

بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر مهناز ملانظری* دکتر رضوان حجازی** محمد صحرانی***

تاریخ دریافت: 1388/02/07 تاریخ پذیرش: 1388/03/04

چکیده

شرکت‌ها برای اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور در دسترس، تسویه بدهی‌های موعده رسیده، افزایش سرمایه در گردش و پرداخت سود به سهامداران به منابع مالی نیاز دارند. توانایی شرکت‌ها در تعیین منابع مالی مناسب و تصمیم‌گیری صحیح در این خصوص از عوامل اصلی موفقیت شرکت به شمار می‌رود. از این رو این تحقیق با هدف بررسی و شناخت ارتباط بین روش‌های تأمین مالی (افزایش سرمایه و وام بانکی) با موفقیت و عدم موفقیت شرکت انجام شده است. برای این منظور ابتدا شرکت‌هایی که طی سال‌های 1382 تا 1386 فقط از طریق وام بانکی و افزایش سرمایه تأمین مالی نموده‌اند، انتخاب و سپس بر اساس بازده سالانه، شرکت‌ها به دو گروه شرکت‌های موفق یعنی شرکت‌هایی که بازده سالانه آنها بیشتر از میانگین بازده بازار کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و شرکت‌های ناموفق یعنی شرکت‌هایی که بازده سالانه آنها کمتر از میانگین بازده بازار کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، طبقه‌بندی گردیده‌اند. نمونه مورد بررسی مشتمل بر 624 شرکت می‌باشد که 99 شرکت آن از محل افزایش سرمایه (67 شرکت موفق و 32 شرکت ناموفق) و 525 شرکت از محل وام بانکی تأمین مالی نموده‌اند (177 شرکت موفق و 348 شرکت ناموفق)، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین روش‌های تأمین مالی و موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌داری وجود دارد و همچنین افزایش سرمایه بیشتر از وام بانکی بر موفقیت شرکت‌ها تأثیر دارد به عبارت دیگر تعداد شرکت‌های موفق که از محل افزایش سرمایه تأمین مالی نموده‌اند نسبت به کل شرکت‌های این گروه بیشتر از شرکت‌های موفق است که از محل وام بانکی تأمین مالی نموده‌اند.

واژه‌های کلیدی: تأمین مالی، منابع مالی برون سازمانی، ساختار سرمایه، بازده سهام، شرکت‌های موفق و ناموفق.

* استادیار دانشگاه الزهرا (س)، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات.
** دانشیار دانشگاه الزهرا (س).
*** کارشناس ارشد حسابداری.

1- مقدمه

شرکت‌ها برای اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور در دسترس، تسویه بدهی‌های موعده رسیده، افزایش سرمایه در گردش و پرداخت سود به سهامداران به منابع مالی متعددی دسترسی دارند. این منابع، وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و فروش دارایی‌ها (به عنوان منابع درون‌سازمانی تأمین مالی)، استقراض وام بانکی، انتشار اوراق مشارکت و انتشار سهام جدید (به عنوان منابع برون‌سازمانی تأمین مالی) را شامل می‌شوند (رحیمیان، 1380). توانایی شرکت‌ها در تعیین منابع مالی مناسب و تصمیم‌گیری صحیح در این خصوص از عوامل اصلی موفقیت شرکت به شمار می‌رود. مهمترین هدفی که مدیریت در زمان انتخاب روش تأمین مالی باید توجه کند، افزایش ثروت سهامداران می‌باشد. یعنی با در نظر گرفتن هزینه هر یک از منابع مختلف تأمین مالی و آثار آن بر روی بازده و ریسک شرکت منابعی را انتخاب کند که باعث به حداقل رساندن هزینه‌های تأمین مالی گردد. ترکیب مناسب منابع تأمین مالی با خصوصیات همچون هزینه سرمایه اندک و نرخ بازده بیشتر همراه است. بررسی مطالعات پیشین نشان می‌دهد اکثر مطالعات روش‌های تأمین مالی و تأثیر آن بر بازده روی مواردی چون ارتباط بین گزینش منابع تأمین مالی و بازده شرکت‌ها، ارجحیت منابع برون‌سازمانی تأمین مالی به منابع درون‌سازمانی و یا برعکس، رسیدن به یک ساختار مطلوب سرمایه و ارتباط بین ساختار سرمایه و ریسک تأکید داشته‌اند. با توجه به توضیحات ارائه شده و با توجه به اینکه از جمله کاربردی‌ترین منابع برون‌سازمانی تأمین مالی در مایان شرکت‌های فعال در بورس تهران، وام بانکی و افزایش سرمایه است و از طرفی واکنش بازار سهام نسبت به درج هر نوع اطلاعات اساسی در نماد تغییرات قیمت و بازده سهام متجلی می‌شود، سؤال اساسی که محقق در این تحقیق به دنبال آن است، این است که آیا بین روش‌های تأمین مالی (منابع تأمین مالی برون‌سازمانی) و موفقیت شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد؟

2- اهمیت موضوع

یکی از اهداف اصلی مدیریت واحد تجاری افزایش ثروت سهامداران و همچنین افزایش ارزش و بازده سهام است. عوامل زیادی بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند که انتخاب یک روش تأمین مالی مناسب یکی از این عوامل می‌باشد. مدیریت شرکت در راستای تأمین منابع مالی مناسب و بهینه و برای به حداکثر رساندن بازده سهام از طریق اجرای پروژه‌های سودآور باید هزینه این منابع مالی را مشخص نموده و بین ریسک و بازده سهام تعادل برقرار نماید. افزایش و کاهش بازده سهام واحد‌های انتفاعی می‌تواند ناشی از عوامل اطلاعاتی باشد که از داخل واحد تجاری گزارش می‌شود و می‌تواند بر تصمیم‌گیری سهامداران، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران موثر باشد، که یکی از این اطلاعات می‌تواند تصمیم‌گیری‌های شرکت در ارتباط با ساختار سرمایه و همچنین تعیین و انتخاب

