

مطالعه تاثیر تامین مالی خارج از ترانزنامه بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر مهدی مرادزاده فرد*
جواد فرامرز**

تاریخ دریافت : 1388/02/20 تاریخ پذیرش: 1388/03/17

چکیده

در تحقیق حاضر تاثیر تامین مالی خارج از ترانزنامه بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفته و بیان می شود که این شیوه تامین مالی معمولاً زمانی استفاده می گردد که شرکتها می خواهند ضمن تحصیل دارایی ، آن دارایی و بدهی مربوط به آن را در ترانزنامه نشان ندهند که در نتیجه این شیوه تامین مالی ، ساختار سرمایه شرکت را متحول و نهایتاً منحنی ریسک را تغییر می دهد . سپس ابزارهای تامین مالی خارج از ترانزنامه را معرفی و مزایای و معایب هر یک را تشریح و بیان خواهیم کرد که در بورس اوراق بهادار تهران چرا فقط می توان از ابزار اجاره عملیاتی برای هدف مذکور استفاده نمود . تحقیق حاضر از نوع توصیفی بوده و اطلاعات مورد نیاز برای انجام آن از طریق سند کاوی در متن گزارشات مالی ، جمع آوری شده است . در راستای انجام این تحقیق اطلاعات مربوط به شرکت هایی از بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفته است که طی سالهای 1380 تا 1385 از فعالیت تامین مالی خارج از ترانزنامه (هزینه اجاره) استفاده کردند . تجزیه و تحلیل اطلاعات جمع آوری شده و آزمون فرضیه های تحقیق نشان می دهد که علی رغم تاکید تئوری های مطرح در این باره ، تامین مالی

* استادیار ، عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج ، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات

moradzadehfard@gmail.com

** کارشناس ارشد حسابداری
faramarz_javad@yahoo.com

خارج از ترازنامه موجب ارزش افزایی برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نمی شود .
واژه های کلیدی : تامین مالی خارج از ترازنامه ،
اجاره عملیاتی ، تامین مالی پروژه خاص ، وثیقه گذاری
داراییها ، منبع یابی خارجی ، فروش حسابها و اسناد
دریافتنی .

1. مقدمه

وظیفه مدیریت مالی را می توان بهینه سازی ساختار دارائیها ، بدهیها و حقوق صاحبان سهام به منظور حداکثر کردن ثروت سهامداران و در نهایت افزایش ارزش واحد تجاری دانست . در این زمینه مدیریت مالی یکی از مهمترین تصمیماتی که می تواند اتخاذ کند، تصمیم گیری در مورد نحوه تامین مالی ، شامل تصمیمات مربوط به ساختار مالی و ساختار سرمایه و همچنین تعیین به ترین شیوه تامین مالی و ترکیب آنها است . بر این اساس تصمیم گیری های مدیریت اغلب بر حول سه محور زیر معطوف می گردد :

۱. تجزیه و تحلیل و برنامه ریزی با هدف ایجاد تناسب در ساختار داراییها ، بدهی ها و حقوق صاحبان سهام .
 ۲. تصمیمات سرمایه گذاری در مورد کاربرد و تخصیص وجوه تامین شده بین داراییهای فیزیکی و مالی با هدف تحصیل بازده بیشتر .
 ۳. تصمیمات تامین مالی شامل تصمیمات مربوط به ساختار مالی و سرمایه و همچنین تعیین و انتخاب بهترین شیوه تامین مالی و ترکیب آن .
- بنابراین مدیریت مالی می تواند از طریق ایجاد تغیی ر در مواردی مانند تعیین خط مشی تقسیم سود و انتخاب شیوه تامین مالی بر ثروت سهامداران و در نهایت بر ارزش شرکت اثر بگذارد .
- در این راستا یکی از مهمترین تصمیمات مالی ، نحوه تامین مالی واحد تجاری می باشد که در اجرای پروژه های سود آور در رشد شرکت نقش بسیار مهمی را ایفا می کند .

توانایی واحد تجاری در مشخص ساختن منابع مالی اعم از خارج از ترانزنامه و درون ترانزنامه ای (داخلی و خارجی) برای تامین منابع به منظور سرمایه گذاری و تدوین برنامه های مالی مناسب و دسترسی به یک ساختار مالی مطلوب از عوامل اصلی رشد و پیشرفت واحد های تجاری به حساب می آید . شرکتهای اغلب هنگام نیاز به منابع مالی جدید ، یا از طریق استقراض وجوه مورد نیاز خود را بدست می آورند و یا با واگذاری بخشی از حقوق مالکانه شرکت به وجوه مورد نیاز دست می یابند ، البته شیوه دیگری نیز وجود دارد که تامین مالی خارج از ترانزنامه نامیده می شود .

هر واحد تجاری هنگام تصمیم گیری برای استفاده از منابع مالی جدید باید هزینه منابع مختلف تامین مالی را مشخص کرده و آثاری را که هر کدام از این منابع بر بازده و ریسک عملیاتی و در نهایت ارزش شرکت می گذارند را تعیین نمایند . لذا به منظور تداوم عملیات سرمایه گذاری ، ضرورت دارد که شیوه های تامین مالی واحدهای تجاری مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفته و مشخص شود که آیا آنها موفق به کسب بازده معقول از سرمایه گذاریهای انجام شده و هزینه های مربوط شده اند یا خیر ؟

با توجه به موارد مذکور ، مقاله حاضر به منظور بررسی تاثیر تامین مالی خارج از ترانزنامه بر ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اقدام نموده است .

2. ابزارهای تأمین مالی خارج از ترانزنامه

به طور کلی می توان پنج نوع از ابزارهای تأمین مالی را به شرح زیر به عنوان ابزارهای تأمین مالی خارج از ترانزنامه دانست :

1-2- اجاره های عملیاتی¹ :

با توجه به تعریفی که ریاحی بلکویی² (1998) ارائه کرده است ، اجاره یک توافق یا قرارداد بین دو یا چند طرف می باشد که طی این قرارداد اجاره دهنده موافقت می کند تا دارایی را تحصیل و به مالکیت خود در آورد و از

¹ Operating Lease

² Riahi Belkaoui

مزیت‌های مالیاتی ناشی از استهلاک و اجاره آن بهره مند شود. اجاره کننده نیز موافقت می کند که از دارایی مورد اجاره استفاده کند و حق اجاره تعیین شده توسط موجر (اجاره دهنده) را بپردازد. حق اجاره مذکور بابت جبران بخشی از سرمایه گذاری انجام شده توسط اجاره دهنده، منسوخ شدن تکنولوژی، مخاطره ناشی از کاهش ارزش فروش در زمان فروش مجدد دارایی و احتمال از بین رفتن آن توسط اجاره کننده می باشد.

خصوصیتی که انگیزه روی آوردن شرکتها به اجاره ها را تقویت می کند امکان اجرای تأمین مالی خارج از ترازنامه است که این امر از طریق نشان ندادن دارائیه‌ها و بدهیها در صورتهای مالی برای اجاره کننده حاصل شده و در نتیجه، نسبت اهرمی و نسبت های سودآوری (بازده دارائیه‌ها، بازده سرمایه گذاریها و بازده حقوق صاحبان سهام) بهتر از زمانی نشان داده می شود که دارایی خریداری شده باشد؛ هر چن د که این عمل نوعی حساب آرایه دانسته شده و اخلاقی تلقی نمی گردد.

2-2- فروش حسابهای دریافتنی³:

سه نوع نحوه عمل حسابداری برای فروشنده حسابهای دریافتنی وجود دارد که عبارتند از: عدم شناسایی دارایی و بدهی، شناسایی همزمان دارایی و بدهی، شناسایی جداگانه دارایی و بدهی ناشی از فروش حسابهای دریافتنی.

