





دانشگاه اصفهان
دانشکده علوم اداری و اقتصاد
گروه حسابداری

پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد رشته‌ی مدیریت مالی

**تحلیل ارتباط متقابل عوامل موثر بر ساختار سرمایه و بازده سهام شرکت های
پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**

استاد راهنما:

دکتر سید عباس هاشمی

استاد مشاور:

دکتر سعید صمدی

پژوهشگر:

طاهه سارکیسیان

آذرماه ۱۳۸۹

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی آقای طاده سارکسیان، تحت
عنوان

**تحلیل ارتباط متقابل عوامل موثر بر ساختار سرمایه و بازده سهام شرکت های
پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**

در تاریخ ۱۳۸۹/۰۹/۲۰ توسط هیأت داوران زیر بررسی و با درجه عالی به تصویب نهایی رسید:

۱- استاد راهنمای پایان نامه: دکتر سید عباس هاشمی با درجه علمی استادیار امضا

۲- استاد مشاور پایان نامه: دکتر صمدی با درجه علمی استادیار امضا

۳- استاد داور داخل گروه: دکتر فروغی با درجه علمی استادیار امضا

۴- استاد داور خارج از گروه: دکتر رضایی دولت آبادی با درجه علمی استادیار امضا

امضای مدیر گروه

تقدیم به اولین معلمان و فرشتگان زندگی‌م

مادر عزیز و فداکارم:

که نمی‌از وجودش، اینارو گذشت کامل است

و نمی‌دیگر عشق و محبت

پدر عزیز و بزرگوارم:

که دل‌دریائیش آموزگار چگونگی زیستنم بود

سپاسگزاری

خدای را سپاس که به من توفیق اعطا نمود که پژوهش حاضر را به انجام برسانم. در راستای انجام این پژوهش همواره مورد لطف و عنایت عزیزانی بوده‌ام که بر خود لازم می‌دانم مراتب قدردانی خود را نسبت به آنها ابراز نمایم. با خالصانه ترین مراتب تقدیر و تشکر از:

- اساتید ارجمند راهنما و مشاور، جناب آقای دکتر سید عباس هاشمی و دکتر سعید صمدی که همواره در طی این پژوهش دلسوزانه دانش و تجربیات ارزنده خویش را جهت به سرانجام رسیدن این پژوهش در اختیار اینجانب قرار دادند.
- اساتید گرانقدر داور جناب آقای دکتر فروغی و آقای دکتر رضایی که با دقت فراوان این پژوهش را مطالعه و داوری نموده‌اند.
- معاونت محترم پژوهشی دانشکده علوم اداری و اقتصاد، جناب آقای دکتر رنجبریان و مدیریت محترم گروه حسابداری و مدیریت مالی دانشگاه اصفهان، جناب آقای دکتر عرب‌صالحی که همواره بنده را مورد لطف و محبت خود قرار داده‌اند.
- اساتید محترم گروه حسابداری و مدیریت مالی دانشگاه اصفهان که همواره از دریای علم و معرفتشان بهره برده‌ام.
- کارشناسان محترم گروه حسابداری و مدیریت مالی، سرکار خانم حاج محمدی، سرکار خانم کریمی و کارشناس تحصیلات تکمیلی، سرکار خانم صالح بیک که همواره موجبات تسهیل کارها را فراهم نموده‌اند.
- دوستان عزیزم جناب آقای محمود ابراهیمی، آسو ابراهیم زاده، مهدی کیا، قاسم سلیمانی که با راهنمایی‌های ارزنده خود سهم عمده‌ای در افزایش غنای پژوهش حاضر داشته‌اند.
- تمامی دوستان عزیزم که صمیمانه بنده را در انجام پژوهش حاضر یاری نموده‌اند.

از ایزد منان توفیق روزافزون برای تمامی این عزیزان و سروران آرزو دارم.

