

بررسی تأثیر محدودیت مالی بر هزینه های تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی فرحمند گیگلو

کارشناس ارشد حسابداری

نام نویسنده مسئول:

علی فرحمند گیگلو

چکیده

با افزایش هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی حساسیت سرمایه گذاری به وجوه داخلی باید افزایش یابد. محدودیت مالی در حقیقت مانع تأمین وجوه برای همه سرمایه گذاری های مطلوب می شود. عدم توانایی در تأمین وجوه برای سرمایه گذاری، ممکن است ناشی از شرایط بد اعتباری و عدم توانایی در گرفتن وام، و یا عدم توانایی در انتشار سهام جدید، یا وجود دارایی های غیر نقد شونده باشد. به هر حال محدودیت مالی نمی تواند مترادف با فشار مالی باشد. همین طور مترادف با فشار اقتصادی یا ریسک ورشکستگی نیست، اگر چه این ها، بدون شک با محدودیت های مالی مرتبط هستند. از این رو در این تحقیق، در پی بررسی تأثیر محدودیت مالی بر هزینه های تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بودیم. جامعه آماری تحقیق، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۷-۱۳۹۱ (۵ سال) است که شرایط لازم را داشته باشد. بنابه محدودیت های تعریف شده در تحقیق، شرکت های حائز شرایط ۹۱ شرکت در قالب ۴۵۵ مشاهده جمع آوری گردید. با توجه به نتایج بدست آمده می توان چنین بیان نمود که رابطه بین هزینه های سرمایه ای با مقدار بدهی و سرمایه در شرکت های منتخب در نمونه مورد بررسی رابطه مثبت و معنی داری دارد. این امر تأکید دوباره ای است بر مبانی نظری در این خصوص. البته لازم به ذکر است که این رابطه قابل پیش بینی است. همانگونه که در فرضیه سوم و چهارم نشان داده شده است، در شرکت هایی که دارای محدودیت مالی هستند مقدار بدهی و سرمایه با هزینه سرمایه همبستگی معنی دار شدیدی دارد. در نقطه مقابل دو فرضیه مذکور در شرکت هایی که دارای محدودیت مالی نیستند، مقدار بدهی و سرمایه با هزینه سرمایه همبستگی معنی دار دارد ولی شدت این رابطه در مقام مقایسه با شرکت های با محدودیت، ضعیف تر است. این نتایج همسو با مبانی نظری بیان شده و تأیید کننده فرضیات تحقیق می باشد. این نتایج بطور غیر مستقیم تأیید کننده تحقیقات کنعانی امیری (۱۳۸۶)، کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۷)، تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۷)، بادآور نهندي و درخور (۱۳۹۲) صورت گرفته در این زمینه است.

واژگان کلیدی: محدودیت مالی، هزینه تأمین مالی، نسبت سود تقسیمی - بورس

مقدمه

پیچیدگی های سازمانی و گسترش فعالیت های تجاری در اغلب کشورها موجب شده است که مدیران سازمان ها با توجه به مسوولیت خود در راستای دستیابی به اهداف سازمان و به منظور حصول اطمینان از هدایت صحیح کلیه منابع، تاکید بیشتری برای تصمیم گیری داشته باشند از جمله مواردی که در تصمیم گیری می تواند اهمیت قابل توجهی داشته باشد تصمیم های مربوط به مخارج سرمایه ای است این گونه تصمیم ها اغلب تعهدات مالی عمده ای ایجاد می کند که با خط مشی ها و سیاست های بلند مدت سازمان ها نیز در ارتباط می باشد. یکی از اهداف مهم تأمین مالی انجام سرمایه گذاری در شرکت ها برای سودآوری بیشتر می باشد مدیران شرکت ها به منظور حداکثر کردن ارزش شرکت به دنبال اجرای سرمایه گذاری های سودآور می باشند. انجام پروژه ها سودآور مستلزم تأمین مالی برای اجرای آنهاست (کریمی و صادقی، ۱۳۸۸). منابع تأمین مالی مؤسسات اقتصادی در ادبیات مالی تحت عناوین گوناگون و در گروه های مختلفی طبقه بندی شده اند. یکی از انواع طبقه بندی های رایج تقسیم بندی انواع تأمین مالی به دو دسته تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی می باشد و هر دو این منابع دارای محدودیت می باشد. تابه حال بررسی اثر محدودیت های مالی بر رویه و سیاست های سرمایه گذاری و تأمین مالی شرکت ها یکی از موضوعات بحث برانگیز در بین پژوهشگران بوده است. این حیطه از پژوهش های حسابداری به دو دسته عمده، بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری و بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد تفکیک شده است و از حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری اشاره به درصد تغییرات مخارج سرمایه ای شرکت ها در قبال در صد تغییرات در جریان های نقدی و حساسیت جریان نقدی وجه نقد اشاره به درصد سطوح نگهداری وجه نقد در قبال تغییرات در جریان های نقدی دارد. فازاری و دیگران استدلال نمودند شرکت ها با محدودیت مالی بسیار شدید در هنگام تصمیم گیری های سرمایه ای بر جریان های نقدی تاکید بیشتری می کنند به عبارتی با افزایش هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی حساسیت سرمایه گذاری به وجوه داخلی باید افزایش یابد. (کاشانی پور و نقی نژاد، ۱۳۸۸).

اهمیت و ضرورت تحقیق

از آنجایی که شرکت هایی که اقدام به استقراض بیشتر می کنند از لحاظ استانداردهای حسابداری دارای آثار و منافع مالیاتی می باشند بدین صورت که مطابق با استانداردهای حسابداری مالیات شرکت پس از کسر هزینه تأمین مالی از درآمد مشمول مالیات شرکت، محاسبه می گردد. لذا این امر ممکن است ارزش تأمین مالی از طریق بدهی را به علت بار مثبت مالیاتی آن افزایش دهد و بدین وسیله تقاضای شرکت ها برای استقراض افزایش می یابد. پس میزان حساسیت استقراض شرکت به افزایش مالیات یک معیار طبیعی از کشش موضعی منحنی اعتبار محسوب می شود. بطور کلی، این تحقیق بر آن است تا تأثیر مقادیر بدهی و سرمایه بر هزینه های تأمین مالی در بین شرکتهای دارای محدودیت و بدون محدودیت مالی را مطالعه نماید.

