

## بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر مهدی ابزری، دکتر محسن دستگیر و علی قلی‌پور\*

تاریخ وصول: 1386/6/12 تاریخ پذیرش: 1386/11/18

### چکیده:

در این تحقیق، روش‌های مختلف تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، و نوع ارتباط بین نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها و ویژگی‌های اندازه‌ی شرکت، دارایی‌های ثابت و سودآوری، بررسی شده است. نمونه‌ی آماری این پژوهش از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به شیوه‌ی مرحله‌ای و تصادفی ساده و از میان شش صنعت انتخاب گردیده است. برای چهار سوال اساسی این پژوهش، یازده فرضیه در نظر گرفته شده است. برای پردازش اطلاعات و داده‌ها از آزمون  $t$  و ضریب همبستگی و نرم‌افزار SPSS استفاده شده است. بر اساس یافته‌های این تحقیق، با وجود عدم تفاوت معنی‌دار بین استفاده از روش‌های مختلف تأمین مالی (سود انباشته، سهام و بدهی) بین شرکت‌های مورد مطالعه، بین نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها و اندازه‌ی آنها یک ارتباط معنی‌دار وجود دارد. با گسترش اندازه‌ی شرکت‌ها استفاده از سود انباشته و سهام برای تأمین مالی افزایش می‌یابد. همچنین، با وجود ارتباط بین نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها و میزان دارایی‌های ثابت آنها، بین نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها و ظرفیت سودآوری آنها ارتباط معنی‌داری مشاهده نشده است.

طبقه بندی *JEL*:  $F_1, F_{10}, F_{13}$

واژه‌های کلیدی: بازارهای مالی، بازار سرمایه، تأمین مالی، بورس اوراق بهادار تهران

---

\* به ترتیب، دانشیار گروه مدیریت دانشگاه اصفهان، دانشیار گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز و کارشناس ارشد ( [mdastgir@scu.ac.ir](mailto:mdastgir@scu.ac.ir) )

## ۱- مقدمه

مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی به ویژه فعالان در بخش صنعت، برای ادامه‌ی حیات و فعالیت‌های تولیدی خود و همچنین توسعه‌ی فعالیت‌ها، به سرمایه‌های کلان نیاز دارند. همچنین، این مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین سرمایه‌ی مورد نیاز خود وابستگی شدیدی به بازارهای مالی دارند. نقش این بازارها در اختیار گذاشتن سرمایه‌های لازم برای مؤسسات و شرکت‌ها است. یکی از نکات اساسی مورد توجه مدیران مالی بنگاه‌های اقتصادی، روش‌ها و میزان تأمین مالی است. در این تحقیق پس از تقسیم بندی بازارهای مالی و معرفی روش‌های مختلف تأمین مالی آنها، نحوه‌ی تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی و ارتباط آن با ویژگی‌های بنگاه‌های اقتصادی مورد بررسی قرار گرفته است.

انواع منابع تأمین مالی در کشور به دو دسته‌ی منابع مالی بدون هزینه و منابع مالی با هزینه تقسیم‌بندی می‌شود. منابع مالی بدون هزینه شامل پیش‌دریافت از مشتریان، بستانکاران تجاری، سود سهام پرداختنی و هزینه‌های پرداختنی است. منابع مالی با هزینه به دو دسته‌ی منابع داخلی (سود انباشته) و منابع خارجی (تسهیلات کوتاه مدت و بلندمدت و انتشار سهام جدید) تقسیم می‌شود.

پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات، مستلزم برنامه‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، میان مدت و بلندمدت است و از طریق آن پشتوانه‌ی عظیمی در اقتصاد هر کشور به دست می‌آید. منابع این سرمایه‌گذاری‌ها از طریق سود انباشته، فروش سهام جدید، تسهیلات بانکی یا به وسیله‌ی ترکیبی از این منابع قابل تأمین است.

یکی از اهداف مهم مدیریت مالی حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. به این منظور، هدف مدیران مالی یافتن راه‌های تأمین منابع مالی برای رسیدن به این هدف است. در این تحقیق الگوهای تأمین مالی شرکت‌ها بررسی می‌شود تا با اولویت‌بندی روش‌های تأمین مالی، عوامل تأثیرگذار بر انتخاب روش‌های تأمین مالی شناخته شود.

