

مربوط بودن اطلاعات حسابداری تاریخی در تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های ایرانی

علی ثقفی* ، مسعود غلامزاده لداری**

تاریخ دریافت: ۹۰/۱۰/۱۸

تاریخ تصویب: ۹۰/۱۲/۲۷

چکیده

در این تحقیق، مربوط بودن اطلاعات حسابداری تاریخی در زمینه تصمیمات تأمین مالی با استفاده از داده‌های تاریخی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ متعلق به ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. به این منظور، نحوه اثرگذاری شش متغیر حسابداری شامل سودآوری، رشد سودآوری، درآمد، رشد درآمد، سرمایه در گردش و توان پوشش هزینه تأمین مالی، بر تصمیمات تأمین مالی آزمون گردیده است.

یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که بخش عمده متغیرهای حسابداری مورد بررسی، در تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های ایرانی، اطلاعات مربوطی به حساب می‌آیند. به نظر می‌رسد سودآوری شرکت‌ها، مهم‌ترین متغیر حسابداری مورد بررسی است که تصمیم‌گیران در زمان تأمین مالی به آن توجه دارند. وضعیت نقدینگی طبق داده‌های ترازنامه‌ای، مبلغ درآمد فروش و توان پوشش هزینه تأمین مالی به لحاظ اثرگذاری بر تصمیمات تأمین مالی در رده‌های بعدی قرار دارند.

واژه‌های کلیدی: تصمیمات تأمین مالی، اطلاعات حسابداری، مربوط بودن

طبقه‌بندی موضوعی: M41

* دانشیار حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی (Iranianaa@yahoo.com)

** دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی (نویسنده مسئول) (Masoud.gholamzade@gmail.com)

مقدمه

مودیلیانی و میلر (۱۹۸۵) از جمله پیشگامان بررسی نظری و اثبات ریاضی تأثیر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت می‌باشند که با فرض بازار سرمایه کامل، به نظریه "غیر مرتبط بودن ساختار سرمایه" دست یافتند (Eriotis, et al, 2007)؛ به این معنی که ساختار سرمایه‌ای که شرکت انتخاب می‌کند بر ارزش آن تأثیری ندارد. بعد از تحقیق مزبور، محققین دیگر (و نیز مودیلیانی و میلر) اثرات مفروضات دیگر که کمتر محدودکننده بودند، را بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت مورد بررسی قرار دادند. برای مثال، مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳) با در نظر گرفتن مالیات، به این نتیجه رسیدند که بدهی برای شرکت‌ها سپر مالیاتی ایجاد می‌کند و شرکت‌ها باید از استقراض بیشتری استفاده کنند تا ارزش شرکت افزایش یابد (Ross, et al, 2002). محققین همچنین به تجزیه و تحلیل مالیات‌های شخصی پرداختند. میلر (۱۹۷۷)، سه نرخ مالیاتی تصویب شده در قانون مالیاتی آمریکا که تعیین کننده کل ارزش شرکت می‌باشد را مشخص نمود. این نرخ‌ها عبارتند از نرخ مالیات شرکتی، نرخ مالیات بر درآمد حاصل از سود سهام و نرخ مالیات بر درآمد حاصل از بهره. طبق نظر میلر، ارزش شرکت به مقدار نسبی هر نرخ مالیاتی نسبت به دو نرخ دیگر بستگی دارد. همچنین میلر استدلال می‌کند که مزایای مالیاتی بدهی، بیش از حد بزرگ جلوه داده شده است، چراکه مالیات بر درآمد شرکت جدا از مالیات بر درآمد اشخاص است. وی یادآور می‌شود که به دلیل کمتر بودن نرخ مؤثر مالیات شخصی سهامداران نسبت به نرخ مؤثر مالیات دارندگان اوراق قرضه‌های آمریکایی، شرکت‌ها از مزایای سپر مالیاتی به طور کامل استفاده نمی‌کنند (Ross, 1977).

با گذشت زمان و توسعه دنیای کسب و کار، تصمیمات تأمین مالی به یکی از مهم‌ترین تصمیمات مدیران شرکت‌ها تبدیل شد. "نظریه توازی ایستا" زمانی شکل گرفت که انتخاب نوع تأمین مالی شرکت به صورت گسترده‌ای مطرح گردید. منطبق این نظریه بر این مناسبت که تأمین مالی شرکت‌ها معمولاً از طریق نسبتی از بدهی و سهام صورت می‌پذیرد (Mat Kila, et al, 2008). حال از آنجا که پرداخت بهره بدهی منجر به صرفه‌جویی مالیاتی می‌گردد، تأمین مالی از طریق بدهی نسبت به سهام، ارزاتر می‌باشد. درحقیقت، دولت بخشی از هزینه تأمین مالی متحمل شده را پرداخت می‌نماید و به این ترتیب، یک سپر مالیاتی ایجاد می‌شود و با اضافه شدن بدهی به ساختار سرمایه شرکت، جریان‌های نقد بعد از مالیات

