

تبیین نقش ویژگی های شرکت بر منابع تامین مالی ادغام و اكتساب بر اساس نظریه سلسله مراتبی

فاطمه ملکی امیری^۱
سیدعلی نبوی چاشمی^۲
عرفان معاریان^۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۲/۲۸

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۱/۲۷

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تئوری سلسله مراتبی در تبیین نقش ویژگی های شرکت بر منابع تامین مالی شرکت های تصاحب شده طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ می باشد. در این پژوهش ویژگی های شرکت از متغیرهای اندازه شرکت، ساختار دارایی، سودآوری، نسبت پوشش هزینه بهره، نقدینگی و بازده دارایی سنجیده می شود و برای اندازه گیری روش های تامین مالی، با استفاده از مدل سلسله مراتبی از متغیرهای سود انباشته، نسبت بدهی و اهرم مالی استفاده شده است. نتایج این پژوهش با استفاده از رگرسیون داده های ترکیبی نشان می دهد هر چه اندازه شرکت بزرگتر و سودآوری آن بیشتر باشد، شرکت برای تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری خود از سود انباشته به میزان کمتری استفاده نموده و به منابع خارجی روی می آورد. در حالی که با افزایش بازده دارایی ها شرکت به میزان بیشتری از سود انباشته و اهرم مالی نسبت به بدهی استفاده می نماید. به عبارت دیگر، شرکت ها در تامین منابع مالی مورد نیاز خود در همه موارد از تئوری سلسله مراتبی پیروی نمی کنند. همچنین در این پژوهش هیچگونه رابطه معناداری بین ساختار دارایی، نسبت پوشش هزینه بهره و نقدینگی با منابع تامین مالی مشاهده نگردید.

واژه های کلیدی: ویژگی های شرکت، روش های تامین مالی، ادغام و اکتساب، نظریه سلسله مراتبی.

۱- گروه مدیریت مالی، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران. fateme.amiri11@gmail.com

۲- گروه مدیریت مالی، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران (نویسنده مسئول) Anabavichashmi2003@gmail.com

۳- گروه اقتصاد، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران. memarian_er@yahoo.com

۱- مقدمه

مربوط به ساختار سرمایه نقش موثری بر اعتبار شرکت ها نزد موسسه های تامین مالی خواهد داشت. به همین منظور، در این پژوهش عوامل اثرگذار بر پیش بینی ساختار سرمایه شرکت مورد مطالعه قرار گرفته است. هدف از این پژوهش، بررسی رابطه برخی از ویژگی های شرکت با منابع تامین مالی آن می باشد. بر این اساس، پرسش اصلی که پژوهشگر در پژوهش حاضر به دنبال یافتن پاسخ آن می باشد، عبارت است از اینکه کدامیک از ویژگی های شرکت می تواند بر منابع تامین مالی شرکت های صاحب شده تاثیرگذار باشد؟ و آیا شرکت ها از تئوری سلسله مراتب برای تامین مالی پیروی می کنند؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش ادغام و اکتساب

در دوران کنونی تمام کشورهای جهان در حرکت به سمت جهانی شدن می باشند. بازار جهانی و زوال دولت ملی، گردش پرشتاب و بی امان کالا، سرمایه، اطلاعات و قالب های فرهنگی، مولفه هایی هستند که چشم انداز جهانی شدن را پیش روی بشر قرار داده است. در این میان سازمان هایی که در یک محیط با تغییرات زیاد فعالیت می کنند، باید همواره آماده واکنش باشند و از توانمندی های استراتژیک بالایی برخوردار شوند. برای رسیدن به این توان بالقوه، سازمانها با مشکلاتی مشترک مانند سردرگمی های استراتژیک و درگیر شدن در فعالیت های روزمره، دست به گریبانند. ادغام و اکتساب از جمله راه حل هایی است که شرکت های کنونی برای رفع این مشکلات از آنها استفاده می کنند. ادغام و تحصیل نوعی رشد در فعالیت ها و عملیات شرکت به شمار می رود که باعث متنوع تر شدن فعالیت های شرکت می شود و از جمله استراتژی های شرکت ها جهت افزایش موقعیت رقابتی و یک تصمیم مهم و استراتژیک در مدیریت مالی تلقی می شود (گزارش شناخت خریدهای تملکی، معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار، ۱۳۸۸).

یکی از تصمیماتی که مدیران واحد اقتصادی به منظور حداکثر ساختن ثروت سهامدارن اتخاذ می نمایند، تصمیمات مربوط به تامین مالی می باشد. این نوع تصمیم گیری ها مربوط به ساختار سرمایه و همچنین تعیین و انتخاب بهترین شیوه تامین مالی و ترکیب آن می باشد. بیشتر شرکتها وجوه مورد نیاز خود را از روش های گوناگونی تامین می کنند؛ اما عواملی مانند اندازه شرکت، ریسک، نوع صنعت و میزان دسترسی به بازارهای تامین مالی و نیز محیط های اقتصادی و سیاسی، آنها را در خصوص تصمیم گیری های بهینه در این زمینه، محتاط کرده است. با توجه به آن که ساختار سرمایه می تواند به طور مستقیم بر ارزش و اعتبار شرکت اثرگذار باشد، در مباحث مالی از اهمیت ویژه ای برخوردار است که در این راستا، پژوهشگران با ارائه نظریه ها و پیشنهادهای مختلف به دنبال تعیین یک ساختار بهینه از ترکیب منابع مالی هستند که با کمترین هزینه، منابع مورد نیاز شرکت تأمین شود و ارزش شرکت نیز افزایش یابد. از جمله نظریه های ارائه شده درباره ساختار بهینه سرمایه، نظریه سلسله مراتبی است. طبق این تئوری، شرکت ها در تأمین مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتب معینی را طی می کنند. شکل گیری سلسله مراتب، نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعات است. در مواردی که بین مدیران و سرمایه گذاران برون سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تامین مالی منابع داخلی شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می دهند؛ یعنی ابتدا از محل سود انباشته و اندوخته ها تامین مالی می کنند و سپس اگر منابع داخلی تکافو نکند، از منابع خارج شرکت، ابتدا به انتشار کم ریسک ترین اوراق بهادار یعنی اوراق قرضه (استقراض) متوسل می شوند و در صورتیکه استقراض تکافو نکرد و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد، دست آخر به انتشار سهام مبادرت می ورزند. با توجه به اینکه نوع تامین مالی شرکت ها بر ریسک و بازده آنها در عرصه بازارهای تامین مالی تاثیرگذار است، تصمیم های

تامین سرمایه است (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹).

برخی از عوامل مهمی که بر تصمیمات ساختار سرمایه تاثیر می گذارند عبارتند از:

(۱) تامین منابع مالی از دیگران در مقایسه با سهامداران که به آن اهرم مالی می گویند.

(۲) ویژگی شرکت از قبیل اندازه شرکت، شکل واحد تجاری، ثبات درآمد، ساختار دارایی، فرصت رشد شرکت، موقعیت اعتباری، رفتار مدیریت.

۲-۱- نوع تامین مالی

۲-۱-۱- تئوری سلسله مراتبی تامین مالی

نظریه سلسله مراتبی^۴ از نظریه های مرتبط با گزینه بین بدهی و سهام در ساختار سرمایه است و بیان می کند که شرکت ها در تامین مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتب معینی را طی می کنند. شکل گیری سلسله مراتب، نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعات است. طبق این تئوری، در مواردی که بین مدیران و سرمایه گذاران برون سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تامین مالی منابع داخلی شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می دهند؛ یعنی ابتدا از محل سود انباشته و اندوخته ها تامین مالی می کنند و سپس اگر منابع داخلی تکافو نکند، از منابع خارج شرکت، ابتدا به انتشار کم ریسک ترین اوراق بهادار یعنی اوراق قرضه (استقراض) متوسل می شوند و در صورتیکه استقراض تکافو نکرد و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد، دست آخر به انتشار سهام مبادرت می ورزند (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹، ۱۸۰).

مدیران شرکت ها با افزایش منابع تامین مالی درون شرکتی به دنبال کاهش ریسک شرکت هستند (کاسل و همکاران، ۲۰۱۲) و مدیرانی که از اهرم نسبی بیشتری استفاده می کنند، با هزینه پایین تر تامین مالی بدهی و قراردادهای محدودکننده کمتری مواجه هستند (انانتارامن و همکاران، ۲۰۱۰). مدیران باید برای انتخاب نوع تامین مالی کلیه شرایط

ادغام^۱ از به هم پیوستن دو یا چند شرکت به صورت افقی، عمودی و یا مختلط (مرکب) حاصل می شود و نتیجه آن شکل گیری یک شرکت جدید با نام جدید و یا با حفظ نام قبلی اما با شخصیت حقوقی مستقل و متفاوت از شخصیت های حقوقی دو یا چند شرکت قبل از ادغام می باشد.

تصاحب^۲ (خرید)، یعنی بهم پیوستن دو یا چند شرکت به صورت افقی، عمودی و یا مختلط (مرکب)، به طوری که شرکتی با حفظ شخصیت حقوقی خود، شرکت یا شرکتهای دیگر را خریداری می نماید، شرکتهای تصاحب شده، شخصیت حقوقی خود را از دست می دهند و در شرکت تصاحب کننده ادغام می گردند. (رهنمای رودپشتی و دیگران، ۱۳۸۵)

تامین مالی

تامین مالی^۳، هنر و علم مدیریت وجه نقد است. هدف از تامین مالی، سرمایه گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب کار بنگاه، از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تامین مالی فعالیت های عملیاتی بنگاه در آینده است. از نگرانی های بنگاه های اقتصادی در جهان، تامین منابع مطلوب مالی می باشد. هر نوع فعالیت نیاز به منابع مالی دارد. از این رو، منابع مالی را به شریان حیاتی بنگاه های اقتصادی و سازمان های کوچک و بزرگ تشبیه کرده اند. در حقیقت، هدف اصلی از هر نوع فعالیت اقتصادی سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکان پذیر نمی باشد (پاراماسیوان و سوبرامانیان، ۲۰۱۲). براساس نظر وستون و برگهام "ساختار سرمایه، تامین مالی دائمی شرکت است که با اوراق بدهی بلندمدت، سهام ممتاز و ارزش خالص بیان می شود." تعریف دیگری از ساختار سرمایه شامل تصمیمات سرمایه گذاری شرکت، استفاده بهینه از اهرم، زمان بندی قیمت گذاری و همچنین تعیین سطح قابل قبول ریسک و نقدینگی است. بنابراین ساختار سرمایه همان شکل چگونگی

بودن نسبت پوشش بهره نشان دهنده آن است که واحد تجاری در پرداخت هزینه بهره مشکل ندارد و پایین بودن آن بیانگر آن است که اعتباردهندگان در دریافت بهره در سررسید با ریسک بیشتری مواجه خواهند بود، در نتیجه واحد تجاری ممکن است برای دریافت واحدهای جدید با مشکلاتی مواجه گردد.

(۵) نقدینگی: نسبت های نقدینگی توانایی شرکت را برای انجام تعهدات کوتاه مدت در سررسید را نشان می دهد (فوستر، ۱۹۸۶). به عبارت دیگر رابطه بین وجه نقدی است که در کوتاه مدت در اختیار شرکت قرار خواهد گرفت و وجه نقدی که شرکت به آن نیاز خواهد داشت. استفاده از نقدینگی به عنوان یک متغیر مرتبط با عملکرد مبتنی بر این فرض است که تغییرات دارایی ها و بدهی های جاری تا حد زیادی از عملکرد شرکت در یک دوره مالی مشخص تأثیر می پذیرد (لونتیس و وتمن، ۲۰۰۴). در این پژوهش برای محاسبه نسبت نقدینگی از نسبت سریع (آنی)، که در دانش مالی نسبتی است که توانایی انجام تعهدات کوتاه مدت، با استفاده از دارایی های با نقدینگی بسیار زیاد را اندازه گیری می کند و در مقایسه با سایر دارایی های جاری، از نقدینگی کمتری برخوردارند، استفاده شده است.

(۶) بازده دارایی: بازده دارایی ها یکی از نسبت های مالی است که از طریق تقسیم سود خالص به علاوه هزینه بهره به مجموع دارایی ها بدست می آید. بازده دارایی ها به مهارت های تولید و فروش شرکت مربوط می شود و بوسیله ساختار سرمایه شرکت تحت تاثیر قرار نمی گیرد.

۳- پیشینه پژوهش

ژان یوان و همکاران^۵ (۲۰۲۰) به بررسی عدم قطعیت بازده در ادغام و تملک شرکت ها می پردازند. نتایج نشان می دهد صرف نظر از هم افزایی هزینه، سودآوری پس از ادغام در شرکت های ادغامی افزایش می یابد، به شرطی که شرکت ها عدم قطعیت بازده بالایی را تجربه کنند. علاوه بر این، می بینیم که

شرکت از جمله نقدشوندگی سهام شرکت را نیز در نظر بگیرند. مدیرانی که اقدام به تأمین مالی با هزینه سرمایه بالا بدون در نظر گرفتن شرایط شرکت می کنند، با سرمایه گذاری های انجام نشده، دارایی های بدون استفاده و اقساط بدهی های سررسید شده ای مواجه می شوند که وجه نقدی برای پاسخگویی به آن ها ندارند، لذا توانایی آن ها در اداره امور کاهش خواهد یافت (مونوز، ۲۰۱۳).

۲-۱-۲- ویژگی های شرکت

هر شرکت از یک مجموعه ویژگی هایی برخوردار است که تا اندازه زیادی با نوع و ماهیت فعالیت آن در ارتباط می باشد.

(۱) اندازه شرکت: اندازه شرکت یکی از عوامل مهم تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت می باشد. راجان و زینگلاس (۱۹۹۵) نشان دادند که چون شرکت های بزرگ از درجه تنوع بخشی بالایی برخوردار هستند در نتیجه احتمال کمتری برای ورشکستگی دارند. هزینه کم ورشکستگی مورد انتظار این شرکت ها را قادر ساخته است تا با هزینه پائین تری استقراض کنند.

(۲) ساختار دارایی: شرکت هایی که نسبت دارایی ثابت مشهود بالایی دارند، به خاطر ارزش وثیقه گذاری بالای دارایی های ثابت و کاهش ریسک عدم پرداخت بدهی ها، توان استقراضی بالایی دارند. با توجه به پژوهش های انجام شده توسط هریس و راویو (۱۹۹۰) و بیوان و دونبال (۲۰۰۰) رابطه مثبتی بین ساختار دارایی ها و اهرم پیش بینی می شود.

(۳) سودآوری: سودآوری به اصطلاح علامت سالم بودن بنگاه اقتصادی است، پژوهش های انجام شده توسط تیتمن و واسل (۱۹۸۸) و راجان و زینگلاس (۱۹۹۵) نشان داده است که مطابق با تئوری سلسله مراتب زمانی که سودآوری شرکت افزایش می یابد مدیران تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت را به منابع بیرونی ترجیح می دهند.

(۴) نسبت پوشش هزینه بهره: نسبت پوشش هزینه بهره واحد تجاری را در تأمین نمودن پرداخت های هزینه بهره از محل سود عملیاتی نشان می دهد. بالا

اثر عدم قطعیت بازده مکمل اثر هم افزایی هزینه است، و در مقایسه با اثر رقابت هر دو تاثیر معکوسی بر نتایج پس از ادغام دارند. این رابطه، بینش جدیدی را در مورد اثرات ادغام کلی بر عملکرد شرکت، تولید کل و مازاد مصرف کننده نشان می دهد.

