

تامین مالی شرکت های ایرانی در بازارهای مالی « مقاله مروری »

نویسنده اول: ژبان محمدپور

دانشجوی دکتری حرفه ای DBA / گرایش مدیریت کسب و کار، سازمان مدیریت صنعتی سنج،
mohammadpour1350@yahoo.com

نویسنده دوم: ویدا رسول زاده

دانشجوی دکتری حرفه ای DBA / گرایش مدیریت کسب و کار، سازمان مدیریت صنعتی سنج،
rasolzadeh352@gmail.com

چکیده:

چشم انداز نامعلوم آینده اقتصاد ایران به علت وجود فاکتورهای نامناسب تاثیرگذار، خبر از مشکلات فراوان در تامین منابع مالی شرکتها می دهد تا جاییکه در لوایح مجلس و مصوبات هیات وزیران بر تامین منابع مالی مناسب تاکید شده است. در چنین شرایطی تجزیه و تحلیل شرایط موجود و یافتن راه های بهینه تامین سرمایه از ضروریات می باشد تا با کاهش اثر ریسکها به اهداف مورد انتظار رسید. این تحقیق، مروری به پژوهش های انجام گرفته در مورد روشهای تامین مالی شرکتهای ایرانی در محدوده زمانی 1389 تا 1392 با هدف یافتن ساختار مطلوب سرمایه می باشد. مقاله از نظر ماهیت، توصیفی و اطلاعات گردآوری شده در این پژوهش به صورت کتابخانه‌ای و در سه بخش آمده است. بخش اول مقدمه، سولات تحقیق و روش تحقیق به اختصار آمده است. سوال اساسی این است که این محقق به دنبال پاسخ آن می باشد این است که "بهینه ترین روش های تامین مالی شرکتهای ایرانی برای رسیدن به بازده سهام مطلوب و موفقیت کدامند؟" در بخش دوم ابتدا مروری به مباحث تئوری و تعاریف مورد نیاز پرداخته سپس پژوهش های انجام گرفته مرتبط با سوال اصلی تحقیق مورد بررسی و نقد قرار گرفته است. در ادامه مباحث در بخش سوم، نتایج تحقیقات مورد بررسی، ارزیابی شده است. نتایج تحقیق بیانگر این واقعیت است که منابع تامین مالی شرکتهای ایرانی برای رسیدن به موفقیت، متفاوت است و رابطه مشخص و ثابتی بین نوع منبع تامین مالی و بازده سهام مطلوب و موفقیت شرکت ها وجود ندارد و بر این اساس نمی توان نقشه راه مشخصی برای ساختار تامین مالی شرکت خاصی توصیه نمود و پیشنهاد می گردد درصد ترکیب منابع در شرکتهای ایرانی، دینامیک باشد و به مقتضیات اجتماعی، اقتصادی، سیاسی و مالی تعیین گردد تا شرکتها پویایی و رشد خود را در هر زمان، توسعه دهند و به اهداف مورد نظرشان برسند.

واژه های کلیدی: تامین مالی شرکتها، شرکتهای ایرانی، بازده سهام مطلوب، بازارهای مالی، بازار سرمایه

بخش ۱-

مقدمه:

بازارهای مالی چیست؟ بازار سرمایه چیست؟ علت نیاز تامین مالی شرکتها در بازارهای مالی بالاخص بازار سرمایه چیست؟ کدام روش تامین مالی مناسبتر است؟ موفقیت و سودآوری شرکتها ارتباطی با نحوه و نوع منابع مالی دارد؟ پاسخ به این سوالات را می توان در مباحث نظریات مالی یافت اما تصمیم گیری بر اساس نظریات مالی در برخی موارد نامناسب خواهد بود. بهترین پاسخ به این پرسشهای مشابه، تصمیم گیری مبتنی بر شواهد و تجربیات شرکتهای موفق و تحقیقات انجام گرفته در این موارد است. دو پرسش آخر عنوان شده در قالب یک پرسش « بهینه ترین روش های تامین مالی شرکتهاى ایرانی برای رسیدن به بازده سهام مطلوب و موفقیت کدامند؟» موضوع و سوال اصلی در این تحقیق در محدوده زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۲ می باشد.

روش تحقیق:

این پژوهش به بررسی تحقیقات انجام گرفته در مورد تامین مالی بازار سرمایه ایران پرداخته و از نظر ماهیت یک مقاله توصیفی و اطلاعات گردآوری شده در این پژوهش به صورت کتابخانه‌ای و از نظر ساختاری یک مقاله مروری نقلی می باشد. قصد آن است که نشان داده شود در موضوع مورد بررسی چه پیشرفتهای بدست آمده است.

بخش ۲-

مرور مقالات:

در این بخش سعی بر آن است ابتدا پاسخ سه پرسش اول مطروحه در بخش اول تشریح گردد سپس مطالب مربوط به پاسخ سوال اصلی تحقیق در هریک از پژوهش های انجام گرفته مرتبط قبلی مورد جستجو، بررسی و نقد قرار خواهد گرفت.

سیستم اقتصادی کشور:

سیستم اقتصادی هر کشوری را به چند روش می توان توصیف نمود. یکی از این روش ها تقسیم بندی اقتصادی کشور به دو بازار می باشد: «بازار دارائی های واقعی و خدمات^۱» و «بازار دارائی های مالی^۲» دارائی های واقعی اشاره به دارائی های ملموس^۳ دارد و خدمات اشاره به دارائی های غیرملموس^۴ دارد. بازارهای غذا، لباس و مسکن، مثالهایی از بازارهای ملموس بوده و بازارهای تعمیر اتومبیل، اصلاح مو و سفارش های مالی، نمونه هایی از بازارهای غیرملموس می باشند. افراد جامعه خلاقیت و جهت دهی شغل خود را در خدمات و کالاهائی قرار می دهند که مورد نیاز جامعه است. سیستم قیمت گذاری، عملکرد بازار را در مورد دارائی های واقعی و خدمات کنترل می کند. به این صورت که جامعه نیاز خود را از طریق پرداخت مبلغی برای تصاحب یک محصول یا خدمات ابزار می دارد. یعنی اگر کالا یا خدماتی تولید شده و با سودآوری فروخته شود. بیانگر یکی از احتیاجات جامعه است. محصولات و خدمات مورد نیاز جامعه را واحدهای تولیدی ارائه می دهند و این واحدها جهت تأمین نیروی کار، ماشین آلات و استعدادهای مدیریتی، نیاز به منابع مالی دارند که اغلب از طریق منابع گوناگونی، مانند: بانک های محلی، خویشاوندان و صاحبان سرمایه، نیازهای مالی خود را تأمین می کنند. به هر حال، یک اقتصاد خودکفا بدون حضور بازار دارائی های مالی نمی تواند وجود داشته باشد.

بازار دارائی های مالی:

دارائی مالی عبارت است از طلب یا ادعائی^۵ بر روی یک واحد اقتصادی، مانند یک شرکت یا شخص حقیقی، برای مثال ممکن است شما در قبال اعطاء سفته، پولی را از خویشاوند خود قرض بگیرید. این سفته در واقع یک «دارائی مالی» است که

1- The Market for Assets and Services

2- The Market for Financial Assets

3 - Tangibles

4 - Intangibles

5 - Claim

خویشاوند شما در دست دارد و نشان‌دهنده طلبی از شما می‌باشد. از دید شما این سفته یک "بدهی مالی" یا به عبارت ساده‌تر یک "بدهی" می‌باشد؛ چرا که تمام بدهی‌های مالی هستند .

