

نقش بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی: منتخبی از صنایع کوچک و متوسط استان اصفهان

سید کمیل طیبی^۱

استاد گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان

سمیرا حیدریان، سید حسن ملک

حسینی، روح‌الله محبت‌پور

هر سه دانشجوی کارشناسی ارشد رشته اقتصاد دانشگاه
اصفهان

چکیده:

نقش مؤثر صنایع کوچک و متوسط^۲ در تأمین رشد پایدار اقتصادی کشورها در دهه‌های اخیر موجب شده است که جوامع به این صنایع بیش از پیش از جنبه‌های اشتغال‌زایی و رقابت‌پذیری توجه کنند. با این حال عمده‌ترین مشکلاتی که این صنایع با آن‌ها روبه‌رو هستند مربوط به تأمین مالی آن‌ها در سرمایه‌گذاری است، که البته در ادبیات مربوط نظریه‌هایی برای تبیین مسئله تدوین شده است. به دلیل ماهیت خاص این صنایع از میان این نظریه‌ها، دو نظریه بده-بستان و سلسله‌مراتبی به منظور بررسی تأمین مالی این صنایع بیشتر کاربرد دارد. از این رو در این پژوهش با استفاده از آن‌ها نقش بازار سرمایه در شیوه تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط استان اصفهان بررسی شده است. همچنین، با انتخاب نمونه‌ای متشکل از پانزده بنگاه منتخب برای دوره زمانی ده ساله (۱۳۸۱-۱۳۹۰) در استان اصفهان، تأثیر عوامل ساختاری مانند اندازه، سن، سودآوری، رشد و ساختار دارایی بر میزان سهام استفاده شده در تأمین مالی این نوع بنگاه‌ها بررسی شده است. نتایج حاکی از آثار معنی‌دار عوامل مذکور بر میزان استفاده از سهام سازمان بورس (به عنوان شاخص بازار سرمایه) برای تأمین مالی بنگاه‌های منتخب استان اصفهان است. با توجه به نتایج به دست آمده توسعه بازار سرمایه می‌تواند نقشی اساسی در تسهیل تأمین مالی این صنایع ایفا کند.

۱. نویسنده مسئول: sk.tayebi@ase.ui.ac.ir

130 فصلنامه توسعه مدیریت پولی و بانکی، سال اول، شماره ۱، زمستان ۱۳۹۲

کلیدواژه‌ها:

تأمین مالی، صنایع کوچک و متوسط، بازار سهام، استان اصفهان.

مقدمه

دستیابی به رشد بلندمدت و مداوم اقتصادی نیازمند تجهیز و تخصیص بهینه منابع در سطح ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی کارآمد به آسانی امکان‌پذیر نیست. مهم‌ترین کارکرد بازارهای مالی تسهیل تشکیل سرمایه، انتشار و تحلیل اطلاعات، تجهیز منابع پس‌اندازی و هدایت آن به سوی فعالیت‌های مولد اقتصادی است. بازار سرمایه در کنار بازار پول بازارهای مالی را تشکیل می‌دهند. در این بازار اوراق بهادار با سررسید معمولاً بیش از یک سال برای تأمین مالی دارایی‌های میان‌مدت و بلندمدت شرکت‌ها مبادله می‌شود. در حالی که در بازار پول اوراق بهادار با سررسید کمتر از یک سال به منظور تأمین مالی کوتاه‌مدت مبادله می‌شود. بازار سرمایه وظایفی نظیر تشکیل سرمایه در اقتصاد ملی، تأمین سرمایه بنگاه‌ها و تعیین ارزش و قیمت‌های ذاتی ابزارهای مالی را بر عهده دارد. شرکت‌ها و بنگاه‌های تجاری، که برای تأمین سرمایه خود نمی‌توانند منابع کافی از محل پس‌اندازهای خود (سود انباشته) فراهم کنند، با کسری وجوه روبه‌رو می‌شوند. آن‌ها می‌توانند این کسری را از طریق انتشار سهام عادی و ممتاز، انتشار اوراق قرضه و استقراض از بازار پول تأمین کنند، که این‌ها همان روش‌های تأمین مالی بیرونی است.

بر اساس گزارش وزارت کار و رفاه اجتماعی ایران، در اوایل سال ۲۰۱۰، نزدیک به یک میلیون صنعت کوچک و متوسط در ایران مشغول به فعالیت بوده است. این صنایع بیش از نیمی از اشتغال بخش خصوصی و تقریباً نیمی از درآمد بخش خصوصی را تأمین می‌کند. همچنین اکنون حدود شانزده درصد از کل صنایع کوچک و متوسط کشور در استان اصفهان متمرکز است (مرکز آمار ایران، ۱۳۸۵).

بنابراین، با توجه به اهمیت صنایع کوچک و متوسط (*SMEs*) در اقتصاد کشور (به‌ویژه صنایع کوچک و متوسط استان اصفهان) و نقش مؤثر این صنایع در تأمین رشد پایدار اقتصادی کشورها در دهه‌های اخیر و نیز با توجه به مشکلاتی که این بنگاه‌ها در تأمین منابع مالی خود دارند، در این پژوهش به این صنایع و مشکلات و روش‌های تأمین مالی آن‌ها پرداخته شده است. از این رو در ادامه، ضمن معرفی نظریه‌های مختلف تأمین مالی، با استفاده از دو نظریه بده-بستان و سلسله‌مراتبی نقش بازار سرمایه در شیوه تأمین مالی

صنایع کوچک و متوسط بررسی می‌شود؛ گفتنی است که، به دلیل ماهیت خاص صنایع کوچک و متوسط، این صنایع برای بررسی تأمین مالی بیشتر کاربرد دارد. این پژوهش به صورت زیر سازمان‌بندی شده است: ابتدا مقدمه، در بخش دوم پیشینه نظری تأمین مالی، در بخش سوم الگوی مورد نظر عرضه شده، در بخش چهارم تحلیل یافته‌ها و، سرانجام، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای در بخش پنجم آورده شده است.

پیشینه نظری تأمین مالی

صنایع کوچک و متوسط در کشورهای جهان دارای ویژگی‌هایی مشترک هستند، اما تعریفی واحد برای این بنگاه‌ها وجود ندارد. هر کشوری، با توجه به شرایط خاص خود از این بنگاه‌ها تعریفی کرده است. این تعریف‌ها، در واقع، ناشی از شرایط اقتصادی و صنعتی حاکم بر هر کشور است. این تعریف‌ها معمولاً دربرگیرنده یک یا چند معیار است؛ مانند شمار کارکنان، میزان سرمایه، حجم دارایی، کل حجم فروش، ظرفیت تولید و میزان گردش مالی. سازمان توسعه صنعتی ملل متحد بنگاه‌های کوچک و متوسط را بنگاه‌هایی می‌داند که کارکنان آن کمتر از پنجاه نفر و سرمایه‌گذاری آن‌ها کمتر از ۲۵۰ هزار دلار باشد (ایزدخواه، ۱۳۸۹).

در ایران، به دلیل تعدد مراکز تصمیم‌گیری، تعاریف صنایع کوچک و متوسط از تنوعی بسیار برخوردار است. بر مبنای تعاریف وزارت صنایع و معادن و وزارت جهاد کشاورزی، بنگاه‌های کوچک و متوسط واحدهای صنعتی و خدماتی (شهری و روستایی) است که کمتر از پنجاه نفر کارگر دارند. وزارت تعاون نیز تعریف وزارت صنایع و معادن را در این مورد به کار می‌برد. مرکز آمار ایران کسب‌وکارها را به چهار گروه تقسیم کرده است که عبارت است از: کسب‌وکارهای دارای یک تا نه نفر کارگر، ده تا ۴۹ نفر کارگر، پنجاه تا ۹۹ نفر کارگر و بیش از صد نفر کارگر. با وجود اینکه این طبقه‌بندی در ظاهر شباهتی با اتحادیه اروپا دارد، مرکز آمار ایران فقط کسب‌وکارهای کمتر از ده نفر نیروی کار را *SME* محسوب می‌کند و سایر کسب‌وکارها را کارخانه‌های صنعتی بزرگ تلقی می‌کند. بانک مرکزی نیز کسب‌وکارهای با کمتر از صد نفر نیروی کار را *SME* تلقی می‌کند (همان منبع). اما، از نظر شرکت شهرک‌های صنعتی، صنایع کوچک و متوسط صناعی با کمتر از ۱۵۰ نفر نیروی کار

است؛ از این رو در این پژوهش، به پیروی از شرکت شهرک های صنعتی، صنایعی که دارای کمتر از ۱۵۰ نفر کارگر هستند صنایع کوچک و متوسط در نظر گرفته شده است.