تأثیر مدیریت سود بر مربوط بودن اقلام صورت‌های مالی 3

بهترین شیوه تأمین مالی و ترکیب آن باشد. از آنجا که بازده سهام یکی از روش‌های ارزیابی و سنجش عملکرد یک واحد تجاری توسط سرمایه‌گذاران می‌باشد و بازده سهام دربرگیرنده کل منافع است که سهامداران کسب می‌کنند (سود سهام، تغییرات قیمت و حق تقدم)، بنابراین در این تحقیق موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌ها با بازده سالانه آن‌ها سنجیده می‌شود؛ یعنی شرکت‌های موفق شرکت‌هایی هستند که توانسته باشند طی هر یک از سال‌های قلمروی تحقیق بازده بالایی (بیشتر از متوسط بازده سالانه بازار کلیه شرکت‌های بورس) را کسب نمایند و شرکت‌هایی که بازده سالانه آنها کمتر از متوسط بازده سالانه بازار کلیه شرکت‌های بورس باشد، شرکت ناموفق نامیده می‌شود. مطالعات تجربی متعددی نشان داده‌اند که انتشار اطلاعات مبني بر روش تأمین مالی شرکت‌ها واکنش‌های مثبت و منفی در بازده سهام داشته‌اند، بنابراین این در این تحقیق نیز سعی شده است تا ارتباط انتخاب روش‌های تأمین مالی با موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار گردد. موضوع تحقیق از دو دیدگاه حائز اهمیت است:

1-2- از دیدگاه مدیران: مدیران شرکت‌ها به عنوان مباشران صاحبان سرمایه که همیشه سعی در افزایش ثروت و بازده سهامداران خود داشته‌اند، در صورت اثبات فرضیه‌های این تحقیق می‌توانند با انتخاب منبع تأمین مالی مناسب باعث افزایش ثروت و بازده سهامداران شرکت گردند.

2-2- از دیدگاه سهامداران: با تبیین تأثیر گذاری سی‌است‌های روش‌های تأمین مالی (افزایش سرمایه، وام) بر بازده سهام و در نهایت در جمع ثروت سهامداران، سهامداران در هنگام تصمیم‌گیری‌های مربوط به افزایش سرمایه شرکت بهتر و منطقی‌تر می‌توانند عمل نمایند. از اینرو انجام تحقیقی در این زمینه می‌تواند به عنوان راهنمایی جهت سرمایه‌گذاری مورد استفاده واقع شود و در صورت تأیید فرضیه‌های تحقیق در خصوص ارتباط بین روش‌های تأمین مالی با موفقیت، سهامداران در رابطه با خرید و فروش و یا نگهداری سهام خود به صورت عقلایی‌تر تصمیم‌گیری خواهند نمود. نتایج حاصل از این تحقیق و روش‌شناسی تحقیق نیز می‌تواند با سایر تحقیقات مشابه مقایسه شده و به عنوان الگو و زیربنای تحقیقات آتی قرار گرفته و کامل‌تر گردد.

3- مبانی نظری پیشینه تحقیق

نظریه‌های متعددی در خصوص نحوه‌گزینه‌ش منابع تأمین مالی (گزینه‌ش از بین بدهی و انتشار سهام) توسط محققین ارائه گردیده است، که کانون توجه همه این نظریه‌ها به تأثیر نوع منبع تأمین مالی بر ارزش شرکت بر می‌گردد. این نظریه‌ها عبارتند از:

1-3- نگرش سنتی

اساس روش فوق بر این است که ساختار مطلوب سرمایه وجود دارد و می‌توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد. در واقع این روش پیشنهاد می‌کند که در اثر استفاده بیشتر از بدهی،

تأثیر مدیریت سود بر مربوط بودن اقلام صورتهای مالی 4

هزینه سرمایه ابتدا کاهش می‌یابد و سپس به علت افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام، افزایش می‌یابد.

3-2- نظریه میلر و مودیلیانی (M-M)

میلر و مودیلیانی¹ (1958) دو اندیشمندی که تئوری مدرن ساختار سرمایه با تحقیق آن‌ها آغاز شد (تئوری MM) با رد این نظریه سنتی، اظهار داشتند که هزینه سرمایه شرکت تحت شرایط خاصی (عدم پرداخت مالیات بر درآمد، و فقدان وجود هزینه‌های مالیاتی) با تغییر ساختار سرمایه شرکت تغییر نمی‌یابد؛ و اثر مساعد جایگزینی بدهی با نرخ تأمین مالی پایین تر در ساختار مالی شرکت، دقیقاً با کاهش در قیمت سهام عادی شرکت جبران خواهد شد، به عبارتی به دلیل افزایش درصد تأمین مالی از طریق بدهی، سهامداران متحمل ریسک مالی بالاتری می‌گردند و با افزایش میزان ریسک مالی نرخ بازده مورد توقع سهامداران نیز افزایش می‌یابد. بنابراین هزینه سرمایه مستقل از ساختار مالی شرکت می‌باشد و از دیدگاه مودیلیانی و میلر تصمیم‌گیری تأمین مالی در این مورد اهمیت کمتری دارد.

