

# بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر نقدشوندگی شرکتهاک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

## مطالعه موردی صنعت سیمان

محمد نظری پور  
استادیار و عضو هیئت علمی  
دانشگاه کردستان

بیژن خزدوزی  
استادیار دانشگاه آزاد اسلامی سنندج

امیر پیروزرام  
دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی  
گرایش مالی دانشگاه آزاد سنندج

### چکیده

تامین مالی یکی از دغدغه های شرکتهای امروزی محسوب گردیده، که می تواند از محل حقوق صاحبان سهام و یا بدهی تامین گردد. امروزه نقش مدیران مالی در تعیین ساختار بهینه بر کسی پوشیده نیست. از طریق یک ساختار بهینه تامین مالی ارزش سهام یک شرکت افزایش خواهد یافت. این تحقیق در تلاش است تا رابطه بین ساختار سرمایه با نقدشوندگی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر صنعت سیمان را مورد مطالعه و بررسی قرار دهد. در این تحقیق، بدهی کوتاه مدت به دارایی، بدهی بلندمدت به دارایی و حقوق صاحبان سهام به دارایی معیارهای ساختار سرمایه و شکاف قیمتی نسبی و تعداد دفعات گردش سهام، به عنوان معیارهای اندازه گیری نقدشوندگی شامل در نظر گرفته شده است. جامعه و نمونه آماری این تحقیق شرکتهای فعال در صنعت سیمان (۲۹ مورد) در دوره پنج ساله (۸۴-۸۸) می باشد. فرضیات این تحقیق با استفاده از روش رگرسیون ترکیبی مورد آزمون قرار گرفته است. طبق نتایج تحقیق بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی در شرکتهای مورد مطالعه رابطه معنی داری وجود ندارد.

### واژگان کلیدی

ساختار سرمایه، نقدشوندگی، شکاف قیمتی نسبی، تعداد دفعات گردش سهام، صنعت سیمان

## مقدمه

ساختار سرمایه به عنوان مهم ترین پارامتر موثر بر ارزش گذاری و جهت گیری بنگاه های اقتصادی در بازارهای سرمایه مطرح شده است. محیط متحول و متغیر کنونی، درجه بندی شرکتها را از لحاظ اعتباری نیز تا حدودی به ساختار سرمایه آنان منوط ساخته و برنامه ریزی استراتژیک آنان را به منظور انتخاب منابع موثر برای دست یابی به هدف «حداکثر سازی ثروت سهامداران» ضروری کرده است (داگلاس، ۲۰۰۵).

در رابطه با ساختار سرمایه، پژوهشهای مختلفی در بازارهای مختلف، صورت گرفته است که همگی سعی در تبیین عوامل موثر بر ساختار سرمایه و یا تعیین چگونگی رابطه عامل خاص با ساختار سرمایه داشته اند. در بین این عوامل، نقدشوندگی دارایی، مهمترین عاملی است که به لحاظ جدید بودن پژوهش ها در این زمینه و نبود پژوهش در این خصوص در ایران، در این جا، به صورت جامع تری نسبت به سایر عوامل، مورد بررسی قرار می گیرد.

نقدشوندگی دارایی که به لحاظ مورد وثیقه قرار گرفتن دارایی در قراردادهای وام، نقش خاصی ایفا می کند و یا در تصفیه شرکت، در شرایط بحرانی، نقش آفرینی ویژه ای خواهد داشت؛ می تواند تاثیر قابل ملاحظه ای در اعطای وام از طرف اعتباردهندگان خارجی در پی داشته باشد و لذا می تواند تاثیر قابل ملاحظه ای در مجموع بدهیها (اهرم) و نهایتاً ترکیب ساختار سرمایه، از خود به جا بگذارد؛ بنابراین از لحاظ تئوری، به نظر می رسد که مدیران، زمینه هایی برای تغییر ساختار سرمایه خواهند داشت و یا در شرایطی، مجبور به این امر می باشند. لذا، تعیین وجود رابطه میان اهرم مالی و نقدشوندگی، جزو موضوعات جالب توجه، جهت انجام پژوهش می باشد که در اینجا، به بررسی چگونگی این ارتباط، پرداخته می شود.

از جمله مسائل و موضوعاتی که شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با آن مواجه اند ساختار سرمایه می باشد. اینکه چه حجمی از ساختار سرمایه بدهی باشد و چه حجمی از آن را حقوق صاحبان سهام تشکیل دهد، تا در نهایت به عنوان (ساختار سرمایه بهینه) موجب حداقل نمودن (هزینه تامین مالی) یا (هزینه سرمایه) و به تبع آن افزایش ارزش بازار سهام شرکتها گردد، از دیرباز به عنوان یک مساله عمده و مهم مطرح بوده است. محیطی که شرکتها در آن فعالیت می کنند محیطی بسیار رقابتی است. پژوهش در زمینه ساختار سرمایه نشان داده است ساختار بهینه سرمایه می تواند، توان رقابتی شرکت را در بازار افزایش دهد. همچنین افزایش توان رقابتی، موجب ورود جریان نقدی عملیاتی به داخل واحد تجاری شده و در نتیجه نیاز به استقراض کاهش یافته و از این رو ساختار سرمایه شرکت نیز بهبود می یابد (اسمیت و دیگران، ۲۰۰۸).

تصمیمات تامین مالی و سرمایه گذاری در شرکت ها، تصمیم هایی هستند که هر دو با آینده نگری اتخاذ می شوند. در تصمیم های مالی، شرکت وجوه مورد نظر را در حال حاضر به کار می گیرد تا در آینده بتواند به تعهدات خود در قبال تامین کنندگان منابع مالی عمل کند. منابع تامین مالی شرکت ها بر اساس سیاست تامین مالی آنها، به دو بخش «منابع مالی درونی» و «منابع مالی بیرونی» شرکت تقسیم می شود. در منابع مالی درونی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تامین مالی می کند، یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیتهای عمدتاً عملیاتی شرکت برای کسب بازده بیشتر بکار می گیرد و در منابع مالی بیرونی از محل بدهیها و سهام، اقدام به تامین مالی می کند (تیتمن و گرینبلات، ۱۹۹۸). بنابراین، این مساله مطرح می شود، که شرکتها چگونه اقدام به تامین منابع مالی کنند تا بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت را بگذارد؟

## ضرورت انجام تحقیق

توان رقابتی تعیین می کند و شرکت ها به رقابت می پردازند تا بازگشت سرمایه خود را افزایش دهند و جایگاه خود را در بازار تحکیم بخشند و رقبای خود را از دور خارج کنند و قدرت بازار را در دست گیرند (اسمیت و دیگران، ۲۰۰۸). معمای ساختار سرمایه از مهم ترین مسایل مدیریت مالی شمرده می شود و حتی از معمای سود سهام نیز پیچیده تر است (عبدالله زاده، ۱۳۷۳). زیرا اطلاعات مدیران در زمینه ی ساختار سرمایه بسیار اندک است و هنوز معلوم نیست شرکت ها بر چه اساسی اوراق بهادار متضمن بدهی، مالکیت و یا مختلط را منتشر می کنند.

### مبانی نظری

ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی های کوتاه مدت، بدهی های بلند مدت و حقوق صاحبان سهام می باشد که به وسیله آن دارایی های شرکت تامین مالی شده است. به عبارت دیگر به ترکیب بدهی ها و حقوق صاحبان سهام، ساختار سرمایه گفته می شود که شامل اقلام سمت چپ ترازنامه می باشد (جهانخانی، ۱۳۷۴).

کوپر<sup>۱</sup> ساختار سرمایه را نسبت اوراق بهادار بلند مدت قدیمی تر (دارای رتبه بیشتر) به جمع سرمایه گذاری های مرتبط تعریف می کند.