وظایف اصلی مدیریت مالی، تصمیم‌گیری در ارتباط با تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و تقسیم سود است. هر یک از این تصمیمات در رابطه‌ی با هدف شرکت است و تصمیم‌گیری در زمینه‌ی ترکیب مطلوب این سه مورد، حداکثر

کننده‌ی ارزش شرکت برای سهامداران است (ون هورن،<sup>1</sup> 1371). بنابراین، شناسایی اولویت روش‌های تأمین مالی و عوامل تأثیرگذار بر آنها و انتخاب روش‌های مناسب در راستای به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران از اهمیت زیادی برخوردار است.

## 2- تئوری سلسله‌ی مراتبی روش‌های تأمین مالی

نظریه‌ی سلسله مراتبی الگوهای تأمین مالی<sup>2</sup> برای اولین بار توسط مایرز<sup>3</sup> (1984) به صورت زیر عنوان شده است.

- 1- شرکت‌ها منابع تأمین مالی داخلی را ترجیح می‌دهند.
- 2- یک نسبت تقسیم سود هدف با توجه به موقعیت‌های سرمایه‌گذاری انتخاب شده و از تغییرات یکباره در سود تقسیمی اجتناب می‌شود.
- 3- برقراری سیاست تقسیم سود ثابت همراه با تغییرات غیر منتظره در سودآوری و موقعیت‌های سرمایه‌گذاری، بدان معنی که گاهی اوقات جریان‌های نقدی ایجاد شده‌ی داخلی بیشتر و گاهی اوقات کمتر از هزینه‌های سرمایه‌ای است. اگر جریان‌های نقدی بیشتر از هزینه‌های سرمایه‌ای باشد، شرکت بدهی‌های خود را باز پرداخت می‌کند. اگر جریان‌های نقدی کمتر از هزینه‌های سرمایه‌ای باشد، شرکت از مانده‌ی حساب‌های بانکی خود استفاده می‌کند و یا به فروش اوراق بهادار قابل فروش (کوتاه مدت) خود مبادرت می‌ورزد.
- 4- در صورت نیاز منابع تأمین مالی خارجی، شرکت‌ها ابتدا مطمئن‌ترین اوراق بهادار را انتشار می‌دهند. بر این اساس شرکت‌ها ابتدا از بدهی، سپس در صورت امکان از اوراق قابل تبدیل و یا از سهام عادی برای تأمین مالی استفاده می‌کنند (بریلی و مایرز،<sup>4</sup> 2000).

## 3- پیشینه‌ی تحقیق

بر اساس نظر مودیگلیانی و میلر<sup>5</sup> (1958) تحت شرایط فرضی خاص،

<sup>1</sup> Van Horn

<sup>2</sup> Pecking Order Theory of Finance

<sup>3</sup> Myers

<sup>4</sup> Brealey and Myers

<sup>5</sup> Modigliani and Miller

چگونگی تامین مالی و در نتیجه ساختار سرمایه‌ی شرکت، تأثیری بر ارزش شرکت نداشته است (ون هورن، 1371). بر اساس نظر آنان به دلیل انجام فرآیند آربیتراژ، ارزش شرکت به چگونگی تامین مالی و ساختار سرمایه‌ی شرکت ارتباط نداشته است.

مایر<sup>6</sup> (1989) ساختارهای مالی شرکت‌ها را در هشت کشور مختلف صنعتی طی دوره‌ی 1970-85 بررسی و مقایسه‌ی کرد. برخی از نتایج این تحقیقات به شرح زیر است.

1- سود انباشته، مهمترین منبع تامین مالی همه‌ی کشورها به ویژه در انگلستان، کانادا و امریکا است. به طوری که در امریکا و انگلستان بیش از 75 درصد سرمایه‌ی گذاری‌ها از طریق سود انباشته تامین مالی شده است.

2- یک ارتباط معکوس بین استفاده از سود انباشته و اعتبارات بانکی وجود داشته است.

3- 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 (مایر، 1990، 1989، 1988).

در مطالعه‌ی دیگر سینگ و حمید<sup>7</sup> (1992) و سینگ (1995)، روش‌های تامین مالی پنجاه کشور توسعه یافته و کشورهای در حال توسعه را بررسی کردند. نتایج اصلی این مطالعه به صورت زیر است.

