

الله الرحمن الرحيم
عبد

٩٠٦٧٧



دانشگاه اصفهان

دانشکده علوم اداری و اقتصاد

پایان نامه

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)

تمت عنوان

**بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه و قیمت
بازاری سهام شرکتهای صنایع غذایی پذیرفته شده در
بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۴-۱۳۷۸**

استاد راهنمای اول

دکتر مهدی ابزری

استاد راهنمای دوم

دکتر محمد کاظم عمادزاده

نگارش

قاسم بهرامی کیا

فرورداد ۱۳۸۲

تقدیم به:

بزرگان همیشه جاویدان در قلبیم.
اسطورهای پاکی، صداقت و عشق،
پدرم، مادرم و همسریم.

پیشگفتار

سرمایه عنصر حیاتی و مهمی است هم در تأسیس و ایجاد فعالیت‌های اقتصادی و هم در بهره‌برداری از آنها نقش کلیدی دارد. اگر سرمایه در اختیار نباشد هیچگونه فعالیت اقتصادی را نمی‌توان پایه‌گذاری کرد، پس از تثبیت فعالیت‌های اقتصادی، برای بهره‌برداری بهینه از سرمایه باید ترکیب مناسبی از سرمایه ایجاد شود. با وجود نقش سهم سرمایه در اقتصاد نکته اساسی، کمبود سرمایه می‌باشد. نکته دیگر نگرانی مداوم تأمین‌کنندگان سرمایه در مورد اصل سرمایه و عایدات حاصل از آن می‌باشد. بنابراین اگر شرکتی بخواهد پاسخگوی شرایط کمیابی سرمایه و نیز پاسخگوی تأمین‌کنندگان سرمایه باشد باید مدیریت ساختار سرمایه‌ای صحیحی داشته باشد. ترکیب مناسب سرمایه به منظور به حداقل رساندن هزینه سرمایه و در نتیجه آن حداکثر کردن ارزش سهامداران و سرمایه‌گذاران مؤسسه مهمترین اصلی هست که مدیران مالی شرکتها باید بدان توجه کنند. به منظور افزایش احتمال بازگشت سرمایه و به میزان آن سود سرمایه مدیریت ساختار سرمایه شرایطی را می‌طلبد که در آن شرایط مدیران مالی باید به دقت منبع مالی مورد نیاز خود را مورد بررسی قرار داده و بعد از تجزیه و تحلیل نهایی منابعی را انتخاب کنند که ارزش بازاری شرکت و به دنبال آن قیمت بازاری سهام را افزایش می‌دهد. البته موقعیت مدیران در مدیریت ساختار سرمایه علاوه بر تلاش آنها وابسته به شرایط محیطی هم می‌باشد. اگر چه مدیران موفق حتی بر کاستی‌ها و نواقص محیطی هم می‌توانند فائق آیند.

در این جا از زحمات استاد ارجمند جناب آقای دکتر مهدی ابزری که در خصوص انجام این تحقیق راهنمایی‌های لازم را مبذول داشته‌اند، کمال تشکر و قدردانی را می‌نمایم و از خداوند متعال آرزوی موفقیت روزافزون ایشان را در پیش برد علم و شکوفایی استعدادهای موجود دارم. همچنین از استاد ارجمند خودم جناب آقای دکتر محمد کاظم عمادزاده که با راهنمایی‌ها و همکاری صمیمانه خود نقش مهمی را در پیشبرد تحقیق حاضر داشته‌اند سپاس‌گذاری می‌نمایم. از دوست و استاد خود، آقای محمدرضا پورابراهیمی که من را در طول انجام پایان‌نامه یاری فرمودند نهایت سپاسگزاری را دارم. در پایان از تمامی استادان گروه مدیریت و از زحمات سرکار خانم تسلیمی که مسئولیت تایپ این رساله را تقبل کرده بودند تشکر می‌نمایم.