3-2-1- نظریه میلر - مودیلیانی با اثر مالیات بر شرکت

میلر و مودیلیانی (1963-1967) با فرض وجود مالیات نظریه اولیه خود را تعدیل کردند. در این نظریه جدید (که به نظریه دوم میلر و مودیلیانی معروف است) آنها چنین استدلال نمودند که نظر به این که استقرای برای شرکت سپر (مزیت) مالیاتی ایجاد می‌کند، منطقیاً باید انتظار داشت شرکت‌ها از بین منابع مختلف تأمین مالی، ترجیحاً از استقرای استفاده کنند زیرا استفاده بیشتر از استقرای موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد. به عبارت دیگر، زمانی که استقرای مزیت مالیاتی برای شرکت ایجاد می‌کند، ارزش شرکت تابع مستقیم میزان استقرای یا اهرم مالی آن می‌شود.

3-3- تئوری سلسله مراتب گزینه تأمین مالی²

این تئوری بیان می‌کند که شرکت‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود سلسله مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل‌گیری این سلسله مراتب، نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعات است. طبق این تئوری، در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تأمین مالی از محل منابع داخل شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند: یعنی ابتدا از محل سود انباشته یا اندوخته تأمین مالی می‌کنند، سپس اگر منابع داخلی تکافو نکرد، از بین منابع خارج از شرکت، ابتدا به انتشار کم‌ریسک‌ترین اوراق بهادار یعنی اوراق قرضه (استقرای) متوسل می‌شوند و در صورتی که استقرای تکافو نکند و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد، دست آخر به انتشار سهام مبادرت می‌ورزند (فرانک و گویال، 2007).

1. Modigliani and Miller .

2. The Pecking Order Theory

3-4- تئوری ایستایا پایدار³

بر اساس این تئوری همان گونه که شرکت، سود سهام پرداختنی خود را در سمت و سوی یک نسبت پرداخت مطلوب در آینده تنظیم می نماید و در راستای آن حرکت می کند، یک نسبت بدهی مطلوب را نیز تعیین می کند و این نسبت بدهی بهینه شرکت، بر اساس توازن هزینه ها و منافع استقرار تعیین می شود (استوارت، 1373). در این تئوری ساختار مطلوب سرمایه را می توان به منزله توازن بین مزیت های مالیاتی بدهی و هزینه های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی (ناشی از بدهی) و نمایندگی تلقی نمود. طبق این نظریه شرکت بایستی آنقدر بدهی را با سهام و سهام را با بدهی تعویض و جایگزین نماید تا ارزش آن حداکثر گردد. مسأله مهمی که در این بده و بستانها مطرح می شود وجود هزینه تنظیم نسبت بدهی است و تنظیم نسبت بدهی به حد مطلوب به آرامی صورت می گیرد. بر اساس این فرضیه سطح مطلوبی از نسبت بدهی برای هر شرکت وجود دارد که هرگونه انحراف از این سطح مطلوب باعث کاهش قیمت سهام و در نتیجه باعث کاهش بازده سهام می گردد (کای ژنگ، 2006).

3-5- تئوری زمان بندی بازار⁴

پایه و اساس این تئوری شرایط بازار است یعنی مدیران شرایط بازار را برای هر دو منبع مالی یعنی استقرار و صدور سهام می سنجند اگر آنها نیاز به تأمین مالی داشته باشند از منبعی استفاده می کنند که شرایط بازار آن مناسب است. اگر شرایط بازار هر دو منبع تأمین مالی مناسب نباشد آن ها این موضوع را به تاخیر می اندازند ولی اگر شرایط بازار مناسب باشد آن ها تأمین مالی را انجام خواهند داد حتی اگر نیازی به منابع مالی نداشته باشند (فرانک و گویال، 2007).

3-6- مدل تأمین مالی پویا

در ساختار سرمایه ایستا فرض بر این است که اهرم معلومی برای شرکت وجود دارد و شرکت سعی می کند با توجه به عوامل و متغیرهای اثرگذار به یک سطح اهرم بهینه نزدیک شود. این روش (ایستا) دو پیامد اصلی دارد: اول این که اهرم معلوم لزوماً به اهرم بهینه نیاز ندارد (زیرا اهرم معلوم معادل اهرم بهینه است) دوم چنین تجزیه و تحلیل تجربی غیرپویا بوده و برای عرض اندام کردن در ساختار سرمایه های با ماهیت پویا و تعدیلی شرکت ها ناتوان است. برتری مطالعه ساختار سرمایه به شکل پویا نسبت به شکل سنتی آن به این علت است که اولاً در هیچ یک از شرایط احتمالی و در هیچ نقطه ای از زمان تحقق ساختار بهینه شرکت ها امکان پذیر نیست. دوم شرکت ها در جهت ساختار سرمایه هدف حرکت می کنند و از سرعت تعدیلی برخوردارند و این سرعت تعدیل و اجزای تشکیل دهنده آن در میان شرکت ها فرق دارد. در مدل پویا که در دهه اخیر تحقیقات زیادی را به خود اختصاص داده است، شرکت سعی می کند که سطح بدهی یا اهرم خود را در زمان های مختلف تعدیل کند. البته

3. Static Trade off Theory

4. The Market Timing Theory

این امر هزینه‌های تعدیل را نیز به همراه دارد و شناسایی عوامل تأثیرگذار بر سرعت تعدیل از اهمیت قابل توجهی برخوردار است.

