

بررسی رابطه تضاد منافع بین سهام داران و اعتباردهندگان با توزیع سود سهام و محدودیت در تامین مالی

علی ابراهیمی کردلر^۱

مهدی محمدآبادی^۲

رضا حصارزاده^۳

چکیده:

بنابر تئوری نمایندگی یک شرکت محلی است برای اجتماع ذی نفعان مختلفی که هر یک اطلاعات، بازده و مطلوبیت های خاص خود را دارند. این ذی نفعان برای حفاظت از منافع خویش و در راستای کنترل تضاد منافع دیگر گروه های ذینفع با خود، اقدام به انعقاد قراردادهایی با دیگر ذی نفعان می کنند. یک واحد تجاری را می توان مکان هندسی و نقطه تلاقی قراردادها دانست. اعتبار دهندگان و سهام داران دو گروه عمده از ذی نفعان هستند. تحقیق حاضر به بررسی تاثیر تضاد منافع آنان بر توزیع سود و محدودیت در تامین مالی می پردازد. این تحقیق در راستای اندازه گیری محدودیت در تامین مالی، اقدام به بومی کردن شاخص معرفی شده توسط واید و

۱. استادیار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

وو(۲۰۰۶) نموده است. برای آزمون فرضیه های تحقیق از داده های سال های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ شرکت های پذیرفته شده در بورس و ضرایب همبستگی استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که با افزایش تضاد منافع بین اعتباردهندگان و سهام داران، سود کمتری بین سهام داران توزیع می شود. از سوی دیگر یافته های تحقیق حاکی از آن هستند که افزایش تضاد منافع بین اعتباردهندگان و سهام داران نمی تواند باعث افزایش محدودیت در تامین مالی گردد.

واژگان کلیدی:

تضاد منافع، محدودیت در تامین مالی، تئوری نمایندگی، تقسیم سود، سهام داران، اعتباردهندگان

طبقه بندی موضوعی: G32, G35

مقدمه

ادبیات مرتبط با تضاد منافع در واحدهای تجاری در سال های اخیر توسعه زیادی یافته است. اغلب تحقیقاتی که در خصوص تضاد منافع بین ذی نفعان یک واحد تجاری انجام شده اند، روی دو حوزه جداگانه تمرکز دارند: تضاد منافع بین مالکان و مدیران و نیز تضاد منافع بین مالکان و دیگر ذی نفعان (Douglas 2004). تحقیقاتی که به بررسی دومین حوزه پیشگفته پرداخته اند، اغلب بدنبال راه هایی برای کاهش احتمال انتقال ثروت از اعتبار دهنده به سهامدار بوده اند (برای مثال ، Jensen, M. and W. Meckling. 1976, Townsend , 1979).

این تحقیقات به لحاظ نظری مبتنی بر تئوری نمایندگی هستند. منفعت شخصی یکی از مفروضاتی است که تئوری نمایندگی (تئوری قراردادهای) تا حد زیادی متکی بر آن است (Deegan 2006 ؛ Wolk, 2004). تئوری مزبور پیش بینی می کند که بین ذی نفعان

دخیل در یک واحد تجاری به سبب پیروی از منافع شخصی، تضاد منافع وجود دارد. مدیران، سهام داران، اعتباردهندگان، دولت و... از جمله این ذی نفعان به شمار می روند. برای مثال، بنابر تئوری نمایندگی همواره بین سهام داران و اعتباردهندگان نوعی تضاد منافع وجود دارد. این تضاد از آنجا سر چشمه می گیرد که اولاً هر یک از این ذی نفعان دارای مطلوبیت ها، اطلاعات و تعهدات متفاوتی با یکدیگر هستند (Watts, 2002) و ثانیاً در حالیکه اعتباردهندگان دارای حقوق ثابتی نسبت به خالص دارایی های واحد تجاری هستند، سهام داران حق نامحدودی نسبت به باقیمانده خالص داراییها دارند (Jensen, M. and W. Meckling 1976).

از تئوری قراردادهای کاراً^۵ چنین استنباط می شود که تمامی ذی نفعان یک شرکت به دنبال راهکارهایی هستند که تضاد منافع موجود را به حداقل برسانند (احمد وهمکاران، ۲۰۰۲). سیستم حسابداری و صورتهای مالی می تواند با توجه به نوع رابطه بین ذی نفعان برای اجرای راهکارهای مزبور مفید واقع گردد. به عنوان مثال برای کاهش تضاد منافع بین سهام داران و مدیران یک واحد تجاری از قراردادهای پاداش مبتنی بر ارقام حسابداری استفاده می شود. برای کاهش تضاد منافع سهام داران و اعتبار دهندگان نیز اغلب، قراردادهای بدهی که با توجه به خروجی های سیستم حسابداری و نسبت های مالی توزیع سود را محدود می سازند به کار گرفته می شود.

