

نوع صنعت و تأثیر آن بر ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر امید پورحیدری*

چکیده

در مطالعه حاضر هدف نشان دادن شواهدی در رابطه با اهمیت ریسک تجاری و تأثیر آن بر ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. اگر تصمیم‌گیری تأمین مالی با ارزیابی وضعیت شرکت در رابطه با ریسک تجاری ارتباط داشته باشد، بنابراین مدیران شرکت‌ها ساختار مالی مناسب را بر مبنای ریسک تجاری خاص صنعت خود انتخاب خواهند نمود. در این بررسی نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی‌ها برای سنجش ساختار مالی شرکت‌ها استفاده شده است. نتایج حاصله نشان داد که در طول سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ به استثناء سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۸۰ واریانس نسبت فوق در درون گروه‌های صنعت کمتر از واریانس بین گروه‌های صنعت بوده است. به‌طور کلی، نتیجه تحقیق به‌طور ضعیف مؤید آن است که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره مورد بررسی به غیر از سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۸۰ دارای متوسط صنعت بوده‌اند.

واژه‌های کلیدی: ریسک تجاری، ساختار مالی.

* استادیار دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر کرمان

1. Business Risk
2. Financial Structure

مقدمه

تئوری مدرن ساختار سرمایه با تئوری مشهور مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸)^۱ آغاز شد. تئوری ارائه شده از سوی مودیلیانی و میلر (MM) بر این مطلب تکیه داشت که تحت چه شرایطی ساختار بهینه سرمایه پدید می‌آید و اصولاً ساختار بهینه سرمایه چیست؟ از آن زمان به بعد پژوهشگران بسیاری تئوری ارائه شده از سوی آنان را به طور تجربی مورد آزمون قرار داده و تئوری‌های جدیدی نیز مطرح نموده‌اند که تئوری ترجیحی و تئوری مصالحی از آن جمله می‌باشند.

قبل از تئوری مودیلیانی و میلر (MM) دیدگاه سنتی حاکم بود. این دیدگاه بر این نظریه استوار بود که می‌توان با استفاده از اهرم ارزش شرکت را افزایش داد. این نظریه پیشنهاد می‌کند شرکت‌ها به منظور کاهش هزینه سرمایه خود میزان بدهی‌های خود را افزایش دهند. با این حال، با افزایش میزان بدهی ریسک نیز افزایش یافته و در نتیجه بازار نرخ بهره بالاتری را برای بدهی‌ها مطالبه می‌نماید. بنابراین، بر مبنای این دیدگاه ساختار سرمایه بهینه‌ای که هزینه سرمایه را حداقل نماید، وجود دارد.^۲

مودیلیانی و میلر با مقاله مشهور خود (۱۹۵۸) به نظریه سنتی تاختند و اظهار داشتند که هزینه سرمایه شرکت تحت شرایط خاص (عدم پرداخت مالیات بر درآمد، و عدم وجود هزینه‌های معاملاتی) با تغییر ساختار سرمایه شرکت تغییر نمی‌یابد، و اثر مساعد جایگزینی بدهی با نرخ تأمین مالی پایین‌تر در ساختار مالی شرکت دقیقاً با کاهش در قیمت سهام عادی شرکت جبران خواهد شد، به عبارتی به دلیل افزایش درصد تأمین مالی از طریق بدهی، سهامداران متحمل ریسک مالی بالاتری می‌گردند و با افزایش میزان ریسک مالی نرخ بازده مورد توقع سهامداران نیز افزایش می‌یابد. پس هزینه سرمایه مستقل از ساختار مالی شرکت می‌باشد و از دیدگاه مودیلیانی و میلر تصمیم‌گیری تأمین مالی در این مورد اهمیت کمتری دارد.

مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳ و ۱۹۶۷)، با فرض وجود مالیات پیشنهاد کردند که شرکت‌ها برای حد کثر کردن ارزش خود صددرصد از بدهی استفاده کنند، تا از مزایای مالیاتی بیشتری بهره‌مند شوند. اما با وارد کردن نواقص بازار سرمایه مانند هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی در مدل خود به یک ساختار مطلوب سرمایه می‌رسند که درصد تأمین مالی از طریق بدهی بین صفر درصد و صددرصد می‌باشد. بررسی دقیق این دو تئوری (سنتی

1. Modigliani and Miller

2. Vanhorn

و مودیلیانی و میلر)، در حقیقت مفهوم ساختار مالی بهینه را تحت شرایط واقعی محیط تجاری تشریح می‌نماید.

با توجه به مطالب بالا، هدف مقاله حاضر نشان دادن شواهدی در رابطه با اهمیت ریسک تجاری و تأثیر آن بر ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اگر تصمیم‌گیری تأمین مالی با ارزیابی وضعیت شرکت در رابطه با ریسک ارتباط داشته باشد، بنابراین تصمیم‌گیرندگان در گروه‌های مختلف صنعت این عامل را مورد شناسایی قرار داده و ساختار مالی مناسب را بر مبنای ریسک تجاری خاص صنعت خود انتخاب می‌نمایند. چنانچه این موضوع در رابطه با بورس اوراق بهادار تهران صادق باشد، پس انتظار می‌رود نتایج تحقیق نشان دهد که ساختار مالی شرکت‌های موجود در یک صنعت در دامنه مشخصی قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر بیان می‌شود.

فرضیه صفر: بین میانگین درصد بدهیها در ساختار مالی صنایع مختلف اختلاف معناداری وجود ندارد.

$$H_0: \mu_{ldr_1} = \mu_{ldr_2} = \dots = \mu_{ldr_n}$$

فرضیه مقابل: بین میانگین درصد بدهیها در ساختار مالی صنایع مختلف اختلاف معناداری

$$H_1: \mu_{ldr_1} \neq \mu_{ldr_2} \neq \dots \neq \mu_{ldr_n}$$

وجود دارد.

اگر میانگین نسبت بدهیها به کل دارائی‌ها در بین صنایع مختلف به طور معناداری با یکدیگر تفاوت داشته باشند، در این صورت می‌توانیم ادعا کنیم که متوسط (Norm) صنعت وجود دارد و هر صنعت دارای ساختار مالی خاص خود می‌باشد. به عبارتی ساختار مالی شرکت‌های موجود در هر صنعت در دامنه ساختار مالی گروه صنعت قرار دارد.

مروری بر ادبیات

گوسمن و دوگال^۱ (۱۹۶۳) بر این نکته تأکید داشتند که الگوی تأمین مالی شرکت‌های هر صنعت مشابه است و صرفاً تفاوت ناچیزی با یکدیگر دارند. از سوی دیگر سولومون^۲ (۱۹۶۳) استدلال می‌کند که ساختار مالی درون گروه‌های صنعت به طور معناداری مشابه می‌باشند. پس، اگر اختلاف معناداری بین ساختار مالی شرکت‌هایی که در گروه‌های صنعت طبقه‌بندی شده‌اند، وجود داشته باشد، در این صورت می‌توان گفت که ساختار مالی بهینه سرمایه وجود دارد و حاکی از تأیید وجود ساختار بهینه سرمایه خواهد بود. استدلالات ارائه

1. Guthman and Dougall

2. Solomon

شده در بالا به صورت تجربی نبوده و تنها به صورت نظری در رابطه با ساختار مالی شرکت‌ها بیان شده است.

استوارت و ارنسون^۱ (۱۹۶۷) اولین کار تجربی را در این رابطه انجام دادند. آن‌ها اثر عامل صنعت را بر روی نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی‌ها در ساختار مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها این فرضیه را مورد بررسی قرار دادند که ساختار مالی که بوسیله ارزش‌های دفتری حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شده، در داخل گروه‌های صنعت اختلاف معناداری ندارد اما این اختلاف بین صنایع معنادار می‌باشد. آن‌ها از طریق تحلیل واریانس یک طرفه این موضوع را مورد بررسی قرار دادند و فرضیه آن‌ها مورد تأیید قرار گرفت. این دو محقق نتیجه‌گیری کردند که شرکت‌ها با توجه به نوع صنعت و ریسک تجاری که در آن نهفته است، ساختار مالی خود را انتخاب می‌کنند.