شدت یافتن رقابت جهانی، افزایش نااطمینانی و تقاضای فزاینده برای محصولات متنوع باعث شده است که به صنایع کوچک و متوسط بیشتر توجه شود. این صنایع از طریق چهار مسیر کارآفرینی، نوآوری و تغییر فناوری، پویایی صنعت و ایجاد فرصت های شغلی بر اقتصاد اثرگذار خواهد بود. با وجود اهمیت هایی که این صنایع دارد، همواره با چالش هایی روبه رو بوده است.

به دست آوردن وجوه مورد نیاز برای راه اندازی کسب و کار و مشکلات تأمین مالی از مهم ترین چالش هایی است که این صنایع با آن روبه رو بوده اند. واضح است که صنایع کوچک و متوسط به دلیل ویژگی هایی که دارند همانند نوپا بودن - بدون تأمین مالی کافی هرگز به موفقیت دست نخواهند یافت. با وجود اهمیت و ضرورت توجه جدی و هدفمند به مقوله توسعه صنایع کوچک و متوسط در کشور، هنوز داشتن ساختار سنتی از جنبه های مختلف مدیریتی نیروی انسانی و ماشین آلات و نداشتن منابع لازم و کافی مسائل و مشکلاتی بزرگ است، که صنایع کوچک و متوسط با آن دست و پنجه نرم می کنند.

کمبود سازوکارهای مناسب تأمین مالی، تقارن نداشتن اطلاعات، زیاد بودن هزینه های معاملاتی و محدودیت در سرمایه از جمله چالش هایی است که این صنایع در تأمین مالی خود با آن روبه رو بوده اند. صنایع کوچک و متوسط، بر خلاف صنایع بزرگ، از اعتبار کافی برخوردار نیستند؛ بنابراین به راحتی نمی توانند از بانک ها وام دریافت کنند. بانک ها اغلب در فعالیتهای اعطای وام خود محافظه کارانه عمل می کنند؛ آن ها ترجیح می دهند در اعطای تسهیلات خود آن را به صنایع بزرگ و در حال فعالیت اعطا کنند، نه به صنایع کوچک و متوسطی که اغلب هم، به دلیل نوپا بودن، خطر زیاد دارند و هم از جریان نقد کافی برخوردار نیستند. بنابراین بازار سرمایه می تواند به مثابه بازار مکمل بازار پول منابع تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط را فراهم کند.

بانک ها اغلب عملکرد گذشته شرکت ها را معیار اصلی وام دادن و در اختیار قرار دادن منابع مالی مدنظر قرار می دهند، ولی بازار سرمایه و منابع تأمین مالی آن عمدتاً بر چشم انداز آتی تمرکز می کند. بنابراین صنایع کوچک و متوسط، که اغلب به دلیل مشکلات موجود عملکرد

پذیرفتنی و اعتبار کافی در گذشته نداشته‌اند، می‌توانند برای تأمین منابع مالی خود چشم به بازار سرمایه بدوزند.

بر اساس پژوهش رومانو^۱ (۲۰۰۰)، صنایع کوچک و متوسط در هر کشور از طریق ایجاد اشتغال، بهره‌وری و نوآوری بیشترین تأثیر را بر توسعه اقتصاد می‌گذارد. پورتر^۲ (۲۰۰۶) نیز اشاره می‌کند که در دو دهه اخیر اهمیت صنایع کوچک و متوسط به شدت افزایش یافته است، زیرا دولت‌ها این نقش صنایع کوچک و متوسط را در اقتصاد پذیرفته‌اند. صنایع کوچک و متوسط بخشی مهم از اقتصاد ایران هستند و در رشد آینده اقتصاد نقش حیاتی دارند. فعالیت آن‌ها به کاهش بیکاری و ایجاد اشتغال کمک می‌کند. این صنایع در صورت پویایی می‌توانند نقشی اساسی در افزایش رشد بهره‌وری در اقتصاد ایران، از طریق ایجاد نوآوری، رقابت و انگیزه، ایفا نمایند.

بنگاه‌های کوچک و متوسط نیز، مانند سایر بنگاه‌ها، انواع روش‌های تأمین مالی را پیش روی خود دارد. روش مناسب در تأمین مالی روشی است که در آن با کمترین میزان وقت و هزینه بتوان هم بهترین بازده مورد انتظار را به دست آورد و هم خطرهای مختلف پروژه را پوشش داد. نمودار شماره (۱) مراحل و شیوه‌های مختلف تأمین مالی بنگاه‌ها را نشان می‌دهد. بنگاه‌ها با دو شیوه تأمین مالی روبه‌رو هستند؛ تأمین مالی درونی بنگاه، که همان استفاده از محل پس‌اندازهای (سود انباشته) خود است، و تأمین مالی بیرونی بنگاه، که شامل انتشار سهام عادی و ممتاز، انتشار اوراق قرضه و استقراض از بازار پول است.

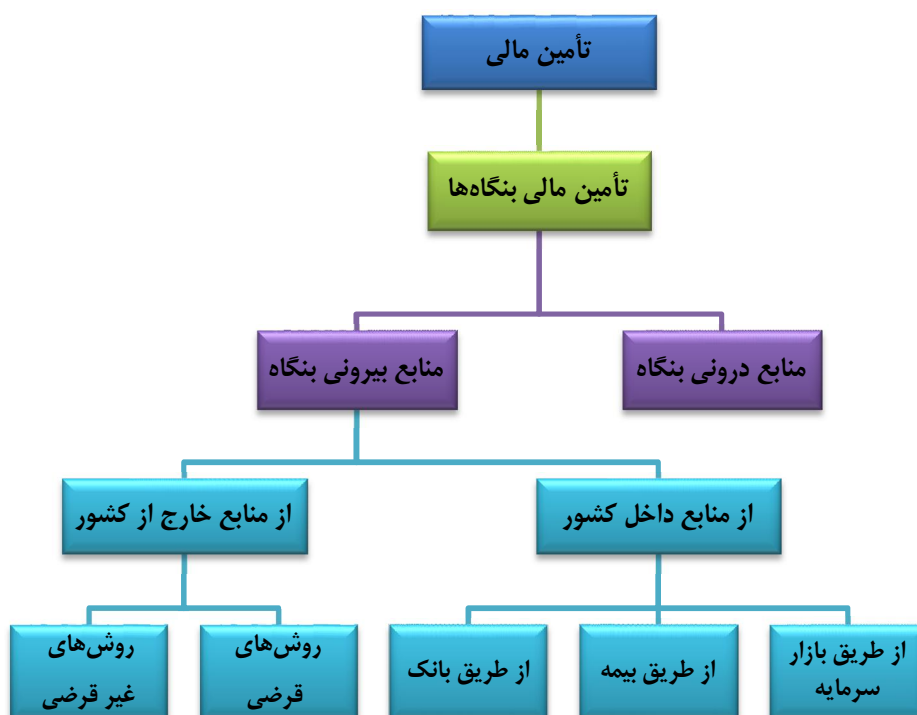
یکی از مهم‌ترین منابع مالی برای صنایع کوچک و متوسط انتشار سهام است که از طریق بازار سرمایه امکان‌پذیر است. روش‌های تأمین مالی عرضه‌شده این امکان را برای بنگاه‌ها فراهم می‌آورد که، علاوه بر کاهش وابستگی به منابع دولتی، نیازهای مالی خود را تأمین کنند و باعث ایجاد اشتغال و، به طور کلی‌تر، رشد اقتصادی شوند (موسوی و همکاران، ۱۳۸۹).