با توجه به محدود بودن مسئولیت سهام داران در برابر اعتباردهندگان، ممکن است آنان تمایل داشته باشند که با استفاده از منابع دریافتی از اعتبار دهندگان، شرکت را وارد پروژه های پر ریسک نمایند (Dongmei, 2006). این اقدامات می تواند به منافع اعتبار دهندگان آسیب جدی وارد کند. آگاهی اعتبار دهندگان از احتمال از بین رفتن ثروتشان سبب می گردد آنان

⁵ - Efficient Contracting Theory

تمایل کمتری به قرار دادن منابع مالی در اختیار واحد تجاری داشته باشند و بالتبع واحد تجاری با محدودیت در تامین مالی مواجه گردد (Ahmad 2002, Arya and Glover, 2003). با توجه به آنچه گفته شد، هدف این تحقیق از یکسو بررسی رابطه تضاد منافع اعتبار دهنندگان و سهام داران با توزیع سود، و از دیگر سو بررسی رابطه تضاد منافع اعتبار دهنندگان و سهام داران با محدودیت در تامین مالی می باشد. در ادامه، پس از مروری بر تحقیقات پیشین، فرضیه های تحقیق بیان می گردند. سپس روش تحقیق و یافته های تجربی آن ذکر می شود و در نهایت نتایج تحقیق ارائه می گردد.

پیشینه تحقیق

تضاد منافع بین سهام داران و اعتبار دهنندگان، توزیع سود سهام و محدودیت در تامین مالی هر یک به صورت جداگانه مورد بررسی تحقیقات قبلی قرار گرفته اند. تحقیق حاضر از نخستین پژوهش هایی است که به بررسی رابطه متقابل متغیرهای مورد اشاره می پردازد. در این بخش مرور مختصری از تحقیقات قبلی به عمل می آید.

چن و همکاران (Chen and Kacperczyk, and Molina, 2008) نشان دادند قدرتمند شدن ذی نفعانی که در واحد تجاری دارای منابع مالی نیستند، سبب کاهش هزینه تامین مالی از طریق بدهی می شود. آنها همچنین دریافتند که با افزایش تضاد منافع بین سهام داران و اعتبار دهنندگان، رابطه معکوس مزبور به لحاظ آماری قویتر می گردد. اندرسن و همکاران (Anderson, Mansi and Reeb, 2003) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت خانوادگی بر هزینه بدهی پرداختند. یافته های آنها حاکی از آن بود که ساختار مالکیت خانوادگی با کاستن از تضاد منافع میان سهام داران و اعتبار دهنندگان موجب کاهش هزینه بدهی می گردد. احمد و همکاران (۲۰۰۲) دریافتند که بین محافظه کاری اعمال شده در تهیه صورتهای مالی یک

شرکت و تضاد منافع موجود میان سهام داران و اعتباردهندگان آن رابطه معکوس وجود دارد. ویس وانس و ایسمن (Viswanath, and Eastman, 2003) نشان دادند که با بیشتر شدن نسبت بدهی و پیچیده تر شدن محیطی که شرکت در آن فعالیت می کند، تضاد منافع سهام داران و اعتباردهندگان بیشتر می شود. یافته های اسدورفر (Eisdorfer, 2007) حاکی از آن بود که تضاد منافع بین سهام داران و اعتبار دهندگان در شرکت هایی که در تنگنای مالی قرار دارند، شدیدتر است. محدودیت در تامین مالی از ویژگیهای بارز شرکت هایی است که در تنگنا قرار دارند و در گستره ای وسیع در ادبیات مالی مورد مطالعه قرار گرفته است (هوبارد، Hubbard, 1998) زیرا محدودیت در تامین مالی، شرکت را از سرمایه گذاری در پروژه هایی که خالص ارزش فعلی آنها مثبت است باز می دارد. بنابراین احتمال می رود شرکت قادر به بهبود وضعیت بازار سهام خویش و افزایش ثروت سهامدارانش نباشد. دونگ می (۲۰۰۶) نشان داد بازده سهام شرکت هایی که با محدودیت در تامین مالی مواجه اند ارتباط مستقیمی با مخارج تحقیق و توسعه آنها دارد. همچنین وی دریافت که ارتباط مستقیمی بین محدودیت در تامین مالی و بازده سهام شرکتهایی که منابع بیشتری را صرف تحقیق و توسعه می نمایند، وجود دارد. وردی (Verdi, 2006) نشان داد رابطه منفی بین کیفیت گزارشگری مالی و کم سرمایه گذاری در شرکت هایی که با محدودیت در تامین مالی روبه رو هستند، به لحاظ آماری قویتر از سایر شرکت ها است.

همانطور که پیش از این گفته شد، تحقیقات قبلی متغیرهای مورد بررسی در پژوهش حاضر را به صورت جداگانه مطالعه نموده اند. تحقیقات مزبور، اغلب، درصدد اندازه گیری تضاد منافع بین سهام داران و اعتباردهندگان و نیز محدودیت در تامین مالی، به عنوان متغیرهای تعدیل

⁶ - Financial distress

کننده^۷ یا مداخله گر^۸، بوده اند. در زمینه توزیع سود نیز در ادبیات حسابداری و مالی پژوهشهای زیادی انجام گرفته است. این پژوهشها بیشتر تاثیر تقسیم سود را بر قیمت سهام بررسی کرده اند (خوش طینت و حاجیان، ۱۳۸۷). به دلیل عدم وجود ارتباط معنایی بین محتوای تحقیقات پیشین و پژوهش حاضر و همچنین به دلیل انجام نشدن تحقیقات مربوط به موضوع در ایران، از بیان یافته های بیشتر صرفنظر می شود.