ویتسننای و همکاران^۶ (۲۰۲۰) در پژوهشی مجدداً به بررسی این سؤال می پردازند که آیا سرمایه گذاری های خارجی باعث بهبود ارزش شرکت و عملکرد شرکت می شوند. نتایج این پژوهش با استفاده از یک نمونه پانل از شرکتهای سهامی عام در ژاپن طی دوره ۱۹۹۰-۲۰۱۶، نشان می دهد که سرمایه گذاری های خارجی رابطه منفی با ارزش شرکت دارند. علاوه بر این، سرمایه گذاری های خارجی در افق های کوتاه و بلند با عملکرد شرکت رابطه منفی دارند و افزایش سرمایه گذاری های خارجی لزوماً باعث افزایش رشد درآمد یا بهره وری شرکت نمی شود.

مصطفی البکپاشی و خیری الگیزی^۷ (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه ی شرکت های کوچک و متوسط مصری پرداخته و تاثیر ساختار دارایی، اندازه، سودآوری، نقدینگی، رشد، سن، ساختار مالکیت را به عنوان متغیرهای مستقل بر نسبت اهرم مالی می سنجد و نتایج این مطالعه نشان می دهد که همه متغیرهای مستقل و کنترل به طور معناداری تصمیمات ساختار سرمایه را توجیه و همچنین نشان می دهد که بهترین توجیه رفتار شرکتهای کوچک و متوسط مصری نظریه سلسله مراتبی است.

ماریو فیشر^۸ (۲۰۱۷) با بررسی نمونه ای مشتمل بر ۶۱۰ تصاحب رخ داده بین سال های ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۹، منابع تامین مالی در ادغام و اکتساب را مورد بررسی قرار می دهد. این پژوهش به این نتایج می رسد که، هنگام بررسی تصمیم اولیه در مورد نحوه تأمین مالی اکتساب، ویژگی های شرکتهای تصاحب کننده عمدتاً تصمیم گیری در مورد استفاده یا عدم استفاده از تامین مالی خارجی اضافی را تعیین می کنند. در مرحله دوم - هنگام تصمیم گیری در مورد

منبع تامین مالی خارجی - ویژگی های شرکتهای هدف اهمیت می یابد در حالی که باقیمانده سطح نقدینگی تا حد زیادی قابل توجه است. او همچنین از یک مدل دو مرحله ای بر اساس نظریه سلسله مراتب استفاده و ادعا می کند شرکت های تصاحب کننده در ابتدا برای تامین مالی از منابع داخلی استفاده کرده و تنها در صورت نیاز و در مرحله دوم از تامین مالی خارجی استفاده می کنند.

ژی سان و همکاران^۹ (۲۰۱۷)، تامین مالی ادغام و اکتساب های خارجی چین را مورد بررسی قرار می دهد و اینکه آیا تفاوت بین تامین مالی شرکت های دولتی (SOEs) و شرکت های خصوصی (POEs) وجود دارد؟ و نشان داد که شرکت های دولتی به میزان بیشتری از تامین مالی از طریق بدهی و سهام در مقایسه با شرکت های خصوصی استفاده می کنند.

لیائو^{۱۰} (۲۰۱۴) نشان داد که شرکت ها از فروش بلوکی سهام خود به دیگر شرکت ها منتفع می شوند و محدودیت های مالی خود را کاهش می دهند. او دریافت که شرکت های هدف، عمدتاً شرکت هایی هستند که از محدودیت مالی رنج می برند، اما از فرصت های سرمایه گذاری و رشد بالایی برخوردارند. به دنبال کاهش محدودیت های مالی، شرکت های هدف، مخارج سرمایه گذاری و فروش خود را نیز افزایش می دهند.

نیکولاس^{۱۱} (۲۰۰۷) تاثیر ویژگی های شرکت بر ساختار سرمایه بازار یونان را بررسی و به این نتیجه دست یافت که یک رابطه منفی بین ساختار سرمایه با میزان پوشش نرخ بهره و رشد شرکت و نسبت آنی وجود دارد و بین اندازه شرکت با ساختار سرمایه یک رابطه مثبت وجود دارد.

۳-۱- تحقیقات داخل کشور

قاسم بولو و اکرم عنابستانی (۱۳۹۲) با مطالعه تاثیر تصاحب شرکت ها بر مدیریت سود شرکت های هدف نشان دادند که بین اقلام تعهدی اختیاری شرکت های هدف در دوره قبل و بعد از تصاحب در

مقایسه با شرکت های گروه کنترل تفاوت معناداری نیست.

اسدی، بیات و نقدی (۱۳۹۳) عوامل مالی و غیر مالی موثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه را بررسی و نتایج حاصله حاکی از آن است که علیرغم تعاریف و اشکال مختلف اهرم شرکت های نمونه، در تمامی موارد ارتباط منفی و معنادار بازده دارایی با اهرم شرکت و رابطه مثبت و و معنادار اندازه شرکت با اهرم شرکت مشاهده می گردد. انحصاری بودن محصولات شرکت، نرخ رشد فروش و نرخ رشد کل دارایی ها نیز در اغلب موارد دارای ارتباط مثبت و معنادار است. بین پارامترهایی نظیر نرخ پرداخت سود تقسیمی و ارزش وثیقه گذاری دارایی ها با اهرم شرکت رابطه معنادار مشاهده نمی شود.

سرلک، فرجی و بیات (۱۳۹۴) با توجه به تئوری های توازی و سلسله مراتبی ساختار سرمایه، رابطه متغیرهای اندازه شرکت، فرصت های رشد، ریسک، سود تقسیمی، قابلیت مشاهده پذیری دارایی ها، سودآوری و صرفه جویی مالیاتی غیر از بدهی با اهرم مالی را مورد بررسی و نتایج رگرسیون نشان می دهد که علی رغم تفکیک چرخه ی عمر شرکت ها به مراحل رشد، بلوغ و افول، تفاوتی در نحوه تأمین مالی آنها مشاهده نشد. شرکت ها در هر سه مرحله از چرخه ی عمرشان تأمین مالی از طریق بدهی را ترجیح می دهند؛ به عبارت دیگر، شرکت ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود از تئوری سلسله مراتبی پیروی می کنند.

آرش گودرزی و رضا تهرانی (۱۳۹۵)، تأثیر تصاحب شرکت ها بر محدودیت های مالی شرکت های هدف را مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه رسیدند که تصاحب شرکت ها باعث کاهش محدودیت های مالی شرکت های هدف می شود، به طوری که آنها تصمیمات سرمایه گذاری های خود را بر اساس دسترسی به منابع بیرونی، علاوه بر وجود منابع داخلی خود، اتخاذ می کنند.

فرج اله رهنورد (۱۳۹۶) به مطالعه عوامل مؤثر بر عملکرد ادغام سازمانها در بخش دولتی ایران پرداخته

و یافته های تحقیق او نشان می دهد که ادغام دستگاههای دولتی ایران موفق نیست و اعتماد سازی و انصاف، مدیریت تفاوت ها، تعارض و ابهام و مدیریت دانش و همگرایی، عوامل مؤثر بر ادغام موفقیت آمیز در سازمان های ایران به شمار می آیند.

ایوب زارع شببانی (۱۳۹۷) به بررسی رابطه روش های تامین مالی و عملکرد شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد و نتایج این پژوهش حاکی از رابطه منفی و معنی دار بین تامین مالی از طریق سود انباشته با بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده فروش می باشد. همچنین بین نسبت بدهی و بازده دارایی ها رابطه منفی و معنادار و بین نسبت سرمایه و نسبت بدهی با بازده حقوق صاحبان سهام و بازده فروش رابطه معنی داری وجود نداشت.

ابراهیمی و وکیلی فرد (۱۳۹۸) تأثیر ویژگی های متوسط بازده سهام، رشد موردانتظار، سودآوری و ساختار دارایی شرکت های همتا بر راهبرد مدیریت سرمایه گذاری را بررسی و نتایج پژوهش نشان می دهد از بین متغیرهای مطالعه شده تنها متغیر متوسط رشد موردانتظار شرکت های همتا بر راهبرد مدیریت سرمایه گذاری تأثیر می گذارد.

