

بررسی ارتباط بین معیارهای ساختار سرمایه و ویژگی های عملکردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمد حسن اردبیلی^۱

کیومرث بیگلر^۲

۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۸۳-۱۳۷۹ استفاده شده است.

نتایج تحقیق بیانگر تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد مالی شرکت است. اهمیت تأثیر ساختار سرمایه، از لحاظ ارتباط با عملکرد، به ترتیب به معیارهای ارزش تعدیل شده، ارزش بازار و ارزش دفتری تعلق دارد.



اهمیت تأثیر ساختار سرمایه، از لحاظ ارتباط با عملکرد، به معیارهای ارزش تعدیل شده، ارزش بازار و ارزش دفتری تعلق دارد

چکیده

راهکار تأمین مالی، یکی از اصلی ترین حوزه های تصمیم گیری مدیریت مالی شرکت ها در راستای افزایش ثروت سهامداران به شمار می رود. برای سنجش میزان دستیابی به این هدف، شاخص های عملکرد مورد ارزیابی قرار می گیرد. در این تحقیق، مسأله مورد بررسی این است که آیا ترکیب منابع مالی (ساختار سرمایه) در عملکرد

مالی و موفقیت شرکت برای ثروت

آفرینی تأثیر دارد؟ —ه منظور توانایی اندازه گیری تأثیر گزینش متغیرهای ساختار سرمایه در تفسیر عملکرد، از سه تعریف ساختار سرمایه در محدوده ارزش دفتری تا ارزش بازار استفاده شده است و برای نشان دادن عملکرد مالی، پنج گونه معیار در نظر گرفته شده است. در این بررسی از اطلاعات

واژه های کلیدی: ساختار سرمایه، عملکرد مالی، ارزش بازار، ارزش دفتری و ارزش تعدیل شده.

مقدمه

نظام اقتصادی کارا، نیازمند یک سامانه قابل اتکاء برای

و تأمین مالی است. اعتباردهندگان به منظور تصمیم‌گیری در مورد میزان و نرخ اعطای اعتبار به ارزیابی عملکرد می‌پردازند. سرمایه‌گذاران به منظور شناخت میزان موفقیت مدیریت در بکارگیری سرمایه آنها به بررسی عملکرد علاقه‌مندند.

کمک به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در جهت تشخیص چگونگی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌ها و انتخاب شاخص‌های مناسب و مؤثر برای ارزیابی و تجزیه و تحلیل وضعیت مالی شرکت‌ها از اهداف کلی این تحقیق است، تا از این طریق، درک و پیش‌بینی توانایی شرکت‌ها در ثروت‌آفرینی، برای افراد ذینفع آسان‌تر گردد.

پیشینه و ادبیات موضوع

معیارهای ساختار سرمایه

معیارهای متعددی برای ساختار سرمایه وجود دارند که عبارتند از: معیارهای مبتنی بر ارزش دفتری، معیارهای مبتنی بر ارزش بازار، و معیارهای مبتنی بر شبه ارزش بازار^۲. هنگام انتخاب یک معیار برای ساختار سرمایه باید توجه داشت که چارچوب نظری مربوط به ارتباط بین ساختار سرمایه و عملکرد، بر اساس ارزشهای بازار استوار است، ولی از آنجا که دستیابی به ارزش‌های بازار مشکل است، غالباً معیارهای ارزش دفتری استفاده شده است. راجان و زینگالس^۳ (۱۹۹۵) معیارهای ارزش دفتری و محتوای اطلاعاتی آنها را ارائه نمودند. آنها معتقدند که انتخاب معیار باید بر اساس هدف تحقیق، انجام شود. برای مثال نسبت کل بدهی به کل دارایی می‌تواند به عنوان شاخصی برای آنچه که برای سهامداران بعد از تسویه باقی می‌ماند، در نظر گرفته شود، ولی شاخص مناسبی در مورد ریسک عدم پرداخت بدهی در آینده نیست. همچنین، از آنجا که کل بدهی شامل اقلامی از ترازنامه، همچون حساب‌های پرداختی است که بیشتر به جای اهداف تأمین مالی به اهداف معاملاتی شرکت مربوط می‌شوند، ممکن است در میزان کاربری اهرم مالی مبالغه شود. به اعتقاد آنان در زمان محاسبه نسبت بدهی می‌توان از جمع مبلغ بدهی‌ها، حساب‌های پرداختی را کسر نمود. ولی همچنان نگران آن هستند که بدهی‌های

تخصیص منابع و رهبری بهینه کاربری زمین، نیروی انسانی و سرمایه می‌باشد. در اقتصاد بازار، فرآیند تخصیص دربرگیرنده مجموعه‌ای از تصمیمات خصوصی است که در شبکه بازارها و با بهره‌گیری از قیمت‌های انعطاف‌پذیر صورت می‌گیرد. در این شرایط، گزینش طرح‌های سرمایه‌گذاری هم در سطح شرکت (رشد، سودآوری و ادامه فعالیت) و هم در سطح ملی (بهره‌برداری بهینه و مؤثر از منابع) تأثیر تعیین‌کننده‌ای دارد. تصمیمات ضعیف سرمایه‌گذاری و تأمین مالی، بهره‌وری نیروی کار و مواد را کاهش می‌دهد.

بیان مسأله

رشد و ادامه فعالیت شرکت‌ها نیازمند منابع مالی است که تأمین این منابع معمولاً با محدودیت همراه است. بنابراین، برای تداوم فرایند جذب منابع، نحوه استفاده از آن باید به گونه‌ای باشد که موجبات ایجاد سهم مناسبی از ارزش برای تأمین‌کنندگان و استفاده‌کنندگان از منابع فراهم بیاورد.

