

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 صحرائی***

تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۰۲/۰۷ تاریخ پذیرش: ۱۳۸۸/۰۳/۰۴

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 ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ 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 ۶۲۴ شرکت می‌باشد که ۹۹ شرکت آن از محل افزایش سرمایه (۶۷ شرکت موفق و ۳۲ شرکت ناموفق) و ۵۲۵ شرکت از محل وام بانکی تأمین مالی نموده‌اند (۱۷۷ شرکت موفق و ۳۴۸ 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.

۱- مقدمه

شرکت‌ها برای اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآوردر 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، ۱۳۸۰). 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 خصوصیتی همچون هزینه سرمایه اندک و نرخ بازده بیشتر همراه است. بررسی مطالعات پیشین نشان می‌دهد اکثر مطالعات روش‌های تأمین مالی و تاثیر 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 میان 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؟

۲- 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 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 منافی 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 مبنی بر روش تأمین مالی شرکت‌ها واکنش‌های مثبت و منفی در بازده سهام داشته‌اند، بنابراین 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:

۲-۱- از دیدگاه مدیران: مدیران شرکت‌ها به عنوان مباشران صاحبان سرمایه که

همیشه سعی در افزایش ثروت و بازده سهامداران خود داشته اند، در صورت اثبات فرضیه های این تحقیق می توانند با انتخاب منبع تأمین مالی مناسب باعث افزایش ثروت و بازده سهامداران شرکت گردند.

۲-۲- از دیدگاه سهامداران: با تبیین تأثیر گذاری سیاست های روش های تأمین مالی (افزایش سرمایه، وام) بر بازده سهام و در نهایت در جمع ثروت سهامداران، سهامداران در هنگام تصمیم گیری های مربوط به افزایش سرمایه شرکت بهتر و منطقی تر می توانند عمل نمایند. از اینرو انجام تحقیقی در این زمینه می تواند به عنوان راهنمایی جهت سرمایه گذاری مورد استفاده واقع شود و در صورت تأیید فرضیه های تحقیق در خصوص ارتباط بین روش های تأمین مالی با موفقیت، سهامداران در رابطه با خرید و فروش و یا نگهداری سهام خود به صورت عقلایی تر تصمیم گیری خواهند نمود. نتایج حاصل از این تحقیق و روش شناسی تحقیق نیز می تواند با سایر تحقیقات مشابه مقایسه شده و به عنوان الگو و زیر بنای تحقیقات آتی قرار گرفته و کامل تر گردد.

۳- مبانی نظری پیشینه تحقیق

نظریه های متعددی در خصوص نحوه گزینش منابع تأمین مالی (گزینش از بین بدهی و انتشار سهام) توسط محققین ارائه گردیده است، که کانون توجه همه این نظریه ها به تأثیر نوع منبع تأمین مالی بر ارزش شرکت بر می گردد. این نظریه ها عبارتند از:

۳-۱- نگرش سنتی

اساس روش فوق بر این است که ساختار مطلوب سرمایه وجود دارد و می توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد. در واقع این روش پیشنهاد می کند که در اثر استفاده بیشتر از بدهی، هزینه سرمایه ابتدا کاهش می یابد و سپس به علت افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام، افزایش می یابد.

۳-۲- نظریه میلر و مودیلیانی (M-M)

میلر و مودیلیانی^۱ (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 پایین‌تر 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.

۳-۲-۱- نظریه میلر - مودیلیانی با اثر مالیات بر شرکت

میلر و مودیلیانی (۱۹۶۳-۱۹۶۷) 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 استقراض برای شرکت سپر (مزیت) مالیاتی ایجاد می‌کند، منطقاً باید انتظار داشت شرکت‌ها از بین منابع مختلف تأمین مالی، ترجیحاً از استقراض استفاده کنند زیرا استفاده بیشتر از استقراض موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد. به عبارت دیگر، زمانی که استقراض مزیت مالیاتی برای شرکت ایجاد می‌کند، ارزش شرکت تابع مستقیم میزان استقراض یا اهرم مالی آن می‌شود.