مبانی نظری

۱- نظریه مودیلیانی و میلر

میلر در ابتدا با همکاری فرانکو مودیلیانی نظریه ای درباره رابطه میان ترکیب دارایی های سرمایه ای و سیاست تقسیم سود شرکت های تولیدی از یک سو ارزش بازار و هزینه تأمین سرمایه این شرکت ها از سوی دیگر تنظیم کرد. این نظریه بر این فرض مبتنی است که سهامداران، مثل خود شرکت، به بازار سرمایه دسترسی دارند. این بدان معناست که سرمایه گذاران در چارچوب دارایی های خود می توانند میان بازده و مخاطره سرمایه گذاری خود تعادل ایجاد کنند در نتیجه، دیگر لازم نیست که شرکت ها تصمیمات خود را براساس ترجیحات مختلفی که سهامدارانشان در مورد مخاطره دارند تغییر دهند. مدیران شرکت ها تنها با حداکثر کردن «ارزش ویژه» شرکت به منافع سهامدارانشان کمک می کنند، به عبارت دیگر، به نفع سهامداران نیست که شرکت با تنوع بخشیدن به دارایی ها، مخاطرات خود را پایین بیاورد، چرا که سهامداران خود با تعدیل ترکیب دارایی خود به این کار مبادرت می ورزند بر اساس این نظریه ساختار سرمایه بهینه وجود ندارد. اگرچه هزینه تأمین مالی از طریق بدهی کمتر از هزینه تأمین مالی از طریق سهام است، افزایش بدهی ریسک مالی شرکت و در نتیجه بازده مورد توقع سهامداران را افزایش می دهد (کردستانی و نجفی، ۱۳۸۷).

۲- نظریه سلسله مراتب

هنگامی که شرکت تأمین مالی درون سازمانی را به تأمین مالی برون سازمانی و تأمین مالی از محل استقراض را به تأمین مالی از طریق انتشار سهام ترجیح می دهد، می گوئیم ساختار سرمایه شرکت براساس الگوی نظریه سلسله مراتب شکل گرفته است. تعریف بالا را می توان به شیوه های گوناگونی تفسیر کرد. منظور از "ترجیح" تأمین مالی درون سازمانی چیست؟ آیا بدان معناست که شرکت، قبل از انتخاب گزینه های

تأمین مالی از طریق استقراض یا انتشار سهام، باید کلیه منابع مالی درون سازمانی خود را به مصرف رسانده باشد؟ آیا می توان چنین برداشت کرد که با فرض ثابت بودن سایر شرایط شرکت پیش از روی آوردن به منابع مالی برون سازمانی بیشترین استفاده را از منابع مالی داخلی خودپذیرتر می کند؟ در قالب معنای مطلق «ترجیح» در واقع، اگر واژه خود تفسیر شود، نظریه آزمون خواهد بود؛ ولی اگر ثابت بودن سایر شرایط با فرض ترجیح تعبیر واژه انجام شود، آزمون نظریه به تعریف داده شده برای اخیر بستگی خواهد داشت. شرایط بیشتر شرکتها حتی در صورت تأمین مالی برون سازمانی نیز مقداری وجه (در قالب وجوه نقد یا سرمایه گذاریهای کوتاه مدت) نگهداری می کنند.

این نکته ای است که به ندرت در آزمون نظریه سلسله مراتب به آن توجه می شود. در واقع، فرض می شود که وجوه مذکور برای مقاصد نگهداری می شود که خارج از شمول نظریه بالاست مشکل دومی که در تعریف داده شده وجود دارد، به ترجیح تأمین مالی از محل استقراض نسبت به تأمین مالی به روش انتشار سهام مربوط می شود. همان گونه که مشاهده خواهیم کرد، در نظریه سلسله مراتب فرض بر آن است که تا زمانی که تأمین مالی از طریق استقراض به صرف شرکت است، شرکت هیچگاه سهام جدیدی را منتشر نخواهد کرد. البته، از هنگامی که آشکار شده که چنین تعبیری نه تنها ابطال پذیر، بلکه واقعاً غیر قابل دفاع است. الگوهای مبتنی بر نظریه سلسله مراتب را می توان، با توجه به مفروضات گوناگونی از قبیل ملاحظات مربوط به مخالف گزینی، ملاحظات مرتبط با نظریه نمایندگی و تعدادی عوامل دیگر، استخراج کرد. در میان الگوهای ارائه شده نیز دو ویژگی مشترک به نظر می رسد. ویژگی اول، خطی بودن تابع هدف شرکت است و از این رو، با اهمیت تلقی می شود که، در مسائل برنامه ریزی خطی، عموماً به بهینه شدن یکی از نقاط گوشه ای منجر می شود. ویژگی مشترک دوم، سادگی نسبی الگوهای مبتنی بر نظریه سلسله مراتب است. پیچیدگی الگوها و افزایش تعداد متغیرهای مربوط موجب گستردگی دامنه پاسخهای موجه و دشواری تحلیل نتایج می شود. در ادامه این بخش به تشریح الگوهای سلسله مراتب مبتنی بر مخالف گزینی و هزینه های نمایندگی می پردازیم. جالب آنکه تاکنون، در راستای متمایز ساختن دلایل احتمالی رفتارهای مبتنی بر نظریه سلسله مراتب، تلاشی صورت نگرفته است (رافعی مقدم و باغومیان، ۱۳۸۵).