1- شرکت‌های واقع در کشورهای در حال توسعه، بیشتر از منابع خارجی برای تامین مالی استفاده می‌کنند.

2- شرکت‌های واقع در کشورهای در حال توسعه، برای افزایش خالص دارایی‌های خود بیشتر به انتشار سهام جدید روی می‌آورند.

کوربت و جنکینسن<sup>8</sup> (1994)، در مطالعه‌ای روش‌های تامین مالی کشورهای توسعه یافته را در دوره‌ی 1970-89 بررسی کردند. مهمترین نتایج این تحقیق به صورت زیر است.

<sup>6</sup> Mayer

<sup>7</sup> Singh and Hamid

<sup>8</sup> Corbet and Jenkinson

- 1- مهمترین روش تامین مالی در شرکت‌های همه‌ی کشورهای مورد مطالعه، منابع داخلی است.
  - 2- انتشار اوراق بهادار و اوراق قرضه مقدار کمی از منابع تامین مالی در کشورهای مورد بررسی است.
  - 3- مهمترین منبع تامین مالی خارجی، وام‌های رهنی بانک‌ها به شرکت‌های مورد مطالعه است.
  - 4- منابع داخلی تامین مالی در کشورهای امریکا و انگلستان نسبت به ژاپن از اهمیت بیشتری برخوردار است.
- همچنین دمیروک کانت و ماکسی موویچ<sup>9</sup> (1996)، ساموئل<sup>10</sup> (1996) و سرلیتس و پینو<sup>11</sup> (2004) در زمینه‌ی نظریه‌ی تامین مالی و ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها پژوهش‌هایی داشته‌اند.
- مؤمنی و نجفی مقدم (1383) عملکرد اقتصادی شرکت‌های پیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با استفاده از مدل *TOPSIS* بررسی کردند.

#### 4- سوالات و فرضیه‌های تحقیق

نوع روش‌های تامین مالی انتخاب شده در شرکت‌ها یکی از عوامل مهم در تعیین ارزش شرکت و ثروت سهامداران است. بر این اساس، شناسایی اولویت روش‌های تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شناسایی رابطه‌ی بین نحوه‌ی تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و اندازه‌ی آنها، شناسایی رابطه‌ی بین نحوه‌ی تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و میزان دارایی‌های ثابت آنها و شناسایی رابطه‌ی بین نحوه‌ی تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ظرفیت سودآوری آنها از اهداف این تحقیق است. این اهداف به شکل سوال‌ها و فرضیات زیر مطرح شده است.

#### 4-1- سؤال اول این تحقیق

آیا شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بیشتر از منابع

<sup>9</sup> Demirguc-Kunt and Maksimovic

<sup>10</sup> Samuel

<sup>11</sup> Serletis and Pinno

داخلی برای تأمین مالی استفاده می‌نمایند؟ فرضیه‌های این سؤال به صورت زیر در نظر گرفته شده است.

- 1-1-1- شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، برای تأمین مالی از منابع داخلی، بیشتر از بدهی‌ها استفاده می‌نمایند.
- 1-1-2- شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، برای تأمین مالی از منابع داخلی، بیشتر از صدور سهام عادی استفاده می‌نمایند.

#### 2-4- سؤال دوم این تحقیق

آیا بین نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و اندازه‌ی آنها رابطه وجود دارد؟ فرضیه‌های این سؤال به صورت زیر در نظر گرفته شده است.

- 1-2-4- بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از منابع داخلی رابطه‌ی معنی دار وجود دارد.
- 2-2-4- بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از سهام عادی رابطه‌ی معنی دار وجود دارد.
- 3-2-4- بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از بدهی‌ها رابطه‌ی معنی دار وجود دارد.

#### 3-4- سؤال سوم این تحقیق

آیا بین نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و میزان دارایی‌های ثابت آنها رابطه وجود دارد؟ فرضیه‌های این سؤال به صورت زیر در نظر گرفته شده است.

