

عوامل مؤثر بر سودآوری صنایع مختلف با تأکید بر روش‌های تأمین مالی (منتخبی از شرکت‌های فعال در بازار بورس اوراق بهادار)

فرانک مکری^۱

امیرھوشنگ جنگی^۲

تاریخ ارسال: ۱۳۹۷/۰۹/۲۹

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۲/۱۳

چکیده

در این مقاله به بررسی عوامل مؤثر بر سودآوری و دارایی‌های ثابت ۱۱۰ شرکت بورسی طی ۵ سال (۱۳۹۱-۱۳۹۵) با تأکید بر نحوه تأمین مالی این شرکتها پرداخته می‌شود. متغیرهای مستقل مورد بررسی در این مطالعه عبارت‌اند از هزینه تأمین مالی بدهی، هزینه تأمین مالی سهام، اندازه شرکت، تأمین مالی از طریق بدهی، تأمین مالی از طریق انتشار سهام و متغیرهای وابسته شامل دارایی‌های ثابت و سودآوری می‌باشند که روابط این متغیرها در قالب دو مدل مجزا مورد بررسی قرار گرفته است. در مدل اول به بررسی تأثیر اندازه شرکت، دارایی‌های ثابت، تأمین مالی از طریق بدهی و تأمین مالی از طریق سهام بر روی سودآوری شرکت پرداخته شده و در مدل دوم، تأثیر اندازه شرکت، هزینه تأمین مالی از طریق بدهی و هزینه تأمین مالی از طریق سهام بر روی دارایی‌های ثابت شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. به‌منظور بررسی این روابط، از آزمون ریشه واحد متغیرها برای جلوگیری از بروز رگرسیون کاذب استفاده شده است و نرم‌افزار مورد استفاده در این مطالعه Eviews می‌باشد. نتایج حاصله حاکی از این است که در مدل اول رابطه بین سودآوری با تأمین مالی از طریق بدهی منفی و معنادار است؛ اما بین سودآوری و تأمین مالی از طریق سهام رابطه معناداری وجود ندارد. در مدل دوم رابطه دارایی ثابت و هزینه تأمین مالی از طریق بدهی و سهام مثبت و معنادار است. همچنین اندازه شرکت در هیچ یک از دو مدل معنادار نمی‌باشد.

واژگان کلیدی: تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه، تأمین مالی از روش استقرایی، بورس اوراق بهادار.

^۱ دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب. نویسنده مسئول

(frnk.mokri1364@gmail.com)

^۲ عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه (hooshang_jangi@yahoo.com)

۱. مقدمه

بنگاه‌های اقتصادی به‌منظور انجام فعالیت‌های خود، نیازمند منابع متفاوتی هستند که از طریق نهادهای مختلف بازار سرمایه، بانک، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و سایر نهادهای مالی قابل تأمین است تا به کمک آن‌ها بتوانند محصولات و خدماتی که قابلیت رقابت در بازارهای داخلی و خارجی را داشته باشند، تولید و به بازار عرضه نمایند. از منابع موردنیاز بنگاه می‌توان به منابع ملموس مانند تجهیزات و ماشین‌آلات و منابع ناملموس مانند سرمایه‌های فکری و دانشی اشاره نمود. بنگاه‌ها به‌منظور ارتقا بهره‌وری فعالیت‌های خود بایستی منابع را با هزینه‌های قابل قبولی تأمین نمایند. هر چه بازارهای مالی (بازارهای پول و سرمایه) توسعه یافته‌تر باشند و به‌صورت کارآمدتر عمل کنند، بنگاه‌های اقتصادی نیز از فرصت‌های بیشتری برای تأمین مالی طرح‌های خود بهره‌مند شده و به‌این ترتیب فرایند رشد اقتصادی نیز تسهیل خواهد شد. از آنجاکه روش‌های تأمین مالی و هزینه‌هایی که در بردارند بهره‌وری سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهند بر این اساس، هدف این مطالعه بررسی تأثیر انواع روش‌های تأمین مالی بر سودآوری و دارایی‌های شرکت‌های منتخب بورسی در نظر گرفته شده است. همانگونه که می‌دانیم ساختار سرمایه از دو بخش کلی بدهی و حقوق صاحبان سهام تشکیل شده است که هر یک از این دو، انواع مختلفی از روش‌های تأمین مالی را دربرمی‌گیرد. به همین دلیل تمرکز مطالعه پیش رو بر نحوه اثرگذاری تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه و تأمین مالی از محل استقراض می‌باشد. همچنین در ادامه توضیحات ارائه شده در خصوص تأمین مالی از روش‌های استقراضی، به انواع معاملات پیچیده‌ای که ترکیبی از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و خرید یا فروش است و معمولاً در شرایط دشوار اقتصادی که تأمین مالی به‌روش‌های معمول و شفاف، محدود و یا غیرممکن است کاربرد بیشتری دارند، اشاره می‌کنیم.

الف) سؤالات

- ۱- آیا بین سودآوری و نحوه تأمین مالی شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد؟
- ۲- آیا بین دارایی‌های ثابت (سرمایه‌گذاری) و هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد؟

ب) فرضیات

فرضیات مرتبط با سؤال اول:

- بین سودآوری و تأمین مالی از طریق بدهی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- بین سودآوری و تأمین مالی از طریق سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیات مرتبط با سؤال دوم:

- بین دارایی‌های ثابت (سرمایه‌گذاری) و هزینه تأمین مالی از طریق بدهی رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- بین دارایی‌های ثابت (سرمایه‌گذاری) و هزینه تأمین مالی از طریق سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تأمین مالی، هنر مدیریت وجه نقد است. هدف از تأمین مالی، سرمایه گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب و کار بنگاه، از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تأمین مالی فعالیت‌های عملیاتی بنگاه در آینده است. از نگرانی‌های بنگاه‌های اقتصادی در جهان، تأمین منابع مطلوب مالی می‌باشد. هر نوع فعالیت، نیاز به منابع مالی دارد. از این رو منابع مالی را به شریان حیاتی بنگاه‌های اقتصادی و سازمان‌های کوچک و بزرگ تشبیه کرده اند. در حقیقت هدف اصلی از هر نوع فعالیت اقتصادی، سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکان‌پذیر نیست (paramasivan & Subramanian, 2009).

راه‌های مختلف تأمین مالی، شامل تأمین مالی استقرازی و غیراستقرازی یا ترکیبی از این دو نوع است. مدیران بنگاه‌های اقتصادی در عصر کنونی، با توجه به محدودیت‌های منابع مالی به‌ویژه در عرصه تجارت جهانی و تنگ شدن رقابت، تحت فشار فزاینده‌ای قرار دارند تا هزینه‌های عملیاتی و بهای تمام شده را کاهش دهند و کم هزینه ترین نوع ساختار سرمایه را برای انجام فعالیت بنگاه اقتصادی در راستای افزایش ارزش بنگاه، پرداخت به موقع بدهی‌ها، تداوم فعالیت و حضور بیشتر در بازارها برگزینند. این فشارها معمولاً از سوی گروه‌های مختلفی مانند سهامداران، مصرف کنندگان و سایر ذینفعان به مدیران بنگاه‌ها وارد می‌شود (جعفری کجوری، ۱۳۹۷).

۲-۱. ساختار سرمایه

ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی‌های کوتاه مدت، بدهی‌های بلند مدت و حقوق صاحبان سهام می‌باشد که به‌وسیله آن، دارایی‌های شرکت تأمین مالی شده است؛ به عبارت دیگر به ترکیب بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام ساختار سرمایه گفته می‌شود که شامل اقلام سمت چپ ترازنامه می‌باشد (جهانخانی، ۱۳۷۴). با توجه به ساختار سرمایه، عوامل زیر را می‌توان مهم‌ترین عوامل مؤثر بر تأمین مالی نامید:

- میزان دارایی‌ها و وضعیت نقدینگی شرکت‌ها؛
- سیاست‌ها و فرصت‌های رشد و توسعه بنگاه‌های اقتصادی و سطح تولید آن‌ها؛
- میزان نرخ بهره؛
- نوع صنعت، اندازه بنگاه و ساختار مالکیت (دولتی یا خصوصی بودن)؛
- راهبرد حضور یا عدم حضور در بازارهای رقابتی داخلی یا جهانی؛
- شرایط سیاسی و اقتصادی (میزان رکود، بحران حاکم بر بنگاه، صنعت یا بازار)؛
- سطح قابل پذیرش ریسک‌های عملیاتی، تجاری و مالی و بازده مورد انتظار؛
- میزان سپرده‌های مالیاتی ناشی از نرخ بهره و معافیت‌های مالیاتی برای طرح‌های توسعه؛
- میزان رکود، بحران یا رونق اقتصادی حاکم بر بنگاه اقتصادی، صنعت یا بازار؛

— توجه به ساختار سرمایه با نگاهی همزمان به برنامه ریزی راهبردی (نقاط قوت، نقاط ضعف، فرصت‌ها و تهدیدها) و ایجاد توازن بین این دو موضوع.
در تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌ها، منابع داخلی شرکت‌ها به دلیل ارزان‌تر بودن، کم‌ریسک بودن و سهولت، از اولویت‌های خاصی برای تخصیص به سرمایه‌گذاری‌ها برخوردارند. مدیران بنگاه باید از میزان وجه نقد موجود و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت نهایت بهره‌وری را به عمل آورند که برای تداوم عملیات کنونی شرکت نیاز است.

۲-۲. نظریات مرتبط با ساختار سرمایه

الف) نظریهٔ مودیگلیانی و میلر

این تئوری بیان می‌کند که ساختار سرمایهٔ شرکت اثری بر ارزش شرکت ندارد؛ بلکه ارزش شرکت را طرف فعال‌تر ترازنامه تعیین می‌کند. به این معنی که انتشار سهام یا استفاده از بدهی اثری یکسان بر ارزش شرکت می‌گذارد. این نظریه دارای پنج فرض و دو گزاره است:

- ۱) شرکت‌ها دارای درجه یکسان ریسک تجاری، در طبقه همگنی از ریسک قرار می‌گیرند.
- ۲) کلیه سرمایه‌گذاران موجود و بالفعل برآوردهای یکسانی از متوسط ریسک تجاری شرکت‌ها دارند، یعنی سرمایه‌گذاران انتظارات همگنی در مورد عایدات مورد انتظار و خطر این عایدات دارند.
- ۳) اوراق سهام و اوراق قرضه در بازارهای سرمایه کامل معامله می‌شوند. این فرض بدین معنا است که:
 - هیچ‌گونه هزینه معاملاتی وجود ندارد.
 - سرمایه‌گذاران (افرادها و نهادها) با نرخ مشابه شرکت‌ها وام بگیرند.
 - ۴) بدهی شرکت‌ها بدون خطر است؛ بنابراین نرخ بهره بدهی، نرخ بهره بدون خطر و بدون ریسک است. به‌علاوه این شرایط صرف‌نظر از حجم بدهی مورد استفاده شرکت، هم چنان ثابت باقی می‌ماند.
 - ۵) مالیات بر شرکت‌ها وجود ندارد.