آنچه که تأمین‌کنندگان مالی را تشویق می‌کند تا منابع خود را در فعالیت مشخصی بکار اندازند، عملکرد مطلوب آن فعالیت است که به دنبال آن، ارزش شرکت و در نتیجه ثروت سهامداران افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر، عملکرد مالی به عنوان مقیاس ایجاد ارزش تعریف می‌شود.

تأمین‌کنندگان منابع مالی، هر کدام با سطوح مختلفی از ریسک، منافع و کنترل در ارتباط هستند و به تبع آن بازده مورد توقع آنها نیز متفاوت خواهد بود. این امر، موجب تفاوت در هزینه تأمین مالی از منابع مختلف شده است. استفاده از بدهی باعث صرفه‌مالياتی می‌شود. ولی به دلیل پرداخت‌های سود در موعد مقرر، روشی پرریسک است. از طرف دیگر، استفاده بیش از حد از حقوق صاحبان سهام باعث افزایش مبلغ بازده مورد انتظار سهامداران شده، هزینه‌های تأمین مالی را افزایش می‌دهد. بنابراین ساختار سرمایه که به ترکیب منابع مالی اشاره دارد، در صورتی بهینه یا مطلوب خواهد بود که میانگین هزینه سرمایه شرکت را به حداقل برساند و به عملکرد مطلوبی منجر شود.

اهمیت و ضرورت تحقیق

اندازه‌گیری عملکرد، پایه تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری

استفاده بهینه از بدهی منجر می شود.

تئوری هزینه های نمایندگی^۸

هزینه نمایندگی، ناشی از جدایی مالکیت و کنترل و در نتیجه، تعامل منافع اقتصادی بین گروه های مختلف است. یکی از مواردی که بسین مدیران و سهامداران تعارض ایجاد می کند، وجود جریان های نقدی آزاد است. جنسن (۱۹۸۶) و ویلیامسون^۹ (۱۹۸۸) بدهی را به عنوان یک ابزار کنترلی برای اطمینان از پرداخت سود، توسط مدیران تعریف می کنند. بدین معنی که در شرکت هایی که جریان های نقدی و سودآوری بالایی دارند، افزایش بدهی می تواند به عنوان ابزاری برای محدود کردن اختیارات مدیریت عمل کند تا منابع شرکت به دلیل تعقیب اهداف شخصی توسط آنان، اتلاف نشود.

از موارد دیگری که تضاد ایجاد می کند، این است که مدیران ممکن است تمام منافع مربوط به فعالیت های خود را دریافت نکنند. این مورد، بیشتر مربوط به زمانی است که سهم مدیران در مالکیت شرکت کم باشد. هر چه سهم مدیران در سهام شرکت افزایش یابد، این ناکارایی کاهش می یابد. بنابراین، بهتر است با استفاده از افزایش بدهی به جای انتشار سهام، از کاهش سهم مدیران در حقوق مالکانه جلوگیری شود. (Huang, Song, 2005)

استالز^{۱۰} نیز همانند جنسن، پرداخت بدهی ها را باعث کاهش وجوه نقد در دسترس مدیران می داند. ولیکن از سوی دیگر، معتقد است که این کاهش، امکان سرمایه گذاری های سودآور را کاهش می دهد. بنابراین، شرکت هایی که بدهی کمتری دارند، فرصت های بیشتری برای سرمایه گذاری دارند و نسبت به شرکت های فعال در صنایع، دارای نقدینگی بالاتری هستند.

وجود تضاد منافع بین سهامداران و بستانکاران، پیامدهایی همچون افزایش نرخ هزینه بدهی از جانب بستانکاران، اضافه شدن هزینه نظارت (Jenson, 1976) و کاهش سرمایه گذاری (Myerse, 1984) را در پی دارد. و در نتیجه، این نوع تضاد منافع، بیانگر آن است که اهرم بالا، منجر به عملکرد ضعیف می شود.

دیگری وجود داشته باشد که به تأمین مالی مربوط نشود که بدهی های بازنشستگی و ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان از آن جمله اند. در نتیجه، راجان و زینگالس معتقدند که شاخص بهینه، نسبت کل بدهی به کل منابع است که در آن بدهی ها به هدف تأمین مالی مربوط می شوند و منابع جمع بدهی ها و حقوق صاحبان سهام می باشد. (Rajan, Zingales, 1995)

نظریات ارائه شده در مورد ساختار سرمایه

نظریات مختلف ساختار سرمایه با تئوری مشهور مادیلیانی و میلر^{۱۱} (MM) در سال ۱۹۵۸ آغاز شد که عبارت بود از این که هزینه سرمایه شرکت تحت شرایط خاص موجود در بازار کارا تغییر نمی یابد و مزایای استفاده از بدهی با کاهش در قیمت سهام شرکت جبران خواهد شد. قبل از تئوری MM دیدگاه سنتی حاکم بود که بر افزایش ارزش شرکت در اثر استفاده از اهرم مالی اعتقاد داشت. در این دیدگاه، ساختار سرمایه بهینه ای که هزینه سرمایه را حداقل نماید، وجود دارد.

MM در ۱۹۶۳ با کاربرد تأثیر مالیات، در نظریه خود تجدید نظر کردند و پیشنهاد کردند که شرکت ها برای بیشینه کردن ارزش، حداکثر استفاده را از بدهی بکنند تا از مزایای مالیاتی بیشتری بهره مند شوند. مدل های متکی بر تأثیر مالیات، توصیه می کند که شرکت های سودآور بدهی بیشتری داشته باشند. این شرکت ها نیاز بیشتری برای مدیریت مالیاتی در سود شرکت دارند. با افزایش بدهی، هزینه های بحران مالی احتمالی نسبت به مزایای مالیاتی بیشتر نمایان می شوند و باعث کاهش کاربری این مزایا می گردند. بدین ترتیب تئوری توازن ثابت یا پایدار برای تفسیر این وضعیت مطرح می شود.