افزایش می‌یابد (Eichholtz & Brounen, 2001). براساس نظریه تراز ایستا، مزایای حاصل از صرفه‌جویی مالیاتی تأمین مالی از طریق بدهی باید با هزینه‌های ورشکستگی و محدودیت‌های مالی که با افزایش بدهی، بالا می‌رود موازنه شود (Myers, 1984). بنابراین، شرکتها به منظور حداکثرسازی ارزش، باید فعالیت‌هایی را به تعادل منافع مالیاتی بدهی و هزینه ورشکستگی مالی شرکت اختصاص دهند.

در مقابل، طبق "نظریه سلسله مراتبی"، شرکت‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز، سلسله مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل‌گیری این سلسله مراتب، پیامد عدم تقارن اطلاعات است. در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تأمین مالی از محل منابع داخلی شرکت (مثل سود انباشته یا اندوخته‌ها) را ترجیح می‌دهند. در این نظریه، هیچ ترکیب بدهی به حقوق صاحبان از قبل تعریف شده‌ای وجود ندارد (باقرزاده، ۲۰۰۳).

پس از اینکه تأثیر تصمیمات تأمین مالی بر ریسک و بازده شرکت‌ها در تحقیقات تجربی تأیید شد، این سؤال مطرح شد که چه عواملی بر انتخاب روش تأمین مالی مؤثرند؟ تحقیقات متعددی درخصوص عوامل اثرگذار (حسابداری و غیرحسابداری) بر ساختار سرمایه انجام شده است. عوامل اثرگذار مبتنی بر داده‌های حسابداری را می‌توان به شرح زیر خلاصه کرد:

سودآوری و رشد سودآوری: براساس نظریه سلسله مراتبی، شرکت‌ها در وهله اول از منابع داخلی خود استفاده می‌کنند. بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌هایی که سودآورتر هستند (و در نتیجه منابع داخلی بیشتری ایجاد می‌کنند) گرایش کمتری به سمت اهرمی شدن داشته باشند (Wald, 1999؛ Sunder & Myers, 1999). علاوه بر مبلغ سود، رشد سودآوری نیز در تعیین درجه اهرمی بودن حائز اهمیت است. طبق نظریه سلسله مراتبی می‌توان استدلال کرد که شرکت‌هایی که سودآوری آنها با نوسان نامساعد و عدم اطمینان همراه است، کمتر از استقراض استفاده می‌کنند (Ross, et al, 2002).

درآمد فروش: اندازه شرکت (که در بسیاری از نوشته‌ها، درآمد فروش شرکت شاخصی برای اندازه‌گیری آن است) با هزینه‌های ورشکستگی و ریسک ارتباط نزدیکی دارد. معمولاً شرکت‌های بزرگتر، جریان‌های نقدی پایدارتر و در نتیجه ریسک ورشکستگی کمتری دارند (Strange & Chen, 2005) و احتمال عدم پرداخت بدهی در آنها کمتر است. از سوی

دیگر بانک‌ها بیشتر تمایل دارند که وجوهشان را به شرکت‌های بزرگتر وام دهند. بنابراین انتظار می‌رود که درآمد فروش با درجه اهرمی، رابطه مثبت داشته باشد.

رشد درآمد فروش: رشد درآمد فروش (که شاخصی برای فرصت‌های رشد به حساب می‌آید) باعث تغییر ارزش شرکت می‌گردد. نوسان‌پذیری بیشتر ارزش شرکت، اغلب به عنوان ریسک بیشتر تلقی می‌شود. به همین دلیل یک شرکت با فرصت‌های رشد قابل توجه به عنوان شرکتی با ریسک زیاد در نظر گرفته می‌شود و برای تأمین سرمایه از محل بدهی با شرایط مطلوب، با مشکلاتی روبه‌رو می‌گردد، زیرا وام‌دهندگان تقاضای بازده بیشتری را دارند که باعث می‌شود استفاده از بدهی به هزینه بالایی منجر گردد. بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌هایی که پتانسیل رشد بیشتری دارند به سمت داشتن اهرم مالی کمتر گرایش داشته باشند (Myers, 1977). طبق نظریه سلسله مراتب نیز صنایعی که از رشد بالاتر برخوردارند، کمتر از استقراض استفاده می‌کنند (بریلی و مایرز، ۱۳۸۳).

نقدینگی شرکت: هر چه شرکت از وضعیت نقدینگی بهتری برخوردار باشد، انتظار می‌رود که منابع مورد نیاز را از محل عملیات خود تأمین کند و از تأمین مالی خارجی کمتر استفاده کند. بنابراین، انتظار می‌رود بین وضعیت نقدینگی شرکت و درجه اهرمی آن رابطه منفی وجود داشته باشد (Eriotis, et al, 2007).