نخستین گزاره درباره ساختار سرمایه و دومین گزاره درباره هزینهٔ سرمایه است. اولین گزاره بیان می‌کند که ارزش شرکتی که منابع مالی آن از طریق بدهی تأمین می‌شود با ارزش شرکتی که منابع آن از طریق غیر از بدهی تأمین می‌شود برابر است. دومین گزاره نیز بیان می‌کند که هزینهٔ سهام تابعی خطی از نسبت بدهی به سهام (اهرم مالی) است؛ بنابراین تأمین مالی بنگاه اقتصادی تابعی از اهرم مالی آن است (Modigliani & Miller, 1958).

ب) نظریهٔ ایستای بده-بستان^۱

هدف این نظریه پاسخ به این سؤال است که چرا شرکت‌ها بخشی از منابع مالی خود را از طریق بدهی و بخشی را از طریق سهام تأمین می‌کنند؟ بر اساس این نظریه ساختار سرمایهٔ شرکت بده-بستانی بین هزینه و

^۱ Trade-off

فایده بدهی است و ساختار بهینه شرکت زمانی محقق می‌شود که هزینه و فایده بدهی برابر می‌شود (Jensen and Makling, 1976). طبق نظریه بده-بستان در نقطه بهینه بین هزینه و فایده تأمین مالی از طریق بدهی تعادل وجود دارد و شرکت باید روند افزایشی بدهی/سهام را متوقف کند؛ به عبارت دیگر، در نرخ بهینه بدهی/سهام ارزش بازاری شرکت بیشینه و هزینه سرمایه در کمینه ممکن است. هزینه تأمین مالی از طریق بدهی همان هزینه آشفته‌گی مالی و ورشکستگی است. این نوع هزینه بین صنایع مختلف متفاوت است و به دارایی‌های شرکت، نوسان ارزش دارایی‌ها و نوسان‌های جریان نقدینگی شرکت‌ها بستگی دارد (Modigliani & Miller, 1958).

ج) نظریه سلسله‌مراتبی

میرز و ماجلوف این نظریه را در سال ۱۹۸۴ معرفی کردند. به طوری که نسبت به دو نظریه قبلی برای مدیران مالی کاربرد بیشتری دارد. نظریه سلسله‌مراتبی فرض می‌کند میان مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران اطلاعات نامتقارن وجود دارد و مدیرانی که به نمایندگی از سهامداران شرکت فعالیت می‌کنند اطلاعاتی بهتر و بیشتر نسبت به سهامداران و سایر سرمایه‌گذاران دارند و ترجیحات مدیران مالی در افزایش منابع مالی شرکت دخالت دارد. بر اساس این نظریه، اولین انتخاب مدیران استفاده از منابع مالی داخلی یا سود انباشته است. تأمین مالی داخلی نشان می‌دهد که هیچ نیازی به انتشار سهام یا بدهی نیست و شرکت می‌تواند منابع خود را به‌منظور تأمین مالی پروژه به کار گیرد. اگر شرکت به اندازه کافی از منابع مالی داخلی برخوردار نباشد، انتخاب دوم استفاده از منابع خارجی خواهد بود. تأمین مالی خارجی شامل انتشار سهام و انتشار اوراق بدهی است. اولین انتخاب در تأمین مالی خارجی انتشار اوراق بدهی است؛ یعنی از میان منابع خارجی مدیران ابتدا بدهی را ترجیح می‌دهند؛ چون اوراق بدهی اوراق مطمئن‌تر، کم‌خطرتر و کم‌هزینه‌تر نسبت به سهام هستند. نظریه سلسله‌مراتبی زمانی اجازه انتشار سهام را می‌دهد که ظرفیت بدهی کاملاً استفاده شده باشد، یا به‌گونه‌ای امکان استفاده از بدهی برای شرکت وجود نداشته باشد (Myers & Magluf, 1984).

د) نظریه هزینه اطلاعات نامتقارن

رهیافت‌های مختلف، ترکیب ساختار سرمایه را بر اساس اطلاعات خصوصی توضیح می‌دهد. در این نظریه فرض می‌شود که عوامل داخلی شرکت یا مدیران شرکت اطلاعاتی درباره بازدهی شرکت دارند. این تئوری بیان می‌کند که انتخاب ساختار سرمایه شرکت سیگنالی به سهامداران است و از این طریق اطلاعات داخلی شرکت را به سرمایه‌گذاران خارج از شرکت منتقل می‌کند. تحقیقاتی از این نوع با کارهای رس^۱ (۱۹۷۷) و لند^۲ و پایل^۳ (۱۹۷۷) شروع شد. طبق این نظریه می‌توان با مطالعه ترکیب و ساختار سرمایه شرکت و بدون دستیابی به گزاره‌های خاص ترکیب تأمین مالی و هزینه سرمایه آن را درک نمود (طیبی و همکاران، ۱۳۹۲).

¹ Rose

² Leland

³ Pyle

۲-۳. اهداف بنگاه‌ها در فرایند تأمین مالی

مهم‌ترین اهداف بنگاه‌های اقتصادی در فرایند تأمین مالی به این شرح می‌باشد (غنی زاده، ۱۳۹۴):

- رشد و توسعه اقتصادی؛
- افزایش سودآوری برای برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه اقتصادی؛
- تداوم سودآوری برای تأمین مالی آتی بنگاه، پرداخت به‌موقع بدهی‌ها و سود سهام؛
- برنامه‌ریزی هدفمند برای تولید؛
- مدیریت و هموارسازی سود؛
- اطمینان از تداوم فعالیت؛
- افزایش ارزش بنگاه و ثروت سهامداران؛
- بهبود نسبت‌های سودآوری و شاخص‌های مالی؛
- رقابت و حضور بیشتر در بازارهای داخلی و خارجی و کسب شهرت؛
- ایجاد، امنیت، بهداشت، اشتغال و افزایش رفاه اجتماعی و زیر ساخت‌های اقتصادی؛
- کاهش برخی از وابستگی‌ها به دیگر شرکت‌ها یا سایر کشورها؛
- توجه به عامل بهره به‌عنوان سپر مالیاتی.

۲-۴. روش‌های تأمین مالی

همان‌گونه که اشاره شد تأمین مالی از دو روش استقراضی و غیر استقراضی انجام می‌شود. فرق این دو روش در پذیرش ریسک از سوی تأمین‌کننده است. در روش استقراضی، ریسکی متوجه قرض دهنده نخواهد بود چون وثایق کافی را از قرض‌گیرنده اخذ می‌نماید اما در روش‌های غیر استقراضی قرض دهنده در ریسک‌ها و مخاطرات سرمایه‌گذاری شریک خواهد شد. انواع روش‌های تأمین مالی غیر استقراضی شامل افزایش سرمایه، صدور اوراق سهام ممتاز و عادی، صدور اختیار خرید سهام و ... می‌باشد که در ادامه به توضیح یکی از متداول‌ترین آن‌ها یعنی افزایش سرمایه خواهیم پرداخت. از روش‌های تأمین مالی استقراضی به مواردی همچون دریافت تسهیلات، صدور اوراق مشارکت، فاینانس، بیزانس و ... می‌توان اشاره کرد که در این مطالعه به پرکاربردترین آن‌ها اشاره خواهیم نمود. همچنین توضیحاتی در خصوص معاملات و قراردادهای پیچیده‌ای که معمولاً در شرایط دشوار اقتصادی مانند جنگ، تحریم‌های مالی، بی‌ثباتی سیاسی و امثال آن‌ها کاربرد دارد ارائه خواهد شد. این معاملات، تلفیقی از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و خریدوفروش هستند که همگی در قالب یک قرارداد مطرح می‌شوند.

۲-۴-۱. تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه

افزایش سرمایه، از روش‌های تأمین مالی غیر استقراضی شرکت‌ها محسوب می‌شود؛ درواقع یکی از روش‌های پیش‌روی شرکت‌ها با بالا رفتن حجم تعهدات و عملیات، بالا رفتن توان اعتبارگیری شرکت از

مؤسسات مالی و اعتباری، نیاز به تأمین مالی و ... استفاده از منابع داخلی آن ها است که سازوکار قانونی آن از مسیر افزایش سرمایه میسر می شود. افزایش سرمایه عبارت است از افزایش میزان سرمایه ثبت شده شرکت یا به عبارت دیگر افزایش تعداد سهام منتشر شده توسط شرکت های سهامی. در این فرآیند مالکان شرکت با جذب منابع مالی جدید و یا جلوگیری از خروج منابع فعلی، از مزایای حاصل از اجرای طرح های پربازده منتفع می گردند. هم چنین افزایش سرمایه باعث بهبود ساختار مالی و افزایش ظرفیت استقراض شرکت می گردد. افزایش سرمایه، بر اساس ماده ۱۵۸ قانون تجارت، معمولاً به یکی از روش های زیر انجام می پذیرد:

- مطالبات سهامداران؛
- آورده نقدی سهامداران؛
- سود انباشته؛
- اندوخته تجدید ارزیابی دارایی ها و سایر اندوخته های شرکت؛
- صرف سهام؛
- تبدیل اوراق مشارکت.