تئوری توازن ثابت یا پایدار^{۱۲}

جنسن و مکلینگ^{۱۳} (۱۹۷۶) با ارائه این تئوری عنوان کردند که ساختار سرمایه شرکت از طریق موازنه بین مزیت های مالیاتی از یک طرف و هزینه های بحران مالی و ورشکستگی از طرف دیگر تعیین می شود. بنابراین، این دو عامل خنثی کننده یکدیگر (مزایا و مخارج ناشی از بدهی) به

به یک رابطه منفی بین سودآوری و اهرم می باشد. راجان و زینگالس نیز در سال ۱۹۸۸ این نظریه را تأیید کردند. برادلی^{۱۷} (۱۹۸۴) نشان داد که شرکت هایی که سود عملیاتی کمتری دارند، اهرم کمتری نیز دارند.

ژانگ و کای (۲۰۰۵) با آزمون این مفهوم به این نتیجه رسیدند که در شرکت هایی که نسبت های اهرمی بالاست، ارتباط معکوس بین تغییرات اهرم و بازده سهام شدیدتر است. (Cai and Zhang, 2005)

والد^{۱۸} (۱۹۹۹) معتقد بود که ارتباط سودآوری با نسبت های بدهی، مثبت و بسیار با اهمیت است. در مطالعه انجام شده توسط وی، سودآوری به صورت نسبت سود قبل از بهره و مالیات (EBIT)^{۱۹} به دارایی ها تعریف شده بود. (Huang, Song, 2005)

فرضیه های تحقیق

هدف از این تحقیق، بررسی این موضوع است که تعریف متغیرهای اصلی مربوط به ساختار سرمایه و عملکرد، چگونه نتایج تجربی را تحت تأثیر قرار می دهد. بدین ترتیب، فرضیه های تحقیق به شرح ذیل در نظر گرفته شد:

۱- بین ساختار سرمایه و بازده سرمایه گذاری (ROI)^{۲۰} رابطه معنی داری وجود دارد.

۲- بین ساختار سرمایه و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)^{۲۱} رابطه معنی داری وجود دارد.

۳- بین ساختار سرمایه و بازده سهم (RET)^{۲۲} رابطه معنی داری وجود دارد.

۴- بین ساختار سرمایه و نسبت سود قبل از کسر مالیات به فروش (EBT/S)^{۲۳} رابطه معنی داری وجود دارد.

۵- بین ساختار سرمایه و نسبت سود عملیاتی به فروش (OPR/S)^{۲۴} رابطه معنی داری وجود دارد.

روش تحقیق

از نظر دسته بندی تحقیقات بر حسب نحوه گردآوری داده ها، این پژوهش، توصیفی از نوع پیمایشی محسوب می گردد که به تشریح رابطه میان متغیرهای مالی و حسابداری شرکت های سهامی با استفاده از آزمون های ضریب همبستگی پیرسون و رگرسیون می پردازد. همچنین، روش شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی (با استفاده از

تئوری سلسله مراتب گزینه های تأمین مالی^{۲۵}

مدیران نسبت به سرمایه گذاران برون سازمانی در مورد عملیات شرکت اطلاعات بیشتری در اختیار دارند. مایرز و ماجلوف^{۲۶} (۱۹۸۴) معتقدند که این امر باعث می شود سرمایه گذاران، سهام شرکت را کمتر از واقع قیمت گذاری کنند. در چنین شرایطی که تقارن اطلاعاتی وجود دارد، شرکت ها تأمین مالی از محل منابع داخلی را نسبت به انتشار سهام ترجیح می دهند و در صورت عدم تکافوی منابع داخلی از استقراض استفاده خواهند کرد. از این رو، تقارن اطلاعاتی مبنایی برای طرح تئوری سلسله مراتب گزینه های تأمین مالی می باشد.

با فرض ثبات سطح ریسک و رشکستگی، شرکتی که با اطلاعات نامتقارن بیشتری مواجه است، انگیزه قویتری برای استفاده از بدهی دارد. اطلاعات نامتقارن، ساختار سرمایه را از طریق محدود نمودن دسترسی به تأمین مالی خارجی تحت تأثیر قرار می دهد.

دیمیتر و وجین^{۲۷} بر اساس عملکرد عملیاتی شرکت ها، یک فرضیه دیگری را مطرح کردند. آنها اظهار داشتند که اگر مدیران، اطلاعات خصوصی در مورد و تخم تر شدن عملکرد عملیاتی آتی شرکت داشته باشند، آنها سطح بدهی را افزایش خواهند داد تا در مقابل کاهش عایدات آتی آمادگی داشته باشند. بنابراین افزایش اهرم مالی یک علامت منفی و نشان دهنده عملکرد ضعیف آتی است. (Cai and Zhang, 2005).

راجان و زینگالس (۱۹۹۵) معتقدند، از آنجائی که به دلیل افشای بیشتر اطلاعات، مسائل مربوط به اطلاعات نامتقارن در شرکت های بزرگ، کمتر است، تمایل به تأمین مالی از طریق سهام در آنها بیشتر است و در نتیجه، اهرم پایین تری دارند. بعلاوه، شرکت های بزرگ به دلیل متنوع سازی^{۲۸} بیشتر، از جریان های نقدی پایدار بیشتری برخوردارند.

در خصوص نحوه تأثیرگذاری سودآوری بر اهرم مالی تناقض هایی وجود دارد. به طوری که، یافته های گزارش شده در تحقیقات وسلز و تیمن^{۲۹} (۱۹۸۸)، هریس و راویو^{۳۰} (۱۹۹۱) و راجان و زینگالس (۱۹۹۵) نتایج مایرز را مبنی بر کاهش سودآوری در اثر افزایش اهرم تأیید کرد. ولیکن جنسون (۱۹۸۶) برخلاف نظریه مایرز، یک رابطه مثبت بین اهرم مالی و سودآوری، به شرط وجود بازار کارا بر شرکت پیش بینی می کند و در صورتی که بازار غیر کارا باشد، معتقد

اطلاعات گذشته) می باشد.