پروفسور اسکات^۲ (۱۹۷۲) نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی‌ها را به عنوان معیار اندازه‌گیری ساختار مالی مورد استفاده قرار داد و به این نتیجه رسید که انحراف میان گروه‌های صنعت بیشتر از انحراف درون گروه‌های صنعت می‌باشد. تحقیق فوق با ضریب اطمینان بسیار بالایی این موضوع را به اثبات رساند و ثابت کرد که متوسط صنعت وجود دارد.

بوون^۳ (۱۹۸۲) و برادل^۴ (۱۹۸۴) ثابت کردند که ویژگی‌های صنعت و ساختار مالی شرکت‌ها با هم ارتباط دارند و شرکت‌های فعال در یک صنعت ساختار مالی مشابهی دارند. از این رو ساختار مالی شرکت‌هایی که در یک صنعت قرار دارند متفاوت از ساختار مالی شرکت‌های موجود در صنایع دیگر می‌باشد.

نتایج تحقیق برادل (۱۹۸۴)، لانگ و مالیتز^۵ (۱۹۸۵) و کستر^۶ (۱۹۸۶) این موضوع را مورد تأیید قرار داد و نشان داد که صنایع دارویی، ابزارآلات، الکترونیک، و غذایی دارای اهرم پایین می‌باشند؛ در مقابل، صنایع کاغذ، فولاد، هواپیماسازی و سیمان دارای اهرم بالا هستند.

1. Schwartz and Aronson

2. Scott

3. Bowen

4. Bradle

5. Long and Malitz

6. Kester

روش تحقیق

مفروضات اولیه این تحقیق شامل دو مورد زیر بوده است. اولاً؛ ساختار مالی شرکت‌ها در معرض ریسک تجاری قرار دارند، و ثانیاً؛ درجات مختلف ریسک تجاری را می‌تواند با توجه به نوع صنعت تخمین زد. این مفروضات در ادبیات موضوعی پیرامون ساختار مالی مورد بحث قرار گرفت. جامعه مورد تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، که این شرکت‌ها بر مبنای فعالیتشان در یکی از صنایع موجود در بورس قرار می‌گیرند.

تعداد کل صنایع بر مبنای تقسیم‌بندی‌های موجود ۳۸ صنعت می‌باشد. با توجه به موضوع تحقیق صنایعی که تعداد شرکت‌های موجود در آن‌ها کمتر از چهار شرکت بوده است از جامعه تحقیق حذف گردیدند. این صنایع شامل صنعت کشاورزی و دامپروری، غیرفلزی، استخراج زغال‌سنگ، چوب، چاپ، تصفیه نفت، کامپیوتر، ابزار دقیق، پلاستیک، مشاوره مربوط به نرم‌افزار و عرضه نرم‌افزار، و مهندسی و سایر فعالیت‌های فنی بوده است. تعداد صنایع باقی‌مانده با توجه به حذف انجام شده ۲۷ صنعت بوده است که از بین آن‌ها ۱۸ صنعت به‌طور تصادفی انتخاب گردیده است. پس از انتخاب صنایع، شرکت‌های موجود در آن‌ها با مدنظر قرار دادن شاخص محاسبه شده (نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها) مورد بررسی و مواردی که شاخص ذکر شده در آن‌ها منفی بوده حذف شده است (نگاره ۱). داده‌های مربوط به این شرکت‌ها از نشریات سالانه بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است. زمان تحقیق حاضر از سال ۱۳۷۶ تا پایان سال ۱۳۸۱ به مدت شش سال بوده است. دوره شش ساله از آن جهت انتخاب شده است که تغییرات در سال‌های مختلف مورد بررسی قرار گیرد. هم‌چنین شرکت‌هایی که پس از سال ۱۳۷۶ پذیرفته شده‌اند حذف گردیده‌اند. نمونه نهایی که مرکب از ۲۲۵ شرکت می‌باشد به اندازه کافی بزرگ می‌باشند که درجه بالایی از دقت آماری را ارائه نمایند. با توجه به موضوع و عنوان تحقیق تأخر و تقدم زمانی در یک‌سال حائز اهمیت است.