بیش از ۳۵ درصد از تأمین مالی در کشور را بانک‌ها انجام می‌دهند و سایر روش‌های تأمین مالی نیز ۶۵ درصد را به خود اختصاص داده‌اند. بنابراین نظام تأمین مالی در کشور بانک‌محور است. البته، به دلیل اینکه در سال‌های اخیر تأمین مالی خارجی با مشکلات تحریم

1. Romano

2. Porter

مواجهه بوده و در بخش بازار سرمایه نیز تأمین مالی زیادی صورت نگرفته، سهم تأمین مالی خود بنگاه‌ها نیز زیاد بوده است (قاسمی علی آبادی و اسلامیان، ۱۳۹۰).



نمودار شماره (۱): مراحل و شیوه‌های تأمین مالی بنگاه‌ها (پرخیده و تاجیک، ۱۳۹۱)

شرکت‌های کوچک و متوسط برای دستیابی به سرمایه لازم نمی‌توانند فقط به مؤسسات تأمین مالی خارج از سازمان متکی باشند، بلکه کسب‌وکار خود، تا حدی، ظرفیت ایجاد سرمایه را دارد. این روش‌ها مواردی چون عاملیت حساب‌های دریافتی، اجاره یا اجاره به شرط تملیک، کارت‌های اعتباری و سود انباشته را در بر می‌گیرد. علاوه بر این موارد، کسب‌وکار کوچک می‌تواند نیازمندی سرمایه خود را با صرفه‌جویی در هزینه‌های ممکن به حداقل برساند (اسلامی و بیگدلی، ۱۳۸۴).

در زمینه تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه پژوهش‌هایی اندک در موضوع‌های مشابه وجود دارد؛ از این میان می‌توان به پژوهش ابرزی و همکارانش (۱۳۸۶) اشاره کرد؛ آن‌ها، در این پژوهش، روش‌های مختلف تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار و نوع ارتباط بین شیوه تأمین مالی شرکت‌ها و اندازه شرکت و سودآوری را طی سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۸۲ بررسی کرده‌اند. در این پژوهش برای پردازش اطلاعات و داده‌ها از آزمون تی و ضریب همبستگی استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که، با وجود نبود تفاوت معنی‌دار میان استفاده از روش‌های مختلف تأمین مالی بین شرکت‌های پژوهش‌شده، بین شیوه تأمین مالی شرکت‌ها و اندازه آن‌ها ارتباطی معنی‌دار وجود دارد.

پورحیدری (۱۳۸۲)، با بررسی روابط بین عوامل صنعت، اندازه، سودآوری و دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری با اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۶-۱۳۸۱)، نشان داد که بین اهرم مالی و سودآوری رابطه معکوس و معنی‌دار و بین اهرم مالی و اندازه رابطه‌ای مستقیم و معنی‌دار وجود دارد.

رضان‌پور و همکارانش (۱۳۹۰) تأثیر روش‌های مختلف تأمین مالی بر بازده و خطر نظام‌مند سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران را با روش داده‌های ترکیبی بررسی کردند و دریافتند که بازار سرمایه با نقش انکارناپذیر خود در رشد و توسعه اقتصادی کشور، به روش‌های تأمین مالی در قالب تغییرات بازده و خطر سهام — که از عوامل مؤثر در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است — واکنش نشان می‌دهد. نتایج تحقیق آن‌ها، که با هدف بررسی رابطه بین وام، انتشار سهام عادی و سود انباشته به مثابه متغیرهای مستقل، اندازه شرکت‌ها به مثابه متغیر کنترلی و بازده و خطر نظام‌مند به مثابه متغیرهای وابسته در ۵۵ شرکت و با روش رگرسیون آماری چندمتغیره با استفاده از داده‌های تابلویی صورت گرفته است، نشان می‌دهد که رابطه‌ای مستقیم بین وام و بازده سهام وجود دارد؛ اما انتشار سهام عادی و سود انباشته رابطه‌ای معنی‌دار با بازده ندارد؛ همچنین بین روش‌های مختلف تأمین مالی و خطر نظام‌مند رابطه‌ای معنی‌دار وجود ندارد.

رجب‌زاده و همکارانش (۱۳۸۵) به بررسی تحلیلی وضعیت تأمین مالی در کشورهای مختلف جهان و نیز بررسی تحلیلی آن در ایران پرداختند. در بررسی تحلیلی روش‌های تأمین مالی کشورهای مختلف جهان، نتایج نشان‌دهنده وجود تفاوتی بارز بین روش‌های تأمین مالی در

کشورهای توسعه یافته و کشورهای در حال توسعه است. شرکت های واقع در کشورهای در حال توسعه، نسبت به هم تیان خود در کشورهای توسعه یافته، بیشتر به منابع خارجی تأمین مالی وابسته اند. همچنین سهم بازار سهام به مثابه روش تأمین مالی در شرکت های واقع در کشورهای در حال توسعه بیشتر است. در مجموع و با در نظر گرفتن تمام صنایع ایران با یکدیگر و لحاظ ۴۹ شرکت بخش صنعت و معدن، بررسی آماری صورت گرفته و نتایج، دلالت بر نبود تفاوت معنی دار بین تأمین مالی از دو روش بازار پول و بازار سرمایه دارد.

در ادبیات خارجی می توان به پژوهش کوهن^۱ (۲۰۰۳) اشاره کرد؛ وی بیان می کند که چالش هایی برای تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه وجود دارد که از آن جمله می توان به محدودیت قوانین شرکت، فهرست مبادلات سهام، افشای مالی و نگرانی های کنترل و مدیریت اشاره کرد.

میرز و ماجلوف^۲ (۱۹۸۴) بیان کردند که هیچ نسبت بدهی بهینه ای وجود ندارد و شرکت ها بر اساس سلسله مراتب از پیش تعیین شده و بدون توجه به ساختار بهینه سرمایه تأمین مالی می کنند. طبق این نظریه، تأمین مالی از وجوه داخلی در اولویت است و فقط، در صورت کفایت نکردن منابع داخلی، از وجوه خارجی استفاده می شود.

بالاچین - سانچز و همکارانش^۳ (۲۰۱۲) به بررسی ساختار سرمایه صنایع کوچک و متوسط نواحی اسپانیایی و عوامل تعیین کننده آن - که در نواحی مختلف متفاوت است - پرداخته اند. آن ها در پژوهش خود رابطه بدهی را به مثابه روش تأمین مالی خارجی با عوامل شرکت نظیر اندازه، سن، سودآوری، ساختار دارایی و رشد بررسی کردند و دریافتند که بین سن و سطح بدهی و نیز سودآوری و سطح بدهی رابطه ای منفی و بین اندازه و سطح بدهی و نیز رشد و سطح بدهی رابطه ای مثبت وجود دارد. همچنین در این پژوهش بیان می شود که، بر طبق نظریه سلسله مراتبی^۴، عمر بیشتر شرکت باعث ظرفیت بیشتر آن برای منابع تولید خود است و نیاز شرکت به تأمین مالی خارجی کمتر خواهد بود.

1. Cohn

2. Myers and Majluf

3. Palacin- Sanchez and et al.

4. pecking- order theory

میرز^۱ (۱۹۸۹) ساختارهای مالی شرکت‌ها را در هشت کشور مختلف صنعتی طی دوره ۱۹۷۰-۱۹۸۵ بررسی و مقایسه کرده و به نتایجی مختلف دست یافته است؛ از جمله نتایج این بود که سود انباشته مهم‌ترین منبع تأمین مالی همه کشورهای به‌ویژه انگلستان، کانادا و آمریکا است. به طوری که در آمریکا و انگلستان بیش از ۷۵ درصد از سرمایه‌گذاری‌ها از طریق سود انباشته تأمین مالی شده است. همچنین ارتباطی معکوس بین استفاده از سود انباشته و اعتبارات بانکی وجود داشته است. نیز شرکت‌های کوچک و متوسط، نسبت به شرکت‌های بزرگ، از منابع خارجی بیشتر استفاده کرده‌اند؛ حال آنکه در تأمین مالی خود بیشتر با بانک‌های تجاری ارتباط داشته و کمتر از اوراق بهادار برای تأمین مالی استفاده کرده‌اند (Myers, 1977).