طاده سارکیسیان

پاییز ۱۳۸۹

چکیده

ساختار سرمایه و بازده سهام موضوعاتی هستند که همواره بیشترین توجه را در حوزه مدیریت مالی به خود اختصاص داده اند. ساختار سرمایه در ارتباط با بازده سهام همچون یک شمشیردو لبه عمل می کند. از طرفی وجود بدهی در ساختار سرمایه، منجر به استفاده شرکت از تخفیفات مالیاتی می شود، زیرا هزینه بهره، هزینه قابل قبول مالیاتی است که این امر منجر به افزایش بازده می شود. اما از طرف دیگر وجود بدهی بیش از حد، منجر به افزایش ریسک مالی شرکت، هزینه های آشفته مالی و هزینه های ورشکستگی است که این امر منجر به کاهش بازده می شود. به این علت، تصمیمات ساختار سرمایه و نحوه ترکیب آن باید در راستای حداکثرسازی ارزش بازار شرکت باشد. برای دستیابی به چنین الگویی، پژوهش های زیادی صورت گرفته که ثمره آنها متغیرهای توضیح دهنده متعددی بوده است. در راستای موضوع پژوهش، سه هدف دنبال می شود که هدف اول به بررسی تاثیر متغیرهای منتخب نظیر فرصت های رشد و سرمایه گذاری، ساختار دارایی، اندازه شرکت، سودآوری، بر ساختار سرمایه، هدف دوم به بررسی تاثیر متغیرهای منتخب نظیر تکانه قیمت سهام، روند بلندمدت برگشتی بازده، نقدینگی، ارزش شرکت، بر بازده سهام، در نهایت هدف آخر به بررسی ارتباط متقابل ساختار سرمایه و بازده سهام می پردازند.

به منظور پاسخ گویی به مساله مطرح شده، سه فرضیه اصلی و چهارده فرضیه فرعی تدوین شده است. جهت آزمون این فرضیه ها، نمونه ای از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سال های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷ انتخاب شده است. برای آزمون فرضیه ها از مدل یابی معادلات ساختاری به کمک نرم افزار LISREL 8.8 استفاده گردیده است. مدل یابی معادله ساختاری یک تکنیک تحلیل چندمتغیری بسیار کلی و نیرومند از خانواده رگرسیون چندمتغیری است که به پژوهشگر امکان می دهد مجموعه ای از معادلات رگرسیون را به گونه همزمان مورد آزمون قرار دهد.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه ها، نحوه و میزان تاثیر هر یک از متغیرهای مورد نظر بر ساختار سرمایه و بازده سهام نشان می دهد. در خصوص ارتباط متقابل ساختار سرمایه و بازده سهام می توان بیان نمود که این فرضیه برای کل نمونه تایید می شود. به گونه ای که، بازده سهام بر ساختار سرمایه طبق نظریه زمان سنجی بازار تاثیر منفی اما ساختار سرمایه بر بازده سهام طبق رابطه مستقیم ریسک و بازده تاثیر مثبت داشته است.

واژگان کلیدی: ساختار سرمایه، بازده سهام، روند بلندمدت برگشتی، متغیر برون زا، متغیر درون زا

فهرست مطالب

عنوان

صفحه

فصل اول: کلیات پژوهش

۰-۱-۱- مقدمه	۰
۱-۲-۱- بیان مسأله‌ی پژوهش	۱
۳-۱- اهداف پژوهش	۳
۴-۱- اهمیت و کاربرد نتایج پژوهش	۴
۵-۱- فرضیه های پژوهش	۴
۶-۱- جامعه و نمونه آماری	۵
۷-۱- روش پژوهش	۶
۸-۱- تعریف واژه‌های عملیاتی و کلیدی	۶
۹-۱- خلاصه فصل	۹

فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۱-۲-۱- مقدمه	۱۰
۲-۲- شیوه های تامین مالی	۱۱
۱-۲-۲- روش تامین مالی کوتاه مدت	۱۱
۲-۲-۲- روش تامین مالی میان مدت	۱۲
۳-۲-۲- روش تامین مالی بلندمدت	۱۲
۱-۳-۲-۲- وام های بلندمدت بانکی	۱۳
۲-۳-۲-۲- اوراق قرضه	۱۴
۳-۳-۲-۲- سهام ممتاز	۱۵
۴-۳-۲-۲- سهام عادی	۱۶
۵-۳-۲-۲- سود انباشته	۱۷
۴-۲-۲- تامین مالی و ساختار سرمایه	۱۷
۳-۲- هزینه سرمایه	۱۸
۱-۳-۲- عوامل موثر بر هزینه سرمایه	۱۹
۱-۱-۳-۲- شرایط عمومی اقتصاد	۱۹
۲-۱-۳-۲- شرایط بازار	۲۰