- 1-3-4- بین دارایی‌های ثابت شرکت‌های مورد مطالعه و تأمین مالی از منابع داخلی رابطه‌ی معنی دار وجود دارد.
- 2-3-4- بین دارایی‌های ثابت شرکت‌های مورد مطالعه و تأمین مالی از سهام عادی رابطه‌ی معنی دار وجود دارد.
- 3-3-4- بین دارایی‌های ثابت شرکت‌های مورد مطالعه و تأمین مالی از

بدهی‌ها رابطه‌ی معنی دار وجود دارد.

#### 4-4- سؤال چهارم این تحقیق

آیا بین نحوه‌ی تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ظرفیت سودآوری شرکت‌ها رابطه وجود دارد؟ فرضیه‌های این سؤال به صورت زیر در نظر گرفته شده است.

- 1-4-4- بین ظرفیت سودآوری شرکت‌های مورد مطالعه و تامین مالی از منابع داخلی رابطه‌ی معنی دار وجود دارد.
- 2-4-4- بین ظرفیت سودآوری شرکت‌های مورد مطالعه و تامین مالی از سهام عادی، رابطه‌ی معنی دار وجود دارد.
- 3-4-4- بین ظرفیت سودآوری شرکت‌های مورد مطالعه و تامین مالی از بدهی‌ها رابطه‌ی معنی دار وجود دارد.

#### 5- جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش نمونه‌گیری به صورت مرحله‌ای و تصادفی ساده است. با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی ساده، از میان شرکت‌های افزایش دهنده‌ی سرمایه، نمونه‌ی تحقیق انتخاب شده است. نمونه‌ی شرکت‌ها برای دوره‌ی 82-1378 با انتخاب 50 شرکت، انجام شد. نمونه‌ی آماری این پژوهش برای شش صنعت تجهیزات، صنایع غذایی، صنایع شیمیایی، محصولات غیر فلزی، نقلیه‌ی موتوری و فلزات سنگین، انتخاب شده است.

#### 6- ابزار گردآوری اطلاعات

اطلاعات و داده‌های تحقیق از نشریات و گزارشات سالانه و سایر گزارشات بورس اوراق بهادار تهران و صورت‌های مالی حسابرسی شده‌ی شرکت‌ها استفاده شده است.

## 7- متغیرهای تحقیق

## 7-1- متغیرهای مستقل تحقیق

الف- اندازه‌ی شرکت که مقدار آن، سرمایه‌ی شرکت قبل از افزایش سرمایه است.

ب- دارایی‌های ثابت

ج- ظرفیت سودآوری که مقدار آن، نسبت بازدهی مجموع دارایی‌ها است. این متغیر به صورت زیر قابل محاسبه است.

$$\text{نسبت بازدهی مجموع دارایی‌ها} = \frac{\text{سود قبل از کسر بهره و مالیات}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

همچنین متغیرهای وابسته شامل تأمین مالی از طریق سود انباشته، بدهی و سهام است.

## 7-2- متغیر وابسته‌ی تأمین مالی از طریق بدهی

$$D_t = d_t - d_{t-1} \quad (1)$$

در رابطه‌ی فوق،  $D_t$  نشان‌دهنده‌ی تأمین مالی از طریق بدهی در دوره‌ی  $t$ ،  $d_t$  نشان‌دهنده‌ی تأمین مالی از طریق بدهی در دوره‌ی  $t$  و  $d_{t-1}$  تأمین مالی از طریق بدهی در دوره‌ی  $t-1$  است.

## 7-3- تأمین مالی از طریق انتشار سهام

$$S = (C_1 - C_0) - A \quad (2)$$

در رابطه‌ی فوق،  $S$  نشان‌دهنده‌ی تأمین مالی از طریق انتشار سهام،  $C_0$  نشان‌دهنده‌ی میزان سرمایه قبل از افزایش سرمایه،  $C_1$  نشان‌دهنده‌ی میزان سرمایه بعد از افزایش سرمایه و  $A$  نشان‌دهنده‌ی درصد افزایش سرمایه از محل آورده‌ی نقدی سهامداران است.

## 7-4- تأمین مالی از طریق سود انباشته

$$E = (C_1 - C_0) - B \quad (3)$$

در رابطه‌ی فوق،  $E$  نشان‌دهنده‌ی تأمین مالی از طریق سود انباشته،  $C_0$



نشان‌دهنده‌ی میزان سرمایه قبل از افزایش سرمایه،  $C_1$  نشان‌دهنده‌ی میزان سرمایه بعد از افزایش سرمایه و  $A$  نشان‌دهنده‌ی درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و مطالبات حال شده است.