۴- فرضیه های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و تحقیقات انجام گرفته و همچنین در جهت دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه های زیر تدوین و مورد آزمون قرار گرفته است:

۱) اندازه شرکت دارای اثر معنادار بر منابع تامین مالی ادغام واکتساب بر اساس نظریه سلسله مراتبی هستند.

۲) ساختار دارایی دارای اثر معنادار بر منابع تامین مالی ادغام واکتساب بر اساس نظریه سلسله مراتبی هستند.

۳) سودآوری دارای اثر معنادار بر منابع تامین مالی ادغام واکتساب بر اساس نظریه سلسله مراتبی هستند.

های هدف استفاده می شود (عارفی و جهانخانی، ۱۳۸۸). نمونه آماری این پژوهش آن دسته از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که دارای شرایط زیر باشند:

(۱) شرکت های تصاحب شده ای که سهام آنها در دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ در بورس مورد معامله قرار گرفته و تا پایان سال ۱۳۹۷ نماد آنها از تابلو بورس حذف نشده باشند.

(۲) اطلاعات مربوط به آنها در دسترس باشد.

(۳) سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال می باشد.

(۴) در مجموعه صنعت بانک ها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی، واسطه گری های مالی و سرمایه گذاری های مالی نباشند.

بدین ترتیب ۵۱ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند، که شرکت های انتخاب شده در نمونه جزء شرکت های واسطه گری مالی و سرمایه گذاری نیستند، زیرا این شرکت ها عمدتاً خود به عنوان شرکت های خریدار یا مادر تلقی می گردند و به منابع مالی گسترده ای دسترسی دارند.

۶- نحوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل

در این پژوهش برای اندازه گیری ویژگی های شرکت به عنوان متغیر مستقل از متغیرهای اندازه شرکت، ساختار دارایی، سودآوری، نسبت پوشش هزینه بهره، نقدینگی و بازده دارایی استفاده شده است.

(۱) اندازه شرکت: منظور مجموع دارایی طی عملکرد مالی در دوره مورد نظر می باشد که از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها به دست می آید.

(۲) ساختار دارایی: جهت ارزیابی ساختار دارایی ها از نسبت دارایی های ثابت استهلاک پذیر به کل دارایی ها استفاده شده است.

(۳) سودآوری: در این پژوهش از شاخص تیتمان جهت اندازه گیری سودآوری (نسبت سود قبل

نسبت پوشش هزینه بهره دارای اثر معنادار بر منابع تامین مالی ادغام و اکتساب بر اساس نظریه سلسله مراتبی هستند.

(۵) نقدینگی دارای اثر معنادار بر منابع تامین مالی ادغام و اکتساب بر اساس نظریه سلسله مراتبی هستند.

(۶) بازده دارایی دارای اثر معنادار بر منابع تامین مالی ادغام و اکتساب بر اساس نظریه سلسله مراتبی هستند.

۵- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نوع تحقیقات توصیفی-همبستگی است. در این پژوهش با استفاده از روش های اقتصادسنجی از قبیل متدولوژی داده های ترکیبی رابطه بین متغیرها ارزیابی و آزمون می شود. برای برآورد مدل، ابتدا آزمون F و هاسمن انجام خواهد شد تا بهترین مدل از میان داده های تلفیقی معمولی، اثرات ثابت و اثرات تصادفی انتخاب شود. در این راستا با استفاده از داده های جمع آوری شده از سازمان بورس، از نرم افزار E'views9 و نرم افزار اکسل برای محاسبات متغیرها استفاده می شود.

جامعه آماری پژوهش را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند. قلمرو زمانی تحقیق یک دوره پنج ساله است که آغاز آن سال ۱۳۹۳ و پایان آن سال ۱۳۹۷ است؛ به عبارتی شرکت هایی مورد بررسی قرار خواهند گرفت که طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ مورد تحصیل واقع شده اند. در این پژوهش به هر نوع معامله عمده سهام که توانایی انتخاب و یا ابقای حداقل یک عضو هیئت مدیره با هر میزان درصد مالکیت (۵٪ به بالا) را به شرکت تصاحب کننده یا شرکت های تحت کنترل آن بدهد، تصاحب شرکت گفته می شود (بولو و عنابستانی، ۱۳۹۲). از آنجا که در ایران شرکت های تصاحب شده، پس از تصاحب، صورت های مالی مستقل تهیه می کنند، بنابراین بدون نیاز به جداسازی اطلاعات مالی، مستقیماً از صورت های مالی شرکت

۲- مدل دوم:

$$\text{Debt } i,t = a + \beta_1 \text{ SiZe } i,t + \beta_2 \text{ sakhtar } i,t + \beta_3 \text{ PROF } i,t + \beta_4 \text{ poshesh } i,t + \beta_5 \text{ LIQ } i,t + \beta_6 \text{ ROA } i,t + \text{eit}$$

۳- مدل سوم:

$$\text{Lev } i,t = a + \beta_1 \text{ SiZe } i,t + \beta_2 \text{ sakhtar } i,t + \beta_3 \text{ PROF } i,t + \beta_4 \text{ poshesh } i,t + \beta_5 \text{ LIQ } i,t + \beta_6 \text{ ROA } i,t + \text{eit}$$

Source = منبع تامین مالی شرکت i در پایان سال t

a = مقدار ثابت

eit = مقدار خطای کل استاندارد مدل

$\text{AE } i,t$ = سود انباشته شرکت i در پایان سال t

$\text{Debt } i,t$ = نسبت بدهی شرکت i در پایان سال t

$\text{Lev } i,t$ = اهرم مالی شرکت i در پایان سال t

$\text{SiZe } i,t$ = اندازه شرکت شرکت i در پایان سال t

$\text{sakhtar } i,t$ = ساختار دارایی شرکت i در پایان سال t

$\text{PROF } i,t$ = سودآوری شرکت i در پایان سال t

= نسبت پوشش هزینه بهره شرکت i در پایان سال t
 $\text{poshesh } i,t$

$\text{LIQ } i,t$ = نقدینگی شرکت i در پایان سال t

$\text{ROA } i,t$ = بازده دارایی شرکت i در پایان سال t

۷- تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

۷-۱- آزمون ریشه واحد در داده های پانل

برای ارزیابی پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون ریشه واحد استفاده گردید. چندین آزمون ریشه واحد وجود دارد که از مهمترین آنها می توان به آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲) اشاره نمود که فرض می کنند پارامترها در طول مقطع عرضی سازگار و ثابت هستند. با توجه به آنچه در جدول ۱ نشان داده شده است مقدار P برای تمام متغیرها کمتر از ۰,۰۵ است، در نتیجه این متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح مورد نظر پایا بوده اند.

از بهره و مالیات به کل فروش) استفاده شده است.

۴) نسبت پوشش هزینه بهره: این نسبت تعداد دفعاتی را نشان می دهد که سود قبل از کسر بهره و مالیات می تواند هزینه بهره را پوشش دهد.

۵) نقدینگی: در این پژوهش برای محاسبه نقدینگی از نسبت سریع (آنی) که از تقسیم دارایی های جاری منهای موجودی ها بر بدهی های جاری بدست می آید، استفاده شده است.

۶) بازده دارایی: بازده دارایی ها یکی از نسبت های مالی است که از تقسیم سود قبل از بهره و مالیات به کل ارزش دفتری دارایی ها به دست می آید.

متغیر وابسته

در این پژوهش با استفاده از مدل سلسله مراتبی برای اندازه گیری روش های تأمین مالی از سه متغیر سود انباشته (سود انباشته به کل دارایی ها)، نسبت بدهی (کل بدهی ها به کل دارایی ها) و اهرم مالی (بدهی های بلندمدت به کل حقوق صاحبان سهام) استفاده شده است (ویست و توریک (۱۹۹۳)، بیوان و دونیالت (۲۰۰۰)، محمود (۲۰۰۳)، فرید و قدروشان (۱۳۹۷)).