۲۰	..... ۳-۱-۳-۲-تصمیمات عملیاتی و تامین مالی شرکت
۲۰	..... ۴-۱-۳-۲-سطح تامین مالی
عنوان	
صفحه	
۲۰	..... ۲-۳-۲-اجزای سرمایه
۲۱	..... ۳-۳-۲-نحوه محاسبه هزینه سرمایه
۲۲	..... ۱-۳-۳-۲-هزینه بدهی
۲۲	..... ۲-۳-۳-۲-هزینه سهام ممتاز
۲۲	..... ۳-۳-۳-۲-هزینه سهام عادی یا هزینه سود انباشته
۲۳	..... ۱-۳-۳-۳-۲-مدل بدون رشد
۲۴	..... ۲-۳-۳-۳-۲-مدل رشد گوردون (رشد ثابت)
۲۵	..... ۳-۳-۳-۳-۲-مدل صرف ریسک
۲۶	..... ۴-۳-۳-۳-۲-مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای
۲۷	..... ۴-۳-۲-عوامل تاثیرگذار بر هزینه سرمایه از سوی شرکت
۲۷	..... ۱-۴-۳-۲-سیاست ساختار سرمایه
۲۷	..... ۲-۴-۳-۲-سیاست تقسیم سود
۲۷	..... ۳-۴-۳-۲-سیاست سرمایه گذاری
۲۸	..... ۴-۲-نظریه های ساختار سرمایه
۳۰	..... ۱-۴-۲-دیدگاه سود خالص
۳۱	..... ۲-۴-۲-دیدگاه سود خالص عملیاتی
۳۲	..... ۳-۴-۲-دیدگاه سنتی
۳۴	..... ۴-۴-۲-دیدگاه مودیگیلیانی و میلر
۳۶	..... ۵-۴-۲-نظریه توازی ایستا (مصالحه)
۳۷	..... ۶-۴-۲-نظریه ترجیحی (سلسله مراتب گزینه های تامین مالی)
۳۹	..... ۷-۴-۲-سایر نظریه های مرتبط با ساختار سرمایه
۳۹	..... ۱-۷-۴-۲-نظریه هزینه های نمایندگی
۳۹	..... ۲-۷-۴-۲-نظریه اطلاعات نامتقارن
۴۰	..... ۳-۷-۴-۲-تعامل بازار محصول و عوامل تولید
۴۰	..... ۵-۲-عوامل تاثیرگذار بر ساختار سرمایه
۴۰	..... ۱-۵-۲-بازده سهام