با تشکر

قاسم بهرامی‌کیا

بهار ۱۳۸۲

فهرست مطالب

مقدمه

ب	پیشگفتار
د	فهرست مطالب
ک	فهرست جداول
ل	فهرست نمودارها
ل	فهرست شکل‌ها
م	چکیده

فصل اول - کلیات تحقیق

۲	مقدمه
۳	شرح و بیان مسأله پژوهشی
۴	اهداف تحقیق
۵	اهمیت و ارزش تحقیق
۶	کاربرد و نتایج تحقیق
۷	فرضیات تحقیق
۸	روش تحقیق
۹	تعریف واژه‌ها و اصطلاحات کلیدی
۱۰	خلاصه مباحث آینده

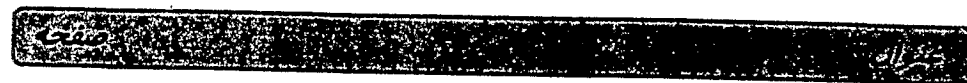
فهرست مطالب



فصل دوم - ادبیات موضوع

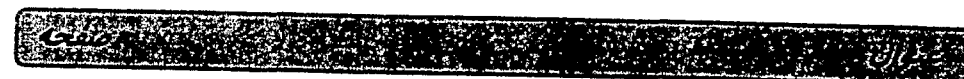
۱۴	مقدمه
[۱۵-۴۳]	بخش اول: مفاهیم ساختار سرمایه
۱۵	تعریف ساختار سرمایه
۱۵	عناصر اصلی تشکیل دهنده ساختار سرمایه
۱۵	سرمایه بدهی
۱۵	سرمایه حقوق صاحبان سهام
	عواملی که در زمان تصمیم‌گیری در رابطه با ساختار سرمایه
۱۶	باید مد نظر قرار بگیرد.
۱۶	ریسک تجاری
۱۶	موقعیت مالیات
۱۷	انعطاف‌پذیری مالی
۱۷	طرز تلقی یا نگرش مدیریتی (محافظه کارانه یا جسورانه)
۱۷	عوامل درونی تعیین کننده تجربی ساختار سرمایه
۱۷	لمس‌پذیری دارائیهها
۱۹	اندازه شرکت
۲۰	قابلیت سودآوری مؤسسه
۲۰	رشد
۲۱	ریسک شرکت

فهرست مطالب



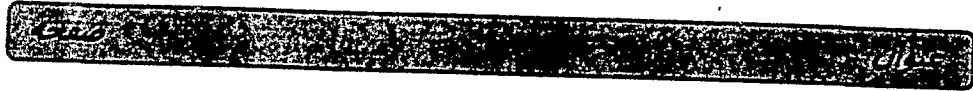
۲۲	سپر مالیاتی غیر بدهی
۲۴	گروه صنعت
۲۴	عوامل بیرونی تعیین کننده ساختار سرمایه
۲۴	سطح عمومی فعالیت های تجاری
۲۵	سطح نرخ بهره
۲۵	سطح قیمت سهام
۲۵	وجوه در دسترس بازار
۲۵	سیاست مالی بر روی بهره و سهام
۲۶	تئوری های سستی ساختار سرمایه
۲۶	تئوری ایستای ساختار سرمایه
۲۸	تئوری سلسله مراتب قدرت
۳۰	تئوری گردش نقدی آزاد
۳۰	ساختار سرمایه و فقر مالی
۳۲	هزینه های ورشکستگی
۳۴	نظریه های مربوط به ساختار سرمایه
۳۴	نظریه درآمد خالص
۳۶	نظریه درآمد عملیاتی خالص
۳۷	دیدگاه سستی
۴۰	فرضیه M.M

فهرست مطالب



[۶۳-۴۴]	بخش دوم، شیوه‌های تأمین مالی
۴۴	شیوه‌های تأمین مالی
۴۵	تأثیر روشهای مختلف تأمین مالی بر حقوق صاحبان سهام
۴۵	عوامل مؤثر بر انتخاب استراتژی تأمین مالی
۴۶	عوامل مالیاتی در فرایند تأمین مالی
۴۶	انواع منابع تأمین مالی
۴۷	سود انباشته
۴۷	بدهی‌های کوتاه‌مدت
۴۸	بدهی‌های بلندمدت
۴۸	اوراق قرضه با نرخ شناور
۴۹	مزایای اوراق قرضه
۵۰	معایب استفاده از اوراق قرضه
۵۰	سهام ممتاز
۵۲	سهام عادی
۵۳	شیوه‌های تأمین منابع مالی شرکتها در ایران
۵۴	انواع منابع تأمین مالی در ایران
۵۴	منابع مالی بدون هزینه و پیش دریافت از مشتریان
۵۷	منابع مالی با هزینه
۵۷	تسهیلات دریافتی کوتاه و بلندمدت از بانکهای تجاری

