



مقاله پژوهشی

تبیین نقش منابع تأمین مالی ادغام و اکتساب بر عملکرد شرکت‌ها بر اساس نظریه
سلسله مراتبی^۱

فاطمه ملکی امیری^۲، سید علی نبوی چاشمی^۳، عرفان معماریان^۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۱۷

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۵/۰۱

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تئوری سلسله‌مراتبی در تبیین نقش منابع تأمین مالی بر عملکرد شرکت‌های تصاحب شده طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ می‌باشد. در این پژوهش روش‌های تأمین مالی، با استفاده از مدل سلسله‌مراتبی از متغیرهای سود انباشته، نسبت بدهی و اهرم مالی سنجدیده می‌شود و برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و نسبت کیوتوبین استفاده شده است. نتایج این پژوهش با استفاده از رگرسیون داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد هرچه شرکت از سودانباشته به میزان بیشتری برای تأمین مالی استفاده نماید، موجب افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها و بهبود عملکرد شرکت می‌شود. همچنین، افزایش نسبت بدهی به عنوان منبع تأمین مالی موجب افزایش بازده حقوق صاحبان می‌گردد و این در حالی است که با افزایش اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده دارایی‌ها کاهش می‌یابد. همچنین در این پژوهش هیچ‌گونه رابطه معنی‌داری بین منابع تأمین مالی و ارزش شرکت مشاهده نگردید.

واژگان کلیدی: روش‌های تأمین مالی، ادغام و اکتساب، عملکرد شرکت، نظریه سلسله‌مراتبی.
طبقه‌بندی موضوعی: G32 ، G34

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2020.28047.2194
۲. گروه مدیریت مالی - مهندسی مالی، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران.
Email: fateme.amiri11@gmail.com
۳. گروه مدیریت مالی، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران. نویسنده مسئول.
Email: Anabavichashmi2003@gmail.com
۴. گروه اقتصاد، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران.
Email: memarian_er@yahoo.com

مقدمه

یکی از اهداف و فلسفه وجودی شرکت‌ها به حداکثر رساندن ثروت سهام‌داران است. شرکت باید به گونه‌ای عمل کند که ثروت صاحبان سهام عادی را به حداکثر برساند. یکی از روش‌های افزایش ثروت صاحبان سهام عمل تصاحب سایر شرکت‌ها است. ادغام و تحصیل نوعی رشد در فعالیتها و عملیات شرکت به شمار می‌رود که باعث متنوع‌تر شدن فعالیت‌های شرکت می‌شود و از جمله استراتژی‌های شرکت‌ها جهت افزایش موقعیت رقابتی و یک تصمیم مهم و استراتژیک در مدیریت مالی تلقی می‌شود. امروزه رقابت در سطح جهانی چنان افزایش یافته است که تکیه بر کارایی درونی و نقاط قوت بنگاه به تنهایی موجب دوام و رشد نمی‌شود، شرکت‌ها با اتخاذ روش‌های ترکیب از منابع قابل بهره‌برداری یکدیگر به صورت مشترک استفاده می‌کنند و با هم‌افزایی گروهی در مقابل تهدیدهای محیط رقابتی ایستادگی می‌کنند (پاسبان و دیگران، ۱۳۹۷). از طرفی گسترش فزاینده و پیچیدگی فعالیت‌های اقتصادی و تحول سریع و روز افزون معاملات بازرگانی در دنیای امروز اعم از تجارت داخلی و یا بین‌المللی و نیاز شرکت‌های تولیدی و بازرگانی برای حفظ ظرفیت با توسعه فعالیتها و طرح‌ها، سرمایه‌گذاری در جهت حفظ یا افزایش قدرت رقابت در عرصه‌های داخلی و جهانی، نیاز این شرکت‌ها به منابع مالی را افزایش داده است و توانائی شرکت در تعیین منابع مالی بالقوه برای تهیه سرمایه‌گذاری‌ها و تهیه برنامه‌های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت به حساب می‌آید (شیرطاهری و دیگران، ۱۳۹۴). همان‌گونه که مطرح شد، از جمله مسائلی که بخش اعظمی از تصمیم‌های مدیران مالی شرکت‌ها را به خود اختصاص داده است، تصمیم‌گیری در رابطه با تأمین منابع مالی موردنیاز و یا به عبارت دیگر، تعیین ساختار سرمایه است. با توجه به آن که ساختار سرمایه می‌تواند به طور مستقیم بر ارزش و اعتبار شرکت اثرگذار باشد، در مباحث مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که در این راستا، پژوهشگران با ارائه نظریه‌ها و پیشنهادهای مختلف به دنبال تعیین یک ساختار بهینه از ترکیب منابع مالی هستند که با کمترین هزینه، منابع مورد نیاز شرکت تأمین شود و ارزش شرکت نیز افزایش یابد. از جمله نظریه‌های ارائه شده درباره ساختار بهینه سرمایه، نظریه سلسله‌مراتبی است (بروجنی و دیگران، ۱۳۹۴). هدف پژوهش حاضر، تبیین نقش منابع تأمین مالی بر عملکرد شرکت‌های تصاحب شده طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی می‌باشد. بر این اساس، پرسش اصلی که پژوهشگر در پژوهش حاضر به دنبال یافتن پاسخ آن می‌باشد، عبارت است از اینکه کدامیک از منابع تأمین مالی می‌تواند بر عملکرد شرکت‌های تصاحب شده تاثیرگذار باشد؟ و آیا شرکت‌ها از تئوری سلسله‌مراتب برای تأمین مالی پیروی می‌کنند؟

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

ادغام و اکتساب: در دوران کنونی تمام کشورهای جهان در حرکت به سمت جهانی شدن می‌باشند. بازار جهانی و زوال دولت ملی، گردش پرشتاب و بی‌امان کالا، سرمایه، اطلاعات و قالب‌های فرهنگی، مولفه‌هایی هستند که چشم‌انداز جهانی‌شدن را پیش روی بشر قرار داده است. در این میان سازمان‌هایی که در یک محیط با تغییرات زیاد فعالیت می‌کنند، باید همواره آماده واکنش باشند و از توانمندی‌های



استراتژیک بالایی برخوردار شوند. برای رسیدن به این توان بالقوه، سازمانها با مشکلاتی مشترک مانند سردرگمی‌های استراتژیک و درگیر شدن در فعالیتهای روزمره، دست به گریبان هستند. ادغام و اکتساب از جمله راه‌حلهایی است که شرکت‌های کنونی برای رفع این مشکلات از آنها استفاده می‌کنند. ادغام و تحصیل نوعی رشد در فعالیتهای و عملیات شرکت به شمار می‌رود که باعث متنوع‌تر شدن فعالیتهای شرکت می‌شود و از جمله استراتژی‌های شرکت‌ها جهت افزایش موقعیت رقابتی و یک تصمیم مهم و استراتژیک در مدیریت مالی تلقی می‌شود (گزارش شناخت خریدهای تملکی، معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار، ۱۳۸۸).

