

آزمون نظریه های "مصالحه ایستا" و

"سلسله مراتبی" در ایران

زهرا نجاتی اصل

دانشگاه الزهرا(س)

استاد راهنما : سرکار خانم دکتر مجتهدزاده

استاد مشاور : سرکار خانم دکتر مشایخ

تیرماه ۸۹

چکیده

پیشگفتار

فصل اول: کلیات تحقیق

| | |
|----|---|
| ۳ | مقدمه |
| ۴ | تشریح و بیان موضوع |
| ۹ | اهداف و ضرورت انجام تحقیق |
| ۱۰ | پرسش های تحقیق |
| ۱۱ | فرضیه های تحقیق |
| ۱۴ | تعریف جامعه آماری و ویژگی های آن |
| ۱۴ | قلمرو موضوعی تحقیق |
| ۱۴ | قلمرو مکانی تحقیق |
| ۱۵ | قلمرو زمانی تحقیق |
| ۱۵ | روش نمونه گیری و حجم تقریبی نمونه |
| ۱۵ | روش تجزیه و تحلیل داده ها |
| ۱۶ | نهاد ها یا مؤسساتی که می توانند از یافته های این تحقیق بهره گیرند |
| ۱۷ | تعاریف برخی واژه های استفاده شده در تحقیق |
| ۱۸ | خلاصه فصل و ساختار تحقیق |

فصل دوم : ادبیات ، مبانی نظری و پیشینه تحقیق

| | |
|----|---|
| ۲۲ | مقدمه |
| ۲۲ | ادبیات تحقیق |
| ۲۲ | نظریه مودیلیانی-میلر (M&M) |
| ۲۵ | نظریه مصالحه |
| ۲۷ | مدل های مصالحه پویای ساختار سرمایه |
| ۲۹ | نظریه سلسله مراتبی |
| ۳۱ | ویژگی های مطرح شده در نظریه های "مصالحه ایستا" و "سلسله مراتبی" |
| ۳۱ | اندازه شرکت |
| ۳۱ | سود آوری |
| ۳۲ | رشد |
| ۳۳ | عینیت |
| ۳۴ | قدمت شرکت |
| ۳۴ | صرفه جویی مالیاتی غیر از بدهی |
| ۳۴ | ریسک |
| ۳۵ | شرایط صنعت |
| ۳۵ | سود پرداختی |
| ۳۶ | پیشینه تحقیق |

| | |
|----|----------------------------|
| ۴۷ | تحقیقات انجام شده در ایران |
| ۵۲ | نگاره خلاصه پیشینه تحقیق |
| ۶۰ | خلاصه فصل |

فصل سوم: روش شناسی تحقیق

| | |
|----|--|
| ۶۳ | مقدمه |
| ۶۳ | روش و نوع تحقیق |
| ۶۶ | متغیر های تحقیق |
| ۷۱ | پرسش های تحقیق |
| ۷۲ | فرضیه های تحقیق |
| ۷۵ | مدل آزمون فرضیه های تحقیق |
| ۷۵ | قلمرو تحقیق |
| ۷۶ | جامعه و نمونه آماری |
| ۷۶ | جمع آوری اطلاعات و تجزیه و تحلیل داده ها |
| ۷۷ | خلاصه فصل |

فصل چهارم: برآورد الگو و نتایج آماری

| | |
|----|---------------------|
| ۷۹ | مقدمه |
| ۷۹ | آمار توصیفی داده ها |
| ۸۰ | اعتبار مدل |

| | |
|---|---|
| ۸۰ | آزمون فرضیه های تحقیق |
| ۱۰۶ | نگاره خلاصه نتایج تحقیق |
| ۱۰۸ | خلاصه فصل |
| فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات | |
| ۱۱۱ | مقدمه |
| ۱۱۱ | خلاصه تحقیق |
| ۱۱۵ | ارزیابی و تشریح نتایج آزمون فرضیه ها |
| ۱۲۰ | نتیجه گیری |
| ۱۲۰ | اندازه شرکت |
| ۱۲۱ | سودآوری شرکت |
| ۱۲۲ | نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی های شرکت |
| ۱۲۳ | عینیت دارایی ها |
| ۱۲۴ | قدمت شرکت |
| ۱۲۸ | صرفه جویی مالیاتی غیر از بدهی |
| ۱۲۹ | ریسک سود |
| ۱۲۶ | سود سهام پرداختی |
| ۱۲۷ | شرایط صنعت |
| ۱۲۸ | ریسک شرکت |