4- مروری بر پیشینه تحقیق

در دهه‌های اخیر بحث ساختار سرمایه و روش‌های تأمین منابع مالی و تأثیر آن‌ها بر منافع سهامداران مورد توجه محققین قرار گرفته که به اختصار در این جا به آن پرداخته می‌شود. دونالدسون، میرز و برادلی در سال 1961 تحقیقی درباره عملکرد تأمین مالی شرکت‌های بزرگ انجام دادند و مشاهده نمودند که مدیریت از منابع مالی درون سازمانی به عنوان یک منبع جدید تأمین مالی شدیداً طرفداری می‌کند و حتی منابع برون سازمانی را کنار می‌گذارد و در صورت نیاز به منابع مالی برون سازمانی بیشتر از استقراض استفاده می‌کنند. حتی زمانی که نسبت قیمت به سود بالا بوده است با وجود مناسب بودن زمان فروش سهام عادی، نسبت به انتشار سهام بهیچ‌نشان می‌دادند، به گونه‌ای که هزینه سرمایه‌های شامل سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها و سایر دارایی‌های جاری را از منابع داخلی تأمین نموده‌اند. بنیادی‌ترین تحقیق مربوط به ساختار سرمایه بعد از آرایه نظرات میلر و مودیلیانی، متعلق به جنسن و مک‌لینگ (1976) است که به عنوان «تئوری واحد اقتصادی: رفتار مدیران، هزینه‌های نمایندگی و ساختار سرمایه» به بررسی عوامل و دلایل تئوریک انتخاب الگوی ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی و تضاد منافع بین ذینفعان مختلف واحد اقتصادی پرداخته است. در این تحقیق که تلویحاً به تبیین «تئوری توازن پایدار ساختار سرمایه» پرداخته است، به نظر جنسن مک‌لینگ، می‌توان با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه‌های نمایندگی، به یک ساختار مطلوب سرمایه دست پیدا کرد. تحقیق دیگر متعلق به میرز و ماجلوف (1984) است که به بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه از دیدگاه فرضیه عدم تقارن اطلاعات پرداخته است. در این تحقیق چنین ادعا شده است که در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و بازار سرمایه شرکت‌های سودآور، منابع تأمین مالی داخلی را به منابع خارجی ترجیح می‌دهند. اما چنانچه به منابع بیشتری نیاز داشته باشند ابتدا به استقراض و در نهایت به انتشار سهام مبادرت می‌ورزند. میرز در تحقیق مستقل (1984) با عنوان «معماي ساختار سرمایه» به این نتیجه رسید که شرکت‌های سودآور در مقایسه با شرکت‌های غیرسودآور، استقراض کمتری می‌کنند و در نتیجه، نسبت بدهی به سرمایه آنها پایین‌تر است. که از این قاعده به عنوان «تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی» یاد نمود. جامع‌ترین و برجسته‌ترین تحقیق مرتبط با ساختار سرمایه متعلق به راجان و زینگلاس (1995) است که تحت عنوان «درباره ساختار سرمایه چه می‌دانیم؟ پاره‌ای شواهد بین‌المللی» به بررسی عوامل تعیین‌کننده الگوی ساختار سرمایه شرکتها از منظر بین‌المللی پرداخته است. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که، اهرم مالی در هفت کشور صنعتی (آمریکا، انگلیس، کانادا، فرانسه، آلمان، ایتالیا و ژاپن) با دو عامل ارزش بازار به ارزش دفتری و سودآوری شرکت رابطه منفی و با دو عامل ارزش دارایی ثابت مشهود و اندازه شرکت رابطه مثبت دارد

فوجیتا و ماتسونو (1999)، تأمین مالی برای وضعیت اقتصادی و شرایط فعلی شرکت های ژاپنی را بررسی نمودند و عنوان کردند که 30 درصد از سرمایه‌گذاری ها و تأمین مالی شرکت ها، مربوط به پارادوکس تکنولوژی اطلاعات (IT) است. کوپر و سرجی (2001) در تحقیقی تحت عنوان « هزینه بدهی » راه های عملی تخمین هزینه بدهی ریسکدار را بررسی کرده‌اند ایشان بدهی ها را به بدهی ریسک بالا و پایین تقسیم کرده و به این نتیجه رسیده‌اند که استفاده از میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC) تعدیل شده بهتر از بازده تعهدی، بازده بدهی مخاطره آمیز را مطرح می‌کند و خطای کمتری دارد. یالی و نیبر (2003) در تحقیقی به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و بازده سهام در شرکت های فعال ایالات متحده پرداختند، آنها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد به بیان دیگر نسبت بدهی و اهرم مالی بر بازده سهام تأثیر دارند. کای و جانگ (2006) در تحقیقی به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه پایدار و بازده سهام در شرکت های سهامی عام ایالات متحده پرداختند، آنها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که تأثیر منفی معنی‌داری بین نسبت بدهی و بازده سهام وجود دارد و این تأثیر در شرکت هایی که نسبت بدهی بالایی دارند بیشتر می‌باشد و این بدان معنی است هرچه شرکتی نسبت بدهی بالاتری داشته باشد، بازده سهام کمتری خواهد داشت. راب و رابینسون (2009) در تحقیقی به بررسی سیاست تصمیم‌گیری در خصوص ساختار سرمایه در شرکت های تازه تاسیس پرداختند، نتایج تحقیقات آن‌ها نشان می‌دهد که تأمین مالی در این نوع شرکت ها از طریق وام بانکی هفت برابر بیشتر از سایر روش های تأمین مالی می‌باشد و هم چنین میانگین شرکت هایی که از طریق منابع برون سازمانی تأمین مالی کرده‌اند دو برابر بیشتر از میانگین شرکت های است که از طریق منابع درون سازمانی تأمین مالی کرده‌اند. باقرزاده (1382) تحقیقی پیرامون « تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » انجام داد. نتایج این تحقیق، اگرچه پیش‌بینی تئوری سلسله مراتب گزینه های تأمین مالی و فرضیه دوم تقارن اطلاعاتی را تأیید نمی‌کند، اما به نظر می‌رسد شرکت های عضو بورس تهران در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، در عمل سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی را طی می‌کنند. علاوه بر این شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران، در تأمین منابع مالی مورد نیاز از خارج شرکت، استقراض را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند. بنابراین یافته‌های این تحقیق، پیش‌بینی تئوری توازن پایدار ساختار سرمایه را تأیید اما پیش‌بینی تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی را تأیید نمی‌کند. نمازی و شیرزاد (1383) « رابطه تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » را در صنایع مختلف بررسی کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بین دو متغیر ساختار سرمایه و سودآوری شرکت رابطه مثبت وجود دارد و ساختار سرمایه بهینه را می‌توان در صنایع گوناگون تعیین کرد. فهیم نژاد و آقایی (1382) در تحقیق خود تحت عنوان « نقش استقراض (اهرم مالی) در سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » به این نتیجه رسیدند که بین