توان پوشش هزینه تأمین مالی: افزایش بدهی، احتمال نکول بدهی را افزایش می‌دهد. با فرض اینکه توان پوشش هزینه تأمین مالی، معیاری برای اندازه‌گیری احتمال نکول بدهی باشد، توان پوشش بالاتر، نسبت بدهی پایین‌تری را نشان می‌دهد. زیرا شرکت‌هایی که دارای توان پوشش بالایی می‌باشند، توانایی تولید سود نسبتاً بالایی را داشته و در نتیجه برای تأمین مالی عملیات از سود خود استفاده می‌نمایند (Raviv & Harris, 1990). بنابراین انتظار می‌رود بین توان پوشش هزینه تأمین مالی شرکت و درجه اهرمی، رابطه منفی برقرار باشد. تصمیمات تأمین مالی در بنگاه‌های اقتصادی برای تداوم فعالیت از مهم‌ترین عوامل به شمار می‌رود. یک تصمیم نادرست در حوزه تأمین مالی می‌تواند تنگناهای مالی جبران‌ناپذیری را برای بنگاه‌ها به دنبال داشته باشد و آن‌ها را تا مرز ورشکستگی و نابودی پیش ببرد.

انتظار می‌رود مدیران شرکت‌ها تصمیمات تأمین مالی خود را به نحوی اتخاذ کنند که ارزش شرکت را به حداکثر برسانند. آن‌ها در عمل ضمن در نظر داشتن پیامدهای تصمیمات

خود، برای دستیابی به هدف مزبور، درجه اهرمی متفاوتی را انتخاب می‌کنند. یکی از مهم‌ترین ملاحظات آنکه باید در زمان تأمین مالی مورد توجه قرار گیرد، میزان ریسک مالی پذیرفته شده در اثر روش تأمین مالی انتخاب شده است. از طرف دیگر، عرضه‌کنندگان منابع مالی نیز باید به این نکته توجه ویژه داشته باشند.

هدف اصلی تحقیق پیش رو این است که با تجزیه و تحلیل داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی این موضوع پردازد که آیا متقاضیان و عرضه‌کنندگان منابع مالی در زمان تأمین مالی بنگاه‌ها به داده‌های تولید شده توسط سامانه‌های حسابداری توجه دارند؟ به عبارت دیگر، آیا متغیرهای مبتنی بر داده‌های حسابداری می‌توانند در تصمیمات تأمین مالی مربوط تلقی شوند و برای پیش‌بینی درجه اهرمی شدن مورد استفاده قرار گیرند؟ برای یافتن پاسخ این پرسش‌های مهم، مربوط بودن چند متغیر پرکاربرد حسابداری (سودآوری، رشد سودآوری، درآمد، رشد درآمد، سرمایه در گردش و توان پوشش هزینه تأمین مالی) در تعیین وضعیت اهرمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است.

پیشینه پژوهش

اگرچه تاکنون تحقیقی درخصوص مربوط بودن متغیرهای حسابداری در تصمیمات تأمین مالی منتشر نشده است، اما در زمینه رابطه متغیرهای مختلف (حسابداری و غیرحسابداری) با ساختار سرمایه پژوهش‌هایی انجام شده است که در ادامه به برخی از مهم‌ترین تحقیقات بیرون و درون ایران اشاره می‌شود.

پارلاک (Parlak, 2010) تأثیر اندازه، ریسک، رشد، نرخ مالیاتی و ارزش وثیقه‌ای بر روی نسبت اهرمی ۱۴۵ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ملی ترکیه را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های او حاکی از این است که شرکت‌ها تمایل دارند برای تأمین مالی فعالیت‌هایشان در وهله اول از وجوه داخلی استفاده کنند. همچنین در دوران بحران که سهام عادی کمتر از واقع ارزشگذاری می‌گردد، در صورت عدم وجود وجوه داخلی، شرکت‌ها صرف‌نظر از ساختار ریسک و اندازه‌شان به شدت به تسهیلات بانکی اتکا می‌کنند و در دوران توسعه اقتصادی، شرکت‌هایی که ریسک عملیاتی آن‌ها کم است، استقراض کوتاه‌مدت را ترجیح می‌دهند.

اریوتیس و همکاران (Eriotis, et al, 2007)، با بررسی ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار یونان طی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۱ دریافتند که از یک سو میان اندازه شرکت و ساختار سرمایه آن، رابطه مثبت و معنی دار و از سوی دیگر میان رشد، توان پوشش هزینه تأمین مالی و نسبت آنی (نقدینگی) شرکت و ساختار سرمایه آن رابطه منفی و معنی دار وجود دارد. همچنین بین ساختار سرمایه شرکت‌هایی که از بدهی بیشتری استفاده می‌کنند با دیگر شرکت‌ها تفاوت معنی داری وجود دارد.