| | |
|-----|--------------------------------|
| ۱۲۸ | محدودیت های تحقیق |
| ۱۲۹ | پیشنهادات مبتنی بر نتایج تحقیق |
| ۱۲۹ | پیشنهاد هایی برای تحقیقات آتی |
| ۱۳۰ | خلاصه فصل |
| ۱۳۲ | فهرست منابع انگلیسی |
| ۱۳۵ | فهرست منابع فارسی |
| | پیوست ها و ضمائم |
| | چکیده انگلیسی |

عنوان : آزمون نظریه های "مصالحه ایستا" و "سلسله مراتبی" در ایران

نام و نام خانوادگی : زهرا نجاتی اصل

رشته تحصیلی : حسابداری

استاد راهنما : سرکار خانم دکتر مجتهدزاده

استاد مشاور : سرکار خانم دکتر مشایخ

چکیده

هدف از انجام تحقیق ، تعیین عوامل تاثیرگذار بر ساختار سرمایه شرکت ها در ایران و نیز بررسی این موضوع بود ، که شرکت ها برای تبیین ساختار سرمایه خود از کدامین نظریه "مصالحه ایستا" یا "سلسله مراتبی" تبعیت می کنند.

تعداد ۲۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران ، به عنوان نمونه آماری انتخاب و اطلاعات آن ها برای بازه زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۲ جمع آوری گردید . به منظور آزمون فرضیه های تحقیق ، از مدل رگرسیون چندمتغیره ، استفاده شد.

یافته های تحقیق حاکی از آن است که بین تغییرات اندازه شرکت و نسبت بدهی بازاری و دفتری ؛ سودآوری شرکت و نسبت بدهی دفتری و عینیت و نسبت بدهی بازاری و دفتری رابطه معنادار منفی وجود دارد. از طرفی بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری داری ها و نسبت بدهی دفتری یک رابطه معنادار مثبت دیده شده است ، که مطابق پیش بینی نظریه "سلسله مراتبی" می باشد. بین سودآوری شرکت و نسبت بدهی بازاری ، قدمت شرکت و نسبت بازاری و نسبت دفتری ، شرایط صنعت و نسبت بدهی بازاری

رابطه ای معنادار مثبت ؛ نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ها و نسبت بدهی بازاری ، ریسک شرکت و نسبت بدهی بازاری رابطه ای معنا دار منفی دریافت شد که مطابق پیش بینی نظریه "مصالحه ایستا" است.

رابطه بین صرفه جویی مالیاتی غیر از بدهی و نسبت بدهی بازاری و دفتری ، مثبت می باشد که برخلاف پیش بینی نظریه "مصالحه ایستا" است. رابطه منفی بین ریسک شرکت و نسبت بدهی دفتری ، ریسک سود و سود سهام پرداختی با نسبت بدهی بازاری و دفتری از نظر آماری معنادار نمی باشد؛ در نتیجه موید هیچ یک از نظریه های "مصالحه ایستا" و "سلسله مراتبی" نمی باشد.

پیشگفتار

ساختار سرمایه بر ارزش شرکت و هزینه سرمایه موثر می باشد. شرکت ها برای تامین منابع مالی مورد نیاز خود می توانند، از منابع درونی یا بیرونی بهره جویند. راهبردهای تامین مالی که توسط مدیران برای تامین منابع مورد نیاز واحد اقتصادی اتخاذ می شود، ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد. بنابر این آگاهی از عوامل موثر بر میزان اهرم شرکت و اتخاذ یک سیاست خاص برای تصمیم گیری درمواقع نیاز مالی از اهمیت زیادی برخوردار است.