فهرست مطالب



	بخش سوم: تعیین هزینه های منابع تامین مالی
[۷۳-۶۳]	
۶۳	مفهوم هزینه سرمایه
۶۳	کاربرد مفهوم هزینه سرمایه
۶۴	محاسبه اقلام خاص سرمایه
۶۵	تعیین هزینه بدهی
۶۷	هزینه سهام ممتاز
۶۸	هزینه سهام عادی
۷۰	هزینه سرمایه بدست آمده از اندوخته سود
۷۱	محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه
	بخش چهارم: مفاهیم اهرم
[۷۴-۸۲]	
۷۴	مفهوم اهرم
۷۵	تعریف اهرم
۷۵	اهرم عملیاتی
۷۶	محاسبه درجه اهرم عملیاتی
۷۶	ریسک تجاری
۷۸	اهرم مالی
۷۸	محاسبه اهرم مالی
۷۸	ریسک مالی

فهرست مطالب

۷۹	نسبت‌های اهمی
[۸۳-۹۳]	بخش پنجم، مطالعات انجام شده
۸۳	مطالعات انجام شده
۸۳	مطالعات داخلی
۸۴	مطالعات خارجی
۹۴	خلاصه
	فصل سوم - روش تحقیق
۹۷	مقدمه
۹۸	روش تحقیق
۹۹	قلمرو مکانی تحقیق
۱۰۱	قلمرو زمانی تحقیق
۱۰۱	روشهای جمع‌آوری اطلاعات
۱۰۱	فرضیات تحقیق
۱۰۲	متغیر مستقل
۱۰۵	متغیرهای وابسته
۱۰۹	روش آزمون فرضیه‌ها
۱۱۱	نحوه رد یا قبول فرضیه‌ها

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
------	-------

فصل چهارم - تجزیه و تحلیل داده‌ها یا اطلاعات

۱۱۷	مقدمه
۱۱۷	اطلاعات یا داده‌های جمع‌آوری شده
۱۱۹	تحلیل اطلاعات جمع‌آوری شده
۱۳۰	خلاصه و نتیجه‌گیری نهایی

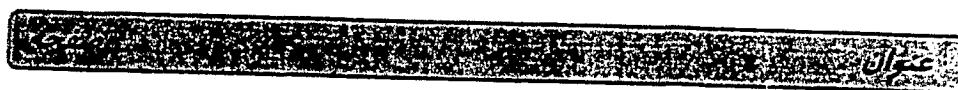
فصل پنجم - نتیجه‌گیری و پیشنهادها

۱۳۳	مقدمه
۱۳۵	نتایج سؤالات اساسی پژوهش
۱۳۶	نتایج حاصل از فرضیه‌های فرعی
۱۳۸	نتایج کلی
۱۳۹	محدودیت‌ها و مشکلات تحقیق
۱۴۰	پیشنهادها
۱۴۱	پیشنهاد به مدیران مالی
۱۴۲	پیشنهاد به محققین آینده

۱۴۴	منابع و مأخذ
-----	--------------

۱۴۹	پیوست
-----	-------

فهرست جداول



- جدول (۱-۲): درصد افزایش در سرمایه از طریق انتشار سهام
۶۲ جدید و سایر منابع مالی
- جدول (۱-۳): شرکت‌های صنایع غذایی فعال در بورس اوراق
۱۰۰ بهادار تهران در طی دوره تحقیق
- جدول (۱-۴): اطلاعات سال ۱۳۷۴ صنایع غذایی
۱۲۰
- جدول (۲-۴): اطلاعات سال ۱۳۷۵ صنایع غذایی
۱۲۱
- جدول (۳-۴): اطلاعات سال ۱۳۷۶ صنایع غذایی
۱۲۲
- جدول (۴-۴): اطلاعات سال ۱۳۷۷ صنایع غذایی
۱۲۳
- جدول (۵-۴): اطلاعات سال ۱۳۷۸ صنایع غذایی
۱۲۴
- جدول (۶-۴): خلاصه اطلاعات بدست آمده برای صنایع غذایی
۱۲۵
- جدول (۷-۴): متوسط اطلاعات مورد نیاز صنایع غذایی
۱۲۶
- جدول (۸-۴): نتایج حاصل از رگرسیون متوسط مشاهدات
سالهای ۷۴-۷۸ صنایع غذایی
۱۲۷
- جدول (۹-۴): نتایج حاصل از رگرسیون کل مشاهدات
سالهای ۷۴-۷۸ صنایع غذایی
۱۲۹
- جدول (۱۰-۴): خلاصه آزمون‌ها و نتایج حاصل از آنها
۱۳۱