بلکویی<sup>۲</sup> ساختار سرمایه را ادعای کلی بر داراییهای شرکت معرفی می کند. او ساختار سرمایه را شامل اوراق بهادار منتشر شده عمومی، سرمایه گذاری خصوصی، بدهی بانکی، بدهی تجاری، قراردادهای اجاره، بدهیهای مالیات، بدهیهای حقوق بازنشستگی، پاداش معوق برای مدیریت و کارکنان، سپرده های حسن انجام کار، تضمین های کالا و دیگر بدهیهای احتمالی می داند.

### تئوری ساختار سرمایه

به طور کلی در مورد ساختار سرمایه تاکنون دیدگاه های زیر ارائه شده است:

۱. دیدگاه درآمد خالص
۲. دیدگاه درآمد خالص عملیاتی

به طور کلی ساختار سرمایه شرکتها از دو بخش تشکیل گردیده است: نخست میزان سرمایه مورد نیاز و دوم ترکیب منابع تأمین مالی. به طور کلی وام و سهام دو گونه اصلی شکل دهنده ساختار سرمایه محسوب می شوند. با توجه به منابع تأمین مالی، شرکتها دارای بازده و ریسک متفاوتی در عرصه بازارهای تأمین سرمایه هستند. بنابراین تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه نقش مؤثری در کارایی و اعتبار شرکتها نزد مؤسسات تأمین سرمایه خواهد داشت. محیطی که شرکتها امروزه در آن فعالیت می کنند محیطی است در حال رشد و بسیار رقابتی و شرکتها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین المللی و بسط فعالیتهای خود از طریق سرمایه گذاری جدید هستند و شرکتها برای سرمایه گذاری احتیاج به منابع مالی دارند، اما منابع مالی و استفاده از آنها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور باشد و این وظیفه مدیر مالی است که منابع تأمین مالی و نحوه استفاده از آنها را تعیین کند. اما مدیر مالی باید همیشه مواظب باشد که روش تأمین مالی با نوع سرمایه گذاری شرکت سازگار باشد و همچنین از اهرم در حد معقول آن استفاده کند تا هم ارزش شرکت حداکثر شود و هم از پیامدهای نامطلوب ریسک مالی به واسطه استفاده از بدهی، جلوگیری کند (لستر، ۲۰۰۰، ۵۴۳-۵۴۱).

از دیدگاه مدیریت مالی، ساختار سرمایه یکی از مهمترین موضوعاتی است که در دو دهه اخیر به آن پرداخته شده است. امروزه درجه بندی شرکت ها از لحاظ اعتباری تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنان وابسته است و در واقع مبنای تولید و ارائه خدمات، به نحوه تامین و مصرف وجوه مالی مربوط می شود. ساختار سرمایه هر شرکت، هشدار اولیه ای در ارتباط با میزان مضیقه مالی شرکت است و لازم است در برنامه ریزی استراتژیک شرکت ها، تعیین عوامل موثر بر کارایی تامین مالی آنان مورد توجه جدی باشد. از سوی دیگر نقش اصلی موفقیت در تجارت را

۳. دیدگاه سنتی

۴. دیدگاه مودیلیانی و میلر

۵. تئوری توازی ایستا(مصالحه)

۶. تئوری ترجیحی

### نظریه درآمد خالص<sup>۳</sup>

طبق این نظریه که توسط «دیوید دوراند»<sup>۴</sup> پیشنهاد شده است تصمیمات ساختار سرمایه با ارزش شرکت ارتباط دارد و نیز تغییر در ساختار سرمایه (اهرم مالی) منجر به تغییر در هزینه سرمایه کل و ارزش کل شرکت خواهد شد. بنابراین یک افزایش در درجه اهرم مالی باعث کاهش میانگین وزنی هزینه سرمایه کل و یک افزایش در ارزش کل شرکت و قیمت بازار سهام عادی می شود و بالعکس، کاهش در اهرم مالی باعث افزایش کاهش میانگین موزون هزینه سرمایه کل و کاهش ارزش کل شرکت و همچنین قیمت بازار سهام عادی خواهد شد (نصرالهی، ۱۳۸۱، ۲۹).

### نظریه درآمد خالص عملیاتی

تئوری دیگر ساختار سرمایه که توسط «دیوید دوراند»<sup>۵</sup> پیشنهاد شده است، تئوری درآمد خالص عملیاتی<sup>۵</sup> می باشد. بر اساس این نظریه درجه اهرم مالی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت تاثیری ندارد و بنابراین هر گونه تغییری در اهرم اثری در ارزش شرکت و قیمت بازار سهام ندارد و علاوه بر آن هزینه سرمایه شرکت مستقل از اهرم می باشد و ارزش کلی شرکت تحت تاثیر ساختار سرمایه نیست. هزینه حقوق صاحبان سهام با افزایش درجه اهرم افزایش می یابد و افزایش در اهرم افزایش در ریسک مالی سهامداران و در نتیجه موجب افزایش بازده سهامداران خواهد شد (همان منبع، ۲۹).

طبق این نظریه ارزش شرکت از ساختار سرمایه اش تاثیر نمی پذیرد و فرقی ندارد که چه درجه اهرمی را داریم چون ارزش شرکت و قیمت بازار سهام یا تغییرات اهرم، تغییر نمی کند. طبق این نظریه هیچ ساختار مطلوب سرمایه ای وجود ندارد.

### نظریه سنتی<sup>۶</sup>

نگرش سنتی ساختار سرمایه که به وسیله «وانهورن»<sup>۷</sup> ارائه گردیده است مبتنی بر این اصل است که ساختار سرمایه بهینه وجود دارد و می توان با بکارگیری اهرم مالی مناسب، ارزش شرکت را حداکثر کرد. به عبارت دیگر این نظریه می گوید که شرکت در ابتدا می تواند با افزایش میزان بدهی هزینه سرمایه خود را کاهش دهد.

اما با افزایش میزان بدهی در ساختار سرمایه، سرمایه گذاران هزینه سهام عادی را افزایش می دهند. این افزایش از طریق مزیت های بدست آمده از استفاده بدهی ارزانتر جبران می شود. به همین منوال در حالی که اهرم بیشتری به کار گرفته می شود، سرمایه گذاران هزینه سهام عادی را افزایش می دهند تا جایی که این افزایش دیگر به طور کامل از طریق مزیت های حاصل از بدهی ارزانتر خنثی و جبران نمی گردد. لذا این نقطه که اوج استفاده از بدهی و برخورداری شرکت از حداکثر منافع حاصل از آن می باشد، به عنوان حد بهینه و مطلوب اهرم بدهی شرکت تلقی می شود و در واقع نقطه حداقل هزینه آن شرکت است (میرز، ۱۹۸۶، ۵۹۲-۵۷۵).

### دیدگاه مودیلیانی و میلر

مودیلیانی و میلر<sup>۸</sup> (۱۹۶۳) با انتقاد از نظریه سنتی ثابت کردند که هزینه سرمایه شرکت ها به درجه اهرم مالی شرکت بستگی نداشته و در تمامی سطوح ثابت است. همچنین در شرایط خاص، ارزش یک شرکت بدون توجه به تامین مالی از طریق وام یا انتشار سهام یکسان است. با توجه به نقش بازار نمی توان با تغییر ساختار سرمایه، ارزش شرکت را بالا برد و به عبارتی ارزش شرکت مستقل از درجه اهرم مالی و ساختار سرمایه آن است (تقوی، ۱۳۶۷).

### الف) عدم وجود مالیات و نظریه مودیلیانی و میلر

میلر و مودیلیانی در سال ۱۹۵۸ بیان داشتند که تعیین ارزش شرکت تحت تاثیر ساختار سرمایه قرار نمی گیرد. میلر و مودیلیانی در مفروضات خود به وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد،

طبق این نظریه ارزش شرکت از ساختار سرمایه اش تاثیر نمی پذیرد و فرقی ندارد که چه درجه اهرمی را داریم چون ارزش شرکت و قیمت بازار سهام یا تغییرات اهرم، تغییر نمی کند. طبق این نظریه هیچ ساختار مطلوب سرمایه ای وجود ندارد.