بسیاری از دارائی‌های مالی، از قبیل سهام یا اوراق قرضه صادره توسط شرکت‌ها و اوراق قرضه صادره توسط واحدهای دولتی، در بازارهای سازمان‌یافته مبادله می‌شوند. پس از صدور سهام هر شرکتی، سهام می‌تواند به صورت گردشی از فردی به فرد دیگر فروخته شود و یک بازار فعال سهام از طریق اطمینان دادن به سرمایه‌گذاران، مبنی بر اینکه هر وقتی نیاز داشته باشند، می‌توانند سهام خود را به سایر سرمایه‌گذاران بفروشند؛ شرکت را در افزایش حقوق صاحبان سهام و سرمایه کمک می‌کند. خرید مستقیم سهام از شرکت در بازار اولیه^۱ صورت می‌پذیرد؛ در حالی که، مبادله سهام بین سرمایه‌گذاران در بازار ثانویه^۲ اتفاق می‌افتد. بازارهای مالی معمولاً به دو بازار فرعی تقسیم می‌شوند: بازارهای پول^۳ و بازارهای سرمایه^۴، بازار پول بازاری است برای ابزارهای بدهی کوتاه مدت، در حالی که بازار سرمایه بازاری است برای ابزارهای بدهی بلندمدت و سهام صادره توسط شرکت‌ها.

بازار پول:

اوراق بهاء‌دار مورد مبادله در بازار پول، عبارت هستند از: وجود سپرده نزد بانک مرکزی، اسناد خزانه، اسناد تضمین‌شده توسط بانک، اسناد تجاری و سایر اسناد بدهی کوتاه‌مدت (کمتر از یک سال)، دارائی‌های مالی قابل مبادله در بازار پول باید مخاطره‌ای نزدیک به صفر برای خریداران داشته باشند .

لازم به ذکر است که در بانکداری اسلامی وجوه سپرده نزد بانک مرکزی تبدیل به سرمایه می‌شوند، لذا ممکن است در بانکداری اسلامی آن را جزء بازار سرمایه به حساب آورند.(شباهنگ، ۱۳۷۳)

بازار سرمایه:

بازار سرمایه بخشی از بازارهای مالی است. بازار سرمایه در مقابل بازار پول، جایگاه تامین بلندمدت سرمایه شرکت‌هاست. بازار سرمایه زیربنای فعالیت‌های تجاری، صنعتی، دولتی و خصوصی است. بازار سرمایه واسطه‌ای برای تخصیص وجوه بلندمدت به منظور تشکیل دارایی‌های سرمایه‌ای است. وجوه این بازار از سرمایه‌گذاران انفرادی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌ها، بانک‌ها و دیگر دارندگان وجوه بدست می‌آید. وجوه مذکور جهت تامین مالی طرح‌های کسب و کار و توسعه‌ای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر، بازار سرمایه، وجوه را از بخش‌های دارای مازاد جمع‌آوری می‌کند و آن را به سمت کسانی که نیازمند تامین مالی هستند، هدایت می‌کند. کارایی بازار سرمایه، حاصل عملکرد بازیگران و نیروهای رقیب در آن است. در کشورهای پیشرفته، بازار سرمایه و بخصوص بورس اوراق بهادار مهمترین جایگاه تامین سرمایه واحدهای تجاری و صنعتی است. در حالیکه در کشورهای کمتر توسعه یافته همچون ایران، تمرکز تامین مالی بر سیستم و شبکه بانکی است بازار سرمایه شامل بازارهایی است که در آن اوراق بهاء‌دار میان‌مدت و بلندمدت افراد، واحدهای تجاری و دولتی عرضه و مبادله می‌شود. در کشورهای صنعتی این قبیل بازارها معمولاً به سه گروه اصلی طبقه‌بندی می‌شوند: بازار اوراق قرضه، بازار دیون رهنی و بازار سهام. ولی در کشور ایران، بازار سرمایه فقط محدود به بازار سهام می‌شود . مهم‌ترین هدف بازار سرمایه این است که با اجرای فرایند سالم‌سازی و شفافیت، پس‌انداز کنندگانی که دارنده منابع مالی می‌باشند و هدف کسب سود و بازده معقول دارند را به اشخاص حقوقی و واحدهای اقتصادی که برای توسعه فعالیت‌های خود نیاز به منابع مالی دارند پیوند دهد.

بازار سهام^۵:

بازار سهام شامل بازارهای ثانویه‌ای است که به نام بورس سهام و اوراق بهاء‌دار که در آن اوراق سهام مورد مبادله قرار می‌گیرد. کارگزاران بورس، مؤسسات مالی هستند که بنا به دستور مشتریان خود نسبت به خرید و فروش سهام اقدام می‌کنند. سهام

1 - Primary Market

2 - Secondary Markets

3 - Money Markets

4 - Capital Markets

5 - Stock Market

شرکت‌هایی را می‌توان به‌طور رسمی در بورس سهم عرضه کرد که واجد شرایط و مشخصات تعیین‌شده از طرف ارگان‌های مسئول کشور باشند .

در هر دو نوع بازار (بازار دارائی‌های واقعی و بازار دارائی‌های مالی) خریدها و فروش‌ها مستلزم این هستند که کالا یا سهام مذکور بلافاصله یا با اندکی تأخیر واگذار شود. هر چند در مواردی از فروش نسبی استفاده می‌شود، ولی اغلب اوقات پرداخت‌ها نیز بلافاصله صورت می‌پذیرد. به خاطر این ویژگی‌ها ما به این بازارها عنوان بازارهای نقد^۱ یا بازارهای فوری^۲ می‌دهیم.

بازار بورس:

بازار بورس مکانی است که در آن سهام شرکت‌های گوناگون تولیدی خدماتی و سرمایه گذاری داد و ستد می‌شود. مردم به بازار بورس بازار سهام هم می‌گویند. اما نام رسمی و قانونی آن "بورس اوراق بهادار" می‌باشد. "که منظور از اوراق بهادار همان برگه های سهام شرکت‌هاست. به مکانی که در آن عمل داد و ستد انجام می‌گیرد "تالار معاملات بورس" گفته می‌شود. اصلی ترین تالار معاملات بورس کشور در تهران واقع است.

مزیت های کلان آن برای جامعه عبارتند از :

▪ رشد تولید ناخالص ملی و مهار تورم

▪ استفاده از پس اندازهای خرد و کوچک مردم

▪ هدایت سرمایه های سرگردان

▪ کمک به رشد صنعتی شدن کشور

در پاسخ به سوال سوم باید گفت که بدهی است که شرکتها برای راه اندازی و توسعه فعالیت‌های خود به منابع مالی نیاز دارند. تامین مالی چیست؟ تامین مالی یا فاینانس، یعنی تهیه منابع مالی و وجوه برای ادامه فعالیت شرکت و ایجاد و راه اندازی طرح های توسعه و درآمدزای این واحدهای اقتصادی، تامین مالی عمدتاً از طریق انتشار سهام، فروش اوراق قرضه^۳ و وام و اعتبار صورت می‌گیرد.