اهداف تحقیق

- ۱- تبیین تأثیر مقدار بدهی بر هزینه تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی در بین شرکت های بورسی
- ۲- تبیین تأثیر مقدار سرمایه بر هزینه تأمین مالی از طریق سرمایه در بین شرکت های بورسی
- ۳- تبیین تأثیر مقدار بدهی بر هزینه تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی در بین شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی.
- ۴- تبیین تأثیر مقدار سرمایه بر هزینه تأمین مالی از طریق سرمایه در بین شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی.

فرضیه های تحقیق

- فرضیه اول: مقدار بدهی تأثیر معنی داری بر هزینه تأمین مالی دارد.
- فرضیه دوم: مقدار سرمایه تأثیر معنی داری بر هزینه تأمین مالی دارد.
- فرضیه سوم: تأثیر مقدار بدهی بر هزینه تأمین مالی در شرکت های دارای محدودیت مالی بیش از شرکت های بدون محدودیت مالی است.
- فرضیه چهارم: تأثیر مقدار سرمایه بر هزینه تأمین مالی در شرکت های دارای محدودیت مالی بیش از شرکت های بدون محدودیت مالی است.

روش شناسی تحقیق

از جهت روش شناسی تحقیق، این تحقیق از نوع کاربردی است. که با جامعه آماری محدوده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی فاصله ی سال های ۸۷ تا ۹۱ می باشد. و از نظر تحقیق استنتاجی نوع توصیفی - تحلیلی می باشد.

تأمین منابع مالی

مدیران به عنوان نمایندگان صاحبان سهام، ترکیب ساختار سرمایه شرکت را به گونه ای تنظیم می کنند تا در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهام داران است، تأثیر مثبت به جای گذارد. لذا تعیین یک ساختار بهینه سرمایه و تأمین منابع مالی در شرکت ها دارای اهمیت ویژه ای است. به عبارت دیگر افزایش ارزش شرکت از جمله موضوع های مهم برای مدیران مالی شرکت است. برای دستیابی به این مهم، شرکت نیازمند استفاده بهینه منابع مالی و کسب بازدهی بالاست. (نوروزی و مدینه، ۱۳۹۰).

واحدهای تجاری جهت تداوم فعالیت های خود نیازمند سرمایه در گردش و به منظور توسعه فعالیت ها و افزایش سودآوری، ناچار به سرمایه گذاری جدید می باشند. این دو نیاز واحد تجاری، به واسطه تأمین منابع مالی مرتفع می گردد. مدیران شرکت ها برای افزایش ارزش سهام شرکت ها غالباً درصدد اتخاذ تصمیمات مناسب برای دستیابی به بهینه ترین ترکیب منابع مختلف سرمایه ای هستند. در زمینه ترکیب بهینه منابع سرمایه ای، نظریه های متفاوتی مطرح گردیده است (سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱).

مبانی نظری تأمین منابع مالی و موارد مرتبط با آن

۱- انعطاف پذیری مالی

انعطاف پذیری مالی به معنای توان واحد انتفاعی در تأمین وجه نقد در فاصله کوتاهی از دریافت اطلاع درباره نیازمندی های مالی پیش بینی نشده یا پیدا شدن فرصت مناسب برای سرمایه گذاری می باشد. سازمان ها نیز به مانند افراد روزی متولد شده و سپس مراحل رشد و بلوغ را طی کرده و نهایتاً به پیری رسیده و از بین می روند. سازمانها و شرکتها در هر یک از مراحل دارای ویژگیها و نیازهای خاصی هستند. انعطاف پذیری مالی از طریق مراحل چرخه حیات یک شرکت شامل تولد، رشد، بلوغ تعریف می شود. به منظور مشخص نمودن مرحله تولد، رشد و بلوغ از تفسیرهای اندازه شرکت، دارایی های پولی، سود انباشته جریان های نقدی عملیاتی و سود سهام پرداختنی استفاده می شود. بنابراین انعطاف پذیری مالی به عنوان درجه ای از ظرفیت یک شرکت است که می تواند منابع مالی خود را در جهت فعالیتهای واکنشی تجهیز کند تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند. (بشیری و حقیقت، ۱۳۹۰)

در واقع انتخاب هوشمندانه نوع تأمین مالی نه تنها مشکلات مالی شرکت را بر طرف می سازد، بلکه موقعیت شرکت را در میان رقبایش نیز بهبود می بخشد. شرکت ها در مرحله تولد، وجوه کافی به منظور فعالیتهای خود ندارند و ناگزیرند برای رفع نیازهای مالی خود به تأمین مالی برون سازمانی روی آورند. شرکتها در مرحله رشد از انعطاف پذیری مالی بیشتری نسبت به شرکت های مرحله تولد برخوردارند. بنابراین با توجه به اینکه در این مرحله شرکتها به منظور دسترسی به بازارهای پولی کمتر تحت فشار هستند، همچنین برای فعالیت های خود وجه نقد زیادی لازم دارند، بنابراین شرکتها ترجیح می دهند. (بشیری و حقیقت، ۱۳۹۰). نیازهای مالی خود را از طریق بدهی برطرف سازند و اما شرکتها در مرحله بلوغ از انعطاف پذیری مالی زیادی برخوردارند و به منظور رفع نیازهای مالی خود از تأمین مالی درون سازمانی استفاده مینمایند. با مدیریت صحیح تأمین منابع مالی، هزینه های تولید و یا خدمات شرکتها کاهش می یابد و آنها را به سودآوری بیشتر نزدیک می کند. به طور کلی، انعطاف پذیری مالی به عنوان درجه ای از ظرفیت یک شرکت است که می تواند منابع مالی خود را در جهت فعالیتهای واکنشی تجهیز کند تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند.

