

فصلنامه علمی پژوهشی  
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار  
سال یازدهم، شماره چهارم  
زمستان ۱۳۹۷

## ارزیابی تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر پایداری سود و ارزش افزوده اقتصادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عسگر پاکمرام<sup>۱</sup>  
حمید قاسمی<sup>۲</sup>  
بهمن طالبی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۲/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۹/۲۹

### چکیده

یکی از مهم ترین مسائلی که معمولاً شرکت ها به منظور حداکثر کردن ثروت سهامداران در راستای اجرای برنامه های استراتژیک شرکت با آن مواجه می باشند، تأمین مالی است. در پژوهش حاضر تاثیر اجاره های عملیاتی، به عنوان مهم ترین و پرکاربردترین ابزار تأمین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش افزوده اقتصادی و پایداری سود به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد واحد اقتصادی طی سال های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ مورد ارزیابی قرار گرفت. مجموعاً تعداد ۷۰ شرکت، عبارتاً ۴۹۰ مشاهده (سال-شرکت) به عنوان نمونه انتخاب و آزمون فرضیه های پژوهش با استفاده از روش آزمون های تفاوت میانگین دو جامعه مستقل و رگرسیون چند متغیره با نوع داده های پولد انجام شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که تأمین مالی خارج از ترازنامه از طریق اجاره های عملیاتی بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت ها بی تأثیر بوده ولی بر پایداری سود تأثیر مستقیم دارد. بدین معنی که هر اندازه در یک شرکت استفاده از اجاره های عملیاتی افزایش می یابد پایداری سود شرکت افزایش یافته و سود از کیفیت و استمرار پذیری بیشتری برخوردار است.

**واژه های کلیدی:** تأمین مالی خارج از تراز نامه (اجاره های عملیاتی)، پایداری سود، ارزش افزوده اقتصادی.

۱- استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد بناب، ایران (نویسنده مسئول) pakmaram@bonabiau.ac.ir

۲- کارشناس ارشد حسابداری hamid55207@yahoo.com

۳- دانشجوی دکتری حسابداری - عضو انجمن حسابداری ایران - مدرس دانشگاه Bahmantalebi2020@gmail.com

## ۱- مقدمه

مهم مدیریت برای تأمین مالی واحد اقتصادی، بر پایداری سود و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها مورد سنجش قرار گیرد. در این پژوهش به این سوال که «آیا استفاده از اجاره‌های عملیاتی بر ارزش افزوده اقتصادی و پایداری سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثر است یا خیر؟» پاسخ داده خواهد شد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

## ۲-۱- مبانی نظری

همان‌گونه که در تمامی متون جامع در رابطه با تأمین مالی شرکت‌ها بیان شده است، تصمیم‌های تأمین مالی دارای شماری پرسش است که تمامی مراحل تصمیم‌گیری از مرحله انتخاب پروژه تا انتخاب شیوه تأمین مالی آن را پوشش می‌دهد. اینکه آیا استراتژی‌های انتخاب شده بهترین استراتژی می‌باشد؟ آیا ساختار بندی تصمیم آنها در اتخاذ چنین راهی به صورتی است که یک شیوه تأمین مالی مناسب را تحت شرایط متناسب با شرکت مربوطه، مد نظر قرار داده است. در مطالعه موضوع تأمین مالی خارج از ترازنامه بعضی از نظریات به طور مداوم مزایای این شیوه از تأمین مالی را بیان کرده‌اند. مزایای آن نسبت به سایر ابزارهای تأمین مالی سنتی عبارت است از: اندوخته شدن وجوه، امکان پیشرفت بهتر پروژه‌ها، در بعضی از مواقع این امکان را به مدیریت می‌دهد که از سایر مهارت‌هایش به بهترین نحو استفاده کند. [16]

۲-۱-۱- تأمین مالی خارج ترازنامه<sup>۱</sup>

بطور کلی منابع اصلی تأمین مالی، چهار مورد می‌باشد که عبارتند از: بدهی، سهام ممتاز، سهام عادی و سود انباشته. روش‌های تأمین مالی فوق‌الشاره، با توجه به ماهیت آنها در ترازنامه واحد اقتصادی انعکاس می‌یابند. اما تأمین مالی خارج از ترازنامه نوعی از تأمین مالی است که در ترازنامه و صورت‌های مالی واحد اقتصادی منعکس نگردیده و فقط در یادداشت

تأمین مالی خارج از ترازنامه یکی از ابزارهای تأمین مالی برای شرکت‌ها در طول سه دهه گذشته بوده است. این شیوه از تأمین مالی زمانی استفاده می‌شود که شرکت‌ها می‌خواهند ضمن تحصیل دارایی، آن دارایی و شیوه تأمین مالی آن را که معمولاً از طریق بدهی‌هاست، در ترازنامه نشان ندهند. برخی اوقات در این زمینه از عبارت حساب‌آرایی یا حسابدگی ساختگی نیز استفاده می‌شود. از آنجا که شرکت‌ها نمی‌خواهند به حساب‌آرایی و حسابدگی ساختگی متهم شوند) به دلیل بار منفی دو عبارت فوق) در نتیجه عبارت تأمین مالی خارج از ترازنامه را به آن دو ترجیح می‌دهند. [4] اجاره‌های عملیاتی متداول ترین نوع تأمین مالی خارج از ترازنامه و یکی از بزرگترین منابع تأمین مالی شرکت‌ها می‌باشد. اجاره‌های عملیاتی مشابه استقراض‌ها و سایر شیوه‌های تأمین مالی که در آنها تحصیل یک دارایی مستلزم پرداخت اصل و بهره در آینده می‌باشد، هستند. به طور ذاتی اجاره‌های عملیاتی، دارایی‌ها و بدهی‌های شرکت اجاره گیرنده را آرایه می‌دهند، با این تفاوت که در ترازنامه نشان داده نمی‌شوند. پژوهش ویلی جی<sup>۱</sup>، نشان داده است که افزایش در خالص دارایی‌های عملیاتی از طریق تأمین مالی خارجی (سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق قرضه و ...) با تضعیف درآمدها و بازده سهام آتی رابطه مستقیم دارد. با این حال پژوهش‌های موجود، بر فعالیت‌های درون ترازنامه ای متمرکز شده است. [18] با توجه به اینکه سود حسابداری و کیفیت آن و همچنین ارزش افزوده اقتصادی از شاخص‌های ارزیابی عملکرد واحدهای اقتصادی بوده و ارزیابی آن در سنجش عملکرد مدیریت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، لذا در این پژوهش سعی بر این شده تا تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه به عنوان یکی از تصمیم‌های

فسخ است. در این پژوهش اجاره عملیاتی به عنوان تأمین مالی خارج از ترازنامه معرفی می‌شود. [9] دو خصوصیتی که انگیزه روی آوردن شرکت‌ها به اجاره‌های عملیاتی را تقویت می‌کند عبارت‌اند از:

- وضعیت مالیاتی: در اجاره‌های عملیاتی با پرداخت مال‌الاجاره، هزینه قابل قبول مالیاتی ایجاد می‌شود.
- امکان اجرای تأمین مالی خارج از ترازنامه: که در این خصوصیت از طریق نشان ندادن دارایی‌ها و بدهی‌ها در صورت‌های مالی استاندارد حاصل می‌شود. در نتیجه تأمین مالی خارج از ترازنامه نسبت بدهی‌ها و نسبت‌های سودآوری (بازده دارایی‌ها، بازده سرمایه‌گذاری‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام) بهتر از زمانی نشان داده می‌شود که دارایی خریداری شده باشد. [4]

#### ۱-۱-۱-۱-۲- مزیت‌های اجاره عملیاتی از نظر هزینه

- درآمدهای تجاری حاصل از مزایای مالیاتی و تفاضل تأمین مالی
- مزایای حاصل از داشتن اطلاعات بهینه توسط اجاره دهنده [16]

#### ۱-۱-۱-۲-۳- بهای معامله/عدم تقارن اطلاعاتی

- بسته به میزان اطلاعات اجاره‌دهنده و اجاره‌کننده، اجاره ممکن است هزینه بر باشد.
- کاهش در کنترل کامل دارایی توسط اجاره‌کننده
- اجاره‌دهنده دارای مقیاس و واحد اندازه‌گیری اقتصادی و اطلاعات بهتری است. [7]

#### ۱-۱-۲-۲- پایداری سود<sup>۸</sup> و ارزش افزوده اقتصادی<sup>۹</sup>

پایداری سود به معنای تکرارپذیری (استمرار) سود جاری است. هر چه پایداری سود بیشتر باشد یعنی شرکت توان بیشتری برای حفظ سودهای جاری دارد و فرض می‌شود کیفیت سود شرکت بالاتر است. پایداری

های همراه صورت‌های مالی افشا می‌گردد. عبارتی سرمایه‌گذاری یا افزایش سرمایه (افزایش فعالیت‌های عملیاتی) شرکت طبق ضوابط قانونی و میثاق‌های پذیرفته شده حسابداری که تمام یا بخشی از آن تأمین مالی، در ترازنامه نشان داده نشود، که در این پژوهش اجاره عملیاتی می‌باشد. [9] عبارتی نوعی تأمین مالی که بیشتر شرکت‌ها برای جلوگیری از افزایش بیش از اندازه در اهرم مالی و نقص قراردادهای بدهی‌شان سعی می‌کنند عملیات خود را با نشان ندادن بدهی در ترازنامه تأمین مالی کنند. [3] تأمین مالی خارج از ترازنامه منبع ارزش است در صورتی که بتوان آن را در جهت کاهش هزینه سرمایه به کار گرفت. مسئله تبادل اطلاعات مهمترین فاکتور در چنین شرایطی می‌باشد. اگر شرکت نتواند یک مفهوم معتبر و شفاف از ریسک خود را به بازار ارائه کند سرمایه‌گذاران، بر نرخ بازده مورد انتظار خود خواهند افزود. [12] تأمین مالی برون ترازنامه‌ای، به دلایل گوناگون در شرکت‌ها انجام می‌شود، اما عمده‌ترین آن‌ها مربوط به موارد زیر می‌گردد:

- تأثیر بر نسبت‌های اهرمی
- تأثیر بر سود(زیان) و نسبت سودآوری [4]

در پژوهش حاضر از اجاره‌های عملیاتی به عنوان مهم‌ترین و پرکاربردترین ابزار تأمین مالی خارج از ترازنامه استفاده شده است. از این رو، در ادامه ضمن ارائه ابزارهای تأمین مالی خارج از ترازنامه، روش اجاره عملیاتی پیش‌تر تشریح می‌گردد. (اجاره‌های عملیاتی<sup>۳</sup> - فروش حساب‌های دریافتی<sup>۴</sup> - منبع یابی خارجی<sup>۵</sup> - تأمین مالی پروژه‌های خاص<sup>۶</sup> - وثیقه‌گذاری دارایی‌ها<sup>۷</sup>). [1]

#### ۱-۱-۱-۲-۱- اجاره‌های عملیاتی

قرارداد اجاره‌ای است که برای استفاده اقلامی از دارایی‌های ثابت برای مدت زمانی که از عمر مفید دارایی کمتر باشد، مورد استفاده قرار می‌گیرد. این نوع قرارداد هزینه نگهداری و غیره را در بر دارد و قابل

است. همچنین ممکن است آنها در موقعیت هائی قرار بگیرند که بازار متوجه تغییرات آنها شود و در نتیجه به سختی نقدینگی کوتاه مدت مورد نیازشان را تأمین کنند. بنابراین، شرکت‌هایی که کمبود سرمایه دارند خود را ناتوان از رشد خواهند یافت و یا اینکه به طور بالقوه با ورشکستگی مواجه خواهند شد. دومین مسئله با اهمیت، هزینه سرمایه می‌باشد. هزینه سرمایه پایین باعث می‌شود که شرکت بتواند برای پروژه‌های بزرگتری اقدام کند و به احتمال زیاد پروژه‌ها سودآور خواهند بود و این امر منجر به بهبود نسبت‌های مالی و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌شود. تأمین مالی خارج از ترازنامه به عنوان یک راهکار جدید پیش روی مدیریت تا حدودی می‌تواند چنین چالش‌هایی را حل نماید. [7] هر واحد تجاری هنگام تصمیم‌گیری برای استفاده از منابع مالی جدید باید هزینه منابع مختلف تأمین مالی را مشخص کرده و آثاری را که هر کدام از این منابع بر بازده و ریسک عملیاتی و در نهایت ارزش شرکت می‌گذارند را تعیین نمایند. لذا به منظور تداوم عملیات واحد اقتصادی و به تناسب آن ارزش افزایی، ضرورت دارد که شیوه‌های تأمین مالی واحدهای تجاری (از جمله تأمین مالی خارج از ترازنامه - اجاره عملیاتی) مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفته و تا اثرات آن بر سود حسابداری و کیفیت آن و همچنین ارزش افزوده اقتصادی که از شاخص‌های ارزیابی عملکرد واحدهای اقتصادی بوده و ارزیابی آن در سنجش عملکرد مدیریت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است مشخص شود.

## ۲-۲- پیشینه پژوهش

پژوهش‌هایی در حوزه تأمین مالی خارج از ترازنامه هم در داخل و هم در خارج کشور انجام گرفته است که به شرح زیر هستند.