### 8- بررسی سؤال اول

- برای بررسی سؤال اول، دو فرضیه‌ی فرعی زیر در نظر گرفته شده است.
- 1- شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای تأمین مالی از سود انباشته نسبت به بدهی‌ها استفاده بیشتری می‌نمایند.
  - 2- شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای تأمین مالی از سود انباشته نسبت به سهام استفاده بیشتری می‌نمایند.
- نتایج آماری آزمون فرضیه‌های فرعی اول و دوم به ترتیب در جداول (1) و (2) نشان داده شده است:

جدول 1: مقایسه‌ی بین تأمین مالی از طریق سود (زیان) انباشته و از طریق بدهی

ردیف	شرح	میانگین	تعداد	آماره‌ی $t$	درجه‌ی آزادی	احتمال خطا	نتیجه‌گیری
78	سود انباشته بدهی	8718/4 42643/8	50 50	0/836	49	0/407	تفاوت معنی‌دار نیست
79	سود انباشته بدهی	19827/7 -70231/1	50 50	-1/439	49	0/157	تفاوت معنی‌دار نیست
80	سود انباشته بدهی	13823/3 74234/9	50 50	0/844	44	0/403	تفاوت معنی‌دار نیست
81	سود انباشته بدهی	3668 -8375/3	50 50	-0/78	49	0/439	تفاوت معنی‌دار نیست
82	سود انباشته بدهی	18869 -18860	50 50	-1/539	49	0/13	تفاوت معنی‌دار نیست

مأخذ: نتایج تحقیق

بر اساس نتایج تحقیق و مقدار آماره‌ی  $t$ ، تأمین مالی از طریق سود انباشته و از طریق بدهی، تفاوت معنی‌داری نداشته و فرض ادعا با 95 درصد اطمینان قابل رد شدن بوده است.

جدول 2: مقایسه‌ی بین تأمین مالی از طریق سود (زیان) انباشته و از طریق انتشار سهام

ردیف	شرح	میانگین	$\frac{t}{n}$	آماره‌ی $t$	درجه‌ی آزادی	احتمال خطا	نتیجه‌گیری
78	سود انباشته سهام	8718/4 14683/2	50 50	0/766	49	0/447	تفاوت معنی‌دار نیست
79	سود انباشته سهام	19827/7 22591/1	50 50	0/39	49	0/698	تفاوت معنی‌دار نیست
80	سود انباشته سهام	13523/8 13504/1	45	-0/002	44	0/998	تفاوت معنی‌دار نیست
81	سود انباشته سهام	3868/02 50112/5	50	2/176	49	0/024	تفاوت معنی‌دار است
82	سود انباشته سهام	18869/02 49614/1	50	1/661	49	0/103	تفاوت معنی‌دار نیست

مأخذ: نتایج تحقیق

بر اساس نتایج تحقیق و مقدار آماره‌ی  $t$ ، به جز سال 1381 تفاوت معنی‌دار بین تأمین مالی از طریق سود انباشته و سهام وجود نداشته است. بنابراین، از لحاظ آماره‌ی بین دو روش تأمین مالی تفاوت معناداری وجود نداشته و فرض ادعا در سطح 95 درصد اطمینان قابل رد شدن بوده است. با توجه به رد فرضیات فرعی اول و دوم، از نظر آماری تفاوت معنی‌داری بین استفاده از روش‌های مختلف تأمین مالی وجود نداشته است.

### 9- بررسی سؤال دوم

برای بررسی سؤال دوم، سه فرضیه‌ی فرعی زیر در نظر گرفته شده است.

1- بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از سود انباشته رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.

2- بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از سهام رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.

3- بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از بدهی رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.

**جدول 3:** رابطه‌ی بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از طریق سود انباشته

سال	احتمال خطا	ضریب همبستگی	نتایج
78	0	0/831	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
79	0	0/646	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
80	0	0/93	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
81	0/412	-0/119	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
82	0	0/942	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.

مأخذ: نتایج تحقیق

با توجه به نتایج تحقیق در سال‌های 1378، 1379، 1380 و 1382، از نظر آماری می‌توان گفت که بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از طریق سود انباشته یک رابطه‌ی معنی‌دار مثبت و قوی وجود داشته است.