برای هر شرکت و برای هر یک از سال‌های مورد بررسی درصد حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها محاسبه شده است. شرکت‌ها بر مبنای نوع صنعت مرتب گردیده و نسبت‌های میانگین حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها برای هر یک از ۱۸ صنعت بر مبنای تعداد نمونه محاسبه (به‌صورت میانگین ساده) گردیده است. با داده‌های گروه‌بندی شده، آزمون معنادار بودن اختلاف میانگین نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها میان گروه‌های مختلف صنعت امکان‌پذیر شده است. آزمون آماری مورد استفاده در این بررسی تحلیل واریانس یک طرفه بوده است. فرضیه صفر بدین صورت بیان شده بود که اختلاف معناداری

بین میانگین درصد حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها در بین صنایع مختلف وجود ندارد. اگر اختلاف بین نسبت‌های ساختار مالی در برون گروه‌های صنعت به طور معناداری بزرگتر از درون گروه‌های صنعت باشد فرضیه صفر رد خواهد شد.

یافته‌های تجربی

همان‌طور که قبلاً ذکر شد برای آزمون فرضیه این تحقیق از تحلیل واریانس یک‌طرفه استفاده شده است. آزمون فوق برای شش سال تکرار گردیده است و نتایج آن در جداول شماره یک و دو خلاصه شده است. در نگاره شماره یک میانگین نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها برای هر صنعت بر مبنای نمونه‌های انتخابی نشان داده شده است.

نگاره ۱. میانگین درصد حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها برای هر یک از صنایع مختلف و برای سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱

نوع صنعت	تعداد شرکت‌های نمونه	۱۳۸۱	۱۳۸۰	۱۳۷۹	۱۳۷۸	۱۳۷۷	۱۳۷۶
غذایی	۲۰	۲۹/۰	۲۸/۲	۲۹/۱	۲۸/۴	۳۱/۵	۲۹/۶
قندی	۱۶	۲۷/۳	۳۰/۰	۲۹/۳	۳۲/۵	۳۴/۷	۳۷/۵
نساجی	۷	۲۲/۲	۲۸/۸	۳۲/۱	۳۴/۹	۴۲/۵	۴۳/۱
کارتن و کاغذ	۷	۲۶/۳	۳۶/۴	۳۷/۴	۳۱/۵	۳۱/۹	۳۶/۸
پتروشیمی	۱۱	۳۹/۹	۴۳/۲	۴۵/۰	۴۲/۳	۳۷/۴	۳۹/۹
رنگ و شیمیایی	۱۱	۲۹/۸	۳۳/۷	۳۵/۹	۳۳/۸	۳۷/۷	۳۶/۵
دارویی	۲۲	۲۹/۷	۳۱/۸	۲۸/۳	۲۷/۱	۲۸/۵	۲۵/۹
شوینده	۷	۲۰/۴	۲۲/۳	۲۲/۴	۲۵/۱	۲۲/۸	۲۰/۱
محصولات کانی	۱۰	۲۶/۱	۳۰/۹	۳۲/۴	۳۰/۱	۳۱/۴	۳۱/۷
کاشی	۹	۳۸/۶	۳۸/۶	۳۹/۵	۳۸/۰	۳۵/۲	۳۵/۷
سیمان	۱۷	۲۲/۲	۳۰/۹	۳۰/۰	۲۸/۶	۲۶/۶	۲۶/۱
فلزات اساسی	۱۵	۲۹/۱	۳۰/۸	۳۰/۱	۲۸/۴	۲۹/۵	۳۱/۹
محصولات فلزی	۱۶	۲۴/۱	۲۷/۱	۲۸/۳	۳۴/۱	۳۳/۹	۳۱/۵
تجهیزات	۹	۲۳/۶	۲۰/۶	۲۱/۱	۲۲/۷	۲۲/۱	۲۶/۷
لوازم خانگی	۱۵	۱۸/۱	۲۳/۵	۲۲/۷	۲۶/۱	۲۶/۵	۲۴/۸
برق	۱۱	۱۹/۶	۱۷/۵	۲۱/۷	۲۰/۴	۲۲/۳	۲۷/۱
خودرو	۸	۱۹/۰	۲۲/۳	۱۹/۸	۱۹/۴	۲۱/۳	۲۱/۸
قطعات خودرو	۱۴	۳۰/۸	۳۳/۰	۳۱/۴	۲۹/۴	۲۹/۶	۳۳/۵