در وضعیت عدم شناسایی دارایی و بدهی، عمل فروش حسابهای دریافتنی، یک نوع ابزار تأمین مالی خارج از ترازنامه تلقی می گردد. در این نحوه عمل، مطالبات ناشی از حسابهای دریافتنی با دیون ناشی از فروش آنها تهاثر خواهد شد.

2-3- تأمین مالی پروژه های خاص⁴:

بر اساس یافته های فینرتی⁵ (1996) مراحل کلیدی تأمین مالی پروژه های خاص به این صورت است که پس از آغاز پروژه، درآمدها و هزینه ها صرفنظر از هزینه های اولیه پروژه شناخته می شوند. علت این امر، جدایی مالکیت پروژه از متصدی آن (انجام دهنده آن) می باشد

³ Factoring

⁴ Special Project Financing

⁵ Finnerty

. این بدان معنی است که شرکتهایی وجود دارند که مسئولیت انجام پروژه ها را بر عهده می گیرند و این نوع شرکتهای نوعی تأمین مالی کننده خارجی تلقی می شوند .

معمولاً یک شرکت زمانی از این نوع تأمین مالی استفاده می کند که دارای توانایی مالی محدودی باشد و یا این که راه دیگری را که از نظر هزینه معقول باشد ، نیافته باشد . تأمین مالی پروژه های خاص را می توان تأمین مالی منابع محدود نیز نام گذاری کرد .
تأمین مالی پروژه های خاص دارای ویژگیهای کلیدی زیر است :

الف- توانایی مالی محدود م تصدی پروژه (کامل کننده پروژه)

ب- جدایی واحد انتفاعی (مالک پروژه) از متصدی پروژه

پ- امکان انجام تأمین مالی با هزینه های کمتر

2-4- برون سپاری⁶ :

مطابق با نظرات آنتونوچی⁷ (1998) برون سپاری عبارتست از فروش یک بخش از واحد تجاری به همراه پرسنل و تجهیزات تولیدی آن که واحد تجاری قبلاً از یک شرکت خارجی تحصیل کرده و سپس انعقاد قرارداد ساخت تجهیزات و یا انجام خدمات با ویژگیهایی که خود تعیین می کند با شرکت دیگر . برون سپاری با مزایای زیادی همراه است و در مقابل معایبی را نیز به همراه دارد . برون سپاری نوعی تأمین مالی محسوب می شود زیرا در صورت عدم استفاده از این شیوه ، تجهیزات یا خدمات مذکور می بایست به صورت داخلی فراهم گردد . ویژگی اصلی تأمین مالی از طریق برون سپاری واگذاری مسئولیت تهیه تجهیزات و خدمات به سایر شرکتهای است .

2-5- تبدیل داراییها به اوراق بهادار⁸ :

شاو⁹ (1991) تبدیل داراییها به اوراق بهادار را عبارت از دسته بندی کردن مجموعه ای از داراییها از قبیل وامها و حسابهای دریافتنی و واگذاری این

¹ Out Sourcing

² Antonucci

³ Securitization

⁴ Shaw

مجموعه از دارائیه‌ها به یک امین (مانند بانک) به عنوان وثیقه میداند. سپس (امین) بانک مذکور با پشتوانه دارائیه‌های وثیقه گذاشته شده، می‌تواند اوراق بهادار در انواع مختلف منتشر و به عموم عرضه نماید. وجوه حاصل از انتشار اوراق مذکور به صورت وام به شرکت پرداخت می‌شود. بنابراین تبدیل دارائیه‌ها به اوراق بهادار را می‌توان به این صورت تعریف کرد: فرآیندی که در طول آن دارائیه‌های غیر نقد شونده با یک شیوه مدیریتی بهتر به دارائیه‌های زود نقد شونده تبدیل می‌شود.

در اینجا اغلب تبدیل دارائیه‌ها به اوراق بهادار باعث می‌شود که اوراق بهادار با صرف منتشر شود زیرا مخاطره آن در سطح پائینی قرار دارد. این امر باعث می‌شود که هزینه تأمین مالی شرکت کاهش پیدا کند.

در این شیوه از تأمین مالی با توجه به اینکه هیچگونه بدهی شناسایی نمی‌شود (زیرا همانند فروش، دارائیه‌ها از ترانزنامه حذف و به جای آنها وجه نقد دریافت می‌شود) عمل مذکور نوعی تأمین مالی خارج از ترانزنامه محسوب شده و نسبت‌های کلیدی به بود پیدا می‌کند، در ضمن این امکان نیز برای شرکت فراهم می‌شود که از وجه نقد بی‌نیاز شده و حجم فعالیت‌های تجاری خود را بدون افزایش سرمایه، گسترش دهد.

تبدیل دارائیه‌ها به اوراق بهادار دارای ویژگی‌های زیر می‌باشد:

الف- یک کاسه کردن دارائیه‌های مشابه

ب- کاهش ریسک اعتباری از طریق افزایش اعتبار

پ- سرمایه گذاران بر روی دارائیه‌های شرکت سرمایه

گذاری می‌کنند، نه بر روی شرکت.

با توجه به این که ساختارهای اقتصادی و نیز قوانین و مقررات آمره امکان بکارگیری از کلیه ابزارهای مذکور را در ایران ممکن نمی‌سازد، در این تحقیق اجاره عملیاتی به عنوان تنها ابزار تأمین مالی خارج از ترانزنامه تلقی شده است.

3. تاثیر اجاره عملیاتی بر بازده

همانطور که بیان شد، اجاره‌ها یکی از متداول‌ترین عناوین مورد استفاده در تأمین مالی خارج از ترانزنامه

می باشد که اثرات آن بر بازده سرمایه و دارییهای واحدهای تجاری را می توان به شرح زیر تشریح نمود :

(الف) تأثیر اجاره های عملیاتی بر بازده سرمایه : همچنانکه در قسمتهای قبلی تشریح گردید تأمین مالی از طریق اجاره های عملیاتی باعث می شود که دارائیها و تعهدات ناشی از آنها در ترازنامه نشان داده نشود ، بنابراین شرکت ها با استفاده از اجاره های عملیاتی ، دارائیهای مورد نیاز خود را بدون شناسایی این دارائیها در ترازنامه بدست می آورند . این امر باعث می شود که مجموع دارائیها نسبت به زمانی که تأمین مالی از طریق سایر روشها صورت می گیرد ، مبلغ کمتری باشد و سود عملیاتی بر مقدار کمتری از دارائیها تقسیم می شود که در نتیجه نسبت بازده سرمایه بهبود پیدا می کند .

(ب) تأثیر اجاره های عملیاتی بر بازده حقوق صاحبان سهام :

زمانی که شرکت از اجاره های عملیاتی به عنوان یک ابزار تأمین مالی استفاده می کند ، مبالغی را در دوره های متناوب بابت اجاره استفاده از دارائیهای اجاره ای به اجاره دهنده پرداخت می کند . مبالغ مذکور جزء هزینه های قابل قبول مالیاتی می باشد و از سود قبل از مالیات کسر و سود مشمول مالیات را کاهش می دهد .

بنابراین صرفه جویی مالیاتی ناشی از پرداخت اجاره بها موجب افزایش بازده حقوق صاحبان سهام می شود .

(ج) تأثیر اجاره های عملیاتی بر بازده دارییها : بازده دارائیها از تقسیم سود خالص بر مجموع دارائیها بدست می آید . صرفه جویی مالیاتی ناشی از پرداخت اجاره بها و همچنین کاهش در مجموع دارائیها به علت عدم انعکاس دارائیهای اجاره ای در ترازنامه ، هر دو بر نسبت مذکور تأثیر مثبت خواهند داشت . لذا می توان نتیجه گرفت که تأثیر اجاره عملیاتی بر بازده دارائیها می تواند بیشتر از تأثیر آن بر سایر نسبتهای سود آوری باشد .