تبیین فرضیه های تحقیق

۱- تضاد منافع بین سهام داران و اعتباردهندگان و توزیع سود

بنابر تئوری نمایندگی، یک واحد تجاری مجموعه ای از قراردادهاست که بین گروههای ذینفع منعقد شده است (دیگان، ۲۰۰۶). این قراردادها حیطة و قلمرو واحد تجاری را تعیین می کنند. گروههای ذینفع از اینرو گرد هم می آیند و یک فعالیت اقتصادی را به صورت مشترک پی می گیرند که به خوبی دریافتند انجام دادن فعالیتهای اقتصادی به صورت مشترک هزینه های مبادلات را کاهش می دهد. آنها با کنار هم گذاشتن منابع مالی، مدیریت و مهارتهای خود و با اتکا بر هم افزایی این عوامل با هم، یک فعالیت اقتصادی را همنوا با هم و به صورت متمرکز دنبال می کنند. روابط بین ذی نفعان بر اساس قراردادهای نوشته و نانوشته شکل می گیرد. این قراردادها از این جهت بین ذی نفعان منعقد می شود که اطمینان حاصل گردد یک گروه به دنبال صدمه رساندن به منافع سایر گروهها نیست. در واقع هر ذینفعی می داند که خود و سایر گروههای ذینفع در واحد تجاری، بدنبال منافع شخصی خویش هستند، پس سعی می کند با انعقاد قراردادهایی با دیگر گروهها، منافع خویش را با منافع آنها همسو ساخته و اطمینان حاصل نماید منفعت طلبی دیگران منافع او را تحت الشعاع قرار نخواهد داد (Deegan, 2006).

⁷ - Moderating variables

⁸ - Intervening variables

واتز (Watts,2002) بیان می دارد این قراردادها ابزاری هستند برای روبرو شدن با مسایل و خطرات اخلاقی ناشی از حضور و مشارکت ذی نفعان مختلف در واحد تجاری، ذی نفعانی که هر یک، اطلاعات، بازده، مطلوبیتهای و تعهدات متفاوتی با سایرین دارند. از جمله این قراردادها که داده های حسابداری را مورد استفاده قرار می دهند، می توان به قراردادهای پاداش مدیران، قراردادهای بدهی و قراردادهای کاری با کارکنان اشاره کرد.

قراردادهای بدهی با این هدف منعقد می شوند که اطمینان حاصل گردد توزیع منابع بین مالکان، پس از نگاه داشتن منابعی برای اعاده حقوق سایر گروههای ذینفع انجام خواهد شد(واتز،۱۹۹۳). از نظر جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) نیز وجود این قراردادها ضروری است. زیرا بین دو گروه از ذی نفعان بر سر توزیع سود و خالص داراییها تضاد منافع وجود دارد. یکی از این گروهها (اعتبار دهندگان) دارای ادعای ثابتی نسبت به خالص داراییهاست و دیگری (سهام داران) نسبت به باقیمانده داراییها ذیحق است. روی و ماهاجان (Roy and Mahajan,2003) نیز با اشاره به وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین اعتبار دهندگان و سهام داران بر ضرورت وجود اینگونه قراردادها تاکید می کنند.

زمانی که واحد تجاری با کمبود منابع یا با مشکلات نقدینگی روبروست و منابع مالی محدود و دور از دسترس هستند، بانکها و موسسات مالی و اعتباری در موقعیتی قرار می گیرند که می توانند ارزشها و اولویتهای واحد تجاری را از طریق قراردادهای بدهی به شدت تحت تاثیر قرار دهند (Shleifer and vishny,1997). به دیگر سخن با حضور اعتبار دهندگان در واحد تجاری، به تدریج تمایلات و خواسته های آنها در واحد تجاری تبلور می یابد و بیشتر احتمال می رود شرکت بدنبال حفظ منافع اعتبار دهندگان باشد. ریسک گریزی، تاکید فزاینده بر جریانات نقدی و حفظ حیات شرکت از جمله اولویتهای اعتباردهندگان هستند (Thomsen,2004).

کاهش توزیع سود، به ویژه در صورت وجود تضاد منافع زیاد بین اعتبار دهندگان و سهام داران، از جمله راهکارهایی است که برای حفاظت از منافع اعتبار دهندگان در پیش گرفته می شود. در اینگونه حالات اغلب، توزیع سود محدود به عایدات کسب شده پس از اعطای وام به شرکت می شود (Begley, 1994). با توجه به آنچه بیان شد اولین فرضیه تحقیق اینگونه بیان می شود:

فرضیه اول: با افزایش تضاد منافع بین سهام داران و اعتبار دهندگان، سود کمتری بین سهام داران توزیع می شود.