الف) معایب و محدودیت های تأمین مالی از محل افزایش سرمایه

- هزینه خاص سرمایه متعلق به سهام عادی در مقایسه با سایر ابزارهای تأمین مالی، بیشتر است. این به آن معنی است که سهام عادی یک منبع گران قیمت تأمین مالی است و باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت می شود؛ بنابراین بهتر است شرکت هایی از این منبع استفاده کنند که دارای فرصت های سرمایه گذاری بسیار سودآور باشند.
- سود سهام عادی پس از کسر مالیات پرداخت می شود در حالی که بهره اوراق قرضه هزینه قابل قبول مالیاتی است؛ بنابراین پرداخت سود سهام باعث صرفه جویی مالیاتی برای شرکت نمی شود.
- ممکن است شرایط مندرج در اوراق قرضه شرکت به گونه ای باشد که میزان پرداخت سود سهام عادی را محدود کرده باشد. وجود این نوع قیدبندها باعث خواهد شد انتشار سهام عادی جدید با مشکلاتی مواجه شود. این قیدبندها می توانند دست کم هزینه سرمایه متعلق به سهام عادی را افزایش دهند.
- اگر شرکتی که سهامش در دست افراد محدودی است (سهامی خاص) بخواهد سهام جدیدی منتشر کند، در مسئله مالکیت و کنترل شرکت مشکلات نسبتاً زیادی به وجود خواهد آمد. در چنین شرایطی، سهام داران که تقریباً همه از مدیران شرکت هستند، ممکن است وجوه لازم را جهت مشارکت در افزایش سرمایه نداشته باشند و در این صورت درصد مالکیتشان در شرکت کاهش خواهد یافت.
- انتشار سهام عادی جدید باعث خواهد شد که موقتاً سود هر سهم کاهش یابد. کاهش سود هر سهم بر قیمت سهام آثار منفی خواهد داشت.

- زمان بر بودن فرآیند افزایش سرمایه و توقف طولانی نمادها پس از انجام افزایش سرمایه علی‌الخصوص در شرایطی که عامل زمان نقش حیاتی در وضعیت اقتصادی ایفا می‌کند و همچنین توقف نمادها پس از این فرآیند که موجب بدبینی و خروج سهامداران از سهم‌هایی می‌شود که برنامه افزایش سرمایه دارند.

(ب) مزایای تأمین مالی از محل افزایش سرمایه

- باعث رقیق شدن سهم در بازار و نزدیک شدن قیمت سهم به ارزش اسمی آن می‌شود.
- از کاهش ارزش سهام جلوگیری می‌کند.
- درصد مالکیت را برای سهامداران کنونی حفظ می‌کند.
- چون افزایش سرمایه در راستای یک طرح توجیهی خاص که به بهبود وضعیت یا رشد تولید و سودآوری شرکت می‌انجامد؛ اجرا می‌شود، معمولاً با استقبال سرمایه‌گذاران و رشد P/E سهم همراه است.

۲-۴-۲. تأمین مالی استقراری

یکی از روش‌های تأمین مالی، استقراری از منابع داخلی کشور است. استقراری در داخل کشور معمولاً از طریق اخذ تسهیلات بانکی یا انتشار اوراق بدهی توسط شرکت‌ها محقق می‌گردد به این معنی که اگر بنگاه اقتصادی از اعتبار و اندازه مناسبی برخوردار باشد، می‌تواند به‌جای بهره‌مندی از واسطه‌های مالی نظیر بانک یا مؤسسات اعتباری با انتشار اوراق بدهی اعم از اوراق مشارکت، اوراق گواهی سپرده عام یا خاص، اوراق اجاره، اوراق مرابحه، اوراق استمناغ و ... به‌طور مستقیم از بازار سرمایه، منابع مالی موردنیاز خود را تجهیز نماید و یا از طریق طی مراحل قانونی و اخذ تسهیلات بانکی نیاز خود را مرتفع سازد؛ تأمین مالی از منابع خارج از کشور و به‌صورت استقراری از محل وام‌های بانکی بین‌المللی، اوراق بهادار، وجه‌الضمان، سفته و دیگر انواع اسناد مربوط به قرض که همگی بازتاب یک توافق اصولی از طرف وام‌دهنده برای ارائه مبلغ خواسته‌شده و تعهد از طرف وام‌گیرنده برای بازپرداخت وام دریافتی است، کارفرما (سرمایه‌پذیر) وامی را از مؤسسه وام‌دهنده دریافت می‌کند و موظف است در سررسیدهای مقرر، اقساط بازپرداخت آن را به وام‌دهنده بپردازد؛ همچنین ریسک برگشت سرمایه متوجه سرمایه‌گذار یا تأمین‌کننده منابع مالی نیست و دریافت‌کننده منابع مالی از طریق ضامن که همان دولت یا بانک تجاری می‌باشد، ضمانت نامه‌ای مبنی بر تعهد بازپرداخت منابع در سررسید یا تعهد جبران خسارت بر اثر قصور دریافت‌کننده منابع به تأمین‌کننده منابع مالی ارائه می‌کند که این نوع قراردادهای پیچیدگی و در هم تنیدگی خاص خود را با اسناد حقوقی دارند.

این دسته از روش‌های تأمین مالی خود دارای دو شکل است: در یک شکل موسسه وام‌دهنده هیچگونه شرطی را برای نحوه به‌کارگیری وام دریافتی تعیین نمی‌کند و در واقع فاز تأمین مالی پروژه از فاز اجرایی آن کاملاً جداست. در این حالت هیچ نظارتی نیز بر نحوه مصرف وام ندارد و تنها پس از پرداخت، در موعدهای تعیین شده اقدام به دریافت اقساط به همراه سود حاصله می‌نماید. در نوع دیگر از روش‌های استقراری،

کشور یا موسسه وام‌دهنده، بر نحوه هزینه و مصرف شدن وام نیز نظارت کامل دارد و از اول نوع مصرف آن را با وام‌گیرنده شرط می‌کند. در این حالت، در صورتی که کشور دریافت‌کننده وام بدون هماهنگی با وام‌دهنده، آن را موارد دیگری غیر از آنچه از قبل توافق شده مصرف نماید، با جریمه‌هایی از سوی وام‌دهنده مواجه خواهد شد. برای نمونه مؤسساتی نظیر بانک جهانی اقدام به ارائه وام به این شکل می‌نمایند (نبی فیضی، ۱۳۹۴).

نکته حائز اهمیت که در این روش تأمین مالی وجود دارد آن است که کمترین ریسک را بین روش‌های تأمین مالی پروژه‌ها برای وام‌دهنده در برداشته و او صرف‌نظر از نتیجه اجرای پروژه و سود یا زیان آن، تنها اقدام به ارائه وام نموده و در موعد مقرر نیز اصل وام را به همراه سود توافق شده دریافت می‌نماید. در نتیجه این روش برای کشورها و شرکت‌های وام‌گیرنده بالاترین ریسک را در برداشته و آن‌ها کمتر به این نوع تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های بزرگ تمایل نشان می‌دهند.

مهم‌ترین شیوه‌های روش استقراضی در زیر مورد بحث قرار گرفته است:

- فاینانس^۱؛
- ریفاینانس^۲؛
- یوزانس^۳؛
- اعتبار خریدار^۴؛
- وام‌های بین‌المللی^۵.

الف) فاینانس

فاینانس در لغت به معنی «مالیه» یا «تأمین مالی» می‌باشد. در مفاهیم حقوقی و قوانین ایران، این مفهوم به طور اختصاصی‌تر، عبارت است از استفاده از خطوط اعتباری برای دریافت وام از مؤسسات مالی بین‌المللی. فاینانس از جمله روش‌های متداول و رایج تأمین پروژه‌های توسعه‌ای و ملی که نوعی استقراض خارجی تلقی می‌شود، می‌باشد و مکانیزمی است که در آن بین کشور سرمایه‌پذیر و کشور سرمایه‌گذار، قراردادی منعقد می‌شود که طرح یا پروژه‌ای را همراه با نیروی انسانی متخصص، انتقال تکنولوژی، ماشین‌آلات و تجهیزات، مواد اولیه و توان ارزی که لازم است توسط کشور سرمایه‌گذار تأمین شود و زمانی که طرح یا پروژه به بهره‌برداری رسید بر اساس میزان سرمایه‌گذاری و بهره متعلق به آن، کشور سرمایه‌پذیر متعهد می‌گردد بدهی خود را به صورت اقساطی در اختیار کشور سرمایه‌گذار قرار دهد و معمولاً از طرح اجرا شده نیز به‌عنوان وثیقه بازپرداخت تعهدات استفاده می‌گردد. فاینانس برای وام‌های بلندمدت به کار می‌رود، در خرید

¹ Finance

² Refinance

³ Usance

⁴ Buyer's Credit

⁵ International Loans

ماشین آلات و تجهیزات به منظور راه اندازی کارخانه ها یا سدها و غیره که نیاز مالی به مبالغ قابل توجهی دارند، از فاینانس استفاده می شود (غنی زاده، ۱۳۹۴)

ب) ریفاینانس

ریفاینانس نوعی گشایش اعتبار اسنادی می باشد که ذینفع در زمان معامله اسناد طبق شرایط، اعتبار وجه اسناد را به صورت نقد از بانک کارگزار دریافت می نماید و خریدار با توجه به قرارداد منعقد شده با بانک در زمان تعیین شده در قرارداد اقدام به پرداخت وجه اسناد می نماید. حداکثر مهلت خریدار برای پرداخت وجه اسناد یک سال می باشد. واردکننده ایرانی می تواند نسبت به خرید کالا به صورت مدت دار اقدام نماید و وجه کالای وارداتی را به صورت اقساطی پرداخت نماید. درحالی که فروشنده، وجه کالای خود را به صورت نقدی در زمان ارائه اسناد حمل از بانک دریافت می نماید.

ج) یوزانس

یوزانس اعتباری است که وجه اعتبار بلافاصله پس از ارائه اسناد از سوی ذینفع، پرداخت نمی شود بلکه پرداخت وجه آن، بعد از مدت تعیین شده صورت می گیرد. درواقع فروشنده به خریدار مهلت می دهد که بهای کالا را پس از دریافت و فروش آن بپردازد. معامله یوزانس معمولاً در کشورهایی انجام می گیرد که کمبود ارز دارند (اشرفی احمدآباد، ۱۳۹۵).