مدل پژوهش

بر اساس متغیرهای پژوهش سه مدل رگرسیونی تبیین گردید:

۱- مدل اول:

$$\text{AE } i,t = a + \beta_1 \text{ SiZe } i,t + \beta_2 \text{ sakhtar } i,t + \beta_3 \text{ PROF } i,t + \beta_4 \text{ poshesh } i,t + \beta_5 \text{ LIQ } i,t + \beta_6 \text{ ROA } i,t + \text{eit}$$

جدول ۲. نتایج آزمون های چاو و هاسمن

مدل ها	آزمون ها	F لیمر(چاو)	هااسمن
مدل ۱-۱	آماره آزمون	۲,۵۱۰	۰,۶۹۶
	سطح معناداری	۰,۰۰۰	۰,۹۹۴
نتیجه			
داده های پانل اثرات تصادفی			
مدل ۲-۱	آماره آزمون	۱,۹۸۲	۱۰,۴۵۸
	سطح معناداری	۰,۰۰۰۵	۰,۱۰۶
نتیجه			
داده های پانل اثرات تصادفی			
مدل ۳-۱	آماره آزمون	۱,۴۳۶	۸,۳۶۹
	سطح معناداری	۰,۰۴۳۳	۰,۲۱۲
نتیجه			
داده های پانل اثرات تصادفی			

جدول ۱- آزمون لوین، لین و چو

متغیر	نماد	آماره	p-value
نسبت سودانباشته	AE	۴۱,۹۰۲۵	۰,۰۰۰
نسبت بدهی	Debt	۱۹,۰۱۲۵	۰,۰۰۰
اهرم مالی	Lev	۷۶,۵۲۳۰	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	SiZe	۱۲,۸۹۴۶	۰,۰۰۰
ساختار دارایی	Sakhtar	۱۷۲,۴۷۱	۰,۰۰۰
سودآوری	PROF	۱۸۱,۲۷۲	۰,۰۰۰
نسبت پوشش هزینه بهره	Poshesh	۴۳,۴۶۵۱	۰,۰۰۰
نقدینگی	LIQ	۵,۰۶۳۸۹	۰,۰۰۰
بازده دارایی	ROA	۴۴,۵۵۶۹	۰,۰۰۰

۲-۷- انتخاب الگو برای مدل های پژوهش

در برآورد یک مدل که داده های آن از نوع ترکیبی هست ابتدا باید نوع الگوی بر آورد مشخص شود. به عبارت دیگر ابتدا باید بررسی شود که مدل مورد بررسی در کدام طبقه pool یا panel قرار می گیرد. برای انتخاب الگو از میان الگوی پنل دیتا و یا پول دیتا از آزمون چاو استفاده شده است. بنابراین نتایج آزمون در صورتیکه سطح معناداری کمتر از ۰.۵٪ باشد فرضیه H_0 که به معنای الگوی پولد است رد می شود و رد فرضیه H_0 به معنای وجود مدل پنل می باشد. برای انتخاب از میان دو الگوی اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. بر اساس آزمون هاسمن فرضیه H_0 به معنای وجود مدل اثر تصادفی و رد فرضیه H_0 به معنای وجود اثر ثابت است. اگر روش مورد استفاده اثرات تصادفی باشد، نیازی به برطرف کردن مشکل ناهمسانی واریانس نیست، اما در صورت استفاده از روش اثرات ثابت و روش داده های مقطعی، باید مشکل ناهمسانی واریانس برطرف شود (مقدس، ۱۳۹۰). در صورتیکه وجود مشکل ناهمسانی واریانس مشخص باشد، می توان از یک روش برآورد جایگزین استفاده نمود. یکی از روش های ممکن، استفاده از حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) است. برای تخمین مدل و انجام آزمون های مذکور از نرم افزار E'views 9 استفاده شده است. نتایج نوع الگوی هر یک از مدل های رگرسیون در جدول ۲ نشان داده شده است.

۸- نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها

۸-۱- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

جدول ۳ نتایج حاصل از تخمین مدل اول پژوهش را نشان می دهد. برای برآورد مدل همانگونه که بیان شد از روش پانل با اثرات تصادفی استفاده شد. با توجه به نتایج جدول، در بررسی معنادار بودن کل مدل با توجه به اینکه مقدار معنی داری آماره F از ۰.۰۵ کوچکتر است با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل مدل برای بررسی فرضیه پژوهش تأیید می شود. همچنین در مدل منتخب R^2 برابر با ۰.۴۴ می باشد که نشان دهنده توضیح دهندگی ۴۴ درصد از تغییرات متغیرهای وابسته توسط متغیر مستقل می باشد. آماره دوربین- واتسون ۱.۶۸ می باشد که عدم وجود خودهمبستگی میان اجزاء را نشان می دهد.

نتایج جدول ۳ نشان می دهد که اندازه شرکت و سودآوری رابطه منفی و معنادار، و بازده دارایی رابطه مثبت و معنادار با سود انباشته دارند. این در حالی است که با وجود رابطه منفی نسبت پوشش هزینه بهره و رابطه مثبت ساختار دارایی و نقدینگی با سودانباشته، رابطه معناداری بین آن ها مشاهده نمی شود. نتایج فرضیه اصلی اول بیانگر این است که بازده دارایی ها رابطه مستقیم با سودانباشته دارند، این نتیجه اینگونه تفسیر می شود که هر چه بازده دارایی های شرکت افزایش یابد، شرکت توان بیشتری برای تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری خود از طریق سود انباشته

دارد و این در حالیست که هر چه اندازه شرکت بزرگتر و سودآوری شرکت بیشتر شود، توان شرکت برای تامین مالی از طریق سود انباشته کاهش می یابد.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول

AE it = a + β1 SIZE it + β2 sakhtar it + β3 PROF it + β4 poshesh it + β5 LIQ it + β6 ROA it + eit			
متغیرها	ضریب	آماره t	Prob.*
C	۰,۲۸۷	۴,۱۷۵	۰,۰۰۰
SIZE	-۰,۰۳۰۲	-۲,۹۰۴	۰,۰۰۴
SAKHTAR	۰,۰۷۶	۱,۳۸۳	۰,۱۶۷
PROF	-۰,۰۰۱	-۲,۶۴۱	۰,۰۰۸
POSHESH	-۷,۲۴۰	-۰,۵۹۵	۰,۵۵۱
LIQ	۰,۰۰۰۲	۱,۰۳۲	۰,۳۰۲
ROA	۰,۰۰۷	۱۳,۳۶۵	۰,۰۰۰
R-squared		۰,۴۴	
Adjusted R-squared		۰,۴۲۵	
F-statistic	۳۲,۳۰	Durbin-Watson stat	۱,۶۸
Prob(F-statistic)	۰,۰۰۰		

* معنی داری در سطح ۵٪

۸-۲- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

جدول ۴ نتایج حاصل از تخمین مدل دوم پژوهش را نشان می دهد. برای برآورد مدل همانگونه که بیان شد از روش پانل با اثرات تصادفی استفاده شد. با توجه به نتایج جدول، در بررسی معنادار بودن کل مدل با توجه به اینکه مقدار معنی داری آماره F از ۰,۰۵ کوچکتر است با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل مدل برای بررسی فرضیه پژوهش تأیید می شود. همچنین در مدل منتخب R2 برابر با ۰,۴۸ می باشد که نشان دهنده توضیح دهندگی ۴۸ درصد از تغییرات متغیرهای وابسته توسط متغیر مستقل می باشد. آماره دوربین- واتسون ۲,۳۴ می باشد که عدم وجود خودهمبستگی میان اجزاء را نشان می دهد.