۳-۳- تئوری سلسله مراتب گزینه تأمین مالی^۲

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

۱. Modigliani and Miller .

۲. The Pecking Order Theory

اطلاعات است. طبق این تئوری، در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون سازمانی، 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 نکند، از بین منابع خارج از شرکت، ابتدا به انتشار کم ریسک‌ترین اوراق بهادار یعنی اوراق قرضه (استقراض) متوسل می‌شوند و در صورتی که استقراض تکافو نکند و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد، دست آخر به انتشار سهام مبادرت می‌ورزند (فرانک و گویال، ۲۰۰۷).

۳-۴- تئوری ایستایا پایدار^۱

بر اساس این تئوری همان گونه که شرکت، سود سهام پرداختی خود را در سمت و سوی یک نسبت پرداخت مطلوب در آینده تنظیم می‌نماید و در راستای آن حرکت می‌کند، یک نسبت بدهی مطلوب را نیز تعیین می‌کند و این نسبت بدهی بهینه شرکت، بر اساس توازن هزینه‌ها و منافع استقراض تعیین می‌شود (استوارت، ۱۳۷۳). در این تئوری ساختار مطلوب سرمایه را می‌توان به منزله توازن بین مزیت‌های مالیاتی بدهی و هزینه‌های بحران مالی و ورشکستگی احتمالی (ناشی از بدهی) و نمایندگی تلقی نمود. طبق این نظریه شرکت بایستی آنقدر بدهی را با سهام و بدهی تعویض و جایگزین نماید تا ارزش آن حداکثر گردد. مسأله مهمی که در این بده و بستان‌ها مطرح می‌شود وجود هزینه تنظیم نسبت بدهی است و تنظیم نسبت بدهی به حد مطلوب به آرامی صورت می‌گیرد. 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 می‌گردد (کای ژنگ، ۲۰۰۶).

۳-۵- تئوری زمان بندی بازار^۲

پایه و اساس این تئوری شرایط بازار است یعنی مدیران شرایط بازار را برای هر دو

۱. Static Trade off Theory

۲. The Market Timing Theory

بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون سازمانی) و ۷۱

منبع مالی یعنی استقراض و صدور سهام می‌سیند اگر آنها نیاز به تأمین مالی داشته باشند از منبعی استفاده می‌کنند که شرایط بازار آن مناسب است. اگر شرایط بازار هر دو منبع تأمین مالی مناسب نباشد آن‌ها این موضوع را به تأخیر می‌اندازند ولی اگر شرایط بازار مناسب باشد آن‌ها تأمین مالی را انجام خواهند داد حتی اگر نیازی به منابع مالی نداشته باشند (فرانک و گویال، ۲۰۰۷).

۳-۶- مدل تأمین مالی پویا

در ساختار سرمایه ایستا فرض بر این است که اهرم معلومی برای شرکت وجود دارد و شرکت سعی می‌کند 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 سرمایه‌های با ماهیت پویا و تعدیلی شرکت‌ها 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 نقطه‌ای از زمان تحقق ساختار بهینه شرکت‌ها امکان پذیر نیست. دوم شرکت‌ها در جهت ساختار سرمایه هدف حرکت می‌کنند و از سرعت تعدیلی برخوردارند و این سرعت تعدیل و اجزای تشکیل دهنده آن در میان شرکت‌ها فرق دارد. در مدل پویا که در دهه اخیر تحقیقات زیادی را به خود اختصاص داده است، شرکت سعی می‌کند که سطح بدهی یا اهرم خود را در زمان‌های مختلف تعدیل کند. البته این امر هزینه‌های تعدیل را نیز به همراه دارد و شناسایی عوامل تأثیرگذار بر سرعت تعدیل از اهمیت قابل توجهی برخوردار است.