د) اعتبار خریدار

اعطای تسهیلات به خریدار به منظور پرداخت وجه کالا یا خدمات به فروشنده و بازپرداخت اصل و سود توسط خریدار در سررسید (های) مقرر مطابق با شرایط و مفاد قرارداد تأمین مالی مربوطه را اعتبار خریدار می نامند. هدف از اعطای اعتبار خریدار افزایش توان رقابت صادرکنندگان در بازار کشورهای هدف، ایجاد امنیت مالی و همچنین کاهش ریسک های سیاسی و اقتصادی صادرکنندگان می باشد. این نوع تسهیلات باهدف فراهم نمودن امکان فروش مدت دار کالا و خدمات اعطاء می گردد.

ه) وام های بین المللی

این روش به برقراری مشروط و مشخص برای استفاده از وام و اعمال کنترل موسسه وام دهنده بر نحوه هزینه شدن وام در زمان اجرای پروژه برمی گردد. در این گونه موارد می بایست مطالعات امکان سنجی الزام شده توسط وام دهنده به انجام رسیده و توجیه فنی و اقتصادی پروژه مورد قبول وی قرار گیرد. این روش با روش فاینانس یک تفاوت عمده دارد و آن هم به برقراری مشروط و مشخص برای استفاده از وام و اعمال کنترل موسسه وام دهنده بر نحوه هزینه شدن وام در زمان اجرای پروژه برمی گردد.

۲-۴-۳. روش‌های انجام معاملات تجاری در شرایط دشوار اقتصادی

این روش‌ها به لحاظ دسته‌بندی اشاره شده در ابتدای بحث به لحاظ پذیرش ریسک در دسته روش‌های استقرایی قرار می‌گیرند و ترکیبی از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، خرید و یا فروش می‌باشند. در واقع در شرایط دشوار اقتصادی و وجود تحریم‌های مالی که امکان تأمین مالی به روش‌های معمول و به صورت شفاف وجود ندارد با بهره‌گیری از برخی روش‌های قراردادی تجارت متقابل می‌توان تا حدودی محدودیت‌های به وجود آمده را کاهش داد و اقدام به تأمین مالی توأم با سایر اقسام معاملات تجاری نمود. روش‌های گوناگون تجارت متقابل را می‌توان به نه گروه تقسیم کرد که عبارت‌اند از معاملات تهاتری ساده^۱، خرید متقابل^۲، بیع متقابل^۳، افسست^۴، پیش‌خرید، قراردادهای تسویه تهاتری، قراردادهای واگذاری تهاتری، قرارداد تعویض^۵ و معاوضه دیون^۶ که در ادامه به توضیح برخی از آن‌ها می‌پردازیم:

الف) معاملات تهاتری ساده

معاملات تهاتری ساده - در مقایسه با روش‌های دیگر تجارت متقابل - پیچیدگی کمتری دارند. در این روش، مقدار مشخصی از کالا و خدمات به‌طور مستقیم با مقدار مشخصی از کالا یا خدمات دیگر مبادله می‌شوند، بدون اینکه ضرورتی وجود داشته باشد تا برای تسهیل معامله، مؤسسات اعتباری و بانک‌ها دخالت کنند. این نوع از معامله معمولاً در یک‌دفعه انجام می‌گیرد؛ همچنین در این قراردادها، پول به‌عنوان وسیله پرداخت وجود ندارد.

معاملات تهاتری ساده به‌عنوان یک روش تجارت متعارف محسوب نمی‌شوند و معمولاً در شرایط خاصی مثل جنگ، انزوای سیاسی و وجود انحصارات و تحریم‌های اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرند و عمدتاً بین کشورهای همسایه یا کشورهای متعلق به یک طرز فکر ایدئولوژیکی یا سیاسی خاص انجام می‌گیرند. از مزایای این معاملات می‌توان به افزایش مشتریان جدید، افزایش فروش، افزایش روابط تجاری و فرصت استفاده از شبکه تجاری، توانایی در به‌کارگیری مازاد ظرفیت تولید، صرفه‌جویی در استفاده از پول نقد، افزایش آینده‌نگری در بنگاه اقتصادی، افزایش قدرت خرید، بهبود همکاری‌های گروه‌های تجاری و بهبود کیفیت زندگی اشاره نمود. ارکان مبادلات تهاتری شامل افراد و بنگاه‌های معامله‌کننده (اعضای تهاتر)، شرکت تهاتری (مدیران معاملات) و بانک یا شرکت مالی و اعتباری (بستری برای انجام امور مالی) می‌باشند. با عضویت افراد و بنگاه‌های اقتصادی در این سیستم (از طریق بازاریابی)، در بانک داده‌ها اطلاعات به‌صورت جفتی ثبت می‌شود و هر جفت متشکل از این است که هر فرد یا بنگاه چه کالا و خدمتی درخواست دارد و چه کالا و خدمتی ارائه می‌دهد. در متون آکادمی به این بانک داده، استخر اعضا یا استخر تهاتری می‌گویند

¹ Barter

² Counter purchase

³ BuyBack

⁴ Offset

⁵ Swap

⁶ Exchange of Debts

که البته می‌توان این داده‌ها را به انواع مختلف (مثلاً نوع محصول) تقسیم‌بندی کرد و با افزایش اعضا، این استخر عمیق‌تر می‌شود. از طرف دیگر بانک و یا مؤسسه مالی و اعتباری با دادن اعتبار به صورت پول تهاتری و یا برات براساس آورده هر بنگاه و فرد، عمده مشکل تهاتر بدوی را از بین برده است (شیروی، ۱۳۸۳).

ب) خرید متقابل

«خرید متقابل» یک روش تجارت متقابل است که بر اساس آن، یک طرف قرارداد کالاها یا خدماتی را به طرف دیگر صادر می‌کند و متقابلاً توافق می‌کند تا مقدار مشخصی از کالاهایی را که در کشور واردکننده تولید شده است، خریداری و صادر نماید. خرید متقابل در واقع بر مبنای همان معاملات تهاتری ساده ولی با ساختاری جدید بنا شده است تا برای تجارت بین‌المللی جدید و نیازهای عصر حاضر مناسب باشد. از مشخصات خرید متقابل می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- وجود دو قرارداد: در یک قرارداد، صادرکننده کالاها یا خدماتی را به طرف واردکننده می‌فروشد و در قرارداد دیگر، صادرکننده متقابلاً کالاها یا خدماتی را از واردکننده اول خریداری می‌کند.
- پرداخت‌های مستقل: در هر کدام از دو قرارداد خرید متقابل، روش پرداخت مستقل پیش‌بینی می‌شود. هر قرارداد دارای شیوه پرداخت خاص خود از جهت مبلغ، نوع ارز، زمان پرداخت و نحوه پرداخت خواهد بود. به عنوان مثال بر طبق یک خرید متقابل بین یونان و روسیه، یونان موافقت کرد تا در طول مدت مشخصی روزانه سی هزار بشکه نفت به ازای هر بشکه ۲۸ دلار از روسیه خریداری کند. روسیه نیز متعهد شد حداکثر به اندازه ارزش قرارداد اول کالاهای یونانی خریداری کند.
- موضوعات غیر مرتبط: کالاها یا خدمات موضوع قرارداد دوم با کالاها و خدمات موضوع قرارداد اول از جهت ساخت یا تولید با یکدیگر ارتباطی ندارند و کالاها و خدمات موضوع قرارداد دوم نتیجه و محصول کالاها و خدمات موضوع قرارداد اول محسوب نمی‌شوند؛ مثلاً یک شرکت آمریکایی هواپیماهای مسافربری به یوگسلاوی فروخت و متقابلاً کالاهایی مانند ابزارآلات و کنسرو از یوگسلاوی خریداری کرد.

ج) بیع متقابل

بیع متقابل یکی از شیوه‌های مهم سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی می‌باشد که به دلیل ویژگی‌هایی که دارد مورد توجه خاصی بخصوص در کشورهای در حال توسعه قرار گرفته است. در فرهنگ علوم اقتصادی بیع متقابل به معنای باز خرید کردن و پس خرید کردن آمده و در کتاب‌های بازرگانی خرید بازاریافتی ترجمه شده است. با توجه به این تعاریف، بیع متقابل یک نوع خرید متقابل است که در آن خرید تکنولوژی و تجهیزات و خدمات (مشورت فنی) به منظور ساخت یک کارخانه یا مؤسسه تولیدی در یک کشور در ازای خرید درصدی از محصول تولیدی با استفاده از تسهیلات فوق توسط فروشنده (کالا و خدمات مذکور) می‌باشد.

در ایران نیز این شیوه به‌ویژه در پروژه‌های بزرگ بخش صنایع نفت و گاز مورد استفاده فراوان قرار گرفته و می‌گیرد. لازم به ذکر است که براساس بند (ی) تبصره ۲۹ قانون برنامه اول توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۶۸ و آئین‌نامه اجرائی بند مذکور مصوب ۷۲/۶/۲ و دستورالعمل‌های بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، از انواع اشکال تجارت متقابل، فقط خرید متقابل در ایران قابل انجام می‌باشد.

شایان ذکر است قراردادهای بیع متقابل فی‌الذات نه بد است نه خوب. کارآمد بودن یک قرارداد بیع متقابل بستگی تام به مفاد و شرایط لحاظ شده در آن و کیفیت اجرای مفاد مذکور دارد. در این قراردادها لازم است که از پیمانکار تضمین لازم در خصوص کیفیت انجام کار، مواد و مصالح، ماشین‌آلات، بهره‌گیری از تأسیسات و فناوری روز و مطابق با استانداردهای بین‌المللی، استفاده از حداکثر توان داخلی، انتقال بی‌قیدوشرط فن‌آوری مورد استفاده به نیروهای داخلی، به‌طوری‌که بتوانند به سهولت نسبت به بهره‌برداری از تأسیسات استقرار یافته اقدام کنند، پیش‌بینی جریمه مناسب به هنگام تأخیر در قرارداد و مواردی از این دست که به حفظ مصالح و تأمین منافع ملی کمک شایانی می‌نماید، اخذ شود (علیدوستی، ۱۳۸۵).