انعطاف پذیری مالی معمولاً متضمن از دست دادن برخی منافع در قبال به دست آوردن برخی مزایاست. به طور مثال نگهداری دارایی هایی که به راحتی در بازار قابل داد و ستد است، نشانگر انعطاف پذیری مالی است اما همین امر ممکن است متضمن بسنده کردن به نرخ بازدهی باشد که به مراتب کمتر از نرخ است که می توان از سرمایه گذاری در داراییهایی با نقدینگی کمتر به دست آورد. انعطاف پذیری مالی می تواند مخاطرات مرتبط با عملیات را، مثلاً با تقلیل خطر ورشکستگی به هنگام تنزل خالص جریانهای نقدی ناشی از عملیات، کاهش دهد. به طور کلی در هر سطح مخاطره عملیاتی، یک واحد تجاری که از انعطاف پذیری مالی بالایی برخوردار است در مقایسه با واحد تجاری با انعطاف پذیری مالی پایین در مجموع با مخاطره کمتری روبرو می باشد. (هاشمی و سجاد دوست، ۱۳۸۹)

(الف) انعطاف پذیری مالی و سرمایه گذاری

مدیران بیان کرده اند که انعطاف پذیری نقش مهمی در توانمند ساختن آنها در خصوص سرمایه گذاری در آینده ایفا می کند بر مبنای بحث های صورت گرفته توسط مودیگلیانی و میلر (۱۹۶۳)؛ میرز (۱۹۸۴) مشکلات بازار سرمایه، حفظ انعطاف پذیری را برای شرکت ها جهت استفاده از فرصتهای سودآور الزامی کرده است. میرز (۱۹۷۷) نشان داد که چگونه تهدیدات ناشی از بدهی شرکتها ممکن است که مانع استفاده آنها از فرصتهای سودآور شود، حتی هنگامیکه مدیران و سهامداران علاقمند به استفاده از این فرصتها هستند شرکت های دارای انعطاف پذیری مالی میزان قدرت استقراض ذخیره ای برای خود نگه می دارند تا بتوانند در سالهای بعد از سیاست محافظه کاری سرمایه گذاری بیشتری کنند. طبق مطالب فوق، انعطاف پذیری مالی باید رابطه مستقیم و تاثیر مهمی بر مخارج سرمایه ای داشته باشند. همچنین شرکت های منعطف می توانند بعد از یک دوره سیاست اهرمی پایین، راحتتر وجوه خود را برای تأمین مالی پروژه هایشان بکار گیرند. و توانایی سرمایه گذاری آنها باید کمتر وابسته به وجوه داخلی باشد. در نتیجه باید انتظار داشته باشیم که یک رابطه منفی بین سرمایه گذاری و عامل گردش وجوه نقدی وجود داشته باشد. به دلیل ابهامات زیاد در استفاده از این واژه، قضاوت در مورد انعطاف پذیری، معمولاً ذهنی و غیر رسمی هستند و میزان

انعطاف پذیری نیز به ندرت بررسی و اندازه گیری می شود. انعطاف پذیری مالی نشانگر توانایی یک شرکت برای رویارویی برای مواجه شدن با اتفاقات آینده است. (خدائی زارع، ۱۳۸۹: ۱۵۶)

(ب) تأمین مالی و عوامل تعیین کننده ساختار آن

شرکتی که می خواهد در پروژه های جدید سرمایه گذاری کند، باید منبع تأمین مالی را از قبل پیش بینی نماید. با توجه به اینکه تأمین مالی از روش های گوناگون آثار متفاوتی را در سود هر سهم شرکت خواهد داشت، بطور کلی چهار روش برای تأمین مالی متداول است.

۱. منابع داخلی: اگر شرکت نقدینگی کافی داشته باشد می تواند جهت سرمایه گذاری جدید مورد استفاده قرار دهد که موجب افزایش عایدی هر سهم خواهد شد. زیرا وجوه داخلی هیچ گونه هزینه سرمایه گذاری برای شرکت نخواهد داشت.

۲. وام (استقراض): اگر سازمانی وجوهی را که برای سرمایه گذاری نیاز دارد قرض بگیرد در این صورت بهره ای را باید پرداخت کند که در صورت سود و زیان نشان داده خواهد شد و بر EPS تاثیر خواهد گذاشت. اگر سود حاصل از فعالیت پروژه جدید بیشتر از مبلغ هزینه سرمایه گذاری جدید باشد، عایدی هر سهم افزایش خواهد یافت.

۳. انتشار سهام ممتاز: اگر این روش برای تأمین مالی سرمایه گذاری جدید استفاده شود، سود هر سهم پرداختی به سهامداران ممتاز بر عایدی هر سهم تاثیر خواهد گذاشت. بطوریکه اگر نرخ مالیات ۲۸ درصد باشد و بخواهیم عایدی هر سهم شرکت افزایش یابد، شرکت باید در مقابل هر یک درصد سود سهام ممتاز، معادل ۱/۳۹ درصد درآمد داشته باشد. اگر درآمد شرکت کمتر از ۱/۳۹ درصد باشد، عایدی هر سهم کاهش خواهد یافت زیرا اگر شرکت ۱/۳۹ دلار درآمد کسب کند، معادل $1/39 \times 28\% = 1/39$ مالیات باید بپردازد، که یک دلار باقیمانده برای تقسیم سود سهامداران ممتاز است. اگر شرکت کمتر از ۱/۳۹ درصد درآمد داشته باشد عایدی هر سهم کاهش می یابد، زیرا شرکت باید قبل از پرداخت سود به سهامداران ممتاز مالیات پرداخت کند.