۲- تضاد منافع بین سهام داران و اعتبار دهندگان و محدودیت در تامین مالی

برای اعتبار دهندگان موضوع مهم در خصوص اعطای وام و اعتبار، توان گیرنده برای بازپرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات دریافتی می باشد. در کشورهای غربی نظیر آمریکا اعتبار دهندگان جهت ارزیابی توان بازپرداخت اصل و بهره وام به صورتهای مالی شرکت ها اتکا می کنند (پورحیدری و همتی، ۱۳۸۳). آنان با استفاده از این صورتهای مالی به ارزیابی ریسک اعطای اعتبار به یک شرکت می پردازند. ریسک از نظر آنان عبارتست از میزان احتمال انتقال یکسویه ثروتشان به دیگر ذی نفعان شرکت. با افزایش احتمال انتقال ثروت از اعتبار دهنده به سهامدار (ریسک)، تضاد منافع بین آنان نیز افزایش می یابد (Parrino and Weisbach, 1999). از اینرو به صورت منطقی انتظار می رود شرکتهایی که تضاد منافع بیشتری بین سهام داران و اعتبار دهندگان آنها وجود دارد از جانب اعتبار دهندگان برای تامین مالی با محدودیت بیشتری مواجه شوند. در عمل این دسته از شرکتهای مجبور به تامین مالی با نرخهای بالاتر می شوند (احمد و همکاران، ۲۰۰۲).

ممکن است این پیش بینی در محیط تجاری ایران مصداق نداشته باشد. نبود بازار فعال برای اوراق بهادار بدهی می تواند از دلایل این امر به شمار رود. برای انتشار اوراق مشارکت توسط

شرکت‌ها تمهیداتی اندیشیده شده است. با این حال واحدهای تجاری به سبب محدودیت‌های قانونی که در تعیین نرخ سود اوراق مزبور وجود دارد، استقبال چندانی از انتشار اینگونه اوراق به عمل نیاورده‌اند. در نتیجه کماکان شرکت‌های ایرانی بر اعتبارات دریافتی از بانک‌ها و موسسات مالی و اعتباری اتکا می‌کنند. بخش اعظم بانک‌های کشور دولتی هستند و سیاست‌های اعطای اعتبار آنها توسط دولت تعیین می‌گردد. این بانک‌ها به صورت‌های مالی و وضعیت سودآوری شرکت به عنوان ملاک اعطای وام نمی‌نگرند (پورحیدری و همتی، ۱۳۸۳). از اینرو می‌توان پیش‌بینی کرد در عمل اعطای اعتبارات به واحدهای تجاری ارتباطی به میزان تضاد منافع اعتباردهندگان با سهام‌داران نداشته باشد. فرضیه دوم این تحقیق برای آزمون این پیش‌بینی و فراهم آوردن شواهدی تجربی در مورد آن تبیین گردیده است. با توجه به آنچه در بالا بیان شد این تحقیق پیش‌بینی می‌کند:

فرضیه دوم: تضاد منافع اعتباردهندگان و سهام‌داران، رابطه‌ای با محدودیت در تامین مالی

ندارد.

روش تحقیق

جامعه و نمونه آماری

این تحقیق از نوع تحقیقات تجربی است و نوعی تحقیق توصیفی-همبستگی محسوب می‌گردد. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشند. برای انتخاب نمونه تحقیق به روش غربال‌گری اعضای از جامعه انتخاب شدند که دارای شرایط زیر باشند:

۱) حداقل از ابتدای سال ۱۳۷۹ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۸۵ در آن حضور داشته باشند. لازم الاجرا شدن استانداردهای حسابداری از سال ۱۳۷۸ به بعد، دلیل انتخاب سال ۱۳۷۹ به عنوان مبدا زمانی بازه مورد بررسی است.

۲) برای رعایت قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۳) طی سال های ۷۹ تا ۸۵ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد.

۴) جزء بانک ها و موسسات مالی نباشند. زیرا رویه های خاص حاکم بر حسابداری و گزارشگری مالی این نهادها می تواند اقلام تعهدی و جریانهای نقدی آنها را به صورت معنی داری متفاوت از سایر واحدهای تجاری نماید.

۵) اطلاعات آنها در دسترس باشد و وقفه معاملاتی بیش از شش ماه در دوره زمانی یاد شده نداشته باشند.

با مد نظر قرار دادن محدودیت های فوق تعداد ۱۱۷ شرکت نمونه آماری این تحقیق را تشکیل می دهند. داده های تحقیق حاضر از لوح های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاههای مرتبط و نیز از نرم افزار رهاورد نوین استخراج شده اند. تحلیل و پردازش داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار آماری SPSS صورت گرفته است.

مدل تحقیق

۱- تضاد منافع بین اعتباردهندگان و سهام داران

چن و همکاران (۲۰۰۸) برای اندازه گیری شدت تضاد منافع بین اعتباردهندگان و سهام داران سه عامل را در نظر می گیرند: میزان اعمال اختیار مدیران در رابطه با انجام سرمایه گذاریها، موقعیت هایی که احتمال انتقال ثروت از اعتبار دهنده به سهامدار بیشتر می شود و

وضعیت مالی شرکت. آنان برای کمی کردن میزان تضاد منافع از نسبت داراییهای نامشهود به کل داراییها، نسبت ارزش بازار خالص داراییها به ارزش دفتری آنها و نسبت بدهی استفاده می کنند. این در حالی است که احمد و همکاران (۲۰۰۲) با کمک شاخص های دیگری به اندازه گیری تضاد منافع بین اعتبار دهندگان و سهام داران می پردازند.