در نگاره شماره دو نتایج تحلیل واریانس برای فرضیه ذکر شده برای سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ آورده شده است. منبع انحراف، مجموع مجذورات، مقدار F و مقدار P را می‌توان در این نگاره مشاهده نمود.

نگاره ۲. نتایج تحلیل واریانس برای سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱

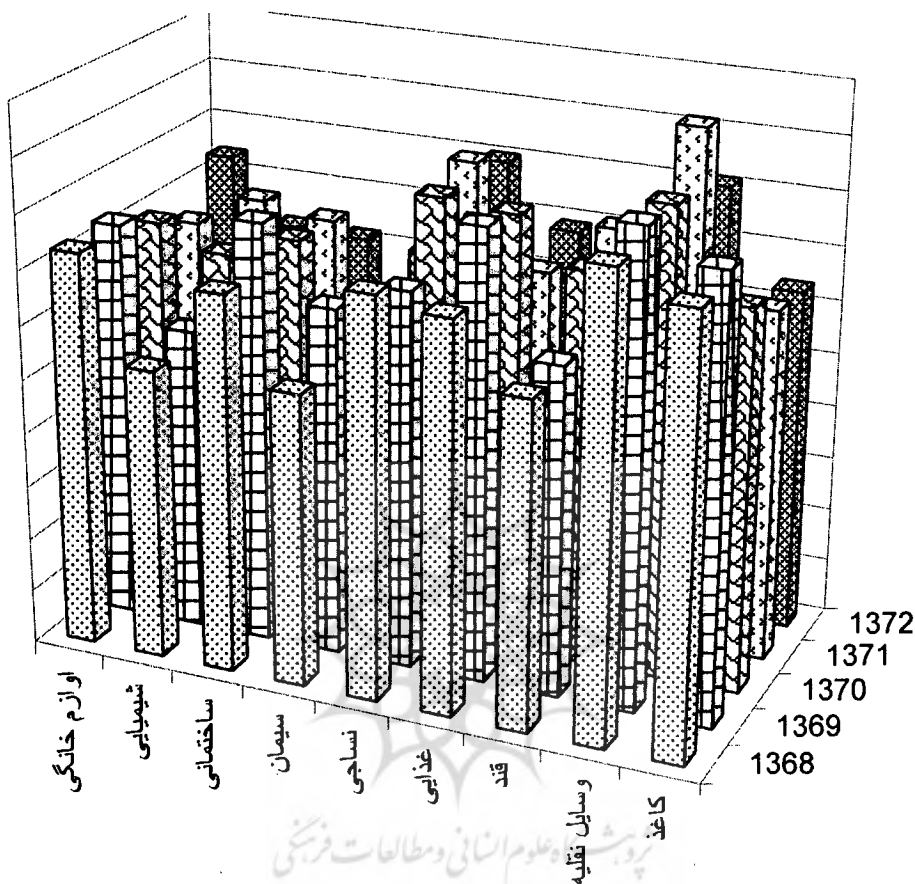
سال	منبع انحراف	مجموع مجدورات	درجه آزادی	میانگین	F	P-value	F. crit.
۱۳۸۱	بین گروه‌ها	۷۰۱۹/۹	۱۷	۴۱۲/۹۴	۱/۷۳۳	۰/۰۳۹	۱/۶۷۲
	درون گروه‌ها	۴۹۳۱۵/۹	۲۰۷	۲۳۸/۲۴			
	جمع	۵۶۳۳۵/۸	۲۲۴				
۱۳۸۰	بین گروه‌ها	۷۴۱۹/۵	۱۷	۴۳۶/۴۴	۱/۵۴۱	۰/۰۸۳	۱/۶۷۳
	درون گروه‌ها	۵۸۳۳۹/۹	۲۰۶	۲۸۳/۲۰			
	جمع	۶۵۷۵۹/۳	۲۲۳				
۱۳۷۹	بین گروه‌ها	۷۷۹۴/۰	۱۷	۴۵۸/۴۷	۲/۰۶۸	۰/۰۰۹	۱/۶۷۳
	درون گروه‌ها	۴۵۶۷۵/۸	۲۰۶	۲۲۱/۷۳			
	جمع	۵۳۴۶۹/۹	۲۲۳				
۱۳۷۸	بین گروه‌ها	۵۹۷۸/۰	۱۷	۳۵۱/۶۵	۱/۵۵۲	۰/۰۸۰	۱/۶۷۳
	درون گروه‌ها	۴۶۶۷۴/۹	۲۰۶	۲۲۶/۵۸			
	جمع	۵۲۶۵۲/۹	۲۲۳				
۱۳۷۷	بین گروه‌ها	۵۸۷۴/۲	۱۷	۳۴۵/۵۴	۱/۶۸۲	۰/۰۴۸	۱/۶۷۳
	درون گروه‌ها	۴۲۳۲۶/۱	۲۰۶	۲۰۵/۴۷			
	جمع	۴۸۲۰۰/۳	۲۲۳				
۱۳۷۶	بین گروه‌ها	۷۰۳۵/۵	۱۷	۴۱۳/۸۵	۱/۹۹۰	۰/۰۱۳	۱/۶۷۳
	درون گروه‌ها	۴۲۲۲/۸	۲۰۳	۲۰۷/۹۹			
	جمع	۴۹۲۵۸/۳	۲۲۰				