۴. انتشار سهام عادی: این روش هزینه اضافی برای سرمایه گذاری در پروژه جدید را ندارد. اما درآمد خالص به مقدار سهام بیشتری نسبت به قبل تقسیم می شود. اگر سود حاصل از پروژه جدید با توجه به افزایش تعداد سهام، کمتر از سود حالت قبل باشد، عایدی هر سهم کاهش خواهد یافت که بر خلاف انتظار سهامداران است. اگر سود حاصل از پروژه جدید با توجه به افزایش تعداد سهام بیشتر از سود سرمایه گذاری قبل باشد عایدی هر سهم افزایش خواهد یافت. استقراض و انتشار سهام ممتاز یا سهام عادی دارای یک ویژگی مشترک هستند، یعنی منابع تأمین مالی خارج از واحد انتفاعی و عملیات آن قرار دارند، در حالی که سود انباشته یک منبع داخلی تأمین مالی است. تحقیقات انجام شده در مورد روش های تأمین مالی واحدهای بزرگ انتفاعی در کشورهای صنعتی نشان میدهد که در درجه اول، منبع اصلی تأمین وجود سود انباشته و در درجه دوم استقراض منبع عمده وجوه مورد نیاز واحدهای انتفاعی محسوب می شود (جان جی، ۲۰۰۶).

سهام ممتاز

سهام ممتاز نوعی از سهام است که دارنده آن نسبت به درآمدها و دارایی های شرکت حق یا ادعای محدود و معین دارد. از چهار منبع مالی بلند مدت که شرکت می تواند از آن استفاده کند (اوراق قرضه، سهام ممتاز، سهام عادی، سود انباشته) سهام ممتاز کمتر به عنوان یک منبع مالی مورد استفاده شرکتها قرار می گیرد. در مواقعی که دو شرکت در هم ادغام می شود و این کار با مبادله اوراق بهادار صورت می گیرد (و نه در مقابل وجه نقد) سهام ممتاز به عنوان یکی از ابزارهای تأمین مالی نقش مهمی ایفا می کند (بیدگلی، ۱۳۸۴: ۱۴۶).

انتشار سهام ممتاز به عنوان یکی از ابزارهای تأمین مالی

همانطور که گفته شد سهام ممتاز را اوراق بهادار دورگه می نامند؛ زیرا دارای هر دو ویژگی سهام عادی و اوراق قرضه است. از دیدگاه مدیران مالی، سهام ممتاز جانشین مناسبی برای اوراق قرضه است و در هر زمان که انتشار اوراق قرضه مطلوب نباشد، شرکتها دست به انتشار سهام ممتاز می زنند. به طور قطع نمی توان گفت که آیا سرمایه گذاران، اصولاً سهام ممتاز را نوعی بدهی تلقی می کنند یا آن را در زمره سرمایه شرکت قرار می دهند.

تأمین مالی از طریق انتشار سهام ممتاز دارای مزایای زیر است

۱- اگر شرکت بتواند نرخ بازدهی خود را به رقمی بیش از هزینه خاص سهام ممتاز برساند استفاده از سهام ممتاز باعث افزایش سود هر سهم خواهد شد. بنابراین، شرکت هایی که قصد دارند از طریق افزایش اهرم مالی نرخ بازدهی سهامداران عادی خود را افزایش دهند سهام ممتاز وسیله خوبی برای شرکت هایی می تواند باشد

که نمی‌توانند یا نمی‌خواهند وام بیشتری بگیرند. در شرایط تورمی نیز انتشار سهام ممتاز به نفع شرکت است زیرا میزان سود آن رقم ثابتی است که از محل سودهای آتی به راحتی قابل پرداخت است.

۲- هزینه خاص سرمایه متعلق به سهام ممتاز از هزینه خاص سهام عادی کمتر است و این بدان علت است که دارندگان سهام ممتاز از نظر دریافت سود و اصل مبلغ سرمایه‌گذاری شده (در صورت انحلال شرکت) بر صاحبان سهام عادی حق تقدم دارند.

۳- اگر چه سهام ممتاز بخشی از «حقوق صاحبان سهام» تلقی می‌شود، تعداد کسانی که در این نوع سهام حق رأی دارند محدودند، بنابراین تا زمانی که شرکت سود را به موقع پرداخت می‌کند، صاحبان سهام ممتاز حق دخالت در امور مربوط به شرکت را نخواهند داشت.

۴- شرکت‌ها نسبت به پرداخت سود سهام ممتاز الزام قانونی ندارند و این بدان معنی است که اگر شرکتی پرداخت سود سهام ممتاز را به تأخیر بیندازد مجبور نخواهد شد که اعلام ورشکستگی کنند یا تحت پیگرد قانونی قرار بگیرد. در مواردی که شرکت از نظر قدرت نقدینگی با مسائل و مشکلاتی مواجه شود می‌تواند پرداخت سود این سهام را به تأخیر اندازد بدون اینکه با مشکل یا مسئله‌ای مواجه گردد. (بلکویی، ۱۳۸۱: ۱۸۱).

سهام عادی

اگر قرار باشد شرکتی که از منابع خارج از سازمان تأمین مالی کند سهام عادی در درجه دوم اهمیت (درست بعد از اوراق قرضه) قرار خواهد گرفت. واحدهای انتفاعی می‌توانند از طریق صدور و فروش سهام عادی به سرمایه‌گذارانی که قبلاً سهامدار بوده و یا با خرید سهام جدید؛ سهامدار شده‌اند، وجوه مورد نیاز خود را تأمین کنند. سهام عادی یک نوع دارایی مالی است که نشان دهنده مالکیت در یک شرکت است. (جهانخانی، ۱۳۷۴)

ساختار مالی (ساختار سرمایه)