سود از جمله ویژگی‌های کیفی سود حسابداری است که مبتنی بر اطلاعات حسابداری می‌باشد. پایداری سود شاخصی است که به سرمایه‌گذاران در ارزیابی سودهای آتی و جریان‌های نقدی شرکت کمک می‌کند. سرمایه‌گذاران در برآورد جریان‌های نقد مورد انتظار خود به بخش پایدار سود بیشتر از بخش ناپایدار آن اهمیت می‌دهند. [9] ولک و دیگران<sup>۱۰</sup> نیز سودی را با کیفیت می‌داند که منطبق بر سود واقعی شرکت باشد. شاخص ارزش افزوده اقتصادی توسط استرن استیوارت<sup>۱۱</sup> ایجاد شد تا به بیان چالش‌هایی که شرکت‌ها در زمینه اندازه‌گیری عملکرد مالی مواجه‌اند بپردازد. ارزش افزوده اقتصادی با اندازه‌گیری سود پس از کسر بازده مورد انتظار سهامداران، سوددهی اقتصادی را بیان می‌کند. همچنین قیمت‌های سهام را صحیح‌تر از درآمدها، درآمد هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام یا دیگر شاخص‌های حسابداری پیگیری می‌کند و قویاً توسط مطالعات تجربی پشتیبانی می‌شود. ایجاد بهبود در ارزش افزوده اقتصادی به معنای افزایش ثروت سهامداران می‌باشد. ارزش افزوده اقتصادی مفهوم تازه‌ای نیست. اقتصاددانان سال‌هاست که در مورد چهار چوب درآمد مازاد به نتایجی دست یافته‌اند اما بازرگانان اخیراً شروع به انتقال از مدیریت درآمد به مدیریت ارزش نموده‌اند. ارزش افزوده اقتصادی این فرآیند را به وسیله ارائه کاربردهای عملی که مدیران عملیاتی می‌توانند استفاده نمایند، تسهیل نموده است. [6]

## ۲-۱-۳- ارتباط تأمین مالی خارج از ترازنامه با

### پایداری سود و ارزش افزوده اقتصادی

در پژوهشی که توسط هیتل<sup>۱۲</sup> (۱۹۹۲) انجام گردید، چنین بیان شده است که شرکت‌هایی که دارای پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت هستند ممکن است در افزایش سرمایه برای این پروژه‌ها دچار مشکل شوند. زیرا، چنین شرکت‌هایی یا بسیار کوچک هستند یا اینکه درجه اعتباری آنها در بازار ضعیف برآورد شده

شده حسابداری می‌باشند، در حالی که در پژوهش‌هایی که بر اساس رویکرد اخلاقی انجام شده است، دلالت بر این دارد که آنها از این اصول و استانداردها جهت گمراه نمودن استفاده کنندگان از اطلاعات و مخفی نمودن بدهی، جهت بهتر نشان دادن وضعیت شرکتها و سودآوری این شرکت‌ها از تأمین مالی خارج از ترازنامه استفاده می‌نمایند. [14] نتایج ادمان<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که اهداف، ساختار و نتایج تأمین مالی خارج از ترازنامه دلایل مثبت و منفی زیادی دارد. اما هر مدیر با انگیزه متفاوتی اقدام به این کار می‌نماید. مدیران تمایل دارند تا متحمل بدهی گردند، در حالی که این بدهی در ترازنامه نشان داده نشود. تصمیم‌گیری در ارتباط با اینکه بدهی در ترازنامه نشان داده شود یا نشود، بستگی به اهرم مالی دارد. با اجاره عملیاتی، بدهی نشان داده نمی‌شود، بنابراین اهرم‌های مالی با افزایش در اهرم عملیاتی کاهش پیدا می‌کند [11]. جبارزاده کنگرلویی و همکاران (۲۰۱۲)؛ بر تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر نسبت سودآوری و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ پرداخته، نشان دادند که تأمین مالی خارج از ترازنامه نسبت به سودآوری و اهرم مالی را افزایش نمی‌دهد. [13] براتی و همکاران (۲۰۱۳)؛ به بررسی رابطه بین فعالیت‌های تأمین مالی خارج از ترازنامه با بازده حقوق صاحبان سهام و اندازه شرکت‌های بورسی و بانک‌های ایرانی پرداختند. نتایج بررسی‌ها نشان داد که در شرکت‌های بورسی؛ بین فعالیت‌های تأمین مالی خارج از ترازنامه و بازده رابطه معناداری وجود دارد و همچنین بین فعالیت‌های تأمین مالی خارج از ترازنامه و نسبت بدهی بر حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود ندارد و در بانک‌ها؛ با بررسی اطلاعات ۹ بانک، بین فعالیت‌های

لی و آل رون (۲۰۰۰)؛ به بررسی تأمین مالی خارج از ترازنامه چگونه سبب ایجاد ارزش برای شرکت پرداختند، نتایج نشان می‌دهد که تأمین مالی خارج از ترازنامه موجب ارزش‌افزایی می‌شود، علت این امر این است که این شیوه از تأمین مالی مسایلی را که سایر راهکارهای تأمین مالی قادر به حل آن نیستند، از قبیل: افزایش سرمایه، هزینه سرمایه، صرفه‌های اقتصادی، انتقال ریسک‌های عمده و ...، به آسانی حل می‌نماید. [16] لی لند و ابوت<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۳) بر "همکنشی مالی و نتیجه مطلوب از شرکت: دلالت بر ترکیب شرکت‌ها و تأمین مالی خارج از ترازنامه" با استفاده از مدل میلر و مودیگیلیانی پرداختند و نتایج نشان می‌دهد که تأمین مالی خارج از ترازنامه بدلیل شکل‌دهی ساختار سرمایه به نحو مناسب، ارتباط مستقیم با همکنشی مالی و اهداف مطلوب متصور شرکت‌ها دارد [17] ویلی جی (۲۰۰۶)؛ بر فعالیت‌های خارج از ترازنامه، پایداری سودها و قیمت سهام: شواهدی از اجاره‌های عملیاتی در دانشگاه میشیگان پرداخته، نتایج نشان می‌دهد که افزایش در فعالیت‌های اجاره عملیاتی منجر به کاهش سودهای آتی بعد از کنترل آن بر درآمدهای جاری می‌شود. یافته‌های مذکور با نزولی بودن بازده نهایی سرمایه‌گذاری در اجاره‌های عملیاتی سازگار است. آزمون‌های نهایی نشان داده است که سرمایه‌گذاران به طور کامل انتظار ارتباط منفی بین فعالیت‌های اجاره عملیاتی خارج از ترازنامه و درآمدهای آتی را دارند [18] نتایج میلر و بانسو<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۰)؛ نشان می‌دهد که طرفداران تأمین مالی خارج از ترازنامه تمایل دارند تا با استفاده از عدم شفافیت و عدم آگاهی کافی سهامداران، زمینه افزایش قیمت سهام را فراهم نمایند. همچنین ارائه کردند مدیرانی که از این روش استفاده می‌کنند، مدعی عمل بر اساس اصول و استانداردهای پذیرفته

ای بر بازده دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ پرداختند و نتایج پژوهش نشان می‌دهد که نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت‌ها بین سال‌های ۸۸ و ۹۰ در مقایسه با سال‌های ۹۱ الی ۹۳، این نسبت‌ها در بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه، مقادیر معنادار و بیشتری را نشان می‌دهند. و از طرفی مقایسه میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت‌هایی که در طول دوره ۸۸ تا ۹۰ که از تامین مالی خارج از ترازنامه استفاده کرده اند معنادار نمی‌باشد. [2]