لذا سوالی که در این ارتباط مطرح می باشد، این است که آیا ساختار سرمایه مطلوبی وجود دارد که ارزش شرکت را حداکثر نماید؟ و اگر وجود دارد، چه عواملی در تعیین آن نقش دارند؟ نظریه های متعددی در خصوص الگوی ساختار سرمایه مطرح شده است که هر یک عوامل خاصی را در انتخاب نسبت بدهی مطلوب دخیل می دانند.

با توجه به اهمیت موضوع و عنایت به ادبیات، در این تحقیق سعی شده است تا عوامل موثر بر اهرم مالی، نیز الگوهای مختلف ساختار سرمایه در ایران بررسی و تعیین گردد.

فصل اول

کلیات تحقیق

فصل اول

کلیات تحقیق

- ✓ مقدمه
- ✓ تشریح و بیان موضوع
- ✓ اهداف و ضرورت انجام تحقیق
- ✓ پرسش‌های تحقیق
- ✓ فرضیه‌های تحقیق
- ✓ تعریف جامعه آماری و ویژگی‌های آن
- ✓ روش نمونه‌گیری و حجم تقریبی نمونه
- ✓ روش تجزیه و تحلیل داده‌ها
- ✓ نهادها یا موسساتی که می‌توانند از یافته‌های این تحقیق بهره‌گیرند
- ✓ تعاریف برخی واژه‌های استفاده شده در تحقیق
- ✓ خلاصه فصل و ساختار تحقیق

مقدمه

شرکت ها برای تامین منابع مالی لازم جهت تداوم و رشد فعالیت هایشان به منابع درونی و بیرونی دسترسی دارند . ترکیب منابع مختلف مالی ، ساختار سرمایه شرکت را تشکیل می دهد که هزینه سرمایه و در نتیجه ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد .

به ساختار سرمایه ای که بتواند ارزش شرکت را به حداکثر ممکن یا هزینه سرمایه را به حداقل ممکن برساند ، ساختار سرمایه بهینه گویند (کردستانی و نجفی عمران ، ۱۳۸۷).

نظریه های متعددی درباره ساختار سرمایه ارائه شده است . از جمله نظریه هایی که طرفداران زیادی پیدا کرده اند ، نظریه های "مصالحه"^۱ و "سلسله مراتبی"^۲ می باشند.

در این فصل به تشریح موضوع تحقیق ، اهداف ، ضرورت تحقیق و فرضیه ها می پردازیم. در پایان، تعاریف برخی از واژه های به کار رفته در تحقیق و ساختار تحقیق ارائه می شود.

^۱ The Trade- Off Theory

^۲ The Pecking Order Theory

تشریح و بیان موضوع

شرکت ها به منظور تامین مالی می توانند از منابع درونی یا بیرونی استفاده کنند . منبع تامین مالی درونی سود انباشته است؛ در حالی که تامین مالی بیرونی می تواند از محل اخذ وام یا انتشار سهام باشد . از آن جا که شرکت ها در پی رشد به طور مداوم به اتخاذ تصمیم های سرمایه گذاری می پردازند ، تامین منابع لازم از اهمیت برخوردار است . تامین مالی در واقع رشد سرمایه بشمار می رود ، و رشد اقتصادی کشور به رشد سرمایه بستگی دارد (Singh and Kumar, ۲۰۰۸).

نظریه های ساختار سرمایه از این جهت برای شرکت ها دارای اهمیت است که آن ها همواره در حال اتخاذ تصمیمات مرتبط با تامین مالی می باشند ؛ این نظریه سعی در تشریح منابع و راهبردهای تامین مالی دارایی های شرکت دارد . مایرز تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه را معمای ساختار سرمایه^۳ نامید؛ زیرا نظریه واحدی نمی تواند تصمیمات تامین مالی شرکت را توصیف کند (Myers, ۲۰۰۳) .