هدف اساسی مدیریت شرکت‌ها حداکثر نمودن ارزش بازار سهام؛ یعنی ثروت سهامداران در شرکت‌های سهامی است. لذا در این راستا، وظایف مدیریت مالی شرکت‌ها به سه دسته تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و تقسیم سود قابل تفکیک است. تصمیمات تأمین مالی که در نهایت بافت یا ساختار مالی شرکت را تعیین می‌کند، از اهمیت چشمگیری برخوردار است، زیرا چنین تصمیماتی منجر به دستیابی شرکت به ساختار بهینه سرمایه می‌گردد تصمیم‌های مالی مدیریت برای بهبود وضع مالی شرکت مهم و حیاتی است، اما تصمیم‌های ناپردانه می‌تواند در نهایت منتج به ورشکستگی شرکت گردد به نظر جفرسون (۲۰۰۱) برای یک واحد تجاری جدید هیچ چیز مهمتر از فراهم کردن سرمایه نیست. با این وجود، شیوه تأمین وجوه نقد اثر زیادی بر موفقیت یک مؤسسه دارد. این استدلال نه تنها برای واحدهای تجاری جدید، بلکه برای همه واحدهای تجاری قابل اعمال است. این که چگونه شرکت‌ها ترکیبی از بدهی و سرمایه را در ساختار سرمایه خود انتخاب می‌کنند، بستگی به عوامل مختلفی از جمله، ویژگی‌های شرکتی، اقتصاد، دیدگاه‌ها و اهداف مدیران دارد. ادبیات مالی چشم اندازهای متفاوتی را در مورد چگونگی اتخاذ تصمیمات ساختار سرمایه مدیران فراهم می‌کنند ساختار سرمایه شرکت‌ها در کشورهای مختلف با یکدیگر تفاوت محسوسی دارند، لذا مدیران ناگزیرند به هنگام تصمیم‌گیری در مورد ترکیب بهینه ساختار سرمایه، از عوامل مختلفی نظیر عوامل اقتصادی و ویژگی‌های شرکتی استفاده کنند و باید تصمیم‌گیری‌های مربوط به تأمین مالی و آثاری که این عوامل بر ساختار سرمایه می‌گذارند، مورد توجه قرار دهند. علاوه بر این، مدیران مالی برای ایجاد ساختار مالی مناسب باید ویژگی‌های درونی شرکت و عوامل اقتصادی را مد نظر قرار دهند و با توجه به این متغیرها در پی حداکثر کردن ارزش شرکت باشند (حجازی و خادمی، ۱۳۹۰)

نظریه‌های ساختار سرمایه

به نظر می‌رسد که ماهیت رویکرد یا نظریه سنتی مالی اثبات‌گرایانه است یعنی نشان دهنده تلاش برای شرح پدیده‌ها، به همان گونه‌ای که وجود دارند. به عبارت دیگر، در رویکرد اخیر بیشتر به بررسی مجموعه قواعد مورد استفاده در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و مدیران و کمتر به شرح دلایل به کارگیری قواعد مذکور و پیامدهای حاصل از آن پرداخته شده است. هدف رویکرد سنتی شناخت تصمیم‌گیریهایی مالی ارزشمند در طی زمان و مشخص کردن ویژگی‌های شرکت‌هایی بوده که اقدام به چنین تصمیم‌گیریهایی کرده‌اند. زیرا در آن زمان تصور می‌کردند که اتخاذ چنین رویکردی به تدوین مجموعه قواعدی برای تصمیم‌گیریهایی مالی خواهد انجامید در زمینه ساختار سرمایه شرکت‌ها نیز باور رایج در رویکرد سنتی این

بوده که هر شرکت ویژگیهایش، از ظرفیتی عادی برای بدهی برخوردار است. منظور از ظرفیت مذکور سطحی از بدهی است که موجب کاهش هزینه های مالی شرکت می شود. در آن زمان، تصور بر این بود که تغییرات هزینه سرمایه شرکت تا آستانه ظرفیت مزبور بسیار کم است. چون تعیین ظرفیت بدهی شرکت نیز حس عملی نبود، تصمیم گیریهای مالی به تجربه و حس درونی مدیران مالی شرکت بستگی داشت. شکل گیری حس درونی مذکور نیز براساس مجموعه ای از قواعد طلایی صورت می گرفت که در تصمیم گیریهای مالی برای مثال، تطابق تاریخ سررسید بدهیها و عمر مفید داراییها و عواملی مانند ارزش داراییهای شرکت (عمدتاً املاک و مستغلات) توانایی بازپرداخت بدهیها در آینده، روش مدیریت بدهیها در گذشته و غیره از آنها استفاده می شد. (رافعی مقدم و باغومیان، ۱۳۸۵).

خلاصه نتایج آزمون فرضیات

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول: آزمون رابطه معناداری بین متغیر مستقل (مقدار بدهی)

آزمون فرضیه اول با استفاده از مدل رگرسیون چندمتغیره

سطح معنی داری	t آماره	خطا انحراف	ضریب	متغیرها
۰,۰۰۳۱	۶,۵۹۲۵۰۷	۴,۹۰۹۰۲۷	۱,۶۶۴۳۱۱	مقدار بدهی

با توجه به نتایج بدست آمده می توان گفت بین متغیر مقدار بدهی با متغیر هزینه تأمین مالی رابطه معنی داری وجود دارد. این رابطه بیانگر مبانی نظری و اثبات رابطه متغیر مقدار بدهی با هزینه های تأمین مالی است. چرا که در محاسبه هزینه تأمین مالی تابعی از مقدار بدهی و سرمایه می باشد. ضریب مثبت شیب خط نیز بیانگر رابطه مستقیم این دو متغیر است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

آزمون فرضیه دوم با استفاده از مدل رگرسیون چندمتغیره

سطح معنی داری	t آماره	خطا انحراف	ضریب	متغیرها
۰,۰۰۰۱	۰,۵۶۲۳۷۱	۴,۹۹۵۳۵۰	۲,۸۰۹۲۳۹	مقدار سرمایه