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

اجاره‌ها یکی از متداول‌ترین عناوین مورد استفاده در تامین مالی خارج از ترازنامه می‌باشد. ایمهاف و توماس<sup>۱۶</sup> (۱۹۸۸) نشان دادند که شرکت‌ها به منظور اجتناب از شناسایی دارایی‌ها از طریق اجاره‌ها در ترازنامه، اجاره‌های سرمایه‌ای را به اجاره‌های عملیاتی، تجدید طبقه‌بندی می‌نمایند. [16] با در نظر گرفتن نتیجه پژوهش ویلی جی (۲۰۰۶) که حاکی از نزولی بودن بازده آتی سرمایه‌گذاران در استفاده از اجاره‌های عملیاتی توسط شرکت بود و همچنین پژوهش انجام شده توسط مرادزاده فرو و فرامرز (۱۳۸۸) که نتیجه آن نشان دهنده عدم ارزش افزایی برای شرکت در صورت استفاده از اجاره‌های عملیاتی در شرکت‌ها می‌باشد و نیز پژوهش انجام شده توسط طالب پور و طالب نیا (۱۳۸۸) که گویای عدم تاثیر اجاره‌های عملیاتی بر نسبت‌های سودآوری در واحد اقتصادی بود. در این پژوهش سعی بر آن است که تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر پایداری سود، که یکی از شاخص‌های کیفیت سود بوده و همچنین بر ارزش افزوده اقتصادی (EVA) سنجیده شده و از این طریق عملکرد مدیریت در خصوص نحوه تامین مالی،

تامین مالی خارج از ترازنامه و بازده رابطه معناداری وجود نداشت و بین فعالیت‌های تامین مالی خارج از ترازنامه و اندازه رابطه معناداری وجود داشت. [10] طالب نیا و طالب پور اصل (۱۳۸۹)؛ به بررسی تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر نسبت‌های سودآوری (ROA, ROE, ROI) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۵ پرداختند، نتایج نشان می‌دهد که تامین مالی خارج از ترازنامه تاثیر قابل ملاحظه‌ای بر نسبت‌های سودآوری نداشته است. [7] مرادزاده فرد، فرامرز (۱۳۸۸)؛ تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تامین مالی خارج از ترازنامه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجب افزایش ارزش شرکت‌ها نشده است [8]. تقوی و همکاران (۱۳۸۹) به ارزیابی اثر روش تامین مالی برون ترازنامه‌ای (اجاره عملیاتی) بر سود و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که در بورس تهران تامین مالی خارج از ترازنامه، موجب افزایش قیمت سهام و سود نمی‌گردد. [3] فرامرز و پور موسی (۱۳۹۳)؛ تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۲ پرداختند و نتایج حاکی از آن است که تامین مالی خارج از ترازنامه نه تنها موجب افزایش سود سهام، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت‌های سودآوری و در نتیجه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها نمی‌شود، بلکه در برخی موارد موجب کاهش بازده حقوق صاحبان سهام، از طریق کاهش در نسبت‌های سودآوری (ROE, ROI) شده است. [5] پیش‌دار و قدک ساز (۱۳۹۴)؛ تاثیر تامین مالی برون ترازنامه

- خارج از ترازنامه بوده‌اند.
- جامعه آماری شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش (۸۸ الی ۹۴) دارای تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده‌اند.
- جامعه آماری شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش (۸۸ الی ۹۴) فاقد تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده‌اند.

قبل از تعیین جوامع آماری مذکور چهار پیش فرض زیر باید در نظر گرفته شود:

- ✓ شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۸۴/۱۲/۲۹ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده‌اند.
- ✓ شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم می‌شود.
- ✓ موسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌های مالی به دلیل متفاوت بودن نحوه محاسبه بازده آنها از جامعه آماری حذف می‌شوند.
- ✓ شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده‌اند، حذف می‌شوند.

قلمرو زمانی پژوهش دوره ۷ ساله ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ و جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. حجم نمونه انتخابی ۴۹۰ سال - شرکت از تعداد ۷۰ شرکت با اعمال برخی محدودیت‌های پژوهشی می‌باشد.

#### ۴-۱- متغیرهای مورد مطالعه

در این پژوهش متغیر مستقل "تأمین مالی خارج از ترازنامه" می‌باشد که با استفاده از هزینه اجاره افشا شده در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، انتخاب می‌شود. و متغیر وابسته شامل دومتغیر؛ ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و پایداری سود است. برای

وجوه مورد نیاز واحد اقتصادی که مورد توجه سرمایه‌گذاران و ذینفعان، برای ارزیابی بازده سرمایه‌گذاری خود می‌باشد، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. با توجه به اهداف این پژوهش چهار فرضیه پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

**فرضیه اول:** تأمین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها تأثیر دارد.

**فرضیه دوم:** ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌هایی که از فعالیت‌های تأمین مالی خارج از ترازنامه استفاده می‌کنند در مقایسه با ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌هایی که از فعالیت‌های تأمین مالی خارج از ترازنامه استفاده نمی‌کنند، متفاوت است.

**فرضیه سوم:** تأمین مالی خارج از ترازنامه بر پایداری سود شرکت‌ها تأثیر دارد.

**فرضیه چهارم:** پایداری سود در شرکت‌هایی که از فعالیت‌های تأمین مالی خارج از ترازنامه استفاده می‌کنند در مقایسه با پایداری سود در شرکت‌هایی که از فعالیت‌های تأمین مالی خارج از ترازنامه استفاده نمی‌کنند، متفاوت است.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ نوع کار، پس رویدادی می‌باشد که از روش پیمایشی-مقایسه‌ای استفاده شده و برای جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ و از روش کتابخانه‌ای (آرشیو بورس) بهره‌برداری شده و برای تحلیل‌های آماری از آنها استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به سه جامعه تقسیم شده‌اند:

- جامعه آماری شرکت‌هایی که از سال مالی ۸۸ الی ۹۰ فاقد تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده و از سال مالی ۹۱ الی ۹۴ دارای تأمین مالی



در مدل بالا :  $E$  سود خالص شرکت در سال  $t$  می باشد.

#### ۴-۱-۳- متغیرهای کنترلی

(۱) اهرم مالی: از طریق نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها در پایان دوره مالی محاسبه می شود.

(۲) اندازه شرکت: از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت اندازه گیری می شود.

(۳) فرصت های رشد: از طریق نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت محاسبه می شود.

(۴) نوع اظهار نظر حسابرسان: اگر نظر حسابرسان نسبت به صورت های مالی سالانه شرکت مقبول باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر لحاظ می شود.