### نظریه سنتی<sup>۶</sup>

نگرش سنتی ساختار سرمایه که به وسیله «وانهورن»<sup>۷</sup> ارائه گردیده است مبتنی بر این اصل است که ساختار سرمایه بهینه وجود دارد و می توان با بکارگیری اهرم مالی مناسب، ارزش شرکت را حداکثر کرد. به عبارت دیگر این نظریه می گوید که شرکت در ابتدا می تواند با افزایش میزان بدهی هزینه سرمایه خود را کاهش دهد.

اما با افزایش میزان بدهی در ساختار سرمایه، سرمایه گذاران هزینه سهام عادی را افزایش می دهند. این افزایش از طریق مزیت های بدست آمده از استفاده بدهی ارزانتر جبران می شود. به همین منوال در حالی که اهرم بیشتری به کار گرفته می شود، سرمایه گذاران هزینه سهام عادی را افزایش می دهند تا جایی که این افزایش دیگر به طور کامل از طریق مزیت های حاصل از بدهی ارزانتر خنثی و جبران نمی گردد. لذا این نقطه که اوج استفاده از بدهی و برخورداری شرکت از حداکثر منافع حاصل از آن می باشد، به عنوان حد بهینه و مطلوب اهرم بدهی شرکت تلقی می شود و در واقع نقطه حداقل هزینه آن شرکت است (میپرز، ۱۹۸۶، ۵۹۲-۵۷۵).

### دیدگاه مودلیانی و میلر

مودیلیانی و میلر<sup>۸</sup> (۱۹۶۳) با انتقاد از نظریه سنتی ثابت کردند که هزینه سرمایه شرکت ها به درجه اهرم مالی شرکت بستگی نداشته و در تمامی سطوح ثابت است. همچنین در شرایط خاص، ارزش یک شرکت بدون توجه به تامین مالی از طریق وام یا انتشار سهام یکسان است. با توجه به نقش بازار نمی توان با تغییر ساختار سرمایه، ارزش شرکت را بالا برد و به عبارتی ارزش شرکت مستقل از درجه اهرم مالی و ساختار سرمایه آن است (تقوی، ۱۳۶۷).

نبود هزینه های ورشکستگی و هزینه های نمایندگی، نبود عدم تقارن اطلاعاتی و جایگزینی منابع تامین داخلی با خارجی اشاره دارند و ارزش شرکت را مستقل از ساختار سرمایه می دانند. اما نظر به اینکه در نظر گرفتن این مفروضات در دنیای واقعی کاملاً میسر نیست، نظر به آنان با مشکل مواجه شد و آنها نظریه دیگری را مطرح کردند. آنها اظهار کردند که بازده مورد انتظار سهام با اهرم شرکت رابطه مثبت

۵. تئوری توازی ایستا (مصالحه)

۶. تئوری ترجیحی

### نظریه درآمد خالص<sup>۲</sup>

طبق این نظریه که توسط «دیوید دوراند»<sup>۴</sup> پیشنهاد شده است تصمیمات ساختار سرمایه با ارزش شرکت ارتباط دارد و نیز تغییر در ساختار سرمایه (اهرم مالی) منجر به تغییر در هزینه سرمایه کل و ارزش کل شرکت خواهد شد. بنابراین یک افزایش در درجه اهرم مالی باعث کاهش میانگین وزنی هزینه سرمایه کل و یک افزایش در ارزش کل شرکت و قیمت بازار سهام عادی می شود و بالعکس، کاهش در اهرم مالی باعث افزایش کاهش میانگین موزون هزینه سرمایه کل و کاهش ارزش کل شرکت و همچنین قیمت بازار سهام عادی خواهد شد (نصرالهی، ۱۳۸۱، ۲۹).

### نظریه درآمد خالص عملیاتی

تئوری دیگر ساختار سرمایه که توسط «دیوید دوراند» پیشنهاد شده است، تئوری درآمد خالص عملیاتی<sup>۵</sup> می باشد. بر اساس این نظریه درجه اهرم مالی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت تاثیری ندارد و بنابراین هر گونه تغییری در اهرم اثری در ارزش شرکت و قیمت بازار سهام ندارد و علاوه بر آن هزینه سرمایه شرکت مستقل از اهرم می باشد و ارزش کلی شرکت تحت تاثیر ساختار سرمایه نیست. هزینه حقوق صاحبان سهام با افزایش درجه اهرم افزایش می یابد و افزایش در اهرم افزایش در ریسک مالی سهامداران و در نتیجه موجب افزایش بازده سهامداران خواهد شد (همان منبع، ۲۹).



شرکت است. نه تنها مالیات های شرکت بلکه مالیات های شخصی نیز در ارزش شرکت موثر است. میلر مدلی را در نظر گرفته که اهمر هنگام در نظر گرفتن مالیات های شرکت و مالیات های شخصی، ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد (بلکویی، ۲۶، ۱۹۹۴-۱۶)

### ج) هزینه ورشکستگی<sup>۹</sup> و نظریه مودیلیانی و میلر

شرکت اهرمی نسبت به شرکت غیر اهرمی احتمال ورشکستگی بیشتری دارد. وقتی نسبت بدهی به سهام از حد معینی تجاوز کرد، ضریب احتمال ورشکستگی بیشتر می شود و هزینه مورد انتظار ورشکستگی افزایش می یابد در نتیجه بر ارزش شرکت و هزینه سرمایه آن تاثیر منفی خواهد گذاشت. اگر مساله ناتوانی شرکت در پرداخت بدهی ها و یا ورشکستگی آن مطرح باشد، تصمیمات مربوط به تامین مالی اهمیت بیشتری پیدا می کند و شرکت ها مجبور می شوند در بسیاری از موارد از اجرای طرحهای سرمایه گذاری چشم پوشی کنند سعی می کنند تا قدرت نقد شوندگی شرکت را حفظ کنند. در نتیجه کسی حاضر نیست در شرکتی که احتمال ورشکستگی برای آن متصور است سرمایه گذاری کند. شرکت باید برای جلب توجه سرمایه گذاران و کسب اعتماد مجدد آن ها از طریق دادن اطلاعات مفید متحمل هزینه های زیادی گردد. بنابراین هزینه شرکت بر خلاف پنداشت طرفداران نظریه مودیلیانی و میلر افزایش می یابد (عزیزیان، ۱۳۸۵).

### د) هزینه نمایندگی<sup>۱۰</sup> و نظریه مودیلیانی و میلر

وام دهندگان (طلبکاران شرکت) انتظار دارند که امنیت سرمایه هایشان در شرکت تضمین شود و خطرات ورشکستگی و از بین رفتن اصل و فرع سرمایه به حداقل برسد. در واقع تضاد منافع بین سرمایه گذاران (سهامداران، صاحبان اوراق قرضه و وام دهندگان) و مدیران موجب می شود که به خاطر رعایت حقوق سرمایه گذاران کنترل هایی بر نحوه ی عملکرد مدیریت وضع شود و محدودیتهایی را در مفاد قراردادهای وام یا اعتبار ایجاد کنند. و از مدیریت می خواهند با قراردادهای جبرانی و پاداش و تشویق های

### الف) عدم وجود مالیات و نظریه مودیلیانی و میلر

میلر و مودیلیانی در سال ۱۹۵۸ بیان داشتند که تعیین ارزش شرکت تحت تاثیر ساختار سرمایه قرار نمی گیرد. میلر و مودیلیانی در مفروضات خود به وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه های ورشکستگی و هزینه های نمایندگی، نبود عدم تقارن اطلاعاتی و جایگزینی منابع تامین داخلی با خارجی اشاره دارند و ارزش شرکت را مستقل از ساختار سرمایه می-دانند. اما نظر به اینکه در نظر گرفتن این مفروضات در دنیای واقعی کاملا میسر نیست، نظر به آنان با مشکل مواجه شد و آنها نظریه دیگری را مطرح کردند. آنها اظهار کردند که بازده مورد انتظار سهام با اهمر شرکت رابطه مثبت

دارد و ریسک سهام با افزایش نسبت اهمر افزایش می یابد. به عبارت دیگر، بازده مورد انتظار سهام تابع خطی از اهمر شرکت است و چنانچه شرکتی از طریق افزایش نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام ریسک خود را بالا ببرد. نرخ مورد انتظار بازده سهام بالا می رود. این ریسک، ریسک سیستماتیک می باشد (بلکویی، ۲۰۰۴، ۴۳۹-۴۴۸).