این تحقیق برای اندازه گیری تضاد منافع از روش احمد و همکاران (۲۰۰۲) استفاده می کند. اولین شاخص برای اندازه گیری تضاد منافع، میزان ابهامی است که واحد تجاری در انجام عملیات با آن مواجه است. منظور از ابهام در انجام عملیات، رخداد نوسان در میزان تقاضا یا تغییرات عمده قیمت های فروش و یا دیگر تغییرات ناگهانی است. با افزایش سطح ابهام عملیاتی، احتمال اینکه سود و خالص داراییهای واحد تجاری دچار تغییرات شدید مثبت یا منفی شود، افزایش می یابد. هنگامی که سود و خالص داراییها در اثر نوسانات رخ داده در محیط عملیاتی، افزایش های ناگهانی را تجربه می کنند، احتمال بیش توزیع سود بین سهام داران نیز افزایش می یابد و بدین ترتیب ممکن است منابع کافی برای بازپرداخت بدهیها در واحد تجاری باقی نماند. بنابراین با افزایش سطح ابهام در عملیات، احتمال بیش توزیع سود و بالتبع تضاد منافع بین سهام داران و اعتبار دهندگان افزایش می یابد (احمد و همکاران، ۲۰۰۲). در این تحقیق انحراف معیار سود خالص طی سه سال به عنوان معیاری برای ابهام در عملیات مورد استفاده قرار گرفت. به دلیل تقسیم سود خالص بر جمع داراییها، در ادامه متن از عنوان انحراف معیار بازده داراییها استفاده شده است.

از دیگر شاخصه هایی که حاکی از تضاد منافع اعتباردهندگان و سهام داران است می توان به نسبت بدهی و نسبت داراییهای ثابت مشهود به کل داراییها اشاره کرد. افزایش نسبت بدهیها به داراییها تضاد منافع اعتباردهندگان با سهام داران را افزایش می دهد (احمد و همکاران، ۲۰۰۲).

زیرا با انجام استقراض جدید و افزایش سطح بدهیهای واحد تجاری، اعتباردهندگان با احتمال بیشتری در وصول مطالبات خود با مشکل مواجه خواهند شد. افزایش سطح بدهیها از یک سو نشانگر ضعف و وخامت وضعیت مالی است و از دیگر سو سبب خروج منابع مالی بیشتری برای پرداخت بهره وامهای دریافتی می گردد. بدین ترتیب احتمال می رود منابع کافی برای بازپرداخت مطالبات اعتباردهندگان در واحد تجاری باقی نماند.

سود سهام اغلب به صورت نقد یا از محل دیگر دارایی هایی که نقدینگی بالایی دارند پرداخت می شود. نقد کردن دارایی های ثابت مشهود برای پرداخت سود سهام دشوار بوده و در عمل پرداخت سود سهام با نقد کردن اینگونه دارایی ها انجام نمی شود. بدین ترتیب می توان گفت این دارایی ها، نوعی تضمین برای ایفای تعهدات واحد تجاری هستند. بالا بودن نسبت داراییهای ثابت به معنای وجود منابع کافی برای باز پرداخت بدهیهاست و سبب کاهش تضاد منافع اعتباردهندگان و سهام داران می شود (احمد و همکاران، ۲۰۰۲). با توجه به این توضیحات و با جمع معیارهای پیشگفته، میزان تضاد منافع در تحقیق حاضر اینگونه اندازه گیری می شود:

$$CONF_{it} = STDROA_{it} + LEV_{it} + (1/INTENS_{it}) \quad (1)$$

STDROA: انحراف معیار بازده داراییها که برای سه دوره مالی محاسبه می شود

LEV: نسبت بدهیها به جمع داراییها

INTENS: نسبت داراییهای ثابت مشهود به کل داراییها

۲- محدودیت در تامین مالی

وایتند و وو (۲۰۰۶) با بسط مطالعه کاپلان و زینگالاس (۱۹۹۷) شاخصی ارائه نموده اند که بر اساس آن می توان شرکت هایی را که در تامین مالی محدودیت دارند، شناسایی نمود (جهانخانی

و کنعانی، ۱۳۸۵). با توجه به نیاز این تحقیق به استفاده از شاخصی برای تمیز شرکت های محدود در تامین مالی از شاخص وایتد و وو (Whited and Wu, 2006, WW) استفاده شده است. پایین بودن جریانهای نقدی عملیاتی موجب می گردد تا اعتباردهندگان در مورد دریافت مبالغ اصل و بهره اعتبارات خود احساس نگرانی نمایند. همچنین عدم پرداخت یا کاهش در مبالغ سود تقسیمی، به اعتباردهنده علائمی منفی را در مورد وضعیت نقدینگی شرکت مخابره می کند (وانگ، ۲۰۰۷). رشد فروش کمتر و همچنین بالا بودن نسبت بدهی شرکت از جمله عواملی است که موجب بالا رفتن ریسک عدم توانایی ایفای تعهدات می گردد (وایتد و وو، ۲۰۰۶). بنابراین شرکت هایی که از یک سو دارای جریان های نقدی عملیاتی، سود تقسیمی، اندازه و رشد فروش کمتراند و از سوی دیگر دارای نسبت بدهی بزرگتر می باشند، بالاترین مقدار WW و در نتیجه بیشترین محدودیت در تامین مالی را دارند (دونگ می، ۲۰۰۶).