در پژوهشی دیگر سینگ و حمید^۲ (۱۹۹۲) روش‌های تأمین مالی پنجاه کشور توسعه‌یافته و کشورهای در حال توسعه را بررسی کردند و نشان دادند که شرکت‌های واقع در کشورهای در حال توسعه بیشتر از منابع خارجی برای تأمین مالی استفاده می‌کنند. این شرکت‌ها همچنین برای افزایش خالص دارایی‌های خود بیشتر به انتشار سهام جدید روی می‌آورند.

پژوهش‌هایی محدود توجه خود را معطوف به صنایع کوچک و متوسط نموده و بیشتر به تأمین مالی صنایع بدون تقسیم‌بندی آن‌ها و یا صنایع بزرگ پرداخته‌اند. برخی از پژوهش‌ها نیز، که تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط را مدنظر قرار داده‌اند، درباره تأمین مالی این صنایع از طریق بازار سرمایه سخنی به میان نیاورده و اغلب نقش بازار سرمایه را نادیده انگاشته‌اند.

اما، با توجه به رونق بازار سرمایه در سال‌های اخیر و نقش این بازار در تأمین مالی بنگاه‌ها، به‌ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط (SMEs) که در تأمین مالی از طریق بانک محدودیت دارند، لازم است که به نقش بازار سرمایه در تأمین منابع مالی مورد نیاز این بنگاه‌ها توجه شود.

در ادامه به نظریه‌های مختلف تأمین مالی اشاره می‌شود که هر کدام به گونه‌ای در توسعه الگوی تجربی این پژوهش نقش دارد.

1. Myers

2. Singh and Hamid

نظریه مودیگلیانی و میلر (MM)

این نظریه بیان می کند که ساختار سرمایه شرکت اثری بر ارزش شرکتها ندارد؛ بلکه ارزش شرکت را طرف فعال تر ترانزنامه تعیین می کند. ارزش بر اساس قدرت بازاری به دست می آید و خطر داراییها تعیین می شود. به عبارت دیگر انتشار سهام یا استفاده از بدهی اثری یکسان بر ارزش شرکت می گذارد. این نظریه دارای پنج فرض و دو گزاره است:

۱- مالیات، هزینه مبادله، هزینه ورشکستگی و اطلاعات نامتقارن وجود ندارد؛

۲- انتظارات همگن است؛

۳- همه سرمایه گذاران گیرنده قیمت هستند؛

۴- برنامه سرمایه گذاری شرکتها ثابت و شناخته شده است؛

۵- تأمین مالی شرکتها ثابت و بدون تغییر است.

نخستین گزاره درباره ساختار سرمایه و دومین گزاره درباره هزینه سرمایه است. اولین گزاره بیان می کند که ارزش شرکتی که منابع مالی آن از طریق بدهی تأمین می شود با ارزش شرکتی که منابع آن از طریق غیر از بدهی تأمین می شود برابر است. دومین گزاره نیز بیان می کند که هزینه سهام تابعی خطی از $\frac{\text{بدهی}}{\text{سهام}}$ (اهرم مالی) است (Modigliani & Miller, 1958). بنابراین تأمین مالی بنگاه اقتصادی تابعی از اهرم مالی^۱ آن است.

نظریه ایستای بده-بستان^۲

هدف این نظریه پاسخ به این سؤال است که «چرا شرکتها بخشی از منابع مالی خود را از طریق بدهی و بخشی را از طریق سهام تأمین می کنند؟». بر اساس این نظریه ساختار سرمایه شرکت بده-بستانی بین هزینه و فایده بدهی است و ساختار بهینه شرکت زمانی محقق می شود که هزینه و فایده بدهی برابر می شود (Jensen and Makling, 1976).

1. Leverage
2. Trade-off

بر اساس نظریه بده-بستان در نقطه بهینه بین هزینه و فایده تأمین مالی از طریق بدهی تعادل وجود دارد و شرکت باید روند افزایشی بدهی/سهام را متوقف کند. به عبارت دیگر، در نرخ بهینه بدهی/سهام ارزش بازاری شرکت بیشینه و هزینه سرمایه در کمینه ممکن است. هزینه تأمین مالی از طریق بدهی همان هزینه آشفته‌گی مالی و ورشکستگی است (Hashemi, 2013). این نوع هزینه بین صنایع مختلف متفاوت است و به دارایی‌های شرکت، نوسان ارزش دارایی‌ها و نوسان‌های جریان نقدینگی شرکت‌ها بستگی دارد (Modigliani & Miller, 1958).

نظریه سلسله‌مراتبی

میرز و ماجلوف این نظریه را در سال ۱۹۸۴ معرفی کردند. به طوری که نسبت به دو نظریه قبلی برای مدیران مالی کاربردی بیشتر دارد. نظریه سلسله‌مراتبی فرض می‌کند میان مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران اطلاعات نامتقارن وجود دارد و مدیرانی که به نمایندگی از سهام‌داران شرکت فعالیت می‌کنند اطلاعاتی بهتر و بیشتر نسبت به سهام‌داران و سایر سرمایه‌گذاران دارند و ترجیحات مدیران مالی در افزایش منابع مالی شرکت دخالت دارد. بر اساس این نظریه، اولین انتخاب مدیران استفاده از منابع مالی داخلی یا سود انباشته است. تأمین مالی داخلی نشان می‌دهد که هیچ نیازی به انتشار سهام یا بدهی نیست و شرکت می‌تواند منابع خود را به منظور تأمین مالی پروژه به کار گیرد. اگر شرکت به اندازه کافی از منابع مالی برخوردار نباشد، انتخاب دوم استفاده از منابع خارجی خواهد بود. تأمین مالی خارجی شامل انتشار سهام و انتشار بدهی است. اولین انتخاب در تأمین مالی خارجی انتشار بدهی است؛ یعنی از میان منابع خارجی مدیران ابتدا بدهی را ترجیح می‌دهند؛ چون اوراق بدهی اوراقی مطمئن‌تر و کم‌خطرتر نسبت به سهام است. نظریه سلسله‌مراتبی زمانی اجازه انتشار سهام را می‌دهد که ظرفیت بدهی کاملاً استفاده شده باشد، یا به گونه‌ای امکان استفاده از بدهی برای شرکت وجود نداشته باشد (Myers & Magluf, 1984).

مدیران ترجیح می‌دهند که از منابع کم‌خطر سرمایه بیشتر استفاده کنند؛ به همین دلیل سود انباشته را به بدهی و بدهی را به سهام ترجیح می‌دهند.

نظریه هزینه اطلاعات نامتقارن^۱

رهیافت‌هایی مختلف ترکیب ساختار سرمایه را بر اساس اطلاعات خصوصی توضیح می‌دهد. در این نظریه‌ها فرض می‌شود که عوامل داخلی شرکت یا مدیران شرکت اطلاعاتی دربارهٔ بازدهی شرکت دارند. یکی از این رهیافت‌ها بیان می‌کند که انتخاب ساختار سرمایه شرکت سیگنالی به سهام‌داران است که اطلاعات داخلی شرکت را به سرمایه‌گذاران خارج از شرکت منتقل می‌کند. تحقیقاتی از این نوع با کارهای رس^۲ (۱۹۷۷) و لی لند^۳ و پایل^۴ (۱۹۷۷) شروع شد. روش دیگر این است که ساختار سرمایه طوری شکل می‌گیرد که ناکارایی در تصمیمات سرمایه‌گذاری بنگاه را کاهش می‌دهد.

میرز و ماجلوف (۱۹۸۴) معتقد بودند که ناکارایی در تصمیمات سرمایه‌گذاری به دلیل وجود اطلاعات نامتقارن بین مدیران و سرمایه‌گذاران (اعتباردهندگان و سهامداران) است. پدیدهٔ اطلاعات نامتقارن موقعیتی مخرب برای شرکت به وجود می‌آورد؛ زیرا گروهی که اطلاعاتی بیشتر دارند قدرتی بیشتر نیز برای بهره‌برداری از این موقعیت دارند (Harris and Raviv, 1991). مشکلات اطلاعات نامتقارن عبارت است از:

۱- انتخاب معکوس^۵، که قبل از معامله اتفاق می‌افتد؛

۲- خطرهای اخلاقی^۶، که بعد از معامله اتفاق می‌افتند.