۴- 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 می شود. دونالدسون، میرز و برادلی در سال ۱۹۶۱ تحقیقی درباره عملکرد تأمین مالی شرکت های بزرگ انجام دادند و مشاهده نمودند که مدیریت از منابع مالی درون سازمانی به عنوان یک منبع جدید تأمین مالی شدیداً طرفداری می کند و حتی منابع برون سازمانی را کنار می گذارد و در صورت نیاز به منابع مالی برون سازمانی بیشتر از استقراض استفاده می کنند. حتی زمانی که نسبت قیمت به سود بالا بوده است با وجود مناسب بودن زمان فروش سهام عادی، نسبت به انتشار سهام بی میلی نشان می دادند، به گونه ای که هزینه سرمایه ای شامل سرمایه گذاری در موجودی ها و سایر دارایی های جاری را از منابع داخلی تأمین نموده اند. بنیادی ترین تحقیق مربوط به ساختار سرمایه بعد از ارایه نظرات میلر و مودیلیانی، متعلق به جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) است که به عنوان « تئوری واحد اقتصادی: رفتار مدیران، هزینه های نمایندگی و ساختار سرمایه » به بررسی عوامل و دلایل تئوریک انتخاب الگوی ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی و تضاد منافع بین ذی نفعان مختلف واحد اقتصادی پرداخته است. در این تحقیق که تلویحاً به تبیین « تئوری توازن پایدار ساختار سرمایه » پرداخته است، به نظر جنسن مکلینگ، می توان با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه های نمایندگی، به یک ساختار مطلوب سرمایه دست پیدا کرد. تحقیق دیگر متعلق به مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) است که به بررسی عوامل تعیین کننده 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، شرکت های سودآور، منابع تأمین مالی داخلی را به منابع خارجی ترجیح می دهند. اما چنانچه به منابع بیشتری نیاز داشته باشند، ابتدا به استقراض و در نهایت به انتشار سهام مبادرت می ورزند. مایرز در تحقیق مستقل (۱۹۸۴) با عنوان « معمای ساختار سرمایه » به این نتیجه رسید که شرکت های سودآور در مقایسه با شرکت های غیرسودآور، استقراض کمتری می کنند و در نتیجه، نسبت بدهی به سرمایه آنها پایین تر است. که از این قاعده به عنوان « تئوری سلسله مراتب گزینه های تأمین مالی » یاد نمود. جامع ترین و برجسته ترین تحقیق مرتبط با ساختار

۷۳ بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون سازمانی) و ...

سرمایه متعلق به راجان و زینگلاس (۱۹۹۵) 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 دارائی ثابت مشهود و اندازه شرکت رابطه مثبت دارد. فوجیتاو ماتسونو (۱۹۹۹)، تأمین مالی برای وضعیت اقتصادی و شرایط فعلی شرکت‌های ژاپنی را بررسی نمودند و عنوان کردند که ۳۰ درصد از سرمایه‌گذاری‌ها و تأمین مالی شرکت‌ها، مربوط به پارادوکس تکنولوژی اطلاعات (IT) است. کوپر و سرچی (۲۰۰۱) در تحقیقی تحت عنوان « هزینه بدهی » راه‌های عملی تخمین هزینه بدهی ریسک‌دار را بررسی کرده‌اند ایشان بدهی‌ها 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 مخاطره‌آمیز را مطرح می‌کند و خطای کمتری دارد. یالی و نیبر (۲۰۰۳) در تحقیقی به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و بازده سهام در شرکت‌های 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 تاثیر دارند. کای و جانگ (۲۰۰۶) در تحقیقی به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه پایدار و بازده سهام در شرکت‌های سهامی عام ایالات متحده پرداختند، آنها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که تاثیر منفی معنی‌داری بین نسبت بدهی و بازده سهام وجود دارد و این تاثیر در شرکت‌هایی 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 (۲۰۰۹) در تحقیقی به بررسی سیاست تصمیم‌گیری در خصوص ساختار سرمایه در شرکت‌های تازه تاسیس پرداختند، نتایج تحقیقات آن‌ها نشان می‌دهد که تأمین مالی در این نوع شرکت‌ها از طریق وام بانکی هفت برابر بیشتر از سایر روش‌های تأمین مالی می‌باشد و همچنین میانگین شرکت