جامعه آماری این تحقیق را کلیه شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران که دارای اطلاعات لازم جهت محاسبه متغیرهای تحقیق طی دوره مورد بررسی (۸۳-۱۳۷۹) بوده اند، تشکیل می دهند. از بین این جامعه آماری تعداد ۱۱۷ شرکت بر مبنای معیارهای زیر انتخاب گردید:

- ۱- اطلاعات کامل و تفصیلی صورت های مالی سالانه هر یک از شرکت ها ، همراه با قیمت بازار سهم در پایان سال مربوطه در تابو بورس تهران در دوره ۵ ساله مورد بررسی موجود باشد.
- ۲- وقفه ای فراتر از سه ماه در انجام معاملات سهم شرکت وجود نداشته باشد. به عبارت دیگر، نماد آنها برای مدت بیش از ۳ ماه متوالی در طی یکسال بسته نباشد.
- ۳- به شرکت های فعال در صنعت واسطه گری مالی تعلق نداشته باشند.
- ۴- جزء شرکت های زیان ده نباشند.

نحوه جمع آوری اطلاعات و داده ها

اطلاعات مورد نیاز بخش ادبیات تحقیق از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین و مقالات استخراج شده از اینترنت، گردآوری شده است (روش کتابخانه ای). داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه های تحقیق از طریق مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و استفاده از صورت های مالی سالانه و یادداشت های توضیحی شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، گزارشات بورس، آمار معاملات روزانه سهام و سایت های اینترنتی بورس برای دوره زمانی ۵ ساله (۸۳-۱۳۷۹) گردآوری و جهت محاسبه متغیرهای تحقیق در یک بانک اطلاعاتی ذخیره شده است (روش میدانی). همچنین از نرم افزارهای اطلاع رسانی سازمان بورس شامل نرم افزار تدبیر پرداز و ره آورد نیز برای تکمیل و کنترل اطلاعات استفاده شده است.

شیوه تجزیه و تحلیل داده ها

پس از جمع آوری اطلاعات و داده ها با ورود اطلاعات به Excel از توابع این نرم افزار برای محاسبه متغیرهای تحقیق استفاده شده است. سپس نتایج حاصل از اندازه گیری

متغیرها به منظور محاسبات آماری وارد نرم افزار SPSS شد و با استفاده از این نرم افزار، همبستگی متغیرهای وابسته و مستقل از طریق ضریب همبستگی پیرسون محاسبه گردید.

تفاوت موجود در بین متغیرهای در نظر گرفته شده برای ساختار سرمایه به چگونگی محاسبه حقوق صاحبان سرمایه مربوط می شود. در نسبت بدهی تعدیل شده، از میانگین قیمت پایان دوره سهام شرکتهای انتخابی و متوسط تعداد سهام این شرکتها در هر یک از دوره های مورد بررسی استفاده شده است. در مورد ارزش بازار ساختار سرمایه از قیمت بازار سهام و تعداد سهام منتشره در پایان دوره استفاده شده است.

برای آزمون فرضیه های تحقیق از ماتریس همبستگی بین معیارهای ساختار سرمایه و عملکرد استفاده و رابطه دو به دو مشخص گردید. همچنین، به منظور اثبات معنی دار بودن یا نبودن رابطه همبستگی بین متغیرها به جای استفاده از مقدار بحرانی جدول t-استیودنت، از سطح معنی داری^{۲۵} که نرم افزارهای آماری، در اختیار کاربر قرار می دهند، استفاده شده است. روش تحلیل بدین صورت است که اگر مقدار سطح معنی داری از ۰.۵٪ کمتر باشد، فرض صفر رد می شود. در فرض صفر این آزمون، چنین فرض می شود که میان دو متغیر هیچ گونه رابطه ای وجود ندارد.

نمایه شماره (۱) ماتریس همبستگی بین متغیرها را نشان می دهد. همان گونه که ملاحظه می شود، تقریباً همه ضرایب همبستگی (به استثنای دو مورد) در سطح یک درصد معنی دار است.

نمایه ۱: خلاصه نتایج همبستگی بین متغیرها

متغیرها	ROI _{it}	ROE _{it}	RET _{it}	EBITS _{it}	OPRS _{it}
BV _{it}	-۰/۳۲۹	۰/۱۸۴	۰/۰۴۲*	-۰/۲۵۲	-۰/۲۰۴
MV _{it}	-۰/۶۰۴	-۰/۳۷	-۰/۱۶۲	-۰/۵۳۶	-۰/۴۲۳**
AjMV _{it}	-۰/۶۹۵	-۰/۴۳۸	-۰/۱۰۵	-۰/۶۴۹	-۰/۵۲**

