



دانشکده علوم اجتماعی

پایان نامه

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته: مدیریت بازرگانی (مالی)

## عنوان:

بررسی برخی از عوامل مؤثر بر تأمین مالی بلندمدت  
در شرکت‌های خودرویی پذیرفته شده در بورس  
اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

دکتر داریوش فرید

استاد مشاور:

فرشته قشقایی عبدی

دانشجو:

زهرا رحیمی

تیرماه ۱۳۸۷

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## فهرست مطالب

فصل اول: کلیات	۱
۱-۱ مقدمه	۲
۲-۱ هدف و علت انتخاب	۲
۳-۱ فرضیه‌ها	۳
۴-۱ تعریف موضوع	۳
۵-۱ اهداف پژوهش و ضرورت آن	۵
۶-۱ تعاریف عملیاتی	۵
فصل دوم: ادبیات و پیشینه تحقیق	۷
۱-۲ مقدمه	۸
۲-۲ تأمین مالی	۹
۳-۲ عوامل کلی مؤثر بر ارزیابی روش‌های تأمین مالی بلندمدت	۱۰
۴-۲ دلایل عمده تأمین مالی شرکت	۱۰
۵-۲ راهکارهای مناسب جهت تعیین زمان نوع و میزان تأمین مالی	۱۱
۶-۲ تأمین مالی بلندمدت	۱۲
۷-۲ انواع روش‌های تأمین مالی	۱۳
۸-۲ پیشینه تحقیق	۳۳
۹-۲ خلاصه فصل	۳۶
فصل سوم: روش تحقیق	۳۷
۱-۳ مقدمه	۳۸
۲-۳ شرکت‌های خودرویی مورد مطالعه و مروری بر وضعیت مالی آنها	۳۸

۳-۲	متدولوژی اجرای پژوهش	۵۱
۴-۳	ماهیت و منابع داده‌ها برای تحلیل اطلاعات	۵۸
۵-۳	بیان دوره زمانی و مکانی تحقیقی	۵۹
۵-۳	جامعه و نمونه آماری	۵۹
۷-۳	بیان فرضیات به تفکیک شرکت‌ها طی بازه زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۵	۶۰
۶۲	<b>فصل چهارم: تجزیه و تحلیل</b>	
۱-۴	مقدمه	۶۳
۲-۴	استنباط آماری	۶۳
۳-۴	انواع داده‌ها	۶۶
۴-۴	آزمون ضریب همبستگی	۶۶
۵-۴	انواع ضریب همبستگی با توجه نوع متغیرهای مورد مطالعه	۶۷
۶-۴	بررسی جداول آماری به تفکیک هریک از شرکت‌های خودروساز	۷۰
۷-۴	بررسی ماتریس ضرایب متغیرهای پژوهش به تفکیک شرکت‌های خودرویی	۷۹
۸۶	<b>فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات</b>	
۱-۵	نتیجه‌گیری	۸۷
۲-۵	پیشنهادات	۸۹
۹۱	منابع و مأخذ	۹۱
۹۴	پیوست	۹۴