(۵) نوع حسابرسی: اگر صورت های مالی شرکت توسط سازمان حسابرسی مورد رسیدگی قرار گیرد عدد یک و در غیر اینصورت صفر لحاظ می شود.

#### ۵- یافته های پژوهش

در این پژوهش به منظور توصیف داده ها از شاخص های آمار توصیفی، برای نرمال بودن داده ها از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف، برای بررسی همبستگی بین متغیرهای پژوهش از ضریب همبستگی پیرسون و در نهایت برای آزمون فرضیه های پژوهش از آزمون های تفاوت میانگین دو جامعه مستقل و رگرسیون چندگانه با نوع داده های پولد بهره گیری شده است.

محاسبه متغیرهای فوق از روابط زیر استفاده می شود. همچنین در این پژوهش از پنج متغیر کنترلی شامل متغیرهای ( اهرم مالی، اندازه شرکت، فرصت های رشد، نوع اظهار نظر حسابرسان و نوع حسابرسان) استفاده می شود که در ادامه نحوه اندازه گیری آنها تبیین می شود.

#### ۴-۱-۱- ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

در این پژوهش ارزش افزوده اقتصادی مطابق مدل ارائه شده استیورت اندازه گیری شده است. [6]

(۱)

$$EVA = (r - c) \times Capital \quad (2)$$

$$r \times Capital = NOPAT \Rightarrow r = \frac{NOPAT}{Capital} \quad (3)$$

$$EVA_{i,t} = NOPAT_{i,t} - (WACC_{i,t} \times Capital_{i,t-1})$$

در رابطه بالا ( $r$ ) نرخ بازده شرکت، ( $c$ ) نرخ هزینه سرمایه شرکت، NOPAT سود عملیاتی پس از مالیات، WACC میانگین موزون هزینه سرمایه و Capital سرمایه به کار گرفته شده است.

#### ۴-۱-۲- پایداری سود

در این پژوهش پایداری سود توسط مدل رگرسیونی شیپر و وینسنت<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۳) اندازه گیری خواهد شد. معیار پایداری سود، ضریب شیب سودهای با وقفه و بیشتر بودن آن، نشاندهنده پایداری بیشتر سود است. مدل ارائه شده شیپر و وینسنت به شرح زیر می باشد:

(۴)

$$E_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1(E_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$



نتایج تحلیل توصیفی داده های کمی پژوهش

Jarque-Bera		ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	میانگین	تعداد مشاهدات	علامت	متغیر
Prob.	آماره							
۰/۰۵۹	۱/۱	۹۰۷/۳۹۲	-۱۰۸۵/۹۵۳	۷۸۰/۴۱۳	۳۳۴/۶۵۴	۴۹۰	EVA	ارزش افزوده اقتصادی
۰/۲۰۳	۴/۵۱	۲/۰۵۰	-۱/۵۲۰	۰/۵۰۲	۰/۴۰۰۵	۴۹۰	PERS	پایداری سود
۰/۰۷۸	۵/۰۴۱	۱/۰۸۷	۰/۵۰۶	۰/۲۰۲	۰/۴۱۸	۴۹۰	LEV	اهرم مالی
۰/۰۰۹	۸/۱۴۸	۱۰/۴۵۵	۸/۷۸۵	۱/۲۱	۱۰/۵۴۶	۴۹۰	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۱۸۱/۵۵۳	۵/۲۳۷	-۹/۸۷۶	۳/۶۴۹	۵/۲۴۶	۴۹۰	MTB	فرصت های رشد

تحلیل فراوانی داده های اسمی پژوهش

درصد فراوانی	فراوانی	جواب	تعداد مشاهدات	علامت	متغیر
۲۶,۱	۱۵۰	وجود دارد	۴۹۰	OBF	تأمین مالی خارج از تراز نامه
۷۳,۹	۴۲۰	وجود ندارد			
۴۱,۷	۲۰۲	سازمان حسابرسی	۴۹۰	AUDIT	نوع حسابرس
۴۸,۳	۲۸۰	سایر موسسات			
۴۹,۳	۲۶۸	مقبول	۴۹۰	AUO	نوع اظهار نظر حسابرس
۴۱,۳	۱۷۱	غیر مقبول			

نمونه توسط سازمان حسابرسی رسیدگی شده و مابقی توسط سایر موسسات حسابرسی شده اند. همچنین در ۳۶۸ سال شرکت مورد بررسی توسط حسابرسان نوع اظهار نظر مقبول بوده که معادل ۴۹,۷٪ مشاهدات می باشد.

با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره Z در متغیرهای ارزش افزوده اقتصادی، پایداری سود و اهرم مالی بالاتر از سطح خطای مورد پذیرش می باشد، نتایجاً آزمون (K-S) نشان می دهد توزیع متغیرهای ذکر شده از توزیع نرمال پیروی می کند.

نتایج تحلیل توصیفی نشان می دهد میانگین ارزش افزوده اقتصادی و پایداری سود بترتیب برای هر سهم مثبت بوده و برابر با ۳۳۴/۶۵ و ۰/۴۰۰۵ می باشد. شرکت های قرار گرفته در نمونه همچنین از ۶۱/۸٪ اهرم مالی بهره گیری می نمایند. متوسط فرصت های رشد (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نیز برابر با ۵/۲۴ برابر می باشد. نتایج نشان می دهد از ۴۹۰ سال - شرکت مشاهده شده، ۱۷۰ سال - شرکت تأمین مالی خارج از تراز نامه دارند که معادل ۲۶,۱٪ مشاهدات می باشد. ۴۱,۷ درصد از شرکت های

نتایج آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف

P-Value	آماره Z	علامت	شرح
۰/۰۷۰	۱/۵۶۹	EVA	ارزش افزوده اقتصادی
۰/۰۸۶	۱/۱۴۳	PERS	پایداری سود
۰/۵۸	۱/۰۶۴	LEV	اهرم مالی
۰/۰۰۱	۲/۳۱۰	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۴/۷۷۲	MTB	فرصت های رشد

ماتریس همبستگی پیرسون

متغیر	علامت	EVA	PERS	LEV	SIZE	MTB
ارزش افزوده اقتصادی	EVA	۱				
پایداری سود	PERS	** ۰/۱۷۰	۱			
اهرم مالی	LEV	*** ۰/۰۸۱	-۰/۰۴۵	۱		
اندازه شرکت	SIZE	** ۰/۲۰۱	۰/۰۷۹	*** ۰/۱۲۰	۱	
فرصت های رشد	MTB	*** ۰/۴۲۰	** ۰/۵۰	** -۰/۰۴۱	۰/۲۱	۱

\* معنی دار در سطح ۹۰٪ اطمینان -- \*\* معنی دار در سطح ۹۵٪ اطمینان -- \*\*\* معنی دار در سطح ۹۹٪ اطمینان

نتایج آزمون فرضیه های پژوهش به شرح زیر بیان می گردد:

۵-۱- نتایج آزمون فرضیه ی اول

فرضیه اول: تأمین مالی خارج از تراز نامه بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت ها تأثیر دارد. مدل چند متغیره زیر برای آزمون فرضیه اول پژوهش استفاده شده است. [18]

نتایج نشان می دهد ارزش افزوده اقتصادی با متغیر های پایداری سود، اهرم مالی، اندازه شرکت و فرصت های رشد همبستگی مثبت و معنی داری دارد. همچنین پایداری سود نیز با فرصت های رشد همبستگی مثبت و معنی داری در سطح اطمینان ۹۵٪ دارد. اهرم مالی نیز از طرفی با اندازه شرکت همبستگی مثبت و از سویی دیگر با فرصت های رشد همبستگی منفی دارد.