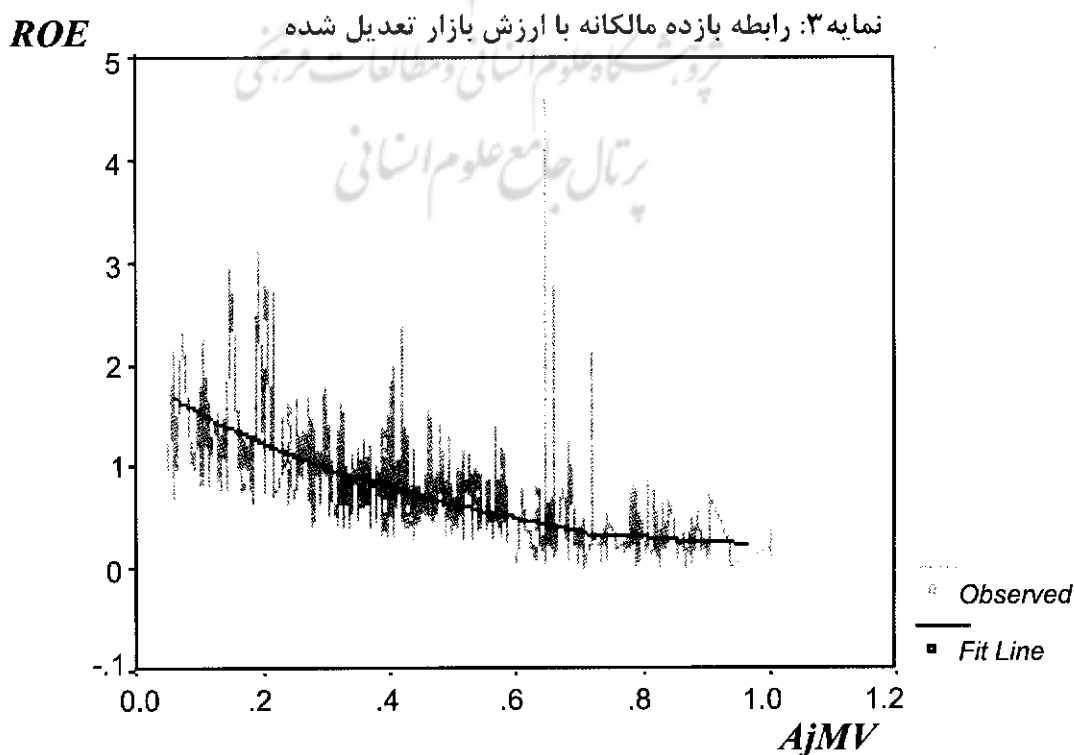
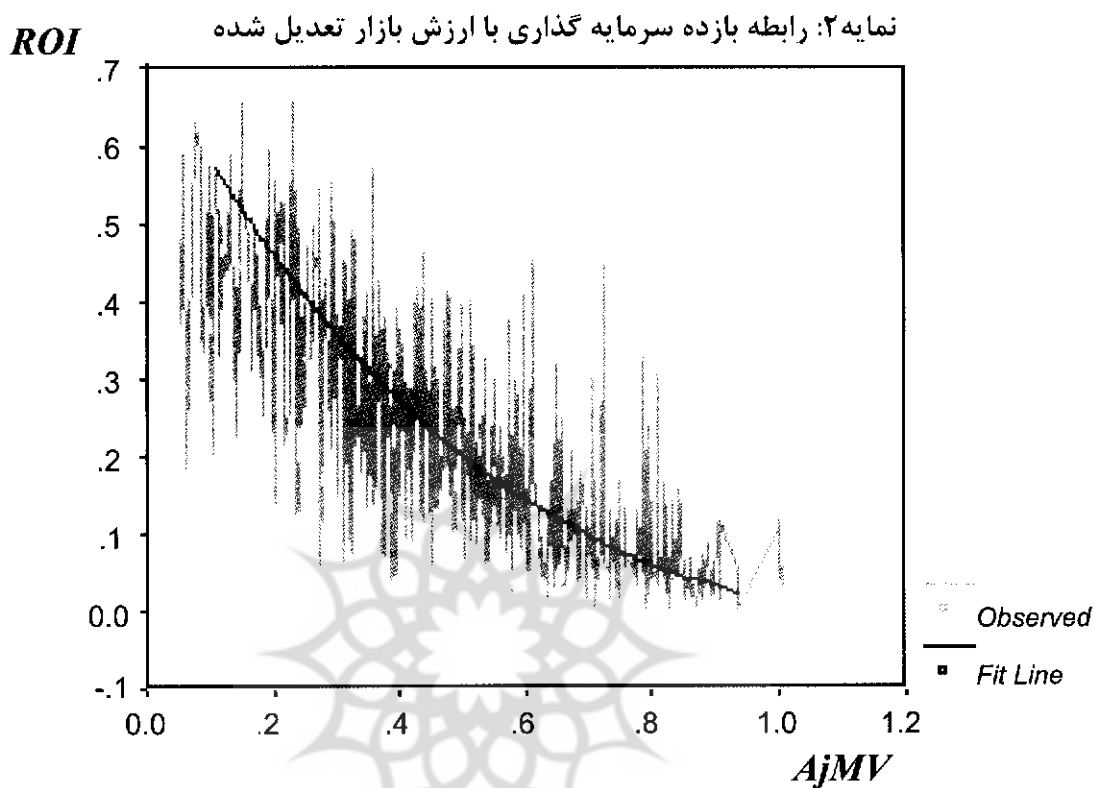
* همبستگی در سطح ۰.۰۵٪ معنی دار نمی باشد (سایر نتایج در این سطح معنی دار است).

طبق نتایج به دست آمده، معیارهای AjMV (ارزش بازار تعدیل شده)، MV (ارزش بازار) و BV (ارزش دفتری) مربوط