ابزارهای ویژه تامین مالی در بازار بورس:

الف- سهام عادی^۴

ب- سهام ممتاز^۵

ج- اوراق قرضه

د- اوراق مشارکت^۶

ه- اوراق بهادار قابل تبدیل^۷ (جهان خانی، ۱۳۷۳)

بازده سهام:

معمولاً مهم ترین معیار ارزیابی عملکرد موسسات، در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوی اطلاعاتی برای سرمایه گذران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد. این معیار دارای محتوی اطلاعاتی زیادی می‌باشد، زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه گذران را به خوبی منعکس می‌کند.

بازده در فرآیند سرمایه گذران نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه گذران محسوب می‌شود. منظور از بازده کل مجموعه مزایای است که در طول سال به سهم تعلق می‌گیرد، مجموعه این مزایا شامل موارد ذیل است:

1 - Cash Markets

2- Spot Markets

3 -Bond

4 -Common stock

5 -Preferred Stock

6 -Bonds

7 - Convertible securities

۱- افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه (تفاوت نرخ اول و آخر سال مالی سهم شرکت).

۲- سود نقدی ناخالص هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام که بعد از کسر مالیات پرداخت می گردد.

۳- مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقویم به ارزش است .

۴- مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه.

اجزای بازده سهام

مجموعه مزایایی که در طول سال به سهم تعلق میگیرد، به نسبت اولین قیمت سهم یا به نسبت آخرین قیمت سهم می تواند مورد محاسبه قرار گیرد و نرخ بازده کل سهام محاسبه می شود.

(۱) تفاوت نرخ:

آخرین قیمت سهام در پایان سال مالی رانسبت به اولین قیمت سهام در ابتدای سال مالی در نظر گرفته و تفاوت آنها را به دست می آورند.

(۲) سود نقدی ناخالص هر سهم

این سود عبارت است از سود سهام پیشنهادی ناخالص تصویب شده در مجمع عمومی صاحبان سهام تقسیم بر تعداد سهام در تاریخ تصویب سود سهام پیشنهادی توسط مجمع عمومی صاحبان سهام

(۳) مزایای حق تقدم

افزایش سرمایه از راههای مختلف می تواند محقق شود، اهم موارد مربوط به افزایش سرمایه عبارتند از:

الف) از محل مطالبات حال شده سهامداران قبلی مربوط به سود سهام شرکت.

ب) از محل آورده های نقدی سهامداران قبلی

ج) از محل اندوخته ها و سود تقسیم نشده سالهای قبل

د) اوراق بهادار قابل تبدیل و اختیار خرید سهام.

ه) ترکیبی از موارد فوق

۴) مزایای سهام جایزه

معمولاً شرکتهای در زمان انقضای دوره پرداخت سود نقدی، به دلیل کمبود نقدینگی یا حفظ منابع نقدی موجود، برای تامین سود متعلق به هر سهم، به جای پرداخت نقدی، اقدام به دادن سهام جایزه یا سود سهمی می نمایند و از این راه افزایش سرمایه می دهند. (شباهنگ، ۱۳۷۳)

پژوهش های انجام گرفته مرتبط:

۱- دکتر رجب زاده و همکارانش در مقاله ای تحت عنوان "بررسی و تجزیه و تحلیل نقش بازار پول و بازار سرمایه در هزینه سرمایه شرکتهای (تحلیل نتایج تطبیقی و بخش صنعت ایران)" در تاریخ ۱۳۸۱/۱/۱۶ آنرا در فصلنامه پژوهشی اقتصادی، سال ششم، شماره اول به چاپ رسانیده اند.

محققین محترم در دوره زمانی ۱۳۷۸-۱۳۸۲ در این تحقیق پژوهشی به بررسی تحلیلی وضعیت مالی در کشورهای مختلف جهان و ایران در بخش صنعت پرداخته اند. نتایج گویای آن است که تفاوت بارزی بین روشهای تامین مالی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه است. شرکتهای واقع در کشورهای در حال توسعه به همراه امریکاه و انگلیس نسبت به هممتایان خود در سایر کشورهای توسعه یافته بیشتر بر منابع خارجی تامین مالی از جمله بازار سهام تکیه دارند. روشهای تامین مالی شرکتهای ایرانی با ذکر هزینه های آن در ۴۹ شرکت در بخش صنعت و معدن مورد بررسی قرار گرفته است و در نتیجه مشخص گردیده است که منابع عمده ای که این شرکتهای (غیر از بخش معدن که عمدتاً دولتی است) برای تامین مالی سرمایه گذارهای خود در پیش رو دارند شامل استفاده از وامهای کوتاه مدت و بلند مدت و استفاده از حقوق صاحبان سهام است و

عنوان شده الویت استفاده از منابع تامین مالی به مقدار هزینه آن بستگی دارد و به طور قطع استفاده از منبع خاصی را توصیه نموده است و علت آن را اختلاف نتایج در صنایع مختلف دانسته اند. (رجب زاده و همکاران، ۱۳۷۵)

نقد: محققین محترم محدوده زمانی تحقیق خود را در چکیده مشخص ننموده اند همچنین جامعه آماری در ۴۹ شرکت در حوزه های "غذایی، شیمیایی، نساجی، کانی غیر فلزی و ماشین آلات" انجام گرفته است. شاید بتوان گفت به علت "عدم تنوع نمونه ها آماری، عدم مشخص نمودن بزرگی و کوچکی شرکتهای و انتخاب شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران به عنوان جامعه آماری و عدم انتخاب سایر شرکتهای" نتوان در نتایج، استنباط قابل اسنادی بدست آورد. بهتر این بود جامعه آماری از بین شرکتهای کوچک و بزرگ در صنایع مختلف و در حوزه بازار بورس و خارج از بورس انتخاب می گردید.

۲- دکتر مهدی ابزری و همکارانشان تحقیقات خود را در قالب مقاله ای با عنوان "بررسی و تجزیه و تحلیل روشهای تأمین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" در فصلنامه بررسیهای اقتصادی، دوره ۴، شماره ۴، زمستان ۱۳۸۶ منتشر نمودند. تحقیقات انجام گرفته در محدوده زمانی ۱۳۷۸-۱۳۸۲ و با هدف یافتن روشهای مختلف تأمین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، و نوع ارتباط بین نحوه تأمین مالی شرکتهای و ویژگیهای اندازه ی شرکت، دارایی های ثابت و سودآوری، بررسی شده است.