چن و استرانگ (Strange & Chen, 2005) عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شانگ‌های و شزن چین را بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که سودآوری با نسبت بدهی رابطه منفی معنی دار دارد.

چن و همس (Chen & Hammes, 2004) با بررسی شرکت‌های منتخب از هفت کشور آمریکا، کانادا، انگلیس، آلمان، ایتالیا، سوئد و دانمارک دریافتند که اندازه با اهرم رابطه مستقیم و سودآوری با اهرم رابطه منفی دارد.

بوث و همکاران (Booth, et al, 2001) به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه ۱۰ کشور در حال توسعه پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که تصمیمات ساختار سرمایه کشورهای مزبور تحت تأثیر متغیرهای مشابه کشورهای توسعه یافته است و شرکت‌هایی که سودآوری بالاتری دارند، نسبت بدهی کمتری دارند.

سجادی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر روی ساختار سرمایه ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که نسبت آنی، توان پوشش هزینه تأمین مالی و رشد شرکت با ساختار سرمایه رابطه منفی و معنی دار دارد.

قالیباف اصل و ایزدی (۱۳۸۸) با بررسی ساختار سرمایه ۶۸ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۵ به این نتیجه دست یافتند که اندازه، سودآوری و نقدینگی با ساختار سرمایه رابطه منفی و معنی دار دارند، لیکن بین دارایی‌های قابل وثیقه و ریسک تجاری با ساختار سرمایه رابطه معنی دار وجود ندارد.

احمدپور و سلیمی (۱۳۸۶)، به بررسی تأثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۲ تا ۱۳۸۱ پرداختند. آنها دریافتند که ساختار سرمایه شرکت‌های موجود در هر صنعت، تفاوت چندانی با هم نداشته و به عبارتی

شرکت‌های بزرگ و کوچک در هر صنعت، ساختار سرمایه یکسانی دارند. همچنین، نتایج بدست آمده از تحقیق آنها نشان‌دهنده نبود رابطه معنی‌دار میان اندازه و ساختار سرمایه می‌باشد.

سینایی و رضائیان (۱۳۸۴) تأثیر اندازه، سودآوری، فرصت رشد و دارایی‌های مشهود بر اهرم مالی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتیجه‌گیری آنها حاکی از آن بود که در فواصل زمانی متفاوت، ویژگی‌های شرکت در مشارکت با سایر عوامل درون و برون سازمانی و تحت ساختار مالکیت خاصی دارای اثر متفاوتی می‌باشند.

باقرزاده (۱۳۸۲)، به منظور تبیین الگوی ساختار سرمایه، عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه ۱۵۸ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سالهای ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ را مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق وی نشان می‌دهد الگوی ساختار سرمایه، تابع متغیرهایی نظیر میزان دارایی‌های ثابت (دارایی‌هایی که دارای ارزش وثیقه‌ای می‌باشند)، اندازه و سودآوری شرکت می‌باشد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری، فرضیه‌های این تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

- فرضیه ۱:** میزان سودآوری شرکت، متغیر مربوطی در تصمیمات تأمین مالی به شمار می‌آید.
- فرضیه ۲:** رشد سودآوری شرکت، متغیر مربوطی در تصمیمات تأمین مالی به شمار می‌آید.
- فرضیه ۳:** میزان درآمد فروش شرکت، متغیر مربوطی در تصمیمات تأمین مالی به شمار می‌آید.
- فرضیه ۴:** رشد درآمد فروش شرکت، متغیر مربوطی در تصمیمات تأمین مالی به شمار می‌آید.
- فرضیه ۵:** سرمایه در گردش شرکت، متغیر مربوطی در تصمیمات تأمین مالی به شمار می‌آید.
- فرضیه ۶:** توان پوشش هزینه تأمین مالی شرکت، متغیر مربوطی در تصمیمات تأمین مالی به شمار می‌آید.

نوع و روش پژوهش

روش تحقیق، همبستگی می‌باشد. روش‌شناسی تحقیق نیز از نوع پس‌رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) است.

در تحقیقاتی که تاکنون در خصوص عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه انجام شده است، عمدتاً رابطه نسبت بدهی هر سال (به عنوان شاخص ساختار سرمایه) با اندازه متغیرهای مختلف در همان سال در قالب یک مدل رگرسیون مورد آزمون قرار گرفته است. در این تحقیق به منظور تعیین قدرت پیش‌بینی و مربوط بودن اطلاعات حسابداری در زمینه تصمیمات تأمین مالی، سعی شده است تا درجه اهرمی شرکت‌ها با یک فاصله زمانی نسبت به متغیرهای حسابداری وارد مدل شود. با اتخاذ این رویکرد، تأثیر متغیرهای حسابداری بر تصمیمات تأمین مالی به گونه‌ای دقیق‌تر مشخص می‌شود.