همان‌طور که در نگاره شماره دو مشاهده می‌نمایید مقدار P برای سال‌های ۱۳۷۶، ۱۳۷۷، ۱۳۷۹ و ۱۳۸۱ کمتر از ۵٪ بوده است (برای هر یک از سال‌های ذکر شده به ترتیب ۰/۰۱۳، ۰/۰۴۸، ۰/۰۰۹ و ۰/۰۳۹). بنابراین، برای سال‌های ۱۳۷۶، ۱۳۷۷، ۱۳۷۹ و ۱۳۸۱ با احتمال بیش از ۹۵٪ فرضیه H_0 رد می‌شود و فرضیه مقابل مورد تأیید قرار می‌گیرد. بدین معنی که در سال‌های ذکر شده ساختار مالی صنایع مختلف با یکدیگر تفاوت معناداری داشته‌اند و هر صنعت دارای ساختار مالی خاص خود بوده است. در سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۸۰ مقدار P بزرگتر از ۵٪ بوده است (برای سال ۱۳۷۸ به میزان ۰/۰۸۰ و برای سال ۱۳۸۰ به میزان ۰/۰۸۳ می‌باشد)، بنابراین فرضیه H_0 برای سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۸۰ مورد تأیید قرار می‌گیرد و

فرضیه مقابل رد می‌شود، یعنی اینکه، تفاوت معناداری بین ساختار مالی صنایع مختلف وجود ندارد.