**جدول 4:** رابطه‌ی بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از طریق انتشار سهام

سال	احتمال خطا	ضریب همبستگی	نتایج
78	0/029	0/308	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
79	0	0/599	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
80	0/427	0/12	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
81	0	0/843	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
82	0/043	0/288	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.

مأخذ: نتایج تحقیق

مطابق اطلاعات جدول (4) در سال‌های 1378، 1379، 1381 و 1382 بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از طریق سهام رابطه‌ی معنی‌دار وجود داشته است. تنها در سال 1380 بین دو متغیر مورد بررسی رابطه‌ی معنی‌دار وجود نداشته است. با توجه به نتایج فوق بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از طریق سهام رابطه‌ی معنی‌دار وجود نداشته است.

**جدول 5:** رابطه‌ی بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از طریق بدهی

سال	احتمال خطا	ضریب همبستگی	نتایج
78	0/237	0/17	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
79	0/01	0/363	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
80	0/999	0/000	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
81	0/129	-0/218	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
82	0/731	-0/050	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.

مأخذ: نتایج تحقیق

مطابق اطلاعات جدول (5)، در تمام سال‌های مورد بررسی به غیر از سال 1379 بین اندازه‌ی شرکت و تأمین مالی از طریق بدهی از نظر آماری رابطه‌ی معنی‌داری وجود نداشته و این دو متغیر از یکدیگر مستقل بوده‌اند. با توجه به تحلیل محقق و بررسی انجام شده و با توجه به وجود ارتباط در بیشتر سال‌ها برای سه مؤلفه‌ی مورد نظر بین نحوه‌ی تأمین مالی و اندازه‌ی شرکت رابطه‌ی معنی‌دار وجود داشته است.

### 10- بررسی سؤال سوم

برای بررسی سؤال سوم، سه فرضیه‌ی فرعی زیر در نظر گرفته شده است.

- 1- بین دارایی‌های ثابت شرکت‌های مورد مطالعه و تأمین مالی از طریق سود انباشته رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
- 2- بین دارایی‌های ثابت شرکت‌های مورد مطالعه و تأمین مالی از طریق سهام رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
- 3- بین دارایی‌های ثابت شرکت‌های مورد مطالعه و تأمین مالی از طریق بدهی رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.

نتایج آماری آزمون فرضیات فرعی اول، دوم و سوم به ترتیب به شرح جداول (6)، (7) و (8) است.

جدول 6: رابطه‌ی بین میزان دارایی‌های ثابت و تأمین مالی از طریق سود انباشته

سال	احتمال خطا	ضریب همبستگی	نتایج
78	0/722	-0/052	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
79	0/001	0/457	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
80	0/27	0/168	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
81	0/425	-0/115	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
82	0/985	0/003	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.

مأخذ: نتایج تحقیق

مطابق اطلاعات جدول (6)، در همه‌ی سال‌ها به غیر از سال 1379 بین دارایی‌های ثابت شرکت‌ها و تأمین مالی از طریق سود انباشته رابطه‌ی معنی‌داری از نظر آماری وجود نداشته است.

**جدول 7:** رابطه‌ی بین میزان دارایی‌های ثابت و تأمین مالی از طریق انتشار سهام

سال	احتمال خطا	ضریب همبستگی	نتایج
78	0/021	0/325	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
79	0/03	0/308	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
80	0/659	-0/068	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
81	0/505	0/097	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
82	0/000	0/53	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.

مأخذ: نتایج تحقیق

مطابق اطلاعات جدول (7)، بین دارایی‌های ثابت و تأمین مالی از طریق سهام رابطه‌ی معنی‌داری وجود نداشته است. این یک رابطه‌ی مثبت و شدت آن نیز در حد متوسط بوده است.

**جدول 8:** رابطه‌ی بین میزان دارایی‌های ثابت و تأمین مالی از طریق بدهی

سال	احتمال خطا	ضریب همبستگی	نتایج
78	0/000	0/894	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
79	0/000	-0/624	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
80	0/000	0/986	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
81	0/000	-0/67	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.
82	0/000	-0/836	رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد.