## فهرست جداول

جدول ۱-۲ خلاصه مقالات.....	۳۶
جدول ۱-۳ ترکیب سهامداران ایران خودرو دیزل.....	۴۷
جدول ۲-۳ شرکت‌های خودرویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار.....	۶۰
جدول ۱-۴ Variables Entered/Removed شرکت ایران خودرو.....	۷۰
جدول ۲-۴ آماره‌های توصیفی در مورد ایران خودرو.....	۷۰
جدول ۳-۴ Model Summary شرکت ایران خودرو.....	۷۰
جدول ۴-۴ Variables Entered/Removed شرکت ایران خودرو دیزل.....	۷۲
جدول ۵-۴ آماره‌های توصیفی در مورد ایران خودرو دیزل.....	۷۲
جدول ۶-۴ Model Summary شرکت ایران خودرو دیزل.....	۷۲
جدول ۷-۴ Variables Entered/Removed شرکت سایپا.....	۷۳
جدول ۸-۴ آماره‌های توصیفی در مورد سایپا.....	۷۳
جدول ۹-۴ Model Summary شرکت سایپا.....	۷۳
جدول ۱۰-۴ Variables Entered/Removed شرکت سایپا دیزل.....	۷۴
جدول ۱۱-۴ آماره‌های توصیفی در مورد سایپا دیزل.....	۷۴
جدول ۱۲-۴ Model Summary شرکت سایپا دیزل.....	۷۴
جدول ۱۳-۴ Variables Entered/Removed شرکت پارس خودرو.....	۷۵
جدول ۱۴-۴ آماره‌های توصیفی شرکت پارس خودرو.....	۷۵
جدول ۱۵-۴ Model Summary شرکت پارس خودرو.....	۷۵
جدول ۱۶-۴ Variables Entered/Removed شرکت زامیاد.....	۷۶

جدول ۴-۱۷	آماره‌های توصیفی شرکت زامیاد	۷۶
جدول ۴-۱۸	Model Summary شرکت زامیاد	۷۶
جدول ۴-۱۹	Variables Entered/Removed در مورد گروه بهمن	۷۷
جدول ۴-۲۰	آماره‌های توصیفی در مورد گروه بهمن	۷۷
جدول ۴-۲۱	Model Summary در مورد گروه بهمن	۷۷
جدول ۴-۲۲	Model Summary شرکت‌های خودروسازی	۷۸
جدول ۴-۲۳	آماره توصیفی در مورد متغیرهای کل شرکت‌ها در صنعت خودرو	۷۸
جدول ۴-۲۴	Variables Entered/Removed شرکت‌های خودروسازی	۷۸
جدول ۴-۲۵	Coefficients شرکت ایران خودرو	۷۹
جدول ۴-۲۶	Coefficients شرکت ایران خودرو دیزل	۸۰
جدول ۴-۲۷	Coefficients شرکت سایپا	۸۱
جدول ۴-۲۸	Coefficients شرکت سایپا دیزل	۸۱
جدول ۴-۲۹	Coefficients شرکت پارس خودرو	۸۲
جدول ۴-۳۰	Coefficients شرکت گروه زامیاد	۸۳
جدول ۴-۳۱	Coefficients شرکت گروه بهمن	۸۳
جدول ۴-۳۲	Coefficients شرکت‌های خودروسازی	۸۴
جدول ۴-۳۳	خلاصه نتایج	۸۵
جدول ۵-۱	رابطه اندازه و ریسک شرکت‌های خودرویی و نسبت بدهی‌های	۸۷
جدول ۵-۲	نتیجه آزمون فرضیات به تفکیک شرکت‌های خودرویی و	۸۸

بررسی برخی از عوامل مؤثر بر تأمین مالی بلندمدت در شرکت‌های خودرویی

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نام و نام خانوادگی: زهرا رحیمی

رشته تحصیلی: مدیریت بازرگانی - گرایش مالی

استاد راهنما: جناب آقای دکتر داریوش فرید

استاد مشاور: سرکار خانم فرشته قشقایی عبدی

تاریخ دفاع: ۱۳۸۷/۴/۲۳

### چکیده

در این تحقیق رابطه بین اندازه و ریسک شرکت‌های خودرویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تأمین مالی بلندمدت شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. دوره زمانی لحاظ شده در این پژوهش، سال‌های ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۵ بوده و جهت آزمون فرضیات موجود، از آزمون رگرسیون در سطح تک تک شرکت‌های خودرویی و همچنین کل صنعت خودرو بهره برده شده است. از نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها نیز به عنوان نماد و نشانگر نحوه تأمین مالی این شرکت‌ها و از درجه اهرم مالی هم که یک شاخص متداول اندازه‌گیری ریسک است، به عنوان نماد ریسک استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیات نیز حاکی از این است که اندازه شرکت‌های ایران خودرو، سایپا، پارس خودرو و گروه بهمن در منابع مالی بلند مدت این شرکت‌ها مؤثر است، در حالی که این مساله در سطح کل صنعت خودرو رد شده است. ضمن این که ساختار سرمایه کلیه شرکت‌های خودرویی، ریسک را در این شرکت‌ها متاثر می‌سازد. این مساله برای سطح صنعت خودرو نیز صادق است.

