



۱۲/۱۹۱



دانشگاه الزهرا(س)

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد

پایان نامه

جهت اخذ مدرک کارشناسی ارشد

رشته مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)

عنوان:

آزمون نظریه سلسله مراتب تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق

بهادار تهران

استاد راهنما:

دکتر شاپور محمدی

اساتید مشاور:

دکتر حسن قالیباف اصل

دکتر احمد پویانفر

دانشجو:

لیلا محتشم

شهریور ۸۶

۱ / ۸ / ۱۳۸۸

شماره اطلاعات بزرگ سمی یزدان
همیشه بزرگ

۱۲۱۸۹۱

تقدیم به

پدر و مادر عزیز و

همسر فداکارم

سپاس...

حمد و سپاس خدایی که بینش دانش اندوزی را در وجود من به ودیعه نهاد و همواره مرا در سایه لطف و رحمت بیکرانش یاری نمود.

اکنون که پایان نامه حاضر به اتمام رسیده بر خود وظیفه می دانم که از زحمات کلیه اساتید و عزیزانی که در تمام مراحل تحقیق مرا یاری نمودند تشکر و قدردانی نمایم.

جناب آقای دکتر محمدی در مقام استاد راهنما که در تمام مراحل تحقیق مرا صمیمانه مورد حمایت قرار داده و با صبر و حوصله از راهنماییهای خویش بهره مند ساختند.

جناب آقای دکتر پویان فر و آقای دکتر قالیباف اصل در مقام اساتید مشاور و خانواده عزیزم که مشوق من در تمام مراحل پایان نامه بوده و مایه دلگرمی من به ادامه راه بودند.

از خداوند متعال، موفقیت روزافزونشان را خواستارم.

چکیده	
	فصل اول - کلیات تحقیق
۱	
۲	۱-۱. مقدمه
۲	۲-۱. تشریح و تبیین موضوع
۴	۳-۱. اهمیت موضوع تحقیق
۴	۴-۱. اهداف تحقیق
۴	۵-۱. سوال تحقیق
۵	۶-۱. فرضیات تحقیق
۵	۷-۱. اطلاعات مربوط به روش شناسی تحقیق
۵	۱-۷-۱. جامعه آماری
۶	۲-۷-۱. نمونه آماری
۷	۸-۱. قلمرو زمانی تحقیق
۷	۹-۱. روش تجزیه و تحلیل داده ها
۷	۱۰-۱. تعاریف عملیاتی متغیرها
۱۰	فصل دوم: پیشینه تحقیق
۱۱	۱-۲. مقدمه
۱۲	۲-۲. الگوهای تامین مالی
۱۳	۱-۲-۲. سرمایه استقراری
۱۶	۲-۲-۲. سهام عادی
۱۸	۳-۲-۲. سود انباشته
۱۹	۳-۲. هزینه سرمایه
۲۰	۴-۲. تئوریهای ساختار سرمایه
۲۱	۱-۴-۲. تئوری سنتی
۲۲	۲-۴-۲. تئوریهای نوین
۲۳	۱-۲-۴-۲. نظریه بازار سرمایه کامل
۲۵	۲-۲-۴-۲. نظریه بازار سرمایه ناقص
۲۵	الف. تئوری هزینه های نمایندگی
۲۹	ب. تئوری مبادله ایستا

۳۱	د. تئوریهای مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات
۳۳	۱. تعامل سرمایه گذاری و ساختار سرمایه
۴۰	۲. پیام رسانی با نسبت بدهی
۴۳	۳. مدل‌های مبتنی بر گریز از ریسک مدیریتی
۴۴	۲-۵. آزمون فرضیه سلسله مراتب تامین مالی و مدارک تجربی
۶۰	۲-۶. نتیجه گیری
۶۲	فصل سوم: روش تحقیق
۶۳	۳-۱. مقدمه
۶۳	۳-۲. روش تحقیق
۶۵	۳-۳. جامعه آماری
۶۵	۳-۴. روش نمونه گیری و حجم نمونه
۶۶	۳-۵. قلمرو زمانی تحقیق
۶۷	۳-۶. نحوه جمع آوری داده ها
۶۹	۳-۷. متغیرهای تحقیق و روش محاسبه آنها
۷۰	۳-۷-۱. سهام
۷۰	۳-۷-۲. سود انباشته و اندوخته ها
۷۰	۳-۷-۳. بدهی
۷۱	۳-۷-۴. اندازه شرکت
۷۱	۳-۸. روش آماری تحقیق
۷۲	۳-۸-۱. آزمون تصریح مدل
۷۵	۳-۸-۲. آزمون معناداری بودن معادله خط رگرسیون: (آزمون F)
۷۵	۳-۸-۳. آزمون فرضیه درباره ضرایب جزئی رگرسیون: (آزمون t)
۷۶	۳-۸-۴. آزمون دوربین - واتسون
۷۹	۳-۸-۵. آزمون ریشه واحد: آزمونی برای ایستایی بودن متغیرهای مدل
۸۲	فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها
۸۳	۴-۱. مقدمه
۸۳	۴-۲. آمارهای توصیفی
۸۵	۴-۳. آمارهای استنباطی