فرضیه صفر در سطح معناداری ۱٪ برای کلیه سال‌های مورد بررسی به استثناء سال ۱۳۷۹ مورد تأیید قرار گرفته و فرضیه مقابل آن رد شده است. به عبارت دیگر، در سطح معناداری ۱٪ α (با احتمال بیش از ۹۹ درصد) به غیر از سال ۱۳۷۹، ساختار مالی صنایع مختلف با یکدیگر تفاوت معناداری ندارند و با این سطح اطمینان هر صنعت دارای ساختار مالی خاص خود نمی‌باشد. برای سال ۱۳۷۹ فرضیه این تحقیق به‌طور قوی مورد تأیید قرار گرفته است. مقدار P برای سال ۱۳۷۹ به میزان ۰/۰۰۹ می‌باشد که به مفهوم رد فرضیه صفر با احتمال بیش از ۹۹٪ و پذیرش فرضیه مقابل می‌باشد. یعنی در سال ۱۳۷۹ هر صنعت دارای ساختار مالی خاص خود بوده است و نرم (متوسط) صنعت وجود داشته است.

به‌طور کلی، نتایج این تحقیق حاکی از تأیید فرضیه تحقیق به‌طور قوی نمی‌باشد و فرضیه تحقیق به‌طور ضعیف مورد تأیید قرار گرفته است. در حالی که نتایج تحقیقات غربی حاکی از تأیید قوی این فرضیه می‌باشد و تحقیقات آنان بیانگر آن است که هر صنعت دارای ساختار مالی خاص خود می‌باشد و متوسط صنعت وجود دارد.



نمودار ۱. میانگین نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارائی‌ها برای هر یک از صنایع و برای سال‌های ۱۳۶۶ تا ۱۳۸۱

بنابراین، باید اذعان نمود که یافته‌های تحقیق حاضر به‌طور قوی با نتایج حاصل از تحقیقات انجام شده توسط پروفیسور اسکات، استوارتز و ارنسون، و هم‌چنین تایتمن و وسل^۱ (۱۹۸۸) مطابقت نمی‌نماید. به نظر می‌رسد در کشور ما تصمیم‌گیرندگان مالی در باب ریسک تجاری که واحدهای تجاری با آن مواجه می‌باشند، چندان آگاهانه عمل نمی‌کنند. به عبارت دیگر، به نظر می‌رسد که تصمیم‌گیرندگان به ریسک تجاری و نوع صنعت توجه

1. Titman and Wessels

زیادی ندارند. این موضوع را می‌توان از نگاره شماره یک استنباط نمود. چنانچه فرضیه صنعت به طور قوی مورد تأیید قرار می‌گرفت، این نظریه که بین ساختار مالی شرکت و ارزش شرکت ارتباط وجود دارد مورد حمایت قرار می‌گرفت. یکی از دلایل تأیید ضعیف فرضیه آن است که در ایران شرکت‌ها قادر نیستند مبلغ قابل توجهی را از طریق سیستم بانکی تأمین نمایند و استقراض از سایر منابع نظیر فروش اوراق مشارکت و یا پیش‌فروش محصولات نیز برای بسیاری از صنایع امکان‌پذیر نیست. در نتیجه، تقریباً عمده شرکت‌ها در تأمین مالی از طریق بدهی با محدودیت مواجه می‌باشند. به عنوان نمونه، صنایعی که پیش‌فروش محصولات داشته‌اند از نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارائی‌های پایین‌تری برخوردار بوده‌اند. به عنوان مثال صنعت خودرو که امکان پیش‌فروش محصولات خود را داشته از پایین‌ترین نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارائی‌ها برخوردار بوده است. این موضوع سبب گردیده که فرضیه صفر به‌طور ضعیف رد شود. به‌طور کلی، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌ها جهت حداکثر کردن ارزش شرکت خود چندان به ساختار مالی توجه نمی‌کنند و در پی حداقل کردن میانگین موزون هزینه سرمایه نیستند. از سوی دیگر، نتایج تحقیق می‌تواند مؤید آن باشد که در بازار عرضه و تقاضای سرمایه اعتباردهندگان نیز ریسک تجاری صنعت را مدنظر قرار نمی‌دهند و بر مبنای ریسک تجاری صنعت اقدام به اعطای اعتبار نمی‌کنند. در نتیجه، متوسط صنعت وجود ندارد و هر صنعت دارای ساختار مالی خاص خود نمی‌باشد.