بارنیا و همکارانش^۷ (۱۹۸۰) استدلال می‌کنند که شرکت‌های کوچک و متوسط نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر با اطلاعات نامتقارنی بیشتر روبه‌رو هستند. داشتن سطحی بالاتر از هزینهٔ اطلاعات نامتقارن در صنایع کوچک و متوسط به دلیل قاعدهٔ انتشار صورت مالی است؛ زیرا ممکن است بعضی از آن‌ها صورت مالی داشته باشند اما کیفیتشان نمی‌تواند همانند شرکت‌های بزرگ باشد. بنابراین مدیران در صنایع کوچک و متوسط معمولاً حقایق مالی شرکتشان را به

1. *Asymmetric Information Theory*

2. *Rose*

3. *Leland*

4. *Pyle*

5. *Adverse selection*

6. *Moral Hazard*

7. *Barnea and et al.*

صورت غیر شفاف عرضه می‌کنند، که این هزینه اطلاعات نامتقارن را افزایش می‌دهد. نتیجه چشمگیر از نظریه‌های اطلاعات نامتقارن فرضیه‌های نظریه بد-بستان است (Michaelas, 1999). مشکلات ناشی از اطلاعات نامتقارن مربوط به SME ها منحصر به فرد است؛ چون این شرکت‌ها در دسترسی به اطلاعات و نیز گزارش این اطلاعات شفافیتی کمتر نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر دارند. بنابراین، در مقایسه با شرکت‌های بزرگ، دسترسی به تأمین مالی از طریق بدهی برای آن‌ها کمتر است.

بنابراین، به منظور عرضه فرضیه‌ها و، سرانجام، تصریح الگوی پژوهش، می‌توان از هر کدام از نظریه‌های فوق به گونه‌ای بهره جست.

عوامل تعیین‌کننده شرکت نظیر اندازه، ساختار دارایی، سودآوری، رشد و سن (عمر) ارتباطی مهم با سطح تأمین مالی خارجی صنایع کوچک و متوسط در پژوهش‌های تجربی صورت گرفته نشان داده‌اند. یکی از متغیرهایی که معمولاً در انتخاب ساختار سرمایه به آن توجه می‌شود اندازه است. اندازه شرکت می‌تواند نماینده‌ای از هر دو نظریه بد-بستان و سلسله‌مراتبی باشد (Palacin-Sanchez, 2012).

همچنین اندازه می‌تواند هم متغیر تعیین‌کننده آشفتگی مالی (Zingales, 1995) و هم نشان‌دهنده ناپایداری جریان نقدینگی باشد (Fama & French, 2002). چنانکه اندازه بزرگ‌تر شرکت می‌تواند برای آن شرکت ایجاد تنوع نماید و بی‌ثباتی کمتری در پی داشته باشد. اندازه همچنین می‌تواند تعیین‌کننده مشکلات اطلاعات نامتقارن میان مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی باشد (Rajan & Zingales, 1995).

بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی، اندازه بزرگ‌تر شرکت می‌تواند دست‌یابی به اعتبار (وام) را برای شرکت تسهیل کند و هزینه مبادله را کاهش دهد. از این رو صنایع کوچک و متوسط در دست‌یابی به اعتبار از طریق بدهی با مشکلاتی روبه‌رو هستند که موجب می‌شود برای تأمین منابع مالی خود به بازار سرمایه و انتشار سهام متوسل شوند. پس این فرضیه آزمودنی است که اندازه شرکت بر میزان استفاده از سهام اثر منفی دارد.

ساختار دارایی شرکت یکی دیگر از عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه آن است. بر اساس نظریه ساختار بهینه سرمایه (Trade-off)، هرچه سهم دارایی‌های ثابت شرکت بیشتر باشد، میزان استفاده از بدهی برای تأمین مالی بیشتر خواهد بود؛ زیرا از دارایی‌های ثابت می‌توان به مثابه

ضمانت استفاده کرد. از این رو هزینه آشفته مالی کمتر است و مشکلات ناشی از اطلاعات نامتقارن نیز کمتر خواهد بود (Myers, 1977).

بنابراین بر اساس هر دو نظریه سلسله مراتبی و بده-بستان می توان رابطه ای منفی بین سطح دارایی های ثابت *SME* ها و انتشار سهام به منظور تأمین مالی انتظار داشت. بر همین اساس، فرضیه دوم به این صورت آزمودنی است که ساختار دارایی شرکت بر میزان استفاده از سهام اثر منفی می گذارد.

سودآوری شرکت یکی دیگر از عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه آن است. بر اساس نظریه سلسله مراتبی، شرکت های سودآورتر، به دلیل اینکه منابع داخلی (سود انباشته) بیشتری در اختیار دارند، از تأمین مالی خارجی کمتر بهره خواهند گرفت. از این رو می توان ارتباطی منفی میان سودآوری شرکت و انتشار سهام به منظور تأمین مالی انتظار داشت. بر همین اساس، فرضیه سوم به این صورت آزمودنی است که سودآوری شرکت بر میزان استفاده از تأمین مالی خارجی اثر منفی می گذارد.

عامل دیگری که ساختار سرمایه شرکت را تحت تأثیر قرار می دهد رشد آن است. بر اساس نظریه سلسله مراتبی می توان رابطه ای مثبت میان رشد شرکت ها و انتشار سهام انتظار داشت. به دلیل اینکه شرکت هایی که رشد کرده اند، به احتمال زیاد، از منابع داخلی خود بهره گرفته اند و مجبورند به منظور تأمین مالی به منابع مالی خارجی متوسل شوند. چنانکه میرز (۱۹۹۷) معتقد است شرکت هایی با رشد زیاد با مشکلات منابع داخلی ناکافی برای تأمین مالی روبرو هستند. بر همین اساس، فرضیه چهارم مربوط به اثر مثبت سطح رشد شرکت بر میزان استفاده از تأمین مالی خارجی است.

سن (مدت فعالیت) شرکت یکی دیگر از عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه آن است. بر اساس نظریه سلسله مراتبی، عمر بیشتر شرکت باعث افزایش ظرفیت آن برای ارتقای منابع داخلی اش می شود و نیاز آن را به تأمین مالی خارجی کاهش خواهد داد.

از سوی دیگر، شرکت های نوپا، به منظور حفظ منابع داخلی خود، در سال های اول عمر خود را متعهد به استفاده از تأمین مالی خارجی می بینند. این رابطه در پژوهش های جردن و

همکاران^۱ (۱۹۹۸)، هال و همکاران^۲ (۲۰۰۰ و ۲۰۰۴) و بیچرد و لاکي^۳ (۲۰۱۰) تأیید شده است. بر همین اساس فرضیه پنجم به این صورت آزمودنی است که عمر شرکت بر میزان استفاده از تأمین مالی خارجی بنگاه‌های کوچک و متوسط اثر منفی می‌گذارد.

معرفی الگو

در این مقاله انتشار سهام ابزار مهم تأمین مالی منتخبی از بنگاه‌های کوچک و متوسط استان اصفهان از طریق بازار سرمایه (سازمان بورس و سهام) به مثابه متغیر وابسته مطرح شده است و با نماد *Equity* نمایش داده می‌شود. متغیرهای مستقل الگو نیز اندازه، ساختار دارایی، سودآوری، رشد و عمر (مدت فعالیت) شرکت است که بر ساختار سرمایه شرکت اثرگذار است. این متغیرها به ترتیب با نماد *Size*، *Profit*، *As* و *Growth* و *Age* در الگو نمایش داده شده است. برای محاسبه متغیر وابسته از لگاریتم حجم معاملات سهام استفاده شده است و برای محاسبه متغیرهای اندازه، ساختار دارایی، سودآوری، رشد و عمر شرکت به ترتیب از لگاریتم دارایی کل، لگاریتم نسبت دارایی‌های ثابت به دارایی کل، لگاریتم نسبت سود یا زیان قبل از مالیات به دارایی کل، تغییرات سالانه لگاریتم دارایی کل و لگاریتم مدت زمانی که از فعالیت شرکت می‌گذرد استفاده شده است.