4. پیشینه تحقیق

خلاصه برخی از تحقیقات انجام شده درباره تامین مالی خارج از ترازنامه به شرح زیر است :

دهاوان 10 (1997) بیان کرده است که اگر جریان اطلاعات آزادانه باشد ، می توان چنین نتیجه گرفت که تامین مالی خارج از ترانزنامه از طریق بهبود در نسبتهای کلیدی باعث افزایش ارزش شرکت می گردد .

در پاسخ تحقیق دهاوان، تحقیقی که توسط آکرلف 11 (1997) انجام شده ، چنین نتیجه گیری کرده که در واقع اطلاعات نمی تواند به صورت کاملاً آزادانه جریان داشته باشد و هزینه های سنگین و پیچیدگی های مربوط ، منجر به تضعیف جریان اطلاعات می شوند . در این تحقیق به این پرسش که آیا تامین مالی خارج از ترانز نامه منجر به ارزش افزایی برای شرکت می شود یا نه ، پاسخ داده نشده است .

لمون و شالهیم 12 (1998) بیان کرده اند که اجاره عملیاتی نسبت به اجاره سرمایه ای بخش بزرگتری از ساختار واقعی سرمایه شرکت را تشکیل می دهد و سطح بالای استفاده از اجاره عملیاتی تا حدود زیادی بدلیل مزایای ناشی از مدیریت ترانزنامه که از اجاره عملیاتی حاصل می شود ، بوده است .

تحقیق کامپو باسو 13 (2000) نشان داد که تامین مالی خارج از ترانزنامه یکی از روشهای تامین مالی است که ساختار سرمایه موجود شرکت را شکل داده و منحنی ریسک را بهبود می بخشد .

لیگ و اورن 14 (2000) تحقیقی را تحت عنوان " تأمین مالی خارج از ترانزنامه چگونه سبب ایجاد ارزش برای شرکت می شود " انجام داده اند . در این تحقیق چهار عامل کلیدی که به منظور قضاوت درباره ارزش ایجاد شده برای یک شرکت می بایست مدنظر قرار داده شوند ، معرفی شده است . این چهار عامل عبارتند از : مزیت های هزینه ، اختیارات مدیریتی ، انتقال ریسک ، هزینه های انجام معامله / عدم تقارن اطلاعاتی . سپس از طریق تغییر در هر یک از عامل های مذکور ، تأثیر هر یک از ابزارهای تأمین مالی خارج از ترانزنامه بر ایجاد ارزش مورد

¹ Dhawan

² Akerlof

¹ Lemmon & Schallheim

² Compobasso

³ Liigh & Overen

بررسی قرار داده شده است . نتایج تحقیق به این صورت بوده است که تأمین مالی خارج از ترانزنامه از طریق تغییر در چهار عامل مشروحه بالا موجب ارزش افزایی میشود .

گراف 15 (2001) در تحقیقی تحت عنوان " تامین مالی خارج از ترانزنامه شرکتها با اجاره عملیاتی : چگونگی تمایز بدهی از اجاره " به این نتیجه رسید که تامین مالی خارج از ترانزنامه به جای تامین مالی از طریق بدهی و گزارش آن در ترانزنامه می تواند راهکار مناسب تری برای تحصیل دارایی های مشهود باشد .

لی لند و اسکارابوت 16 (2003) در تحقیقی تحت عنوان "همکنشی مالی و نتیجه مطلوب از شرکت : دلالت بر ترکیب شرکتها و تامین مالی خارج از ترانزنامه " با استفاده از مدل میلر و مودیگیلیانی که برای همکنشی مالی و دستیابی به اهداف مطلوب شرکتها ارائه شد ، نشان دادند که تامین مالی خارج از ترانزنامه بدلیل شکل دهی ساختار سرمایه به نحو مناسب ، ارتباط مستقیم با همکنشی مالی و اهداف مطلوب متصور شرکتها دارد .

میلز و نیوبری 17 (2004) در تحقیقی تحت عنوان "تامین مالی خارج از ترانزنامه شرکت و بدهی مالی مختلف : شواهدی از گزارش مالیاتی گوناگون " به مطالعه میزان صرفه جویی مالیاتی ناشی از فعالیتهای تامین مالی خارج از ترانزنامه و مقایسه آن با شرکت های فاقد این گونه تامین مالی پرداختند . آنان با در نظر گرفتن صورتهای مالی شرکت های بزرگ از سال ۱۹۸۹ الی ۲۰۰۱ ابراز کردند که فعالیت تامین مالی خارج از ترانزنامه صرفه جویی مالیاتی بیشتری را در مقایسه با عدم استفاده از این نوع تامین مالی به همراه دارد .

نیو و ریچاردسون 18 (2004) در تحقیقی تحت عنوان " کیفیت سود ، ریسک تامین مالی خارج از ترانزنامه و رویکرد ترکیب مالی و حسابداری برای انتقال دارایی مالی " به مطالعه ریسک ناشی از فعالیت های تامین مالی خارج از ترانزنامه پرداختند . آنان با بررسی صورت های

⁴ Graff

⁵ Leland & Skarabot

⁶ Mills & Newberry

⁷ Niu & Richardson

مالی شرکتها یی که از این نوع تامین مالی در طی سالهای ۱۹۹۷-۲۰۰۱ استفاده کردند ، نشان دادند که ریسک ناشی از اینگونه فعالیت های تامین مالی مشابه ریسک (β) در مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) می باشد . در ضمن آنان مشاهده کردند که منافع وارده به شرکت ناشی از فعالیتهای تامین مالی خارج از ترانزنامه بیش از ریسک تحمیل شده آن می باشد .

لیم ، من و میهو (2005) 19 تحقیقی را تحت عنوان " ارزیابی بازار از تامین مالی خارج از ترانزنامه انجام دادند . آنها چنین بیان کردند که اجاره عملیاتی یکی از مهمترین شکل های تامین مالی خارج از ترانزنامه است که در یادداشت توضیحی صورتهای مالی گزارش می شود ، در حالی که تاثیر آن روی کاهش نسبت بدهی به چشم نمی آید .

آنها تاثیر اجاره عملیاتی بر نسبت بدهی را با تاثیر سایر بدهی هایی که در ترانزنامه نشان داده می شود مقایسه کردند و به این نتیجه رسیدند که :
اجاره عملیاتی برای ارزیابی کنندگان واحد تجاری از اهمیت کمتری نسبت به سایر بدهی هایی که در ترانزنامه نشان داده می شود ، برخوردار است .
تاثیر بدهی ناشی از اجاره عملیاتی بر بازده شرکت ، شبیه تاثیری است که بدهی های ترانزنامه ای بر بازده شرکت دارد . این یافته ها نشان می دهد ، در حالیکه بدهی ناشی از تامین مالی خارج از ترانزنامه ممکن است در کاهش نسبت بدهی موثر باشد اما نمی تواند بازار را فریب دهد .

ولی جی (2006) 20 تحقیقی تحت عنوان " فعالیتهای خارج از ترانزنامه ، ثبات درآمدها و قیمت سهام : شواهدی از اجاره های عملیاتی " ، را در دانشگاه میشیگان انجام داده است . در این تحقیق چگونگی کاربرد افشای اطلاعات در رابطه با اجاره های عملیاتی در یادداشت های توضیحی صورتهای مالی و پیش بینی درآمدها و بازده سهام آتی مورد بررسی قرار گرفته است . نتایج این تحقیق نشان داد که افزایش در فعالیتهای اجاره عملیاتی منجر به کاهش درآمدهای آتی می شود . یافته های مذکور با نزولی

¹ Lim , Mann & Mihow

² Weli Ge

بودن بازده نهایی سرمایه گذاری در اجاره های عملیاتی سازگار است . آزمونهای نهایی نشان داد که سرمایه گذاران به طور کامل انتظار ارتباط منفی بین فعالیتهای اجاره عملیاتی خارج از ترانزنامه و درآمدهای آتی را دارند .