نمونه ی آماری این پژوهش از بین شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به شیوه مرحله ای و تصادفی ساده و از میان شش صنعت انتخاب گردیده است. در این تحقیق پس از تقسیم بندی بازارهای مالی و معرفی روشهای مختلف تامین مالی آنها، نحوه تأمین مالی بنگاههای اقتصادی و ارتباط آن با ویژگیهای بنگاههای اقتصادی مورد بررسی قرار گرفته است. انواع منابع تأمین مالی در کشور به دو دسته ی منابع مالی بدون هزینه و منابع مالی با هزینه تقسیم بندی نموده اند. منابع مالی بدون هزینه شامل پیش دریافت از مشتریان، بستانکاران تجاری، سود سهام پرداختنی و هزینه های پرداختنی است. منابع مالی با هزینه به دو دسته ی منابع داخلی (سود انباشته) و منابع خارجی (تسهیلات کوتاه مدت و بلندمدت و انتشار سهام جدید) تقسیم می گردد. در ادامه به "تئوری سلسله ی مراتبی روشهای تأمین مالی" و پیشینه تحقیق پرداخته است. ذکر توضیحات پیشینه تحقیق با توجه به نتایج آن لازم به نظر می رسد. بر اساس تحقیقات مایر^۱ (۱۹۸۹) در هشت کشور صنعتی در دوره زمانی ۱۹۸۵-۱۹۷۰ نتایج زیر حاصل گردیده است: "۱- سود انباشته، مهمترین منبع تامین مالی همه کشورها به ویژه در انگلستان، کانادا و امریکا است. ۲- شرکتهای کوچک و متوسط نسبت به شرکتهای بزرگ از منابع خارجی بیشتر استفاده نموده و در این تامین مالی بیشتر با بانکهای تجاری ارتباط داشته، و کمتر از اوراق بهادار جهت تامین مالی استفاده مینمایند." در مطالعه دیگر توسط سینگ و حمید^۲ (۱۹۹۲ و ۱۹۹۶) در پنجاه کشور توسعه یافته و در حال توسعه بررسی شده نتایج حاکی از آن است که: "۱- شرکتهای واقع در کشورهای در حال توسعه، بیشتر از منابع خارجی برای تامین مالی استفاده میکنند. ۲- شرکتهای واقع در کشورهای در حال توسعه، برای افزایش خالص دارایی های خود بیشتر به انتشار سهام جدید روی می آورند." کوربت و جنکینسن^۳ (۱۹۹۴) در مطالعه های روشهای تامین مالی کشورهای توسعه یافته را در دوره ی ۸۹-۱۹۷۰ بررسی نمودند. مهمترین نتایج به صورت زیر است: "۱- مهمترین روش تامین مالی در شرکتهای همه کشورهای مورد مطالعه، منابع داخلی است. ۲- انتشار اوراق بهادار و اوراق قرضه مقدار کمی از منابع تامین مالی در کشورهای مورد بررسی است. ۳- مهمترین منبع تامین مالی خارجی، وامهای رهنی بانکها به شرکتهای مورد مطالعه است. ۴- منابع داخلی تامین مالی در کشورهای امریکا و انگلستان نسبت به ژاپن از اهمیت بیشتری برخوردار است."

تحقیق دارای چهار سوال و هر سوال شامل چند فرضیه است. سوال چهارم " آیا بین نحوه ی تأمین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ظرفیت سودآوری شرکتهای رابطه وجود دارد؟ " می باشد و سه منبع "داخلی، سهام عادی و بدهی" به طور جداگانه در سه فرضیه بررسی شده است.

¹ - Mayer

² - Singh and Hamid

³ - Corbet and Jenkinson

جامعه آماری شامل ۵۰ شرکت از شش صنعت تجهیزات، صنایع غذایی، صنایع شیمیایی، محصولات غیر فلزی، نقلیه موتوری و فلزات سنگین، به صورت مرحله ای و تصادفی ساده در دوره زمانی ۱۳۷۸-۱۳۸۲ انتخاب شده است. اطلاعات و داده های تحقیق از نشریات و گزارشات سالانه و سایر گزارشات بورس اوراق بهادار تهران و صورتهای مالی حسابرسی شده ی شرکتهای استفاده شده است. در بررسی سوال چهارم نتایج زیر بدست آمد: ۱- در تمامی سالها رابطه ی معنی داری بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق سود انباشته وجود داشته است. ۲- در تمام سالها بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق سهام از نظر آماری رابطه ی معنی داری وجود نداشته است. ۳- در تمامی سالها رابطه ی معنی داری بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق بدهی وجود داشته است. (ابزاری و همکار، ۱۳۸۶)

نقد: جامعه آماری تمام صنایع را در بر نگرفته است همچنین از ده ها منبع تأمین مالی فقط رابطه سه منبع "داخلی، سهام عادی و بدهی" با ظرفیت سودآوری شرکت بررسی شده است به همین علت به نظر می رسد نتایج کاربردی نبوده و نمی توان آنرا به عنوان راهنما در عمل به هیچ شرکتی توصیه نمود.

۳- دکتر فریدون رهنمای رودپشتی و همکارانشان نتایج تحقیقات خود را که در محدوده زمانی ۱۳۷۸-۱۳۸۴ با موضوع "بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران"، در فصلنامه بورس اوراق بهادار سال دوم، شماره، زمستان ۸۸، منتشر نموده اند.

محققین محترم بیان نموده اند: تئوریها و نظریه های موجود و مطالعات انجام شده در این رابطه، اثرات متفاوت فعالیتهای تأمین مالی را بر بازده سهام پیش بینی می کند. تحقیق حاضر در بررسی این موضوع، فرض وجود رابطه معنی دار بین وجوه نقد ناشی از فعالیت های تأمین مالی و بازده سهام را مورد بررسی قرار داده است. بدین منظور، اطلاعات مربوط به فعالیتهای تأمین مالی از صورت جریان وجوه نقد شرکت های بورس اوراق بهادار در طی سال های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۴ استخراج شده است. تحقیقات محققین در راستای یافتن پاسخ سوال اصلی یعنی "آیا بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد؟" می باشد. در ادامه جهت تعیین جایگاه پرسش خود با پرسش های دیگر محققان، به بررسی پیشینه تحقیقات قبلی پرداخته اند. روش تحقیق حاضر پیمایشی از نوع همبستگی یعنی بررسی وجود رابطه و همبستگی بین متغیرها از طریق رگرسیون، می باشد که با استفاده از اطلاعات گذشته (روش پس رویدادی) عمل خواهد شد. به منظور انجام تحقیق، در هر سال از سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۴، اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، که دارای ویژگیهای زیر می باشند جمع آوری گردیده.

- ۱- شرکت جزء شرکتهای سرمایه گذاری و واسط هگری مالی نباشد.
- ۲- سال مالی شرکت پایان اسفندماه هر سال باشد.
- ۳- شرکت در آن سال دوره مالی خود را تغییر نداده باشد یعنی تمام اطلاعات دوازده ماهه باشد.
- ۴- اطلاعات مورد نیاز مربوط به فعالیت های تأمین مالی در صورت جریان وجوه نقد شرکت اصلی و دارایی ها در ترازنامه شرکت اصلی و بازده سهام هر سه موجود باشد.
- ۵- شرکت در طی یک سال فعالیت های نقدی مربوط به سهام افزایش سرمایه و وام دریافت و یا بازپرداخت اصل وام حداقل یکی و یا هر دو را دارا باشد.
- ۶- شرکت در سال مربوطه، جزء شرکتهای متوقف نباشد.

نتایج حاصل از انجام تحقیق نشان می دهد وجوه نقد ناشی از فعالیت های تأمین مالی رابطه معنی داری با بازده سهام ندارد. در این مورد محققین اظهار می دارند: تئوری ها و نظریه های متفاوتی که پیرامون ساختار سرمایه و اثرات متفاوت روشهای مختلف تأمین مالی بر بازده سهام وجود دارد و رابطه های مثبت و منفی را بین بازده سهام و فعالیتهای تأمین مالی به دنبال تغییرات اهرم مالی و یا ایجاد اطلاعات گوناگون در مورد فرصت های سرمایه گذاری و جریانهای نقدی و غیره پیش بینی میکند، در بازار سرمایه ایران مصداق ندارد. از جمله دلایل این امر شاید عدم توجه بازار به اطلاعات منتشره مربوط به فعالیتهای تأمین

مالی در صورتهای مالی باشد ممکن است رابطه بین فعالیتهای تأمین مالی و بازده سهام را تحت تأثیر قرار دهد. (رهنمایی و همکاران، ۱۳۸۹)

نقد: عدم رابطه معنی دار فعالیتهای تأمین مالی با بازده سهام از نتایج پژوهش می باشد اما پیشنهاد و راه حلی برای موضوع ارائه نگردیده تا سرمایه داران و سرمایه گذاران را در انتخاب گزینه بهتر راهنمایی کند.