نتایج جدول ۴ نشان می دهد که اندازه شرکت و سودآوری رابطه مثبت و معنادار، و بازده دارایی ها رابطه منفی و معنادار با نسبت بدهی دارند. این در حالی است که با وجود رابطه منفی ساختار دارایی و

نسبت پوشش هزینه بهره، و رابطه مثبت نقدینگی با نسبت بدهی، رابطه معناداری بین آن ها مشاهده نمی شود. این نتیجه اینگونه تفسیر می شود که با افزایش اندازه شرکت و سودآوری، نسبت بدهی افزایش می یابد. بدین معنی که هرچه اندازه شرکت بزرگتر و سودآوری شرکت بیشتر شود، شرکت از نسبت بدهی (استقراض) به میزان بیشتری برای تامین مالی استفاده می کند. و این در حالیست که هر چه بازده دارایی های شرکت افزایش یابد شرکت از نسبت بدهی به میزان کمتری برای تامین مالی استفاده می نماید.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم

Debt it = a + β1 SIZE it + β2 sakhtar it + β3 PROF it + β4 poshesh it + β5 LIQ it + β6 ROA it + eit			
متغیرها	ضریب	آماره t	Prob.*
C	۳۲,۷۶۷	۲,۸۵۷	۰,۰۰۴
SIZE	۴,۷۹۵	۲,۸۷۹	۰,۰۰۴
SAKHTAR	-۱۳,۹۷۵	-۱,۲۴۵	۰,۲۱۴
PROF	۰,۴۱۰۰	۱,۸۹۶	۰,۰۵۱
POSHESH	-۰,۰۰۲	-۰,۹۳۷	۰,۳۴۹
LIQ	۰,۰۵۱	۱,۰۷۱	۰,۲۸۵
ROA	-۰,۴۱۳	-۳,۵۱۲	۰,۰۰۰۶
R-squared		۰,۴۸	
Adjusted R-squared		۰,۳۳۲	
F-statistic	۳,۲۶۰	Durbin-Watson stat	۲,۳۴
Prob(F-statistic)	۰,۰۰۰۰		

* معنی داری در سطح ۵٪

۸-۳- نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

جدول ۵ نتایج حاصل از تخمین مدل سوم پژوهش را نشان می دهد. برای برآورد مدل همانگونه که بیان شد از روش پانل با اثرات تصادفی استفاده شد. با توجه به نتایج جدول، در بررسی معنادار بودن کل مدل با توجه به اینکه مقدار معنی داری آماره F از ۰,۰۵ کوچکتر است با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل مدل برای بررسی فرضیه پژوهش تأیید می شود. همچنین در مدل منتخب R2 برابر با ۰,۴۳ می باشد که نشان دهنده توضیح دهندگی ۴۳ درصد از تغییرات

نسبت پوشش هزینه بهره، نقدینگی و بازده دارایی بر منابع تامین مالی در این شرکت ها با در نظر گرفتن نظریه سلسله مراتبی می باشد.

متغیر اندازه شرکت یکی از عوامل موثر بر ساختار سرمایه می باشد. طبق پیش بینی های تئوری سلسله مراتبی شرکت ها برای تامین مالی ابتدا از منابع داخلی شرکت استفاده می نمایند و در صورت کافی نبودن به منابع خارجی روی می آورند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می دهد که بین اندازه شرکت و سودانباشته رابطه منفی و معنادار وجود دارد که این یافته با نتایج تحقیق نمازی و حشمتی (۱۳۸۶)، مصطفی البکپاشی و خیری الگیزی (۲۰۱۸) که تئوری سلسله مراتب تامین مالی را تایید می کنند، همسو نمی باشد. دیگر نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می دهد بین اندازه شرکت و نسبت بدهی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. در مدل سلسله مراتبی، معمولاً زمانی که سرمایه گذاری بیشتر از سودهای انباشته باشد، بدهی افزایش می یابد. اعتبار دهندگان در اعطای وام، اندازه شرکت را مدنظر قرار می دهند و مدیران شرکت ها نیز با توجه به شهرت شرکت های بزرگتر و تحصیل اعتبار با بهره کمتر برای تامین مالی پروژه های خود از بدهی استفاده می کنند و از مزایای بدهی برای حداکثر کردن ارزش شرکت استفاده می کنند. این یافته با نتایج پژوهش کاسار و هولمز (۲۰۰۳)، اسپرانس و همکاران (۲۰۰۳)، هال و همکاران (۲۰۰۴)، سوگورب-میرا (۲۰۰۵)، نیکولاس (۲۰۰۷)، سوهایلا و وان منصور (۲۰۰۷)، که نشانگر رابطه مثبت بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه است، همسو می باشد. در حالی که محققانی همچون چیتندن و همکاران (۱۹۹۶) و میکائیلان و همکاران (۱۹۹۹)، قالباف اصل و ایزدی (۱۳۸۸)، (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۰)، رابطه منفی بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه مشاهده نمودند.

پیش بینی های تئوری سلسله مراتبی بیان می کند هرچه میزان دارایی های ثابت مشهود یک شرکت

متغیرهای وابسته توسط متغیر مستقل می باشد. آماره دوربین- واتسون ۲,۳۶ می باشد که عدم وجود خودهمبستگی میان اجزاء را نشان می دهد.

نتایج جدول ۵ نشان می دهد که بازده دارایی ها رابطه مثبت و معنادار با اهرم مالی دارند. این در حالی است که با وجود رابطه مثبت اندازه شرکت، ساختار دارایی و نسبت پوشش هزینه بهره و رابطه منفی سودآوری و نقدینگی با اهرم مالی، رابطه معناداری بین آن ها مشاهده نمی شود. این نتیجه اینگونه تفسیر می شود که بازده دارایی ها رابطه مستقیم با اهرم مالی دارند بدین معنی که هرچه بازده دارایی های شرکت افزایش یابد، شرکت توان بیشتری برای تامین مالی از طریق اهرم مالی بدست می آورد.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه سوم

Lev it = a + β1 SiZe it + β2 sakhtar it + β3 PROF it + β4 poshesh it + β5 LIQ it + β6 ROA it + eit			
متغیرها	ضریب	آماره t	Prob.*
C	۰,۵۵۴	۳,۶۲۸	۰,۰۰۰۴
SIZE	۰,۰۰۶	۰,۲۷۲	۰,۷۸۵
SAKHTAR	۰,۰۲۶	۰,۱۷۴	۰,۸۶۱
PROF	-۰,۰۰۲	-۰,۹۰۰۵	۰,۳۶۸
POSHESH	۶,۱۵۰۶	۰,۲۰۵	۰,۸۳۷
LIQ	-۰,۰۰۰۸	-۱,۲۶۲	۰,۲۰۸
ROA	۰,۰۰۷	۴,۷۳۰۳	۰,۰۰۰
R-squared		۰,۴۳	
Adjusted R-squared		۰,۲۶۶	
F-statistic	۲,۶۴۵	Durbin-Watson stat	۲,۳۶
Prob(F-statistic)	۰,۰۰۰		

* معنی داری در سطح ۵٪

۹- نتیجه گیری و بحث

هدف این پژوهش تبیین نقش ویژگی های شرکت بر منابع تامین مالی شرکت های تصاحب شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۳-۱۳۹۷ بر اساس تئوری سلسله مراتبی است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش نشان دهنده نقش های متفاوت اندازه شرکت، ساختار دارایی، سودآوری،

مراتبی را تایید نکرده و این یافته با نتایج تحقیق مصطفی البکپاشی و خیری الگیزی (۲۰۱۸) از این منظر همسو نمی باشد. و همچنین در این پژوهش بین سوآوری با نسبت بدهی رابطه مثبت و معنادار مشاهده گردید که این یافته با نتایج تحقیقات انجام شده توسط جنسون (۱۹۸۶) که یک رابطه مثبت را بین نسبت بدهی و سوآوری بیان می کند همسو، و با نتایج تحقیقات کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷)، قالیباف اصل و ایزدی (۱۳۸۸)، اعتمادی و منتظری (۱۳۹۲)، سرلک و همکاران (۱۳۹۴)، تیتمن و وسلز (۱۹۸۸)، شیام-ساندر و مایرز (۱۹۹۹)، راجان و زینگالس (۱۹۹۵)، سرگیسکو و ویدین (۲۰۱۴)، که وجود رابطه ی منفی بین سوآوری و سطح بدهی را تأیید کرده اند، همسو نمی باشد.