ژانگ 21 (2007) تحقیقی با عنوان " نتایج اقتصادی تأمین مالی خارج از ترانزنامه : شواهدی از سرمایه گذاری به روش ارزش ویژه " را انجام داده است . در این رساله مشخصات و نتایج بکارگیری نوع خاصی از ابزارهای تأمین مالی خارج از ترانزنامه تحت عنوان سرمایه گذاری به روش ارزش ویژه به صورت تجربی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است . نتایج تجربی این تحقیق همراه با پیش بینی های تئوریک نشان داده است که شرکتهایی با هزینه نمایندگی بالا، دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا و در نتیجه دارای انگیزه های مخاطره آمیز زیاد، به احتمال بیشتری سرمایه گذاری به روش ارزش ویژه را به عنوان منبع تأمین مالی انتخاب می کنند .

5. فرضیه های تحقیق

به منظور ارائه پاسخ به این سوال که ، آیا تامین مالی خارج از ترانزنامه موجب افزایش ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اور اق بهادار تهران می شود یا خیر ، فرضیه های تحقیق به شرح زیر مطرح گردیده است :

فرضیه اصلی اول : ارزش شرکتها بعد از تامین مالی خارج از ترانزنامه بیشتر از ارزش شرکتها قبل از تامین مالی خارج از ترانزنامه است .

برای بررسی فرضیه اصلی فوق ، فرضیه های فرعی زیر طرح شده اند :

- فرضیه فرعی اول : میانگین قیمت بازار هر سهم شرکت ها بعد از تامین مالی خارج از ترانزنامه بیشتر از میانگین قیمت بازار هر سهم شرکت ها قبل از تامین مالی خارج از ترانزنامه است .

- فرضیه فرعی دوم : میانگین ارزش شرکت ها بعد از تامین مالی خارج از ترانزنامه بیشتر از میانگین ارزش شرکت ها قبل از تامین مالی خارج از ترانزنامه است .

- فرضیه فرعی سوم : درصد افزایش در ارزش شرکت هایی که از تامین مالی خارج از ترانزنامه استفاده می کنند ، بیشتر از درصد افزایش در ارزش شرکت هایی که از تامین مالی خارج از ترانزنامه استفاده نمی کنند .

فرضیه اصلی دوم : نسبتهای سودآوری در شرکتها بعد از تامین مالی خارج از ترانزنامه بیشتر از نسبتهای سودآوری قبل از تامین مالی خارج از ترانزنامه است .

برای بررسی فرضیه اصلی فوق ، فرضیه های فرعی زیر طرح شده اند :

- فرضیه فرعی چهارم : میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع دارائیهها (ROI) در شرکتها بعد از تامین مالی خارج از ترانزنامه بیشتر از میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع دارائیهها (ROI) قبل از تامین مالی خارج از ترانزنامه است .

- فرضیه فرعی پنجم : میانگین نسبت سود خالص به ارزش ویژه (ROE) در شرکتها بعد از تامین مالی خارج از ترانزنامه بیشتر از میانگین نسبت سود خالص به ارزش ویژه (ROE) در شرکتها قبل از تامین مالی خارج از ترانزنامه است .

- فرضیه فرعی ششم : میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارائیهها (ROA) در شرکتها بعد از تامین مالی خارج از ترانزنامه بیشتر از میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارائیهها (ROA) در شرکتها و قبل از تامین مالی خارج از ترانزنامه است .

فرضیه اصلی سوم : نسبتهای سودآوری شرکتهایی که از تامین مالی خارج از ترانزنامه استفاده می کنند بیشتر از نسبتهای سودآوری شرکتهایی است که از تامین مالی خارج از ترانزنامه استفاده نمی کنند .

برای بررسی فرضیه اصلی فوق ، فرضیه های فرعی زیر طرح شده اند :

• فرضیه فرعی هفتم : میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع دارائیه‌ها (ROI) در شرکتهایی که تأمین مالی خارج از ترانزنامه نموده اند بیشتر از میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع دارائیه‌ها (ROI) در شرکتهایی است که تأمین مالی خارج از ترانزنامه نداشته اند .

• فرضیه فرعی هشتم : میانگین نسبت سود خالص به ارزش ویژه (ROE) در شرکتهایی که تأمین مالی خارج از ترانزنامه نموده اند بیشتر از میانگین نسبت سود خالص به ارزش ویژه شرکتهایی است که تأمین مالی خارج از ترانزنامه نداشته اند .

• فرضیه فرعی نهم : میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارائیه‌ها (ROA) در شرکتهایی که تأمین مالی خارج از ترانزنامه نموده اند بیشتر از میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارائیه‌ها شرکتهایی است که تأمین مالی خارج از ترانزنامه نداشته اند .

6. متغیرهای تحقیق

متغیرهای تحقیق بر اساس نقشی که در آن دارند به دو دسته متغیر مستقل² و متغیر وابسته³ تقسیم می شوند : در تحقیق حاضر متغیر مستقل " تأمین مالی خارج از ترانزنامه " می باشد که با استفاده از هزینه‌های افشاء شده در یادداشتهای توضیحی صورتهای مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، اندازه گیری می شود .

این تحقیق شامل پنج متغیر وابسته نیز به شرح زیر می باشد :

- ۱ . قیمت بازار سهام شرکت ها در ۱۲/۲۹
- ۲ . ارزش شرکت ها در ۱۲/۲۹ (که از طریق ضرب تعداد سهام در ارزش بازار آن بدست می آید .)
- ۳ . بازده سرمایه (ROI) ، نسبت سود ناویژه به مجموع دارائیه‌ها
- ۴ . بازده ارزش ویژه (ROE) ، نسبت سود خالص به ارزش ویژه

¹ Independent variable

² Dependent variable

۵. بازده دارائیه‌ها یا توان سوددهی (ROA) ، نسبت سود خالص به مجموع دارائیه‌ها برای بدست آوردن اطلاعات فوق قیمت بازار سهام و ارزش شرکت و نسبت های سودآوری در پای ان سال محاسبه و برای کسب نسبت‌های لازم ، اطلاعات مالی شامل سود خالص (سود پس از کسر مالیات) ، سود ناویژه (سود قبل از کسر بهره و مالیات) ، ارزش ویژه (جمع حقوق صاحبان سهام) و جمع دارائیه‌ها از صورتهای مالی شرکتهای نمونه استخراج شده است .

7. جامعه و نمونه آماری

چنانچه قرار است از نمونه گیری نتایج رضایت بخشی حاصل شود باید به مجموعه فعالیتهای و مراحل که به منظور انتخاب نمونه ای معرف به کار برده می شود ، آگاهی کامل داشت . برای درک روشن این مطلب باید جامعه ای را که قصد داریم نمونه مورد مطالعه را از آن انتخاب کنیم ، تعریف نماییم . بر این اساس در تحقیق حاضر شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به سه جامعه تقسیم شده اند :

الف- جامعه آماری شرکتهایی که از سال مالی ۸۰ الی ۸۲ فاقد تأمین مالی خارج از ترازنامه و از سال ۸۳ الی ۸۵ دارای تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده اند .

ب- جامعه آماری شرکتهایی که طی دوره تحقیق (۸۰ الی ۸۵) دارای تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده اند .

ج- جامعه آماری شرکتهایی که طی دوره تحقیق (۸۰ الی ۸۵) فاقد تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده اند .