با توجه به تفاوت شرایط اقتصادی و تجاری کشورمان با کشورهای غربی امکان استفاده از ضرایب حاصل در مطالعات پیشگفته وجود نداشته و از اینرو با استفاده از معیارهای محدودیت در تامین مالی، این شاخص بومی گردید.

برای بومی کردن این شاخص در ابتدا مشاهدات بر اساس هر یک از معیارهای پیشگفته و بر حسب نوع رابطه (مستقیم یا معکوس) با محدودیت در تامین مالی مرتب و از یک تا ده کد گذاری شدند. برای مثال، نسبت بدهی با محدودیت در تامین مالی رابطه مستقیم دارد. بنابراین به مشاهداتی که در دهک اول توزیع نسبت بدهی قرار گرفتند کد ۱ و به دیگر مشاهدات، به همین ترتیب، اعداد ۲ تا ۱۰ اختصاص داده شد. در گام بعدی کدهایی که هر یک از مشاهدات در معیارهای پنجگانه به خود اختصاص داده بود، با هم جمع گردید. سپس رگرسیون حاصل جمع کدها نسبت به مقادیر واقعی هر یک از معیارهای پنجگانه برقرار و معادله شاخص WW حاصل

گردید. نتایج حاصل از این رگرسیون نشان داد علی رغم بالا بودن سطح معناداری مدل ($F=48$)، متغیر رشد فروش، دارای ضریب معناداری نمی باشد. بنابراین با حذف این متغیر از شاخص، با برآزش رگرسیون در دومین بار شاخص WW بومی حاصل گردید. جزئیات آماره های مربوط به بومی نمودن این شاخص در نگاره ۱، ارائه شده است.

$$WW_{IR} = 80/04 - 5/182CFO - 0/106Div + 5/112Lev - 0/662LogTA \quad (2)$$

CFO جریان نقد حاصل از عملیات که بر جمع داراییها در انتهای دوره تقسیم شده است

Div سود سهام پرداختی که بر جمع داراییها در انتهای دوره تقسیم شده است

Lev نسبت بدهی

LogTA لگاریتم ارزش دفتری داراییها در پایان دوره

جدول ۱: آماره های شاخص WW

LogTA	Lev	Div	CFO	مقدار ثابت	مقادیر ثابت و ضرائب
0/000	0/000	0/000	0/006	0/000	سطح معناداری
-11/080	8/044	-5/744	-2/742	16/655	آماره t
P-Value		F	R ² -adj	R	آماره های مدل :
0/000		58/385	0/242	0/496	

یافته های تحقیق

پس از گردآوری داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیات تحقیق، آماره های توصیفی هر یک از آنها محاسبه گردید. این آماره ها شامل میانگین و میانه و انحراف معیار می باشند که مقادیر عددی آنها در نگاره ۲ ارایه شده است. در این تحقیق برای آزمون فرضیه ها از ضرایب همبستگی استفاده شده است. از آنجا که ضریب همبستگی اسپیرمن و پیرسون به ترتیب برای داده های غیر نرمال و نرمال مورد استفاده قرار می گیرند (مومنی و قیومی، ۱۳۸۶)، لازم بود در ابتدا تعیین شود که متغیرهای مورد بررسی دارای توزیع نرمال هستند یا خیر؟

برای پاسخ به این پرسش از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف استفاده شده است. این آزمون جهت بررسی ادعای مطرح در مورد توزیع داده های یک متغیر کمی مورد استفاده قرار می گیرد (مومنی و قیومی، ۱۳۸۶). دو ستون آخر نگاره ۲ آماره این آزمون همراه با سطح معنی داری آن را نشان می دهند. سطح معنی داری پایین تر از $0/05$ حاکی از آن است که توزیع متغیر مورد بررسی نرمال نیست (فرضیه صفر آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر رد می شود). با توجه به آنکه متغیرهای مورد بررسی دارای توزیع نرمال نبودند برای آزمون فرضیه های تحقیق از ضریب همبستگی اسپیرمن استفاده گردید.