نتیجه‌گیری

از دیدگاه تئوری صنایع مختلف با درجات ریسک تجاری متفاوت دارای ساختار مالی متفاوتی می‌باشند. لذا، تفاوت زیادی در نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی‌ها در هر صنعت وجود خواهد داشت. اگر در ارزیابی نهایی شرکت ساختار مالی فاقد اهمیت باشد، بنابراین، باید اختلاف زیادی در نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها در داخل هر صنعت وجود نداشته باشد و هر صنعت دارای ساختار مالی خاص خود نباشد.

یافته‌های این تحقیق به‌طور ضعیف نشان داد که در سال‌های ۱۳۷۶، ۱۳۷۷، ۱۳۷۹ و ۱۳۸۱ هر صنعت دارای ساختار مالی خاص خود بوده و متوسط صنعت وجود دارد. برای سال ۱۳۷۹ فرضیه تحقیق به‌طور قوی مورد تأیید قرار گرفت. به‌طور کلی نتایج بررسی نشان داد که گرایش به متوسط صنعت به عنوان یک سیاست تجاری توسط مدیران شرکت‌ها در سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ (به استثناء سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۸۰) تا حدی مورد توجه قرار گرفته است.

هم‌چنین روشن گردید که در سال‌های مذکور صنایع مختلف با توجه به درجه ریسک تجاری متفاوت که ناشی از ویژگی هر صنعت می‌باشد تا حدی دارای ساختار مالی متفاوت می‌باشند و متوسط صنعت وجود دارد. البته با تغییر در شرایط اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی و تغییر در نظام بانکداری و ورود بانکهای خصوصی احتمالاً در آینده نزدیک تحولاتی در خصوص ساختار مالی شرکت‌ها ممکن است رخ دهد و مدیران جهت حداکثر کردن ارزش شرکت توجه بیشتری به ساختار مالی بنمایند.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

منابع

- آذر، عادل (۱۳۷۳). "مبانی تئوریک طراحی آزمایشات در تجزیه و تحلیل سود: مدلی برای تصمیم‌گیری و مقایسه‌ای چندگانه"، تحقیقات مالی، ص.ص ۶۷-۴۷.
- سالنامه‌های بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۵-۱۳۷۰.
- Bowen Robert M; Lane Daly and Charles Huber. (1982). "Evidence on the Existence and Determinants of inter-industry Differences in Leverage", Financial Management 11, PP. 10-20.
- Bradley Michael; Gregg Jarrell and Han Kim. (1984). "On the Existence of and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", Journal of Finance 39, PP.857-878.
- David F. Scott, Jr. (1972). "Evidence on the Importance of Financial Structure", Financial Management, PP. 45-50.
- Eil Schwariz and Richard Arenson. (1967). "Some Surrogate Evidence In Support of the Concept of Optimal Financial Structure", Journal of Finance, PP.10-18.
- Ezra Solomon. (1963). "The Theory of Financial Management", New York, Columbia University Press.
- Harry G. Guthmann and Herbert E. Dougall. (1962). "Corporate Financial Policy", 4th ed. Englewood cliffs, New Jersey, Prentice-Hall, Inc.
- Kester Carl. (1986). "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporation", Financial Management, PP. 5-16.
- Long Michnel and Ileen Malitz, "The Investment-Financing Nexus: Some Empirical Evidence", Midland Corporate Financial journal 3, PP. 53-59.
- Merton H. Miller and Franco j. Modigliani. (1963). "Tax and The Cost of Capital: Aocorrection", American Economic Review, PP. 433-443.
- Merton H. Miller and Franco, j. Modiglianni. (1966). "Some Estimates of the Cost of Capital to the Electrical Utillty Industry", American Economic Review, PP. 333-390.
- Merton, H. Miller and Franco j. Modigliiani. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, PP. 261-296.
- Titman S. & Wessels R., "Determination of Capital Structure Choice", Journal of Finance, March. (1988). PP. 1-20.
- Vanhorne J.C. (1986). "Fundamental of Financial Management", Printic - Hall Inc., 6th ed, PP. 434-35.