برای انتخاب عناصر جوامع آماری مذکور چهار پیش فرض به شرح زیر برقرار شده است :

۱ . شرکتهایی که حداکثر تا تاریخ ۲۹ / ۱۲ / ۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند .

۲ . شرکتهایی که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم شده است و طی دوره تحقیق تغییر سال مالی نداشته اند .

۳ . شرکتهای سرمایه گذاری به دلیل متفاوت بودن نحوه محاسبه بازده آنها از جامعه آماری حذف شده اند .

۴ . شرکتهایی که طی دوره تحقیق در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده اند .

بر اساس آنچه بیان گردید جامعه آماری ما شامل ۲۰۸ شرکت بوده و تعداد نمونه ها با استفاده از فرمول کوکران (به شرح زیر) تعیین شده است :

۱- جامعه الف (جامعه آماری شرکتهایی که از سال مالی ۸۰ الی ۸۲ فاقد تأمین مالی خارج از ترازنامه و از سال ۸۳ الی ۸۵ دارای تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده اند) : تعداد اعضاء جامعه الف به علت اینکه کم بوده (۱۶ شرکت) برای انتخاب نمونه از سرشماری استفاده شده است (کل ۱۶ شرکت انتخاب شده اند) .

۲- جامعه ب (جامعه آماری شرکتهایی که طی سالهای ۸۰ الی ۸۵ دارای تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده اند) : تعداد اعضاء جامعه ۱۰۰ شرکت بوده است . حجم نمونه انتخابی به تعداد ۲۱ مورد از شرکتهای گروه ب با استفاده از روابط زیر تعیین شده است :

۳- جامعه ج (جامعه آماری شرکتهایی که طی سالهای ۸۰ الی ۸۵ فاقد تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده اند) : تعداد اعضاء جامعه ج ۹۲ شرکت بوده است . حجم نمونه انتخابی به تعداد ۱۸ مورد از شرکتهای گروه ج با استفاده از روابط زیر تعیین شده است :

در این تحقیق $p=0/5$ و $q=0/5$ فرض شده است و با سطح اطمینان ۹۵٪، خطای نمونه گیری (d) برای جامعه ب، معادل 0/19 و برای جامعه ج، معادل 0/2 می باشد.

در این تحقیق هزینه اجاره کمتر از ۱۰۰ میلیون ریال، صفر در نظر گرفته شده است. لازم به توضیح است که نمونه ها کاملاً به صورت تصادفی انتخاب شده اند و در انتخاب نمونه شرکتهای دارای تامین مالی خارج از ترانزنامه و شرکتهای فاقد تامین مالی خارج از ترانزنامه، سعی شده است که تعداد شرکتهای انتخابی از هر صنعت تقریباً برابر باشد.

8. ابزار جمع آوری اطلاعات و مراحل تجزیه و تحلیل آنها

در هر تحقیق تهیه اطلاعات واقعی با توجه به اهداف تحقیق از اهمیت اساسی برخوردار است. در این تحقیق اطلاعات مورد نیاز جهت آزمون فرضیات از طریق بسته های اطلاعاتی شرکت اطلاع رسانی بورس تحت عنوان "بانک اطلاعات شرکتهای پذیرفته شده در بورس" و نرم افزار اطلاعاتی تدبیر پرداز و همچنین با استفاده از پایگاه های اطلاعاتی مرتبط با بورس اوراق بهادار به ویژه پایگاه اطلاعاتی www.rdis.ir تهیه گردیده است. داده های مورد نیاز، از صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتهای نمونه (که در آرشیو موجود بوده) استخراج و سپس با استفاده از آنها، اطلاعات مربوط به متغیرهای تحقیق بدست آمده است.

فرایند تجزیه و تحلیل اطلاعات ماخوذه به شرح زیر بوده است:

در ابتدا اطلاعات مربوط به فرضیه اصلی شماره اول به شرح زیر تجزیه و تحلیل شده است:

۱. در گام اول متغیرهای وابسته (قیمت بازار سهام در ۱۲/۲۹ و ارزش شرکتها در ۱۲/۲۹) برای هر یک از شرکتها استخراج شده است.

۲. گام دوم میانگین قیمت بازار سهام شرکتها و همچنین میانگین ارزش شرکتها قبل و بعد از تامین مالی محاسبه گردیده است.

۳. در گام سوم درصد افزایش در ارزش شرکت ها محاسبه شده است .

۴. در گام چهارم با توجه به دو فرضیه فرعی اول و دوم این تحقیق که در آنها نمونه ها مستقل نیس تند از آزمون آماری مناسب جهت مقایسه میانگینهای دو جامعه استفاده شده است . در آزمون یکسان بودن میانگینهای دو جامعه زمانی که نمونه ها مستقل نیستند (مقایسه نمونه ها قبل و بعد از یک رویداد) ، فرض بر این است که متغیرها در جامعه های مربوط با واریانسهای یکسان توزیع شده اند . (آزمون t - استیودنت با درجه آزادی $df = n-1$) .

۵. در گام پنجم با توجه به فرضیه فرعی سوم این تحقیق که در آنها نمونه ها مستقل هستند ، میانگین و واریانس دو جامعه با یکدیگر مقایسه می گردند . در مرحله بعد تجزیه و تحلیل مربوط به فرضیات اصلی شماره های ۲ و ۳ بدین ترتیب صورت گرفته که :

در گام اول مقادیر مورد نیاز جهت محاسبه متغیرها ، شامل سود خالص ، سود ناویژه (EBIT) ، ارزش ویژه و جمع دارائیها از صورتهای مالی شرکتهاى نمونه استخراج شده است .

در گام دوم متغیرهای وابسته (نسبت بازده سرمایه گذاریها ROI ، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام ROE و نسبت بازده دارائیها ROA) برای هر یک از شرکتهای تحت بررسی بر اساس اطلاعات جمع آوری شده در مرحله قبل برای دوره ۶ ساله (سالهای ۸۰ تا ۸۵) محاسبه شده است .

در گام سوم میانگین نسبتهای سودآوری به شرح زیر محاسبه شده است :

- میانگین نسبتهای سودآوری شرکتهای قبل از تأمین مالی خارج از ترانزنامه (سالهای ۸۰ تا ۸۲) و میانگین نسبتهای سودآوری شرکتهای بعد از تأمین مالی خارج از ترانزنامه (سالهای ۸۳ تا ۸۵) . (

- میانگین نسبت‌های سودآوری شرکتهای دارای
تأمین مالی خارج از ترانزنامه (سالهای 80 تا 85)
(.

- میانگین نسبت‌های سودآوری شرکتهای فاقد تأمین
مالی خارج از ترانزنامه (سالهای 80 تا 85) در
گام چهارم میانگین کل نسبت‌های سودآوری هر یک از سه
گروه ذکر شده در گام سوم محاسبه شده است .

در گام پنجم برای آن دسته از فرضیاتی که در آنها
نمونه‌ها مستقل نیستند از آزمون آماری مناسب جهت
مقایسه میانگینهای دو جامعه استفاده شده است . در
آزمون یکسان بودن میانگینهای دو جامعه زمانی که نمونه
ها مستقل نیستند (مقایسه نمونه‌ها قبل و بعد از یک
رویداد) ، فرض بر این است که متغیرها در جامعه‌های
مربوط با واریانسهای یکسان توزیع شده اند (آزمون t -
استیودنت با درجه آزادی $df = n - 1$) .

در گام ششم با توجه به فرضیاتی که در آنها نمونه‌ها
مستقل هستند ، (مقایسه میانگین نمونه‌های انتخاب شده
از دو جامعه مختلف) آزمونهای آماری به شرح زیر انجام
شده است :

مقایسه واریانس نسبت‌های سودآوری شرکتهای نمونه
دارای تأمین مالی خارج از ترانزنامه و شرکتهای نمونه
فاقد تأمین مالی خارج از ترانزنامه (آزمون F ،
اسندکور- فیشر) .