ادغام^۱ از به هم پیوستن دو یا چند شرکت به صورت افقی، عمودی و یا مختلط (مرکب) حاصل می‌شود و نتیجه آن شکل‌گیری یک شرکت جدید با نام جدید و یا با حفظ نام قبلی اما با شخصیت حقوقی مستقل و متفاوت از شخصیت‌های حقوقی دو یا چند شرکت قبل از ادغام می‌باشد. تصاحب^۲ (خرید)، یعنی بهم‌پیوستن دو یا چند شرکت به صورت افقی، عمودی و یا مختلط (مرکب)، به طوری که شرکتی با حفظ شخصیت حقوقی خود، شرکت یا شرکتهای دیگر را خریداری می‌نماید، شرکتهای تصاحب شده، شخصیت حقوقی خود را از دست می‌دهند و در شرکت تصاحب کننده ادغام می‌گردند (رهنمای رودپشتی و دیگران، ۱۳۸۵).

تأمین مالی: به فرایند تامین منابع مالی لازم برای فعالیتهای تجاری از جمله سرمایه‌گذاری، توسعه کسب‌وکار، خرید تجهیزات و ... گفته می‌شود. هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی شرکت و بنگاه است.

تئوری سلسله‌مراتبی تأمین مالی: نظریه سلسله‌مراتبی^۳ از نظریه‌های مرتبط با گزینش بین بدهی و سهام در ساختار سرمایه است و بیان می‌کند که شرکت‌ها در تأمین مالی مورد نیاز خود، سلسله‌مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل‌گیری سلسله‌مراتب، نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعات است. طبق این تئوری، در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تأمین مالی درون‌سازمانی شرکت را بر تأمین مالی برون‌سازمانی شرکت ترجیح می‌دهند؛ یعنی شرکت‌ها به منظور جبران انحراف اندک از جریان نقدی مورد انتظار سرمایه‌گذاری‌های خود ابتدا از فروش اوراق بهادار کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند و در نهایت، در نحوه تعیین روش‌های مالی خود از روش‌های کم هزینه‌تر (استقراض) و در آخر، به انتشار سهام و روش‌های پر هزینه‌تر می‌پردازند (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۸۹؛ انصاری و همکاران، ۱۳۹۲).

تأمین مالی و عملکرد شرکت: در جهان امروز با توجه به شرایط بازار رقابت، مدیر مالی می‌تواند از طریق انتخاب روش‌های تامین منابع مالی مناسب و ترکیب آن بر عملکرد، سودآوری و ثروت سهامداران و در نهایت بر ارزش شرکت اثر بگذارد. آنچه که تامین‌کنندگان منابع مالی (سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان)

1. Mergers
2. Acquisition
3. financing

را تشویق می‌کند تا منابع خود را در فعالیت مشخصی بکار اندازند، عملکرد مطلوب آن شرکت است که به دنبال آن، ارزش شرکت و در نتیجه ثروت سهامداران افزایش می‌یابد. اندازه‌گیری عملکرد، پایه بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی و از مهمترین موضوعات مورد توجه اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران، دولت‌ها و مدیران می‌باشد. اعتباردهندگان به منظور تصمیم‌گیری در مورد میزان و نرخ اعطای اعتبار و سرمایه‌گذاران به منظور ارزیابی موفقیت مدیریت در بکارگیری سرمایه آنها و قیمت‌گذاری شرکت‌ها به ارزیابی عملکرد علاقه‌مند هستند. همچنین برای مدیران شرکت‌ها دارا بودن عملکرد مطلوب مهم است، تا در زمان‌های مقتضی از بابت امکان تأمین مالی از روش‌های دلخواه مطمئن باشند. از سوی دیگر، ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران از جمله مهمترین اهداف شرکت‌ها به شمار می‌رود و افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مطلوب حاصل خواهد شد. از سال‌های گذشته تا کنون، ارزیابی عملکرد واحدهای اقتصادی بخش عمده‌ای از مباحث حسابداری مدیریت، اقتصاد و... را به خود اختصاص داده است. اصولاً عملکرد با هدف رابطه مستقیمی دارد. ارزیابی عملکرد به معنای اندازه‌گیری این است که واحد اقتصادی تا چه حد به اهداف از پیش تعیین شده در برنامه‌های خود دست یافته است.

پیشینه پژوهش

ژنان یوان و همکاران^۱ (۲۰۲۰) به بررسی عدم قطعیت بازده در ادغام و تملک شرکت‌ها می‌پردازند. نتایج نشان می‌دهد صرف نظر از هم افزایی هزینه، سودآوری پس از ادغام در شرکت‌های ادغامی افزایش می‌یابد، به شرطی که شرکت‌ها عدم قطعیت بازده بالایی را تجربه کنند. علاوه بر این، اثر عدم قطعیت بازده، مکمل اثر هم افزایی هزینه است و در مقایسه با اثر رقابت هر دو تاثیر معکوسی بر نتایج پس از ادغام دارند. این رابطه، بینش جدیدی را در مورد اثرات ادغام کلی بر عملکرد شرکت، تولید کل و مازاد مصرف‌کننده نشان می‌دهد.

ویتسن‌تای و همکاران^۲ (۲۰۲۰) در پژوهشی مجدداً به بررسی این سؤال می‌پردازند که آیا سرمایه‌گذاری‌های خارجی باعث بهبود ارزش شرکت و عملکرد شرکت می‌شوند. نتایج این پژوهش با استفاده از یک نمونه پانل از شرکتهای سهامی عام در ژاپن طی دوره ۱۹۹۰-۲۰۱۶، نشان می‌دهد سرمایه‌گذاری‌های خارجی رابطه منفی با ارزش شرکت دارند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری‌های خارجی در افق‌های کوتاه و بلند با عملکرد شرکت رابطه منفی دارند و افزایش سرمایه‌گذاری‌های خارجی لزوماً باعث افزایش رشد درآمد یا بهره‌وری شرکت نمی‌شود.