دو متغیر اهرم مالی و سودآوری شرکت رابطه معنی داری وجود دارد . عابدی (1384) تحقیقی پیرامون رابطه بین شیوه های تأمین مالی و درصد تغییرات هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد و به این نتیجه رسید که بین شیوه های تأمین مالی و نرخ هزینه سرمایه شرکت ها ارتباط معنی داری وجود دارد و تأمین مالی از محل بدهی های بلند مدت منجر به کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران میشود. رضاییان (1384) درباره تأثیر ویژگی های شرکتها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی) تحقیقی انجام داده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان می دهد که اندازه یک شرکت از مهمترین پارامترهای تأثیرگذار بر تعدیل یا انتخاب تصمیمات تأمین مالی محسوب میگردد. همچنین سودآور بودن شرکت، ساختار مالکیت متفاوت و تغییر پارامترهای مؤثر بر تحلیل بنیادی شرکت ها مانند سهم شناور آزاد و سود سهام از دیگر عوامل مؤثر در انتخاب شیوه های تأمین مالی میباشد.

5- روش تحقیق

روش تحقیق حاضر از نوع تحقیق همبستگی است و در رابطه با روش گردآوری اطلاعات، مبتنی بر تحقیقات میدانی و کتابخانه ای و با استفاده از اطلاعات تاریخی به صورت پس رویدادی می باشد . هدف تحقیقات پس رویدادی، بررسی روابط علت و معلولی از طریق مطالعه نتایج موجود و زمینه قبلی به امید یافتن علت عمل انجام شده است. همچنین در این روش هدف تجزیه و تحلیل و تعبیر و تفسیر رویدادها و اطلاعات گذشته به منظور کشف ویژگی های عمومی و مشترک و درک بهتر رویدادها و پیش بینی رویدادهای مشابه در آینده می باشد با توجه به اینکه نتایج این پژوهش می تواند مورد استفاده مدیران و سهامداران شرکت ها قرار گیرد، یک پژوهش کاربردی هم می باشد.

6- فرضیه های تحقیق

مفروضات اولیه این تحقیق شامل دو مورد زیر بوده است . اولاً؛ موفقیت و عدم موفقیت شرکت ها در گرو انتخاب روش تأمین مالی مناسب است. ثانیاً هزینه سرمایه هر یک از روش های تأمین مالی رایج در میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یعنی انتشار سهام عادی و بدهی متفاوت می باشد، بنابراین هر یک از این روش ها می توانند تأثیر متفاوتی بر بازده سهام به عنوان معیار سنجش موفقیت شرکت ها در این تحقیق داشته باشند. با توجه به این فرضیات تحقیق به شرح زیر مطرح گردید:

6-1- فرضیه اصلی: بین روش های تأمین مالی و موفقیت شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

6-2- فرضیه فرعی اول: بین موفقیت شرکت و روش تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه رابطه معنی داری وجود دارد.

6-3- فرضیه فرعی دوم: بین موفقیت شرکت و روش تأمین مالی از طریق وام بانکی رابطه معنی داری وجود دارد.

7- روش جمع آوری و تجزیه و تحلیل داده ها

در این تحقیق جامعه مورد مطالعه کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های 1382 تا 1386 که صورت های مالی خود را به بورس اوراق بهادار ارائه نموده اند می باشد که در زیر به اختصار نحوه گزینش جامعه آماری و محدودیت های جامعه آماری شرح داده شده است (نمودار 1):

7-1-1- شرکت هایی که در گروه واسطه گری مالی قرار دارند به دلیل اینکه دارای اهرم مالی به طور غیر معمول بالایی دارند از جامعه آماری حذف گردیده اند (شرکت های لیزینگ، سرمایه گذاری، بیمه و بانک ها و موسسات اعتباری).

7-2-2- شرکت هایی که فقط از محل افزایش سرمایه (از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده) و وام بانکی تأمین مالی نموده اند به عنوان جامعه آماری انتخاب گردیده اند. بنابراین شرکت هایی که از محل سود انباشته و اندوخته ها افزایش سرمایه داده اند از جامعه آماری حذف گردیده اند.