الگوی مورد نظر به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$Equity_{it} = \beta_0 + \beta_1 \mu_i + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AS_{it} + \beta_4 PROFIT_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن μ_i نشان‌دهنده آثار انفرادی (آثار ثابت یا آثار تصادفی)، ε_{it} جزء خطای الگو، i عداد بنگاه‌ها ($i=1,2,3,\dots,15$) و t مشاهده زمان است. جامعه آماری بررسی شده در این پژوهش شامل پانزده بنگاه کوچک و متوسط منتخب استان اصفهان است که نام و نماد آن‌ها در جدول شماره (۱) آورده شده است. برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به متغیر وابسته این بنگاه‌ها از سایت شرکت مدیریت فناوری بورس تهران (www.tsetmc.com) و برای

1. Jordan and et al
2. Hall and et al
3. Bhaird and Lucey

جمع آوری داده های مربوط به متغیرهای مستقل از شبکه کدال، سیستم جامع اطلاع رسانی ناشران (www.codal.ir)، استفاده شده است.

جدول شماره (۱): نام و نماد شرکت های منتخب

ردیف	نام شرکت	نماد شرکت
۱	گروه صنعتی سپاهان	فسپا
۲	سرمایه گذاری توکا فولاد	وتوکا
۳	سرمایه گذاری فولاد امیرکبیر کاشان	فجر
۴	توسعه صنایع بهشهر اصفهان	وبشهر
۵	سرمایه گذاری نیرو	ونپرو
۶	شیر پاستوریزه پگاه اصفهان	غشصفا
۷	سامان گستر اصفهان	ثامان
۸	قند اصفهان	قصفها
۹	حمل و نقل توکا	حتوکا
۱۰	گرانیت بهسرام	کههرام
۱۱	کاشی نیلو	کنیلو
۱۲	کاشی تکسرام	کترام
۱۳	سرامیک های صنعتی اردکان	کسرا
۱۴	کاشی اصفهان	کاصفا
۱۵	باما	کاما

حال، با استفاده از نرم افزار *Stata*، به تخمین الگو می پردازیم، تا معین شود کدام یک از فرضیه های اشاره شده در قسمت قبل رد و کدام یک تأیید می شود.

تحلیل یافته ها

الگوی معرفی شده در قسمت قبل برای پانزده بنگاه کوچک و متوسط منتخب استان اصفهان در دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۰ به روش کمینة مربعات تعمیم یافته (*GLS*) در محیط داده های تابلویی برآورد شده است، که نتایج به دست آمده در جدول شماره (۲) گزارش شده است.

همان طور که در جدول شماره (۲) مشاهده می‌شود، فقط متغیرهای سن (عمر)، ساختار دارایی و سودآوری در سطح اهمیت پنج درصد معنی‌دار شده است. بنابراین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در طی دوره بررسی شده عمر شرکت اثری منفی و معنی‌دار بر میزان استفاده از سهام شرکت‌های کوچک و متوسط منتخب استان اصفهان داشته است؛ به طوری که ارتباط منفی میان عمر شرکت و میزان استفاده از تأمین مالی خارج بنگاه پذیرفته می‌شود. البته در اینجا منظور از تأمین مالی خارجی تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است؛ زیرا، همان طور که گفته شد، صنایع کوچک و متوسط در استان پس از تأمین مالی داخلی به‌ناچار، به جای استفاده از بدهی (وام‌های بانکی)، از سهام به مثابه منبع تأمین مالی استفاده می‌کنند. همچنین ساختار دارایی شرکت، به مثابه یکی دیگر از متغیرهای اثرگذار، اثری منفی و معنی‌دار بر میزان استفاده از سهام این شرکت‌ها داشته است، که این نیز نشان از پذیرفته شدن فرضیه دوم، مبنی بر اثر منفی ساختار دارایی شرکت و میزان استفاده از سهام، دارد. این امر با نظریه‌های سلسله‌مراتبی و بده-بستان سازگار است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که نظام بانکی و بازار سرمایه می‌توانند به طور مکمل در تأمین مالی این بنگاه‌ها مشارکت کنند.

نتایج برآوردی همچنین نشان می‌دهد که متغیر سودآوری شرکت اثری مثبت و معنی‌دار بر میزان استفاده از سهام داشته است؛ این نتیجه به معنی ردّ فرضیه سوم مبنی بر اثر منفی سودآوری شرکت بر میزان استفاده از تأمین مالی خارجی است. در تبیین این فرضیه گفته شد که، بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی، شرکت‌های سودآورتر منابع داخلی (سود انباشته) بیشتری در اختیار خواهند داشت؛ از این رو از تأمین مالی خارجی کمتر بهره خواهند گرفت. رد شدن این فرضیه می‌تواند به این دلیل باشد که استفاده از سهام این شرکت‌ها خود یکی از دلایل اصلی افزایش سود آن‌ها بوده است. همچنین باید بیان کنیم که ناکارآمدی بازار سرمایه کشور، بانک‌محور بودن بنگاه‌ها و همچنین خطر موجود در این بازار موجب شده است که فقط شرکت‌هایی که سودآوری زیاد دارند بتوانند به منظور تأمین مالی از این بازار بهره بگیرند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که دو متغیر اندازه و رشد شرکت معنی‌دار نشده است؛ این به معنی تأثیر نداشتن این متغیرها بر متغیر وابسته و ردّ فرضیه‌های اول و چهارم است.

جدول شماره (۲): نتایج برآورد الگوی تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط استان اصفهان به روش

داده‌های تابلویی GLS

متغیر	ضریب	استاندارد خطا	آماره Z	Prob
Constant	۱۰/۲۵۴۲	۱/۱۲۶۵	۹/۱۰	۰/۰۰۰
Size	۰/۰۰۵۶	۰/۱۹۱۸	۰/۲۹	۰/۷۶۹
Age	-۰/۶۵۷۴	۰/۳۴۱۲	-۱/۹۳	۰/۰۵۴
Growth	-۰/۰۸۴۴۳	۰/۱۵۱۸	-۰/۵۶	۰/۵۷۸
Asset Structure	-۰/۳۷۳۰۶	۰/۱۱۶۱	-۳/۲۱	۰/۰۰۱
Profit	۰/۲۳۹۴	۰/۱۲۵۸	۱/۹۰	۰/۰۵۷

Flimer: $F(14, 99) = 8.00$ Prob > F = 0.0000 Likelihood-ratio test LR $\chi^2(14) = 48.04$
(Assumption: nohetero nested in hetero) Prob > $\chi^2 = 0.0000$

منبع: یافته‌های پژوهش

روش آثار ترکیبی ثابت^۱ و تصادفی^۲

از آنجا که ممکن است ناهمگنی در آثار انفرادی مترتب بر هر دو اثر ثابت و تصادفی باشد، روشی جدید که در برآورد الگو در نظر گرفته می‌شود به صورت آثار ترکیبی الگو در محیط داده‌های تابلویی با استفاده از نرم‌افزار Stata برآورد می‌شود. با این حال، قبل از اجرای این برآورد متغیر جدید ضرب اندازه و عمر (Sage: Age*Size)، به منظور بررسی اثر مکملی اندازه و سن تعریف می‌شود؛ دلیل آن نیز این واقعیت است که، با افزایش سن شرکت در طی زمان، اندازه شرکت نیز بزرگ‌تر خواهد شد.

همان‌طور که در جدول شماره (۳) مشاهده می‌شود، متغیرهای اندازه، عمر، ساختار دارایی و متغیر ترکیبی جدید همه در سطح اهمیت پنج درصد معنی‌دار شده است. نتایج نشان می‌دهد که در طی دوره بررسی شده اندازه شرکت اثری مثبت و معنی‌دار بر میزان استفاده از سهام داشته است. دلیل این امر نیز می‌تواند به ماهیت بازار سرمایه کشور برگردد، که باعث می‌شود شرکت‌های بزرگ‌تر راحت‌تر بتوانند وارد این بازار شوند و

1. Fixed Effect
2. Random Effect

شرکت‌های کوچک‌تر همچنان در انتظار تأمین مالی از طریق نظام بانکی باشند.