راملیا و همکاران^۳ (۲۰۱۹) در پژوهشی تاثیر عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه بر عملکرد مالی شرکت را همراه با تاثیر میانجی اهرم شرکت در مالزی و اندونزی مورد بررسی قرار داده و نتیجه‌گیری نمودند تنها در نمونه مورد مطالعه مالزی همبستگی معنی‌دار مثبت بین اهرم شرکت و عملکرد مالی شرکت

1. Zhennan Yuan , Frank Y. Chen , Xiaoming Yan , Yugang Yu
2. Chaiporn Vithessonthi , Napaporn Likitwongkajon
3. Nur Ainna Ramlia, Hengky Latanb, Grace T. Solovida



وجود دارد و همچنین نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های مالزی به جای تأمین مالی داخلی، از تأمین مالی خارجی برای بهبود عملکرد استفاده می‌کنند.

ماریو فیشر^۱ (۲۰۱۷) با بررسی نمونه‌ای مشتمل بر ۶۱۰ تصاحب رخ داده بین سال‌های ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۹، منابع تأمین مالی در ادغام و اکتساب را مورد بررسی قرار می‌دهد. این پژوهش نشان می‌دهد هنگام بررسی تصمیم اولیه در مورد نحوه تأمین مالی اکتساب، ویژگی‌های خریدارها عمدتاً تصمیم‌گیری در مورد استفاده یا عدم استفاده از تأمین مالی خارجی اضافی را تعیین می‌کنند. در مرحله دوم - هنگام تصمیم‌گیری در مورد منبع تأمین مالی خارجی - ویژگی‌های شرکت‌های هدف اهمیت می‌یابد در حالی که باقیمانده سطح نقدینگی تا حد زیادی قابل توجه است. او همچنین از یک مدل دو مرحله‌ای بر اساس نظریه سلسه مراتب استفاده و ادعا می‌کند شرکت‌های تصاحب کننده در ابتدا برای تأمین مالی از منابع داخلی استفاده کرده و تنها در صورت نیاز و در مرحله دوم از تأمین مالی خارجی استفاده می‌کنند. در مورد پیشنهادات رقابتی، تأمین مالی سهام به نظر می‌رسد کمتر جذاب است.

ژی سان و همکاران^۲ (۲۰۱۷)، تأمین مالی ادغام و اکتساب های خارجی چین را مورد بررسی قرار می‌دهد و اینکه آیا اختلال بین تأمین مالی شرکت‌های دولتی و شرکت‌های خصوصی وجود دارد؟ و نشان داد که شرکت‌های دولتی از سطح بالاتری از ظرفیت تأمین مالی از لحاظ بدهی و سهام در مقایسه با شرکت‌های خصوصی برخوردارند، اگرچه شرکت‌های دولتی عملکرد سهام پایین‌تری را نشان می‌دهد که دلالت بر وجود انحرافات مالی در ادغام و اکتساب‌های خارجی چین دارد.

سلیم و همکاران^۳ (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار مالزی» نتیجه‌گیری نمودند که نوع ساختار سرمایه در گردش انتخاب شده از سوی بنگاه‌ها، بر عملکرد (سودآوری) آنها تأثیر می‌گذارد. نتایج پژوهش نشان داد که افزایش بدهی‌ها دارای رابطه منفی با عملکرد است. با افزایش بدهی‌ها، ساختار سرمایه تغییر کرده، هزینه تأمین مالی افزایش یافته و این فرآیند موجب کاهش نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده سرمایه، عایدی هر سهم و عملکرد بنگاه و سودآوری شده ولی کیوتوبین افزایش یافته است.

تحقیقات داخل کشور

قره باغ و دیگران (۱۳۹۴) تأثیر الگوهای تأمین مالی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در شرایط نوسانات اقتصادی را مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های سهام‌محور مورد بررسی، به دلیل هزینه‌های مالی پایین‌تر نسبت به میانگین صنعت، در دوره رکود اقتصادی از عملکرد مالی بهتری از نظر حفظ نقدینگی برخوردار بوده‌اند.

1. Mario Fischer

2. Zhe Sun , Tsvi Vinig , Thomas Daniel Hosman

3. Salim et al

گودرزی و دیگران (۱۳۹۵) تأثیر تصاحب شرکت‌ها بر محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف را مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه رسیدند که تصاحب شرکت‌ها باعث کاهش محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف می‌شود، به طوری که آنها تصمیمات سرمایه‌گذاری‌های خود را بر اساس دسترسی به منابع بیرونی، علاوه بر وجود منابع داخلی خود، اتخاذ می‌کنند.

رهنمود (۱۳۹۶) به مطالعه عوامل مؤثر بر عملکرد ادغام سازمانها در بخش دولتی ایران پرداخته و یافته‌های تحقیق او نشان می‌دهد که ادغام دستگاههای دولتی ایران موفق نیست و اعتمادسازی و انصاف، مدیریت تفاوت‌ها، تعارض و ابهام و مدیریت دانش و همگرایی، عوامل مؤثر بر ادغام موفقیت‌آمیز در سازمان‌های ایران به شمار می‌آیند.

حسن‌نژاد و دیگران (۱۳۹۶) به بررسی انگیزه‌های خرید و ادغام در بازار سرمایه ایران پرداخته و تحلیل نتایج و مقایسه آن با یافته‌های پژوهش‌های معتبر خارجی، بیانگر این نکته است که ضمن تبعیت کلی نتایج پژوهش حاضر از مبانی نظری، در برخی حوزه‌ها از جمله خرید شرکت‌های دیگر به خاطر بهره بردن از قیمت زیر ارزش ذاتی آن در بازار با مبانی نظری اختلاف دارد که می‌تواند ناشی از عدم کارایی بازار سرمایه ایران باشد.

زارع شیبانی (۱۳۹۷) به بررسی رابطه روش‌های تأمین مالی و عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد و نتایج این پژوهش حاکی از رابطه منفی و معنی‌دار بین تأمین مالی از طریق سود انباشته با بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده فروش می‌باشد. همچنین، بین نسبت بدهی و بازده دارایی‌ها رابطه منفی و معنی‌دار و بین نسبت سرمایه و نسبت بدهی با بازده حقوق صاحبان سهام و بازده فروش رابطه معنی‌داری وجود نداشت.

رضانی و دیگران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی مشکلات بانک‌ها در زمان ادغام و طراحی مدلی برای همکاری آنها با رویکرد بازاریابی می‌پردازد.