7-3-3- شرکت هایی که همزمان از هر دو منبع مالی یعنی وام و افزایش سرمایه طی سال استفاده کردند از جامعه آماری حذف گردیده اند (از آنجا که با در نظر گرفتن این محدودیت جامعه آماری در خصوص شرکت هایی که فقط از محل افزایش سرمایه تأمین مالی نموده اند بسیار اندک می شد لذا شرکت هایی که از هر دو منبع تأمین مالی استفاده نموده اند ولی میزان افزایش سرمایه بالای هفتاد درصد کل مبلغ تأمین مالی در آن سال می باشد را به عنوان شرکت هایی که فقط از محل افزایش سرمایه تأمین مالی نموده اند در نظر گرفته شده اند).

7-4-4- شرکت هایی که بازده سالانه آنها به دلیل عدم معامله سهام آنها در بورس قابل محاسبه نیست از جامعه آماری حذف گردیده اند. در نهایت شرکت هایی که حائز شرایط آماره آزمون می باشند بصورت مستقل برای هر سال به دو گروه عمده به شرح زیر تقسیم شدند:

7-4-1- گروه اول:

شامل شرکت هایی است که از طریق افزایش سرمایه (آورده نقدی و مطالبات حال شده) تأمین مالی نموده اند. شرکت های منتخب جهت انجام آزمون فرضیات تحقیق نمونه های انتخابی به دو گروه شرکت های موفق و ناموفق طبقه بندی گردیده اند.

7-4-1-1- معیار تعیین شرکت های موفق: شرکت های که نرخ بازده کل آنها بیش از متوسط نرخ بازده کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد، به عنوان شرکت های موفق انتخاب گردیده اند.

7-4-1-2- معیار تعیین شرکت های ناموفق: شرکت هایی که نرخ بازده کل آنها کمتر از متوسط نرخ بازده کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد، به عنوان شرکت های ناموفق انتخاب گردیده اند.

کل شرکت هایی که طی قلمرو زمانی تحقیق از افزایش سرمایه (آورده نقدی و مطالبات حال شده) تأمین مالی نموده اند 350 شرکت

می باشد که از بین آنها 99 شرکت که هائز شرایط آماره آزمون بودند به عنوان نمونه انتخاب گردیدند که 67 شرکت آن در گروه شرکت های موفق و 32 شرکت آن در گروه شرکت های ناموفق قرار گرفته است.

7-4-2- گروه دوم:

شرکت هایی که از طریق وام بانکی تامین مالی نموده اند ، می باشند. شرکت های منتخب جهت انجام آزمون فرضیات تحقیق نمونه های آماری به دو گروه شرکت های موفق و ناموفق طبقه بندی گردیده اند. کل شرکت های در قلمرو زمانی تحقیق که از وام بانکی تامین مالی نموده اند 908 شرکت می باشد که از بین آنها 525 شرکت که هائز شرایط آماره آزمون تحقیق بودند به عنوان نمونه انتخاب گردیده اند که 177 شرکت آن در گروه شرکت های موفق و 348 شرکت آن در گروه شرکت های ناموفق قرار گرفته است

نمودار 1- نحوه انتخاب
نمونه با، ه سال،





8- روش آماری مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل داده ها

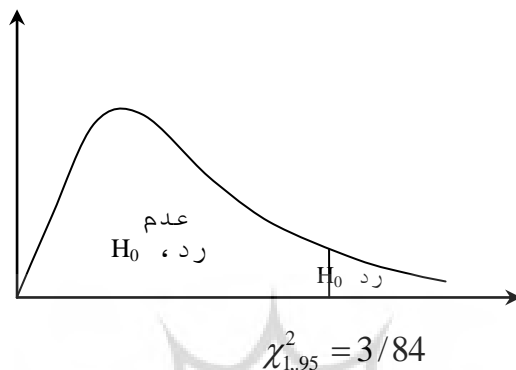
برای آزمون فرضیه های اصلی از روش آماری کای - دو (χ^2) به خاطر متغیرهای کیفی آن ها استفاده گردیده است. در این فرضیه به دنبال بررسی وجود ارتباط معنی دار بین روش های تأمین مالی و موفقیت شرکت ها هستیم که پس از جمع آوری اطلاعات و تشکیل جداول توافقی از این روش برای وابستگی یا استقلال متغیرها استفاده می شود. اساس و پایه این آزمون بررسی فراوانی های مشاهده شده با فراوانی های نظری مورد انتظار متغیرهاست، یعنی می خواهیم بدانیم آیا بین فراوانی مشاهده شده و فراوانی نظری مورد انتظار تفاوتی منظم و معنی دار وجود دارد یا آنکه تفاوت موجود ناچیز و حاصل شانس می باشد.

تأثیر مدیریت سود بر مربوط بودن اقلام صورتهای مالی 12

برای فرضیات اصلی و فرعی H_0 و H_1 بدین ترتیب می باشد:
 $H_0: P_1 = P_2$, $H_1: P_1 \neq P_2$
 توزیع آماره آزمون به صورت رابطه 1 محاسبه می گردد:

$$\chi^2 = \frac{\sum \sum (o_{ij} - e_{ij})^2}{e_{ij}} \quad (1)$$

و ناحیه رد و قبول فرض صفر به صورت نمودار 2 است:
 نمودار 2- ناحیه بحرانی در سطح 95 درصد اطمینان برای آزمون کای دو



با در نظر گرفتن سطح معنی دار α برابر با 5% اگر $\alpha \leq P_{\text{value}}$ باشد، فرضیه H_0 را نمی توان به عنوان یک فرضیه درست حفظ کرد و فرضیه H_1 پذیرفته می شود (تأیید فرضیه مورد ادعا). یعنی اینکه بین روشهای تأمین مالی و موفقیت شرکتها رابطه معنی داری وجود دارد، به این قضاوت با احتمال 95% اطمینان داریم و می توان این چنین نتیجه گیری کرد که بین روش تأمین مالی و موفقیت شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد.