### ب) مالیات و نظریه مودیلیانی و میلر

نظریه مودیلیانی و میلر در دنیای بدون مالیات کاربرد دارد ولی در دنیایی که مالیات بر درآمد شرکت ها وضع می شود تامین مالی از طریق بدهی سودمندتر می گردد، زیرا هزینه بهره آن معاف از هر گونه مالیات می باشد. در حالی که سود سهام پرداختی و سودهای انباشته جز هزینه قابل قبول مالیاتی محسوب نمی شود. طبعا مجموع سودهای پرداختی به سهامداران و صاحبان بدهی در صورت استفاده از بدهی بیشتر می باشد. در نظریه ساختار سرمایه، نقش مالیات چنان با اهمیت است که چشم پوشی از آن، مدل را به حالتی فرضی تبدیل کرده است. با در نظر گرفتن مالیات، مدل میلر و مودیلیانی تعدیل می شود، ارزش شرکت برای شرکت های با اهمر، عبارت است از ارزش جریان نقدی شرکت بدون اهمر به علاوه ارزش فعلی صرفه جویی مالیاتی در مورد جریان های نقدی دائمی

لازم بازده سرمایه آن‌ها را تضمین کند. هر چقدر که میزان بدهی افزایش‌های نمایندگی کاهش می‌یابد. از جمله محدودیت‌هایی که می‌تواند به شرکت تحمیل شود: نگهداری وجه نقد بیشتر، محدودیت در پرداخت سود سهام، محدودیت در صدور سهام جایزه و حق تقدم، اعمال مداخله در انتصاب مدیران ارشد، کنترل میزان بدهی شرکت و فشار برای پایین آوردن هزینه‌های تولید و اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد (میرز، ۱۳۷۳).

## ه) عدم تقارن اطلاعات<sup>۱۱</sup> و نظریه مودیلیانی و میلر

مطابق این نظریه‌ها، مدیران و دیگر کارکنان داخلی شرکت، اطلاعاتی در باره بازده وضعیت سرمایه‌گذاری شرکت دارند که افراد بیرون از شرکت از آن بی‌خبرند. این گونه اطلاعات را اصطلاحاً «نامتقارن» می‌گویند. در صورتی که اطلاعات درونی بیانگر آینده‌ای مطلوب برای شرکت باشد، مدیران ترجیح می‌دهند، در ساختار سرمایه از بدهی بیشتری استفاده کنند. به عبارت دیگر، برای سهامداران کنونی باقی خواهد ماند. بر عکس، در صورتی که وضعیت آینده‌ی شرکت

مطلوب پیش‌بینی نشود، مدیران شرکت که از این موضوع آگاه هستند، ترجیح می‌دهند از راه انتشار سهام عادی و افزایش سرمایه‌تأمین مالی کنند. از سوی دیگر، تعیین ساختار سرمایه نوعی علامت دادن به افراد بیرون از شرکت از راه انتشار سهام تازه‌تأمین مالی کند، نوعی علامت منفی درباره آینده‌ی شرکت به شمار می‌آید (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۸).

## تئوری توازی ایستا<sup>۱۲</sup>

نظریه‌ای که اخیراً در رابطه با ساختار سرمایه مطرح گردیده، تئوری توازی ایستا است که بر اساس آن، نسبت بدهی بهینه یک شرکت بر اساس توازی هزینه‌ها و منافع استقراض تأمین می‌شود. به بیان دیگر، در چارچوب این نظریه، شرکت سعی می‌کند بین ارزش صرفه‌جویی‌های مالیاتی بهره و هزینه‌های مختلف

ورشکستگی تعادل برقرار سازد (فرانک و همکاران، ۲۰۰۳). البته در زمینه اینکه صرفه‌جویی‌های مالیاتی چقدر ارزش دارند و اینکه کدام یک از هزینه‌های مربوط به مسائل مالی اهمیت دارند، هنوز بحث وجود دارد. طبق این نظریه شرکت باید آنقدر بدهی را با سهام و سهام را با بدهی تعویض و جایگزین سازد و نسبت بدهی را طوری تنظیم نماید تا اینکه ارزش شرکت حداکثر شود. اساساً در مورد تئوری ایستا دو تفسیر (برداشت) وجود دارد که هر دو آنها پیش‌بینی می‌کنند که شرکت‌ها دارای یک «ساختار سرمایه بهینه» می‌باشد. اولین برداشت بر مبنای اصول بدیهی این است که ساختار سرمایه شرکت از طریق توازی ایستا بین منافع مالیاتی بدهی و هزینه‌های مورد انتظار آشفستگی مالی، اندازه‌گیری می‌شود. بر اساس این برداشت، یک شرکت زمانی به ترکیب بهینه‌ای از بدهی و سرمایه (حقوق صاحبان سهام) دست خواهد یافت که ارزش فعلی صرفه‌جویی‌های مالیاتی، با ارزش فعلی هزینه‌های آشفستگی مالی، برابر باشد.

## تئوری ترجیحی<sup>۱۳</sup>

بر اساس تئوری نسبتاً قدیمی ترجیحی که بر روی عملکرد تأمین مالی شرکت‌ها تأکید دارد، شرکت‌ها تأمین مالی «داخلی» را به تأمین مالی خارجی؛ و در صورت انتشار اوراق بهادار، اوراق بهادار متضمن «بدهی» را بر سهام ترجیح می‌دهند. در این تئوری هیچگونه ترکیب بدهی سرمایه مشخص وجود ندارد، زیرا دو نوع سرمایه وجود دارد، داخلی و خارجی. که یکی در راس سلسله مراتب ترجیحی و دیگری در انتهای آن قرار دارد. نسبت بدهی مشاهده شده هر شرکت، مجموع نیاز شرکت به تأمین مالی خارجی را منعکس می‌کند.

## نقدشوندگی<sup>۱۴</sup>

یکی از شاخص‌هایی که کارایی بورس اوراق بهادار با آن سنجیده می‌شود، «میزان نقدشوندگی سهام مورد معامله» است. همواره علاوه بر دو معیار نرخ بازدهی و ریسک، درجه نقدشوندگی دارایی‌ها نیز مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. عامل مهمی

میلر (۱۹۵۸، ۱۹۶) بوده اند. این نظریات می گویند که یک ساختار سرمایه بهینه با تجارت هزینه خالص ارزش خالص در برابر هزینه خالص بدهی تعیین می شود؛ جاییکه هزینه خالص بدهی با سپر مالیاتی بدهی تعیین می شود. متغیرهایی که هزینه خالص ارزش خالص را کاهش می دهند، مثل نقدینگی افزایش یافته، اتکای بیشتری بر سرمایه گذاری بر روی ارزش خالص ایجاد می کنند.

انگیزه ی ما از جهاتی مشابه گرین و هالیفید (۲۰۰۳) است. آنها می گویند که توانایی تعویق دستاوردهای سرمایه ای، مزیتی را برای ارزش خالص فراهم می کند که هزینه ی آنرا کم می نماید. آنها نشان می دهند که این رویکرد می تواند توازن را بین هزینه بدهی و هزینه ارزش خالص فراهم کند که پیش بینی ساختار سرمایه منطقی را به دست می دهد. آنها معتقدند که مزایای ارزش خالص به واقع بیشتر است. ما می گوئیم که نقدشوندگی بیشتر ذکر شده توسط آمیهد و مندلسون (۱۹۸۶) هزینه ارزش خالص را کاهش می دهد.