با توجه به اینکه در پژوهش‌های گذشته، ادغام بانک‌ها براساس رویکرد مالی مورد بررسی قرار گرفته است، هدف پژوهش حاضر، طراحی مدلی بر مبنای اصول بازاریابی مبتنی بر همکاری در هنگام ادغام بین بانک‌ها است.

فرضیه‌های پژوهش

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

- ۱- منابع تأمین مالی ادغام و اکتساب دارای اثر معنی‌دار بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی هستند.
- ۲- منابع تأمین مالی ادغام و اکتساب دارای اثر معنی‌دار بر بازده دارایی‌های شرکت‌ها بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی هستند.
- ۳- منابع تأمین مالی ادغام و اکتساب دارای اثر معنی‌دار بر نسبت کیوتوبین شرکت‌ها بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی هستند.



روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نوع تحقیقات توصیفی-همبستگی است. در این پژوهش با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی از قبیل متدولوژی داده‌های تلفیقی (Panel data) پانل دیتا رابطه بین متغیرها ارزیابی و آزمون می‌شود. برای برآورد مدل، ابتدا آزمون F و هاسمن انجام خواهد شد تا بهترین مدل از میان داده‌های تلفیقی معمولی، اثرات ثابت و اثرات تصادفی انتخاب شود. در این راستا، با استفاده از داده‌های جمع‌آوری شده از سازمان بورس، از نرم افزار Eviews10 و نرم افزار اکسل برای محاسبات متغیرها استفاده می‌شود.

جامعه آماری پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. قلمرو زمانی تحقیق یک دوره پنج ساله است که آغاز آن سال ۱۳۹۴ و پایان آن سال ۱۳۹۸ است؛ به عبارت دیگر، شرکت‌هایی مورد بررسی قرار گرفته‌اند که طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ مورد تحصیل واقع شده‌اند. در این پژوهش به هر نوع معامله عمده سهام که توانایی انتخاب و یا ابقای حداقل یک عضو هیئت مدیره با هر میزان درصد مالکیت (۵٪ به بالا) را به شرکت تصاحب‌کننده یا شرکت‌های تحت کنترل آن بدهد، تصاحب شرکت گفته می‌شود (بولو و عنابستانی، ۱۳۹۲). از آنجا که در ایران شرکت‌های تصاحب شده، پس از تصاحب، صورت‌های مالی مستقل تهیه می‌کنند، بنابراین، بدون نیاز به جداسازی اطلاعات مالی، مستقیماً از صورت‌های مالی شرکت‌های هدف استفاده می‌شود (عارفی و جهانخانی، ۱۳۸۸). نمونه آماری این پژوهش آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که دارای شرایط ذیل باشند:

- ۱) شرکت‌های تصاحب شده ای که سهام آنها در دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ در بورس مورد معامله قرار گرفته و تا پایان سال ۱۳۹۸ نماد آنها از تابلو بورس حذف نشده باشند.
- ۲) اطلاعات مربوط به آنها در دسترس باشد.
- ۳) سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال می باشد.
- ۴) در مجموعه صنعت بانک‌ها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی، واسطه‌گری‌های مالی و سرمایه‌گذاری‌های مالی نباشند.

بدین ترتیب، ۵۳ شرکتی که به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده‌اند جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری نیستند، زیرا این شرکت‌ها عمدتاً خود به عنوان شرکت‌های خریدار یا مادر تلقی می‌گردند و به منابع مالی گسترده‌ای دسترسی دارند.

نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

در این پژوهش با استفاده از مدل سلسله‌مراتبی، برای اندازه‌گیری روش‌های تأمین مالی به عنوان متغیر مستقل از سه متغیر سود انباشته، نسبت بدهی و اهرم مالی استفاده شده است.

- بدهی: بدهی عبارت از تعهد انتقال منافع اقتصادی توسط شرکت، از معاملات یا سایر رویدادهای گذشته است که از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

- سود انباشته: در حسابداری، به درصدی از سود یک شرکت سهامی اطلاق می‌شود، که به صورت سود سهام، به سهام‌داران پرداخت نشده است و شرکت مورد نظر، برای سرمایه‌گذاری مجدد در فعالیت‌های اصلی‌اش، یا پرداخت بدهی، آن را نگه داشته است. سود انباشته در سمت چپ ترازنامه و زیر ستون حقوق صاحبان سهام ثبت می‌شود و از تقسیم سود انباشته بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.
- اهرم مالی: از تقسیم بدهی‌های بلندمدت به کل حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.
- همچنین، برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت به عنوان متغیر وابسته از سه متغیر بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و نسبت کیوتوبین و همچنین، از متغیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است.
- بازده حقوق صاحبان سهام: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال t که از طریق تقسیم سودخالص بر حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.
- بازده دارایی‌ها: بازده دارایی شرکت i در پایان سال t که از طریق تقسیم سودخالص بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.
- نسبت کیوتوبین: ارزش بازار شرکت تقسیم بر ارزش دارایی‌های شرکت i در پایان سال t .
- اندازه شرکت: مجموع دارایی‌های طی عملکرد مالی در دوره مورد نظر می‌باشد که از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

مدل پژوهش

بر اساس متغیرهای پژوهش سه مدل رگرسیونی تبیین گردید:

۱-مدل اول:

$$ROE_{i,t} = a + \beta_1 AE_{i,t} + \beta_2 Debt_{i,t} + \beta_3 Levi_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + e_{i,t}$$

۲-مدل دوم:

$$ROA_{i,t} = a + \beta_1 AE_{i,t} + \beta_2 Debt_{i,t} + \beta_3 Levi_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + e_{i,t}$$

۳-مدل سوم:

$$QTobin_{i,t} = a + \beta_1 AE_{i,t} + \beta_2 Debt_{i,t} + \beta_3 Levi_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + e_{i,t}$$

در روابط فوق، a ، مقدار ثابت؛ $e_{i,t}$ ، مقدار خطای کل استاندارد مدل؛ $ROE_{i,t}$ ، بازده حقوق صاحبان سهام شرکت i در زمان t ؛ $ROA_{i,t}$ ، بازده دارایی‌های شرکت i در زمان t ؛ $QTobin_{i,t}$ ، نسبت کیوتوبین شرکت i در زمان t ؛ $AE_{i,t}$ ، سود انباشته شرکت i در زمان t ؛ $Debt_{i,t}$ ، نسبت بدهی شرکت i در زمان t ؛ $Levi_{i,t}$ ، اهرم مالی شرکت i در زمان t و $Size_{i,t}$ ، اندازه شرکت i در زمان t است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

به منظور ارزیابی پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون ریشه واحد استفاده گردید. چندین آزمون ریشه واحد وجود دارد که از مهمترین آنها می‌توان به آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲) اشاره نمود که فرض می‌کند

پارامترها در طول مقطع عرضی سازگار و ثابت هستند. با توجه به آنچه در جدول ۱ نشان داده شده است، مقدار P برای تمام متغیرها کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه این متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح مورد نظر پایا بوده‌اند.