برای فرضیه های فرعی اول و دوم از روش آماری آزمون نسبت استفاده شده است. در صورتی که متغیر تصادفی به صورت دو رده ای اندازه گیری شود، از آزمونهای گسسته یا نا پارامتری، بیشتر از دیگر آزمونها استفاده می شود. بویژه اگر هدف سنجش نسبت پاسخگویی به هر کدام از رده ها باشد، می توان از این آزمون برای برابری نسبت یک حالت نسبت به حالت دیگر استفاده کنیم. در این فرضیات به دنبال بررسی این موضوع هستیم که آیا ارتباط معنی داری بین موفقیت شرکت و یکی از روشهای تأمین مالی وام بانکی و افزایش سرمایه وجود دارد؛ یا به عبارتی دیگر نسبت شرکت های موفق در بین کدام روش تأمین مالی بیشتر است؟ فرضیات H_0 و H_1 این آزمون آماری بدین شرح می باشد:

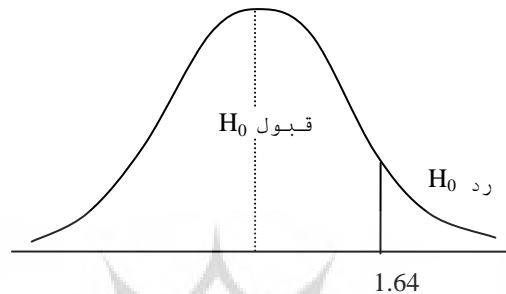
$$\begin{cases} H_0: p \leq p_0 \\ H_1: p > p_0 \end{cases}$$

آماره آزمون به صورت رابطه 2 محاسبه می گردد.
 (2)

$$z = \frac{\hat{p} - p_0}{\sqrt{p_0(1-p_0)/n}}$$

ناحیه رد و قبول فرض صفر به صورت نمودار 3 می باشد:

نمودار 3- ناحیه بحرانی در سطح 95 درصد اطمینان برای آزمون نسبت



9- یافته‌ها و نتایج تحقیق

نتایج حاصله در مورد فرضیه اول (جدول شماره 1) نشان می‌دهد که بین روش‌های تأمین مالی و موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارتباط معنی داری وجود دارد. آزمون برای سال‌های 1382 تا 1386 انجام شده و در تمامی سال‌ها بجز سال 1385 فرضیه اصلی پژوهش تأیید گردیده است. این بدان معناست که وضعیت شرکت‌هایی که از طریق افزایش سرمایه تأمین مالی نمودند متفاوت از شرکت‌هایی است که از طریق وام تأمین مالی نموده‌اند. بنابراین فرض صفر رد و فرض مقابل که همان ادعای محقق است، پذیرفته می‌شود.

تأثیر مدیریت سود بر مربوط بودن اقلام صورت‌های مالی 14

جدول شماره 1- ارتباط بین روش های تأمین مالی و موفقیت و عدم موفقیت (فرضیه اصلی)

| نتیجه | آماره آزمون | منبع تأمین مالی | | | | | | سال |
|----------------|----------------|-----------------|------------|-----------|----------------|------------|-----------|-----------|
| | | وام بانکی | | | افزایش سرمایه | | | |
| | | جمع | ناموف ق | موف ق | جمع | ناموف ق | موف ق | |
| تأیید فرضیه | 20/106 | 100 % 79 | %85 67 | %15 12 | 100 % 27 | %40 11 | %60 16 | 1382 |
| تأیید فرضیه | 12/503 | 100 % 100 | %70 70 | %30 30 | 100 % 23 | %30 7 | %70 16 | 1383 |
| تأیید فرضیه | 10/004 | 100 % 140 | %53 74 | %47 66 | 100 % 26 | %23 6 | %77 20 | 1384 |
| رد فرضیه | 1/659 | 100 % 120 | %71 73 | %39 47 | 100 % 10 | %40 4 | %60 6 | 1385 |
| تأیید فرضیه | 7/89 | 100 % 86 | %74 64 | %26 22 | 100 % 13 | %30 4 | %70 9 | 1386 |
| تأیید فرضیه | 40/346 | 100 % 525 | %66 348 | %34 77 | 100 % 99 | %32 32 | %68 67 | مجمو ع |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج حاصله در مورد فرضیه فرعی اول (جدول شماره 2) نشان می‌دهد که بین موفقیت شرکت و روش تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه رابطه معنیداری وجود دارد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

تأثیر مدیریت سود بر مربوط بودن اقلام صورتهای مالی 15

جدول شماره 2- شرکتهایی که فقط از محل افزایش سرمایه تأمین مالی نموده اند (فرضیه فرعی اول)

| وضعیت شرکت | تعداد | نسبت مشاهده شده | نسبت مورد آزمون | مقدار Z | سطح معنی داری |
|------------|-------|-----------------|-----------------|---------|---------------|
| موفق | 67 | 0/68 | 0/5 | 3/52 | 0 |
| ناموفق | 32 | 0/32 | | | |
| کل | 99 | 1 | | | |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول 2 نشان می‌دهد از 99 شرکتی که از طریق افزایش سرمایه تأمین مالی کرده اند، 67 شرکت موفق و 32 شرکت در ردیف شرکت های ناموفق قرار دارد. این اختلاف از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد و با توجه به مقدار Z بدست آمده که برابر با 3/52 است و این مقدار در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد، بنابراین فرض صفر رد و فرض مقابل که همان ادعای محقق است تأیید می گردد. نتایج حاصله در مورد فرضیه فرعی دوم (جدول شماره 3) نشان می‌دهد که بین موفقیت شرکت و روش تأمین مالی از طریق وام بانکی رابطه معنی داری وجود ندارد.