۴۱ ۲-۵-۲- فرصت های رشد و سرمایه گذاری

۴۱ ۳-۵-۲- ساختار دارایی ها

عنوان

صفحه

۴۲ ۴-۵-۲- اندازه شرکت

۴۳ ۵-۵-۲- قابلیت سودآوری شرکت

۴۳ ۶-۵-۲- نوسانات سود

۴۴ ۷-۵-۲- نوع صنعت

۴۴ ۶-۲- مفهوم بازده سهام

۴۶ ۷-۲- عوامل تاثیر گذار بر بازده سهام

۴۷ ۱-۷-۲- نسبت اهرمی

۴۷ ۲-۷-۲- فرصت های رشد و سرمایه گذاری

۴۷ ۳-۷-۲- اندازه شرکت

۴۷ ۴-۷-۲- سودآوری

۴۷ ۵-۷-۲- روند بلندمدت برگشتی بازده

۴۸ ۶-۷-۲- تکانه قیمت سهام

۴۸ ۷-۷-۲- ارزش شرکت

۴۸ ۸-۷-۲- نقدینگی

۴۹ ۸-۲- ارتباط متقابل ساختار سرمایه و بازده سهام

۴۹ ۹-۲- پیشینه پژوهش

۴۹ ۱-۹-۲- پژوهش های خارجی

۵۳ ۲-۹-۲- پژوهش های داخلی

۵۷ ۱۰-۲- خلاصه فصل

فصل سوم: روش پژوهش

۵۹ ۱-۳- مقدمه

۵۹ ۲-۳- فرضیه های پژوهش

۶۰ ۳-۳- جامعه آماری

۶۱ ۴-۳- قلمرو پژوهش

۶۱ ۱-۴-۳- قلمرو موضوعی پژوهش

۶۱ ۲-۴-۳- قلمرو مکانی پژوهش

۳-۴-۳- قلمرو زمانی پژوهش ۶۱

۳-۵- شیوه نمونه گیری و نمونه آماری ۶۲

عنوان

صفحه

۳-۶- روش جمع آوری اطلاعات ۶۳

۳-۷- مدل آماری پژوهش برای آزمون فرضیه ها ۶۳

۳-۸- متغیرهای پژوهش ۶۵

۳-۸-۱- ساختار سرمایه ۶۵

۳-۸-۲- بازده سهام ۶۶

۳-۸-۳- فرصت های رشد و سرمایه گذاری ۶۷

۳-۸-۴- ساختار دارایی شرکت ۶۷

۳-۸-۵- اندازه شرکت ۶۷

۳-۸-۶- سودآوری شرکت ۶۸

۳-۸-۷- نوسانات سود ۶۸

۳-۸-۸- روند بلندمدت برگشتی بازده ۶۸

۳-۸-۹- تکانه قیمت سهام ۶۹

۳-۸-۱۰- ارزش شرکت ۶۹

۳-۸-۱۱- نقدینگی ۶۹

۳-۹- روش پژوهش ۶۹

۳-۱۰- شاخص های برازندگی مدل آماری پژوهش ۷۱

۳-۱۱- خلاصه فصل ۷۳

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۴-۱- مقدمه ۷۵

۴-۲- تحلیل عاملی داده ها ۷۵

۴-۳- تجزیه و تحلیل مدل پژوهش به تفکیک سه صنعت و سه سال مالی ۷۵

۴-۳-۱- آزمون فرضیه های پژوهش برای صنعت محصولات شیمیایی ۷۷

۴-۳-۲- آزمون فرضیه های پژوهش برای صنعت محصولات کانی غیرفلزی ۷۹

۴-۳-۳- آزمون فرضیه های پژوهش برای صنعت خودروسازی ۸۰

۴-۳-۴- آزمون فرضیه های پژوهش برای صنعت محصولات شیمیایی برای سه سال مالی (تجمعی) ۸۲

۴-۳-۵- آزمون فرضیه های پژوهش برای صنعت کانی غیرفلزی برای سه سال مالی (تجمعی) ۸۳

۴-۳-۶- آزمون فرضیه های پژوهش برای صنعت خودروسازی برای سه سال مالی (تجمعی) ۸۴

۴-۳-۷- آزمون فرضیه های پژوهش بدون تفکیک صنعت ۸۵

عنوان

صفحه

۴-۳-۸- آزمون فرضیه های پژوهش بدون تفکیک صنعت برای سه سال مالی (تجمعی) ۸۶

۴-۳-۹- آزمون های برازندگی مدل در معادلات ساختاری ۸۷

۴-۴- خلاصه فصل ۸۸

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادها

۵-۱- مقدمه ۹۰

۵-۲- خلاصه پژوهش ۹۰

۵-۳- نتیجه گیری ۹۲

۵-۳-۱- نتایج آزمون فرضیه اول ۹۲

۵-۳-۱-۱- نتایج آزمون فرضیه اول با تفکیک صنعت برای سال های ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۶ ۹۲

۵-۳-۱-۲- نتایج آزمون فرضیه اول با تفکیک صنعت برای سه سال مالی (تجمعی) ۹۳

۵-۳-۱-۳- نتایج آزمون فرضیه اول بدون تفکیک صنعت برای سال های ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۶ ۹۴

۵-۳-۱-۴- نتایج آزمون فرضیه اول بدون تفکیک صنعت برای سه سال (تجمعی) ۹۵

۵-۳-۲- نتایج آزمون فرضیه دوم ۹۵

۵-۳-۲-۱- نتایج آزمون فرضیه دوم با تفکیک صنعت برای سال های ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۶ ۹۶

۵-۳-۲-۲- نتایج آزمون فرضیه دوم با تفکیک صنعت برای سه سال مالی (تجمعی) ۹۷

۵-۳-۲-۳- نتایج آزمون فرضیه دوم بدون تفکیک صنعت برای سال های ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۶ ۹۷

۵-۳-۲-۴- نتایج آزمون فرضیه دوم بدون تفکیک صنعت برای سه سال (تجمعی) ۹۸

۵-۳-۳- نتایج آزمون فرضیه سوم ۹۹

۵-۳-۳-۱- نتایج آزمون فرضیه سوم با تفکیک صنعت برای سال های ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۶ ۹۹

۵-۳-۳-۲- نتایج آزمون فرضیه سوم با تفکیک صنعت برای سه سال مالی (تجمعی) ۱۰۰

۵-۳-۳-۳- نتایج آزمون فرضیه سوم بدون تفکیک صنعت برای سال های ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۶ ۱۰۰

۵-۳-۳-۴- نتایج آزمون فرضیه سوم بدون تفکیک صنعت برای سه سال (تجمعی) ۱۰۱

۵-۴- محدودیت های پژوهش ۱۰۱

۵-۵- پیشنهادها ۱۰۲

۵-۵-۱- پیشنهادهای کاربردی پژوهش ۱۰۲

۵-۵-۲- پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی ۱۰۳

پیوست : نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها.....	۱۰۳
منابع و مآخذ	۱۳۵