جدول ۱. آزمون لوین، لین و چو

متغیر	نماد	آماره	p-value
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۱۸,۹۲۰۳	۰/۰۰۰
بازده دارایی	ROA	۱۵,۷۴۲۶	۰/۰۰۰
نسبت کیوتوبین	QTobin	۴۴,۲۳۴۲	۰/۰۰۰
نسبت سودانباشته	AE	۱۲,۳۹۲۳	۰/۰۰۰
نسبت بدهی	Debt	۱۱,۲۵۷۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	Lev	۲۰,۶۵۰۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	Size	۲۸/۹۴۷۳	۰/۰۰۰

منبع: محاسبات پژوهش

انتخاب الگو برای مدل های پژوهش

در برآورد یک مدل که داده‌های آن از نوع ترکیبی است ابتدا باید نوع الگوی بر آورد مشخص شود. به عبارت دیگر، ابتدا باید بررسی شود که مدل مورد بررسی در کدام طبقه pool یا panel قرار می‌گیرد. برای انتخاب الگو از میان الگوی پنل دیتا و یا پول دیتا از آزمون چاو استفاده شده است. بنابر نتایج آزمون در صورتی که سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ باشد، فرضیه H_0 که به معنای الگوی پولد است رد می‌شود و رد فرضیه H_0 به معنای وجود مدل پنل می‌باشد. برای انتخاب از میان دو الگوی اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. بر اساس آزمون هاسمن فرضیه H_0 به معنای وجود مدل اثر تصادفی و رد فرضیه H_0 به معنای وجود اثر ثابت است. برای تخمین مدل و انجام آزمون‌های مذکور از نرم افزار E'views 9 استفاده شده است. نتایج نوع الگوی هر یک از مدل‌های رگرسیون در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون های چاو و هاسمن

مدل ها	آزمون ها	F لیمر(چاو)	هاسمن
مدل ۱-۱	آماره آزمون	۴,۴۴۷	۲,۵۹۳
	سطح معنی‌داری	۰/۰۰۰	۰,۶۲۸
نتیجه			
مدل ۲-۱	آماره آزمون	۶,۷۹۵	۱۱,۰۱۸
	سطح معنی‌داری	۰/۰۰۰	۰,۰۲۶
نتیجه			
مدل ۳-۱	آماره آزمون	۱۱,۲۸۰	۲۲,۶۷۹
	سطح معنی‌داری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۱
نتیجه			
		داده‌های پانل	اثرات ثابت

منبع: محاسبات پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

جدول ۳ نتایج حاصل از تخمین مدل اول پژوهش را نشان می‌دهد. برای برآورد مدل همانگونه که بیان شد از روش پانل با اثرات تصادفی استفاده شد. با توجه به نتایج جدول، در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به اینکه مقدار معنی‌داری آماره F از ۰,۰۵ کوچکتر است با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل برای بررسی فرضیه پژوهش تأیید می‌شود. همچنین در مدل منتخب R2 برابر با ۰/۳۱ می‌باشد که نشان‌دهنده توضیح دهنده‌گی ۳۱ درصد از تغییرات متغیرهای وابسته توسط متغیر مستقل می‌باشد. آماره دوربین- واتسون ۱/۶۷ می‌باشد که عدم وجود خودهمبستگی میان اجزاء را نشان می‌دهد.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول

ROE _{it} = a + β1 AE _{it} + β2 Debt _{it} + β3 Lev _{it} + β4 SiZe _{it} + e _{it}			
متغیرها	ضریب	t-Statistic	Prob.*
C	-۱,۲۰۰۵	-۰,۰۹۶	۰,۹۲۳
AE	۹۳,۱۰۲	۱۰,۵۴۶	۰/۰۰۰
DEBT	۰,۳۸۰۰۵	۵,۴۳۱	۰/۰۰۰
LEV	-۰,۲۳۸	-۲,۰۳۳	۰,۰۴۳
SIZE	-۱,۵۱۱	-۰,۷۸۴	۰,۴۳۳
R-squared		۰,۳۱	
Adjusted R-squared		۰,۳۰	
F-statistic	۲۸/۸۸	Durbin-Watson stat	
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰		

* معنی‌داری در سطح ۵٪

ماخذ: محاسبات پژوهش

نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد که سودانباشته و نسبت بدهی رابطه مثبت و معنی‌دار، و اهرم مالی رابطه منفی و معنی‌دار با بازده حقوق صاحبان سهام دارند. این درحالی است که با وجود رابطه منفی اندازه شرکت با بازده حقوق صاحبان سهام، رابطه معنی‌داری بین آنها مشاهده نمی‌شود. نتایج فرضیه اول بیانگر این است که سودانباشته و نسبت بدهی رابطه مستقیم با بازده حقوق صاحبان سهام دارند، این نتیجه اینگونه تفسیر می‌شود که با افزایش سودانباشته و نسبت بدهی، بازده حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد. بدین معنی که هرچه شرکت از سودانباشته و نسبت بدهی (استقراض) به میزان بیشتری برای تأمین مالی استفاده کند منجر به افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و بهبود عملکرد شرکت می‌شود. در حالی که هرچه شرکت به میزان بیشتری از اهرم مالی برای تأمین مالی استفاده نماید بازده حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

جدول ۴ نتایج حاصل از تخمین مدل دوم پژوهش را نشان می‌دهد. برای برآورد مدل همانگونه که بیان شد از روش پانل با اثرات ثابت استفاده شد. با توجه به نتایج جدول، در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به اینکه مقدار معنی‌داری آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر است با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل برای بررسی فرضیه پژوهش تأیید می‌شود. همچنین در مدل منتخب R2 برابر با ۰/۸۹ می‌باشد که نشان‌دهنده توضیح‌دهندگی ۸۹ درصد از تغییرات متغیرهای وابسته توسط متغیر مستقل می‌باشد. آماره دوربین- واتسون ۱/۹۲ می‌باشد که عدم وجود خودهمبستگی میان اجزاء را نشان می‌دهد.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم

ROA i.t = a + β1 AE i.t + β2 Debt.i.t + β3 Lev.i.t + β4 SiZe.i.t + eit			
متغیرها	ضریب	t-Statistic	Prob.*
C	-۷,۳۷۸	-۰,۵۱۱	۰,۶۰۹
AE	۷۴,۳۳۶	۱۸,۵۵۰	۰/۰۰۰
DEBT	۰,۰۱۸	۰,۵۶۹	۰,۵۶۹
LEV	-۰,۱۶۴	-۳,۵۹۷	۰/۰۰۰
SIZE	۰,۹۳۰	۰,۴۱۲۵	۰,۶۸۰
R-squared		۰,۸۹	
Adjusted R-squared		۰,۸۵۶	
F-statistic	۲۷,۳۶۲	Durbin-Watson stat	
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰		

* معنی‌داری در سطح ۵٪

منبع: محاسبات پژوهش

نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که سودانباشته رابطه مثبت و معنی‌دار، و اهرم مالی رابطه منفی و معنی‌دار با بازده دارایی دارند. این درحالی است که با وجود رابطه مثبت نسبت بدهی و اندازه شرکت با بازده دارایی، رابطه معنی‌داری بین آنها مشاهده نمی‌شود. این نتیجه این‌گونه تفسیر می‌شود که با افزایش استفاده از سودانباشته به عنوان منبع تأمین مالی، بازده دارایی‌ها افزایش و با افزایش استفاده از اهرم مالی به عنوان منبع تأمین مالی، بازده دارایی‌ها کاهش می‌یابد. بدین معنی که هرچه شرکت به میزان بیشتری از سودانباشته برای تأمین مالی استفاده کند، بازده دارایی‌های شرکت افزایش و موجب بهبود عملکرد شرکت

می‌شود. این در حالی است که هرچه شرکت از اهرم مالی بیشتری برای تأمین مالی استفاده کند، منجر به کاهش بازده دارایی‌ها و عملکرد شرکت می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

جدول ۵ نتایج حاصل از تخمین مدل سوم پژوهش را نشان می‌دهد. برای برآورد مدل همانگونه که بیان شد از روش پانل با اثرات ثابت استفاده شد. با توجه به نتایج جدول، در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به اینکه مقدار معنی‌داری آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر است با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل برای بررسی فرضیه پژوهش تأیید می‌شود. همچنین، در مدل منتخب R2 برابر با ۰/۸۰ می‌باشد که نشان‌دهنده توضیح دهندگی ۸۰ درصد از تغییرات متغیرهای وابسته توسط متغیر مستقل می‌باشد. آماره دوربین- واتسون ۱/۹۲ می‌باشد که عدم وجود خودهمبستگی میان اجزاء را نشان می‌دهد.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه سوم

Q Tobin i,t = a + β1 AE i,t + β2 Debt.i,t + β3 Levi.i,t + β4 SiZei.t + eit			
متغیرها	ضریب	t-Statistic	Prob.*
C	۱,۷۲۲	۱,۲۸۲	۰,۲۰۱
AE	-۰,۰۶۳	-۰,۱۷۰	۰,۸۶۴
DEBT	۰,۰۰۲	۰,۷۷۴	۰,۴۳۹
LEV	-۰,۰۰۲	-۰,۶۹۷	۰,۴۸۶
SIZE	-۰,۰۵۶	-۰,۲۶۸	۰,۷۸۸
R-squared		۰,۸۰۳	
Adjusted R-squared		۰,۷۴۶	
F-statistic	۱۳,۹۲۶	Durbin-Watson stat	۱/۹۲
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰		

* معنی‌داری در سطح ۵٪

منبع: محاسبات پژوهش

نتایج جدول ۵ نشان می‌دهد که سودانباشته، نسبت بدهی و اهرم مالی و همچنین اندازه شرکت رابطه معنی‌داری با ارزش شرکت ندارند. بنابر آنچه گفته شد فرضیه پژوهش مبنی بر "منابع تأمین مالی ادغام و اکتساب دارای اثر معنی‌دار بر نسبت کیوتوبین شرکت‌ها بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی هستند"، تأیید نمی‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش تبیین نقش منابع تأمین مالی بر عملکرد شرکت‌های تصاحب شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۸ بر اساس تئوری سلسله‌مراتبی است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان‌دهنده نقش‌های متفاوت منابع تأمین مالی (سودانباشته، نسبت بدهی، اهرم مالی) بر عملکرد این شرکت‌ها (بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها، نسبت کیوتوبین) با در نظر گرفتن نظریه سلسله‌مراتبی می‌باشد.

- یکی از منابع تأمین مالی شرکتها، سود انباشته می‌باشد. طبق پیش‌بینی‌های تئوری سلسله‌مراتبی شرکت‌ها برای تأمین مالی ابتدا از منابع داخلی شرکت استفاده می‌نمایند و در صورت کافی نبودن به منابع خارجی روی می‌آورند. نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد، سود انباشته در بررسی کلیه شرکت‌های نمونه، رابطه مثبت و معنی‌داری با بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌های شرکت دارد بدین معنی که هرچه شرکت از سودانباشته (سود انباشته بر کل دارایی‌ها) بیشتری برای تأمین مالی استفاده کند، منجر به افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها و بهبود عملکرد شرکت می‌شود. این نتیجه با نتایج پژوهش ایوب زارع شیبانی (۱۳۹۷) که رابطه معنی‌داری بین تأمین مالی از طریق سود انباشته با بازده دارایی‌ها مشاهده نمود، همسو می‌باشد. در حالی که برخلاف نتایج پژوهش شیروانی هرندی (۱۳۹۱) است که بین تأمین مالی از طریق سود انباشته و بازده دارایی‌ها رابطه معنی‌داری مشاهده نکرد. همچنین این یافته در راستای پیش‌بینی‌های تئوری سلسله‌مراتب با نتایج تحقیق نمازی و حشمتی (۱۳۸۶)، مصطفی البکپاشی و خیری الگیزی (۲۰۱۸) که تئوری سلسله‌مراتب تأمین مالی را تایید می‌کنند، همسو می‌باشد.
- نسبت بدهی که در این پژوهش از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها حاصل شده است و در بسیاری از پژوهش‌های علمی به میزان نسبت اهرمی شناخته شده است، در بررسی کلیه شرکت‌های نمونه، رابطه مثبت و معنی‌داری با بازده حقوق صاحبان سهام دارند. بدین معنی که هرچه شرکت از نسبت بدهی (استقراض) به میزان بیشتری برای تأمین مالی استفاده کند منجر به افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و بهبود عملکرد شرکت می‌شود. از این نتیجه، اینگونه استنباط می‌شود که شرکت‌ها باید حد معینی برای تأمین مالی از منبع بدهی‌های خارج سازمان تعیین کنند. این نتیجه با نتایج پژوهش نمازی و شیرزاده (۱۳۸۱)، باقرزاده (۱۳۸۲)، بیگلر (۱۳۸۵)، پیکانی (۱۳۸۶) و ایوب زارع شیبانی (۱۳۹۷)، که بیان کردند بین ساختار سرمایه (نسبت بدهی) و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی‌دار و همبستگی چندگانه وجود دارد.