د) قراردادهای افسست

قراردادهای افسست به قراردادهایی اطلاق می‌شود که بر طبق آن، دولت پروژه‌ها و یا اقلام گران قیمت و کاملاً تخصصی مثل تجهیزات پیشرفته نظامی را از یک کشور صنعتی خریداری می‌کند، مشروط به این که صادر کننده یک یا چند مورد از تعهدات زیر را تقبل نماید:

- با صنایع داخلی کشور خریدار، همکاری نموده تا بعضی از قطعات یا بخش‌هایی از پروژه در داخل کشور تولید شود؛
- از پیمانکاران داخلی کشور خریدار، در ساخت پروژه استفاده کند؛
- پرسنل داخلی کشور خریدار را استخدام کند یا به آن‌ها آموزش دهد؛
- تکنولوژی و مهارت لازم را به کشور خریدار منتقل نماید؛
- در زمینه پروژه و یا در بخش اقتصادی دیگر در کشور خریدار سرمایه‌گذاری کند؛
- بخشی از تولیدات پروژه را از کشور خریدار وارد کند؛
- به کشور خریدار در فعالیتهای اقتصادی مرتبط با پروژه خریداری شده یا فعالیتهای اقتصادی دیگر، کمک فنی، مالی یا مدیریتی نماید.

ه) قراردادهای تسویه تهاتری

قراردادهای تسویه تهاتری در واقع قراردادهای دو جانبه تجاری و مالی هستند که بین دو دولت منعقد می‌شوند و بر اساس آن طرفین توافق می‌کنند تا مبالغ معینی کالا یا خدمات را در یک دوره زمانی مشخص تبادل کنند، بدون این که در این بین عملاً پولی رد و بدل کنند. بر اساس این روش، هر کشور در بانک

مرکزی خود یک حساب تسویه^۱ به نام طرف دیگر باز کرده، به اندازه مبلغ مقرر در قرارداد، حساب مزبور را طلبکار می‌کند. مبالغ این دو حساب معمولاً مساوی و به یک ارز معتبر خارجی است. صادرکنندگان هر کشور به کشور دیگر ثمن معامله خود را از بانک مرکزی کشور خود و به پول داخلی خود دریافت کرده و بانک مرکزی مربوطه به اندازه هر پرداخت، حساب مزبور را بر اساس نرخ تبدیل ارز مقرر در قرارداد بدهکار می‌کند تا مبلغ حساب بازشده به صفر برسد. در صورتی که در پایان مدت قرارداد، در حسابها مبالغی باقی بماند که تسویه نشده باشد، دو بانک مرکزی این باقیمانده را تسویه خواهند کرد.

و) قرارداد واگذاری تهاتری

در قرارداد واگذاری تهاتری، طبق یک قرارداد تجارت متقابل، صادرکننده خارجی متعهد به خرید متقابل کالا یا خدماتی شده است که به آنها نیازی ندارد. به عنوان مثال، یک شرکت تولیدکننده آلمانی، در مقابل خریدار ایرانی متعهد شده است از ایران کالاهایی را خریداری و صادر نماید و این در حالی است که این فروشنده آلمانی، به کالاهای مندرج در قرارداد، نیازی ندارد و در نتیجه این قرارداد خرید متقابل را به طرف دیگری واگذار می‌کند که به این کالاها نیاز دارد و یا توانایی دارد آنها را در بازارهای بین‌المللی به فروش رساند.

ز) قراردادهای تعویض

در روش تعویض، کالاهای مشابه که در محل‌های فیزیکی متفاوتی قرار دارند با یکدیگر معاوضه می‌شوند تا مخارج حمل‌ونقل کاهش پیدا کند و یا موانع حمل‌ونقل برطرف گردد.

ح) قراردادهای معاوضه دیون

مطابق با یک روش معاوضه دیون، وام‌دهنده و وام‌گیرنده موافقت می‌کنند که قرارداد جدید مالی امضا کنند که بر اساس آن دین قبلی با یک دین جدید معاوضه شود. این دین جدید ممکن است جهت اصل بدهی، نرخ بهره و شرایط پرداخت با دین قبلی متفاوت باشد. بانک یا مؤسسه ممکن است موافقت کند که دین خود را با دینی که دارای بهره کمتری است معاوضه کند، مشروط بر اینکه دین اخیر توسط دولت آن کشور تضمین شود. در یک قرارداد «بازخرید دیون» کشور مدیون دیون خارجی خود را با تخفیف، نقداً بازخرید می‌کند. از طریق این روش بانک طلبکار می‌تواند فوراً به پول نقد دسترسی پیدا کند و دولت بدهکار می‌تواند پول کمتری را جهت پرداخت وام صرف نماید.

روش «معاوضه دیون با سهام» به عنوان یک روش کاهش بار بدهی‌های خارجی قدری پیچیده‌تر از بازخرید دیون است. در این روش، یک شرکت خارجی که تمایل دارد در کشور مدیون سرمایه‌گذاری کند، بدهی آن کشور را از طریق بانک‌های تجاری با تخفیف خریداری می‌کند. این بدهی خریداری‌شده با موافقت بانک

^۱ Clearing Account

مرکزی کشور مدیون و با نرخ توافقی به پول داخلی آن کشور تبدیل می‌شود. سرمایه‌گذار این پول داخلی را جهت سرمایه‌گذاری به کار می‌گیرد. از طریق این روش سه طرف قرارداد منتفع می‌شوند: طلب کار اصلی فوراً به پول نقد دسترسی پیدا می‌کند؛ سرمایه‌گذاری جهت مخارج سرمایه‌گذاری به پول داخلی ارزان‌تری دسترسی پیدا می‌کند و کشور مدیون بدین طریق به سرمایه خارجی بیشتری دست پیدا می‌کند و با تعهدات مالی خود را کاهش می‌دهد (شبروی، ۱۳۸۳).

۲-۵. پیشینه پژوهش

۲-۵-۱. پژوهش‌های داخلی

حجازی و خادمی (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان «تأثیر عوامل اقتصادی و ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه دست یافتند که بین ساختار سرمایه شرکت‌ها با نقدینگی و تورم رابطه منفی و بین ساختار سرمایه با ساختار دارایی‌ها، اندازه شرکت و رشد اقتصادی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

رمضانپور و همکارانش (۱۳۹۲) تأثیر روش‌های مختلف تأمین مالی بر بازده و خطر نظام‌مند سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران را با روش داده‌های ترکیبی بررسی کردند و دریافتند که بازار سرمایه با نقش انکارناپذیر خود در رشد و توسعه اقتصادی کشور، به روش‌های تأمین مالی در قالب تغییرات بازده و خطر سهام که از عوامل مؤثر در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است واکنش نشان می‌دهد. نتایج تحقیق آن‌ها که باهدف بررسی رابطه بین وام، انتشار سهام عادی و سود انباشته به‌مثابه متغیرهای مستقل، اندازه شرکت‌ها به‌مثابه متغیر کنترلی و بازده و خطر نظام‌مند به‌مثابه متغیرهای وابسته در ۵۵ شرکت و با روش رگرسیون آماری چند متغیره با استفاده از داده‌های تابلویی صورت گرفته است، نشان می‌دهد که رابطه‌ای مستقیم بین وام و بازده سهام وجود دارد؛ اما انتشار سهام عادی و سود انباشته رابطه‌ای معنی‌دار با بازده ندارد؛ همچنین بین روش‌های مختلف تأمین مالی و خطر نظام‌مند رابطه‌ای معنی‌دار وجود ندارد.

سینایی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان «تأثیر فرصت رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت بر ارزش شرکت» به این نتایج دست یافتند که رابطه معناداری بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت وجود دارد و این رابطه تحت تأثیر فرصت رشد بنگاه‌ها قرار می‌گیرد. همچنین بین سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت نیز رابطه معناداری وجود دارد.

رجب‌زاده و همکارانش (۱۳۸۵) به بررسی تحلیلی وضعیت تأمین مالی در کشورهای مختلف جهان و نیز بررسی تحلیلی آن در ایران پرداختند. در بررسی تحلیلی روش‌های تأمین مالی کشورهای مختلف جهان، نتایج نشان‌دهنده وجود تفاوتی بارز بین روش‌های تأمین مالی در کشورهای توسعه‌یافته و کشورهای درحال توسعه است. شرکت‌های واقع در کشورهای درحال توسعه، نسبت به هم‌تایان خود در کشورهای توسعه‌یافته، بیشتر به منابع خارجی تأمین مالی وابسته‌اند. همچنین سهم بازار سهام به‌مثابه روش تأمین مالی در شرکت‌های واقع در کشورهای درحال توسعه بیشتر است. در مجموع و با در نظر گرفتن تمام صنایع ایران

با یکدیگر و لحاظ ۴۹ شرکت بخش صنعت و معدن، بررسی آماری صورت گرفته و نتایج، دلالت بر نبود تفاوت معنی‌دار بین تأمین مالی از دو روش بازار پول و بازار سرمایه دارد.

نمازی و شیرزاد (۱۳۸۴) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» در خصوص شیوه‌های تأمین مالی اینگونه اظهار نظر نموده‌اند: همواره این مسئله مطرح می‌شود که شرکت‌ها چگونه اقدام به تأمین مالی کنند تا بر سود و بازده سهامداران حداکثر تأثیر مثبت را بگذارد؟ عوامل متعددی از جمله ماهیت فعالیت، دارایی‌ها و نوع صنعت بر تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت تأثیر می‌گذارد به عنوان نمونه، ماهیت فعالیت شرکت می‌تواند به گونه‌ای باشد که جریان نقدی ورودی به راحتی فراهم شود. در چنین موقعیتی استفاده از بدهی‌ها به جای سهام (تأمین مالی از طریق بدهی‌ها) ارزان‌تر از سهام است و بر سود شرکت می‌افزاید.

پورحیدری (۱۳۸۲) در پژوهشی با عنوان «نوع صنعت و تأثیر آن بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» در خصوص ساختار سرمایه اینگونه اظهار نظر نموده است: موضوع ساختار سرمایه و ترکیب بهینه آن و به عبارت دیگر نحوه تأمین مالی شرکت از منابع مختلف، مبحثی است که نخستین بار توسط میلر و مودیگلیانی در سال ۱۹۵۸ مطرح شده و از آن زمان، تاکنون مبنای بسیاری از تحقیقات مالی قرار گرفته و تحقیقات مذکور گاهی منتج به مطرح شدن نظریه‌های جدیدی نیز شده‌اند.