فهرست جدول ها

عنوان	صفحه
جدول ۳-۱- لیست شرکت های عضو نمونه آماری به تفکیک صنعت	۶۲
جدول ۳-۲: نسبت های ساختار سرمایه	۶۵
جدول ۴-۱- نوع تاثیر و سال موردنظر اندازه گیری هر یک از متغیرهای پژوهش	۷۶
جدول ۴-۲- نتیجه آزمون فرضیه ها برای صنعت محصولات شیمیایی	۷۸
جدول ۴-۳- نتیجه آزمون فرضیه ها برای صنعت کانی غیرفلزی	۷۹
جدول ۴-۴- نتیجه آزمون فرضیه ها برای صنعت خودروسازی	۸۱
جدول ۴-۵- نتیجه آزمون فرضیه ها برای صنعت محصولات شیمیایی برای سه سال مالی (تجمعی)	۸۲
جدول ۴-۶- نتیجه آزمون فرضیه ها برای صنعت کانی غیرفلزی برای سه سال مالی (تجمعی)	۸۳
جدول ۴-۷- نتیجه آزمون فرضیه ها برای صنعت خودروسازی برای سه سال مالی (تجمعی)	۸۴
جدول ۴-۸- نتیجه آزمون فرضیه ها برای سه سال مالی بدون در نظر گرفتن تمایز در صنعت	۸۵
جدول ۴-۹- نتیجه آزمون فرضیه ها برای سه سال مالی به صورت تجمعی بدون تفکیک صنعت	۸۷
جدول ۴-۱۰- شاخص های برازندگی مدل	۸۷
جدول ۵-۱- نتایج آزمون فرضیه اول با تفکیک صنعت برای سال ۱۳۸۴	۹۲
جدول ۵-۲- نتایج آزمون فرضیه اول با تفکیک صنعت برای سال ۱۳۸۵	۹۳
جدول ۵-۳- نتایج آزمون فرضیه اول با تفکیک صنعت برای سال ۱۳۸۶	۹۳
جدول ۵-۴- نتایج آزمون فرضیه اول با تفکیک صنعت برای سه سال مالی (تجمعی)	۹۴
جدول ۵-۵- نتایج آزمون فرضیه دوم با تفکیک صنعت برای سال ۱۳۸۴	۹۶
جدول ۵-۶- نتایج آزمون فرضیه دوم با تفکیک صنعت برای سال ۱۳۸۵	۹۷
جدول ۵-۷- نتایج آزمون فرضیه دوم با تفکیک صنعت برای سال ۱۳۸۶	۹۷
جدول ۵-۸- نتایج آزمون فرضیه دوم با تفکیک صنعت برای سه سال مالی (تجمعی)	۹۷

فهرست شکل ها

عنوان

صفحه

- شکل ۱-۲- هزینه سرمایه به روش سود خالص ۳۱
- شکل ۲-۲- هزینه سرمایه به روش سود خالص عملیاتی ۳۲
- شکل ۳-۲- هزینه سرمایه به روش سنتی ۳۳
- شکل ۱-۳: نمودار ساختاری متغیرهای درون زا و برون زا ۶۴

فصل اول

کلیات پژوهش

۱-۱- مقدمه

یکی از وظایف اساسی مدیران مالی در شرکت ها تعیین بهترین ترکیب منابع مالی شرکت یا ساختار سرمایه است. تصمیمات در خصوص ساختار سرمایه بایستی در راستای افزایش ارزش شرکت باشد. برای حداکثرسازی ارزش شرکت باید در مورد بهترین سرمایه گذاری ها و ترکیب آنها و نیز نحوه تامین مالی آنها تصمیم گیری شود. تامین مالی می تواند از طریق استفاده از بدهی و ایجاد اهرم، یا از آورده های سهامداران باشد. وجود بدهی در ساختار مالی شرکت ها از یک سو به دلیل اثرات مالیاتی موجب افزایش سود حسابداری و به تبع آن افزایش بازده سهام می شود و از سوی دیگر به دلیل وجود هزینه های بهره و احتمال عدم پرداخت بدهی ها در سررسید موجب افزایش ریسک مالی و در نتیجه کاهش قیمت بازار سهام شده که به تبع آن نیز بازده سهام کاهش می یابد. در این فصل از پژوهش، ابتدا مسأله‌ی اصلی پژوهش، اهمیت و ضرورت آن مورد بحث قرار گرفته است. سپس

توضیحاتی راجع به اهداف و فرضیه های پژوهش، کاربرد نتایج آن ارائه شده و در نهایت، این فصل با تعریف واژگان کلیدی به پایان خواهد رسید. در این فصل چارچوبی کلی از مسأله‌ی پژوهش ارائه شده است و در فصول بعدی به مبانی نظری، روش پژوهش و یافته های پژوهش پرداخته خواهد شد.