۸۵	۱-۳-۴. نتایج آزمون فرضیه در سطح کل شرکت ها
۹۱	۱-۱-۳-۴. نتایج آزمون فرضیه در سطح شرکتهای بزرگ
۹۷	۲-۱-۳-۴. نتایج آزمون فرضیه برای شرکتهای متوسط
۱۰۳	۳-۱-۳-۴. نتایج آزمون فرضیه برای شرکتهای کوچک
۱۰۹	۴-۴. نتیجه گیری
۱۱۰	فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات
۱۱۱	۱-۵. مقدمه
۱۱۲	۲-۵. نتیجه گیری
۱۱۷	۳-۵. پیشنهادات
۱۱۸	منابع و مأخذ
۱۲۱	ضمائم
	چکیده انگلیسی

چکیده

یکی از اهداف اساسی مدیران مالی در شرکتها تضمین بهترین ترکیب منابع تامین مالی شرکت یا بعبارت دیگر تعیین ساختار سرمایه می باشد. این تصمیمات بایستی در راستای افزایش ارزش شرکت و کاهش هزینه سرمایه باشد. لذا در این تحقیق به آزمون یکی از مهمترین تئوریهای ساختار سرمایه یعنی تئوری سلسله مراتب تامین مالی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. این تئوری بیان می کند که شرکتها جهت تامین مالی دارائیهایشان ابتدا سود انباشته و اندوخته ها ، سپس بدهی و در نهایت سهام عادی را مورد استفاده قرار می دهند که این ناشی از عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه می باشد. این تحقیق، تجزیه و تحلیل داده های تلفیقی از ۱۶۳ شرکت را در طول سالهای ۱۳۷۷ لغایت ۱۳۸۴ مورد استفاده قرار می دهد. نتایج جامعه نشان می دهد که در قلمرو زمانی تحقیق در سطح کل شرکتها، شرکتها ابتدا بدهی ، سپس سود انباشته و در نهایت سهام عادی را مورد استفاده قرار می دهند و از آنجا که اندازه شرکتها نقش بسیار مهمی در تعیین سیاست تامین مالی دارد، شرکتها بر اساس اندازه تقسیم گردیدند و نتایج حاصل از آنها نشان داد که تنها شرکتهای بزرگ در بورس اوراق بهادار تامین مالی ، اولویت موجود در سلسله مراتب تامین مالی را رعایت کرده اند.

فصل اول

کلیات تحقیق

- مقدمه
- تشریح و تبیین موضوع
- اهمیت موضوع تحقیق
- اهداف تحقیق
- سوال تحقیق
- اطلاعات مربوط به روش شناسی تحقیق
- قلمرو تحقیق
- روش تجزیه و تحلیل داده ها
- تعاریف عملیاتی متغیرها

۱-۱ مقدمه

تصمیم تامین مالی^۱، یکی از اصلی ترین حوزه های تصمیم گیری مدیران مالی شرکتها ی سهامی عام به شمار می روند (بریلی و مایرز، ۱۳۸۳). بنابراین این تصمیمات باید در راستای حداکثر ساختن ارزش شرکت از طریق ترکیب نمودن منابع بنحوی باشد که هزینه سرمایه کل شرکت را برای صاحبان سهام حداقل نماید.