همچنین عمر شرکت اثری مثبت و معنی‌دار بر میزان استفاده از سهام داشته است. دلیل آن را می‌توان در هزینه اطلاعات نامتقارن جست‌وجو کرد. شرکت‌های کوچک و متوسط، نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر، بیشتر با اطلاعات نامتقارن روبه‌رو هستند. داشتن سطحی بالاتر از هزینه اطلاعات نامتقارن در صنایع کوچک و متوسط به دلیل قاعده انتشار صورت مالی است. بعضی از *SME* ها صورت مالی دارند، اما کیفیتشان نمی‌تواند همانند شرکت‌های بزرگ باشد. بنابراین مدیران در *SME* ها معمولاً حقایق مالی شرکتشان را به صورت غیر شفاف عرضه می‌کنند. این عامل می‌تواند دلیل اصلی ارتباط مثبت میان اندازه و میزان استفاده از سهام در بازار سرمایه باشد؛ زیرا سرمایه‌گذاری که قصد خرید سهام را در بازار سرمایه دارد، به منظور انتخاب سبد دارایی و خرید سهام، اطلاعات مالی میان شرکت‌ها را بررسی می‌کند؛ بنابراین شرکت‌هایی را که صورت‌های مالی شفاف‌تری دارند ترجیح می‌دهد. همچنین نتایج حاکی از این است که ساختار دارایی شرکت اثری منفی و معنی‌دار بر میزان استفاده از سهام دارد، که این امر تأییدکننده فرضیه دوم، مبنی بر اثر منفی ساختار دارایی شرکت بر میزان استفاده از سهام، است.

بر اساس نتایج به‌دست‌آمده، متغیر سودآوری شرکت در سطح اهمیت ده درصد معنی‌دار شده است و این متغیر اثری مثبت و معنی‌دار بر میزان استفاده از سهام دارد. نتیجه به‌دست‌آمده به معنی رد فرضیه سوم، مبنی بر اثر منفی سودآوری بر میزان استفاده از سهام، است.

همچنین متغیر ضریب ایجاد شده، که اثر متقاطع اندازه و سن را در نظر می‌گیرد، اثری منفی و معنی‌دار بر میزان استفاده از سهام دارد؛ این بدین معنی است که افزایش عمر شرکت و به دنبال آن بزرگ شدن شرکت با گذشت زمان باعث می‌شود که بنگاه‌ها برای تأمین مالی کمتر به بازار سهام متوسل شوند.

همانند روش قبل، اثر متغیر رشد شرکت بر میزان استفاده از سهام معنی‌دار نشده است، یعنی رشد شرکت اثری بر میزان استفاده از سهام آن ندارد.

جدول شماره (۳): الگوی تأمین مالی شرکت های کوچک و متوسط منتخب استان اصفهان به روش آثار ترکیبی

متغیر	ضریب	استاندارد خطا	آماره Z	Prob
Constant	-۲۰/۲۱۸	۱۴/۵۷۳	-۱/۳۹	۰/۱۶۵
Size	۲/۴۲۶	۱/۱۵۴	۲/۱۰	۰/۰۳۶
Age	۷/۷۴۲	۴/۰۱۹	۱/۹۳	۰/۰۵۴
Growth	-۰/۱۵۸	۰/۱۵۷	-۱/۰۰	۰/۳۱۶
Asset Structure	-۰/۳۶۰	۰/۱۱۷	-۳/۰۷	۰/۰۰۲
Profit	۰/۲۱۰	۰/۱۲۸	۱/۶۴	۰/۱۰۰
Sage(Age*Size)	-۰/۶۷۰	۰/۳۱۹	-۲/۱۰	۰/۰۳۶

منبع: یافته های پژوهش

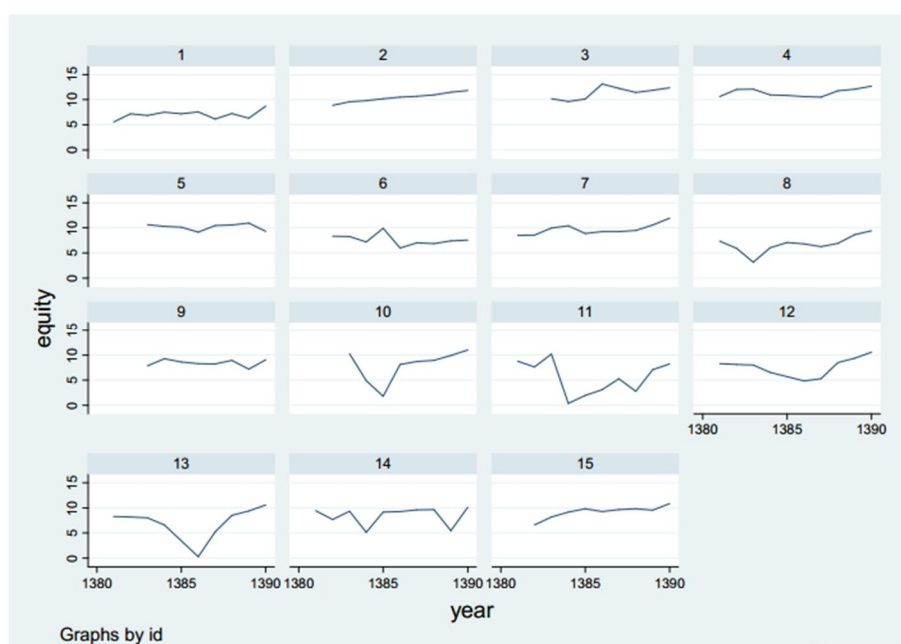
بنابراین این فرض به وجود می آید که وجود متغیر رشد بنگاه در الگو منجر به ایجاد تورش در نتایج برآوردی می شود. بر این اساس، متغیر اشاره شده از الگو حذف شده و یک بار دیگر الگو به روش GLS تابلویی برآورد شده است، که نتایج در جدول شماره (۴) گزارش شده است. همان طور که در جدول شماره (۴) نشان داده شده است، متغیرهای اندازه، ساختار دارایی، سودآوری و متغیر ضریب در سطح اهمیت پنج درصد معنی دار شده است. نتایج نشان می دهد که اندازه شرکت، عمر و سودآوری اثری مثبت و معنی دار بر میزان استفاده از سهام دارد و متغیرهای ساختار دارایی و ضریب (sage) اثری منفی و معنی دار بر میزان استفاده از سهام دارد.

جدول شماره (۴): الگوهای تأمین مالی بنگاه های منتخب به روش GLS داده های تابلویی (حذف متغیر رشد)

متغیر	ضریب	استاندارد خطا	آماره Z	Prob
Constant	-۱۳/۹۵۵	۱۳/۷۵۵	-۱/۰۱	۰/۳۱۰
Size	۱/۹۳۱	۱/۰۹۳	۱/۷۷	۰/۰۷۷
Age	۶/۰۷۹	۳/۸۰۶	۱/۶۰	۰/۱۱۰
Asset Structure	-۰/۳۴۸	۰/۱۱۱	-۳/۱۲	۰/۰۰۲
Profit	۰/۲۶۸	۰/۱۰۸	۲/۴۶	۰/۰۱۴
Sage	-۰/۵۳۳	۰/۳۰۲	-۱/۷۶	۰/۰۷۸

منبع: یافته های پژوهش

نمودار شماره (۲) روند متغیر تأمین مالی از طریق بازار سرمایه را برای بنگاه‌های کوچک و متوسط منتخب استان اصفهان در دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۰ نشان می‌دهد؛ به طوری که روند آن برای اکثر بنگاه‌ها باثبات و صعودی بوده و برای تعدادی محدود هم نوسان‌هایی در آن ایجاد شده است. به طور کلی این نمودار میزان وابستگی رو به رشد بنگاه‌ها را به بازار سرمایه نشان می‌دهد.