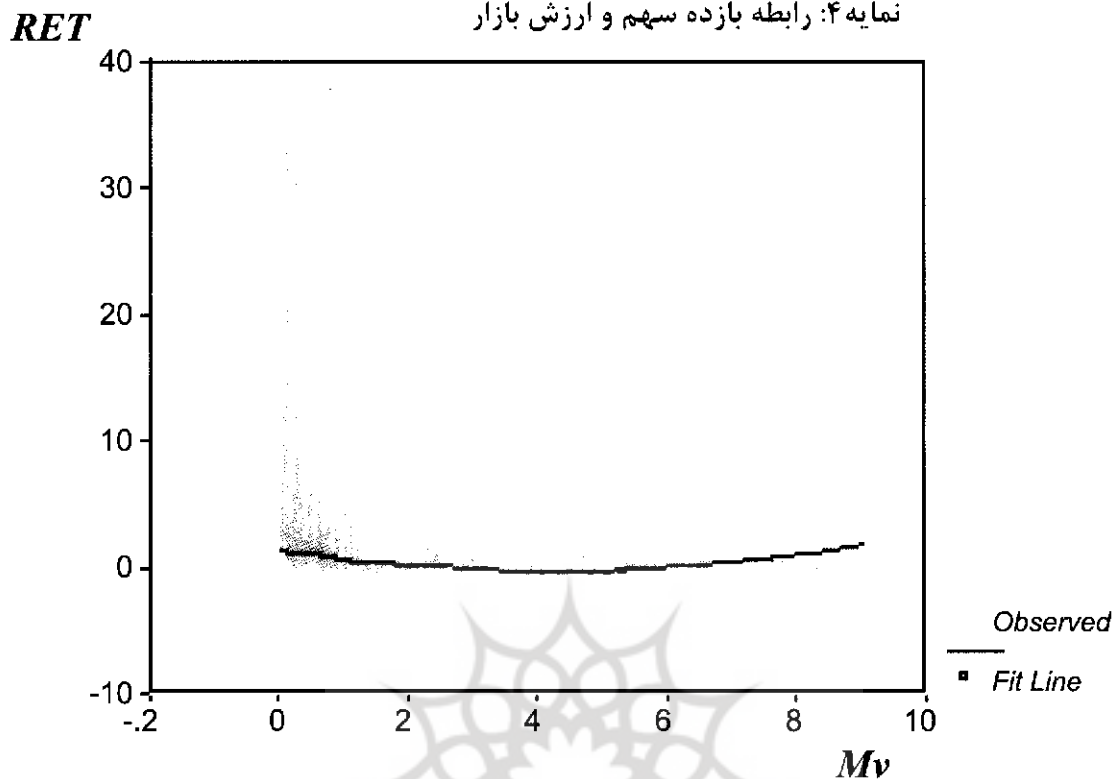
به ساختار سرمایه به ترتیب دارای بیشترین میزان همبستگی با معیارهای عملکرد مالی می باشند. یعنی:

$$r_{Pr,AjMV} > r_{Pr,MV} > r_{Pr,Bv}$$

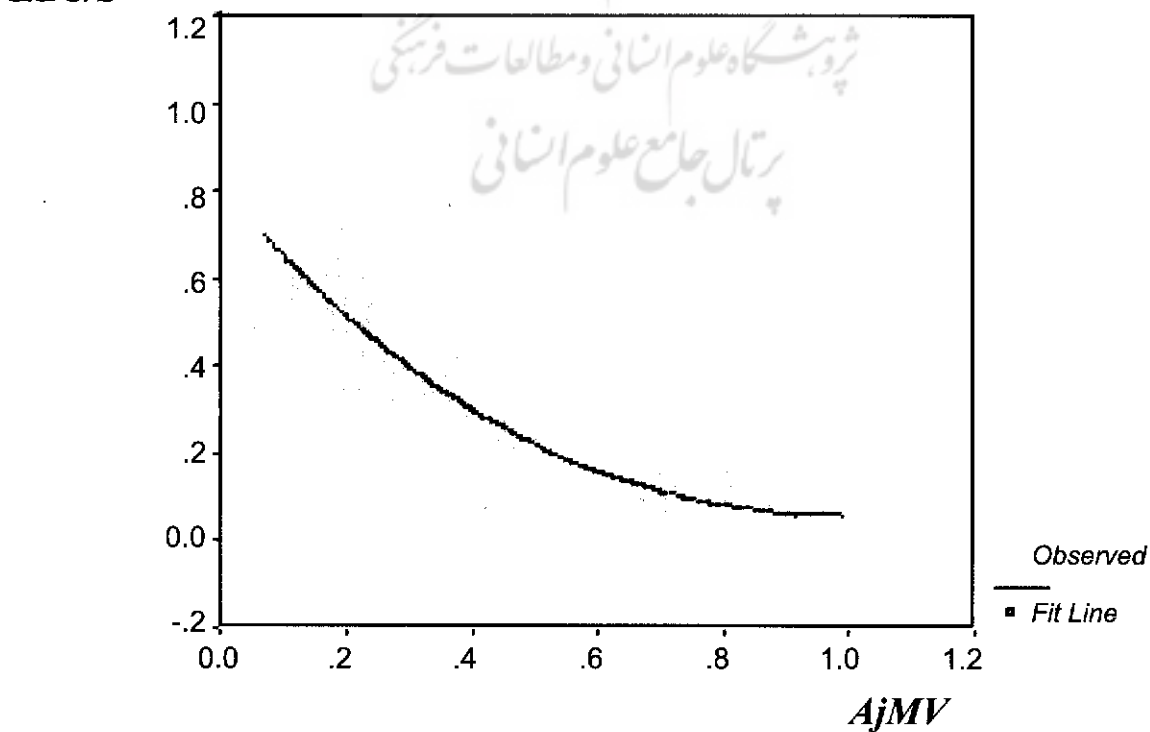
که در آن $Pr =$ عملکرد (Performance) است. نمودارهای مربوط به قوی ترین روابط موجود در مورد هر یک از معیارهای عملکرد به شرح ذیل است:



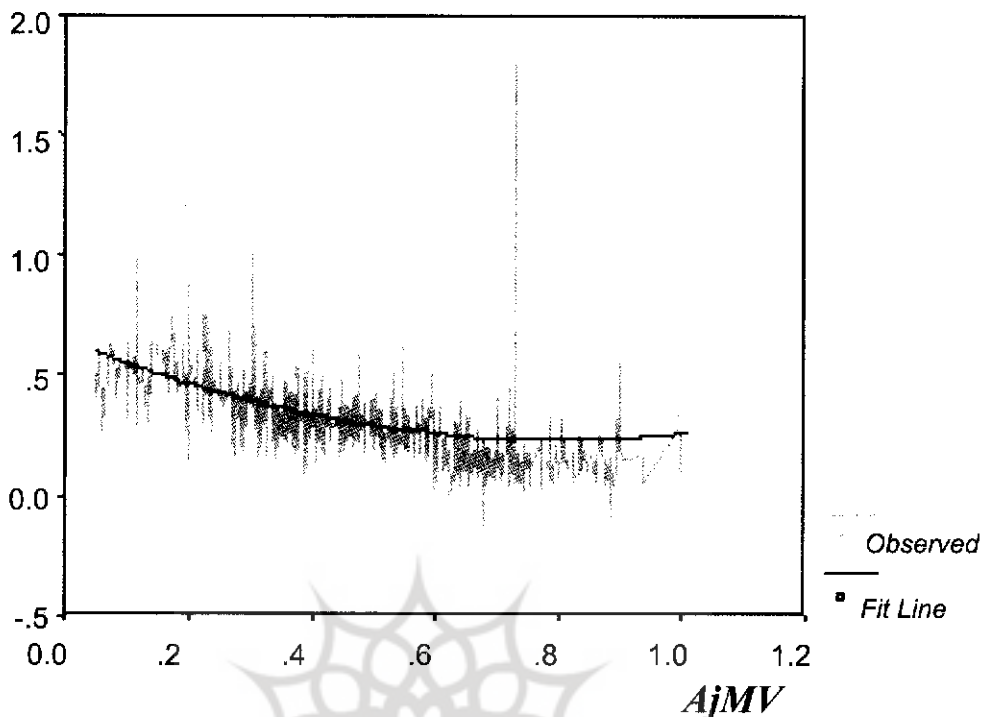
نمایه ۴: رابطه بازده سهم و ارزش بازار



نمایه ۵: رابطه نسبت سود قبل از مالیات به فروش با ارزش بازار تعدیل شده



نمایه ۶: رابطه نسبت سود عملیاتی به فروش با ارزش بازار تعدیل شده OPR/S



نتایج آزمون فرضیه ها

مورد سایر متغیرها در سطح ۹۹٪ دارای اعتبار می باشد. نتایج آزمون های ضریب همبستگی و رگرسیون نشان می دهد که به استثنای رابطه مربوط با بازده سهم (فرضیه سوم) که در آن همبستگی بازده سهم با ارزش بازار ساختار سرمایه نسبت به ارزش تعدیل شده ساختار سرمایه، از نظر آماری قوی تر است، در بقیه روابط مورد بررسی، ارزش تعدیل شده دارای قوی ترین رابطه با معیارهای عملکرد می باشد.

آزمون های ضریب همبستگی نشان دهنده آن بود که به غیر از رابطه ارزش دفتری ساختار سرمایه با بازده سهم که از لحاظ آماری در سطح ۹۵٪ معنی دار نبود، بقیه روابط آزمون شده، بین معیارهای سه گانه ساختار سرمایه و متغیرهای پنج گانه عملکرد، معنی دار می باشد و این معنی داری برای رابطه بین بازده سهم و ارزش بازار تعدیل شده، در سطح ۹۵٪ و در

نمایه ۷: نتایج آزمون فرضیه ها

فرضیه	رابطه ساختار سرمایه با ...	نتیجه	α	متغیرهای معنی دار (به ترتیب)
۱	ROI	تأیید	٪۵	$BV_{it}-3, MV_{it}-2, AjMV_{it}-1$
۲	ROE	تأیید	٪۵	$BV_{it}-3, MV_{it}-2, AjMV_{it}-1$
۳	بازده سهم	تأیید	٪۵	$AjMV_{it}-2, MV_{it}-1$
۴	نسبت سود قبل از کسر مالیات به فروش	تأیید	٪۵	$BV_{it}-3, MV_{it}-2, AjMV_{it}-1$
۵	نسبت سود عملیاتی به فروش	تأیید	٪۵	$BV_{it}-3, MV_{it}-2, AjMV_{it}-1$

کننده ارزش واقعی یک شرکت، ارزش بازار است. آنها معتقدند که ممکن است یک شرکت، ارزش ویژه منفی داشته باشد، در حالی که ارزش بازار آن مثبت باشد. این بدان علت است که ارزش دفتری منفی، زیان های قبلی را منعکس می کند، در حالی که ارزش بازار مثبت، بیانگر جریان های نقدی مورد انتظار آتی شرکت است.

نتایج به دست آمده از تجزیه و تحلیل اطلاعات در این تحقیق، حاکی از آن بود که معیارهای بر مبنای ارزش بازار ارزش تعدیل شده ساختار سرمایه نسبت به معیارهای بر مبنای ارزش دفتری، رابطه قوی تری را با عملکرد نشان می دهند. این موضوع بیانگر آن است که بایستی اهمیت و توجه بیشتری نسبت به استفاده از ارزش های بر مبنای بازار در ارزیابی های مربوط به ساختار سرمایه قائل شد.

جهت رابطه، نشان دهنده ارتباط معکوس بین معیارهای ساختار سرمایه و عملکرد است. این نتیجه، این گونه می تواند تفسیر شود که یک شرکت با نسبت های بدهی بالا، سودآوری کمتری دارد. همچنین، این نتیجه ممکن است به نسبت های بالای اهرمی کشف شده در شرکت های نمونه مربوط باشد. به عبارت دیگر، سطح بدهی فراتر از سطح بهینه است و نسبت به منافع ناشی از سپر مالیاتی، افزایش هزینه های بحران مالی با اهمیت تر بوده است. دلایل دیگری که می توان برای رابطه مشاهده شده ذکر نمود، عبارتند از: وجود تقارن اطلاعاتی بالا و هزینه نسبتاً زیاد سرمایه خارجی، بالا رفتن هزینه های بحران مالی نسبت به مزیت های مالیاتی، غیر کارا بودن بازار.