### پیشینه داخلی پژوهش

صلواتی و رساییان در بررسی رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام طی یک دوره ۴ ساله (۱۳۸۰ الی ۱۳۸۳) در میان ۶۰ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام شرکتهای سودآوری رابطه معنی داری وجود ندارد. اما میان نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و ساختار سرمایه رابطه معنی داری وجود دارد. (صلواتی و رساییان، ۱۶۳، ۱۳۸۶-۱۴۳)

نمازی و شیرزاده در تحقیق خود به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده حاکی از این مطلب است که به طور کلی، بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکتهای رابطه مثبتی وجود دارد، اما این رابطه از نظر آماری در حد ضعیف است (نمازی و شیرزاده، ۹۴، ۱۳۸۳-۷۵).

ملکی پور، تاثیر استفاده از اهرم مالی بر بازده هر سهم شرکتهای

زیرا بانک ها و بازارهای استقراض عمومی، هزینه های کمتری در تامین مالی این دارایی ها مطالبه می نمایند. بنابراین نقدشوندگی بیشتر دارایی ها، هزینه های تامین مالی از طریق استقراض خارجی را کاهش می دهد و مقدار سرمایه شرکت هایی که می توانند استقراض نمایند را افزایش می دهد. زمانی که هزینه های تامین مالی از طریق استقراض کاهش می یابد، شرکت ها این موضوع را در می یابند که بیشتر استقراض کنند و اهرم بهینه را به میزان لازم، افزایش دهند. از این رو نقدشوندگی بالاتر، اهرم مالی را افزایش می دهد.

واضح است که نقدینگی دغدغه اصلی تاجران سهام و افرادی است که فرا ساختارهای تجاری را ایجاد، مدیریت و قانونمند می کنند. استول و والی (۱۹۸۳) می گویند که هزینه های تبادل سهام باید در هنگام ارزش گذاری سرمایه گذاری ارزش خالص مد نظر قرار گیرند و همین مسئله ممکن است میزان لازم و بالاتر سود سهام کوچک را توضیح دهد که نسبتا غیر نقدی اند. آمیهد و مندلسون (۱۹۸۶) مدل رسمی را در جایی فراهم می کنند که در آن هزینه های تبادل مثل مالیات، میزان لازم سود را برای سرمایه گذاری ارزش خالص افزایش می دهند. آنها معتقد هستند که این اثر می تواند بخش اصلی ارزش گذاری شرکت را با نگاه کردن به هزینه های صدور توضیح دهد. باتلر و همکاران (۲۰۰۵) در می یابند که شهریه بانکداری سرمایه گذاری برای شرکت های پرنقدینه تر کمتر است. این هزینه های صدور باید زمانی تصدیق شود که افزایش ارزش خالص از طریق سرمایه گذاری خارجی رخ داده و هزینه صنعتی ارزش خالص خارجی می باشد. مطالعات دیگری نیز شواهد سازگار با اثر چشمگیر نقدینگی را بر سود مورد انتظار فراهم می سازد. این تحقیقات ارتباطی را بین نقدینگی و هزینه ی ارزش خالص نشان می دهد. برای برانگیختن ارتباطی بین نقدینگی و ساختار سرمایه، ارتباطی بین هزینه ارزش خالص و ساختار سرمایه لازم است. این امر در مقالات بسیاری ذکر شده که نظریات تبدالی ساختار سرمایه را گسترش داده اند و بر اساس کار اولیه مودیلیانی و



پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از ضریب همبستگی را مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که اهرم مالی بر بازده هر سهم شرکتها تاثیر نداشته است.

اربابیان و صفری گرایلی در پژوهش خود نشان دادند؛ بین نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی و سودآوری شرکت و همچنین بین نسبت کل بدهی به دارایی و سودآوری، رابطه مثبت وجود دارد، ولی بین نسبت بدهی بلندمدت به دارایی و سودآوری رابطه منفی وجود دارد (اربابیان و گرایلی، ۱۳۸۸، ۱۷۵-۱۵۹).

اربابیان و صفری گرایلی در پژوهش خود نشان دادند؛ بین نسبت بدهی کوتاه مدت به دارایی و سودآوری شرکت و همچنین بین نسبت کل بدهی به دارایی و سودآوری، رابطه مثبت وجود دارد، ولی بین نسبت بدهی بلندمدت به دارایی و سودآوری رابطه منفی وجود دارد (اربابیان و گرایلی، ۱۳۸۸، ۱۷۵-۱۵۹).

### پیشینه خارجی پژوهش

فریدر و مارتل به بررسی اثر متقابل نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک برای سالهای ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۸ پرداختند. معیار نقدشوندگی سهام در تحقیق آنها اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد که با کاهش نقدشوندگی سهام ( افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) اهرم مالی افزایش می یابد.

فرند و لانگ<sup>۱۷</sup> تحقیقی بر روی ۹۸۴ شرکت آمریکایی طی سال های ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۳ انجام دادند آن ها در تحقیق خود از نسبت میانگین سود به دارایی ها، به عنوان معیار سودآوری شرکت ها استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی و سودآوری شرکت ها رابطه منفی وجود دارد (فرند و لانگ، ۱۹۸۸، ۲۸۱-۲۷۱).

ردن ولولن<sup>۱۸</sup> در تحقیق خود تصمیمات ساختار سرمایه نمونه ای متشکل از ۴۸ شرکت کشور آمریکا که طی سالهای ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۰ از طریق خرید استقراری تأمین مالی کرده بودند را مورد

بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که به دلیل مزایای مالیاتی استقراض و این که هزینه وام، مدیران را ناگزیر به انضباط و انگیزه بیشتری می سازد (طبق فرضیه جریان نقدی آزاد) نسبت بدهی با سودآوری شرکت رابطه مثبت دارد (ردن و ولولن، ۱۹۹۵، ۷۶-۷۷).  
 لارا و مسکوئیتا<sup>۱۹</sup> در تحقیق خود تحت عنوان «ارتباط بین ساختار سرمایه و سودآوری» به بررسی ارتباط بین معیارهای ساختار سرمایه شامل: نسبت بدهی کوتاه مدت، نسبت بدهی بلندمدت و حقوق صاحبان سهام شرکتها با سودآوری آن ها، در نمونه ای متشکل از ۷۰ شرکت کشور برزیل بین سال های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱ پرداختند. و با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره، به رابطه مثبت میان سودآوری و نسبت بدهی کوتاه مدت و حقوق صاحبان سهام شرکتها و نیز، وجود رابطه منفی میان سودآوری با نسبت بدهی بلند مدت شرکت، پی بردند (لارا و مسکوئیتا، ۲۰۰۳، ۱۳-۱۱).

سی بیلکف<sup>۲۰</sup> اثر نقدشوندگی داراییها را بر ساختار سرمایه در شرکت های آمریکایی بررسی نمود. او دریافت که میان داراییهای نقدشوندگی و ساختار سرمایه رابطه ای مثبت وجود دارد. همچنین او این رابطه را میان داراییهای نقدشونده و بدهی های تضمین شده نیز دست یافت (سی بیلکف، ۲۰۰۹).

کارادانیز و همکاران<sup>۲۱</sup> در بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار استانبول ترکیه در طی دوره زمانی ۱۹۹۴ الی ۲۰۰۵ دریافتند که نرخ مالیات، دارایی ثابت مشهود و سودآوری با ساختار سرمایه رابطه ای منفی دارد. اما جریان نقدی آزاد، رشد فروش و اندازه شرکت با ساختار سرمایه رابطه ای ندارند (کارادانیز و همکاران، ۲۰۰۹).