۲-۵-۲. پژوهش‌های خارجی

بالاچین - سانچز و همکارانش^۱ (۲۰۱۲) به بررسی ساختار سرمایه صنایع کوچک و متوسط نواحی اسپانیایی و عوامل تعیین کننده آن که در نواحی مختلف متفاوت است پرداخته‌اند. آن‌ها در پژوهش خود رابطه بدهی را به مثابه روش تأمین مالی خارجی با عوامل شرکت نظیر اندازه، سن، سودآوری، ساختار دارایی و رشد بررسی کردند و دریافتند که بین سن و سطح بدهی و نیز سودآوری و سطح بدهی رابطه‌ای منفی و بین اندازه و سطح بدهی و نیز رشد و سطح بدهی رابطه‌ای مثبت وجود دارد. همچنین در این پژوهش بیان می‌شود که بر طبق نظریه سلسله مراتبی، عمر بیشتر شرکت باعث ظرفیت بیشتر آن برای منابع تولید خود است و نیاز شرکت به تأمین مالی خارجی کمتر خواهد بود.

سلیم و یاداو^۲ (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار مالزی» نتیجه‌گیری نمودند که نوع ساختار سرمایه در گردش انتخاب شده از سوی بنگاه‌ها، بر عملکرد (سودآوری) آن‌ها تأثیر می‌گذارد. در این پژوهش، از چهار معیار، نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده سرمایه، عایدی هر سهم و معیار کیوتوبین برای ارزیابی عملکرد حسابداری بنگاه‌ها استفاده گردیده است. نتایج پژوهش نشان داد که افزایش بدهی‌ها دارای رابطه منفی با عملکرد است. با افزایش بدهی‌ها، ساختار سرمایه تغییر کرده، هزینه تأمین مالی افزایش یافته و این فرآیند موجب کاهش نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده سرمایه، عایدی هر سهم و عملکرد بنگاه و سودآوری شده ولی کیوتوبین افزایش یافته است.

¹ Palacin- Sanchez and et al

² Salim & Yadav

کوهن^۱ (۲۰۰۳) بیان می‌کند که چالش‌هایی برای تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه وجود دارد که از آن جمله می‌توان به محدودیت قوانین شرکت، فهرست مبادلات سهام، افشای مالی و نگرانی‌های کنترل و مدیریت اشاره کرد.

میرز و ماجلوف^۲ (۱۹۸۴) بیان کردند که هیچ نسبت بدهی بهینه‌ای وجود ندارد و شرکت‌ها بر اساس سلسله‌مراتب از پیش تعیین شده و بدون توجه به ساختار بهینه سرمایه تأمین مالی می‌کنند. طبق این نظریه، تأمین مالی از وجوه داخلی در اولویت است و فقط، در صورت کفایت نکردن منابع داخلی، از وجوه خارجی استفاده می‌شود.

از دیدگاه فاما و فرنچ^۳ (۲۰۰۲) در پژوهش «پیش‌بینی تقسیم سود سهام و بدهی» مالیات دارای دو تأثیر عمده و معکوس بر ساختار مطلوب سرمایه است. از یک سو، صرفه‌جویی مالیاتی حاصل از هزینه بهره، بنگاه را به سمت استقراض بیشتر و داشتن اهرم مالی بزرگ‌تر سوق می‌دهد و از سوی دیگر، از آنجاکه در برخی از کشورها، نرخ مالیات بر بدهی بیشتر از نرخ مالیات بر سهام است، شرکت‌های موجود در این کشورها، کمتر به بدهی روی می‌آورند.

مایر^۴ (۱۹۸۹) ساختارهای مالی شرکت‌ها را در هشت کشور مختلف صنعتی طی دوره ۸۵-۱۹۷۰ را بررسی و مقایسه کرد. برخی از نتایج این تحقیقات به شرح زیر است.

- سود انباشته، مهم‌ترین منبع تأمین مالی همه‌ی کشورها به‌ویژه در انگلستان، کانادا و امریکا است. به‌طوری‌که در امریکا و انگلستان بیش از ۷۵ درصد سرمایه‌گذاری‌ها از طریق سود انباشته تأمین مالی شده است.
- یک ارتباط معکوس بین استفاده از سود انباشته و اعتبارات بانکی وجود داشته است.
- شرکت‌های کوچک و متوسط نسبت به شرکت‌های بزرگ از منابع خارجی بیشتر استفاده نموده و در این تأمین مالی بیشتر با بانک‌های تجاری ارتباط داشته و کمتر از اوراق بهادار جهت تأمین مالی استفاده می‌نمایند.

بر اساس نظر مودیگلیانی و میلر^۵ (۱۹۵۸) تحت شرایط فرضی خاص، چگونگی تأمین مالی و در نتیجه ساختار سرمایه‌ی شرکت، تأثیری بر ارزش شرکت نداشته است (ون هورن، ۱۳۷۱). بر اساس نظر آنان به دلیل انجام فرآیند آربیتراژ، ارزش شرکت به چگونگی تأمین مالی و ساختار سرمایه‌ی شرکت ارتباط نداشته است.

¹ Cohn

² Myers and Majluf

³ Fama & French

⁴ Mayer

⁵ Modigliani and Miller

۳. روش شناسی پژوهش

۳-۱. سؤالات و فرضیات پژوهش

در این مطالعه به بررسی عوامل مؤثر بر سودآوری و دارایی های ثابت ۱۱۰ شرکت بورسی طی ۵ سال (۱۳۹۱-۱۳۹۵) با تأکید بر نحوه تأمین مالی این شرکت ها در قالب سؤالات و فرضیات زیر پرداخته می شود.

۳-۲. جامعه آماری

جامعه آماری تحقیق ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که اطلاعات مربوط به ۵ سال آن ها از صورت های مالی حسابرسی شده (سال های ۹۱ تا ۹۵) مورد استفاده قرار گرفته است. روش نمونه گیری به صورت مرحله ای و تصادفی ساده است.

۳-۳. ابزار گردآوری اطلاعات و داده های پژوهش

از نشریات و گزارشات سالانه و سایر گزارشات بورس اوراق بهادار تهران و صورت های مالی حسابرسی شده ی شرکت ها استفاده شده است.

۳-۴. معرفی و نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

جدول شماره (۱) معرفی متغیرها و نحوه محاسبه آن ها

متغیر	نماد	شاخص	شیوه محاسبه
مستقل	(DF)	تأمین مالی از طریق بدهی	$\frac{\text{بدهی در سال } (t-1) - \text{بدهی در سال } t}{\text{بدهی در سال } (t-1)}$
مستقل	(SF)	تأمین مالی از طریق انتشار سهام	$\frac{\text{نسبت سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی} - \text{مجموع افزایش سرمایه}}{\text{سرمایه شرکت قبل از افزایش سرمایه}}$
مستقل	(SC)	اندازه شرکت	لگاریتم مجموع دارائی های شرکت ها
مستقل	(CDF)	هزینه تأمین مالی بدهی	$\frac{\text{هزینه های مالی}}{\text{مجموع بدهی ها}}$
مستقل	(CSF)	هزینه تأمین مالی سهام	$g + \frac{(1+g) \text{ سود قبل از مالیات}}{\text{ارزش روز}}$
وابسته	(FA)	دارایی های ثابت	$\frac{\text{دارایی های ثابت}}{\text{مجموع دارایی ها}}$
وابسته	(PT)	سودآوری	$\frac{\text{سود قبل از کسر مالیات}}{\text{مجموع دارایی ها}}$

۳-۵. روش برآورد مدل

در این بخش با بهره‌گیری از تکنیک‌های آماری و ریاضی مناسب که با توجه به نوع متغیر (کمی) و مقیاس اندازه‌گیری (نسبی) داده‌ها سازگاری دارد اطلاعات جمع‌آوری شده، دسته‌بندی و تجزیه و تحلیل گردید. متغیرهای مورد استفاده در این مطالعه شامل متغیرهای مستقل: هزینه تأمین مالی بدهی، هزینه تأمین مالی سهام، اندازه شرکت، تأمین مالی از طریق بدهی، تأمین مالی از طریق انتشار سهام و متغیرهای وابسته شامل دارایی‌های ثابت، سودآوری می‌باشند. به منظور بررسی این رابطه در ادامه به آزمون ریشه واحد متغیرها برای جلوگیری از بروز رگرسیون کاذب پرداخته شده و در نهایت برای بررسی و آزمون فرضیات تحقیق از دو مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده است.

۴. برآورد مدل پژوهش

۴-۱. آزمون ریشه واحد

با توجه به اینکه وجود روندهای تصادفی در سری‌های زمانی می‌تواند تفسیر نتایج اقتصادسنجی، انتخاب روش تخمین و اعتبار پیش‌بینی‌های به عمل آمده به کمک الگو (مدل) را با مشکل مواجه کند و با وجود روندهای تصادفی، آماره‌های تشخیصی -به اشتباه- بر وجود رابطه میان متغیرها دلالت کند و یا پیش‌بینی‌هایی که بر اساس الگو انجام می‌شود، ممکن است دچار تورش شود، در سال‌های اخیر، متخصصان اقتصادسنجی، به اثرات نامطلوب روندهای تصادفی در سری‌های زمانی بر نتایج تخمین‌های حداقل مربعات معمولی توجه کرده‌اند و به معرفی روش‌های نوینی برای رفع آن‌ها همت گمارده‌اند. در صورت وجود روندهای تصادفی، حتی در مواردی که بین متغیرها هیچ‌گونه رابطه واقعی وجود ندارد، فن‌های متداول نظیر روش حداقل مربعات معمولی چه بسا رابطه معناداری را میان آن‌ها نشان دهد^۱ چنین رگرسیون‌هایی به رگرسیون‌های کاذب معروف هستند.

به منظور پیشگیری از برآورد رگرسیونی کاذب، بعد از جمع‌آوری اطلاعات مربوطه، باید از مانایی^۲ و نامانایی هر یک از متغیرها اطمینان حاصل نمود. از آنجا که روش رگرسیون به کار گرفته شده، داده‌های تابلویی^۳ است، روش آزمون مربوط به مانایی بازمایی که داده‌ها سری زمانی منفرد باشد متفاوت است. در طول دهه‌ی گذشته تحقیقات متعددی در مورد آزمون ریشه واحد داده‌های تابلویی انجام گرفته است، این آزمون‌ها را می‌توان به دو نسل تقسیم‌بندی کرد:

آزمون‌های نسل اول شامل لوین، لین و چو^۴ (LLC)، ایم، پسران و شین^۵ (IPS) و آزمون‌های نوع فیشر از جمله دیکی-فولر تعمیم یافته^۶ (ADF) و فیلیپس پرون^۱ (PP) می‌باشد.