یکی از جنبه های مهم این معما انتخاب روش تامین مالی از بین بدهی و سرمایه می باشد . وقتی جریان های نقد آتی نا معلوم است و ساختار سرمایه می تواند حالت های مختلفی از بدهی خالص تا سرمایه خالص را - که کاملاً متضاد هم هستند - داشته باشد ، شرکت ها سطح اهرم خود را چگونه باید تعیین کنند؟

^۳Capital Structure Puzzle

به علاوه ، موضوع پیچیده نمایندگی نیز همان طور که بین افراد مختلف درون سازمان مطرح است ، بین افراد درون و بیرون سازمان هم وجود دارد (Singh and Kumar، ۲۰۰۸).

از زمانی که مودیلیانی و میلر^۴ (۱۹۵۸) مقاله اثرگذار خود را منتشر کردند ، علاقه زیادی به موضوع ساختار سرمایه بین محققان مالی ایجاد شده است (Myers، ۲۰۰۳) . آن ها عنوان کردند که ارزش یک شرکت مستقل از تصمیم مالی یا ساختار سرمایه آن است . به عبارت دیگر، تصمیمات سرمایه گذاری و تامین مالی شرکت مستقل از هم می باشند و ارزش شرکت با ارزش فعلی جریان های نقد آتی که با نرخ هزینه سرمایه تنزیل شده است ، بدست می آید (Singh and Kumar، ۲۰۰۸).

این نظریه با فرض وجود بازار سرمایه کامل^۵ مطرح شده است . دیگر مفروضه های آن که در جهان واقع به ندرت صادق می باشند ، به شرح زیر است :

- بازارهای سرمایه کامل هستند و هیچ گونه هزینه مبادله و ورشکستگی وجود ندارد ؛
- همه شرکت ها از نظر ریسک در یک سطح قرار دارند ؛
- از انواع مالیات ، تنها مالیات بردرآمد شرکت از اهمیت برخوردار می باشد؛
- همه جریان های نقد استمرار دارند و هیچ عامل رشدی در جریان نقد در نظر گرفته نمی شود ؛

^۴ Modigliani-Miller (M & M)

^۵ Perfect capital market

- هیچ عدم تقارن اطلاعاتی^۶ بین افراد درون و بیرون سازمان وجود ندارد؛
- خطر اخلاقی^۷ بین مدیران وجود ندارد و آن‌ها برای حداکثر سازی ثروت سهامداران تلاش می‌کنند؛
- همه شرکت‌ها فقط سرمایه‌ریسی و بدهی بدون ریسک منتشر می‌کنند.

طرح این مسئله منجر به انجام مطالعات فراوانی به منظور پی بردن به چگونگی ساختار سرمایه شده است که عمدتاً بر تخطی از این مفروضه‌ها تمرکز کرده‌اند. نظریه‌های "مصالحه" و "سلسله مراتبی" برای مدلسازی رفتار تامین مالی شرکت‌ها به طور گسترده مورد استفاده قرار می‌گیرند (Singh and Kumar, ۲۰۰۸).

براساس نظریه "مصالحه"، ساختار سرمایه شرکت‌ها یک نسبت اهرم بهینه دارد؛ و شرکت‌ها همواره سعی می‌کنند که نسبت اهرمی خود را نزدیک به این سطح بهینه (هدف) نگه دارند و اگر هرگونه انحرافی از این سطح روی دهد، تدریجاً به آن سطح برمی‌گردند. این سطح بهینه از مصالحه بین مزایای بدهی یا سرمایه با معایب آن بدست می‌آید (Myers, ۱۹۸۴). این هدف قابل مشاهده نیست، اما شاید بتوان آن را به سایر متغیرهای شرکت چون نسبت بدهی به سرمایه، اندازه، فرصت‌های رشد، صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی و غیره نسبت داد (Fama and French, ۲۰۰۲).

^۶Information Asymmetry

^۷Moral Hazard

برخی مزایای بدهی عبارتند از:

- صرفه جویی مالیاتی بهره ؛
- علامت دهی مناسب در مورد ارزش شرکت (Ross، ۱۹۷۷) ؛
- کاهش هزینه های نمایندگی مرتبط با سرمایه مانند مشکل جریان نقد آزاد ، که تحت عنوان مشکل سرمایه گذاری بیش از حد نامیده می شود (Jenssen ، ۱۹۸۶) و
- کاهش هزینه نمایندگی مدیریت .