**Thesis Title: Analysis som of factors which influence longterm financing in car Mauufacturing companies which has been liste in T.S.E**

**Name: Zahra Rahimi**

**Field of study: Management**

**Thesis Adviser: Dr. Dariushe Farid**

**Thesis Reader: Dr. Fereshteh Ghashghaei**

**Defense Date: 13 July**

### **Abstract**

In this research, the relationship between risk and size of listed automobile companies in Tehran stock exchange (TSE) and their Long term financing has been evaluated. The period of research is between to 1385. Hypothesis has been examined for list cars companies by regression test. The ratio of long term debts on total of assets used to show capital structure of these companies and the financial leverage used to show risk of those companies. Results show that size of Iran Khodro, Saypa, Pars Khodro companies and Bahman Group has great affect on long term financing of them, but result was not the same for all of car companies or car industry in TSE. Also, capital structure of these companies affect on risks of them at the all of the car companies and Car industry.

The result also show that capital structure of these companies has effect on risk of these companies to an great extend.



# فصل اول:

کلیات تحقیق

### ۱-۱ مقدمه

تحولات چند ساله اخیر در اقتصاد ایران، آثار چشمگیری بر مدیریت مالی شرکتها گذاشته است، یکی از تحولات افزایش نرخ ارز و سطح عمومی قیمتها و بعضاً بحرانهای ملی و بینالمللی می باشد و از طرف دیگر وجود برخی موانع برسر تأمین مالی بلندمدت (محدودیتهای اخذ وام و اعتبار از بانکها) شرکتها را واداشته است که مستقیماً به بازارهای سرمایه و مالی مراجعه نمایند و نیازهای مالی خود را از راه انتشار و فروش اوراق بهادار تأمین نمایند و یا به سراغ سایر منابع از جمله صندوقهای بازنشستگی، سازمان تأمین اجتماعی و سایر مؤسسات مالی و اعتباری بروند.

دستیابی به تأمین مالی در شرکتهای بزرگ عملی معمول است. مدیریتی شرکت منابع گوناگون و انواع تأمین مالی جهت فراهم کردن وجوه لازم برای مخارج سرمایه‌ای و عملیات شرکت را در اختیار دارد. در خصوص انتخاب بهترین گزینه تأمین مالی، عوامل متعددی موثر می‌باشند. یکی از این عوامل، عملکرد عملیاتی بعد از تأمین مالی می‌باشد که به میزان زیادی تحت تاثیر نوع و میزان منابع تأمین مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. از آنجا که مدیران مالی همیشه سعی در بهبود عملکرد عملیاتی شرکت دارند، لذا مشخص شدن این موضوع که نوع تأمین مالی و میزان آن چه تاثیری بر روی عملکرد عملیاتی دارد، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

هدف بازار سرمایه انتقال وجوه بین پس‌اندازکنندگان از یک طرف و مصرف‌کنندگان وجوه از طرف دیگر می‌باشد و این در صورتی محقق خواهد شد که طرفین عوامل مؤثر بر انتخاب منابع مالی را بشناسند تا بتوانند معاملات خود را انجام دهند.

### ۲-۱ هدف و علت انتخاب موضوع

هدف مدیریت مالی، به حداکثر رساندن ارزش شرکت است. یکی از روشهای حداکثر کردن ارزش شرکت، تأمین مالی با حداقل هزینه سرمایه است.