مطابق اطلاعات جدول (8)، در تمامی سال‌ها بین میزان دارایی‌های ثابت و تأمین مالی از طریق بدهی رابطه‌ی معنی‌دار وجود نداشته است. با توجه به تحلیل محقق و بررسی انجام شده و با توجه به ارتباط در بیشتر سال‌ها برای سه مؤلفه‌ی مورد نظر، با احتمال 95 درصد بین نحوه‌ی تأمین مالی و میزان دارایی‌های ثابت رابطه‌ی معنی‌داری وجود نداشته است.

### 11- بررسی سؤال چهارم

برای بررسی سؤال چهارم، سه فرضیه‌ی فرعی زیر در نظر گرفته شده است.

1- بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق سود انباشته، رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

2- بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق سهام، رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

3- بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق بدهی، رابطه‌ی معنی‌داری

وجود دارد.

نتایج آماری آزمون فرضیات اول، دوم و سوم به ترتیب مطابق جداول (9)، (10) و (11) است.

جدول 9: رابطه‌ی بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق سود انباشته

سال	احتمال خطا	ضریب همبستگی	نتایج
78	0/893	0/003	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
79	0/647	-0/066	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
80	0/164	0/211	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
81	0/501	0/097	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
82	0/317	0/146	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.

مأخذ: نتایج تحقیق

مطابق اطلاعات جدول (9) در تمامی سال‌ها رابطه‌ی معنی‌داری بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق سود انباشته وجود داشته است.

جدول 10: رابطه‌ی بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق انتشار سهام

سال	احتمال خطا	ضریب همبستگی	نتایج
78	0/148	-0/208	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
79	0/684	0/059	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
80	0/603	-0/080	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
81	0/861	0/025	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
82	0/633	0/070	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.

مأخذ: نتایج تحقیق

مطابق اطلاعات جدول (10)، در تمام سال‌ها بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق سهام از نظر آماری رابطه‌ی معنی‌داری وجود نداشته است.

جدول 11: رابطه‌ی بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق بدهی

سال	احتمال خطا	ضریب همبستگی	نتایج
78	0/258	-0/163	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
79	0/339	0/138	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
80	0/554	-0/090	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
81	0/429	0/114	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.
82	0/69	-0/059	رابطه‌ی معنی‌دار وجود ندارد.

مأخذ: نتایج تحقیق

مطابق اطلاعات جدول (11)، در تمامی سال‌ها رابطه‌ی معنی‌داری بین ظرفیت سودآوری و تأمین مالی از طریق بدهی وجود داشته است. با توجه به رد فرضیات فرعی اول، دوم و سوم می‌توان گفت که از نظر آماری رابطه‌ی معنی‌داری بین نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها و ظرفیت سودآوری آنها وجود نداشته است.

## 12- جمع بندی و پیشنهادها

در این تحقیق نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و رابطه‌ی آن با اندازه، میزان دارایی‌های ثابت و ظرفیت سودآوری شرکت‌ها بررسی شد. نتایج این تحقیق به شرح زیر است.

1- بین استفاده از روش‌های مختلف تأمین مالی (سود انباشته، سهام و بدهی) تفاوت معنی‌داری وجود نداشته است. می‌توان گفت که به دلیل نوپا بودن شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کشور تمایل زیادی به اندوخته کردن سود وجود نداشته است. شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تمایل داشته‌اند با توزیع سود بهتر در سال‌های اول پذیرفته شدن به سهامداران خود این نکته را اعلام دارند که شرکت به سودآوری و توزیع سودهای زیاد بین سهامداران مشغول بوده است. در بازارهای سرمایه با کارایی نیمه قوی همیشه عدم توزیع سود خوب به منزله‌ی عدم موفقیت نبوده و شرکت کنندگان در بازار از انباشته کردن سود به دلیل وجود موقعیت‌های سرمایه گذاری مناسب در آینده آگاه بوده‌اند.

2- بین نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها و اندازه‌ی آنها یک ارتباط معنی‌دار وجود داشته است. ولی ارتباط معنی‌داری بین اندازه‌ی شرکت و استفاده از بدهی برای تأمین مالی وجود نداشته است. از دلایل این یافته تمایل شرکت‌های بزرگتر و قدیمی‌تر، به تأمین مالی از طریق سهام عادی (سهام عادی داخلی و سهام عادی جدید) بوده است. شاید این یک شیوه‌ی تنظیم ساختار سرمایه برای رسیدن به ساختار مطلوب بوده است.