معایب بدهی :

هزینه های وضعیت نامطلوب مالی ، ورشکستگی و نیز پدیده انتقال ریسک یا مشکل جانشینی دارایی (شاید عملکرد مدیران به نفع سهامداران ، سرمایه گذاری را به سمت دارایی های پرریسک تر و تحمل هزینه ها توسط اعتباردهندگان تغییر دهد.) از معایب بدهی بشمار می روند ، همچنین افزایش بیش از حد بدهی به زیان بستانکاران موجود می باشد و نیز موجب از دست دادن پروژه های خوب به علت عدم توانایی شرکت در انتشار اوراق بدهی بیشتر می شود (Singh and Kumar، ۲۰۰۸).

از طرف دیگر ، نظریه "سلسله مراتبی" که برای اولین بار توسط مایرز و ماجلوف^۸ (۱۹۸۷) ارائه شده است ، بیان می کند که سطح بدهی هدف که شرکت برای رسیدن به آن تلاش می کند ، به خوبی تعریف نشده است . شرکت ها فقط هنگامی که تامین مالی درونی

^۸ Myers and Majluf

کافی نباشد ، به افزایش تامین مالی بیرونی می پردازند . آن ها تامین مالی درونی را بر تامین مالی بیرونی و بدهی را بر سرمایه ترجیح می دهند(همان ماخذ).

استقرار نظریه ای که رفتار یک شرکت خاص را توصیف کند ، بیشتر یک موضوع تجربی است. بنابراین یک آزمون دقیق بر مبنای یک مدل مناسب برای درک رفتار ساختار سرمایه بسیار مشکل می باشد. فاما و فرنچ^۹ (۲۰۰۲) دریافتند که برخی شرکت ها از نظریه "مصالحه" و برخی از "سلسله مراتبی" تبعیت می کنند و هیچ کدام از این دو به طور کامل رد نمی شود (همان ماخذ) .

باید به این نکته توجه داشت که این نظریه ها به عواملی چون نظام راهبری شرکت، سیستم مالیاتی شرکت و شخص ، قانون و مقررات ، توسعه بازار های سرمایه و بدهی و بسیاری خصوصیت های اقتصادی وابسته هستند (Alves and Ferreira, ۲۰۰۵) . این عوامل ، خاص یک کشور می باشند. عواملی که در یک اقتصاد اهمیت دارند ، ممکن است در اقتصاد دیگر تاثیر گذار نباشند . والد (۱۹۹۹) نشان داد که تفاوت های سازمانی نیز می تواند موجب تفاوت در ساختار سرمایه شود. بنابراین ، آزمون جداگانه نظریه ها (یا عوامل) در هر کشور اهمیت دارد و نباید به نتیجه ها کلیت بخشید (همان ماخذ) .

انتظار می رود که در اقتصادهای نوظهور ، شرکت ها رفتار متفاوتی نسبت به اقتصادهای پیشرفته داشته باشند ، حتی شاید اهداف تامین مالی نیز متفاوت باشد . قوانین

^۹Fama and French

فصل اول

کلیات تحقیق

پشتیبان سرمایه گذاران در اقتصادهای نو ظهور و پیشرفته متفاوت است. همین طور بازارهای نوظهور در مقایسه با بازار های پیشرفته، دامنه محدودتری از ابزار های مالی را در اختیار دارند.

همچنین فرایند حسابداری و حسابرسی بین ملل مختلف، متفاوت می باشد و این موضوع از طریق متغیر هایی چون درآمد مشمول مالیات، استهلاک، اقلام تعهدی و ... بر انتخاب ساختار سرمایه تاثیر گذار است. در میان اقتصادهای نوظهور نیز به خاطر تفاوت پیشینه تاریخی و توسعه بازارهای سرمایه و بدهی، ساختار سرمایه متفاوت است. هر بازاری منحصر به فرد می باشد و باید در چارچوب قوانین و اقتصاد خود مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد (همان ماخذ).