یکی از عناصر اصلی که در تصمیمات بودجه بندی سرمایه ای، نقش کلیدی ایفا می کند، هزینه سرمایه شرکت است؛ هزینه سرمایه شرکت، تابعی از ساختار سرمایه آن است. بنابراین انتظار می رود تغییر در ترکیب منابع مالی بر هزینه سرمایه و متعاقباً ارزش شرکت تاثیر گذار باشد. از طرفی، به دلیل تغییرات ایجاد شده در اقتصاد، سرمایه مورد نیاز شرکتها نیز افزایش داشته است بطوریکه امروزه یکی از مهم ترین وظایف مدیران مالی تهیه منابع مالی ارزان و بکارگیری بهینه از این منابع می باشد بنابراین انتخاب خط مشی مناسب برای دسترسی به این منابع از اهمیت زیادی برخوردار است که تئوری های مالی بر این خط مشی تکیه داشته و به بررسی آثار و نتایج هر یک می پردازد (جهانخانی، ۱۳۷۹).

۲-۱ تشریح و تبیین موضوع

موضوع حداکثر کردن ارزش شرکت بواسطه کاهش هزینه سرمایه شرکت از مباحث مربوط به ساختار سرمایه در مدیریت مالی می باشد. موضوع ساختار سرمایه و ترکیب بهینه آن و به عبارت دیگر نحوه تامین مالی شرکت از منابع مختلف، مبحثی است که نخستین بار توسط میلر و مودیلیانی^۲ در سال ۱۹۵۸ مطرح شد و از آن زمان تاکنون مبنای بسیاری از تحقیقات مالی قرار گرفته و تحقیقات مذکور اغلب منتج به مطرح شدن تئوریهای جدید نیز شده اند، پاره ای از این تئوریها، ترکیب بهینه ساختار سرمایه شرکت را تابع هزینه سرمایه تامین مالی از منابع مختلف آن یعنی بدهی و سهم می دانند. با وجود اینکه

¹ finance

² Capital structure

³ Miller & Modigliani (MM)

تحقیقات زیادی در مورد ساختار سرمایه انجام شده است ، لکن هنوز ساختار سرمایه از مباحث مدیریت مالی است که تاکنون هیچ راه حل قطعی و روشنی برای آن ارائه نگردیده و هنوز به صورت یک معما می باشد (می یرز^۱، ۱۹۸۴).

ساختار سرمایه معرف و جوه نقد مورد استفاده شرکت به منظور تامین مالی داراییهای می باشد. هدف اصلی تصمیمات ساختار سرمایه ، حداکثر نمودن ارزش بازار شرکت از طریق ترکیب مناسب منابع و جوه بلندمدت است. در واقع ساختار سرمایه شرکت ، نشان دهنده تامین مالی مورد استفاده شرکت می باشد که بوسیله بدهی^۲ و حقوق صاحبان سهام نشان داده می شود. در رابطه با این که آیا ساختار سرمایه بهینه ای وجود دارد که به واسطه آن هزینه سرمایه شرکت حداقل و ارزش شرکت حداکثر گردد؟ و اگر چنین ساختار سرمایه ای وجود دارد، چه عواملی در تعیین آن نقش دارند؟ نظریات مختلفی مطرح شده ، و مبنای آنها این است که شرکت در عالم واقعیت می تواند با استفاده از تغییرات در ترکیب وجوهی که استفاده می کند ارزش و هزینه سرمایه اش را تحت تاثیر قرار دهد. یکی از تئوریهای که در ساختار سرمایه مطرح بوده و در تحقیق حاضر مورد بررسی قرار گرفته است ، تئوری سلسله مراتب تامین مالی می باشد که به موضوع کاهش هزینه شرکت با بکارگیری اولویتهای از منابع تامین مالی می پردازد. این تئوری توسط می یرزو ماجلف مطرح گردید. آنها معتقدند که عدم تقارن اطلاعات در میان مدیران و سرمایه گذاران بیرونی موجبات انتخاب متفاوت^۳ و مخاطره اخلاقی^۴ را فراهم می سازد. بنابراین در چنین شرایطی بهترین انتخاب برای تامین مالی شرکت استفاده از سود انباشته و اندوخته های شرکت می باشد که نیازه افشای اطلاعات خصوصی شرکت به برون سازمانی ها نمی باشد و زمانیکه سود انباشته و اندوخته ها جهت تامین مالی کافی نباشد از بدهی و سپس از سهم استفاده می گردد.