۱-۲- بیان مسأله‌ی پژوهش

ساختار سرمایه ترکیب منابع و جوه بلندمدت مورد استفاده شرکت می باشد و هدف اصلی از تصمیمات ساختار سرمایه حداکثر کردن ارزش بازار شرکت از طریق ترکیب مناسب این منابع است، که به این ترکیب مناسب، ساختار سرمایه بهینه گفته می شود. اهداف مدیران مالی در شرکت ها حداکثر نمودن ارزش حقوق صاحبان سهام، به عبارت دیگر حداکثر نمودن ارزش شرکت و سهام آن می باشد. حداکثر نمودن ارزش شرکت مستلزم بکارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و ریسک مناسب است. در این چارچوب مدیران از دو طریق، افزایش بازده و کاهش هزینه سرمایه همراه با ریسک مناسب، ارزش شرکت را حداکثر نمایند. موضوع حداکثر نمودن ارزش شرکت به واسطه افزایش بازده و یا نقطه مقابل آن یعنی کاهش هزینه سرمایه شرکت از مباحث مربوط به ساختار سرمایه در مدیریت مالی می باشد.

در سال ۱۹۵۸، میلر و مودیگیلیانی^۱، در مقاله ای با عنوان "هزینه سرمایه، مالیه شرکتی و تئوری سرمایه گذاری" انقلاب عظیمی را در ادبیات ساختار سرمایه بوجود آوردند. هرچند این صاحب نظران در حوزه مالی، بعدها در نظریه خود تجدید نظر کرده و دیگران نیز انتقاداتی بر آن وارد کردند، اما روش آنها برای اثبات نظریه خود بسیار بدیع بود و راه جدیدی پیش روی تحقیقات مالی گذاشت. این دو نظریه پرداز ثابت کردند که با وجود مجموعه ای از مفروضات محدود کننده و با صرف نظر کردن از مالیات ها و هزینه های قرارداد، خط مشی تامین مالی شرکت بر ارزش جاری بازار شرکت بی تاثیر است. از این نظریه به نظریه عدم ارتباط ساختار سرمایه یاد می شود. میلر و مودیگیلیانی پس از آن، مقاله ای را در سال ۱۹۶۳ منتشر کردند که در آن فرض نبودن مالیات شرکت تا حدود زیادی تعدیل شد. میلر و مودیگیلیانی استدلال کردند که چون در محاسبات مالیات بر درآمد شرکت، پرداخت های بهره کم می شود، هر قدر در بافت سرمایه بدهی بیشتر باشد، بدهی مالیاتی شرکت کمتر و در نتیجه ارزش بازار شرکت افزایش می یابد. (کیمیاگری و عینعلی، ۱۳۸۷).

متعاقب انتشار نظریات انقلابی میلر و مودیگیلیانی در سال های ۱۹۵۸ و ۱۹۶۳ و مشاهده رفتار متناقض شرکت ها با پیش بینی نظریات میلر و مودیگیلیانی، نظریه های متعددی در خصوص الگوی ساختار سرمایه در کشورهای

¹-Miller & Modigliani

برخوردار از بازار سرمایه توسعه یافته، ارائه شده اند که هر یک عامل یا عوامل خاصی را در انتخاب نسبت بدهی مناسب (ساختار مطلوب سرمایه) دخیل می دانند. اما تقریباً^۱ با سپری شدن بیش از چهار دهه از انتشار نظریات میلر و مودیگیلیانی، تاکنون نظریه واحدی شکل نگرفته است که قادر باشد معمای ساختار سرمایه را حل کند. (باقرزاده، ۱۳۸۲). برای نمونه مطالعات مایرز و فرناندز^۱، در زمینه وجود ساختار بهینه و هم چنین میلر، دامون و سنبت^۲، هواکیمیان^۳ نیز در زمینه ساختار سرمایه پژوهش هایی را انجام داده اند و ترکیب بهینه را معرفی کرده اند. (نمازی و شیرزاده، ۱۳۸۴) اما هیچ کدام نتوانستند نظریه جامعی برای ساختار سرمایه ارائه دهند. تیتمن و وسلز^۴ (۱۹۸۸) و نیز هریس و رویو^۵ (۱۹۹۱) بیان می کنند که انتخاب متغیرهای موثر توضیح دهنده به علت نامشخص بودن میزان تاثیر و یکسانی تاثیر برای غالب شرکت ها با مشکل همراه است.