تأثیرنسبت پوشش هزینه بهره بر منابع تامین مالی، فرضیه چهارم مورد بررسی در این پژوهش بوده است. براساس تئوری های موجود در این زمینه با افزایش درجه نسبت پوشش هزینه بهره، نسبت بدهی افزایش می یابد و برعکس با کاهش درجه نسبت پوشش هزینه بهره، نسبت بدهی کاهش می یابد، بنابراین بین نسبت پوشش هزینه بهره و ساختار سرمایه رابطه ای مثبت و معنادار وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم نشان می دهد که متغیر نسبت پوشش هزینه بهره در مدل بدست آمده در تعیین منابع تامین مالی تأثیرگذار نمی باشد. که این یافته با نتایج پژوهش سجادی و همکاران (۱۳۹۰)، نیکولاس (۲۰۰۷) که به این نتیجه رسیدند نسبت پوشش هزینه بهره با اهرم دارای رابطه منفی و معنادار است، و نتایج پژوهش سوھیلا و وان منصور (۲۰۰۷) که نشان داده که پوشش بهره با ساختار سرمایه رابطه مثبت و معناداری دارد، مغایرت دارد.

تأثیر نقدینگی بر منابع تامین مالی فرضیه پنجم مورد بررسی در این پژوهش است. این نسبت توانایی شرکت برای انجام تعهدات کوتاه مدت در سررسید را نشان می دهد. شرکت هایی با شنواری بالا دارایی های جاری زیادی دارند که به معنی در اختیار داشتن وجوه

بیشتر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه گذاران برون سازمانی آن کمتر است و این گونه شرکت ها تمایل بیشتری به انتشار سهام دارند، بنابراین رابطه ای منفی بین دارایی های ثابت مشهود و نسبت بدهی وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می دهد که هیچگونه رابطه ای بین ساختار دارایی با سود انباشته، نسبت بدهی و اهرم مالی مشاهده نگردید. این یافته پژوهش با نتایج پژوهش اسدی، بیات و نقدی (۱۳۹۳) که رابطه معناداری بین وثیقه گذاری دارایی ها با اهرم شرکت مشاهده نکردند همسو، و با نتایج تحقیقات انجام شده توسط اعتمادی و منتظری (۱۳۹۲)، هریس و راویو (۱۹۹۰)، چیتندن و همکاران (۱۹۹۶)، جردن و همکاران (۱۹۹۸)، میکائیلان و همکاران (۱۹۹۹)، بیوان و دونبالت (۲۰۰۰)، کاسار و هلمز (۲۰۰۲)، اسپرانس و همکاران (۲۰۰۳)، لاروکا و همکاران (۲۰۱۱)، مصطفی البکپاشی و خیری الگیزی (۲۰۱۸) که نشان می دهند شرکت هایی که نسبت دارایی ثابت مشهود بالایی دارند، به خاطر ارزش وثیقه گذاری بالای دارایی های ثابت و کاهش ریسک عدم پرداخت بدهی ها، توان استقراضی بالایی دارند و وجود ارتباط مثبتی بین ساختار دارایی ها و بدهی و اهرم مالی را نشان می دهند، همسو نمی باشد.

سوآوری برآیند نهایی تمام برنامه ها و تصمیمات مالی شرکت است. بر اساس تئوری سلسه مراتبی، بین سوآوری و نسبت بدهی به ارزش دفتری رابطه ای منفی وجود دارد. زیرا شرکت های با سوآوری بیشتر، توان بیشتری برای تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری خود از محل منابع داخلی شرکت (سود انباشته شرکت) دارند. از سوی دیگر، از آنجایی که با افزایش سوآوری، ارزش بازار شرکت افزایش می یابد، می توان انتظار داشت که بین سوآوری و نسبت بدهی به ارزش بازار نیز رابطه ای منفی وجود داشته باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان می دهد که در شرکت های انتخابی تأثیر سوآوری بر سود انباشته منفی و معنادار می باشد که تئوری سلسله

شرکت به حساب می آید. پژوهش حاضر ضمن درک اهمیت فراوان موضوع به تبیین نقش ویژگی های شرکت بر منابع تامین مالی پرداخته و آزمون نموده است. با توجه به نتایج این پژوهش می توان گفت به دست آوردن یک الگوی مشخص جهت تبیین سیاست های تامین مالی شرکت ها امر دشواری است که نیازمند به انجام تحقیقات گسترده ای می باشد ولی به هر حال به نظر نمی رسد که یک تئوری خاص به تنهایی بتواند پاسخگوی معمای پیچیده ساختار سرمایه باشد. به استفاده کنندگان اطلاعات مالی از جمله سرمایه گذاران توصیه می شود قبل از هرگونه تصمیمی مبنی بر انتخاب روش های تامین منابع مالی، به نتایج حاصل از ارزیابی ویژگی های شرکت به عنوان ابزاری در جهت پیش بینی برنامه های آتی و نیز بهبود نقاط قوت و برطرف نمودن نقاط ضعف واحد اقتصادی توجه نمایند.

فهرست منابع

- * ابراهیمی، محمد؛ وکیلی فرد، حمیدرضا؛ طالب نیا، قدرت الله؛ نیکومرام، هاشم (۱۳۹۸)، "تأثیر متوسط بازده سهام، رشد موردانتظار، سودآوری و ساختار دارایی شرکت های همتا بر راهبرد مدیریت سرمایه گذاری با استفاده از شبیه سازی مونت کارلوی زنجیره مارکوفی و بیز سلسله مراتبی". مدیریت دارایی و تامین مالی / دوره ۷ / شماره ۲ / صفحه ۴۱-۵۸.
- * اسدی، غلامحسین؛ بیات، مرتضی؛ نقدی، سجاد (۱۳۹۳)، "عوامل مالی و غیر مالی موثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه". فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری / دوره ۴ / شماره ۲ / صفحه ۱۸۷-۲۰۳.
- * باقرزاده، سعید (۱۳۸۲). "تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، شماره ۱۶، صص ۲۳-۴۷.

نقد زیاد است. در نتیجه آنها می توانند این جریان وجوه را برای حمایت از فعالیت های مالی و عملیاتی بکار گیرند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم نشان می دهد که متغیر نقدینگی در مدل بدست آمده در تعیین منابع تامین مالی تاثیرگذار نمی باشد. این یافته با نتایج پژوهش یحیی زاده و همکاران (۱۳۸۹)، سجادی و همکاران (۱۳۹۰)، نیکولاس (۲۰۰۷)، مصطفی البکپاشی و خیری الگیزی (۲۰۱۸) که به این نتیجه رسیدند نقدینگی بیشترین تأثیر را بر ساختار سرمایه شرکت ها دارا بوده و با نتایج پژوهش کیو و لا (۲۰۱۰) که مطابق با تئوری های سلسله مراتبی بین نقدینگی و نسبت بدهی رابطه منفی و معنادار مشاهده نمودند، همسو نمی باشد.

تأثیر بازده دارایی بر منابع تامین مالی فرضیه ششم مورد بررسی در این پژوهش است. براساس تئوری های موجود در این زمینه بازده دارایی ها به مهارت های تولید و فروش شرکت مربوط می شود و بوسیله ساختار سرمایه شرکت تحت تاثیر قرار نمی گیرد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم پژوهش نشان می دهد که تاثیر بازده دارایی بر سود انباشته و هرم مالی شرکت مثبت و معنادار و تاثیر بازده دارایی بر نسبت بدهی منفی و معنادار می باشد. که این یافته با نتایج پژوهش نمازی و شیرزاده (۱۳۸۱)، باقرزاده (۱۳۸۲)، بیگلر (۱۳۸۵)، پیکانی (۱۳۸۶)، یحیی زاده و همکاران (۱۳۸۹)، که بیان کردند بین نسبت بدهی و بازده دارایی رابطه معنادار و همبستگی چندگانه وجود دارد، و با نتایج پژوهش سلیم و همکاران (۲۰۱۲) که رابطه منفی بین بازده دارایی و بدهی مشاهده نمودند، و با نتایج پژوهش ایوب زارع شیبانی (۱۳۹۷) که رابطه معنی داری بین تامین مالی از طریق سود انباشته و بازده دارایی ها مشاهده نمود، همسو می باشد.