¹ Mayers

² debt

³ Advers selection

⁴ Moral hazard

۳-۱ اهمیت موضوع تحقیق

از آنجا که روش تامین مالی به همراه تصمیمات سرمایه گذاری و سیاست های تقسیم سود بر ارزش شرکت و در نهایت بر ثروت سهامداران موثر است شناسایی الگوها و مدل‌هایی که تصمیم‌گیری شرکتها و مدیران از آن تبعیت می‌کند به تبیین رفتار تامین مالی شرکتها کمک بسزایی می‌کند. بنابراین مشخص نمودن الگوی ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، موجبات انجام چنین پژوهشی را فراهم آورد تا شرکتها ی عضو بورس بتوانند در خصوص نحوه تامین مالی در راستای حداکثرسازی ارزش شرکت از آن بهره جویند.

۴-۱ اهداف تحقیق

- ۱- بررسی دیدگاه تئوریک موجود در خصوص ساختار سرمایه
- ۲- شناخت انگیزه مدیران در انتخاب روشهای تامین مالی و کمک به آنها در انتخاب کارآمدترین روش تامین مالی شرکت
- ۳- شناسایی مهم ترین روشهای تامین مالی مورد استفاده در بین شرکتها
- ۴- بررسی آثار و پیامد حاصل از انتخاب روشهای تامین مالی مختلف بر گروههای ذی نفع (کسانی که وضع اقتصادی آنها تحت تاثیر تصمیمات مدیریت قرار می‌گیرد)
- ۵- شناسایی رفتار واحد های اقتصادی فعال در بازار سرمایه ایران و الگوی ساختار سرمایه حاکم بر آنها

۵-۱ سوالات تحقیق

ایا می‌توان تصمیمات تامین مالی شرکتها ی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را اولویت بندی نمود؟ اگر چنین است، آیا این شرکتها برای تصمیم‌گیری در خصوص منابع تامین سرمایه ابتدا منابع داخلی و سپس منابع خارجی را مورد استفاده قرار می‌دهند؟ آیا شرکتها در خصوص تصمیم‌گیری راجع

به منابع خارجی ابتدا بدهی و در نهایت سهام عادی را مورد توجه قرار می دهند؟ بعبارت دیگر، آیا پیش بینی الگوی سلسله مراتبی تامین مالی با شرایط بازار ایران مطابقت دارد؟

۶-۱ فرضیات تحقیق

فرضیه اساسی تحقیق مورد نظر را می توان به صورت زیر بیان نمود،
کلیه شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران برای تامین مالی ابتدا سود انباشته و اندوخته ها، سپس بدهی و در نهایت سهام عادی را مورد استفاده قرار می دهند.
البته قابل ذکر است که نمونه مورد بررسی از لحاظ اندازه طبقه بندی گردید و سپس برای هر یک از زیر نمونه ها نظریه سلسله مراتب تامین مالی مورد بررسی قرار گرفت.
شرکتهای بزرگ پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران ابتدا سود انباشته و اندوخته ها، سپس بدهی و در نهایت سهم عادی را مورد استفاده قرار می دهند.
شرکتهای متوسط پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران ابتدا سود انباشته و اندوخته ها، سپس بدهی و در نهایت سهم عادی را مورد استفاده قرار می دهند.
شرکتهای کوچک پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران ابتدا سود انباشته و اندوخته ها، سپس بدهی و در نهایت سهم عادی را مورد استفاده قرار می دهند.

۷-۱ اطلاعات مربوط به روش شناسی تحقیق

۱-۷-۱ جامعه آماری

جامعه آماری مورد پژوهش، کلیه شرکتهای غیرمالی (تولیدی) پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد که در فاصله سالهای ۱۳۷۷-۱۳۸۴ اطلاعات کامل و تفصیلی صورت های مالی سالانه هر یک از شرکتهای در بورس موجود بوده که مشتمل بر ۲۷۵ شرکت می باشند. لازم به ذکر است که

شرکتهای مالی از جمله شرکتهای سرمایه گذاری و بانکها به دلیل تامین مالی متفاوت شان از جامعه مورد نظر حذف گردیده اند.