۴- محققین محترم دکتر کردستانی و همکارشان مقاله ای تحت عنوان "بررسی تاثیر روش های تأمین مالی بر بازده آتی سهام" را در مجله پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز، شماره دوم، پاییز و زمستان ۱۳۸۹ به چاپ رسیده اند. در این پژوهش تاثیر روشهای مختلف تأمین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل از این روشها بر بازده آتی سهام، بررسی شده است. داده های این تحقیق از ۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ی زمانی ۱۳۷۸-۱۳۸۵ به دست آمده است. در بخشی از تحقیق تاثیر روشهای تأمین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل از این روشها بر بازده آتی سهام، سود هر سهم، ریسک مالی و درصد مالکیت سهامداران مورد بررسی قرار گرفته است. یافته های تحقیق نشان دهنده نبود رابطه مثبت معنی دار بین تأمین مالی داخلی به تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام است همچنین تأمین مالی خارجی اثر و رابطه منفی به ارزش سهام دارد و تأمین مالی داخلی اثر و رابطه مثبت به ارزش سهام دارد. بر اساس این نتایج تئوری سلسه مراتبی که بیانگر برتری نسبت مالی داخلی بر تأمین مالی خارجی است در مورد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مصداق ندارد. در آزمون یکی از فرضیات تحقیق، بازده سهام دو نوع شرکت با رشد زیاد و رشد کم به منبع تأمین مالی واکنش متمایز نشان می دهد. تأیید شده است. به عبارت دیگر، شرکت با رشد زیاد در مقایسه با شرکتهای با رشد کم، باید به منظور بیشینه سازی ارزش خود، منبع تأمین مالی داخلی بیش تری استفاده کنند و قسمتیدیکر از نتایج فرضیه تأمین مالی خالص دارایی های عملیاتی از محل منابع مالی خارجی بر بازده آتی سهام و در نتیجه ثروت سهامداران تاثیر معنی داری ندارد. (کردستانی و همکار، ۱۳۸۹)

نقد: جامعه آماری تحقیق، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۷۸ می باشد. لذا نتایج قابل تعمیم به خارج از بورس نیست. تئوری بدست آمده خبر مناسبی برای شرکتهاییکه قصد ورود و ادامه فعالیت در بازار سرمایه را دارند؛ نخواهد بود.

۵- دکتر غلامحسین اسدی و همکارشان در مقاله ای با عنوان "رابطه رویکردهای تأمین مالی با بازده آتی سهام" که در بهار ۱۳۹۰ در فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره 29، مطالعات خود را در سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ انجام دادند. هدف محققین از تحقیق، بررسی این مطلب است که آیا بازدهی سهام شرکت ها، از روش های تأمین مالی اتخاذ شده توسط آنها، تاثیر می پذیرد یا خیر؛ و در صورت وجود تاثیر، این اثر چگونه است؟ جامعه آماری تحقیق حاضر را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند که در قلمرو زمانی تحقیق ۱۳۸۵-۱۳۸۰ و از بین جامعه آماری، تعداد ۳۳۳ شرکت با توجه به معیارها و ویژگی های تعیین شده در این تحقیق انتخاب شدند. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین وجه نقد حاصل از فعالیت های تأمین مالی و بازده آتی سهام و همچنین بین وجوه حاصل از استقراض و بازده آتی سهام رابطه ای معکوس وجود دارد. همچنین بررسی ها بیانگر آن است که بین وجوه حاصل از انتشار سهام و بازده آتی سهام رابطه معنی داری وجود ندارد. (اسدی و همکاران، ۱۳۹۰)

نقد: تحقیق انجام گرفته نیز به علت محدودیت در انتخاب منابع تأمین مالی از جامعیت برخوردار نمی باشد. پژوهش انجام گرفته در راستای تحقیقات گذشته بوده است و محققین محترم عنوان نکرده اند که کارهای قبل چه ایراداتی و کمبودهایی داشته و در این پژوهش چه چیزی را رفع کرده اند یا به عبارت دیگر معلوم گردد شکاف تحقیقاتی^۱ در این تحقیق چیست؟ و سهم آنها در این حوزه تحقیق چیست؟ به نظر می رسد در انجام پژوهش، دوباره کاری شده است.

¹ - Gap Research

۶- مجید زنجرداران به اتفاق همکاران مقاله ای با عنوان "بررسی رابطه بین روش های تامین مالی (منابع خارجی) و بازده سهام" تدوین و آنرا در تابستان ۱۳۸۸ در مجله مطالعات مالی به چاپ رسانیده اند.

این تحقیق به بررسی رابطه بین روش های تامین مالی (منابع خارجی) و بازده سهام و به دنبال ارائه و تحلیل این مطلب است که آیا بین تامین مالی برون سازمانی و بازده واقعی سهام شرکت ها رابطه وجود دارد یا خیر، ضمن اینکه مطالعه حاضر در بازار سرمایه ایران به تفکیک صنعت نیز صورت پذیرفته است. جامعه مطالعاتی این پژوهش بازار سرمایه ایران می باشد که در محدوده زمانی سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ مورد مطالعه قرار گرفته است. این تحقیق از نظر روش و ماهیت از نوع حقیقات همبستگی به حساب می آید و از نظر هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. محققین محترم سعی نموده اند که تاثیر تامین مالی برون سازمانی بر بازده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهند تا اهمیت تامین مالی در ساختار مالی این شرکت ها برای استفاده کنندگان واضح شود. بنابراین سوالات زیر را مطرح نموده اند:

1- آیا بین تامین مالی برون سازمانی و بازده سهام شرکت ها، رابطه وجود دارد؟

2- آیا رابطه تامین مالی برون سازمانی و بازده سهام شرکت ها در صنعت های مختلف متفاوت است؟
فرضیه های تحقیق:

در ادامه تحقیق برای پاسخ به سوال تحقیق که برگرفته شده از چارچوب نظری پژوهش است، اقدام به تدوین فرضیه های زیر گردید:

فرضیه اول: بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران رابطه وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تامین مالی از طریق اخذ وام بلند مدت و بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران رابطه وجود دارد.