از این رو مهمترین علل انتخاب موضوع را به صورت زیر می‌توان خلاصه کرد:

- ۱- شناخت انگیزه شرکت‌ها و مدیران در انتخاب منابع مالی بلندمدت.
- ۲- آگاهی از عوامل مؤثر بر انتخاب منابع مالی بلندمدت شرکت‌ها.
- ۳- شناخت مهمترین روش‌های تأمین مالی مورد استفاده در شرکت‌ها با توجه به وضعیت شرکت‌ها.
- ۴- بررسی آثار و نتایج حاصله از انتخاب منابع مالی بلندمدت مختلف بر گروه‌های ذینفع. در هر صورت، نکات چهارگانه بالا به معنای کاهش هزینه‌ها برای شرکت‌هاست که می‌تواند علت اصلی انتخاب موضوع تلقی شود.

### ۳-۱ فرضیه‌ها

در ارتباط با مباحث تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت‌ها تاکنون نظریات متفاوتی ارائه شده است. نظریاتی همچون نظریه مودیلانی و میلر و سایر نظریات مرتبط که در فصل دوم اشاره می‌شود حاکی از گستره بزرگ پژوهش‌های انجام پذیرفته در این حوزه است. ارتباط بین اجزای مختلف و مرتبط با ساختار سرمایه نیز خود زمینه‌ساز پژوهش‌هایی نوین است. بنابراین به منظور تعیین چارچوب مشخص برای موضوع تحقیق به تشریح فرضیه‌های لحاظ شده در این تحقیق می‌پردازیم.

- ۱- اندازه شرکت در منابع مالی بلندمدت مؤثر است
- ۲- ساختار سرمایه ریسک را در شرکت‌های خودرویی پذیرفته شده در بورس متأثر می‌سازد.

### ۴-۱ تعریف موضوع تحقیق

یکی از اهداف شرکت‌ها به حداکثر رساندن ارزش شرکت می‌باشد و شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا با اتخاذ خط و مشی‌ها، تصمیمات صحیح و مناسب به اهداف خود دست پیدا کنند. اتخاذ تصمیمات مناسب و حساب شده در آینده شرکت تأثیر عمده‌ای دارد و این امر مستلزم شناخت عوامل مؤثر بر انتخاب این تصمیمات در شرکت‌ها می‌باشد.

انتخاب منابع مالی شرکت امری مهم و حیاتی است زیرا میزان سرمایه شرکت و در نتیجه آن ارزش شرکت، بستگی به ترکیب انتخاب منابع مالی دارد (Boid and Smith). شرکت‌ها برای گسترش فعالیت‌هایشان و سرمایه‌گذاری‌های جدید احتیاج به منابع مالی دارند. شرکت‌ها در کل وجوه مورد نیاز خود را به دو شکل منابع خارجی (شامل استقراض و سهام) و منابع داخلی تأمین می‌کنند. انتخاب منابع مالی از جمله تصمیمات هیئت مدیره است؛ با انتخاب یک تصمیم نادرست و غیرمنطقی ممکن است به جای بازده مناسب، ضرر و ورشکستگی به همراه آورد.

عواملی که در انتخاب منابع مالی اهمیت دارند با توجه به شرایط حاکم بر شرکت‌ها (دیدگاه‌ها و تصمیمات هیئت مدیره)؛ شرایط تولید و فروش (فعالیت‌ها عملیاتی شرکت)، دیدگاه سهامداران و سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت، شرایط اقتصادی، سیاسی و اجتماعی که در جوامع مختلف متفاوتند.

عواملی که شرکت‌ها در انتخاب منابع مالی بلندمدت لحاظ می‌کنند به شرح ذیل است:

۱- مخاطره (ریسک)

۲- بازدهی سهام

۳- هزینه خاص منابع مالی

۴- اهرم مالی

با توجه به اینکه صنایع خودرو به عنوان یکی از صنایع عمده بازار سرمایه در ایران شناخته می‌شوند. به طوری که این صنعت حدوداً درصد بالایی از کل سرمایه بازار را شکل می‌دهد. در ضمن این بخش یکی از مهمترین صنایعی می‌باشد که نیروی انسانی زیادی را به کار می‌گمارد لذا ایجاد هرگونه مشکل در این صنایع باعث رکود سرمایه ملی و بالا رفتن نرخ بیکاری می‌شود. این شرکت‌ها به علت سرمایه عظیم و اشتغال‌زایی اهمیت بسزایی دارند.