۱-۷-۲ نمونه آماری

کلیه شرکتهایی که از سال ۷۷ در بورس حضور داشته و این حضور تا سال ۸۴ تداوم داشته باشد که تعداد کل آنها ۲۸۱ شرکت اعلام شده بود و از این تعداد شرکتهای سرمایه گذاری و بانک ها بدلیل ماهیت خاص شان حذف گردیدند. برای حداقل نمودن اشتباهات ، از چندین فیلترینگ استفاده شد. بطوریکه شرکتهای با خصوصیات ذیل از نمونه مورد بررسی حذف گردیدند:

۱- شرکتهایی که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند نبودند؛

۲- در همه سالهای مورد پژوهش دارای تغییرات مثبت فروش نبودند؛

۳- شرکتهای که دارای تغییرات خیلی بالا در رقم کل داراییها از سالی به سال دیگر بودند ؛

۴- شرکتهایی که دارای تغییرات مثبت سهم نبودند؛

۵- شرکتهایی که از سود خالص مثبت برای کل دوره برخوردار نبودند و

۶- شرکتهایی که حداقل یک بار در طی دوره مورد مطالعه افزایش سرمایه نداشتند.

به این ترتیب و با اعمال معیارهای فوق ۱۴۳ شرکت بعنوان نمونه انتخاب شده اند. داده های مورد نظراز صورت های مالی شرکتهای مورد بررسی موجود در بورس و نرم افزارهای ره آورد و تدبیر پرداز استخراج شده اند. بطوریکه داده های جمع آوری شامل یک داده تلفیقی از ۱۴۳ شرکت برای یک دوره هشت ساله می باشد.

از آنجا که اندازه شرکت نقش خیلی مهمی در تعیین سیاست تامین مالی شرکت دارند ، نمونه مورد نظریه زیر نمونه هایی بر اساس اندازه تقسیم گردید که عبارتند از: شرکتهای بزرگ ، شرکتهای متوسط و شرکتهای کوچک .

بنابراین نمونه نهایی از ۱۴۳ شرکت شامل ۳۸ شرکت بزرگ ، ۷۰ شرکت متوسط و ۳۵ شرکت کوچک تشکیل گردید.

۸-۱ قلمرو تحقیق

از آنجا که با وجود رکود نسبی حکمفرما بر اقتصاد ملی ، و با توجه به دامنه داربودن افت قیمت های صاحبان سهام از نیمه دوم سال ۱۳۷۵ ، در سال ۱۳۷۷ بورس اوراق بهادار تهران نشانه های مثبتی مبنی بر بازگشت رونق را بخود دیده بود، سال ۱۳۷۷ بعنوان سال منبأ انتخاب گردید و نیز چون هرچه دوره تحقیق طولانی تر باشد نتایج قابل اطمینان تری را بدست می دهد ، قلمرو زمانی تحقیق حاضر داده های تلفیقی از سال ۷۷ تا ۸۴ را دربرگرفت.

۹-۱ روش تجزیه و تحلیل داده ها

در این تحقیق ابتدا به منظور روشن شدن توزیع سود انباشته ، بدهی و سهم آمارهای توصیفی مورد محاسبه قرار گرفته است سپس با توجه به نوع داده ها که از نوع داده های تلفیقی متوازن است ، از مدل رگرسیون مبتنی بر این نوع داده ها که مدل رگرسیون داده های تلفیقی متوازن است استفاده گردید که برای اثبات تئوری سلسله مراتبی باید سودهای انباشته نسبت به بدهی و انتشارات سهم در اولویت باشد. از آنجا که داده های تلفیقی برای تحقیق مورد نظربکار گرفته شده اند مدل مورد استفاده برای تخمین ضرایب رگرسیون با استفاده از آزمون هاسمن ، مدل اثرات ثابت انتخاب گردید.

۱۰-۱ تعاریف عملیاتی متغیرها

از آنجا که ساختار سرمایه شرکتها به دلیل عوامل مختلف تاثیرگذار درونی و برونی با یکدیگر متفاوتند که این عوامل ممکن است در هر یک از شرکتها از اهمیت یکسانی برخوردار نباشند و از طرف دیگر امکان

در نظر گرفتن همه این عوامل محتمل نیز وجود ندارد سعی گردید که برای اثبات فرضیه فوق از اتحاد حسابداری موجود در ترازنامه - کل داراییها با کل بدهی و حقوق صاحبان سهم برابر است - استفاده گردد که بطور مستقیم الگوی سلسله مراتب تامین مالی را مورد آزمون قرار می دهد. بنابراین در تحقیق حاضر ما به دنبال بررسی تامین مالی نسبی رشد داراییها از محل بدهی و حقوق صاحبان سهم که شامل سود انباشته و سهم می باشد، هستیم.