فرضیه سوم: تاثیر تامین مالی از طریق انتشار سهام بر بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران بر اساس نوع صنعت متفاوت است. فرضیه سوم شامل ۱۰ فرضیه فرعی به شرح زیر می باشد:

بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده واقعی سهام شرکت های موجود در صنعت خودرو دارو، لاستیک، کانی های غیر فلزی، سرمایه گذاری ها، سیمان، شیمیایی، غذایی بجز قند و شکر، فلزات اساسی، ماشین آلات و تجهیزات رابطه وجود دارد. فرضیه چهارم: تاثیر تامین مالی از طریق اخذ وام بلند مدت بر بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران بر اساس نوع صنعت متفاوت است. فرضیه چهارم شامل ۱۳ فرضیه فرعی می باشد. جامعه آماری تحقیق به شرح زیر می باشد: تعداد ۲۵۷ شرکت، که از طریق انتشار سهام در بازه زمانی ذکر شده اقدام به تامین مالی نموده اند جهت فرضیه اول و سوم و تعداد ۳۶۵ شرکت، که از طریق اخذ وام های بلند مدت در بازه زمانی ذکر اقدام به تامین مالی نموده اند برای فرضیه دوم و چهارم می باشد. برطبق آزمون فرضیه اول این نتیجه حاصل گردید که بین تامین مالی برون سازمانی از طریق انتشار سهام و بازده سهام رابطه مثبت لکن ضعیف وجود دارد. برطبق آزمون فرضیه دوم این نتیجه حاصل گردید که بین تامین مالی برون سازمانی از طریق اخذ وام بلند مدت و بازده سهام رابطه وجود ندارد. برطبق آزمون فرضیه سوم این نتیجه حاصل گردید که در بین ۱۰ صنعت انتخاب شده، تعداد ۷ صنعت فاقد رابطه معنی دار، ۲ صنعت بدون رابطه و یک صنعت (صنعت دارو) دارای رابطه می باشد. برطبق آزمون فرضیه چهارم این نتیجه حاصل گردید که در بین ۱۳ صنعت انتخاب شده، تعداد ۸ صنعت فاقد رابطه معنی دار، ۳ صنعت بدون رابطه و ۲ صنعت (صنعت های لاستیک و سیمان) دارای رابطه می باشد.

در نهایت، نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها می تواند نشانه ای از عدم عکس العمل بازار سرمایه ایران بغیر از چند صنعت خاص به روش های تامین مالی باشد. (زنجرداران و همکاران، ۱۳۸۸)

نقد: با توجه به بررسی موضوع در صنایع مختلف، به نظر می رسد هدف تحقیق که همان کاربردی بودن در دو حوزه تامین مالی بازار سرمایه و وام بلند مدت، تامین گردیده است.

۷- پژوهشگر محترم خانم دکتر ملانظری و همکارانشان نتایج تحقیقات خود را در مقاله ای تحت عنوان "بررسی رابطه بین روشهای تامین مالی (منابع برون سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" در بهار ۱۳۸۸ در نشریه پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی منتشر گردیده.

در متن مقاله آمده است: شرکتها برای اجرای پروژه های سرمایه گذاری سودآور و در دسترس، تسویه بدهی های موعده رسیده، افزایش سرمایه در گردش و پرداخت سود به سهامداران به منابع مالی نیاز دارند. موفقیت شرکتها در گروه تعیین منابع مالی مناسب و تصمیم گیری صحیح در این خصوص است از این رو تحقیق را با هدف بررسی و شناخت ارتباط بین روشهای تامین مالی (افزایش سرمایه و وام بانکی) با موفقیت و عدم موفقیت شرکتها انجام شده است و برای این منظور شرکتها که طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ که از طریق وام بانکی و افزایش سرمایه تامین مالی نموده اند، انتخاب شده است و بر اساس بازده سالانه، شرکتها را به دو گروه موفق (بازده سالانه آنها بیشتر از میانگین بازده بازار کلیه شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) و ناموفق تقسیم نموده است. جامعه آماری مشتمل بر ۶۲۴ شرکت است و نتایج گویای آن است که از ۹۹ شرکتی که از محل افزایش سرمایه تامین مالی نموده اند ۶۷ شرکت موفق و ۳۲ شرکت ناموفق و ۵۲۵ شرکت که از محل وام بانکی تامین مالی نموده اند ۱۷۷ شرکت موفق و ۳۴۸ شرکت ناموفق، جمع برآیند نتایج نشان می دهد که شرکتها موفق که از محل افزایش سرمایه تامین مالی نموده اند نسبت به کل شرکتها این گروه بیشتر از شرکتها موفق است که از محل وام بانکی تامین مالی نموده اند. در این تحقیق، موضوع از دید مدیران به عنوان مباشران صاحبان سرمایه برای انتخاب منبع مناسب تامین مالی و سهامداران برای تصمیم گیری عقلانی تر در رابطه با خرید، فروش و نگهداری سهام مورد توجه قرار گرفته است. (ملانظری و همکار، ۱۳۸۸)

نقد: مقاله مذکور به بررسی منابع تامین سرمایه فقط در دو بخش وام بانکی و افزایش سرمایه پرداخته است و نتایج آن فقط شامل شرکتی خواهد شد که بخواهد از میان ده ها منبع مالی یکی از دو گزینه مورد تحقیق را انتخاب کند. اما استفاده از نتایج آن برای تحقیقات آینده مناسب است. در مورد پیشنهاد محققین در مورد تامین مالی شرکتها از بازار سرمایه، به نظر می رسد پیشنهاد عنوان شده به علت اینکه بازار سرمایه از پارامترهای تحقیق نبوده و جاهت ندارد.

۸- دکتر فرزین رضایی پژوهش خویش را با همکارانشان در راستای تحقیقات انجام گرفته قبلی در مقاله ای تحت عنوان "تأثیر روشهای تامین مالی خارجی بر بازده آتی شرکتها با تأکید بر ارقام تعهدی سرمایه در گردش" در نشریه پژوهش حسابداری شماره ۹ در تابستان ۱۳۹۲ منتشر نمودند. در این تحقیق به بررسی تأثیر روشهای تأمین مالی خارجی بر بازده آتی شرکتها با تأکید بر ارقام تعهدی سرمایه در گردش پرداخته شده برای این منظور، تعداد ۹۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفته است. سؤالهای اصلی تحقیق به صورت زیر مطرح میشود:

۱- آیا ارقام تعهدی سرمایه در گردش توان پیشبینی بازده سهام شرکتها پس از تامین مالی خارجی آنها را دارد؟

۲- آیا ارقام تعهدی بلندمدت توان پیش بینی بازده سهام شرکتها پس از تامین مالی خارجی آنها را دارد؟

عنوان شده تحقیق از نوع کاربردی و جامعه آماری این پژوهش شامل شرکتهایی است که در سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته اند. نتایج تحقیق نشان میدهد که تحت شرایط سطوح پایین ارقام تعهدی سرمایه در گردش، تامین مالی خارجی از طریق سرمایه، ارتباط منفی و معناداری با بازده آتی سهام شرکتها دارد ولی این ارتباط میان فعالیتهای تامین مالی از طریق بدهی و بازده آتی سهام، در سطوح پایین و بالای ارقام تعهدی سرمایه در گردش معنادار نیست. در نتیجه، فعالیتهای تامین مالی از طریق بدهی، تأثیری در بازده آتی سهام ندارند. (رضایی، ۱۳۹۲)

نقد: محققین محترم عنوان نکرده اند کاربردی بودن پژوهش شامل چه کسانی خواهد شد و در کجا کاربرد دارد. همچنین حجم گردش مالی سالانه و میزان دارایی ها و بدهی بنگاه در نتایج تحقیق اثرگذار خواهد بود که به آن توجه ای نگردیده است.