نجار و تیلور<sup>۲۲</sup> در تحقیقی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و ساختار سرمایه برای نمونههای از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اردن پرداختند. نتایج تحقیق ایشان نشان داد که بین ساختار سرمایه و سرمایه گذاران نهادی، رابطه منفی و معنی داری نیست. علاوه بر این، بر اساس یافته های آنها نقدینگی،

سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

۶- بین نسبت حقوق صاحبان سهام به داراییها بر تعداد دفعات گردش سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

## روش شناسی پژوهش و معیارهای انتخاب جامعه آماری

این پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی بوده و برای تجزیه و تحلیل داده ها از رگرسیون چند متغیره و به روش رگرسیون ترکیبی انجام می شود. روش ترکیبی داده های مقطعی و سری زمانی را با هم ترکیب می کند. داده های لازم جهت آزمون فرضیه های تحقیق از اطلاعات موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره آورد نوین استخراج شده است. جامعه آماری تحقیق نیز تمام شرکتهای سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که بیشترین تعداد را بین صنایع مختلف دارد. شرایط مورد نظر برای انتخاب آنها عبارت است از:

۱- اطلاعات مورد استفاده در این تحقیق در دسترس باشد.

۲- شرکت های مورد مطالعه زبان ده نباشند.

## اندازه گیری متغیرها

در جدول زیر کلیه متغیرهای مورد استفاده در مدل معرفی و نحوه محاسبه آنها توضیح داده می شود.

اندازه و ساختار دارایی رابطه مثبت و معنی دار و سودآوری رابطه منفی و معنی دار با بدهی شرکتهای اردنی دارد. (نجار و تیلور، ۲۰۰۸، ۹۳۳-۹۱۹).

آنتونیو و همکاران<sup>۲۳</sup> در تحقیقی تحت عنوان « عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت ها » تاثیر نسبتهای اهرمی را بر ساختار سرمایه بررسی کردند و به این نتایج دست یافتند که شرکت ها عوامل موثر بر ساختار سرمایه را به گونه ای تنظیم می کنند که به ساختار سرمایه بهینه دست یابند (آنتونیو، ۲۰۰۲).

## فرضیه های پژوهش

۱- بین نسبت بدهی کوتاه مدت به داراییها بر شکاف قیمتی نسبی رابطه معنی داری وجود دارد.

۲- بین نسبت بدهی بلند مدت به داراییها بر شکاف قیمتی نسبی رابطه معنی داری وجود دارد

۲- بین نسبت بدهی بلند مدت به داراییها بر شکاف قیمتی نسبی رابطه معنی داری وجود دارد.

۳- بین نسبت حقوق صاحبان سهام به داراییها بر شکاف قیمتی نسبی رابطه معنی داری وجود دارد.

۴- بین نسبت بدهی کوتاه مدت به داراییها بر تعداد دفعات گردش سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

۵- بین نسبت بدهی بلند مدت به داراییها بر تعداد دفعات گردش

## معرفی و نحوه محاسبه متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	شاخص	شیوه محاسبه
مستقل	K/D	بدهی کوتاه مدت بر دارایی	بدهی کوتاه مدت دارایی
مستقل	B/D	بدهی بلند مدت بر دارایی	بدهی بلند مدت دارایی
مستقل	HS/D	حقوق صاحبان سهام بر دارایی	حقوق صاحبان سهام دارایی
وابسته	SPREAD	شکاف قیمتی نسبی	$SPREAD = \frac{AP-BP}{AP+BP} \times 100$
وابسته	TURN	نرخ گردش سهام	$TURN OVER = \frac{NST}{NSQ} \times 100$
کنترلی	B/M	ارزش دفتری ارزش بازار	$\frac{\text{حقوق صاحبان سهام ممتاز} - \text{حقوق صاحبان سهام}}{\text{تعداد سهام منتشره} \times \text{قیمت بازار}}$
کنترلی	SIZE	اندازه شرکت	لگاریتم داراییها

## آزمون فرضیه ها

از آزمون K-S مقادیر ۰/۱۸۹، ۰/۰۶۸، ۰/۳۳، ۰/۰۷، ۰/۶۷ برای متغیرها بدست آمد که همگی بالاتر از ۰/۰۵ بوده و در نتیجه نرمال بودن توزیع داده ها تایید می شود.

۲. عدم خودهمبستگی: از آزمون دورین-واتسون نیز برای بررسی خودهمبستگی بین متغیرها استفاده می شود؛ برای فرضیه های این پژوهش مقادیر ۱/۶۲۵، ۲/۴۳۳، ۱/۸۹۴، ۱/۵۹۸، ۲/۴۶۶، ۱/۸۹۳، بدست آمد که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و گویای عدم خود همبستگی بین متغیرهای مورد بررسی است.

همانطور که پیش تر گفته شد فرضیه های این پژوهش در قالب روابط رگرسیونی مدل بندی شده است، و لازم است قبل از آزمون این روابط، پیش نیازهای مدل رگرسیون بررسی گردد که این مفروضات عبارتند از:

۱. آزمون نرمال بودن داده ها: یکی از پیش فرض های مدل رگرسیون داشتن توزیع نرمال برای داده های پژوهش می باشد که از طریق آزمون کلموگروف-اسمیرنوف بدست می آید. با استفاده از آزمون فرضیه اول:

معادله رگرسیون این فرضیه به صورت زیر است:

$$\text{Spread} = \beta_0 + \beta_1 K/D + \beta_2 B/M + \beta_3 \text{SIZE} + \varepsilon$$

که در آن Spread شکاف قیمتی نسبی، K/D بدهی کوتاه مدت به دارایی، B/M نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، SIZE اندازه شرکت و عرض از مبدا رابطه خطی تخمینی می باشد. نتایج حاصل از رگرسیون برای فرضیه ی فوق، در جدول شماره ۱ منعکس شده است.

جدول ۱: متغیر وابسته: شکاف قیمتی نسبی

نام متغیر	ضریب	آماره t	Sig	نتیجه
مقدار ثابت	-0/025	-0/838	0/000	-
بدهی کوتاه مدت به دارایی	0/396	6/686	0/409	عدم وجود رابطه
اندازه شرکت	6/997	3/632	/000	اثبات وجود رابطه
نسبت ارزش دفتری به بازار	1/610	/321	/748	عدم وجود رابطه
آماره F: 64/506 سطح معنی داری: /000 دورین واتسون: 1/625				
R: 0/156 R Square: 0/024				

با توجه به داده های جدول و از آنجایی که sig، بدهی کوتاه مدت بر داراییها بیشتر از ۰/۰۵ می باشد لذا بین بدهی کوتاه مدت به داراییها و شکاف قیمتی نسبی رابطه ای وجود ندارد. همچنین متغیر کنترلی نسبت ارزش دفتری به بازار با شکاف قیمتی نسبی رابطه معنادار ندارد ولی اندازه شرکت با شکاف قیمتی نسبی دارای رابطه معنادار است.

آزمون فرضیه دوم:

معادله رگرسیون این فرضیه به صورت زیر در می آید:

$$\text{Spread} = \beta_0 + \beta_1 B/D + \beta_2 B/M + \beta_3 \text{SIZE} + \varepsilon$$

که در آن Spread شکاف قیمتی نسبی، B/D بدهی بلند مدت به دارایی، B/M نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، SIZE اندازه شرکت و عرض از مبدا رابطه خطی تخمینی می باشد. نتایج حاصل از رگرسیون برای فرضیه فوق در جدول شماره ۲ منعکس شده است.