برای آزمون فرضیه‌های این تحقیق از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$LEV_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 GrowthE_{it} + \beta_3 S_{it} + \beta_4 GrowthS_{it} + \beta_5 WC_{it} + \beta_6 INCOV_{it} + \varepsilon_{it}$$

$LEV_{i,t+1}$: درجه اهرمی بودن شرکت را نشان می‌دهد که از طریق نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال $t+1$ اندازه‌گیری شده است.

E_{it} : سود خالص قبل از ارقام غیرمترقبه شرکت در سال t است که به منظور هم‌مقیاسی، بر ارزش دفتری ابتدای دوره کل دارایی‌ها تقسیم شده است.

$Growth-E_{it}$: رشد سود خالص قبل از ارقام غیرمترقبه شرکت در سال t است.

S_{it} : لگاریتم طبیعی درآمد فروش شرکت در سال t است.

$Growth-S_{it}$: رشد درآمد فروش شرکت در سال t است.

WC_{it} : سرمایه در گردش شرکت به جمع بدهی‌های جاری آن در پایان سال t است.

$INCOV_{it}$: توان پوشش هزینه تأمین مالی شرکت است که از طریق تقسیم سود خالص قبل از هزینه‌های مالی و مالیات بر هزینه‌های مالی شرکت در سال t بدست می‌آید.

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای انتخاب نمونه آماری، شرایط زیر در نظر گرفته شده است و آن دسته از شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند مورد بررسی قرار گرفته‌اند:

۱- شرکت‌هایی که نامشان در پایان سال ۱۳۸۲ در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران درج شده و تا پایان سال ۱۳۸۹ حذف نشده باشند. قلمرو زمانی ۷

ساله می‌تواند یک دوره نسبتاً طولانی مدت برای ارزیابی تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها باشد.

۲- اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی تحقیق موجود باشد.

۳- سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۴- شرکت سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی نباشد.

با توجه به معیارهای مزبور، تعداد ۱۰۰ شرکت از ۱۳۰ شرکت حاوی شرایط فوق به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب شد و داده‌های مورد نیاز از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها استخراج شده است. برای تخمین مدل‌ها از نرم‌افزار SPSS استفاده شده است.

ارائه و تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

ویژگی‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق اعم از متغیرهای مستقل و وابسته در نگاره (۱) ارائه شده است. نکته جالب توجه این است که میانگین و میانه اهرم (بدهی به حقوق صاحبان سهام) در شرکت‌های نمونه طی دوره مورد بررسی به ترتیب حدود ۲/۳ و ۱/۸ بوده و دامنه تغییرات آن نیز نسبتاً گسترده است و از ۰/۱ تا ۹/۷ را پوشش می‌دهد.

نگاره (۱): آمار توصیفی

متغیرهای تحقیق	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	حداقل	حداکثر
اهرم (Lev)	۲/۲۶	۱/۷۹	۱/۷۳	۱/۹۴	۰/۱۱	۹/۶۸
سود قبل از اقلام غیرمترقبه (E) - تعدیل شده با ارزش دفتری ابتدای دوره دارایی‌ها	۰/۱۶	۰/۱۳	۰/۱۲	۱/۱۶	۰/۰۲	۰/۵۹
رشد سود قبل از اقلام غیرمترقبه (Growth-E)	۰/۱۷	۰/۰۷	۰/۵۸	۱/۷۰	-۰/۸۲	۲/۵۹
لگاریتم طبیعی درآمد فروش (S)	۰/۱۳	۰/۱۲	۰/۰۱	۰/۹۲	۰/۱۰	۰/۱۸
رشد درآمد فروش (Growth-S)	۰/۰۳	۰/۰۲	۰/۰۱	۱۵/۴۴	-۰/۰۱	۰/۳۰
سرمایه در گردش به بدهی‌های جاری (WC)	۰/۱۹	۰/۱۵	۰/۳۷	۰/۵۳	-۰/۷۱	۱/۴۵
توان پوشش هزینه تأمین مالی (INCOV)	۰/۲۴	۰/۰۵	۰/۸۹	۷/۳۱	-۰/۰۲	۹/۴۳

تحلیل همبستگی

همبستگی معیاری است که برای تعیین رابطه دو متغیر به کار می‌رود. در این تحقیق شدت رابطه بین اهرم (نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام) و متغیرهای مبتنی بر داده‌های حسابداری سنجیده و ضرایب همبستگی بین متغیرها در نگاره ۲ نشان داده شده است. اعدادی که با یک ستاره مشخص شده نشان می‌دهد که همبستگی در سطح یک درصد معنی‌دار است و مابقی دارای رابطه همبستگی معنی‌داری نیستند.