۹- دکتر عبدالله خانی و همکارانشان از گروه مدیریت مالی دانشگاه اصفهان پژوهش های خود را در قالب "بررسی تصمیمات تامین مالی، زمانبندی بازار و سرمایه گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران" را در تابستان ۱۳۹۲ در فصلنامه علمی، پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی به چاپ رسانیده اند.

پژوهشگران محترم تحقیقات خود را با استفاده از اطلاعات مالی ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ - ۱۳۸۹ انجام داده و بر این امر واقفند که تاثیر روشها و تعیین ترکیب تامین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل

از این روشها بر بازده آتی سهام، از اهمیت بسزایی برای سهامداران برخوردار است از اینرو به موضوع ایجاد و توسعه روز افزون بنگاه های اقتصادی نیازمند تامین مالی از بازار سرمایه پرداخته تا برای شرکت ها این امکان فراهم آید که منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق عرضه سهام و انتشار بدهی تامین نمایند و به دنبال پاسخ به سوال "آیا تامین مالی خارجی در دو حالت خالص و ترکیبی^۱ با بازده سهام ارتباط منفی دارند یا خیر؟" می باشد. یکی از اهداف تحقیق، بررسی تاثیر همزمان ترکیب و خالص تامین مالی برون سازمانی بر بازده ماهانه سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین نظریه زمانبندی بازار و نظریه سرمایه گذاری واقعی در ارتباط با رابطه بین تامین مالی برون سازمانی از طریق بدهی و سرمایه با بازده غیر عادی سهام بررسی شد. هر دو نظریه رابطه منفی بین تامین مالی برون سازمانی و بازده غیر عادی سهام را پیش بینی می نمایند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش حاکی از آن است "اثر منفی روشهای مختلف تامین مالی برون سازمانی بر بازده سهام، در بازار سرمایه ایران مصداق دارد." (خانی و همکاران، ۱۳۹۲)

نقد: تحقیقات انجام گرفته نمی توان افق مناسبی را در پیش روی سایر شرکت ها به تصویر آورد. چونکه توجه ای به رویکرد برنامه های توسعه و قوانین بودجه سنواتی ننموده است.

۱۰- دکتر حسنعلی آقاجانی عضو هیأت علمی و دانشیار دانشگاه مازندران و همکارانشان در نتیجه تحقیقات خود در قالب مقاله ی " تبیین روشهای تامین مالی طرح های کارآفرینانه مطالعه موردی تعاونگران استان مازندران" در نشریه رشد فناوری، فصلنامه تخصصی پارکها و مراکز رشد در سال ۱۳۹۲ به چاپ رساندند. هدف از اجرای این تحقیق، مطالعه روش های چهارگانه تامین مالی در طرح های کارآفرینانه استان مازندران می باشد. جامعه آماری، ۱۴۱ کارآفرین بوده اند که تعداد ۱۱۰ نفر به عنوان نمونه انتخاب، سپس با جمع آوری داده های مورد نیاز با استفاده از پرسشنامه ای با اجزاء استاندارد و ضریب پایایی ۷۹ درصد به آزمون فرضیات چهار گانه به شرح زیر پرداخته اند.

فرضیه اول: استفاده از سرمایه شخصی یکی از روش های متمایز تامین مالی طرح های کارآفرینانه در استان مازندران می باشد.

فرضیه دوم: استفاده از منابع داخلی یکی از روش های متمایز تامین مالی طرح های کارآفرینانه در استان مازندران است.

فرضیه سوم: استفاده از حقوق صاحبان سهام یکی از روش های متمایز تامین مالی طرح های کارآفرینانه در استان مازندران می باشد.

فرضیه چهارم: استفاده از استقراض (بدهی) یکی از روش های متمایز تامین مالی طرح های کارآفرینانه در استان مازندران می باشد.

یافته ها نشان داده اند که تمامی چهار روش تامین مالی هر کدام با شدت و ضعف خاص خود مورد توجه کارآفرینان بوده اند. شیوه های تامین مالی از طریق منابع داخلی و سرمایه (حقوق صاحبان سهام) کمتر مورد استفاده قرار می گیرند. این در حالی است که روشهای سرمایه شخصی و استقراض با اهمیت بیشتری مورد استفاده کارآفرینان بوده و در اولویتهای اول و دوم بوده اند. علاوه بر این از دیگر نتایج مهم و جانبی تحقیق حاضر این بوده است که کارآفرینان مورد مطالعه، در مجموع آگاهی های کمتری از روش های مختلف و متنوع تامین مالی دارند و تنها روشهایی را مورد توجه قرار داده اند که در جامعه امروزی ما رایج و مصطلح بوده و همه به صورت عام مورد استفاده قرار می دهند.

نویسندگان محترم با توجه به مستندات ارائه شده در متن مقاله، دو موارد را به عنوان پیشنهاد به منظور انجام تحقیقات آتی در ارتباط با موضوع مقاله حاضر ارائه نموده اند.

۱- شناسایی و رتبه بندی عوامل تأثیرگذار بر روش های تامین مالی طرح های کارآفرینانه

۲- تبیین تنوع در روش های تامین مالی طرح های کارآفرینانه. (آقاجانی و همکاران، ۱۳۹۲)

نقد: محققین محترم بهتر بود نوع شرکت های کوچک و متوسط یا بزرگ را مشخص می نمودند. واضح است که شرکت های کوچک و متوسط جهت شروع به کار و فعالیت به سرمایه کمتری در مقایسه با شرکت های بزرگ نیازمند می باشند و از نظر

¹ - Level&composition

نوع و حوزه فعالیت از توانایی اثربخشی زیادی بر توسعه فضای کسب و کار برخوردار می باشند، با این وجود به دلیل عدم برخورداری از صورت های مالی حسابرسی شده و عدم شفافیت اطلاعاتی در مورد فعالیت اقتصادی تحت پوشش، عدم دسترسی به وثیقه کافی و بازدهی اندک سرمایه گذاری پروژه ههای تحت پوشش، با مشکلات زیادی در تأمین مالی مواجه می باشند از این رو عموماً در کشورهای مختلف شیوه های خاصی جهت تأمین مالی شرکت های کوچک و متوسط در نظر گرفته می شود تا دسترسی آنها به منابع مالی در مقایسه با شرکت های بزرگ بهبود بخشیده شود.

بخش سوم:

خلاصه نتایج پژوهش های انجام گرفته در جدول زیر آمده است.