¹ Granger & Newbold

² Stationary or Stationarity

³ Panel Data

⁴ Levin, Lin & Chu

⁵ Im, Pesaran and Shin

⁶ Augmented Dicky-Fuller

برای این منظور آزمون ریشه واحد بر روی متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار گرفته است. آزمون ریشه واحد در حالت وجود عرض از مبدأ و روند انجام شده است. نتایج جدول (۲) نشان دهنده این می باشد که تمامی متغیرها به دلیل این که دارای مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵ می باشند فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد را رد کرده و این متغیرها در هر سطحی مانا می باشند.

جدول شماره (۲) آزمون های ریشه واحد

آزمون های نوع فیشر		آزمون های نسل اول		متغیر
فیلیپس پرون PP	دیکی-فولر تعمیم یافته ADF	ایم، پسران و شیم IPS	لوین، لین و چو LLC	
۳۰۵/۰۷ (۰/۰۰)	۲۳۳/۸۳ (۰/۰۳)	-۴/۴۸ (۰/۰۰)	-۳۲/۲۰ (۰/۰۰)	هزینه تأمین مالی بدهی (CDF)
۴۸۹/۳۷ (۰/۰۰)	۳۹۸/۰۷ (۰/۰۰)	-۱۳/۴۵ (۰/۰۰)	-۴۵/۴۶ (۰/۰۰)	هزینه تأمین مالی سهام (CSF)
۴۶۱/۱۲ (۰/۰۰)	۳۹۴/۲۱ (۰/۰۰)	-۴/۶۰ (۰/۰۰)	-۵۹/۳۸ (۰/۰۰)	اندازه شرکت (SC)
۴۷۷/۴۵ (۰/۰۰)	۳۶۷/۵۸ (۰/۰۰)	-۱۳/۴۴ (۰/۰۰)	-۴۴/۳۶ (۰/۰۰)	نسبت دارایی ثابت (FA)
۳۱۳/۷۸ (۰/۰۰)	۲۷۶/۴۵ (۰/۰۰)	-۶/۶۸ (۰/۰۰)	-۵۰/۰۸ (۰/۰۰)	ظرفیت سودآوری (PT)
۴۴۰/۱۵ (۰/۰۰)	۳۷۹/۷۷ (۰/۰۰)	-۱۰/۱۸ (۰/۰۰)	-۳۶/۸۱ (۰/۰۰)	تأمین مالی از طریق بدهی (DF)
۴۶۹/۹۳ (۰/۰۰)	۴۰۹/۳۲ (۰/۰۰)	-۸/۲۰ (۰/۰۰)	-۵۴/۹۹ (۰/۰۰)	تأمین مالی از طریق سهام (SF)

منبع: نتایج حاصل از تحقیق

۴-۲. برآورد مدل

به منظور بررسی روش های مختلف تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ابتدا نرمال بودن داده ها مورد بررسی قرار گرفت که نشان داد چولگی داده ها در بازه ۲- و ۲ قرار داشت و آماره جارک- برا (J-B)^۱ برای هریک از متغیرها نزدیک به صفر بود؛ بنابراین داده ها دارای توزیع نرمال هستند و همچنین به منظور تخمین مدل از ترکیب داده های مقطعی و سری زمانی در قالب داده های تابلویی استفاده شد و معادلات از روش حداقل مربعات معمولی (OLS)^۲ تخمین زده شد و نتایج به شرح زیر به دست آمد:

¹ Philips-Peron

² Jarque-Bera

³ ordinary least squares

جدول شماره (۳) نتایج حاصل از برآورد مدل اول

متغیر وابسته: سودآوری				
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیر مستقل
۰/۰۰۰۰	۴/۳۲۹	۰/۰۳۲۳	۰/۱۳۹۸	عرض از مبدأ
۰/۷۱۵۸	-۰/۳۶۴۳	۰/۰۰۲۴	-۰/۰۰۰۹	اندازه شرکت
۰/۰۰۲۳	-۳/۰۷۱۲	۰/۰۶۱۷	-۰/۱۸	دارایی‌های ثابت
۰/۰۰۰۰۰	-۵/۵۴۱۱	۰/۰۱۲۰	-۰/۰۶۶۳	تأمین مالی بدهی
۰/۳۷۹۳	۰/۸۸۰۱	۰/۰۰۴۷	۰/۰۰۴۱	تأمین مالی سهام
ضریب تعیین				
۰/۱۵۱۹	میانگین متغیر وابسته		۰/۶۲۷۳	
۰/۱۴۸۹	انحراف معیار متغیر وابسته		۰/۶۳۳۰	ضریب تعیین تعدیل شده
-۱/۹۳۳۰	معیار آکائیک		۰/۰۹۱۴	انحراف معیار رگرسیون
-۱/۸۷۶۹	معیار شوارتز		۳/۵۹۳۸	مجموع مربعات خطای توجیه نشده
-۱/۹۱۰۸	معیار هانن-کوپن		۴۲۷/۳۹۸۴	لگاریتم درست نمایی
-۲/۱۱۲۲	آماره دوربین-واتسون		۱۴۴/۷۵۳۷	آماره F
			۰/۰۰۰۰	احتمال (آماره F)

جدول شماره (۴) نتایج حاصل از برآورد مدل دوم

متغیر وابسته: سودآوری				
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیر مستقل
۰/۰۰۴۱	۲/۸۸۷۸	۰/۰۴۷۴	۰/۱۳۷۰	عرض از مبدأ
۰/۷۵۸۵	-۰/۳۰۷۶	۰/۰۰۱۶	-۰/۰۰۰۵	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۸	۳/۳۶۳۵	۰/۱۴۱۰	۰/۴۷۴۲	تأمین مالی بدهی
۰/۰۴۰۲	۲/۰۵۷۵	۰/۰۰۳۸	۰/۰۰۹	تأمین مالی سهام
ضریب تعیین				
۰/۲۱۷۲	میانگین متغیر وابسته		۰/۸۸۱۳	
۰/۱۹۸۸	انحراف معیار متغیر وابسته		۰/۸۸۰۲	ضریب تعیین تعدیل شده
-۲/۵۰۲۹	معیار آکائیک		۰/۰۶۸۸	انحراف معیار رگرسیون
-۲/۴۵۶۲	معیار شوارتز		۲/۰۴۱۹	مجموع مربعات خطای توجیه نشده
-۲/۴۸۴۵	معیار هانن-کوپن		۵۵۰/۶۴۱۹	لگاریتم درست نمایی
۱/۷۹۳۵	آماره دوربین-واتسون		۷۹۹/۶۵۸۱	آماره F
			۰/۰۰۰۰	احتمال (آماره F)

۳-۴. پاسخ به سؤالات

الف) پاسخ به سؤال اول

- بین سودآوری و تأمین مالی از طریق بدهی با ضریب $0,07-$ و احتمال $0,95$ درصد رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.
- بین سودآوری و تأمین مالی از طریق سهام در هیچ سطحی رابطه معنی داری وجود ندارد.

ب) پاسخ به سؤال دوم

- بین دارایی‌های ثابت (سرمایه‌گذاری) و هزینه تأمین مالی از طریق بدهی با ضریب $0,47$ و احتمال $0,95$ درصد رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.
 - بین دارایی‌های ثابت (سرمایه‌گذاری) و هزینه تأمین مالی از طریق سهام با ضریب $0,01$ و احتمال $0,95$ درصد رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.
- شایان ذکر است در هر دو مدل R^2 یا ضریب تعیین برازش شده بیانگر مناسب بودن قدرت توضیح دهندگی مدل‌ها می‌باشد، همچنین با توجه به آماره F بالا و مقدار Prob آن کل رگرسیون برازش شده معنی دار می‌باشد. آماره دوربین و اتسون در مدل‌های برازش شده نیز بیانگر عدم وجود خودهمبستگی شدید در مدل می‌باشد.

۵. نتیجه‌گیری

در این مطالعه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفتند و در خصوص رابطه‌ی سودآوری آن‌ها با اندازه شرکت، دارایی‌های ثابت، تأمین مالی از طریق بدهی و تأمین مالی از طریق سهام در یک مدل و همچنین رابطه‌ی بین دارایی‌های ثابت آن‌ها با اندازه شرکت و هزینه‌های تأمین مالی از طریق بدهی و سهام در مدل دیگری به‌طور مجزا مورد بررسی قرار گرفت. در مدل اول مشخص شد بین سودآوری با دارایی‌های ثابت و تأمین مالی از طریق بدهی رابطه منفی و معناداری وجود دارد و تأمین مالی از طریق سهام در هیچ سطحی، رابطه معناداری با سودآوری نداشت و در مدل دوم وجود رابطه مثبت و معنی داری بین دارایی‌های ثابت با هزینه‌های تأمین مالی بدهی و سهام تعیین شد. همچنین متغیر اندازه شرکت در هیچ‌یک از دو الگو معنی دار نبود. از مقایسه نتایج به‌دست‌آمده با مطالعاتی که پیش‌تر انجام شده، مشاهده شد تأثیر منفی تأمین مالی از طریق بدهی بر روی سودآوری در مطالعه نادى زاده (۱۳۹۳) که به نقل از میرز بود، تأیید شده است. همچنین تأثیر مثبت هزینه تأمین مالی از طریق بدهی بر روی رشد دارایی‌های ثابت (سرمایه‌گذاری) منطبق با نتیجه‌گیری مطالعه نمازی و شیرزاد (۱۳۸۴) مبنی بر اینکه استفاده از بدهی به‌جای سهام (تأمین مالی از طریق بدهی‌ها) ارزان‌تر از سهام است و بر سود شرکت می‌افزاید، می‌باشد. از سوی دیگر موضوع عدم وجود رابطه معنادار بین انتشار سهام و سودآوری، در مطالعه رمضانپور و همکارانش (۱۳۹۰) نیز تأیید شده است.