نمودار شماره (۲): روند تغییرات متغیر وابسته در طول زمان برای بانزده شرکت در دوره ۱۳۸۱-۱۳۹۰ (بر حسب میلیارد ریال)

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

همان‌طور که دیده شد، فرضیه دوم، مبنی بر اثر معنی‌دار و منفی ساختار دارایی شرکت بر میزان استفاده از سهام، در هر سه روش پذیرفته شد. از آنجا که برای اندازه‌گیری ساختار دارایی از نسبت دارایی ثابت به دارایی کل استفاده شده است، پذیرش این فرضیه نشان از این دارد که کم بودن دارایی‌های ثابت این شرکت‌ها مانعی برای تأمین

مالی آن‌ها از طریق بانک‌ها است و آن‌ها ناگزیرند که برای تأمین مالی به بازار سرمایه متوسل شوند. با توجه به اهمیت این صنایع و نقش پررنگ آن‌ها در اقتصاد کشور و به دلیل ماهیت بازار سرمایه و ناکارآمدی این بازار در کشور باید بانک‌ها در دادن تسهیلات خود به این صنایع نقشی مؤثر داشته باشند و، از طریق کاهش هزینه مبادله، به رشد این صنایع کمک کنند. دسترسی آسان نداشتن این صنایع به تسهیلات بانکی از یک طرف و کارآمدی محدود بازار سرمایه از طرف دیگر باعث روی آوردن این صنایع به واسطه‌های مالی غیر رسمی خواهد شد، که به دلیل خطر زیاد هزینه‌هایی هنگفت متوجه این صنایع خواهد کرد. از این رو باید گام‌هایی در جهت توسعه بازارهای مالی از طریق بهینه‌سازی عملکرد بازارهای پول و سرمایه برداشته شود.

ایجاد بانک‌های تخصصی به منظور اعطای وام‌های آسان و حمایت از نوآوری‌های صنایع کوچک و متوسط می‌تواند عاملی برای کاهش مشکلات تأمین مالی آن‌ها باشد. با وجود اهمیت صنایع کوچک و متوسط در کشور، هنوز تدابیر کافی برای حمایت از این صنایع در جهت رشد بیشتر آن‌ها و، به دنبال آن، رشد اقتصاد کشور اندیشیده نشده است. بنابراین توصیه می‌شود که دولت با دیدی جامع برای حمایت از صنایع کوچک و متوسط تدابیری بیندیشد و این مهم جز با توسعه و تقویت بازارهای مکمل آن‌ها، یعنی بازار پول و سرمایه، تحقق نمی‌یابد.

همان‌طور که از نتایج برمی‌آید، وجود اطلاعات نامتقارن و درست و باکیفیت منتشر نشدن صورت‌های مالی این صنایع باعث شده است که این صنایع حتی در تأمین مالی خود از طریق بازار سرمایه نیز با مشکلاتی روبه‌رو باشند. بنابراین صاحبان و مدیران این صنایع نیز باید به منظور شفاف‌تر کردن اطلاعات و استفاده از فرصت‌های موجود تلاش کنند؛ همچنین با انتشار صورت‌های مالی خود به صورت جامع و کامل این زمینه را فراهم کنند که سرمایه‌گذاران بازار سهام، به منظور سرمایه‌گذاری، سهام این شرکت‌ها را نیز انتخاب و خریداری نمایند.

نهایتاً در یافته‌های برآورد الگو نیز دیده شد که بین اندازه شرکت و میزان استفاده از سهام به منظور تأمین مالی رابطه منفی وجود دارد. دلیل این امر این است که شرکت‌های

152 فصلنامه توسعه مدیریت پولی و بانکی، سال اول، شماره ۱، زمستان ۱۳۹۲

بزرگ‌تر راحت‌تر می‌توانند وارد بازار سرمایه شوند. بنابراین بهبود امنیت سرمایه‌گذاری بازار سهام و توجه بیشتر به گسترش این بازار می‌تواند راهی برای تسهیل ورود این صنایع به بازار سرمایه باشد.

منابع

الف- منابع فارسی

- ابزری، م.، دستگیر، م.، قلی‌پور، ع. (۱۳۸۶). "بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه بررسی‌های اقتصادی*، دوره ۴، شماره ۴، ۷۳-۸۹.
- پرخیده، ح.، تاجیک، م. (۱۳۹۱). "نگاهی به چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی ایران"، *گزارش نظرسنجی ماهانه از هیئت نمایندگان اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی ایران*.
- پورحیدری، ا. (۱۳۸۲). "نوع صنعت و تأثیر آن بر ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه تحقیقات مالی*، شماره ۲۳، ۱۶-۴۷.
- رجب‌زاده، ع.، خورشیدی، غ.، قلی‌پور، ع. (۱۳۸۵). "بررسی و تجزیه و تحلیل نقش بازار پول و بازار سرمایه در هزینه سرمایه شرکت‌ها (تحلیل نتایج تطبیقی و بخش صنعت ایران)"، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی*، سال ششم، شماره اول، ۱۳-۳۲.
- رمضان‌پور، الف.، قلی‌زاده، م.، شمسی، الف. (۱۳۹۰). "تأثیر روش‌های مختلف تأمین مالی بر بازده و خطر نظام‌مند سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران: روش داده‌های ترکیبی"، *مجموعه مقالات چهارمین کنفرانس توسعه نظام تأمین مالی در ایران*، ۸۳۰-۸۱۴.
- قاسمی علی آبادی، م.، اسلامیان، س. (۱۳۹۰). "ارزیابی نقش بیمه بانک‌ها در توسعه نظام مالی کشور"، *چهارمین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران*، تهران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
- کریمی، ف.، ناقب، ح. (۱۳۸۸). "بررسی وضعیت و جایگاه صنایع کوچک اصفهان در کشور"، *بررسی‌های بازرگانی*، شماره ۳۷، ۶۴-۷۲.
- مرکز آمار ایران (۱۳۸۵). *نتایج آمارگیری از کارگاه‌های صنعتی ده نفر کارکن و بیشتر*، ۴۳۷.

موسوی، م.، فرهادی، ر.، هنرکار، م. (۱۳۸۲). "روش‌های تأمین مالی صنایع کوچک و متوسط"، *روزنامه دنیای اقتصاد (اندیشه اقتصاد)*، شماره ۲۳۱۲، ۲۸.

ب- منابع انگلیسی

- Barnea, A., Haugen, R. A. & Senbet, L.W. (1980). A Rationale for Debt Maturity and Call Provision in the Agency Theoretic Framework. *The Journal of Finance*, Vol. 35, No. 5, pp. 1223–1234.
- Bhaird, C., & Lucey, B. (2010). Determinants of Capital Structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, Vol. 35, pp. 357-375.
- Cohn, S. R. (2003). The Development of Micro-Capital Securities Markets in Sub-Saharan Africa: New Approaches to Fostering Interprise Growth in Promoting Growth in African Capital Market. *UNITAR Document*, No.18.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 1, pp. 1-33.
- Gavin, Cassar & Scott, Holmes (2003). Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence. *Accounting and Finance*, No. 14, pp.123-147.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J. & Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 31, No. 5-6, pp.711–28.
- Hashemi, Roshanak (2013). *The Impact of Capital Structure Determinants on Small and Medium Size Enterprise Leverage: An Empirical Study of Iranian SMEs*. Södertörn University | Institution for Social Science, Master Thesis 30 hp | Economics.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No.4, pp. 305-360.
- Jordan, J., Lowe, J. & Taylor, P. (1998). Strategy and Financial Policy in U.K. Small Firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25, No.1, pp. 1–27.
- Michaelas, N., Chittenden, F. & Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, Vol. 12, No. 2, pp. 113–130.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*, pp. 261-297.

-
- Musara, Mazanai & Olawale, Fatoki (2012). Access to Finance in the SME Sector: A South African Perspective. *Asian Journal of Business Management*, pp. 58-67.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors don't Have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp.187-221.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp.147-175.
- Palacin-Sanchez, Maria; Luis M. Ramirez-Herrera & Filippo di Pietro (2012). Capital Structure of SMEs in Spanish Regions. *Springer Science+Business Media*.
- Porter, T. (2006). The Significance of Changes in Private-Sector Associational Activity in Global Finance for the Problem of Inclusion and Exclusion, in Mooslechner, Peter, Helene Schuberth, and Beat Weber, eds. *The Political Economy of Financial Market Regulation: The Dynamics of Inclusion and Exclusion* (Edward Eljar: Cheltenham, UK, pp. 89-114.
- Singh, A. & Hamid, J. (1992). *Corporate Financial Structures in Developing Countries*. IFC Technical Paper1, Washington D.C.

ج - وب سایتها

www.codal.ir

www.fipiran.ir

www.tsetmc.com