هایی که از طریق منابع برون سازمانی تأمین مالی کرده اند دو برابر بیشتر از میانگین شرکت های است که از طریق منابع درون سازمانی تأمین مالی کرده اند. باقرزاده (۱۳۸۲) تحقیقی پیرامون « تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » انجام داد. نتایج این تحقیق، اگرچه پیش بینی تئوری سلسله مراتب گزینه های تأمین مالی و فرضیه دوم تقارن اطلاعاتی را تأیید نمی کند، اما به نظر می رسد شرکت های عضو بورس تهران در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، در عمل سلسله مراتب گزینه های تأمین مالی را طی می کنند. 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 می دهند. بنابراین یافته های این تحقیق، پیش بینی تئوری توازن پایدار ساختار سرمایه را تأیید اما پیش بینی تئوری سلسله مراتب گزینه های تأمین مالی را تأیید نمی کند. نمازی و شیرزاد (۱۳۸۳) « رابطه تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » را در صنایع مختلف بررسی کردند. آن ها به این نتیجه رسیدند که بین دو متغیر ساختار سرمایه و سودآوری شرکت رابطه مثبت وجود دارد و ساختار سرمایه بهینه را می توان در صنایع گوناگون تعیین کرد. فهیم نژاد و آقایی (۱۳۸۲) 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 (۱۳۸۴) 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 می شود. رضاییان (۱۳۸۴) درباره تأثیر ویژگی های شرکت ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی) تحقیقی انجام داده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان می دهد که اندازه یک شرکت از مهم ترین پارامترهای تاثیرگذار بر تعدیل و یا انتخاب تصمیمات تأمین مالی محسوب می گردد. همچنین سودآور بودن

بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون سازمانی) و ... ۷۵

شرکت، ساختار مالکیت متفاوت و تغییر پارامترهای مؤثر بر تحلیل بنیادی شرکت‌ها مانند سهم شناور آزاد و سود سهام از دیگر عوامل مؤثر در انتخاب شیوه‌های تأمین مالی می‌باشد.

۵- روش تحقیق

روش تحقیق حاضر از نوع تحقیق همبستگی است و در رابطه با روش گردآوری اطلاعات، مبتنی بر تحقیقات میدانی و کتابخانه‌ای و با استفاده از اطلاعات تاریخی به صورت پس‌رویدادی می‌باشد. هدف تحقیقات پس‌رویدادی، 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 ویژگی‌های عمومی و مشترک و درک بهتر رویدادها و پیش‌بینی رویدادهای مشابه در آینده می‌باشد با توجه به اینکه نتایج این پژوهش می‌تواند مورد استفاده مدیران و سهامداران شرکت‌ها قرار گیرد، یک پژوهش کاربردی هم می‌باشد.

۶- فرضیه‌های تحقیق

مفروضات اولیه این تحقیق شامل دو مورد زیر بلوده است. اولاً؛ موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌ها در گرو انتخاب روش تأمین مالی مناسب است. ثانیاً هزینه سرمایه هر یک از روش‌های تأمین مالی رایج در میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یعنی انتشار سهام عادی و بدهی متفاوت می‌باشد، بنابراین هر یک از این روش‌ها می‌توانند تاثیر متفاوتی بر بازده سهام به عنوان معیار سنجش موفقیت شرکت‌ها در این تحقیق داشته باشند. با توجه به این فرضیات تحقیق به شرح زیر مطرح گردید:

۱-۶- فرضیه اصلی: بین روش‌های تأمین مالی و موفقیت شرکت رابطه معنی

داری وجود دارد.

۲-۶- فرضیه فرعی اول: بین موفقیت شرکت و روش تأمین مالی از طریق افزایش

سرمایه رابطه معنی داری وجود دارد.

۶-۳- فرضیه فرعی دوم: بین موفقیت شرکت و روش تأمین مالی از طریق وام بانکی رابطه معنی داری وجود دارد.