نتایج آزمون رگرسیون فرضیه ی اول

$$EVA_{i,t} = C + \beta_1(OBF_{i,t}) + \beta_2(LEV_{i,t}) + \beta_3(SIZE_{i,t}) + \beta_4(MTB_{i,t}) + \beta_5(AUO_{i,t}) + \beta_6(AUDIT_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب Coefficient	آماره t	Prob.
مقدار ثابت	C	-۸۷/۲۸۱	-۳/۶۲۲	۰/۰۱۰
تأمین مالی خارج از تراز نامه	$\beta_1$ (OBF)	-۵۶/۹۹۲	-۳/۷۱۰	۰/۱۸
اهرم مالی	$\beta_2$ (LEV)	۷۵/۴۷۲	۱/۳۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	$\beta_3$ (SIZE)	۷۲/۱۳۳	۴/۴	۰/۱۰۴
فرصت های رشد	$\beta_4$ (MTB)	۱۰۳/۷۲۰	۱/۹۶	۰/۰۰۳
نوع اظهار نظر حسابرس	$\beta_5$ (AUO)	۱۵۳/۷۹۶	۳/۵۱	۰/۰۵۸
نوع حسابرس	$\beta_6$ (AUDIT)	۴۰/۴۳۷	۱/۷۸	۰/۵۳۶
آماره F		۹/۷۷۷ (۰/۰۰۰)		
سطح معنی داری (Prob.)		۲/۰۳۱		
آماره دوربین واتسون		۲/۰۹۵ (۰/۰۵۲)		
آزمون F لیمر (چاو)		۳/۱۳۳ (۰/۰۸۵)		
آزمون خود همبستگی سریالی (آزمون Breusch-Godfrey)		۵/۱۷۴ (۰/۰۰۰)		
آزمون ناهمسانی واریانس (آزمون White H)		۰/۰۹۶ (۰/۰۸۶)		
ضریب تعیین (R2)		ضریب تعیین تعدیل شده (AdjR2)		

## ۵-۲- نتایج آزمون فرضیه ی دوم

فرضیه دوم: ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌هایی که از فعالیت‌های تأمین مالی خارج از ترازنامه استفاده می‌کنند در مقایسه با ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌هایی که از فعالیت‌های تأمین مالی خارج از ترازنامه استفاده نمی‌کنند، متفاوت است.

با توجه به آزمون تساوی واریانس‌های دو گروه سطح معنی داری آماره  $F$ ، بالاتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و فرض برابری واریانس‌های دو گروه رد نمی‌شود. سطح معنی داری آماره  $t$  با فرض برابری واریانس‌های دو گروه بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و نشان می‌دهد بین میانگین دو گروه بر مولفه تأمین مالی خارج از ترازنامه تفاوت معنی داری وجود ندارد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت استفاده از تأمین مالی خارج از ترازنامه یا عدم استفاده از آن تأثیر معنی داری بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها ندارد. پس با این تفسیر نمی‌توان فرضیه دوم پژوهش را در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش نمود.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه ی اول؛ آماره دوربین واتسون نیز در فاصله قابل قبول قرار دارد، که نشان می‌دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی داری آماره  $F$  (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. با توجه به بالا بودن سطح احتمال (Prob.) آماره  $t$  از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_1$  نتایج آزمون نشان می‌دهد تأمین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها تأثیر منفی و به لحاظ آماری غیرمعنی داری دارد. بنابراین، نمی‌توان فرضیه اول پژوهش را در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش نمود. همچنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهد از متغیرهای کنترلی وارد شده در رگرسیون، متغیرهای اهرم مالی، فرصت‌های رشد و نوع اظهار نظر مقبول حسابرس تأثیر مثبت و معنی داری بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها دارند. شواهد تجربی پژوهش نشان می‌دهد نوع حسابرس نیز بر ارزش افزوده اقتصادی تأثیر مثبت اما غیرمعنی داری دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل ۹/۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند.

## نتایج آزمون فرضیه دوم

آزمون تساوی میانگین دو گروه (آزمون $t$ مستقل)		آزمون تساوی واریانس دو گروه (آزمون لوین)		میانگین دو گروه شرکت‌ها (ارزش افزوده اقتصادی)	
سطح معنی داری (P-Value)	آماره (t)	سطح معنی داری (P-Value)	آماره (F)	شرکت‌های فاقد تأمین مالی خارج از ترازنامه	شرکت‌های دارای تأمین مالی خارج از ترازنامه
۰/۰۸۱	-۰/۱۰۷	۰/۰۰۱	۱۸/۷۱۳	۴۸/۹۰	۲۰۳/۲۵

### ۵-۳- نتایج آزمون فرضیه ی سوم

فرضیه سوم: تأمین مالی خارج از تراز نامه بر پایداری سود شرکت ها تأثیر دارد. مدل چند متغیره زیر برای آزمون فرضیه سوم پژوهش استفاده شده است. [18]

با توجه به نتایج آزمون فرضیه ی سوم؛ آماره دوربین واتسون نیز در فاصله قابل قبول قرار دارد. قرار دارد، که نشان می دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی داری آماره  $F (0/000)$  کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. با توجه به پایین بودن سطح احتمال (Prob.) آماره  $t$  از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_1$  نتایج آزمون نشان می دهد تأمین مالی خارج از ترازنامه بر پایداری

سود شرکت ها تأثیر مثبت و به لحاظ آماری معنی داری دارد. بنابراین نمی توان فرضیه سوم پژوهش را در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمود. همچنین نتایج پژوهش نشان می دهد از متغیرهای کنترلی وارد شده در رگرسیون، متغیرهای فرصت های رشد و نوع اظهار نظر مقبول حسابرس تأثیر مثبت و معنی داری بر پایداری سود شرکت ها داشته و در نقطه مقابل اهرم مالی تأثیر منفی و معنی داری بر پایداری سود شرکت ها دارد. سایر متغیر های کنترلی تأثیر معنی داری بر متغیر وابسته نداشته اند. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل، ۱۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می کنند.