## ۱-۵ اهداف پژوهش و ضرورت آن

هدف مدیریت مالی، به حداکثر رساندن شرکت است. یکی از روش‌های حداکثر کردن ارزش شرکت، تأمین مالی با حداقل هزینه سرمایه است. سرمایه یکی از عوامل بسیار مهم رشد و توسعه یافتگی در کشورهای پیشرفته و توسعه یافته است که هدایت و تمرکز سرمایه در جهت تأمین منابع مالی لازم برنامه‌ها و پروژه‌های اقتصادی و شکوفایی اقتصاد آنها را موجب شده است.

از این رو مهمترین اهداف این پژوهش را به صورت زیر می‌توان خلاصه کرد:

- ۱- شناسایی عوامل مؤثر بر انتخاب منابع مالی بلندمدت شرکت‌ها.
- ۲- بررسی مهمترین روش‌های تأمین مالی مورد استفاده در شرکت‌ها با توجه به وضعیت شرکت‌ها.
- ۳- بررسی آثار و نتایج حاصله از انتخاب منابع مالی بلندمدت مختلف بر گروه‌های ذینفع. نکات ذکر شده بالا به معنای کاهش هزینه‌ها برای شرکت‌هاست که می‌تواند علت اصلی انتخاب موضوع تلقی شود. ضمناً رویه انتخابی پژوهش مبتنی بر رگرسیون است که در پژوهش انجام گرفته توسط Hansen & Crutchley, 1990 نیز اشاره شده است.

## ۱-۶ تعاریف عملیاتی

### ۱-۱ اندازه شرکت

منظور از اندازه شرکت عبارت است از حجم و میزان فعالیت یک شرکت. بنابراین نکته مهم در سنجش اندازه شرکت این است که چون عواملی به عنوان ملاک و معیار مورد استفاده قرار بگیرد، معیارهای مختلف ولی مرتبط با یکدیگر برای اندازه‌گیری حجم فعالیت شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد.

یکی از معیارهای «تولید یا فروش کل» شرکت است. یعنی هرچه میزان تولید یا فروش شرکت بیشتر باشد حاکی از حجم و اندازه بزرگتر آن شرکت است و برعکس هرچه میزان تولید

یا فروش شرکت کمتر باشد، حجم و اندازه آن شرکت کوچکتر است؛ یعنی بین میزان تولید و فروش شرکت و اندازه آن یک ارتباط مستقیم وجود دارد.

معیار دیگر مورد استفاده «ارزش خالص دارایی شرکت NAV» می‌باشد. در حقیقت ارزش خالص دارایی بدین معنی است که سهام موجود در پرتفوی این شرکت‌ها دارای چه میزان ارزش می‌باشد و به هر سهم چه ارزشی از بابت پرتفوی شرکت تعلق می‌گیرد. یعنی هرچه ارزش خالص دارایی یک شرکت بیشتر باشد حاکی از اندازه بزرگتر شرکت می‌باشد. ارزش خالص دارایی شرکت را می‌توان به روش‌های مختلف محاسبه کرد. ارزش خالص دارایی‌ها برابر است با مجموع ارزش روز دارایی‌های جاری + ارزش روز سرمایه‌گذاری‌ها + ارزش روز دارایی‌های غیرجاری منهای ارزش روز بدهی‌های شرکت.