سودآوری، سرمایه در گردش و توان پوشش هزینه تأمین مالی با اهرم همبستگی منفی و معنادار دارند که در میان این سه متغیر، شدت همبستگی سودآوری با اهرم از بقیه متغیرها بیشتر است و کمترین همبستگی را توان پوشش هزینه تأمین مالی دارد. درآمد فروش با اهرم همبستگی مثبت و معنی‌دار دارد، اما رشد سودآوری و رشد درآمد فروش با اهرم همبستگی معنی‌دار ندارد.

نگاره (۲): همبستگی

INCOV	WC	Growth-S	S	Growth-E	E	Lev	شرح
						۱	Lev
					۱	* -۰/۳۴۶	E
				۱	* ۰/۲۸۲	-۰/۰۰۹	Growth-E
			۱	۰/۶۰	۰/۰۱۴	* ۰/۱۸۴	S
		۱	* ۰/۲۶۱	* ۰/۱۵۴	* ۰/۰۸۹	۰/۰۴۵	Growth-S
	۱	-۰/۰۲۵	* ۰/۲۵۳	۰/۰۵۲	* ۰/۲۲۴	* -۰/۳۲	WC
۱	-۰/۵۱	-۰/۰۲۳	-۰/۰۳۶	۰/۰۲۴	* ۰/۲۱۹	* -۰/۱۶۵	INCOV

تحلیل رگرسیون و آزمون فرضیه‌ها

بر اساس نتیجه آزمون کلمگروف - اسمیرنوف، داده‌های متغیر وابسته تحقیق نرمال بوده است ($k-S=3/899$ و $sig=0/000$). نتیجه برازش مدل رگرسیون در نگاره ۳ آمده است. آماره F به دست آمده، بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیون برازش شده در سطح اطمینان ۹۹ درصد است.

ضریب $-3/93$ بیانگر وجود رابطه منفی معنی‌دار در سطح خطای ۱ درصد بین سودآوری هر سال و میزان اهرم سال آینده است. به عبارت دیگر، رقم سود خالص متغیر مربوطی در

تصمیمات تأمین مالی به حساب می‌آید و هر چه مبلغ آن بیشتر باشد، مدیران از استقراض کمتر استفاده می‌کنند که این نتیجه با نظریه سلسله مراتبی ارائه شده در بخش مبانی نظری تحقیق سازگار است. لذا فرضیه اول تحقیق تأیید می‌شود که این نتیجه با یافته‌های تحقیق چن و استرانگ (۲۰۰۵)، چن و همس (۲۰۰۴) و بوث و همکاران (۲۰۰۱) سازگار است.

ضریب ۱۴/۱۷۷ حاکی از این است که در سطح خطای ۱ درصد، بین مبلغ درآمد فروش هر سال و میزان اهرم سال آینده رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد. به عبارت دیگر، رقم درآمد فروش هر سال متغیر مربوطی در تصمیمات تأمین مالی به شمار می‌آید و هر چه مبلغ درآمد فروش افزایش یابد، مدیران به سمت اهرمی‌تر شدن شرکت گرایش پیدا خواهند کرد. این نتیجه با یافته‌های تحقیق اریوتیس و همکاران (۲۰۰۷) و چن و همس (۲۰۰۴) سازگار است. شاید توجیه این نتیجه‌گیری از طرف تأمین‌کننده منابع مالی منطقی‌تر باشد. تأمین‌کنندگان به شرکت‌هایی که مبلغ فروش بالاتری دارند راحت‌تر وام می‌دهند. این نتیجه‌گیری با استدلال ارائه شده در بخش مبانی نظری سازگار است و بنابراین فرضیه سوم تحقیق نیز تأیید می‌شود.

ضریب ۱/۰۹۶- بیانگر وجود رابطه منفی معنی‌دار بین مبلغ سرمایه در گردش هر سال و روند اهرمی شدن در سال آینده در سطح خطای ۱ درصد می‌باشد که با استدلال ارائه شده در بخش مبانی نظری سازگار است. بنابراین نقدینگی شرکت یک متغیر مربوط در تصمیمات تأمین مالی به حساب می‌آید و فرضیه پنجم تحقیق تأیید می‌شود که با یافته تحقیق اریوتیس و همکاران (۲۰۰۷) سازگار است.