### نتایج آزمون رگرسیون فرضیه ی سوم

$$PERS_{i,t} = C + \beta_1(OBF_{i,t}) + \beta_2(LEV_{i,t}) + \beta_3(SIZE_{i,t}) + \beta_4(MTB_{i,t}) + \beta_5(AUO_{i,t}) + \beta_6(AUDIT_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب Coefficient	آماره t	Prob.
مقدار ثابت	C	-۰/۰۸۵	-۰/۶۵۳	۰/۷۸۵
تأمین مالی خارج از تراز نامه	$\beta_1$ (OBF)	۰/۶۵۶	۹/۷۲۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	$\beta_2$ (LEV)	-۰/۰۵۹	-۵/۲۵۹	۰/۰۰۴
اندازه شرکت	$\beta_3$ (SIZE)	۰/۳۲۱	۰/۰۲۴	۰/۱۵۵
فرصت های رشد	$\beta_4$ (MTB)	۰/۰۰۵	۶/۴۰۱	۰/۰۳۷
نوع اظهار نظر حسابرس	$\beta_5$ (AUO)	۰/۱۸۳	۵/۰۰۸	۰/۰۳۶
نوع حسابرس	$\beta_6$ (AUDIT)	-۰/۹۸۸	-۴/۰۰۷	۰/۲۰۸
آماره F		۱۱/۵۹۳ (۰/۰۰۰)		
سطح معنی داری (Prob.)				
آماره دوربین واتسون		۱/۹۶۱		
آزمون F لیمر (چاو)		۰/۶۳۶ (۰/۷۰۱)		
سطح معنی داری (Prob.)				
آزمون خود همبستگی سریالی (آزمون Breusch-Godfrey)		۰/۶۷۴ (۰/۵۱۰)		
سطح معنی داری (Prob.)				
آزمون ناهمسانی واریانس (آزمون White H)		۰/۸۶۵ (۰/۶۵۱)		
سطح معنی داری (Prob.)				
ضریب تعیین (R2)		۰/۱۱۰		
ضریب تعیین تعدیل شده (AdjR2)		(۰/۱۰۰)		

## ۴-۵- نتایج آزمون فرضیه ی چهارم

فرضیه چهارم: پایداری سود در شرکت‌هایی که از فعالیت‌های تأمین مالی خارج از ترازنامه استفاده می‌کنند در مقایسه با پایداری سود در شرکت‌هایی که از فعالیت‌های تأمین مالی خارج از تراز نامه استفاده نمی‌کنند، متفاوت است. با توجه به آزمون تساوی واریانس‌های دو گروه سطح معنی داری آماره F، بالاتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و فرض برابری واریانس‌های دو گروه رد نمی‌شود. سطح معنی داری آماره ی با فرض برابری واریانس‌های دو گروه بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و نشان

می‌دهد بین میانگین دو گروه بر مولفه تأمین مالی خارج از ترازنامه تفاوت معنی داری وجود دارد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت استفاده از تأمین مالی خارج از ترازنامه تأثیر مثبت و معنی داری بر پایداری سود شرکت‌ها دارد. پس با این تفسیر نمی‌توان فرضیه دوم پژوهش را در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش نمود. همچنین، نتایج نشان می‌دهد میانگین پایداری سود شرکت‌هایی که از تأمین مالی خارج از ترازنامه استفاده می‌کنند بیشتر از شرکت‌هایی است که استفاده نمی‌کنند.

## نتایج آزمون فرضیه چهارم

آزمون تساوی میانگین دو گروه (آزمون t مستقل)		آزمون تساوی واریانس دو گروه (آزمون لوین)		میانگین دو گروه شرکت‌ها (پایداری سود)	
سطح معنی داری (P-Value)	آماره (t)	سطح معنی داری (P-Value)	آماره (F)	شرکت‌های فاقد تأمین مالی خارج از تراز نامه	شرکت‌های دارای تأمین مالی خارج از تراز نامه
۰/۰۰۰	-۳/۶۳	۰/۰۰۲	۲/۴۱۶	۰/۲۰۶	۰/۱۰۳

## ۶- نتیجه گیری و بحث

طبق بررسی‌های بدست آمده از آزمون فرضیه اول که تأمین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها تأثیر منفی و به لحاظ آماری غیرمعنی داری دارد، و نمی‌توان فرضیه اول پژوهش را در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش نمود. از این رو، نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش مرادزاده فرد و فرامرز (۱۳۸۸) و ویلی جی (۲۰۰۶) مطابقت دارد، بعبارتی نتایج مرادزاده فرد و فرامرز (۱۳۸۸) عنوان کرد که ارتباط منفی بین فعالیت‌های خارج از ترازنامه با ارزش شرکت وجود دارد. و همچنین نتایج ویلی جی (۲۰۰۶) نشان می‌دهد که افزایش در فعالیت‌های اجاره عملیاتی منجر به کاهش سود

های آتی بعد از کنترل آن بر درآمدهای جاری می‌شود. یافته‌های مذکور با نزولی بودن بازده نهایی سرمایه‌گذاری در اجاره‌های عملیاتی سازگار است. که با نتیجه این پژوهش همسویی دارند. در مقابل نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش لی و ال ورن (۲۰۰۰) و لی لند و بورت (۲۰۰۳) و تقوی و همکاران (۱۳۸۹) مطابقت ندارد. بعبارتی نتایج لی و ال ورن (۲۰۰۰) و لی لند بورت (۲۰۰۳) نشان می‌دهد که تأمین مالی خارج از ترازنامه موجب افزایش ارزش، نسبت‌های سودآوری و حقوق صاحبان سهام گردید است، و همچنین نتایج پژوهش تقوی و اسماعیل زاده (۱۳۸۹) نیز حاکی از آن است که در بورس تهران، تأمین مالی خارج از ترازنامه،

تهران نمی‌شود، که با نتیجه پژوهش حاضر همسو نیستند.

رد فرضیه اول و پذیرش فرضیه دوم پژوهش و عدم انطباق نتیجه فرضیه اول با پژوهش لی و ال ورن (۲۰۰۰) را از برخی جنبه‌ها می‌توان مورد بررسی قرار داد. ریشه عدم تطابق نتایج این پژوهش را می‌توان عدم استفاده مطلوب از ابزارهای تأمین مالی خارج از ترازنامه توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، محدودیت استفاده از ابزارهای تأمین مالی خارج از ترازنامه، نحوه انتخاب جامعه آماری و عوامل دیگری از قبیل آثار تورم شدید در اقتصاد جاری کشور دانست. این پژوهش و نتایج حاصل از آن می‌تواند مقدمات لازم در خصوص موضوعات زیر را جهت انجام پژوهش‌های آتی برای پژوهشگر فراهم نماید: دلیل یا دلایل عدم استفاده از ابزارهای دیگر تأمین مالی خارج از ترازنامه از قبیل؛ فروش حساب‌های دریافتی، منبع یابی خارجی، وثیقه گذاری دارایی‌ها، تأمین مالی پروژه‌های خاص. بررسی دلایل عدم تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر موضوعاتی مانند سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند مورد نظر پژوهشگر باشد.