- همچنین با نتایج پژوهش سلیم و همکاران (۲۰۱۲) همسو است که نشان دادند با افزایش بدهی‌ها، ساختار سرمایه تغییر کرده، هزینه تأمین مالی افزایش یافته و این فرآیند موجب کاهش نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده سرمایه، عایدی هر سهم و عملکرد بنگاه و سودآوری شده است.
- در بررسی کلیه شرکت‌های نمونه، اهرم مالی با بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها، رابطه منفی و معنی‌داری با یکدیگر دارند. با افزایش اهرم مالی که در این پژوهش با نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام حاصل شده است، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌های شرکت کاهش می‌یابد. بدین معنی که هرچه شرکت از اهرم مالی (بدهی به حقوق صاحبان سهام) بیشتری برای تأمین مالی استفاده کند منجر به کاهش بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها و عملکرد شرکت می‌شود. این نتیجه با نتایج پژوهش راملیا و لاتانب (۲۰۱۹) مغایر است که بیان کردند در نمونه مورد مطالعه مالزی، همبستگی معنی‌دار مثبت بین اهرم شرکت و عملکرد مالی شرکت وجود دارد.
 - نتیجه دیگری که از این پژوهش حاصل می‌شود این است که هیچ‌گونه رابطه معنی‌داری بین سودانباشته، نسبت بدهی و اهرم مالی با ارزش شرکت مشاهده نگردید. که این نتیجه با نتایج پژوهش مجتهدزاده، علوی و خدابخشی (۱۳۸۸) همسو و برخلاف نتایج پژوهش فرید صیفوری و حمید جلیلیان (۱۳۹۶) می‌باشد. این امر حاکی از تایید رابطه روش‌های تأمین مالی با ارزش شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.
 - بر اساس نظریه توازی ایستا، شرکت‌ها به دنبال دستیابی به یک ساختار سرمایه (نسبت بدهی) بهینه هستند که ارزش شرکت را حداکثر سازد، در حالی که بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی، هیچ نسبت بدهی بهینه‌ای وجود ندارد و شرکت‌ها بدون توجه به ساختار سرمایه بهینه، صرفاً بر اساس سلسله‌مراتب از پیش تعیین شده، اقدام به تأمین مالی خواهند نمود. در این نظریه، شرکت‌ها می‌توانند از محل وجوه داخلی یا خارجی، تأمین مالی کنند. ضمن این که همواره تأمین مالی از محل وجوه داخلی، در اولویت است و تنها در صورتی از وجوه خارج از شرکت استفاده می‌نمایند که وجوه داخلی، کافی نباشد. در این صورت نیز انتشار بدهی را به انتشار سهام، ترجیح می‌دهند. از این رو می‌توان سلسله‌مراتب تأمین مالی شرکت را این گونه بیان کرد که اولین انتخاب مدیران، استفاده از وجوه داخلی (سود انباشته) و سپس، انتشار اوراق بدهی کم ریسک و نهایتاً، انتشار اوراق سهام، در جایگاه آخرین اولویت است. بنابر آنچه گفته شد نتایج فرضیه اول و دوم پژوهش مطابق با نظریه سلسله‌مراتبی تأیید می‌کند که شرکت برای تأمین منابع مالی ابتدا از منابع مالی



درون‌سازمانی (سودانباشته) استفاده می‌نماید و حتی منابع برون‌سازمانی را کنار می‌گذارد. به علاوه، در صورت نیاز به منابع مالی برون‌سازمانی بیشتر از استقراض (نسبت بدهی و اهرم مالی) استفاده می‌کند. این نتیجه با نتایج پژوهش دونالسون، میرز و برادلی (۱۹۶۱)، مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴)، مایرز (۱۹۸۵)، ساندرو میرز (۱۹۹۸)، دیگریس، گوئچ و کاپرت (۲۰۱۰) و کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) که بیان کردند شرکت‌های سودآور منابع تأمین مالی داخلی را به منابع خارجی ترجیح می‌دهند، و همچنین، با نتایج پژوهش ماریو فیشر (۲۰۱۷) همسویی دارد. وی از یک مدل دو مرحله‌ای بر اساس نظریه سلسله‌مراتب استفاده و ادعا می‌کند شرکت‌های تصاحب‌کننده در ابتدا برای تأمین مالی از منابع داخلی استفاده کرده و تنها در صورت نیاز و در مرحله دوم از تأمین مالی خارجی استفاده می‌کنند. از طرف دیگر، مغایر با نتایج پژوهش‌های باقرزاده (۱۳۸۱)، عابدی (۱۳۸۴)، اسلامی بیدگلی و مظاهری (۱۳۸۸)، فلائری و رانجان (۲۰۰۶)، الدومیاتی و اسماعیل (۲۰۰۹)، راب و رابینسون (۲۰۰۹) است که پیش‌بینی تئوری سلسله‌مراتب‌گزینه‌های تأمین مالی را تأیید نمی‌کنند.