تکانه (۳): خلاصه نتایج تحلیل رگرسیون

متغیر وابسته: اهرم (بدهی به حقوق صاحبان سهام)			
$LEV_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 GrowthE_{it} + \beta_3 S_{it} + \beta_4 GrowthS_{it} + \beta_5 WC_{it} + \beta_6 INCOV_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	p-value
E	* -۳/۹۳۰	-۶/۶۸۶	۰/۰۰۰
Growth-E	-۰/۲۰۲	-۱/۷۲۶	۰/۰۸۵
S	* ۱۴/۱۷۷	۲/۹۲۹	۰/۰۰۴
Growth-S	۳/۳۲۵	۰/۸۳۴	۰/۴۰۵
WC	* -۱/۰۹۶	-۵/۹۴۳	۰/۰۰۰
INCOV	* -۰/۲۲۳	-۳/۰۳۵	۰/۰۰۳

نگاره (۳): خلاصه نتایج تحلیل رگرسیون

متغیر وابسته: اهرم (بدهی به حقوق صاحبان سهام)			
$LEV_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 GrowthE_{it} + \beta_3 S_{it} + \beta_4 GrowthS_{it} + \beta_5 WC_{it} + \beta_6 INCOV_{it} + \varepsilon_{it}$			
۱/۷۸۹	آماره دوربین واتسون	۲۴/۲۸۷	F آماره
۰/۱۹۵	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۰۰	sig

* در سطح ۱ درصد معنی دار است.

ضریب $-۰/۲۲۳$ ، رابطه منفی معنادار بین توان پوشش هزینه تأمین مالی براساس آخرین صورت‌های مالی منتشر شده و گرایش به سمت اهرمی شدن در آینده را نشان می‌دهد. همان‌طور که پیش‌تر گفته شد، شرکت‌هایی که دارای توان پوشش بالایی می‌باشند، توانایی تولید سود نسبتاً بالایی را داشته و در نتیجه برای تأمین مالی عملیات از سود خود استفاده می‌نمایند و کمتر به سمت تأمین مالی خارجی گرایش دارند. بنابراین، در سطح خطای ۱ درصد می‌توان نتیجه‌گیری کرد که توان پوشش هزینه تأمین مالی که براساس داده‌های تهیه شده توسط سامانه حسابداری محاسبه می‌شود، متغیر مربوط در تصمیمات تأمین مالی قلمداد می‌شود. این نتیجه‌گیری با یافته تحقیق اریوتیس و همکاران (۲۰۰۷) سازگار است.

در نهایت، برخلاف تصور اولیه، رشد سودآوری و رشد درآمد فروش از جمله متغیرهای حسابداری هستند که در تصمیمات تأمین مالی چندان مورد توجه قرار نمی‌گیرند و مدیران بیشتر به مبلغ سود و درآمد توجه دارند.

ضریب تعیین به دست آمده نشان می‌دهد که متغیرهای حسابداری مورد بررسی در این پژوهش، حدود ۲۰ درصد تصمیمات تأمین مالی را تبیین می‌کنند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که متغیرهای حسابداری شامل ارقام سود و زیان و ترازنامه (سود خالص، درآمد، سرمایه در گردش و توان پوشش هزینه تأمین مالی) در تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های ایرانی اطلاعات مربوطی به حساب می‌آیند. تحقیقات گذشته رابطه بین برخی متغیرهای حسابداری و ساختار سرمایه را تأیید کردند و در این تحقیق به مربوط بودن این متغیرهای حسابداری در تصمیمات تأمین مالی پرداختیم. به عبارت دیگر،

در اینجا فرض کردیم تصمیم‌گیران با در اختیار داشتن آخرین اطلاعات حسابداری حسابرسی شده چگونه تصمیم می‌گیرند که یافته‌ها حکایت از تأثیر این متغیرها بر تصمیمات مزبور دارد. سودآوری شرکت مهم‌ترین متغیری است که تصمیم‌گیران در زمان تأمین مالی شرکت به آن توجه دارند. وضعیت نقدینگی طبق داده‌های ترازنامه‌ای، مبلغ درآمد فروش و توان پوشش هزینه تأمین مالی به لحاظ اثرگذاری بر تصمیمات تأمین مالی در رده‌های بعدی قرار دارند.

یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که رشد سودآوری و رشد درآمد فروش در تصمیمات تأمین مالی شرکت‌های ایرانی چندان مورد توجه قرار نمی‌گیرند و مدیران بیشتر به مبلغ سود و درآمد توجه دارند. به دلیل تأثیر انتخاب یک روش تأمین مالی بر رشد سودآوری آتی و در نتیجه ریسک شرکت، مدیران به منظور پاسخگویی به انتظارات سهامداران و سایر ذینفعان باید به رشد سودآوری هم توجه ویژه داشته باشند. به عبارت دیگر، آنها باید به این سؤال اساسی پاسخ دهند که تأثیر روش تأمین مالی انتخاب شده بر روند رشد سودآوری شرکت در آینده (و در نتیجه ریسک شرکت) چگونه خواهد بود؟ توجه به رشد درآمد هم از جهت مهم است که این شاخص، برآوردی از مبلغ درآمد سال‌های آینده و توان بالقوه شرکت برای ایفای تعهدات را بازتاب می‌دهد که عدم توجه به آن و توجه صرف به مبلغ درآمد می‌تواند موجب گمراهی در تصمیمات تأمین مالی شود.