۷- روش جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق جامعه مورد مطالعه کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ که صورت‌های مالی خود را به بورس اوراق بهادار ارائه نموده‌اند می‌باشد که در زیر به اختصار نحوه‌گزینش جامعه آماری و محدودیت‌های جامعه آماری شرح داده شده است (نمودار ۱):

۷-۱- شرکت‌هایی که در گروه واسطه‌گری مالی قرار دارند به دلیل اینکه دارای اهرم مالی به طور غیر معمول بالایی دارند از جامعه آماری حذف گردیده‌اند (شرکت‌های لیزینگ، سرمایه‌گذاری، بیمه و بانک‌ها و موسسات اعتباری).

۷-۲- شرکت‌هایی که فقط از محل افزایش سرمایه (از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده) و وام بانکی تأمین مالی نموده‌اند به عنوان جامعه آماری انتخاب گردیده‌اند. بنابراین شرکت‌هایی که از محل سود انباشته و اندوخته‌ها افزایش سرمایه داده‌اند از جامعه آماری حذف گردیده‌اند.

۷-۳- شرکت‌هایی که همزمان از هر دو منبع مالی یعنی وام و افزایش سرمایه طی سال استفاده کردند از جامعه آماری حذف گردیده‌اند (از آنجا که با در نظر گرفتن این محدودیت جامعه آماری در خصوص شرکت‌هایی که فقط از محل افزایش سرمایه تأمین مالی نموده‌اند بسیار اندک می‌شد لذا شرکت‌هایی که از هر دو منبع تأمین مالی استفاده نموده‌اند ولی میزان افزایش سرمایه بالای هفتاد درصد کل مبلغ تأمین مالی در آن سال می‌باشد را به عنوان شرکت‌هایی که فقط از محل افزایش سرمایه تأمین مالی نموده‌اند در نظر گرفته شده‌اند).

۷-۴- شرکت‌هایی که بازده سالانه آنها به دلیل عدم معامله سهام آنها در بورس

بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون سازمانی) و... ۷۷

قابل محاسبه نیست از جامعه آماری حذف گردیده اند. در نهایت شرکت هایی که حائز شرایط آماره آزمون می باشند بصورت مستقل برای هرسال به دو گروه عمده به شرح زیر تقسیم شدند:

۷-۴-۱- 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.

۷-۴-۱-۱- 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.

۷-۴-۱-۲- 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 ۳۵۰ شرکت می باشد که از بین آنها ۹۹ شرکت که حائز شرایط آماره آزمون بودند به عنوان نمونه انتخاب گردیدند که ۶۷ شرکت آن در گروه شرکت های موفق و ۳۲ شرکت آن در گروه شرکت های ناموفق قرار گرفته است.

۷-۴-۲- گروه دوم:

شرکت هایی که از طریق وام بانکی تأمین 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 تأمین مالی نموده اند ۹۰۸ شرکت می باشد که از بین آنها ۵۲۵ شرکت که حائز شرایط آماره آزمون تحقیق بودند به عنوان نمونه انتخاب گردیده اند که ۱۷۷ شرکت آن در گروه شرکت های موفق و ۳۴۸ شرکت آن در گروه شرکت های ناموفق قرار گرفته است.

نمودار ۱- نحوه انتخاب نمونه برای هر سال



۸- روش آماری مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای آزمون فرضیه‌های اصلی از روش آماری کای - دو (χ^2) به خاطر متغیرهای کیفی آن‌ها استفاده گردیده است. در این فرضیه به دنبال بررسی وجود ارتباط معنی دار بین روش‌های تأمین مالی و موفقیت شرکت‌ها هستیم که پس از جمع‌آوری اطلاعات و تشکیل جداول توافقی از این روش برای وابستگی یا استقلال متغیرها استفاده می‌شود. اساس و پایه این آزمون بررسی فراوانی‌های مشاهده شده با فراوانی‌های نظری مورد انتظار متغیرهاست، یعنی می‌خواهیم 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 می‌باشد.