۱-۱۰-۱ سهام

سهام عادی بخشی از سرمایه شرکت سهامی است که مشخص کننده میزان مشارکت ، تعهدات ، منابع و حقوق صاحب آن در شرکت می باشد. این متغیر از محل سرمایه در قسمت حقوق صاحبان سهام موجود در ترازنامه بدست آمده است.

۲-۱۰-۱ سود انباشته

سود انباشته از نوع حقوق مالکانه داخلی است که از سودهای باقیمانده در واحد تجاری پس از پرداخت سود سهام تشکیل می شود. تامین مالی از طریق آن موجب کاهش وجوه قابل پرداخت به شکل سود سهام می شود. برای استخراج آن از ترازنامه شرکت، سرمایه از جمع حقوق صاحبان سهام کسر گردیده است.

۳-۱۰-۱ بدهی

وجوهی که واحد تجاری از محل اوراق قرضه و یا بانک و نیز ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان جهت تامین مالی واحد دریافت می کند. این متغیر از مجموع بدهی بلند مدت و بدهی کوتاه مدت بانک و ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان موجود در ترازنامه بدست آمده است. لازم به ذکر است که ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان به علت عدم پرداخت آن تا پایان خدمت در این قسمت منظور گردیده است.

۱-۱۰-۴ اندازه شرکت

نمونه مورد مطالعه برای طبقه بندی براساس اندازه از لحاظ اندازه فروش و کل داراییها و تعداد پرسنل مورد بررسی قرارگرفت ولی از آنجا که بین معیار تعداد پرسنل و دومعیار دیگر هماهنگی وجود نداشت ، معیار تعداد پرسنل حذف و تنها از دومعیار اندازه فروش و کل داراییها بطور همزمان استفاده گردید. دلیل استفاده همزمان از دومعیار را می توان اینگونه بیان نمود که ممکن است توجه به یک معیار منحصر بفرد برای طبقه بندی نتایج را تحت تاثیر قرار دهد (آریس ، گارسیا و مارتینز (۲۰۰۱)).

برای کاربرد همزمان معیارهای اندازه فروش و کل داراییها ، ابتدا شرکتها بر حسب هر یک از معیارها رتبه بندی گردیدند ، سپس از آنها میانگین هارمونیک گرفته شد. در نهایت شرکتها بر اساس عدد بدست آمده از میانگین هارمونیک رتبه بندی و این رتبه ها اساس اندازه شرکتها گردیدند. برای طبقه بندی شرکتها نیز از چارک استفاده گردید.

بطوریکه شرکتهای بارتبه کمتر از رتبه ۱۷/۹ بعنوان شرکتهای بزرگ ، شرکتهای بارتبه بین ۱۷/۹ و ۵۳/۷ بطوریکه شرکتهای متوسط و شرکتهای بارتبه بیش از ۵۳/۷ بعنوان شرکتهای کوچک طبقه بندی گردیدند.

فصل دوم

پیشینه تحقیق

- مقدمه
- قسمت اول: الگوهای تامین مالی
- قسمت دوم: ادبیات تحقیق

سرمایه گذاری در اقتصاد به عنوان موتور محرک توسعه معرفی می شود. در واقع براهگسترش زمینه های افزایش تولید و بهره وری در اقتصاد، میزان پیشرفت اقتصادی جامعه یا میزان سرمایه گذاری انجام شده در آن رابطه ای همسو و متناسب دارد. انجام سرمایه گذاری، مستلزم تامین مالی است و تامین مالی، یکی از اصلی ترین حوزه های تصمیم گیری مدیران مالی شرکتها ی سهامی عام به شمار می روند. مدیران باید تصمیم بگیرند که چگونه پروژه ها را تامین مالی کنند؟ ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام یعنی ساختار سرمایه چگونه باشد؟ چه نوع اوراق بهاداری منتشر نماید؟ چند درصد سود سال جاری جهت سرمایه گذاری مجدد نگهداری شود و چه نسبتی بین سهامداران تقسیم گردد؟ و صدها پرسش دیگر که احتمالاً نحوه پاسخگویی به آنها بر میزان سود و ریسک واحد تجاری و بالاخره بر قیمت سهام آن تأثیری گذارد. بنابراین سیاست تامین مالی شرکتها به مدیرانی نیاز دارند که شیوه های تامین مالی سرمایه گذاری های جدید را تعیین کنند از طرفی این تصمیمات باید در راستای حداکثر ساختن ارزش شرکت از طریق ترکیب نمودن منابع بنحوی باشد که هزینه سرمایه کل شرکت را برای صاحبان سهام حداقل نماید.