## ۲- ریسک مالی

ریسک مالی پیرو تصمیمات مربوط به تأمین مالی پدید می‌آید. اگر شرکتی در ترازنامه خود فقط دارای بدهی‌های جاری و حقوق صاحبان سهام باشد، فاقد ریسک مالی خواهد بود. بنابراین ضریب بتا متأثر از تصمیماتی که این شرکت‌ها در رابطه با سرمایه‌گذاری و تأمین مالی گرفته‌اند می‌باشد (ریموندی نوو: ص ۳۰۵، ۱۳۷۴). هر قدر ریسک هزینه ثابت مالی بیشتر باشد ریسک مالی افزایش می‌یابد. اهرم مالی معیار سنجش ریسک مالی می‌تواند قرار گیرد.

# فصل دوم

ادبیات و پیشینه تحقیق

## ۱-۲ مقدمه

یکی از وظایف عمده مدیران تصمیم‌گیری است. تصمیمات عمده‌ای که توسط آنان اتخاذ می‌شود عبارتند از: تصمیمات سرمایه‌گذاری و تصمیمات تأمین مالی. اهمیت این تصمیمات و آثار آن در ساختار مالی مؤسسه و منافع سرمایه‌گذاران به حدی است که جزء تصمیمات استراتژی تلقی می‌گردد. تصمیم‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، تصمیم‌هایی هستند که هر دو با آینده‌نگری اتخاذ می‌شوند. در تصمیم‌های تأمین مالی شرکت وجوه موردنظر را در حال حاضر به کار می‌گیرد تا در آینده بتواند به تعهدات خود در قبال تأمین‌کنندگان منابع مالی عمل کند. در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، شرکت از بعضی از مزایای فعلی به امید تحصیل مزایای بیشتر در آینده چشم‌پوشی می‌کند. سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات و تجهیزات می‌تواند مصداق آینده‌نگری در کسب سود و بازده سرمایه‌گذاری باشد.

دستیابی به تأمین مالی در شرکت‌های بزرگ عملی معمول است. مدیریت شرکت منابع گوناگون و انواع تأمین مالی جهت فراهم کردن وجوه لازم برای مخارج سرمایه‌ای و عملیات شرکت را در اختیار دارد. در خصوص انتخاب بهترین گزینه تأمین مالی، عوامل متعددی مؤثر می‌باشند. یکی از این عوامل، عملکرد عملیاتی بعد از تأمین مالی می‌باشد که به میزان زیادی تحت تاثیر نوع و میزان منابع تأمین مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. از آنجا که مدیران مالی همیشه سعی در بهبود عملکرد عملیاتی شرکت دارند، لذا مشخص شدن این موضوع که نوع تأمین مالی و میزان آن چه تاثیری بر روی عملکرد عملیاتی دارد، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

در این پایان‌نامه سعی شده است تا مهمترین عوامل مؤثر در تأمین مالی بلندمدت شرکت‌های خودرویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تبیین گردد. هدف ما در این فصل بررسی ادبیات مرتبط با تأمین مالی بلندمدت با توجه به تحقیقات انجام شده در این زمینه است تا در ابتدا به یک بینش در زمینه تأمین مالی دست یابیم و بررسی برخی از عوامل مؤثر بر تأمین مالی بلندمدت بپردازیم.