سطح معنی داری متغیر مقدار سرمایه شرکت بیانگر قبول فرضیه دوم تحقیق (مقدار سرمایه تأثیر معنی داری بر هزینه تأمین مالی دارد) در سطح اطمینان ۰/۹۵ است. به عبارت ساده تر با توجه به سطح معنی داری فرضیه که $(p\text{-Value} = ۰/۰۰۰۱)$ بیانگر تأثیر متغیر مستقل (مقدار سرمایه) بر متغیر وابسته (هزینه تأمین مالی) می باشد. ضریب مثبت شیب خط نیز بیانگر رابطه مستقیم این دو متغیر است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم را در میان دو گروه از شرکتهایی که دارای محدودیت و بدون محدودیت مالی هستند مورد بررسی قرار می دهیم. تعداد شرکتهای مورد بررسی از طریق شاخص تعریف شده توسط فاری منسا و یانکویست (۲۰۱۳) تحت عنوان معیار طبیعی محدودیت مالی مورد سنجش قرار می گیرد (نسبت سود تقسیمی جهت گروه بندی شرکتهای نمونه به دو دسته شرکتهای با محدودیت و بدون محدودیت). برای آزمون تأثیر متغیر مستقل (مقدار بدهی) بر متغیر وابسته (هزینه تأمین مالی) آزمون خطی و میزان همبستگی و شدت خط (ضریب متغیر در خط رگرسیون) را در دو گروه از شرکتهای مورد اشاره بصورت جدا آزمون می کنیم.

آزمون فرضیه سوم برای شرکتهای بدون محدودیت مالی

سطح معنی داری	t آماره	خطا انحراف	ضریب	متغیرها
۰,۰۰۲۹	۱,۹۱۱۱۶	۰,۱۸۵۷۲	۰,۱۰۶۹۲۷	مقدار بدهی

آزمون فرضیه سوم برای شرکتهای با محدودیت مالی

سطح معنی داری	t آماره	خطا انحراف	ضریب	متغیرها
۰,۰۰۰	۱,۱۳۵۳۶۹	۱,۶۲۵۸۲	۱۲,۲۹۲۷۴۷	مقدار بدهی

همانگونه که از مقایسه نتایج آزمون دو گروه از جامعه مشاهده می گردد، در جدول ۵-۴ (شرکت هایی با محدودیت مالی) ضریب خط و سطح معنی داری قویتر (۱۲,۲۹۲۷۴۷) بیانگر این مهم است که مقدار بدهی تأثیر بیشتری بر متغیر وابسته (هزینه تأمین مالی) دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم

همانند فرضیه سوم برای آزمون فرضیه چهارم نیز میان دو گروه از شرکتهایی که دارای محدودیت و بدون محدودیت مالی هستند مورد بررسی قرار می دهیم. برای آزمون تأثیر متغیر مستقل (مقدار سرمایه) بر متغیر وابسته (هزینه تأمین مالی) آزمون خطی و میزان همبستگی و شدت خط (ضریب متغیر در خط رگرسیون) را در دو گروه از شرکت های مورد اشاره بصورت جدا آزمون می کنیم. آزمون فرضیه چهارم برای شرکتهای بدون محدودیت مالی

سطح معنی داری	t آماره	خطا انحراف	ضریب	متغیرها
۰,۰۰۲۱	۱,۱۲۳۰۰۸	۱۲,۲۷۷۹۶	۱,۶۹۳۰	مقدار سرمایه

آزمون فرضیه چهارم برای شرکتهای با محدودیت مالی

سطح معنی داری	t آماره	خطا انحراف	ضریب	متغیرها
۰,۰۰۰	۱,۰۶۶۶۸۰	۰,۱۰۹۰۲۷	۱۱,۲۳۵۳۲۴	مقدار سرمایه

همانگونه که از مقایسه نتایج آزمون دو گروه از جامعه مشاهده می گردد، در جدول ۵-۶ (شرکت هایی با محدودیت مالی) ضریب خط و سطح معنی داری قویتر (۱۱,۲۳۵۳۲۴) بیانگر این مهم است که مقدار سرمایه تأثیر بیشتری بر متغیر وابسته (هزینه تأمین مالی) دارد.

نتایج تحقیق

با توجه به نتایج بدست آمده میتوان چنین بیان نمود که رابطه بین هزینه های تأمین مالی (سرمایه ای) با مقدار بدهی و سرمایه در شرکت های منتخب در نمونه مورد بررسی رابطه مثبت و معنی داری دارد. این امر تاکید دوباره ای است بر مبانی نظری در این خصوص. البته لازم به ذکر است که این رابطه قابل پیش بینی است و ما در این تحقیق در پی بررسی این رابطه در حضور شرکت های با محدودیت مالی و غیر محدود هستیم تا این امر نشانگر این مدعا باشد که آیا محدودیت تأمین مالی در شرکت ها بر ساختار هزینه آنها تأثیر گذار است؟