یکی از عناصر اصلی که در تصمیمات بودجه بندی سرمایه ای، نقش کلیدی ایفا می کند، هزینه سرمایه شرکت است؛ که هزینه سرمایه شرکت، تابعی از ساختار سرمایه آن است. بنابراین انتظاری رود تغییر در ترکیب منابع مالی بر هزینه سرمایه و متعاقباً ارزش شرکت تأثیرگذار باشد. از طرفی، به دلیل تغییرات ایجاد شده در اقتصاد، سرمایه مورد نیاز شرکتها نیز افزایش داشته است بطوریکه امروزه یکی از مهم ترین وظایف مدیران مالی تهیه منابع مالی ارزان و بکارگیری بهینه از این منابع می باشد بنابراین انتخاب خط مشی مناسب برای دسترسی به این منابع از اهمیت زیادی برخوردار است که تئوری های مالی بر این خط مشی تکیه داشته و به بررسی آثار و نتایج هر یک می پردازد.

موضوع ساختار سرمایه و ترکیب بهینه آن و به عبارت دیگر نحوه تامین مالی شرکت از منابع مختلف، مبحثی است که نخستین بار توسط میلر و مودیلیانی در سال ۱۹۵۸ مطرح شد و از آن زمان تاکنون مبنای

بسیاری از تحقیقات مالی قرارگرفته و تحقیقات مذکور اغلب منتج به مطرح شدن تئوریهای جدید تیز شده اند؛ پاره ای از این تئوریها، ترکیب بهینه ساختار سرمایه شرکت را تابع هزینه سرمایه تامین مالی از منابع مختلف آن یعنی بدهی و سهم می دانند. با وجود اینکه تحقیقات زیادی در مورد ساختار سرمایه انجام شده است، لکن هنوز ساختار سرمایه از مباحث مدیریت مالی است که تاکنون هیچ راه حل قطعی و روشنی برای آن ارائه نگردیده و هنوز به صورت یک معما می باشد (می پرن، ۱۹۸۴).

در قسمت اول این فصل مبانی نظری تحقیق شامل روشهای مختلف تامین مالی، مزایا و معایب هر روش، هزینه سرمایه و تئوریهای ساختار سرمایه مورد بررسی قرار می گیرد و در قسمت دوم، تحقیقاتی که در این زمینه انجام شده است، ارائه می گردد.

۲-۲ الگوهای تامین مالی

با توسعه اقتصاد و رشد واحدهای تجاری، مساله تفکیک مالکیت از مدیریت و رابطه نمایندگی مطرح گردید که بر اساس آن، نماینده طبق قرارداد وظایفی به عهده می گیرد که به جای موکل خود انجام دهد. موکل نیز طبق قرارداد به وکیل یا نماینده خود بابت انجام وظایف محول شده پول پرداخت می کند. به بیان دیگر، کارها بر عهده نماینده است در حالیکه تابع مطلوبیت در رابطه با خواستههای موکل مورد توجه قرار می گیرد. در واحدهای انتفاعی کوچک که معمولاً توسط صاحبان آن اداره می شوند طبیعتاً تضاد یا تعارضی بین صاحبان و مدیران بوجود نمی آید اما در اغلب واحدهای انتفاعی بزرگ که معمولاً به شکل شرکت سهامی فعالیت می کنند واحد تجاری توسط مدیرانی اداره می شود که قانوناً نمایندگی سهامداران را به عهده دارند (دهقانی احمدآباد، ۱۳۷۷).

مدیریت در تدوین خط مشی ها و تصمیمات مالی شرکت نقش بسیار مهمی ایفا می کند. مدیریت می تواند از طرق مختلفی از جمله تغییر در ترکیب داراییها، خط مشی تقسیم سود و انتخاب شیوه تامین مالی، بر ثروت سهامداران تاثیر بگذارد.