#### فهرست منابع

- \* آزاد پیله رود، مریم. (۱۳۸۱). بررسی اثر روش‌های تأمین مالی بر نسبت‌های سودآوری. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- \* پیش‌دار، مرتضی و امیر قدک‌ساز. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر تأمین مالی برون ترازنامه‌ای بر بازده دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پنجمین کنفرانس ملی و سومین کنفرانس بین‌المللی

موجب افزایش قیمت سهام و سود نمی‌گردد، که با نتیجه این پژوهش همسو نیستند.

طبق بررسی‌های بدست آمده از آزمون فرضیه سوم که تأمین مالی خارج از ترازنامه بر پایداری سود شرکت‌ها تأثیر مثبت و به لحاظ آماری معنی‌داری دارد. بنابراین نمی‌توان فرضیه سوم پژوهش را در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمود. از این رو، نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش لی و ال ورن (۲۰۰۰)، لی‌لند و بورت (۲۰۰۳) و پیش‌دار و قدک‌ساز (۱۳۹۴) مطابقت دارد، عبارتی نتایج لی و ال ورن (۲۰۰۰) و لی‌لند بورت (۲۰۰۳) نشان می‌دهد که تأمین مالی خارج از ترازنامه موجب افزایش ارزش، نسبت‌های سودآوری و حقوق صاحبان سهام گردید است، و نتایج پیش‌دار و قدک‌ساز (۱۳۹۴) نشان می‌دهد که نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت در بعد از تأمین مالی خارج از ترازنامه، مقادیر معنادار و بیشتری را نشان می‌دهند، که نتایج پژوهش‌های مذکور با نتایج این پژوهش همسویی دارند. در مقابل نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش ویلی‌جی (۲۰۰۶) و طالب‌نیا و طالب‌پور اصل (۱۳۸۸) و فرامرزو پورموسی (۱۳۹۳) مطابقت ندارد. عبارتی نتایج پژوهش ویلی‌جی (۲۰۰۶) نشان داد که ارتباط منفی و نزولی بین تأمین مالی از طریق اجاره عملیاتی و سودهای آتی سهام بود. و همچنین نتایج پژوهش طالب‌نیا و طالب‌پور اصل (۱۳۸۸) نشان داد که تأمین مالی خارج از ترازنامه تأثیری بر نسبت‌های سودآوری نداشته است. و همچنین نتایج پژوهش فرامرزو پورموسی (۱۳۹۳) نشان می‌دهد که تأمین مالی خارج از ترازنامه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نه تنها موجب افزایش سود سهام، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت‌های سودآوری و در نتیجه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌نامه حسابداری مالی و حسابرسی. شماره ۲. ص ۱۱۷-۱۴۴

\* [9]. نیکو مرام، هاشم و رهنمای رود پشته، فریدون و هییتی، فرشاد (۱۳۸۵) فرهنگ اصطلاحات تخصصی: مهندسی مالی، مدیریت مالی، مدیریت سرمایه‌گذاری و نهادها و بازارهای مالی، انگلیسی - فارسی، فارسی - انگلیسی، تهران: دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، چاپ اول.

\* Barati Masoud, Vakili Fard, Hamidreza, Malihi, Seyed Ali, Dadashi, Iman. (2013) Investigation the relationship between off-balance sheet activities with return on equity and size in exchange companies and Iranian banks. Technical Journal of Engineering and Applied Sciences. Available online at www.tjeas.com. TJEAS Journal-2013-3-21/2841-2844. ISSN 2051-0853 ©2013 TJEAS

\* Edman, B., (2011), "Leases: Off-Balance Sheet Financing and the Strive for Transparency Today", Senior Honors Thesis, Honors Program of Liberty University.

\* Pappas, L., (1996) The sale-leasback: king of off-balance-sheet financing National Real Estate Investor, August, Powder Springs.

\* Jabbarzadeh K. S., Morteza M., Mohammad S. R. (2012) - The Effect of Off-Balance Sheet Financing on Profitability and Leverage Ratios. Business Intelligence Journal - January, 2012 Vol.5 No.

\* Miller, P., & Bahnson, P. (2010). "Off-Balance-Sheet Financing: Holy grail or holey pail" Accounting Today, 24(13), 16-17.

\* Richard A. Graff. (۲۰۰۱) " Off Balance-Sheet Corporate Finance with Synthetic Leases: Shortcomings and How to Avoid Them with Synthetic Debt" American Journal of Real estate Research .

\* Leigh, M. and, L. Olveren (2000) " Off Balance Sheet Financing- What Value does it Bring to the Firm?", University of Goteborg.

\* Leland, Hayne E. and Skarabot, (February 10, (2003). " Jure, Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for

حسابداری و مدیریت. تهران. شرکت خدمات برتر <http://www.civilica.com>

\* تقوی مهدی، اسماعیل زاده مقبری علی، احمدشعربافی مهرداد، زمانیان علیرضا. (۱۳۸۹). ارزیابی روش تأمین مالی برون تراز نامه ای (اجاره عملیاتی) بر قیمت سهام و سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مطالعات کمی در مدیریت. شماره ۲. ص ۹۸-۱۰۹

\* دستگیر، محسن و سلیمانیان، غلامرضا. (۱۳۸۶). تأمین مالی برون ترازنامه ای: رویکرد مقایسه ای. مجله حسابدار. سال بیست و یکم. شماره ۱۸۲.

\* فرامرزی، جواد، پورموسی، علی اکبر. (۱۳۹۳). مطالعه تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت سال سوم / شماره ۱۲ / زمستان ۱۳

\* رهنمای رود پشته، فریدون؛ خان محمدی، محمد حامد. ۱۳۹۰. بررسی و مقایسه توان معیارهای ارزیابی عملکرد حسابداری با معیارهای مبتنی بر ارزش جهت برآورد نرخ بازده اقتصادی شرکت‌ها. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی). دوره چهارم - شماره ۱۰ علمی-پژوهشی (۲۶ صفحه - از ۱۹ تا ۴۴)

\* طالب نیا، قدرت اله و طالب پور اصل، چیا. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر نسبت های سود آوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پژوهش های مدیریت. شماره ۸۴.

\* مرادزاده فرد، مهدی، فرامرزی، جواد. (۱۳۸۸). مطالعه تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس



Mergers, Spinoffs, and Off-Balance Sheet Finance" Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=345380> or DOI:10.2139/ssrn.345380

- \* Weili Ge, (2006). Off balance sheet activities, earnings persistence and stock prices; evidence from operating leases. Master thesis, business administration, in the university of michigan, 2006. UMA number: 3224882

#### یادداشت‌ها

1. Weili Ge,
2. Off Balance Sheet Financing
3. Operating leases
4. Factoring
5. Outsourcing
6. Special Project Financing
7. Securitization
8. sustainable profits
9. economic value added
10. welk
11. Stewart Stern
12. Hitel.
13. Leland, Hayne E. and Skarabot
14. Miller, P., & Bahnson
15. Edman, B
16. Imhoff E. Jr , Thomas J
17. Schipper & Vincent