جدول ۲: متغیر وابسته: شکاف قیمتی نسبی

نام متغیر	ضریب	آماره t	Sig	نتیجه
مقدار ثابت	0/109	2/078	0/047	-
بدهی بلندمدت به دارایی	0/006	0/240	0/812	عدم وجود رابطه
اندازه شرکت	12/633	5/940	.000	اثبات وجود رابطه
نسبت ارزش دفتری به بازار	25/727	4/941	.000	اثبات وجود رابطه
آماره F: 25/174 سطح معنی داری: .000 دورین واتسون: 2/433				
R Square: 0/045 R Square: 0/002				

با توجه به داده های جدول و از آنجایی که sig، بدهی بلند مدت بر داراییها بیشتر از ۰/۰۵ می باشد لذا بین بدهی بلند مدت به داراییها و شکاف قیمتی نسبی رابطه ای وجود ندارد. ولی متغیرهای کنترلی نسبت ارزش دفتری به بازار و اندازه شرکت با شکاف قیمتی نسبی دارای رابطه معنادار هستند.

آزمون فرضیه سوم:

معادله رگرسیون این فرضیه به صورت زیر در می آید:

$$\text{Spread} = \beta_0 + \beta_1 \text{HS/D} + \beta_2 \text{B/M} + \beta_3 \text{SIZE} + \varepsilon$$

که در آن Spread شکاف قیمتی نسبی، HS/D حقوق صاحبان سهام به دارایی، B/M نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، SIZE اندازه شرکت و عرض از مبدا رابطه خطی تخمینی می باشد. نتایج حاصل از رگرسیون برای فرضیه فوق در جدول شماره ۳ منعکس شده است.

جدول ۳: متغیر وابسته: شکاف قیمتی نسبی

نام متغیر	ضریب	آماره t	Sig	نتیجه
مقدار ثابت	0/470	7/406	0/000	-
حقوق صاحبان سهام به دارایی	-0/003	-0/009	0/922	عدم وجود رابطه
اندازه شرکت	.352	32/727	.000	اثبات وجود رابطه
نسبت ارزش دفتری به بازار	-.452	-17/160	.000	اثبات وجود رابطه
آماره F: 83/134 سطح معنی داری: .000 دورین واتسون: 1/894				
R Square: 0/019 R Square: 0/000				



با توجه به داده های جدول و از آنجایی که sig ، حقوق صاحبان سهام به داراییها بیشتر از ۰/۰۵ می باشد لذا بین حقوق صاحبان سهام به داراییها و شکاف قیمتی نسبی رابطه ای وجود ندارد. ولی متغیرهای کنترلی نسبت ارزش دفتری به بازار و اندازه شرکت با شکاف قیمتی نسبی دارای رابطه معنادار هستند.

آزمون فرضیه چهارم:

معادله رگرسیون این فرضیه به صورت زیر در می آید:

$$TURN = \beta_0 + \beta_1 K/D + \beta_2 B/M + \beta_3 SIZE + \varepsilon$$

که در آن TURN تعداد دفعات گردش سهام ، K/D بدهی کوتاه مدت به دارایی، B/M نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، SIZE اندازه شرکت و عرض از مبدا رابطه خطی تخمینی می باشد. نتایج حاصل از رگرسیون برای فرضیه ی فوق، در جدول شماره ۴ منعکس شده است.

جدول ۴: متغیر وابسته: تعداد دفعات گردش سهام

نام متغیر	ضریب	آماره t	Sig	نتیجه
مقدار ثابت	0/365	7/970	0/000	-
بدهی کوتاه مدت به دارایی	-0/012	-0/328	0/746	عدم وجود رابطه
اندازه شرکت	5/361	32/800	.000	اثبات وجود رابطه
نسبت ارزش دفتری به بازار	-3/422	-14/724	.000	اثبات وجود رابطه
آماره F: 47/416 سطح معنی داری: .000 دورین واتسون: 1/598				
R Square: 0/062				

با توجه به داده های جدول و از آنجایی که sig بیشتر از ۰/۰۵ می باشد لذا بین بدهی کوتاه مدت به داراییها و تعداد دفعات گردش سهام رابطه ای وجود ندارد. ولی متغیرهای کنترلی نسبت ارزش دفتری به بازار و اندازه شرکت با تعداد دفعات گردش سهام دارای رابطه معنادار هستند.

آزمون فرضیه پنجم:

معادله رگرسیون این فرضیه به صورت زیر در می آید:

$$TURN = \beta_0 + \beta_1 B/D + \beta_2 B/M + \beta_3 SIZE + \varepsilon$$

که در آن TURN تعداد دفعات گردش سهام ، B/D بدهی بلند مدت به دارایی، B/M نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، SIZE اندازه شرکت و عرض از مبدا رابطه خطی تخمینی می باشد. نتایج حاصل از رگرسیون برای فرضیه فوق در جدول شماره ۵ منعکس شده است.



جدول ۵: متغیر وابسته: تعداد دفعات گردش سهام

نام متغیر	ضریب	آماره t	Sig	نتیجه
مقدار ثابت	0/117	2/917	0/000	-
بدهی بلندمدت به دارایی	0/002	0/072	0/943	عدم وجود رابطه
اندازه شرکت	11/633	5/403	.000	اثبات وجود رابطه
نسبت ارزش دفتری به بازار	15/727	4/415	.000	اثبات وجود رابطه
آماره F: 53/743 سطح معنی داری: .000 دوربین واتسون: 2/466				
R Square: 0/000 R: 0/014				

با توجه به داده های جدول و از آنجایی که sig بیشتر از ۰/۰۵ می باشد لذا بین بدهی بلند مدت به داراییها و تعداد دفعات گردش سهام رابطه ای وجود ندارد. ولی متغیرهای کنترلی نسبت ارزش دفتری به بازار و اندازه شرکت با تعداد دفعات گردش سهام دارای رابطه معنادار هستند.

آزمون فرضیه ششم:

معادله رگرسیون این فرضیه به صورت زیر در می آید:

$$\text{TURN} = \beta_0 + \beta_1 \text{HS/D} + \beta_2 \text{B/M} + \beta_3 \text{SIZE} + \varepsilon$$

که در آن TURN تعداد دفعات گردش سهام، HS/D حقوق صاحبان سهام به دارایی، B/M نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، SIZE اندازه شرکت و عرض از مبدا رابطه خطی تخمینی می باشد. نتایج حاصل از رگرسیون برای فرضیه فوق در جدول شماره ۳ منعکس شده است.

جدول ۶: متغیر وابسته: تعداد دفعات گردش سهام

نام متغیر	ضریب	آماره t	Sig	نتیجه
مقدار ثابت	0/466	9/574	0/000	-
حقوق صاحبان سهام به دارایی	-0/001	-0/021	0/984	عدم وجود رابطه
اندازه شرکت	.096	6/518	.000	اثبات وجود رابطه
نسبت ارزش دفتری به بازار	0/576	1/696	0/093	عدم وجود رابطه
آماره F: 83/134 سطح معنی داری: .000 دوربین واتسون: 1/893				
R Square: 0/000 R: 0/004				

با توجه به داده های جدول و از آنجایی که sig بیشتر از ۰/۰۵ می باشد لذا بین حقوق صاحبان سهام به داراییها و تعداد دفعات گردش سهام رابطه ای وجود ندارد. همچنین متغیر کنترلی نسبت ارزش دفتری به بازار با تعداد دفعات گردش سهام رابطه معنادار ندارد ولی اندازه شرکت با تعداد دفعات گردش سهام دارای رابطه معنادار است.

## نتیجه گیری و پیشنهادات

با توجه به رد هر شش فرضیه، می‌توان گفت که با اطمینان ۹۵ درصد ساختار سرمایه بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای تحقیق ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ تاثیر نداشته است. بنابراین نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش رسائیان و صلواتی و پژوهش مایرز و راجان (۱۹۹۸) و مورلک و اروان (۲۰۰۱) که بیانگر عدم وجود رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی است همخوانی دارد. همچنین با نتایج پژوهش ویلیامسون و الیور (۱۹۸۸)، شلیفر و همکاران (۱۹۹۲) و هریس و همکاران (۱۹۹۰) که بیانگر تاثیرات مثبت و وجود رابطه بین این دو متغیر است در تضاد است.