همانگونه که در نتایج آزمون فرضیات نشان داده شده است، در شرکت هایی که دارای محدودیت مالی هستند مقدار بدهی و سرمایه با هزینه تأمین مالی شرکتها همبستگی معنی دار دارد. این رابطه با استفاده از داده های نرمال شده و آزمون پارامتریک خط رگرسیون و داده های پنل صورت پذیرفت. در نقطه مقابل در شرکت هایی که دارای محدودیت مالی نیستند، مقدار بدهی و سرمایه با هزینه سرمایه همبستگی معنی دار دارد اما این همبستگی با کاهش محدودیت مالی شرکت ها کاهش یافته است. این نتایج همسو با مبانی نظری بیان شده و تایید کننده فرضیات تحقیق می باشد. چرا که شاخص ارزیابی محدودیت مالی در شرکت های مورد بررسی، حاصل تقسیم بدهی های بلند مدت بر مالیات است. هرچه میزان بدهی ها افزایش یابد، محدودیت مالی در شرکت ها به علت محدودیت در اعتبار و کاهش توان نقدینگی مالی برای بازپرداخت بدهی ها افزایش می یابد. در نتیجه رابطه مقدار بدهی و سرمایه با هزینه های سرمایه ای (هزینه تأمین مالی) افزایش می یابد. اما در شرایط مطلوب تر مالی شرکتها توان نقدی بالایی دارند و بدین ترتیب هزینه ها سرمایه ای نیز به همان نسبت کاهش خواهد یافت. این نتایج بطو غیر مستقیم تایید کننده تحقیقات صورت گرفته در این زمینه است. بطوری که تحقیقات کنعانی امیری (۱۳۸۶) نشان داد، ارتباط معنی داری بین محدودیت مالی به عنوان متغیر وابسته و بازده سهام یافت شد. همچنین کاشانی پور و نقی نژاد (۱۳۸۷) به بررسی اثر محدودیت مالی بر تغییرات سطوح نگهداری وجوه نقد در قبال تغییرات در جریان های نقدی پرداخت. نتایج تحقیق آنان نشان داد که جریانهای نقدی تأثیر معناداری را بر سطوح نگهداری وجوه نقد نداشته است و همچنین تفاوت معناداری در بین حساسیت جریان وجوه نقد شرکت های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی وجود ندارد. همچنین نتایج نشان می دهد که حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری نسبت به جریان وجوه نقد معیار مناسب تری برای تعیین وجود محدودیت های مالی است. تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۷) در تحقیقی نشان داد که رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و بیش سرمایه گذاری، مستقیم و به لحاظ آماری معنی دار می باشد. با این وجود یافته ها حاکی از عدم معنی داری رابطه بین محدودیت مالی و کم سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. بادآور نهندی و درخور (۱۳۹۲) نشان داد که وجوه نقد در مورد شرکت هایی که دارای محدودیت مالی هستند نسبت به شرکتهایی که دارای محدودیت مالی نیستند، بیشتر باعث افزایش ارزش شرکت می گردد. همچنین رابطه مستقیم وجوه نقد با میزان سرمایه گذاری وجود دارد و تغییرات وجوه نقد در شرکتهایی که دارای محدودیت مالی هستند نسبت به شرکتهایی که دارای محدودیت مالی نیستند، بیشتر باعث بازدهی مازاد می شود.

منابع و مراجع

- [۱] اسلامی بیدگلی غ، شهرپاری س. ۱۳۸۴ بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴، بررسی های حسابداری و حسابرسی. شماره ۴۹، ص ۲۵-۴۴.
- [۲] باغومیان ر. ۱۳۹۰. بررسی روند اثر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی. شماره ۱۲، زمستان ۱۳۹۰، ص ۱۲۰.
- [۳] بادآور نهندی ی، درخور س. ۱۳۹۲. بررسی رابطه بین محدودیت مالی ارزش وجه نقد و خالص سرمایه گذاری، پژوهش های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸.
- [۴] حجازی ر، انواری ع، مقدسی م. ۱۳۸۷. تحلیل کارایی کل بانک توسعه صادرات ایران و رشد کارایی شعب آن با استفاده از تحلیل پوششی داده ها (DEA)، مجله مدیریت، دانشگاه تهران، شماره ۱.
- [۵] حصارزاده ر، تهرانی ر. ۱۳۸۸. تأثیر جریانهای نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره ۳.
- [۶] سرمدن، حجازی ا. ۱۳۸۰. روش های تحقیق در علوم رفتاری، تهران، آگاه، چاپ پنجم.
- [۷] شمسی م، تهرانی ر. ۱۳۸۴. طراحی و تبیین مدل ریسک اعتباری در نظام بانکی کشور، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره ۴۳.
- [۸] سینایی ی، داودی ع. ۱۳۸۸. بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷.
- [۹] شهرآبادی ا، یوسفی ر. ۱۳۸۶. مقدمه ای بر مالیه رفتاری، چاپ شده در ماهنامه بورس، شماره ۶۹، آبان ماه.
- [۱۰] قاسمی م، خواجوی ش. ۱۳۸۴. فرضیه بازار کارا و مالی رفتاری فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، پاییز و زمستان از صفحه ۴۹ تا ۶۹.
- [۱۱] ۱۱- قائمی م، وطن پرست ع. ۱۳۸۷. نقش اطلاعات در بازار سرمایه، سایت بورس اوراق بهادار بررسی های حسابداری و حسابرسی پاییز ۱۳۸۴؛ ۱۲(۴۱): ۸۵.
- [۱۲] کردستانی ع، آشتاب ع. ۱۳۸۹. بررسی رابطه بین خطای پیش بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۰۸-۱۷، ۹۳.
- [۱۳] موسویان ع، کاوه وند م. ۱۳۸۹. مدیریت نقدینگی در بانکداری اسلامی، اقتصاد اسلامی، سال دوم، شماره اول، پیاپی سوم، پاییز و زمستان ۱۳۸۹، صفحه ۳۵-۶۳.
- [۱۴] مهرآرا م، عبدلی ق. ۱۳۸۵. نقش اخبار خوب و بد در نوسانات بازدهی سهام در ایران، فصلنامه پژوهش های اقتصادی ایران، ۸، ۴۰-۲۵.
- [۱۵] مشایخی ب، صفری م. ۱۳۸۵. وجه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴، ص ۳۵-۵۴.
- [۱۶] نادری ع، سیف نراقی م. ۱۳۷۵. روشهای تحقیق و چگونگی ارزشیابی آن در علوم انسانی، دفتر تحقیقات و انتشارات بدر، چاپ سیزدهم.
- [۱۷] نوروش ا، سعیدی ع. ۱۳۸۴. بررسی برتری سود جامع نسبت به سود خالص برای ارزیابی عملکرد شرکت، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، ص ۹۷-۱۲۱.
- [۱۸] نیکبخت م، مرادی م. ۱۳۸۴. ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۰، ص ۹۷-۱۲۲.
- [۱۹] کنعانی امیری م. ۱۳۸۶. بررسی رابطه بین محدودیت های مالی و بازده سهام در بازار سرمایه ایران، دو ماهنامه رفتار دانشور، سال چهاردهم، شماره ۲۶.
- [۲۰] نقی نژاد ب، کاشانی پور ر. ۱۳۸۷. بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه گذاری، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره ۲.