انجام این تحقیق با محدودیت‌هایی نیز همراه بوده است. برای مثال، در اینجا فرض شده است که مدیران براساس آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده تصمیمات خود را اتخاذ می‌کنند، در صورتی که ممکن است در روزهای بعد از پایان سال مالی (و تاریخ اتخاذ تصمیمات تأمین مالی) وضعیت مالی و سودآوری شرکت نسبت به آخرین صورت‌های مالی تغییراتی داشته باشد که دسترسی به اینگونه اطلاعات امکان‌پذیر نیست.

همچنین عوامل برون‌زا نیز بر نتایج تحقیق تأثیر می‌گذارند. برای مثال، وضعیت کلی بازار سرمایه در زمان اتخاذ تصمیمات تأمین مالی، از جمله عواملی است که انتخاب از بین دو گزینه بازار سرمایه و بازار پول به منظور تأمین مالی (و در نتیجه درجه اهرمی شدن شرکت) را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

پیشنهاد می‌شود تحقیق حاضر برای شرکت‌های کوچک و متوسط انجام شود و مشخص شود که آیا در اینگونه شرکت‌ها، اطلاعات حسابداری در تصمیمات تأمین مالی و تعیین

ساختار سرمایه، مربوط تلقی می‌شوند یا خیر. همچنین پیشنهاد می‌شود نقش داده‌های صورت جریان وجوه نقد در تصمیمات تأمین مالی مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

۱. احمدپور، احمد، و امین سلیمی. (۱۳۸۶). «تأثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره بیست و ششم، شماره ۱
۲. باقرزاده، سعید. (۱۳۸۲). «تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، شماره ۱۶
۳. بریلی، ریچارد، و استیورات مایرز. (۱۳۸۳). «مدیریت مالی (جلد اول)»، ترجمه و اقتباس سعید باقرزاده، تهران، انتشارات زرین کوب
۴. سجادی، سید حسین، و کامران محمدی، و محمد سلگی. (۱۳۹۰). «بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر روی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره ۱۰
۵. سینایی، حسنعلی، و علی رضائیان. (۱۳۸۴). «بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی)»، پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، شماره ۱۹
۶. قالیباف اصل، حسن، و سلما ایزدی. (۱۳۸۸). «مطالعه تجربی تئوری توازی ایستا در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله دانش و توسعه، سال شانزدهم، شماره ۲۶
۷. کردستانی، غلامرضا، و مظاهر نجفی عمران. (۱۳۸۷). «بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازی ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی»، تحقیقات مالی، شماره ۲۵
8. Booth, L., & V. Aivazian, & A. Demirguc, & V. Maksimovic. (2001). "Capital structures in Developing Countries". *Journal of Finance*, 16(1), PP 87-130
9. Brounen, D., & P.M.A. Eichholtz. (2001). "Capital Structure Theory: Evidence from European Property Companies' Capital Offerings". *Real Estate Economics*, Vol. 29, PP 615-632
10. Chen, Y., & K. Hammes. (2004). "Capital Structure, Theories and empirical results - a panel data analysis". Gothenburg University, Working Paper Series

11. Chen, J., & R. Strange. (2005). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies". *Economic Change and Restructuring*, 38, PP 11-35
12. Eriotis, N., & D. Vasilou, & Z.V. Neokosmidi.(2007). "How firm characteristics affect capital structure: an empirical study". *Managerial Finance*, 33, 5, pp. 321-331
13. Harris, M., & A. Raviv. (1990). "Capital structure and the informational role of debt". *Journal of Finance*, Vol. 45, PP 321-49
14. Mat Kila, S., & W. Mahmood, & W. Mansoor. (2008). "Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies". Munich Personal RePEc Archive, Paper No. 14616
15. Modigliani , F., & M. Miller. (1963). "The Cost Of Capital Corporation Finance And The Theory Of Investment". *American economics review*, 48 (3) , PP 261-297
16. Myers, s. (1977). "determinants of corporate borrowing". *Journal of financial economics*, 5(2), PP 147-175.
17. Myers, S. C.(1984). "The Capital Structure Puzzle ". *Journal of Finance*, 39, PP 575-92
18. Parlak, D. (2010). "Determinants of Capital Structure Policies of Turkish Manufacturing Firms". *The Business Review*, Cambridge, Vol. 14, No. 2, pp. 147-153
19. Ross,S.A. (1977). "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach". *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No.1, PP 23-40
20. Ross,S.A., & R.W. Westerfield. & J.F. Jaffe. (2002). "Corporate Finance", McGraw-Hill, NewYork.
21. Sunder, L. S., & S. C. Myers. (1999) . "Testing Static Trade-off against Pecking Order Models of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 51
22. Wald, J. (1999). "How firm characteristics affect capital structure: an international comparison". *The Journal of Financial Research*, Vol. 22, No. 2, PP161-187