## ۲-۲ تأمین مالی

نگرش ساده به بازارهای مالی سبب شده است که برخی آن را تنها برد و باخت های برآمده از نوسانات قیمت دارایی های مالی بدانند. در حالی که تاثیر ساختار مالی و شیوه های تامین مالی بر ساختار اقتصادی آن چنان مهم است که امروزه معتقدند بدون داشتن یک بخش مالی کارا نمی توان به رشد اقتصادی دست یافت. در این راستا اقتصاددانان بزرگی همچون هیکس و شومپتر بر توسعه ساختار مالی تاکید کرده و آن را موتور و جز جدایی ناپذیر فرایند رشد اقتصادی بر شمرده اند (شیوا، ۱۳۸۰، ص ۳۴). شرکت ها عمدتاً وجوه مورد نیاز خود را از روش های مختلف تامین می کنند، لیکن عوامل مختلفی از جمله اندازه شرکت، وضعیت مدیریت، میزان تولید و فروش، منابع کسب مواد اولیه، دسترسی به بازارهای تامین مالی و نیز محیط اقتصادی و سیاسی آنها را نسبت به اتخاذ تصمیمات بهینه در این زمینه محتاط نموده است. وام و سهام دو گروه اصلی تامین مالی شرکت ها تعریف شده اند. در این میان استفاده از منابعی که از ایجاد بدهی حاصل شده است ضمن ایجاد مقدار قابل توجهی هزینه ثابت موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک بیشتر خواهد گردید. لذا بررسی تامین مالی با در نظر گرفتن عوامل مختلف از اهمیت ویژه ای برخوردار است. چرا که انتخاب هر گونه بدهی ارزان قیمت و یا گران قیمت از طرف شرکت ضمن تغییر هزینه سرمایه، باعث به وجود آمدن فرصت های سود آوری مناسب یا پیش آمدن وضعیت بحرانی خواهد شد (سینایی، ۱۳۸۶، ص ۶۴). ضمناً باید توجه داشت که دو نوع از موسسات، یعنی واسطه های مالی و بازار سهام، هستند که به طور مستقیم بر ساختار سرمایه شرکت ها موثرند. بازارهای سهام بزرگ، فرصت هایی را برای تنوع بخشی بوسیله سرمایه گذاران فراهم می سازند. هر چند، در کشورهای با بازارهای سهام توسعه یافته ممکن است این انگیزه برای شرکت ها وجود داشته باشد تا از بدهی های بلند مدت به سمت سهام تغییر گرایش دهند (Caprio, 1997, p15).

اما به هر حال سرمایه مورد نیاز برای تامین مالی پروژه های مختلف سرمایه گذاری شرکت به وسیله گروه های مختلفی از سرمایه گذاران تامین می شود که دارای ادعاهای مختلف نسبت به

درآمدهای مورد انتظار آینده می‌باشند. وجوه موردنیاز شرکت ممکن از طریق سودهای انباشته شرکت، فروش سهام جدید، بدهی‌ها یا ترکیبی از این منابع تأمین گردد. اعتباردهندگان نسبت به جریان نقدی شرکت ادعای ثابتی دارند و نسبت به دیگر برای آنها تعهدات شرکت در اولویت است. بعد از پرداخت هزینه‌های بهره، مالیات و سود سهامداران ممتاز، سود باقیمانده نصیب سهامداران عادی می‌شود.

### ۲-۳ عوامل کلی مؤثر بر ارزیابی روش‌های تأمین مالی بلندمدت

عوامل مؤثر و تعیین‌کننده ساختار مالی به دو دسته کلی عوامل درونی و عوامل بیرونی تقسیم می‌شود. عوامل درونی همان عواملی هستند که از ماهیت و ویژگی‌های فعالیت شرکت ناشی می‌شوند و از درون شرکت نشأت می‌گیرند اما عوامل بیرونی را می‌توان عواملی دانست که بیرون مؤسسه و در واقع برخاسته از ماهیت و ویژگی‌های محیط شرکت است مانند نرخ بهره، مالیات، سیاست‌های اعتباری دولت، بانکها و مانند آن.

### ۲-۴ دلایل عمده تأمین مالی شرکت‌ها

انگیزه مدیران از تأمین مالی را می‌توان در قالب سه دلیل عمده مطرح نمود: تأمین مالی برای بازپرداخت بدهی، تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید و تأمین مالی به دلیل کمبود در جریان‌های نقدی عملیاتی (Kabir & Healy & Palepu, 1990; Roosenboom, 2003). به بیان دیگر، شرکت‌ها به منظور اجرای پروژه‌های سودآور و دستیابی به حداکثر بازدهی در جهت افزایش ثروت سهامداران خود، از منابع مالی مختلف و به شیوه‌های گوناگون استفاده می‌کنند. توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع داخلی یا خارجی برای تهیه سرمایه جهت سرمایه‌گذاری و تهیه برنامه‌های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکت محسوب می‌گردد (علی جهانخانی، ۱۳۷۳). بعضی معتقدند که مدیران به این دلیل تصمیم به انتشار سهام می‌گیرند که افزایش غیر منتظره‌ای را در ریسک تجاری

شرکت پیش بینی می‌کنند، و با انشار سهام سعی در کاهش اهرم مالی شرکت دارند ( Healy & Palepu, 1990).