فهرست نمودارها



- ۲۸ نمودار (۲-۱): نشان دهنده تئوری ایستای ساختار سرمایه
- نمودار (۲-۲): نشان دهنده معاوضه بین افزایش در ارزش به وجود آمده در نتیجه سپر مالیاتی به هزینه‌های بدهی پرداخت شده و افزایش در هزینه‌های قتر مالی همچنانکه نسبت بدهی در ساختار سرمایه افزایش می‌یابد.
- ۳۲ نمودار (۲-۳): نشان دهنده روش NI
- نمودار (۲-۴): رابطه بین هزینه سرمایه و اهرم مالی در نظریه درآمد عملیاتی خالص NOI
- ۳۷ نمودار (۲-۵): نشان دهنده کل هزینه سرمایه
- ۳۹ نمودار (۲-۶): نشان دهنده کل هزینه سرمایه
- ۴۲ نمودار (۲-۷): تابع کل هزینه سرمایه براساس فرضیه $M\&M I$
- ۹۸ شکل (۳-۱): نشان دهنده فرایند تبدیل داده‌ها به ستاده‌ها

مکیده

امروزه، شرکت‌های موفق در صحنه تجاری شرکت‌هایی هستند که با انتخاب منابع مالی صحیح مورد نیاز خود، هزینه سرمایه را به حداقل برسانند. با حداقل نمودن هزینه سرمایه، ثروت سهامداران خود را حداکثر می‌نمایند، که این موضوع منجر به افزایش قیمت بازاری و ارزش بازاری سهام شرکت می‌شود. تحقیق حاضر با عنوان «بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه و قیمت بازاری سهام شرکت‌های صنایع غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پنج فصل تدوین شده است. این پژوهش به دنبال اهدافی به شرح زیر می‌باشد:

۱- هدف اصلی: بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه و قیمت بازاری سهام شرکت‌های مورد نظر.

۲- اهداف فرعی:

- ۱) بررسی رابطه بین نسبت بدهی و هزینه سرمایه شرکت‌های مورد نظر (۲)
- ۲) بررسی رابطه بین نسبت بدهی و قیمت بازاری سهام شرکت‌های مورد نظر (۳)
- ۳) بررسی رابطه بین نسبت بدهی و کل ارزش بازاری شرکت، شرکت‌های مورد نظر.

در راستای همین اهداف، فرضیاتی نیز تدوین گردید. روش تحقیق در این پژوهش از نوع تحلیلی است و جامعه آماری این تحقیق را شرکت‌های

صنایع غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۷۸-۱۳۷۴ تشکیل می‌دهند. نوع پاسخ به فرضیات تحقیق از نوع تحلیلی و با استفاده از تحلیل رگرسیون می‌باشد.

به منظور پاسخ دادن به فرضیات تحقیق از تحلیل رگرسیون دو متغیره استفاده شده و داده‌های جمع‌آوری شده و مورد نیاز برای تحقیق براساس دو روش مورد بررسی قرار گرفت. در هر دو روش از تحلیل رگرسیون دو متغیره استفاده شد. روش اول بر مبنای متوسط مشاهدات و روش دوم بر مبنای کل مشاهدات بوده‌اند. به طور کلی این تحقیق نشان داد که ساختار سرمایه (نسبت بدهی) بر هزینه سرمایه و قیمت بازاری سهام و کل ارزش بازاری شرکت‌های مورد مطالعه تأثیری ندارد.