در این تحقیق نظریه های "مصالحه ایستا" و "سلسله مراتبی" مورد آزمون قرار گرفته است.

اهداف و ضرورت انجام تحقیق

شرکت ها چگونه عملیات خود را تامین مالی می کنند؟ یا چگونه باید عملیات خود را تامین مالی نمایند؟ چه عواملی انتخاب های آن ها را تحت تاثیر قرار می دهد؟ و این انتخاب ها چگونه بر بقیه اقتصاد تاثیر می گذارند؟ این پرسش ها از اهمیت برخوردارند و برای مدت زمان طولانی تحقیقات پیرامون ساختار سرمایه را تحت تاثیر قرار داده اند (Frank and Goyal, 2007).

شرکت ها برای تامین منابع مالی مورد نیاز خود می توانند از منابع درونی نظیر سود انباشته استفاده یا به منابع بیرونی رجوع و وام گیری کنند ؛ یا به انتشار اوراق بدهی و سهام مبادرت نمایند. این که شرکت ها برای تامین مالی کدام روش را در اولویت قرار می دهند برای مدیران ، سهامداران ، اعتباردهندگان فعلی و آتی و سایر افراد ذینفع دارای اهمیت است. این اهمیت به دلیل تاثیری است که روش تامین مالی بر ارزش شرکت دارد.

در تحقیق حاضر ، این که در ایران چه متغیرهایی برای انتخاب روش تامین مالی شرکت ها از اهمیت برخوردارند و آیا از نظریه "مصالحه ایستا" یا "سلسله مراتبی" تبعیت می شود ؛ بررسی شده است .

پرسش های تحقیق

سوال های تحقیق به شرح زیر مطرح شده اند :

- ۱- آیا در ایران ، اندازه شرکت از عوامل موثر در تعیین ساختار سرمایه شرکت ها است؟
- ۲- آیا سودآوری در تعیین ساختار سرمایه شرکت های ایرانی موثر است؟
- ۳- آیا در ایران ، تغییرات نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی های شرکت از عوامل موثر در تعیین ساختار سرمایه آن است؟
- ۴- آیا تغییرات در عینیت شرکت از عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه آن در ایران می باشد؟

- ۵- آیا در ایران قدمت شرکت از عوامل موثر در تعیین ساختار سرمایه می باشد؟

فصل اول

کلیات تحقیق

۶- آیا صرفه جویی مالیاتی غیر از بدهی از عواملی است که بر تعیین ساختار سرمایه شرکت در ایران تاثیرگذار است؟

۷- آیا ریسک سود بر تعیین ساختار سرمایه شرکت اثر دارد؟

۸- آیا تغییرات در سود پرداختی از عوامل موثر بر ساختار سرمایه می باشد؟

۹- آیا شرایط صنعت بر تعیین ساختار سرمایه شرکت اثرگذار است؟

۱۰- آیا ریسک شرکت بر ساختار سرمایه شرکت ها در ایران موثر است؟

فرضیه های تحقیق

در این تحقیق، با بررسی ادبیات ساختار سرمایه فرضیه های زیر طراحی شده است:

فرضیه ۱: شرکت ها برای تامین منابع مالی از نظریه "مصلحه ایستا" تبعیت می کنند .

در این راستا فرضیه های فرعی زیر مطرح شده اند که مستقل از یکدیگر می باشند:

فرضیه ۱-۱: براساس نظریه "مصلحه ایستا" ، بین تغییرات اندازه شرکت و نسبت بدهی رابطه معنادار مثبت وجود دارد .

فرضیه ۱-۲: براساس نظریه "مصلحه ایستا" ، بین تغییرات سود آوری شرکت و نسبت بدهی رابطه معنادار مثبت وجود دارد .

فرضیه ۱-۳: براساس نظریه "مصلحه ایستا" ، بین تغییرات ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی های شرکت و نسبت بدهی رابطه معنادار منفی وجود دارد .