عوامل متعددی بر ساختار سرمایه تاثیرگذار می باشند. با بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش این عوامل عمدتاً شامل بازده سهام، رشد مورد انتظار، ساختار دارایی شرکت، اندازه شرکت، سودآوری شرکت، نوسانات سود می باشد که در فصل دوم به شرح و بیان مبانی نظری آنها پرداخته خواهد شد.

عوامل متعددی بر بازده سهام تاثیرگذار می باشند. با بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش این عوامل عمدتاً شامل نسبت اهرمی، فرصت های رشد، سودآوری، اندازه شرکت، روند بلندمدت برگشتی، تکانه قیمت سهام، ارزش شرکت و نقدینگی می باشد که در فصل دوم به تبیین مبانی نظری آنها پرداخته خواهد شد.

در طول سالیان اخیر، پژوهش های زیادی در مورد عوامل اثرگذار بر ساختار سرمایه و بازده مورد انتظار سهام صورت گرفته است. اگر چه پژوهش های گذشته ارتباط بین ساختار سرمایه و بازده سهام را بررسی نموده اند، اما بیشتر پژوهش های صورت گرفته رابطه علی یک طرفه بوده است. در این پژوهش های تاثیر ساختار سرمایه بر بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است یا برعکس، تاثیر بازده سهام بر ساختار سرمایه مورد توجه بوده است. اما در این پژوهش با در نظر گرفتن متغیرهای انتخابی به بررسی ارتباط متقابل ساختار سرمایه و بازده سهام پرداخته شده است.

با توجه به مطالب گفته شده این پژوهش در صدد پاسخ به این سوال است که چگونه ساختار سرمایه و بازده سهام بر یکدیگر تاثیر متقابل دارند؟ آیا ساختار سرمایه بر بازده سهام تاثیرگذار است؟ آیا عکس این مطلب نیز صادق

¹ -Myers & Fernandez

² -Dammon & Senbet

³ -Hovakimian

⁴ - Titman & Wessels

⁵ -Harris & Raviv

است؟ اگر این چنین است، کدامیک از دو متغیر ساختار سرمایه و بازده سهام توان اثر گذاری بیشتری را بر دیگری دارد؟

۱-۳- اهداف پژوهش

۱. تعیین تاثیر عوامل منتخب بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۱-۱) تعیین تاثیر بازده سهام بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۲-۱) تعیین تاثیر رشد مورد انتظار شرکت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۲. تعیین تاثیر عوامل منتخب بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۳-۱) تعیین تاثیر ساختار دارایی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۴-۱) تعیین تاثیر اندازه شرکت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۵-۱) تعیین تاثیر سودآوری شرکت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۶-۱) تعیین تاثیر نوسانات سود بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۳. تعیین رابطه متقابل ساختار سرمایه و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۳-۲) تعیین تاثیر اندازه شرکت بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۴-۲) تعیین تاثیر سودآوری شرکت بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۵-۲) تعیین تاثیر روند بلندمدت برگشتی بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۶-۲) تعیین تاثیر تکانه قیمت سهام بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۷-۲) تعیین تاثیر ارزش شرکت بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
 - ۸-۲) تعیین تاثیر نقدینگی شرکت بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

۱-۴- اهمیت و کاربرد نتایج پژوهش

سرمایه عنصر حیاتی و مهمی در شکل گیری فعالیت های اقتصادی و بهره برداری از آن به شمار می رود. اگر سرمایه در اختیار نباشد هیچ گونه فعالیت اقتصادی را نمی توان پایه گذاری کرد، پس از تثبیت فعالیت های اقتصادی، برای بهره برداری بهینه از سرمایه باید ترکیب مناسبی از سرمایه ایجاد شود. بطور کلی شرکت ها از دو طریق به تامین مالی جهت دستیابی به سرمایه موردنظر خود می پردازند. از طریق آورده های سهامداران که مالکان شرکت محسوب می شوند. سهامداران در مقابل تامین سرمایه شرکت انتظار بازدهی دارند که شامل تغییر قیمت سهام و منافع حاصل از مالکیت نظیر سود سهام می باشد. استفاده از بدهی و وام روش دیگری برای تامین مالی است. بستانکاران در مقابل تامین سرمایه انتظار بازپرداخت اصل و بهره مبلغ وام را دارند. مدیر مالی با هدف حداکثرسازی ثروت ترکیبی از این دو روش را بکار می گیرد و ساختار سرمایه شرکت شکل می گیرد. در این پژوهش سعی شده به بررسی ارتباط بازده سهام و ترکیب ساختار سرمایه پرداخته شود تا از این طریق بتوان تاثیر متغیرهای ساختار سرمایه و بازده سهام را برای شرکت های عضو بورس روشن نمود. زیرا هر یک از متغیرهای منتخب نمایانگر ویژگی های شرکت و شرایط بازار سهام اند، از این طریق می توان به میزان اهمیت هر یک از متغیرهای انتخابی برای شرکت های عضو پی برد. و مدیران با در نظر گرفتن متغیرهای اثرگذار می تواند تصمیمات تامین مالی و سرمایه گذاری بهتری را اتخاذ نمایند.