جدول ۲: آماره های توصیفی متغیرهای مورد بررسی و نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیرها

متغیرها	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار	آماره K-S	سطح معنی داری
تضاد منافع اعتباردهندگان و سهام داران	CONF	۶۱/۱۱۸	۴/۶۱۲	۵۹۲/۳۹۸	۱۱/۹۵۶	۰/۰۰۰
میزان توزیع سود بین سهام داران	DIV	۰/۰۶۹	۰/۰۲۴	۰/۲۹۳	۹/۸۰۲	۰/۰۰۰
محدودیت در تامین مالی	WW	۲۶/۶۹۷	۲۶/۸۴۸	۳/۵۰۵	۱/۸۴۷	۰/۰۰۲

حضور اعتباردهندگان در واحد تجاری و تبلور تدریجی ارزشهای آنها در قالب ارزشهای شرکت، می تواند سبب شود که رویه های مطلوب آنان توسط واحد تجاری پی گرفته شود. از جمله این رویه ها می توان به کاهش میزان سود توزیع شده، به ویژه زمانی که تضاد منافع زیادی بین اعتباردهندگان و سهام داران وجود دارد، اشاره کرد (تامسن، 2004، Thomsen). در اولین فرضیه تحقیق پیش بینی شده بود که با افزایش تضاد منافع بین سهام داران و اعتباردهندگان، سود کمتری بین سهام داران توزیع می شود. با توجه به نگاره ۳ ضریب همبستگی این دو متغیر، منفی (۰/۱۲۴-) و از نظر آماری معنی دار است، بنابراین فرضیه اول تحقیق تایید می شود.

جدول ۳: ضریب همبستگی اسپیرمن

متغیرها	نماد	CONF	DIV	WW
تضاد منافع اعتباردهندگان و سهام داران	CONF	۱ ۰	-۰/۱۲۴** (۰/۰۰۳)	-۰/۱۱۲** (۰/۰۰۷)
میزان توزیع سود بین سهام داران	DIV		۱ ۰	-۰/۲۷۷** (۰/۰۰۰)
محدودیت در تامین مالی	WW			۱ ۰

** ضریب همبستگی در سطح یک درصد معنی دار است.

انتظار می رود که با افزایش تضاد منافع بین اعتباردهندگان و سایر گروههای ذینفع در واحد تجاری (به ویژه سهام داران) واحد تجاری با محدودیت بیشتری در تامین مالی مواجه شود. با توجه به نبود بازار فعالی برای اوراق بدهی در کشورمان و اتکا اغلب شرکتها به سیستم بانکی می توان پیش بینی کرد که در ایران افزایش تضاد منافع بین سهام داران و اعتباردهندگان با محدودیت در تامین مالی رابطه (مستقیم) ندارد. فرضیه دوم تحقیق حاضر در راستای آزمودن این پیش بینی تبیین گردیده است. همانطور که در نگاره ۳ نشان داده شده است تضاد منافع اعتباردهندگان و سهام داران دارای یک رابطه معکوس معنی دار با محدودیت در تامین مالی است (ضریب همبستگی = -۰/۱۱۲). بنابراین دومین فرضیه تحقیق، که پیش بینی می کند بین محدودیت در تامین مالی و تضاد منافع اعتباردهندگان و سهام داران ارتباطی وجود ندارد، رد می شود. وجود متغیرهای تعدیل کننده یا مداخله گر ناشناخته که در ادبیات موضوع، اشاره ای به آنها نشده، می تواند دلیل وجود چنین رابطه ای باشد. اندازه گیری تضاد منافع و محدودیت در تامین مالی بر اساس معیارها و مبانی نظری است که در تحقیقات قبلی (برای مثال احمد و همکاران، ۲۰۰۲؛ چن و همکاران، ۲۰۰۸؛ وایتد و وو، ۲۰۰۶) به آن اشاره شده است. بنابراین

هرگونه نقص در ادبیات مزبور ممکن است روایی شاخص های استفاده شده را با چالش مواجه کرده باشد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

در این تحقیق رابطه تضاد منافع بین سهام داران و اعتباردهندگان با توزیع سود و محدودیت در تامین مالی مورد بررسی قرار گرفته است. تحقیق حاضر بر مبنای ادبیات موجود در خصوص تئوری نمایندگی، به تبیین و آزمون دو فرضیه می پردازد. یافته های تجربی این پژوهش نشان می دهد که فرضیه اول تحقیق مبنی بر وجود رابطه منفی بین تضاد منافع (سهام داران و اعتباردهندگان) و توزیع سود تایید می گردد. این نتیجه گیری مبتنی بر تئوری نمایندگی است. براساس تئوری مزبور سهام داران به پیروی از منافع شخصی خود، درصد حداکثر کردن سود تقسیمی می باشند. این امر سبب ایجاد و تشدید تضاد منافع بین سهام داران و اعتباردهندگان می گردد. در مقابل، اعتباردهندگان جهت جلوگیری از خروج منابع مالی از واحد تجاری سعی در وضع محدودیت هایی بر توزیع سود سهام می نمایند. با توجه به نتیجه حاصل از آزمون فرضیه اول و اهمیت فراوان سود سهام تقسیمی در برآورد جریانهای نقدی حاصل از سرمایه گذاری، پیشنهاد می گردد سرمایه گذاران، تحلیل گران و دیگر فعالان بازار سرمایه، تضاد منافع را نیز به عنوان یک عامل اثر گذار بر سود تقسیمی در مدل تصمیم گیری خود لحاظ نمایند.