اندازه شرکت و فراهم آمدن فرصت‌های رشد برای شرکت، یکی دیگر از دلایل انتشار سهام توسط شرکت‌ها می‌باشد. بر طبق تئوری تعادل<sup>۱</sup>، که بیان می‌کند شرکت‌های با اهرم بالا سعی می‌کنند از افزایش هزینه‌های مالی خودداری کنند، می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌های با اهرم بالاتر، تمایل بیشتری به انتشار سهام دارند. همچنین، شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بالاتر، برای برآورده ساختن نیازهای سرمایه‌گذاری خود، سهام منتشر می‌کنند. در میان شرکت‌های با رشد بالا، شرکت‌های کوچکتر گرایش بیشتری به انتشار سهام دارند. در مقابل، در میان شرکت‌های با رشد پائین، شرکت‌های بزرگتر گرایش بیشتری به انتشار سهام دارند (Mclaughlin. et. al, 1996).

## ۲-۵ راه کارهای مناسب جهت تعیین زمان، نوع و میزان تامین مالی

به طور کلی در تدوین یک استراتژی تامین مالی بر حسب زمان تامین مالی، منبع و مقدار وجوه، به موارد زیر توجه می‌شود:

۱. روندآتی شرایط بازار سرمایه و اثر آن بر نرخ‌های بهره و قابلیت دسترسی وجوه در آینده.
۲. هزینه و ریسک استراتژی‌های مختلف تامین مالی.
۳. توانایی تغییر استراتژی تامین مالی، متناسب با تغییر شرایط اقتصادی.
۴. تاریخ سررسید بدهی‌های موجود.
۵. محدودیت‌های موجود در قراردادهای آتی وام.
۶. نوع و میزان وثیقه مورد مطالبه وام‌دهندگان بلند مدت.
۷. نسبت فعلی بدهی به حقوق صاحبان سهام.
۸. مقدار، ماهیت و ثبات وجوه تامین شده از داخل موسسه.

۹. نرخ مالیات.

۱۰. قدرت سودآوری و وضعیت نقدینگی شرکت (Gitman, 1994).

به اعتقاد بعضی محقق، مدیران زمانی اقدام به عرضه اوراق بدهی می‌کنند که معتقد هستند ارزیابی بازار در خصوص ارزش شرکت کمتر از میزان واقعی آن است و بالعکس، زمانی اقدام به انتشار سهام می‌کنند که بازار ارزیابی منطقی و معقولی از شرکت دارد (Adam & Gehr, 1984).

## ۲-۶ تامین مالی بلندمدت

تامین مالی بلندمدت به نوعی تامین مالی اطلاق می‌شود که از محل منابع بلندمدت تحصیل شود. به عبارتی نوعی از تامین مالی است که بازپرداخت آن در بیشتر از یک سال انجام شود (Ross, Wester Field & Jaffe, 1991).

## منابع تامین مالی بلندمدت

عمده ترین منابع تامین مالی بلندمدت عبارتند از:

الف) انتشار اوراق قرضه

ب) انتشار سهام ممتاز

ج) انتشار سهام عادی

د) تامین مالی از محل سود انباشته که اصطلاحاً آن را تامین مالی داخلی نیز می‌نامند (همان منبع).

سه منبع اول تامین مالی بلند مدت و همچنین منابع تامین مالی کوتاه مدت را اصطلاحاً تامین مالی خارجی نیز می‌نامند، زیرا از منابع خارج از سازمان تهیه می‌شوند. در این تحقیق، منظور از تامین مالی همان تامین مالی خارجی است.