با توجه به آنچه بیان شد، ساختار سرمایه و بازده سهام موضوعاتی هستند که همواره مورد توجه مدیران، سرمایه گذاران و بستانکاران می باشد. نتایج پژوهش می تواند گامی در جهت شناخت هر چه بهتر و بیشتر روابط بین بازده سهام و ساختار سرمایه و متغیرهای تاثیر گذار آنها باشد تا از این طریق بتواند تصمیمات مالی بهتری را در زمینه های کاری خود داشته باشند. برای نمونه، سرمایه گذاران می توانند در تصمیمات سرمایه گذاری در بازار سهام برای کسب بازده مناسب یا مدیران در جهت انتخاب گزینه های تامین مالی و سرمایه گذاری از یافته های پژوهش استفاده نمایند.

۱-۵- فرضیه های پژوهش

- ۱- عوامل منتخب بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارند.
- ۱-۱) بازده سهام بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

- ۲-۱) رشد مورد انتظار شرکت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۳-۱) ساختار دارایی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۴-۱) اندازه شرکت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۵-۱) سودآوری شرکت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۶-۱) نوسانات سود بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۲- عوامل منتخب بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارند.
- ۱-۲) ساختار سرمایه بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۲-۲) رشد مورد انتظار شرکت بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۳-۲) اندازه شرکت بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۴-۲) سودآوری شرکت بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۵-۲) روند بلندمدت معکوس بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۶-۲) تکانه قیمت سهام بر بازده سهام تاثیر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.
- ۷-۲) ارزش شرکت بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۸-۲) نقدینگی شرکت بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- ۳- بین ساختار سرمایه و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه متقابل وجود دارد.

۱-۶- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین قلمرو مکانی پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال های ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۷ است. برای نمونه گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است که شرایط آن به صورت زیر تعریف شده است.

الف- به منظور همگن بودن اطلاعات، جزو صنایع واسطه گری مالی، بانک ها، لیزینگ و سرمایه گذاری نباشد.

ب- به منظور تجانس و تناسب بیشتر، عضو صنعتی باشد که حداقل شرکت های موجود در آن صنعت ۲۰ مورد باشد.

ج- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

د- معاملات سهام شرکت طی دوره پژوهش بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار متوقف نباشد.

ه- صناعی از تخمین ها مورد استفاده قرار می گیرند که تعداد شرکت های باقیمانده بیش از تعداد متغیرهای موجود در معادلات رگرسیونی باشد. با توجه به ویژگی ها و محدودیت های اعمال شده تعداد ۵۱ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب و داده های آنها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

۱-۷- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی است. در این پژوهش به منظور تبیین ارتباط متقابل عوامل تاثیرگذار بر ساختار سرمایه و بازده سهام از مدل یابی معادلات ساختاری استفاده شده است. همچنین برای تجزیه و تحلیل داده ها و استخراج نتایج پژوهش نرم افزار LISREL 8.8 به کار گرفته شده است. برای تحلیل و آزمون فرضیه های پژوهش از آماره های مربوط همانند آماره t و آزمون های برازندگی نظیر شاخص برازندگی فزاینده، شاخص برازندگی تطبیقی، شاخص هنجار شده برازندگی استفاده شده است. در این پژوهش برای جمع آوری داده ها از روش اسناد کاوی استفاده شده است. داده های مورد نیاز از صورت های مالی و یادداشت های همراه حسابرسی شده ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک های اطلاعاتی در این زمینه نظیر تدبیرپرداز، ره آورد نوین و صحرا بدست آمده است.

۱-۸- تعریف واژه های عملیاتی و کلیدی

ساختار سرمایه^۱

ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام می باشد که منبع تامین مالی دارایی های شرکت بوده است. (نوروش و شیروانی، ۱۳۸۶: ۹۰).

^۱-Capital Structure