با توجه به آزمون یکسان بودن واریانسها، آزمون
مقایسه میانگینها با استفاده از فرمول مناسب آماری
انجام گردیده است (آزمون t) .

9. روش تحقیق و تشریح روشهای آماری جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ نوع کار تحقیقاتی ، یک تحقیق
کاربردی پس رویدادی است که طی آن از اطلاعات واقعی و
روشه‌ای مختلف آماری برای رد یا عدم رد فرضیه‌ها
استفاده می‌شود . در این تحقیق از روش پیمایشی-

مقایسه ای استفاده شده و برای جمع آوری اطلاعات مورد نیاز مباحث تئوری و اطلاعات مالی مبتنی بر صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتهای تحت بررسی ، از روش کتابخانه ای (آرشیو بورس) بهره برده شده است .
در تحقیق حاضر جهت آزمون فرضیه های تحقیق اقدامات زیر انجام پذیرفته است :

آزمون نرمال بودن داده ها (یا آزمون اسمیرنف - کلموگروف)

در ابتدای امر برای اینکه معلوم شود که آیا داده ها از توزیع نرمال برخوردارند یا خیر ، از آزمون نرمالیتی (یا آزمون اسمیرنف - کلموگروف) استفاده شده است . در این آزمون فرض صفر و فرض مقابل به صورت زیر برقرار می شود:

H_0 : داده ها دارای توزیع نرمال هستند

H_1 : داده ها دارای توزیع نرمال نیستند

بدین معنی که هرگاه مقدار سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد باشد فرض صفر رد میشود و در غیر این صورت فرض صفر رد نمی شود . به عبارت دیگر می توان گفت که اگر مقدار سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد باشد ، داده ها از یک توزیع نرمال تبعیت نمی کنند در غیر این صورت داده ها دارای توزیع نرمال هستند.

آزمون مقایسه میانگینهای دو جامعه (توزیع t - استیودنت)

در فرضیاتی که در آنها نمونه ها مستقل نیستند ، فرض را بر این می گیریم که واریانسهای دو جامعه یکسان هستند . جهت انجام این آزمون فرضیه های آماری به صورت زیر مطرح شده اند :

$\bar{X}_2 =$ میانگین ارزش شرکت و نسبتهای سودآوری شرکتهای نمونه ، بعد از تأمین مالی خارج از ترازنامه (سالهای 83 تا 85)

$\bar{X}_1 =$ میانگین ارزش شرکت و نسبتهای سودآوری شرکتهای نمونه ، قبل از تأمین مالی خارج از ترانزنامه (سالهای 83 تا 85)

(\bar{X}_1 و X_2 تخمین گرهای بدون تورش برای μ_1 و μ_2 هستند)

آماره این آزمون بر اساس قانون t - استیودنت با درجه آزادی $df = n - 1$ به صورت زیر محاسبه می شود :

که در آن :

سطح احتمال خطای نوع اول $\alpha = 5\%$ در نظر گرفته شده است .

با توجه به α و فرضیه مقابل ، کوانتیلهای قانون توزیع تابع آزمون را از جدول مربوط استخراج و بر اساس آنها ناحیه بحرانی مشخص گردیده است .

10. قواعد تصمیم گیری برای پذیرش یا رد فرضیه های تحقیق

برای تایید فرضیه H_1 دو شرط لازم و ضروری است ، اول اینکه t محاسبه شده بزرگتر از کوانتیل جدول $(t_{1-\alpha})$ باشد که این نشانده آن است که اختلاف معنی داری بین میانگینها ، قبل و بعد از تأمین مالی خارج از ترانزنامه وجود دارد و دوم اینکه میانگین بعد از تأمین مالی خارج از ترانزنامه بیشتر از میانگین قبل از تأمین مالی خارج از ترانزنامه باشد ، در اینصورت با ۹۵ درصد اطمینان می توانیم بگوییم که میانگین محاسبه شده بعد از تأمین مالی خارج از ترانزنامه بیشتر از میانگین محاسبه شده قبل از تأمین مالی خارج از ترانزنامه است به عبارت دیگر می توانیم نتیجه بگیریم که متغیر م ستقل این تحقیق (تأمین مالی خارج از ترانزنامه) باعث افزایش متغیرهای وابسته این تحقیق (میانگین قیمت سهام ، میانگین ارزش شرکت ، میانگین نسبت سود ناویژه (EBIT) به مجموع دارائیهها (ROI) ، میانگین نسبت سود

خالص به ارزش ویژه (ROE) و میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارائیهها (ROA) شده است و بلعکس. در غیر این صورت اگر $(t_{1-\alpha} \geq t)$ فرضیه H_1 رد خواهد شد.

آزمون مقایسه واریانسهای دو جامعه - توزیع F (اسندکور - فیشر)

در فرضیاتی که در آنها نمونه ها مستقل هستند و از جوامع آماری مختلف انتخاب شده اند، قبل از انجام آزمون مقایسه میانگینها، لازم است که آزمون یکسان بودن واریانسها انجام شود. جهت انجام این آزمون فرضیه های آماری به صورت زیر مطرح شده اند:

واریانس نمونه های انتخابی از دو جامعه به شرح زیر محاسبه شده اند: $(S_1^2$ و S_2^2 تخمین گره های بدون تورش برای σ_1^2 و σ_2^2 هستند).

$S_2^2 =$ واریانس ارزش شرکت و نسبتهای سودآوری شرکتهای نمونه، دارای تأمین مالی خارج از تراژنامه (سالهای 80 تا 85)

$S_1^2 =$ واریانس ارزش شرکت و نسبتهای سودآوری شرکتهای نمونه، فاقد تأمین مالی خارج از تراژنامه (سالهای 80 تا 85)

آماره این آزمون را قانون F (اسندکور - فیشر) با درجه های آزادی $df_1 = n_1 - 1$ و $df_2 = n_2 - 1$ به صورت زیر انتخاب کرده ایم:

سطح احتمال خطای نوع اول $\alpha = 5\%$ در نظر گرفته شده است.

با توجه به α و فرضیه مقابل، کوانتیلهای قانون توزیع تابع آزمون را از جدول مربوط استخراج و براساس آنها ناحیه بحرانی مشخص گردیده است.

حال اگر F محاسبه شده بزرگتر از کوانتیل جدول باشد و همچنین اگر F محاسبه شده بعد از تأمین مالی خارج از

ترازنامه بزرگتر از F محاسبه شده قبل از تامین مالی خارج از ترازنامه باشد، فرضیه H_1 تایید می شود و با اطمینان ۹۵٪ می توان گفت که متغیر مستقل (تامین مالی خارج از ترازنامه) تاثیر مثبت روی متغیرهای وابسته داشته است و بلعکس. در صورتی که مقدار عددی تابع آزمون در ناحیه بحرانی قرار نگیرد، یعنی F محاسبه شده کوچکتر از کوانتیل جدول باشد، فرضیه H_1 رد می شود و با اطمینان ۹۵٪ می توان گفت واریانسهای دو جامعه، اختلاف معنی داری با یکدیگر ندارند.