به طوری که نتایج نشان می‌دهد رابطه بین تأمین مالی از طریق بدهی و سودآوری منفی و معنادار می‌باشد و دلیل اصلی آن، هزینه تأمین مالی از طریق استقراض است. هزینه تأمین مالی از طریق استقراض بر اساس استانداردهای حسابداری تحت عنوان هزینه سود تضمین شده و بهره در صورت‌های مالی از درآمدها کسر شده و سود خالص را کاهش می‌دهد؛ بنابراین با افزایش استقراض و تأمین مالی از طریق بدهی، هزینه‌های سود تضمین شده افزایش یافته و تأثیر منفی بر سودآوری دارد. همچنین رابطه بین سودآوری و هزینه تأمین مالی از محل سرمایه معنادار نیست. هزینه تأمین مالی از محل افزایش سرمایه بر اساس استانداردهای حسابداری تحت عنوان تقسیم سود شناسایی می‌شود و به عنوان هزینه شناسایی نمی‌شود؛ بنابراین عدم ارتباط معنی‌دار قابل توجیه است.

نتایج حاصل از سؤال دوم حاکی از رابطه مثبت بین افزایش دارایی‌های ثابت (سرمایه‌گذاری‌ها) با هر دو منبع تأمین مالی افزایش سرمایه و استقراض می‌باشد که به‌طور منطقی پیش‌بینی می‌شد همین ارتباط به دست آید. شرکت‌ها برای افزایش سرمایه‌گذاری‌های خود از هر دو منبع مالی استفاده می‌کنند اما تفاوت ضرایب هزینه تأمین مالی بدهی (۰/۴۷) با هزینه تأمین مالی از محل افزایش سرمایه (۰/۰۱) نشان می‌دهد رابطه قوی‌تری بین سرمایه‌گذاری‌ها با هزینه تأمین مالی از طریق بدهی وجود دارد؛ به عبارت دیگر شرکت‌های مورد استفاده در تحقیق برای سرمایه‌گذاری‌های خود بیشتر از طریق استقراض استفاده نموده‌اند که دلیل آن را می‌توان صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از هزینه سود تضمین شده استقراض در مقابل تقسیم سود دانست.

بر اساس نتایج تحقیق پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها در سرمایه‌گذاری جدید خود، ابتدا از طریق استقراض اقدام به تأمین منابع مالی نمایند و در صورتی که امکان استقراض ندارند روی به استفاده از افزایش سرمایه در تأمین مالی بیاورند. این اولویت‌بندی موجب می‌شود از حداکثر صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از هزینه‌های سود تضمین شده و بهره استفاده نمایند.

منابع و مأخذ

منابع فارسی

- ابرزی، مهدی؛ دستگیر، محسن و قلی پور، علی (۱۳۸۶)، بررسی و تجزیه و تحلیل روش های تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی های اقتصادی، دوره چهارم، شماره ۴.
- اسداللهی، فرتاش (۱۳۹۶)، مزایای تسهیلات ارزی فاینانس و ریفاینانس در شرکت های بورسی تهران، منتشر شده در اولین همایش حسابداری، مدیریت و اقتصاد با رویکرد پویایی اقتصاد ملی سال ۱۳۹۶.
- اشرفی احمدآباد، علیرضا و فرهنگ معین، حامد، (۱۳۹۵)، درآمدی بر سرمایه گذاری خارجی، مؤسسه عالی پژوهش تأمین اجتماعی، سال انتشار ۱۳۹۵.
- انصاری، عبدالمهدی؛ یوسف زاده، نسرين و زارع، زهرا (۱۳۹۲)، مروری بر نظریه های ساختار سرمایه، نشریه مطالعات حسابداری و حسابرسی، دوره دوم، شماره ۷.
- پورحیدری، امید (۱۳۸۲)، نوع صنعت و تأثیر آن بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره هشتم، شماره ۱۶.
- تاجیک، مهدی؛ محمود جعفری، پگاه و تقی زاده، محمدعلی (۱۳۹۲)، بررسی وضعیت تأمین مالی بنگاه های اقتصادی در سال ۱۳۹۲، گزارش اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران.
- جهانخانی، علی (۱۳۷۴)، شیوه های تأمین مالی شرکت ها در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران، ماهنامه حسابداری، شماره ۱۰۸.
- جعفری کجوری، وحید و علی خانی، رضیه (۱۳۹۷)، تأثیر تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام بر رابطه بین سرمایه گذاری انجام شده در شرکت ها و نقدشوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، منتشر شده در هفتمین کنفرانس ملی کاربردهای حسابداری و مدیریت در سال ۱۳۹۷.
- حجازی، رضوان و خادمی، صابر (۱۳۹۲)، تأثیر عوامل اقتصادی و ویژگی های شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۵، شماره ۲.
- دیانتی نسب، ابراهیم (۱۳۹۲)، مفهوم و ماهیت معامله آفست، فصلنامه پژوهش حقوق خصوصی، سال دوم، شماره پنجم، زمستان ۱۳۹۲.
- رجب زاده، علی؛ خورشیدی، غلامحسین و قلی پور، علی (۱۳۸۵)، بررسی و تجزیه و تحلیل نقش بازار پول و بازار سرمایه در هزینه سرمایه شرکتها (تحلیل نتایج تطبیقی و بخش صنعت ایران)، فصلنامه پژوهش های اقتصادی، دوره ششم، شماره اول.

- رضانیپور، اسماعیل؛ قلیزاده، محمدحسن و شمسی، آمنه (۱۳۹۲)، روش های مختلف تأمین مالی بر بازده و ریسک سیستماتیک سهام شرکت های بورس اوراق بهادار تهران: روش داده های ترکیبی، ششمین کنفرانس توسعه نظام مالی در ایران.
- سعیدی، علی و مشایخی، مهسا (۱۳۹۱)، ظرفیت دریافت تسهیلات مالی بانکی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش های حسابداری مالی، دوره چهارم، شماره ۱.
- سماوی، محمدابراهیم (۱۳۹۵)، بررسی روش های تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، منتشر شده در چهارمین کنفرانس بین المللی پژوهشهای کاربردی در مدیریت و حسابداری سال ۱۳۹۵.
- سینایی، حسنعلی؛ سلگی، محمد و محمدی، کامران (۱۳۹۰)، تأثیر فرصت های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۴.
- شیروی، عبدالحسین (۱۳۸۳)، انواع روش های قراردادی تجارت متقابل، اندیشه های حقوقی، سال دوم، شماره هفتم.
- صدری نیا، محمد؛ میراسدی، سمانه و وروانی، محسن (۱۳۸۸)، روش های مختلف تأمین مالی بنگاه های کوچک و متوسط در مراحل مختلف دوره عمر، فصلنامه تخصصی پارکها و مراکز رشد، شماره ۱۹.
- طیبی، سید کمیل؛ حیدریان، سمیرا؛ ملک حسینی، سید حسن و محبت پور، روح الله (۱۳۹۲)، نقش بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه های اقتصادی: منتخبی از صنایع کوچک و متوسط استان اصفهان، فصلنامه توسعه مدیریت پولی و بانکی، شماره اول.
- علیدوستی، ناصر (۱۳۸۵)، جنبه های حقوقی-امنیتی قرارداد بیع متقابل، فصلنامه مطالعات راهبردی، سال نهم، شماره سوم، پاییز ۱۳۸۵.
- غنی زاده، بهرام و بارانی، زینب (۱۳۹۴)، روش های تأمین مالی در بنگاه های اقتصادی، نشریه جامعه حسابداران رسمی.
- کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر (۱۳۸۷)، بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی، تحقیقات مالی
- مصطفی پور، منوچهر (۱۳۹۵)، نگاهی به روش ها و ابزارهای تأمین مالی؛ با تأکید بر بزار بدهی. مجله اقتصادی، شماره های ۷ و ۸.
- مومنی، منصور و علی نجفی مقدم (۱۳۸۳)، ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران با استفاده از مدل TOPSIS .

- نبی فیضی چکاب، غلام؛ تقی زاده، ابراهیم؛ فهیمی، عزیزاله و خدادادی دشتکی، خداداد (۱۳۹۴)، بررسی موانع و کاستی‌های تأمین مالی خارجی در حقوق ایران، منتشر شده در فصلنامه پژوهش حقوق خصوصی، تابستان ۱۳۹۴
- نمازی، محمد و شیرزاده، جلال (۱۳۸۴)، بررسی رابطه‌ی ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر نوع صنعت)، بررسی های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۴ شماره ۴۲.
- نوروزی، بیتا (۱۳۹۱)، صدنکته در خصوص روش های تأمین مالی خارجی، مؤسسه مطالعات و پژوهش های بازرگانی، تیرماه ۱۳۹۱

منابع لاتین

- Asli Demircug-Kant and Vojislav Maksimovic (1995), Stock Market Development and Firm Financing Choices; World Bank Policy Research Working paper, No.1461.
- Corbett, J. & T. Jenkinson. (1994). The Financing of Industry, 1970-89: A Comparison. CERR Discussion Paper, 948.
- Cohn, S. R., "The Development of Micro-Capital Securities Markets in Sub-Saharan Africa: New Approaches to Fostering Enterprise Growth in Promoting Growth in African Capital Markets"; UNITAR Document, No.18. 2003;
- Di pietro, Filippo, palacín-sanchez, María-Jose, Roldan, Jose, (2016), Regional development and capital structure of SMEs Desarrollo regional y estructura de capital de las PYME, Cuadernos de Gestión Vol. 18 (2018), pp. 37-60
- Fama, Eugene F. and French, Kenneth R, (2002), Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt, The Review of Financial Studies, Vol. 15, No. 1 (Spring, 2002), pp. 1-33
- Jensen, M, Meckling, W, (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 4, October 1976, Pages 305-360.
- Mayer, C. (1988), New Issues in Corporate Finance in European Economics for Development Finance. World Bank Working Paper, 301.
- Modigliani.F, Miller.H, (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, The American Economic Review, Vol. 48, No.3, pp. 261-297.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Don't Have. Journal of Financial Economics, Vol. 13, pp.187-221.

- Myers, S.C. (1984), The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39: 581-582.
- Mayer, R. E. (1989b). Systematic thinking fostered by illustrations in scientific text. *Journal of Educational Psychology*, 81, 240-246
- Paramasivan, C. Subramanian. T. (2009), *Financial management*, New Age International Pvt. Ltd., Publishers.
- Remmers, L. and others (1975), Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationalist; *Financial Management*. Vol. 3.
- Salim, Mahfuzah, Yadav, Raj (2012), Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies, *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 65 (2012) 156 – 166
- Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf, (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Volume 13, Issue 2, June 1984, Pages 187-221

