری با پوشش زمانی اندک می نمایند. این در حالی است که برای تأمین منابع مالی سرمایه ای به منظور اجرای طرحهای توسعه اقدام به انتشار سهام جدید یا اخذ اعتبارات بلند مدت از سیستم بانکی نموده و یا اصولاً اقدام به انتشار اوراق بهادار با سررسیدهای بلند مدت می نمایند، بنابراین شیوه تأمین مالی ارتباط بسیار نزدیکی با نوع استفاده آن دارد. اهمیت چنین امری به گونه ای است که بطور مثال نمی توان از طریق انتشار اوراق قرضه کوتاه مدت به تأمین مالی طرحهای توسعه ای که معمولاً طولانی مدت و دیربازده هستند اقدام نمود. مصداق چنین موردی را می توان در چگونگی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران در سالهای اخیر مشاهده نمود.

اعمال محدودیتهای شدید بر روی استفاده از منابع اعتباری سیستم بانکی و عدم وجود

امکانات و زمینه‌های لازم برای انتشار اوراق قرضه و مشارکت، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را ناچاراً به سوی افزایش سرمایه (انتشار سهام عادی) به عنوان ابزار باقیمانده تأمین منابع مالی سوق داد. چنین به نظر می‌رسد که افزایش سرمایه با هدف توسعه و تکمیل فعالیتهای تولیدی گامی در جهت رشد و سودآوری آتی و بالابردن توان رقابت واحدهای تجاری است. بنابراین تحقیق حاضر با عنوان:

«بررسی میزان توجه پذیری استفاده از روش افزایش سرمایه جهت تأمین مالی و تاثیر آن بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» در جستجوی یافتن ارتباط بین افزایش سرمایه (به عنوان ابزار تأمین مالی) و بازدهی شرکتها می‌باشد. اطلاع از نتایج و تاثیرات حاصل از استفاده از افزایش سرمایه بر روی نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکتها به عنوان مسئله مورد مطالعه در این تحقیق انتخاب شده است.

اهمیت موضوع

امروزه عملکرد بورس اوراق بهادار در کشورهای پیشرفته به عنوان شاخصی جهت ارزیابی سیاستها و تغییرات مالی، اقتصادی و بازرگانی اینگونه کشورها مورد استفاده قرار می‌گیرد. تداوم بورس اوراق بهادار در هر کشوری، به منزله تداوم مراحل رشد و تکامل اقتصادی بشمار می‌رود. بورس اوراق بهادار از ارکان مهم اقتصادی محسوب می‌شود که امکانات مالی از طریق آن جمع‌آوری گشته و در جهت تحقق اهداف رشد و توسعه اقتصادی کشورها مورد استفاده قرار می‌گیرد. با رونق فعالیت بورس اوراق بهادار و افزایش سرمایه‌گذاری عموم در بخشهای تولیدی ضمن اینکه شرایط لازم برای افزایش اشتغال و تولید فراهم می‌شود قدرت مالی شرکتها نیز افزایش یافته و با انجام سرمایه‌گذاریهای جدید و فعال شدن پروژه‌های بلند مدت، بازده مطلوبی هم نصیب سرمایه‌گذاران می‌شود.

با تجدید حیات دوباره بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۶۸، شرکت‌هایی که قبلاً به دلایل

مختلف از بورس خارج شده بودند، مجدداً به بورس بازگشتند و در نتیجه در پایان سال ۱۳۶۸ تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران به ۷۰ شرکت بالغ گردید و با یک روند صعودی به ۲۲۱ شرکت در پایان سال ۱۳۷۴ رسید. همچنین تعداد سهام معامله شده در سال ۱۳۶۸ حدود چهار میلیون سهم و مبلغ کل معاملات در حدود ۱۱ میلیارد ریال بود که در سال ۱۳۷۴ به حدود چهارصد و سی و دو میلیون سهم و معاملاتی در حدود ۱۸۸۱ میلیارد ریال بالغ شد.^(۱) از طرف دیگر توجه به آمار افزایش سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مبین یک روند فزاینده صعودی از سال ۱۳۶۹ تا پایان سال ۱۳۷۴ می باشد. به نحویکه افزایش سرمایه در سال ۱۳۷۰ به حدود ۳/۴ برابر سال ۱۳۶۹ رسید و به همین ترتیب در سالهای بعد نیز این روند صعودی حفظ شد تا جائیکه افزایش سرمایه در سال ۱۳۷۳ بیش از کل میزان افزایش سرمایه طی سالهای ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۲ و همچنین میزان افزایش سرمایه در سال ۱۳۷۴ بیش از کل افزایش سرمایه های انجام شده سالهای قبل و حدود ۳/۷ برابر آنها بوده است. جدول زیر نشان دهنده روند افزایش سرمایه و منابع تأمین آن از سال ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۴ می باشد.^(۲)

۱- سازمان بورس اوراق بهادار تهران، «سالنامه ۱۳۷۴ بورس اوراق بهادار تهران»، صص. ۷-۶

۲- همان مأخذ، صص. ۳۴.

جدول (۱-۱): روند افزایش سرمایه و منابع آن طی سالهای ۷۴-۶۹ (ارقام به میلیارد ریال)

جمع		اندوخته و سود انباشته		مطالبات و آورده‌های نقدی		
درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	درصد	مبلغ	سال
۱۰۰	۱۷/۲۲	۶۶/۸	۱۱/۵۰	۳۳/۲	۵/۷۲	۶۹
۱۰۰	۵۸/۱۰	۵۶/۸	۳۳	۴۳/۲	۲۵/۱۰	۷۰
۱۰۰	۶۸/۷۰	۲۰/۲	۱۳/۹۰	۷۹/۸	۵۴/۸۰	۷۱
۱۰۰	۸۲/۴۰	۲۲/۷	۱۸/۷۰	۷۷/۳	۶۳/۷۰	۷۲
۱۰۰	۲۸۵/۵۰	۲۹/۳	۸۳/۸۰	۷۰/۷	۲۰۱/۷۰	۷۳
۱۰۰	۱۹۱۶/۶۰	۴/۴	۸۴/۶۰	۹۵/۶	۱۸۳۲	۷۴

تکیه بیش از حد شرکت‌ها به افزایش سرمایه و استفاده نامناسب از آن و عدم بهره‌گیری از ابزارهای دیگر مالی در جهت تأمین منابع مالی، مشکلات فراوانی در ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را فراهم می‌آورد و بدنبال آن قدرت سودآوری شرکت‌ها کاهش یافته و سرمایه‌های موجود بورس به طرف فعالیت‌های اقتصادی دیگر سوق پیدا می‌کند. لذا به منظور تداوم مشارکت عمومی در سرمایه‌گذاری، ضرورت دارد که بازده کسب شده توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی و تحلیل جامع قرارگیرد تا مشخص شود که آیا شرکت‌های مذکور موفق به کسب بازده معقولانه‌ای از سرمایه‌گذاری انجام شده و متناسب با هزینه سرمایه شده‌اند یا خیر؟ سرمایه‌گذاران با اطمینان نسبت به کسب بازده معقول از سرمایه‌گذاری خود به مشارکت در بازار بورس اوراق بهادار اقدام می‌نمایند و این اطمینان عامل اصلی فعالیت مستمر بورس خواهد بود. ادامه روند افزایش سرمایه به نحوی که بیان شده بدون کسب بازده مناسب و با هزینه سرمایه بالا، بورس اوراق بهادار تهران را در آینده نزدیک با مخاطره روبرو خواهد نمود. بنابراین تحقیق حاضر ضمن