آزمون مقایسه میانگینهای دو جامعه (توزیع t - استیودنت، توزیع t' - استاتیک)

جهت انجام آزمون مقایسه میانگینهای دو جامعه فرضیه آماری به صورت زیر مطرح شده اند:

میانگین نمونه های انتخابی از دو جامعه به شرح زیر محاسبه شده اند:

$\bar{X}_2 =$ میانگین ارزش شرکت و نسبتهای سودآوری شرکتهای نمونه، دارای تامین مالی خارج از ترازنامه (سالهای ۸۰ تا ۸۵)

$\bar{X}_1 =$ میانگین ارزش شرکت و نسبتهای سودآوری شرکتهای نمونه، فاقد تامین مالی خارج از ترازنامه (سالهای ۸۰ تا ۸۵)

در این مرحله انتخاب آماره آزمون به نتایج حاصل از آزمون یکسان بودن واریانسها بستگی دارد:

۱. واریانسهای دو جامعه یکسان هستند: آماره آزمون، قانون t - استیودنت با درجه آزادی $df = n_1 + n_2 - 2$ انتخاب می شود.

۲. واریانسهای دو جامعه یکسان نیستند: آماره آزمون، قانون t' - استاتیک با درجه آزادی v انتخاب می شود.

سطح احتمال خطای نوع اول $\alpha = 5\%$ در نظر گرفته شده است

با توجه به α و فرضیه مقابل، کوانتیل‌های قانون توزیع تابع آزمون از جدول مربوطه استخراج و بر اساس آنها ناحیه بحرانی مشخص شد.

پس اگر t محاسبه شده بزرگتر از کوانتیل جدول $(t_{1-\alpha})$ باشد و همچنین اگر میانگین بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه بیشتر از میانگین قبل از تامین مالی خارج از ترازنامه باشد، فرضیه H_1 تایید می‌شود و با 95% اطمینان می‌توان گفت که میانگین‌های دو جامعه یکسان هستند و اختلاف معنی‌داری ندارند.

11. نتایج آزمون فرضیه‌ها

• آزمون نرمال بودن داده‌ها (اسمیرنف-کلموگروف)

بر اساس این آزمون اگر سطح معنی‌داری داده‌ها کمتر از $0/05$ باشد داده‌ها از یک توزیع نرمال برخوردار نیستند. نتایج این آزمون حاکی از آن است که سطح معنی‌داری داده‌ها در هر سه جامعه آماری مورد بررسی بالاتر از $0/05$ است، پس می‌توان نتیجه گرفت که نمونه‌های آماری از یک توزیع نرمال برخوردار هستند.

• آزمون فرضیه فرعی اول

در تحلیل و بررسی این فرضیه، استفاده از آزمون مقایسه میانگین‌های دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع وابسته مورد توجه بوده است. با توجه به اینکه $t = 1.550$ کوچکتر از کوانتیل جدول $t_{1-\alpha} = 1.75$ می‌باشد، فرضیه H_1 رد می‌شود و با 95% اطمینان می‌توان گفت که میانگین‌های دو جامعه اختلاف معنی‌داری با یکدیگر ندارند.

- آزمون فرضیه فرعی دوم
در تحلیل و بررسی این فرضیه ، استفاده از آزمون مقایسه میانگینهای دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع وابسته مورد توجه بوده است . با توجه به اینکه $t=1/707$ کوچکتر از کوانتیل جدول $t_{1-\alpha}=1.75$ می باشد ، فرضیه H_1 رد شده و با ۹۵٪ اطمینان می توان گفت که میانگینهای دو جامعه اختلاف معنی داری با یکدیگر ندارند .

- آزمون فرضیه فرعی سوم
در تحلیل و بررسی این فرضیه ، استفاده از آزمونهای آماری مقایسه واریانسهای دو جامعه- توزیع F (اسدکور - فیشر) و مقایسه میانگینهای دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع مستقل مورد توجه بوده است . با توجه به اینکه $F=0/01$ کوچکتر از کوانتیل جدول $(t_{1-\alpha}=2.13)$ می باشد ، فرضیه H_1 رد شده و با اطمینان ۹۵٪ می توان گفت که واریانسهای دو جامعه یکسان هستند . و همچنین با توجه به اینکه $t = 1/21$ کوچکتر از کوانتیل جدول $t_{1-\alpha} = 1.75$ می باشد ، فرضیه H_1 رد می شود و با ۹۵٪ اطمینان می توان گفت که میانگینهای دو جامعه اختلاف معنی داری ندارند .

- آزمون فرضیه فرعی چهارم
در تحلیل و بررسی این فرضیه ، استفاده از آزمون مقایسه میانگینهای دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع وابسته مورد توجه بوده است . با توجه به اینکه $t = 2/174$ بزرگتر از کوانتیل جدول $t_{1-\alpha} = 1/75$ می باشد $(t > t_{1-\alpha})$ ، با ۹۵٪ اطمینان می توان گفت که میانگینهای دو جامعه مساوی نیستند و اختلاف میانگینها معنی دار است و با توجه به اینکه میانگین (ROI) قبل از تأمین مالی خارج از ترانزنامه برابر با $0/223724$ و بعد از تأمین مالی خارج از ترانزنامه برابر با $0/174683$ بوده است ، چنین نتیجه می گیریم که تأمین مالی خارج از ترانزنامه اثر منفی بر روی ROI داشته و سبب کاهش این نسبت شده است .

- آزمون فرضیه فرعی پنجم
در تحلیل و بررسی این فرضیه ، استفاده از آزمون مقایسه میانگینهای دو جامعه (توزیع t - استیودنت)

برای جوامع وابسته مورد توجه بوده است . چون $t = 2/203$ بزرگتر از کوانتیل جدول $t_{1-\alpha} = 1/75$ می باشد با 95% اطمینان می توان گفت که میانگینهای دو جامعه مساوی نیستند و اختلاف میانگینها معنی دار است و با توجه به اینکه میانگی ن ROE قبل از تأمین مالی خارج از ترانزنامه برابر با $0/722600$ و بعد از تأمین مالی خارج از ترانزنامه برابر با $0/527400$ بوده است ، چنین نتیجه می گیریم که تأمین مالی خارج از ترانزنامه اثر منفی بر روی ROE داشته و سبب کاهش این نسبت شده است .

• آزمون فرضیه فرعی ششم

در تحلیل و بررسی این فرضیه ، استفاده از آزمون مقایسه میانگینهای دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع وابسته مورد توجه بوده است . چون $t = 1/442$ کوچکتر از کوانتیل جدول $t_{1-\alpha} = 1/75$ می باشد ، فرضیه H_1 رد می شود و با 95% اطمینان می توان گفت که میانگینهای دو جامعه مساوی هستند و اختلاف میانگینها معنی دار نیست .

• آزمون فرضیه فرعی هفتم

در تحلیل و بررسی این فرضیه ، استفاده از آزمونهای آماری مقایسه واریانسهای دو جامعه - توزیع F (اسدکور - فیشر) و مقایسه میانگینهای دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع مستقل مورد توجه بوده است . در این تحلیل ابتدا آزمون یکسان بودن واریانسها با استناد به قانون توزیع F - فیشر انجام گرفته و با توجه به اینکه مقدار عددی تابع آزمون کوچکتر از کوانتیل جدول می باشد به عبارت دیگر چون $F = 0/794$ کوچکتر از کوانتیل جدول $(2/23)$ می باشد ، فرضیه H_1 رد می شود و با اطمینان 95% می توان گفت که واریانسهای دو جامعه یکسان هستند .

همچنین چون $t = 0/202$ کوچکتر از کوانتیل جدول $t_{1-\alpha} = 1/75$ می باشد ، فرضیه H_1 رد می شود و با 95% اطمینان می توان گفت که میانگینهای دو جامعه مساوی هستند و اختلاف میانگینها معنی دار نیست .