ردیف	عنوان مقاله	محدوده زمانی تحقیق	نتایج پژوهش در پاسخ به سوال اصلی تحقیق "بهینه ترین روشهای تأمین مالی شرکتها برای رسیدن به بازده سهام مطلوب و موفقیت"
۱	بررسی و تجزیه و تحلیل نقش بازار پول و بازار سرمایه در هزینه سرمایه شرکتها (تحلیل نتایج تطبیقی و بخش صنعت ایران)	۱۳۷۸-۱۳۸۲	وامهای کوتاه مدت و بلند مدت و استفاده از حقوق صاحبان
۲	بررسی و تجزیه و تحلیل روشهای تأمین مالی شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۷۸-۱۳۸۲	سود انباشته و بدهی
۳	رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی و بازده سهام در شرکتها پذیرفته شده در بورس تهران	۱۳۷۸-۱۳۸۴	ساختار سرمایه تأثیری بر بازده سهام ندارد.
۴	بررسی تأثیر روش های تأمین مالی بر بازده آتی سهام	۱۳۷۸-۱۳۸۵	منابع داخلی
۵	رابطه رویکردهای تأمین مالی با بازده آتی سهام	۱۳۸۰-۱۳۸۵	وجه نقد حاصل از فعالیت و استقراض رابطه معکوس با سهام عادی
۶	رابطه بین روش های تأمین مالی (منابع خارجی) و بازده سهام	۱۳۸۱-۱۳۸۶	انتشار سهام با تأثیر زیاد
۷	بررسی رابطه بین روشهای تأمین مالی (منابع برون سازمانی) و موفقیت وعدم موفقیت شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۸۲-۱۳۸۶	افزایش سرمایه
۸	تأثیر روشهای تأمین مالی خارجی بر بازده آتی شرکتها با تأکید بر اقلام تعهدی سرمایه در گردش	۱۳۸۴-۱۳۸۸	فعالتهای تأمین مالی از طریق بدهی، تأثیری در بازده آتی سهام ندارند.
۹	بررسی تصمیمات تأمین مالی، زمانبندی بازار و سرمایه گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۸۵-۱۳۸۹	تأمین مالی خارجی
10	تبیین روشهای تأمین مالی طرح های کارآفرینانه مطالعه موردی تعاونگران استان مازندران	1392	سرمایه شخصی و استقراض

از بررسی نتایج پژوهشهای انجام شده مشخص گردید تشابهات و اختلافاتی در نتایج تحقیقات وجود دارند که نمی توان بر اساس آن نقشه راه مشخصی برای ساختار تامین مالی برای شرکت خاصی توصیه نمود پس توصیه می شود سبدهای متنوع با ترکیبی مناسب از منابع مالی جهت تامین مالی شرکتها انتخاب شود که با خصوصیات همچون هزینه سرمایه اندک و نرخ بازده بیشتر همراه باشد به صورتیکه درصد ترکیب منابع، دینامیک بوده و به مقتضیات اجتماعی، اقتصادی، سیاسی، مالی و . . . تعیین و متغییر باشد تا شرکتها پویایی و رشد خود را در هر زمان، توسعه دهند و اهداف مورد نظرشان تامین گردد.

پیشنهادات:

پیشنهاد برای محققین: بدهی است یکی ادلایل اختلاف در نتایج تحقیقات مورد بررسی و سایر پیشینه های تحقیقات داخلی و خارجی انجام گرفته استفاده از پارامترهای مورد استفاده مختلف و روشهای تحقیق متفاوت می باشد. از دیگر دلایل زمان تحقیق و عدم اعمال سایر پارامترهای اصلی و تاثیرگذار در اقتصاد ایران مانند عوامل سیاسی، اجتماعی و مالی است که به عمیق تاثیر آنها هیچ توجهی نگردید. پیشنهاد می شود به جای انجام تحقیقات کلی و زمان بر در این حوزه که نتایج آن غیره کاربردی می باشد تحقیقات موردکاوی با اعمال تمامی پارامترهای تاثیرگذار داخلی و خارجی انجام شود تا حداقل بتوان با استفاده از نتایج پژوهش در انتخاب ساختار تامین مالی، شرکت و یا سازمان خاصی راهنمایی کرد.

پیشنهاد برای دست اندر کاران و برنامه ریزان: از بررسی نیازها و کمبودها بازارهای مالی و نهایتاً بازار سرمایه، مشخص می گردد که بازار سرمایه در ایران تنها تعدادی از شرکتهای فعال را دربر می گیرد و عملاً ساز و کار مناسب برای فعالیت تمام شرکتهای فراهم نشده است پس باید در جستجوی طرحی نو و خلاق باشیم به نحویکه زمینه لازم برای مشارکت اکثریت شرکتهای فراهم گردد تا موفقیت شرکتهای و شکوفایی اقتصادی محقق گردد. برای رسیدن به این هدف انتظار می رود سطح آگاهی تصمیم سازان و تصمیم گیران کلان کشور توسعه یابد. در این زمینه پیشنهاداتی به شرح زیر به نظر می رسد:

بازنگری و اصلاح قوانین موجود، تغییر نگرش مدیران و مسئولان تصمیم گیرنده، آموزش همگانی مبانی بازارهای مالی، تشکیل بازارهای جدید سرمایه (بازار تولیدات علمی، بازار تولیدات صنعتی دسته دوم، بازار انرژی های نو) و به کارگیری ابزارهای جدید مالی، واگذاری امتیازات تشویقی

منابع:

- [۱] آقا جانی، حسنعلی، ۱۳۹۲، تبیین روشهای تامین مالی طرح های کارآفرینانه مطالعه موردی تعاونگران استان مازندران، فصلنامه تخصصی پارکها و مراکز رشد سال نهم، شماره 36، پاییز 1392
- [۲] ایزاری، مهدی و همکارانشان، ۱۳۸۶، بررسی و تجزیه و تحلیل روشهای تامین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسیهای اقتصادی، دوره ۴، شماره ۴، زمستان ۱۳۸۹
- [۳] اسدی، غلامحسین و همکار، ۱۳۹۰، رابطه رویکردهای تامین مالی با بازده آتی سهام، فصلنامه مطالعات حسابداری شماره ۲۹، بهار ۱۳۹۰
- [۴] جهان خانی، علی، ۱۳۷۳، شیوه های تامین مالی شرکتهای در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران، حسابدار (ماهنامه انجمن حسابداران خبره ایران)، شماره های ۱۰۷ و ۱۰۸
- [۵] خانی، عبدالله و همکارانشان، ۱۳۹۲، بررسی تصمیمات تامین مالی، زمانبندی بازار و سرمایه گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی، پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی سال اول، شماره اول، شماره پیاپی (۱) تابستان 1392
- [۶] رجب زاده، علی و همکارانشان، ۱۳۸۵، بررسی و تجزیه و تحلیل نقش بازار پول و بازار سرمایه در هزینه سرمایه شرکتهای (تحلیل نتایج تطبیقی و بخش صنعت ایران)، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی سال ششم، شماره اول، بهار ۱۳۸۵
- [۷] رضایی، فرزین و همکار، ۱۳۹۲، تأثیر روشهای تامین مالی خارجی بر بازده آتی شرکتهای با تأکید بر ارقام تعهدی سرمایه در گردش، پژوهش حسابداری شماره ۹، تابستان ۱۳۹۲
- [۸] رهنمای رودپشتی و همکارانشان، ۱۳۸۹، بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار سال دوم، شماره ۸، زمستان ۸۸

- [۹] زنجیردار، مجید و همکار، ۱۳۸۸، بررسی رابطه بین روش های تامین مالی (منابع خارجی) و بازده سهام، مجله مطالعات مالی، شماره دوم، تابستان ۱۳۸۸
- [۱۰] شباهنگ، رضا، ۱۳۷۳، مدیریت مالی، جلد اول، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی
- [۱۱] کردستانی، غلامرضا و همکار، ۱۳۸۹، بررسی تاثیر روشهای تامین مالی بر بازده آتی سهام، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم، شماره دوم، پائیز و زمستان ۱۳۸۹
- [۱۲] ملانظری، مهناز و همکارانشان، ۱۳۸۸، بررسی رابطه بین روشهای تأمین مالی (منابع برون سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، بهار ۱۳۸۸

Archive of SID