فصل اول

کلیات تحقیق

مقدمه

تصمیمات مربوط به تأمین منابع مالی مورد نیاز مؤسسه از مهمترین تصمیمات مدیریت مالی است، اهمیت این تصمیم و آثار آن بر ساختار مالی مؤسسه و نهایتاً منافع سرمایه‌گذاران به حدی است که اینگونه تصمیمات از نوع تصمیمات استراتژیک مؤسسه تلقی می‌گردد. امروزه در اکثر کشورها، مؤسسات پولی و اعتباری بخش بزرگی از فعالیتهای اقتصادی کشور را از طریق جمع‌آوری سرمایه‌های اندک و تزریق آن در امکانات مختلف سرمایه‌گذاری، به عهده دارند و در کنار آنها مؤسسات مشاوره مالی با ارائه خدمات کارشناسی و مشاوره‌ای، سرمایه‌گذاران را در انتخاب بهترین طریق تأمین منابع مورد نیاز آنها یاری می‌دهند. مباحث تئوریک مربوط به بازار سرمایه از مهمترین مباحث مطرح در حوزه مدیریت مالی است و نرخ بهره و هزینه تأمین سرمایه به عنوان ابزار اساسی تنظیم این بازار در اختیار دولتها و سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی این کشورها است. تا گذشته‌ای نه چندان دور، مهمترین هدف هر شرکت به حداکثر رساندن سود بود. اما امروزه ثابت شده است که هدف اولیه هر شرکت حداکثر نمودن ثروت سهامداران است، که این موضوع در به حداکثر رساندن قیمت سهام عادی شرکت متجلی می‌گردد. بنابر این مدیران مالی مؤسسات ملزم هستند که با انتخاب درست منابع تأمین مالی که منجر به ساختار مطلوب سرمایه و در نهایت کاهش هزینه سرمایه می‌شود سعی در به حداکثر رساندن ثروت سهامداران داشته باشند؛ که این به نوبه خود قیمت بالاتر سهام را به همراه خواهد داشت.

شرح و بیان مسئله پژوهش

تصمیمات تأمین مالی که در نهایت بافت یا ساختار مالی شرکت را تعیین می‌کند از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. زیرا چنین تصمیماتی منجر به عدم دستیابی یا دستیابی ساختار مالی بهینه می‌گردد. ساختار مالی بهینه موجب حداقل نمودن هزینه تأمین مالی یا هزینه سرمایه و به تبع آن افزایش سهام شرکت می‌گردد (پارسائیان، ۱۳۷۳). در تأمین مالی مؤسسه، تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه، بر تخصیص بین بدهی بلند مدت و حقوق صاحبان سهام متمرکز می‌شود. یک ترکیب کارآ از سرمایه. هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. پایین آوردن هزینه سرمایه، باعث بالا رفتن درآمد اقتصادی خالص می‌شود که نهایتاً ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (Groth & Anderson, 1997). از طرف دیگر بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد تا زمانیکه افزایش مورد انتظار در EPS برای خنثی کردن اثرات کاهش در نسبت P/E کافی باشد، قیمت بازار هر سهم با استفاده بیشتر از بدهی‌ها شروع به افزایش می‌کند. در صورت بالا رفتن نسبت بدهی، ریسک مالی شرکت افزایش می‌یابد و متناسب با افزایش بدهی‌ها و ریسک مالی، نرخ بازده مورد انتظار رشد می‌کند و در نهایت اثر کاهنده بر P/E دارد (Groth & Anderson, 1997).

حال با توجه به مطالب بالا دو سؤال زیر مطرح می‌شود:

اولاً: آیا به کارگیری اهرم (استفاده بیشتر از بدهی‌ها) در شرکتهای ایرانی می‌تواند ارزش بازاری شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؟ در صورت مثبت بودن جواب، شرکتهای ایرانی دارای یک ساختار سرمایه بهینه بوده و مدیران مالی این شرکتها برای به حداکثر رساندن ارزش بازاری شرکت، باید این ساختار سرمایه را بیابند، تا از طریق آن بتوانند با استفاده صحیح از منابع مالی موجود شرکت، ثروت سهامداران خود را به حداکثر برسانند.

ثانیاً: سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران تا چه حد از تأثیر ساختار سرمایه به قیمت سهام شرکت و مخاطره آن آگاهند و اصولاً بازار بورس تا چه حد به تغییرات ساختار سرمایه شرکت حساس است. آیا با افزایش نسبت بدهی و به دنبال آن مخاطره آمیز شدن شرکت، قیمت بازاری سهام بیشتر می‌شود یا خیر؟

جواب به سؤال اخیر روشن خواهد ساخت که آیا افزایش نسبت بدهی، قیمت بازاری سهام را افزایش می‌دهد یا خیر؟

اهداف تحقیق

در این پژوهش اهداف زیر مورد نظر محقق می‌باشد.

هدف اصلی

تعیین تأثیر ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه و قیمت بازاری سهام شرکتهای صنایع غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

اهداف فرعی

- ۱- بررسی رابطه بین نسبت بدهی و هزینه سرمایه شرکتهای صنایع غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- ۲- بررسی رابطه بین نسبت بدهی و ارزش شرکت شرکتهای صنایع غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- ۳- بررسی رابطه بین نسبت بدهی و قیمت بازاری سهام شرکتهای صنایع غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.