با توجه به رابطه منفی بین نقدشوندگی و ساختار سرمایه در سطح کل شرکتها و در اغلب صنایع مورد بررسی، به نظر می‌رسد شرکت‌های دارای داراییهای نقدینه بیشتر، شاید چنین داراییهایی را به عنوان منابع مالی برای سرمایه گذاری در فرصت‌های سرمایه گذاری آتی استفاده کنند و نیازی به تأمین مالی از طریق بدهیها نداشته باشند؛ بنابراین، پیشنهاد می‌شود استفاده کنندگان از اطلاعات مالی شرکتها و همچنین سازمان بورس اوراق بهادار، نسبت جاری بالای شرکتها را پیامی منفی تلقی نکنند و در این راستا دقت بیشتری کنند.

با توجه به این که مابقی معیارهای ساختار سرمایه مورد بررسی قرار نگرفته و اثر آنها بر نقدشوندگی سنجیده نشده است، می‌توان در پژوهش‌های آتی از این معیارها برای بررسی این رابطه استفاده کرد.

با توجه به اینکه شکاف قیمتی نسبی و تعداد دفعات گردش سهام از پرکاربردترین معیارهای نقدشوندگی است؛ لذا به بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد که راهکارهایی در شناساندن و بکارگیری آن توسط سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بورس انجام دهد.

می‌توان تاثیر ساختار سرمایه بر نقدشوندگی را در بازه زمانی

دیگر و در صنایع دیگر نیز مورد بررسی قرار داد.

## منابع

۱. ابرزی مهدی، صمدی سعید، صفری علی (۱۳۸۶). نقش گروههای مرجع در ترغیب افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۸، ۲۲-۱۴.
۲. احمدپور، احمد و امیر رسائیان (۱۳۸۵). بررسی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه. مازندران، سال ششم، شماره بیستم، ویژه اقتصاد، ۳۸-۱۳.
۳. اربابیان علی اکبر، مهدی صفری گرایلی (۱۳۸۸). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت، شماره ۳۳، ۱۷۵-۱۵۹.
۴. جهانخانی، علی و ناصر یزدانی (۱۳۷۴). بررسی تأثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکت‌ها بر میزان به کارگیری اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت، شماره ۱۸ و ۱۷، ۱۸۶-۱۶۹.
۵. صلواتی شاپور و رسائیان امیر (۱۳۸۶). در بررسی رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، مجله علمی پژوهشی نامه مفید (نامه اقتصادی)، انتشارات دانشگاه فردوسی مشهد، شماره ۱۳، ۱۶۳-۱۴۳.
۶. عزیزیان، افشین (۱۳۸۵). بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
۷. کاشانی پور، محمد و امیر رسائیان (۱۳۸۸). حاکمیت شرکتی و کنترل، مجله اقتصادی، شماره ۸۹، ۷۵.
۸. ملکی پور غربی، محمود (۱۳۷۵). بررسی تحلیل استفاده از اهرم مالی بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.
۹. نمازی، محمد و جلال شیرزاده (۱۳۸۳). بررسی رابطه ساختار

۱۸. Karadeniz, E. Kandır, S. Balcilar, M and Onal, Y. (۲۰۰۹) « Determinants of Capital Structure : Evidence from Turkish Lodging Companies» International Journal of Contemporary Hospitality Management , Vol. ۲۱ Issue ۵ , PP. ۶۰۹-۵۹۴.
۱۹. Lara, J. E ,and Mesquita, J. M. (۲۰۰۳), «Capital Structure and Profitability: The Brazilian Case», Academy of Business and Administration Sciences Conference, July, -۱۱
۲۰. Lester, M. A. (۲۰۰۰) , «Debt Structure, Agency Cost and Firm Size», Journal of Finance, ۵۴۳-۵۴۱, ۱.
۲۱. Liu , Weimin (۲۰۰۶) . A liquidity-augmented capital asset pricing model , Journal of financial Economics, ۶۷۱-۶۳۱ : ۸۲.
۲۲. Modigliani , F. and M. Miller (۱۹۵۸) The Cost Of Capital Corporation Finance , And The Theory Of Investment , American economics review ۲۹۷-۲۶۱ , (۳) ۴۸.
- ۲۳ Myers S .( ۱۹۸۶) The Capital Structure Puzzle . Journal of finance, ۵۹۲-۵۷۵ , ۲۵.
۲۴. Najjar, B . and Taylor P.(۲۰۰۸), “The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure”, Managerial Finance, Vol. ۱۲, pp. ۹۳۳-۹۱۹.
۲۵. Riahi-Belkaoui , Ahmad (۲۰۰۴) . «Measuring and Reportion of Intellectual Capital performance Analysis « . The journal of
- سرمایه با سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، ۹۴-۷۵.
۱۰. نووی، پی. ریموند (۱۳۷۳). مدیریت مالی، ترجمه علی جهانخانی و علی پاریسائیان، جلد ۱ و ۲، تهران: انتشارات سمت.
۱۱. Alderson, Michael J., and Brian L. Betker, (۱۹۹۵), «Liquidation Costs and Capital structure « , Journal of Financial Economics ۶۹-۳۹, ۴۵.
۱۲. Almeida, Heitor, and Murillo campello, (۲۰۰۴), «Financial Constraintts, Asset Tangibility, and corporate Investment» AFA ۲۰۰۵ Philadelphia meeting»
۱۳. Amihud, Y , Mendleson , H., (۱۹۸۶). «Asset pricing and the bid-ask spread». Journal of Financial Economics ۲۴۹-۱۷, ۲۲۳
۱۴. Antoniou, Antonios., Gunny, and Paudyal (۲۰۰۲) , «Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries», social scince research network, from : www.ssrn.com/abstract = ۲۸۵۰۰۱.
۱۵. Cooper, W.W. (۱۹۸۳), “ Kothler s dictionary for accountants ”, sixth editin.
۱۶. Douglas, V.S , «Capital structure and the control of management».
۱۷. Friend, I ., and Lang, H. P. (۱۹۸۸), «An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure», Journal of Finance ۸۱-۲۷۱, ۴۳.

پینوشت‌ها

۱ -Coper

۲ -Belkai

۳ -Net in come approach(N.I)

۴ -David Durand

۵ -Net operating in come approach(N.I)

۶ -Tradittionul Approach

۷ -Vanhorn

۸ - Modigliani and Miller

۹ -Bankruptcy costs

۱۰ -Agency costs

۱۱ -Information Asymmetry

۱۲ -The Static Trade-off theory

۱۳ -The pecking order Theory

۱۴ -Liquidity

۱۵ -weimin Liu

۱۶ -Fouse

۱۷ -Friend, I ., and Lang

۱۸ -Roden, & Lewellen

۱۹ - Lara, J. E ,and Mesquita

۲۰ - Sibilkov

۲۱ - Karadeniz et al

۲۲ - Najjar & Taylor

۲۳ - Antoniou et al

American Academy ۴۴۸-۴۳۹.

۲۶. Roden, D. M. , and Lewellen, W. G. (۱۹۹۵), « Corporate Capital Structure Decision : Evidence From Leveraged Buyouts» , Financial Management, ۸۷-۷۶ ,۲۴.

۲۷.Schlingeman,Fredrik P.,Rene M.Stulz,Ralph A. walking , (۲۰۰۲),»Divestitures and Liquidity of the market for corporate Asset»,Jurnal of Financial Economics,۱۴۴-۶۴,۱۱۷.

۲۸. Titman, S., M Grinblatt(۱۹۹۸) .Financial Markets and Corporate Strategy.McGraw-Hill,Inc.

۲۹. Valeriy Sibilkov (۲۰۰۹) Asset Liquidity and Capital Structure Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. ۴۴, No. ۵

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
 پرتال جامع علوم انسانی