فعالیت خرید و ادغام یک فعالیت متداول و مهم در هر صنعت و اقتصادی است و اغلب تصمیمات آن به علت بار تصمیماتی و نتایج مهم آن توسط مدیران ارشد اتخاذ شده است و جزء استراتژی های سطح

- * بولو، قاسم؛ عنایستانی، اکرم (۱۳۹۰) ، " تاثیر استراتژی تصاحب شرکتهای بر مدیریت سود " . مجله دانش حسابداری / سال دوم / ش ۷ / ص ۹۹ تا ۱۲۰ .
- * دستگیر، م.، خدادادی، و. و رستگار، م. (۱۳۸۹) . بررسی رابطه بین ویژگی های مالی و غیر مالی شرکت با کیفیت اقلام تعهدی و سود، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم (۱۰)، ۵۵-۷۵ .
- * رهنورد، فرج اله (۱۳۹۶) . " عوامل مؤثر بر عملکرد ادغام سازمان ها در بخش دولتی ایران " . مدیریت دولتی (دانش مدیریت) / دوره ۹ / شماره ۴ / صص ۵۶۹ - ۵۹۰ .
- * زارع شیبانی، ایوب، ۱۳۹۷، بررسی رابطه روش های تامین مالی و سودآوری در بورس اوراق بهادار تهران، هفتمین کنفرانس بین المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری با رویکرد ارزش آفرینی، شیراز، موسسه آموزشی مدیران خبره نارون، https://www.civilica.com/Paper-MAVC07-MAVC07_007.html
- * سرلک، نرگس؛ فرجی، امید؛ بیات، فاطمه (۱۳۹۴) ، " رابطه بین ویژگی های مالی شرکت و ساختار سرمایه در مراحل چرخه ی عمر شرکت " . پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی / سال ۷ / شماره ۷۷ / صفحه ۱ تا ۲۱ .
- * صادقی شاهدانی، مهدی؛ کاظم چاوشی و حسین محسنی، (۱۳۹۱) . "بررسی رابطه میان ساختار بازار و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات مدل سازی اقتصادی، شماره ۹، صص ۲۱-۵۰ .
- * عارفی، اصغر (۱۳۸۹) ، " ارزش افزوده اقتصادی در شرکتهای تصاحب شده در بورس اوراق بهادار تهران " . بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷ ، شماره ۵۹ ، از صفحه ۴۷ تا ۶۲ .
- * عارفی، اصغر (۱۳۸۸) ، « بررسی عملکرد تصاحب شرکتهای در ایران » . فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی ، ۵۰ ،
- * فرید، داریوش؛ فدک فروشان، مریم (۱۳۹۷) ، " بررسی تاثیر نوع تامین مالی بر کارایی سرمایه گذاری با تاکید بر ارزش شرکت " . فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری / دوره ۷ / شماره ۲۸ / صفحه ۱۰۳-۱۲۶ .
- * قالیباف اصل، حسن؛ سلما ایزدی، (۱۳۸۸) . " مطالعه تجربی تئوری توازی ایستا در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش و توسعه، سال ۱۶ ، شماره ۲۶ ، صص ۱۰۵-۱۲۱ .
- * کردستانی، غلامرضا؛ نجفی عمران، مظاهر، (۱۳۸۷) . " بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی. تحقیقات مالی، دوره ۱۰ ، شماره ۲۵ ، صص ۷۳-۹۰ .
- * گودرزی، آرش ؛ تهرانی ، رضا (۱۳۹۵) ، " تأثیر تصاحب شرکت ها بر محدودیت های مالی شرکت های هدف " . مجله دانش حسابداری / سال هفتم / ش ۷۲ / ص ۸۹ تا ۵۰ .
- * مقدس، فرنوش، (۱۳۹۰) . " تاثیر محدودیت های مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " ، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی مالی ، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه اصفهان .
- * نمازی، محمد؛ مرتضی حشمتی، (۱۳۸۶) . " بررسی تأثیر سازه ها و متغیرهای تأخیری بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران / بررسی های حسابداری و حسابرسی / سال ۱۴ / شماره ۴۹ / صص ۱۳۹-۱۶۰ .
- * Baker M. and Wurgler J. ,(2002), Market Timing and Capital Structure. The Journal of Finance, Vol. 57, Issue. 1, PP. 1-32.
- * Butler, A. W., Cornaggia, J., Grullon, G., & Weston, J. P. (2011). Corporate financing decisions, managerial market timing, and real investment. Journal of Financial Economics, 101(3), 666-683.
- * Chittenden, F., Hall, G. and Hutchinson, P. ,(1996), Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical

- * Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure: some evidence from international data", *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 1421-60.
- * Shyam-sunder, Lakshmi. And Stewart C. Myers, (1999), Testing Static Trade-Off against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 51, Issue. 2, PP. 219-244.
- * Titman, S. ,(1984), The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. *Journal of Financial Economics*, Vol.13, Issue. 1, PP. 137-151.
- * Vermaelen, T., & Xu, M. (2014). Acquisition finance and market timing. *Journal of Corporate Finance*, 25, 73-91.
- * Vladimirov, V. (2015). Financing bidders in takeover contests. *Journal of Financial Economics*, 117(3), 534-557.
- * Zhennan Yuan , Frank Y. Chen , Xiaoming Yan, Yugang Yu. (2020). Operational implications of yield uncertainty in mergers and acquisitions . *International Journal of Production Economics*, 219 , 248-258.
- * Zhe Sun , Tsvi Vinig , Thomas Daniël Hosman.(2017). The financing of Chinese outbound mergers and acquisitions: Is there a distortion between state-owned enterprises and privately owned enterprises?. *Research in International Business and Finance* 39 . 377-388
- Investigation. *Small Business Economics*, Vol.8, Issue.1, PP. 59-67.
- * Deng, X., Kang, J.-K., & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87-109.
- * Elbekpashy, Mostafa & Elgiziry, Khairy (2018). " Investigating the Impact of Firm Characteristics on Capital Structure of Quoted and Unquoted SMEs". *Accounting and Finance Research*, Vol. 7, No. 1; 2018.
- * Elsas, R., Flannery, M. J., & Garfinkel, J. A. (2014). Financing major investments: Information about capital structure decisions. *Review of Finance*, 18(4), 1341-1386.
- * Fischer, M. (2017). The source of financing in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Volume 65, Pages 227-239.
- * Fu, F., Lin, L., & Officer, M. S. (2013). Acquisitions driven by stock overvaluation: Are they good deals? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 24-39.
- * Jensen, M. C. ,(1986), Agency Costs of Free Cash Flows, *Corporate Finance and Takeovers*. *The American Economic Review*, Vol. 76, Issue.2, PP. 323-329.
- * Liao, C. (2014). What drives corporate block acquisitions? The case for financial constraints. *Journal of Corporate Finance*, 26, 78-95.
- * Likitwongkajon, N., & Vithessonthi, C. (2020). Do foreign investments increase firm value and firm performance? Evidence from Japan . *Research in International Business and Finance*, 51 , 101099.
- * Myers, S.C. (2001), "capital structure", *Journal of Economic Perceptions*, Vol. 15(2), pp. 81-102.
- * Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- * Nikolas, E. (2007), "How firm characteristics affect capital structure: an empirical study", *The Journal of Financial Research*, Vol. 33 No. 5, pp. 321-331.
- * Offenber, D., & Pirinsky, C. (2015). How do acquirers choose between mergers and tender offers? *Journal of Financial Economics*, 116(2), 331-348.

یادداشت ها

1. Mergers
2. Acquisition
3. financing
4. Pecking Order Theory
5. Zhennan Yuan , Frank Y. Chen , Xiaoming Yan , Yugang Yu
6. Chaiporn Vithessonthi , Napaporn Likitwongkajon
7. Mostafa S. Elbekpashy , Khairy ELgiziry
8. Mario Fischer
9. Zhe Sun , Tsvi Vinig , Thomas Daniel Hosman
10. Liao
11. Nikolas, E