• آزمون فرضیه هشتم

در تحلیل و بررسی این فرضیه ، استفاده از آزمونهای آماری مقایسه واریانسهای دو جامعه - توزیع F (اسدکور

- فیشر (و مقایسه میانگینهای دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع مستقل مورد توجه بوده است . در این تحلیل ابتدا آزمون یکسان بودن واریانسها با استناد به قانون توزیع F - فیشر انجام گرفته و با توجه به اینکه مقدار عددی تابع آزمون کوچکتر از کوانتیل جدول می باشد ، به عبارت دیگر چون $F = 0/40001$ کوچکتر از کوانتیل جدول (1.96) می باشد ، فرضیه H_1 رد می شود و با اطمینان ۹۵٪ می توان گفت که واریانسهای دو جامعه یکسان هستند .

همچنین چون $t = 0/239$ کوچکتر از کوانتیل جدول $t_{1-\alpha} = 1/75$ می باشد ، فرضیه H_1 رد می شود و با ۹۵٪ اطمینان می توان گفت که میانگینهای دو جامعه مساوی هستند و اختلاف میانگینها معنی دار نیست .

• آزمون فرضیه فرعی نهم

در تحلیل و بررسی این فرضیه ، استفاده از آزمونهای آماری مقایسه واریانسهای دو جامعه - توزیع F (اسدکور - فیشر) و مقایسه میانگینهای دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع مستقل مورد توجه بوده است . در این تحلیل ابتدا آزمون یکسان بودن واریانسها با استناد به قانون توزیع F - فیشر انجام گرفته و با توجه به اینکه مقدار عددی تابع آزمون کوچکتر از کوانتیل جدول می باشد ، به عبارت دیگر چون $F = 0/473$ کوچکتر از کوانتیل جدول (1.75) می باشد ، فرضیه H_1 رد می شود و با اطمینان ۹۵٪ می توان گفت که واریانسهای دو جامعه یکسان هستند .

همچنین چون $t = 0/512$ کوچکتر از کوانتیل جدول $t_{1-\alpha} = 1/75$ می باشد ، فرضیه H_1 رد می شود و با ۹۵٪ اطمینان می توان گفت که میانگینهای دو جامعه مساوی هستند و اختلاف میانگینها معنی دار نیست .

12. نتیجه گیری

نتایج تحقیق نشان می دهد که تأمین مالی خارج از ترازنامه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نه تنها موجب افزایش ارزش شرکت و

نسبتهای سودآوری نشده است بلکه در برخی موارد نیز موجب کاهش نسبتهای سودآوری (ROI, ROE) شده است .

از دیدگاه نظری انتظار بر این است که به دلایل عدم انعکاس دارائیهای اجاره ای و تعهدات ناشی از آنها در ترانزنامه ، کاهش در میزان دارائیهای عملیاتی و استفاده بهینه از دارائیهای موجود و همچنین قابل قبول بودن هزینه اجاره از نظر مقامات مالیاتی ، ارزش شرکت و نسبتهای سودآوری افزایش پیدا کند . با این حال عدم تأیید این تئوری با استفاده از آزمونهای انجام شده در این تحقیق نمی تواند دال بر نادرست بودن آن باشد .

دلایل این امر ممکن است محدودیت استفاده از این ابزار تأمین مالی توسط شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران و عوامل دیگری از قبیل آثار تورم شدید در اقتصاد جاری کشور ، عدم امکان بکارگیری ابزارهای تأمین مالی خارج از ترانزنامه همیشه و هر جا ، نحوه انتخاب جامعه آماری و ... باشد ، که بر نتایج این تحقیق اثرگذار بوده است . بر این اساس دلایل عدم استفاده مطلوب از ابزارهای تأمین مالی خارج از ترانزنامه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیازمند انجام تحقیقات بیشتر در این زمینه خواهد بود .

13. پیشنهادات در خصوص تحقیقات آتی

این تحقیق مقدمات لازم جهت انجام تحقیق در موضوعات زیر را فراهم نموده است :

۱ . دلایل عدم بکارگیری سایر ابزارهای تأمین مالی خارج از ترانزنامه باید مورد بررسی و مطالعه قرار گیرد .

۲ . دلایل تأثیر منفی یا عدم تأثیر تأمین مالی خارج از ترانزنامه بر ارزش شرکت و نسبتهای سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، مورد بررسی و مطالعه قرار گیرد .

۳ . به صورت موردی به بررسی تأثیر تأمین مالی خارج از ترانزنامه بر چند متغیر در شرکتهایی که هزینه اجاره عملیاتی آنها بالای چند میلیارد ریال (بسیار با اهمیت) است پردازند .

۴ . شرکتهای برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود بین روشهای مختلف حق انتخاب دارند . بنابراین محقق میتواند معیارهای تصمیم گیری مدیران شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران در انتخاب روشهای تأمین مالی و نحوه نگرش آنها به هر کدام از این منابع (درون یا برون ترانزنامه ای) را مورد بررسی و مطالعه قرار دهد.

۵ . با توجه به این که نتایج حاصل از تحقیقات خارجی نشان می دهد که تأمین مالی خارج از ترانزنامه باعث ارزش آفرینی برای شرکت گردیده است پیشنهاد می شود که در بورس هایی غیر از ایران که بتوان تمامی ابزارهای تأمین مالی را بکار برد ، تحقیقی صورت گیرد ، که آیا تأمین مالی خارج از ترانزنامه موجب افزایش نسبت های سودآوری و نسبت های اهرمی می شود یا خیر .

منابع

- Akerlof , G. (1971) " The Markets for Lemon : Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, " Quarterly Journal of Economics , Cambridge .
- Antonucci , Y. L. (1998) " The Pros and Cons of IT Outsourcing " , Journal of Accountancy , New York.
- Compobasso , F. D.(2000) " Off – Balance-Sheet Financing can Generate Capital for Strategic Development " , Healthcare Financial Management , Westchester.
- Dhawan, R (1997) " Asymmetric Information and Debt Financing : The Empirical Importance of Size and Balance Sheet Factors " , International Journal of the Economics of Business , Abingdon.
- Finnerty , J . D. (1996) " Project Financing : Asset – Based Financial Engineering " , Wiley , New York
- Financial Accounting Standards Board (1976) " Accounting for Leases " . Statement of Financial Accounting Standards No . 13. Stamford, CT:FASB.
- Graham, J., M. Lemmon, and J . Schallheim (1998) " Debt , Leases , and the Endogeneity of Corporate Tax Status " , Journal of Finance 56(1),131-162

Leland, Hayne E. and Skarabot (2003) " Jure,Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Off-Balance Sheet Finance". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=345380> or DOI: 10.2139/ssrn.345380

Lim C,S, Mann .c ,S,Mihov T,V (2005) "Market Evaluation of Off-Balance Sheet Financing: You can Run but you can' t Hide".

Mills L. and K . Newberry (2005) " Firms, Off-balance sheet and Hybrid Debt Financing: Evidence From Their Book – Tax Reporting Difference ", Journal of Accounting Research 43, No.2,251-282

Niu, Flora and Richardson, Gordon D., "Earnings Quality, Off-Balance Shet Risk, and the Financial-Components Approach to Accounting for Transfers of Financial Assets" Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=628261>(December 23, 2004)

Riahi – Belkaoui, A. (1998) " Long-Term leasing Accounting, Evaluation, Consequences ", Quorum Books ,Westport

Richard A.Graff. (2001) " Off-Balance-Sheet Corporate Finance with Synthetic Leases: Shortcomings and How to Avoid Them with Synthetic Debt" American Journal of Real estate Research .

Shaw Z. (1991) " International Securitization , Macmillan Publishers Ltd " Basingstoke , Great Britain.

Theses:Leigh, M. and, L. Olveren (2000) " Off Balance Sheet Financing– What Value does it Bring to the Firm?", University of Goteborg.

Ge,weli (2006) " Off-Balance-Sheet Activities, Earnings Persistence and Stock Prices: Evidence from Operating Leases", University of Washington

Zhang,S. (2006) "Economic Consequences of Off-Balance Sheet financing" University of Minnesota.