فعالیت خرید و ادغام، یک فعالیت متداول و مهم در هر صنعت و اقتصادی است و اغلب تصمیمات آن به علت بار تصمیماتی و نتایج مهم آن توسط مدیران ارشد اتخاذ شده است و جزء استراتژی‌های سطح شرکت به حساب می‌آید. پژوهش حاضر ضمن درک اهمیت فراوان موضوع به تبیین نقش منابع تأمین مالی ادغام و اکتساب بر عملکرد شرکت‌ها بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی پرداخته و آزمون نموده است. با توجه به نتایج این پژوهش می‌توان گفت به دست آوردن یک الگوی مشخص جهت تبیین سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها امر دشواری است که نیازمند به انجام تحقیقات گسترده‌ای می‌باشد ولی به هر حال به نظر نمی‌رسد که یک تئوری خاص به تنهایی بتواند پاسخگوی معمای پیچیده ساختار سرمایه باشد. به استفاده کنندگان اطلاعات مالی از جمله سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود قبل از هرگونه تصمیمی مبنی بر انتخاب روش‌های تأمین منابع مالی، به نتایج حاصل از ارزیابی عملکرد به عنوان ابزاری در جهت پیش‌بینی برنامه‌های آتی و نیز، بهبود نقاط قوت و برطرف نمودن نقاط ضعف واحد اقتصادی توجه نمایند.

طی انجام هر پژوهش، ابعاد گسترده و تازه‌تری از موضوع نمایان می‌شود که می‌تواند نقطه آغازینی برای مطالعات بعدی باشد. بنابراین، با توجه به نتایج حاصل از پژوهش و محدودیت‌های آن، پیشنهادهای زیر برای انجام پژوهش‌های بعدی پیشنهاد می‌شود:

۱- بررسی مجدد موضوع پژوهش با در نظر گرفتن نوع صنعت به منظور ایجاد مقایسه بهتر.

۲- بررسی مجدد موضوع پژوهش با استفاده از نظریه‌های مالی دیگر.

۳- بررسی مجدد موضوع پژوهش با در نظر گرفتن سایر متغیرهای کنترلی.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.
مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.
تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.
تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.



References

- Arefi, A (2010), "Economic Value Added in Companies Listed in Tehran Stock Exchange". *Accounting and Auditing Reviews*, Volume 17, Number 59, pages 47-62 [In Persian].
- Arefi, A (2009), "Investigation of Corporate Ownership Performance in Iran". *Journal of Business Research*, 50 [In Persian].
- Banalieva, E.R., Cuervo-Cazurra, A., Sarathy, R., (2018). Dynamics of pro-market institutions and firm performance. *J. Int. Bus. Stud.* 49, 858–880.
- Blue, G., Anabestani, A. (2012). Effect of firms' acquisition strategy on earnings management. *Journal of Accounting Knowledge*, 2(7), 99-120 [In Persian].
- Deng, X., Kang, J.-K., & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87–109.
- Elbekpashy, Mostafa & Elgiziry, Khairy (2018). " Investigating the Impact of Firm Characteristics on Capital Structure of Quoted and Unquoted SMEs". *Accounting and Finance Research*, Vol. 7, No. 1; 2018.
- Elsas, R., Flannery, M. J., & Garfinkel, J. A. (2014). Financing major investments: Information about capital structure decisions. *Review of Finance*, 18(4), 1341–1386.
- Fischer, M. (2017). The source of financing in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Volume 65, Pages 227-239.
- Fu, F., Lin, L., & Officer, M. S. (2013). Acquisitions driven by stock overvaluation: Are they good deals? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 24–39.
- Goodarzi, A ; Tehrani, R . (2016), "The Impact of Corporate Ownership on Target Firms' Financial Constraints". *Journal of Accounting Knowledge / Seventh Year 72 / p. 89-50* [In Persian].
- Heibati, F; Nicomaram, H; Mousavi, R . (2009), *Financial Theory*, Institute for Economic Affairs Publications [In Persian].
- Liao, C. (2014). What drives corporate block acquisitions? The case for financial constraints. *Journal of Corporate Finance*, 26, 78-95.
- Likitwongkajon, N., & Vithessonthi, C. (2020). Do foreign investments increase firm value and firm performance? Evidence from Japan . *Research in International Business and Finance*, 51 , 101099 .
- Mojtahedzadeh, V, Alavi & Khodabakhshi, (2009), "The Relationship between Financing and Operating Performance in Companies Listed in Tehran Stock Exchange", *Accounting Research*, Vol 1: pp. 28-49 [In Persian].
- Offenberg, D., & Pirinsky, C. (2015). How do acquirers choose between mergers and tender offers? *Journal of Financial Economics*, 116(2), 331–348.
- Pasban, M; Anvari, A; Asli Zadeh, R & Sadeghi Nahr, R. (2018) , "How to Apply and Integrate Strategy to Increase Corporate Empowerment". Second International Conference on Management, Accounting and Economics in Sustainable Development, [In Persian].
- Rahimian, N; rezaei, F; mirabdollahi, F. (2014). " Relationship Between Ownership Structure And Financial Performance Listed in Tehran Securities Exchange", *Journal of Financial Management Strategy*, 1(3), pp. 65-88 [In Persian].

Ramli, N. ; Latan, H. & Solovida, G. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—APLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148–160 .

Rezagharehbagh, R; Mohammadi, P. (2015). " Impact of Financing Approach on Corporate's Financial Performance in Economic Fluctuations (Case Study of Automotive Industry)" , *Journal of Financial Management Strategy*, 3(1), pp. 51-70 [In Persian].

Salehi, M; Yosefi, S. (2016). " The Relationship between Capital Structure and Return on Assets, with an Emphasis on Inflation Caused by Government Decision Makings", *Journal of Financial Management Strategy*, 4(1), pp. 37-57 [In Persian].

Shiratahari, A ; Zare, Sh ; Abbassi Mouslou, Kh & Hosseini, M . (2015) , "Investigation of Financing Methods on the Value of Companies Listed in Tehran Stock Exchange". 2nd International Conference on Modern Research in Management, Economics and Accounting, Kuala Lumpur-Malaysia [In Persian].

Vermaelen, T., & Xu, M. (2014). Acquisition finance and market timing. *Journal of Corporate Finance*, 25, 73–91.

Vladimirov, V. (2015). Financing bidders in takeover contests. *Journal of Financial Economics*, 117(3), 534–557.

Zhennan Yuan , Frank Y. Chen , Xiaoming Yan, Yugang Yu. (2020). Operational implications of yield uncertainty in mergers and acquisitions . *International Journal of Production Economics*, 219 , 248-258 .

Zhe Sun , Tsvi Vinig , Thomas Daniël Hosman. (2017). The financing of Chinese outbound mergers and acquisitions: Is there a distortion between state-owned enterprises and privately owned enterprises? *Research in International Business and Finance* 39 . 377–388 .

COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