در فرضیه دوم تحقیق پیش بینی شده بود که تضاد منافع بین سهام داران و اعتباردهندگان با محدودیت در تامین مالی رابطه معنی داری ندارد. یافته های تحقیق حاکی از رد فرضیه دوم (وجود یک رابطه معکوس معنی دار بین تضاد منافع و محدودیت در تامین مالی) است. همانطور که در بخش قبلی توضیح داده شد، وجود متغیرهای مداخله گر و تعدیل کننده ناشناخته می تواند دلیل این امر باشد. پیشنهاد می گردد تحقیقات آتی درصد شناسایی این متغیرها برآیند.

منابع و مأخذ

- ۱- پور حیدری، امید؛ همتی، داود. (۱۳۸۳). "بررسی اثر قراردادهای بدهی، هزینه های سیاسی، طرحهای پاداش و مالکیت بر مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۶ صص ۴۷-۶۳.
- ۲- جهانخانی، علی؛ کنعانی امیری، منصور. (۱۳۸۵). "ارائه مدل میزان مخارج سرمایه ای در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از اطلاعات حسابداری". *دوماهنامه دانشور رفتار*، شماره ۱۷، صص ۸۶-۵۷.
- ۳- خوش طینت، محسن؛ حاجیان، نجمه. (۱۳۸۷). "تاثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه گذاران". *فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۱، صص ۳-۱۸.
- ۴- مومنی، منصور؛ فعال قیومی، علی. (۱۳۸۶). "تحلیل های آماری با استفاده از SPSS". تهران: کتاب نو.
- 5- Ahmed, A., B. Billings, R. Morton, and M. Stanford-Harris. (2002). "The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs". *The Accounting Review* 77: 867-890.
- 6- Anderson, R., S. Mansi and D. Reeb (2003), "Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt", *Journal of Financial Economics* 68(2), 263-285.
- 7- Arya, A. and J. Glover . (2003). "Debt and Voluntary Disclosure". Working Paper. The Ohio State University.

- 8- Begley, J., (1994). "Restrictive covenants included in public debt agreements: an empirical investigation". working paper, University of British Columbia.
- 9- Chen, H. and M. Kacperczyk. and Molina. H. (2008). "Do Non-Financial Stakeholders Affect Agency Costs of Debt?". Working Paper. University of British Columbia.
- 10- Deegan, Crige. (2006). Financial Accounting Theory. Macgrows-hill.
- 11- Dongmei, L. (2006). "Financial Constraints, R&D Investment, and Stock Returns: Theory and Evidence". Working Paper. The Wharton School, University of Pennsylvania.
- 12- Douglas, A; (2004). " Interactions between Corporate Agency Conflicts". The Financial Review. forthcoming.
- 13- Eisdorfer, A., (2007). "Empirical evidence of risk-shifting in financially distressed firms". Journal of Finance. forthcoming.
- 14- Hubbard, R. (1998). "Capital-market imperfections and investment". Journal of Economic Literature 36, 193-225.
- 15- Jensen, M. and W. Meckling. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". Journal of Financial Economics 15, 305-360.
- 16- Kaplan, S. N., and L. Zingales. (1997). "Do Financing Constraints Explain Why Investment Is Correlated with Cash Flow?" Quarterly Journal of Economics 112, 169-216.
- 17- Parrino, R. and M.S. Weisbach. (1999). "Measuring investment distortions arising from stockholder-bondholder conflicts". Journal of Financial Economics. Vol. 53, pp: 3-42.

- 18- Roy, S Manjesh, and Kapil Mahajan.(2003)."Regulatory Oversight on Dividend Payouts". Margin 35(4), 19–34.
- 19- Shleifer,A. and vishny, R.W. (1997). "A survey of corporate governance". Journal of finance. Vol.52, pp:737-83.
- 20- Thomsen, S. (2004). "Corporate values and corporate governance" corporate governance. Vol. 4 No. 4, pp.29-46.
- 21- Townsend, R.(1979). "Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification". Journal of Economic Theory 21, 265-293.
- 22- Verdi, R. (2006). "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency". M.I.T. Working Paper.
- 23- Viswanath, P.V., W, Eastman. (2003). "Bondholder - Stockholder Conflict: Contractual Covenants vs. Court-Mediated Ex-Post Settling-Up ". Review of Quantitative Finance and Accounting, 21: 157–177.
- 24- Wang, Tao. (2007). "Financial Constraints and the Risk-Return Relation." Economics Bulletin, Vol. 7, No. 12 pp. 1-12
- 25- Watts, R L., (1993). A proposal for research on conservatism. Working Paper. University of Rochester, Rochester. (Presented at the AAA meetings, San Francisco, CA).
- 26- Watts, R. (2002). Conservatism in Accounting. Working Paper .Simon School of Business, University of Rochester.
- 27- Whited T. M., and G. Wu. (2006). "Financial Constraints Risk". Review of Financial Studies 19, 531-559.

- 28- Wolk, H.I., Dodd, J.L., Tearny, M.G.(2004) . Accounting Theory: Conceptual Issues in a Political and Economic Environment. South-Western.