برای فرضیات اصلی و فرعی H_0 و H_1 بدین ترتیب می‌باشد:

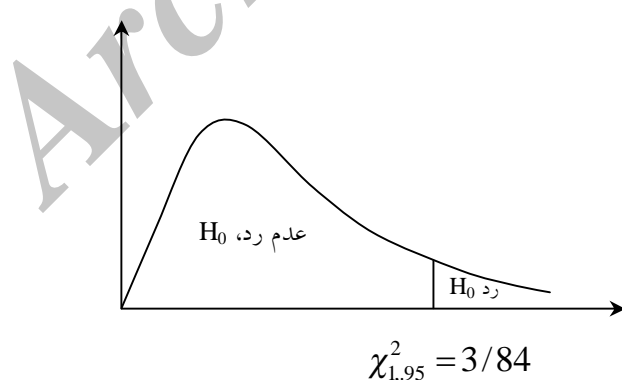
$$H_0: P_1 = P_2 \quad , \quad H_1: P_1 \neq P_2$$

توزیع آماره آزمون به صورت رابطه ۱ محاسبه می‌گردد:

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

و ناحیه رد و قبول فرض صفر به صورت نمودار ۲ است:

نمودار ۲- ناحیه بحرانی در سطح ۹۵ درصد اطمینان برای آزمون کای دو



با در نظر گرفتن سطح معنی دار α برابر با ۵٪ 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 روش های تامین مالی و موفقیت شرکت ها رابطه معنی داری وجود دارد، به این قضاوت با احتمال ۹۵٪ اطمینان داریم و می توان این چنین نتیجه گیری کرد که بین روش تامین 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 آزمون های گسسته یا نا پارامتری، بیشتر از دیگر آزمون ها 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 روش های تامین مالی وام بانکی و افزایش سرمایه وجود دارد؛ یا به عبارتی دیگر نسبت شرکت های موفق در بین کدام روش تامین مالی بیشتر است؟ فرضیات H_0 و H_1 این آزمون آماری بدین شرح می باشد:

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

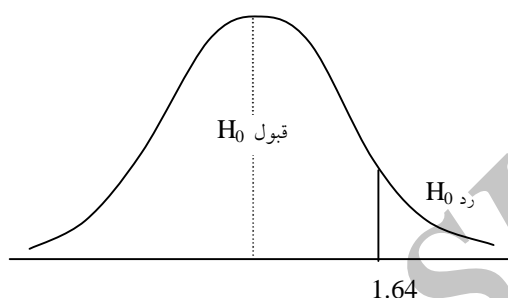
آماره آزمون به صورت رابطه ۲ محاسبه می گردد.

(۲)

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

ناحیه رد و قبول فرض صفر به صورت نمودار ۳ می باشد:

نمودار ۳- ناحیه بحرانی در سطح ۹۵ درصد اطمینان برای آزمون نسبت



۹- یافته‌ها و نتایج تحقیق

نتایج حاصله در مورد فرضیه اول (جدول شماره ۱) 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 ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ انجام شده و در تمامی سال‌ها بجز سال ۱۳۸۵ 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.

جدول شماره ۱- 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	ناموفق	موفق	جمع	ناموفق	موفق	
تأیید فرضیه	۲۰/۱۰۶	%۱۰۰	%۸۵	%۱۵	%۱۰۰	%۴۰	%۶۰	۱۳۸۲
		۷۹	۶۷	۱۲	۲۷	۱۱	۱۶	
تأیید فرضیه	۱۲/۵۰۳	%۱۰۰	%۷۰	%۳۰	%۱۰۰	%۳۰	%۷۰	۱۳۸۳
		۱۰۰	۷۰	۳۰	۲۳	۷	۱۶	
تأیید فرضیه	۱۰/۰۰۴	%۱۰۰	%۵۳	%۴۷	%۱۰۰	%۲۳	%۷۷	۱۳۸۴
		۱۴۰	۷۴	۶۶	۲۶	۶	۲۰	
رد فرضیه	۱/۶۵۹	%۱۰۰	%۷۱	%۳۹	%۱۰۰	%۴۰	%۶۰	۱۳۸۵
		۱۲۰	۷۳	۴۷	۱۰	۴	۶	
تأیید فرضیه	۷/۸۹	%۱۰۰	%۷۴	%۲۶	%۱۰۰	%۳۰	%۷۰	۱۳۸۶
		۸۶	۶۴	۲۲	۱۳	۴	۹	
تأیید فرضیه	۴۰/۳۴۶	%۱۰۰	%۶۶	%۳۴	%۱۰۰	%۳۲	%۶۸	مجموع
		۵۲۵	۳۴۸	۷۷	۹۹	۳۲	۶۷	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج حاصله در مورد فرضیه فرعی اول (جدول شماره ۲) نشان می‌دهد که بین موفقیت شرکت و روش تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه رابطه معنی داری وجود دارد.

بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون سازمانی) و... ۸۳

جدول شماره ۲- شرکت‌هایی که فقط از محل افزایش سرمایه تأمین مالی نموده‌اند
(فرضیه فرعی اول)

وضعیت شرکت	تعداد	نسبت مشاهده شده	نسبت مورد آزمون	مقدار Z	سطح معنی داری
موفق	۶۷	۰/۶۸	۰/۵	۳/۵۲	.
ناموفق	۳۲	۰/۳۲			
کل	۹۹	۱			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۲ نشان می‌دهد از ۹۹ شرکتی که از طریق افزایش سرمایه تأمین مالی کرده‌اند، ۶۷ شرکت موفق و ۳۲ شرکت در ردیف شرکت‌های ناموفق قرار دارد. این اختلاف از لحاظ آماری معنی دار نمی‌باشد و با توجه به مقدار Z بدست آمده که برابر با ۳/۵۲ است و این مقدار در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد، بنابراین فرض صفر رد و فرض مقابل که همان ادعای محقق است تأیید می‌گردد. نتایج حاصله در مورد فرضیه فرعی دوم (جدول شماره ۳) نشان می‌دهد که بین موفقیت شرکت و روش تأمین مالی از طریق وام بانکی رابطه معنی داری وجود ندارد.

جدول شماره ۳- شرکت‌هایی که فقط از محل وام بانکی تأمین مالی نموده‌اند (فرضیه فرعی دوم)

وضعیت شرکت	تعداد	نسبت مشاهده شده	نسبت مورد آزمون	مقدار Z	سطح معنی داری
موفق	۱۷۷	۰/۳۴	۰/۵	-۷/۴۶	.
ناموفق	۳۴۸	۰/۶۶			
کل	۵۲۵	۱			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول شماره ۳ نشان می دهد از ۵۲۵ شرکتی که از طریق وام تأمین مالی کردند، ۱۷۷ شرکت موفق و ۳۴۸ 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 $۷/۴۶ -$ 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.

۱۰- نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف اصلی تحقیق حاضر، بررسی ارتباط بین روش های تأمین مالی (منابع برون سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت در فاصله سال های ۱۳۸۶-۱۳۸۲ 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 موفق که از طریق افزایش سرمایه تأمین مالی نموده اند بیشتر از شرکت های موفق 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، (۱۳۸۲)، "تبیین الگو ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله تحقیقات مالی، شماره ۶، پاییز و زمستان.

بهرامفر، نقی، جواد ساعی، (۱۳۸۵)، "ارایه مدل برای پیش بینی عملکرد (مالی و بازار) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از اطلاعات مالی منتشره"، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۳.

فهم نژاد، سیدرضا، محمدعلی آقایی، (۱۳۸۲)، "نقش استقراض (اهرم مالی) در سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله بورس. ش ۳۹، انتشارات سازمان بورس اوراق بهادار تهران.

مهرانی، ساسان، کاوه مهرانی، غلامرضا کرمی، (۱۳۸۳)، "استفاده از اطلاعات تاریخی مالی و غیر مالی جهت تفکیک شرکت‌های موفق و ناموفق"، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۸.

نوروش، ایرج، سجاد عابدی، (۱۳۸۴)، "رابطه بین شیوه‌های تأمین مالی و درصد تغییرات هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، شماره ۳، 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.

Archive of SID