3- بین نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها و میزان دارایی‌های ثابت آنها ارتباط وجود داشته است. شرکت‌ها برای تحصیل دارایی ثابت مورد نیاز خود، بیشتر از روش انتشار سهام برای تأمین مالی استفاده کرده‌اند. همچنین بین میزان

دارایی‌های ثابت و تأمین مالی از طریق بدهی یک ارتباط منفی وجود داشته است. به عبارت دیگر شرکت‌ها کمتر از تسهیلات بانک برای تأمین مالی استفاده کرده‌اند. بین تأمین مالی از طریق سود انباشته و میزان دارایی‌های ثابت شرکت‌ها ارتباطی وجود نداشته است.

4- بین نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها و ظرفیت سودآوری آنها ارتباط معنی‌داری وجود نداشته است. یعنی در شرایط سودآوری بالا و یا پایین شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق سود انباشته نپرداخته‌اند. یا شرکت در هر موقعیت سودآوری بین شیوه‌های تأمین مالی بی‌تفاوت بوده است. در یک پژوهش جداگانه می‌توان وجود ساختار مطلوب سرمایه شرکت‌های مورد مطالعه را بررسی کرد. در صورت مثبت بودن جواب پژوهش مورد نظر می‌توان توجیهی برای عدم ارتباط بین سودآوری و نحوه‌ی تأمین مالی ارائه نمود.

با توجه به نتایج تحقیق، نکات زیر در مورد تأمین مالی شرکت‌ها قابل پیشنهاد است.

- 1- شرکت‌های بزرگ با سرمایه‌ی بالا برای تأمین مالی نقدینگی مورد نیاز خود می‌توانند از روش‌های سود انباشته و انتشار سهام جدید استفاده کنند.
- 2- شرکت‌ها برای تأمین نقدینگی لازم جهت خرید دارایی‌های ثابت مورد نیاز خود، بیشتر به انتشار سهام جدید تاکید داشته و کمتر از روش بدهی استفاده کنند.



**فهرست منابع:**

دستگیر، محسن. (1384). مبانی مدیریت مالی جلد دوم، تهران: نوپردازان.  
 مومنی، منصور و علی نجفی مقدم. (1383). ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران با استفاده از مدل TOPSIS. بررسی‌های اقتصادی، 1(3): 75-55.  
 ون هورن، جیمز، سی. (1371). مدیریت مالی، ترجمه محسن دستگیر. تهران: انتشارات کتب دانشگاهی.

- Brealey, R. & S. Myers. (2000). Principles of Corporate Finance. Sixth Edition, McGraw Hill.
- Corbett, J. & T. Jenkinson. (1994). The Financing of Industry, 1970-89: A Comparison. CERR Discussion Paper, 948.
- Demirguc-Kunt, A. & V. Maksimovic. (1996). Stock Market Developing and Financing Choice of Firms. World Bank Economic Review, 10(2): 341-371.
- Mayer, C. (1988). New Issues in Corporate Finance in European Economics for Development Finance. World Bank Working Paper, 301.
- Mayer, C. (1989). Myths of the West: Lessons from Developed Countries. European Economics for Development Finance, World Bank Working, Paper, 301.
- Mayer, C. (1990). Financial Systems, Corporate and Economic Development in Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, R.GlnHubbard Edition, The University of Chicago press.
- Modigliani, F. & M. Miller. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. The American Economic Review, 48(3):261-297.
- Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. Journal of Finance, 39: 581-582.
- Samuel, C. (1996). The Stock Market as a Source of Finance: A Comparison of U.S. and Indian Firms. World Bank Policy Research, Working Paper 1592.
- Seletis, A. & K. Pinno. (2004). Corporate Financing in Canada. Department of Economics University of Calgary.
- Singh, A. & J. Hamid. (1992). Corporate Financial Structure in Developing Countries. IFC Technical Paper 1. Washington D.C.
- Singh, A. (1995). Corporate Financial Patterns Industrializing Countries: A Comparative International Study. IFC Technical paper, 2.