همچنین، میزان بدهی ها در نسبت بدهی به کار رفته برای آزمون روابط، عبارت از کل بدهی های موجود در ترازنامه است که شامل اقلامی همچون حساب های پرداختنی و بدهی های بازنشستگی می باشد که در محدوده اصلی اهداف تأمین مالی قرار نمی گیرد، لذا از اجزاء بدهی پایه به شمار نمی رود و از این رو، ممکن است باعث بیش از

رابطه کشف شده بین ساختار سرمایه و عملکرد با نظریه مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) همخوانی دارد که معتقد بودند، شرکت ها باید تأمین مالی داخلی را به تأمین مالی خارجی ترجیح دهند.

راجان و زینگالس (۱۹۹۵) به این نتیجه رسیدند که اگر در کوتاه مدت، سود سهام و سرمایه گذاری ها ثابت باشند و نیز تأمین مالی از طریق بدهی، روش غالب در تأمین مالی خارجی باشد، آنگاه تغییرات در عملکرد با تغییرات در اهرم، همبستگی منفی خواهد داشت.

بحث و نتیجه گیری

یکی از موضوعاتی که همواره در مطالعات ساختار سرمایه مورد بحث بوده است، تصمیم گیری در مورد انتخاب ارزش بازار یا ارزش دفتری بدهی و حقوق صاحبان سهام، به عنوان معیار صحیح اندازه گیری ساختار سرمایه بوده است.

آن عده که تمایل به استفاده از معیار ارزش دفتری دارند، دو استدلال محکم ارائه می کنند: اول آنکه، هزینه اصلی استقراض به هزینه مورد انتظار بحران مالی در زمان ورشکستگی مربوط می شود. در این شرایط، ارزش شرکت ورشکسته به ارزش دفتری نزدیک تر است. همچنین، بعد از ایجاد بدهی، تغییرات در ارزش بازار آن در منافع ناشی از سپر مالیاتی بهره، تأثیری نخواهد داشت. بنابراین، به اعتقاد آنان در زمان ورشکستگی، معیار صحیح برای بدهی ارزش دفتری است نه ارزش بازار.

دوم این که، مطالعات قبلی

نشان داده اند که مدیران بیشتر بر اساس ارزش های دفتری تصمیم می گیرند. برخلاف ارزش های بازار، میزان قابلیت دسترسی و قابلیت اتکاء ارزش های دفتری بیشتر و تغییرپذیری آنها کمتر است.

از طرف دیگر، آنهایی که ارزش بازار را بر ارزش دفتری ترجیح می دهند، استدلال می کنند که در نهایت، تعیین

معیارهای بر مبنای ارزش بازار و ارزش تعدیل شده ساختار سرمایه نسبت به معیارهای بر مبنای ارزش دفتری،

رابطه قوی تری را با عملکرد

نشان می دهند

- 20- Return On Investment
- 21- Return On Equity
- 22- Return
- 23- Earning Before Tax / Sale
- 24- Operational Profit / Sale
- 25- Significance Level

◀ منابع

Cai, Jie and Zhang, Zhe (2005), "Capital structure dynamics and stock returns" University of Iowa, Department of finance (January) WWW.FMA

Dimitrov V. and P. Jain(2003), "The information content of change in financial leverage" Working Paper, Georgetown University.

Huang, Guihai and Song, Frank.M (2005) "The determinants of capital structure". Evidence from China, 22(February), China Economic Review.pp8

Jensen, M. and Meckling, W. (1976) "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" Journal of Financial Economics 3.pp.305-360

Jensen, M.C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" American Economic Review 26(May).pp.323

Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958) "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". American Economic Review (June) pp261-297

Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions, When Firms Have Information That Investors Do Not Have" Journal of financial Economics 13.pp. 187-221

Rajan, R.G. and Zingales, L.(1995) "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data" Journal of Finance 50 (5). Pp.1421-1460

واقع نشان دادن معیار اهرم شده باشد.

عواملی که ممکن است در گرایش شرکت های ایرانی به سمت استفاده از بدهی تأثیر داشته باشد، عبارتند از ثابت بودن نرخ هزینه تأمین مالی با هر میزان بدهی و با هر درجه ای از ریسک و پائین تر بودن نرخ هزینه وام و تسهیلات دریافتی از سیستم بانکی از نرخ رایج بازار.

با توجه به رابطه مشاهده شده بین ساختار سرمایه و عملکرد، در مجموع می توان چنین نتیجه گیری نمود که شرکت هایی که از سودآوری و عملکرد بهتری برخوردار هستند، کمتر از بدهی استفاده می کنند و بالعکس. یافته های این تحقیق با نتایج مایرز، استالز، راجان و زینگالس همخوانی دارد.

با توجه به نتایج این تحقیق، پیشنهاد می شود تا مدیران در تصمیم گیری در مورد تأمین مالی، علاوه بر ارزش های دفتری، به ارزش های بازار نیز توجه داشته باشند و اطلاعات مربوط به این ارزش ها را در اختیار سرمایه گذاران و کارشناسان مالی قرار دهند تا آنها نیز بتوانند در ارزیابی های خود، برای انتخاب فرصت های مطلوب سرمایه گذاری از ارزش های بازار استفاده نمایند.



پی نوشت
۱- عضو هیئت علمی دانشگاه شهید بهشتی

۲- کارشناس ارشد حسابداری

- 3- Quasi-Market Value Measure
- 4- Rajan, R.G. and Zingales, L.
- 5- Miller and Modigliani
- 6- Static Trade - off Theory
- 7- Jensen, M. and Meckling, W.
- 8- Agency Costs Theory
- 9- Williamson
- 10- Stulz
- 11- Choice-Picking Order Theory of Financing
- 12- Myers, S. C. and Majluf, N. S.
- 13- Dimitrov and Jain,2003
- 14- Diversification
- 15- Titman, S. and Wessels, R.
- 16- Harris, M. and Raviv, A.
- 17- Bradley
- 18- Wald
- 19- Earning Before Interest and Tax