جدول شماره 3- شرکتهایی که فقط از محل وام بانکی تأمین مالی نموده اند (فرضیه فرعی دوم)

| وضعیت شرکت | تعداد | نسبت مشاهده شده | نسبت مورد آزمون | مقدار Z | سطح معنی داری |
|------------|-------|-----------------|-----------------|---------|---------------|
| موفق | 177 | 0/34 | 0/5 | -7/46 | 0 |
| ناموفق | 348 | 0/66 | | | |
| کل | 525 | 1 | | | |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول شماره 3 نشان می‌دهد از 525 شرکتی که از طریق وام تأمین مالی کردند، 177 شرکت موفق و 348 شرکت در ردیف شرکت های ناموفق قرار دارد. این اختلاف از لحاظ آماری معنی دار می باشد و با توجه به مقدار Z بدست آمده که برابر با 7/46 - است و این مقدار در ناحیه رد فرض صفر قرار ندارد، فرض صفر پذیرفته و فرض مقابل که همان ادعای محقق است رد می شود.

10- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

هدف اصلی تحقیق حاضر، بررسی ارتباط بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت در فاصله سال های 1382-1386 می باشد. به منظور برآورد الگوی مناسب، پس از مروری اجمالی بر نظریات و کارهای تجربی انجام شده در مورد ساختار سرمایه، منابع تأمین مالی و ارتباط آن با بازده و موفقیت در

کشورهای مختلف جهان، ابتدا به بررسی ارتباط بین روش های تأمین مالی با موفقیت از طریق آزمون کای دو (χ^2) پرداخته شد و سپس به بررسی ارتباط جداگانه هریک از منابع تأمین مالی (افزایش سرمایه و وام بانکی) با موفقیت از طریق آزمون نسبت پرداخته شد و در پایان هم به مقایسه این دو منبع تأمین مالی از طریق آزمون مقایسه نسبت موفقیت در دو جامعه پرداخته شده است. بررسی تجربی تحقیق حاضر نشان می دهد بین روش های تأمین مالی از محل منابع برون سازمانی و موفقیت و عدم موفقیت شرکت ها ارتباط معنی داری وجود دارد و از بین دو منبع تأمین مالی برون سازمانی که در این تحقیق به بررسی آن ها پرداخته شده، یعنی افزایش سرمایه و وام بانکی این افزایش سرمایه است که ارتباط معنی داری با موفقیت شرکت ها دارد و تعداد شرکت های موفقی که از طریق افزایش سرمایه تأمین مالی نموده اند بیشتر از شرکت های موفقی است که از طریق وام بانکی تأمین مالی نموده اند. با توجه به نتایج حاصل از تحقیق می توان چنین پیشنهاد کرد که تأمین مالی از طریق انتشار سهام و بطور کلی بازار سرمایه را می توان در اولویت قرار داد البته اگر بتوان رفتار گذشته بازار را مبنای مناسبی برای رفتار آینده آن به شمار آورد.

منابع

- باقرزاده، سعید، (1382)، "تبیین الگو ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله تحقیقات مالی، شماره 6، پاییز و زمستان.
- بهرامفر، نقی، جواد ساعی، (1385)، "ارایه مدل برای پیش بینی عملکرد (مالی و بازار) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از اطلاعات مالی منتشره"، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 43.
- فهیم نژاد، سیدرضا، محمدعلی آقایی، (1382)، "نقش استقراض (اهرم مالی) در سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله بورس.ش 39، انتشارات سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
- مهرانی، ساسان، کاوه مهرانی، غلامرضا کرمی، (1383)، "استفاده از اطلاعات تاریخی مالی و غیر مالی جهت تفکیک شرکت های موفق و ناموفق"، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره 38.
- نوروش، ایرج، سجاد عابدی، (1384)، "رابطه بین شیوه های تأمین مالی و درصد تغییرات هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، شماره 3، سال هفدهم.

Alicia M. Robb, David T. Robinson, (2009), "The Capital Structure Decisions of New Firms", Kauffman/Cleveland Federal Reserve Bank Entrepreneurial Finance Conference for Helpful Comments on an Earlier Draft, Feb 11.

Brigham, Eugene F, (1988), "Financial Management, Theory and Practice", Fifth

Edition.

Chu, Yongqiang,(2009), "Optimal Capital Structure, Capacity Choice and Product Market Competition", Moore School of Business, University of South Carolina, Columbia, March 16.

Fugitak, Matsuno. T, (2001),"Financing the New Economy Firm in Today Japan, Bank of Japan ", Financial Market Department (Working Paper) 11.

Modigliani and Miller.M, June (1958), "The Cost of Capital Corporate Finance and the Theory of Investment", American Economic Review.

Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal, (2007), "Capital Structure Decisions, which Factor are Reliably Important?".

Murray, Z Frank, and K. Goyal, Vidhan, (2005) , "Trade-off and Pecking Order Theories of Debt", Working Paper, University of Minnesota and Hong Kong University of Science and Technology.

Zhe Zhang, Jie Cai, (2006) , "Capital Structure Dynamics and Stock Returns ", Drexel University LeBow College of Business Department of Finance , Singapore Management University Lee Kong Chain School of Business.

