

تاثیر عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین انواع استراتژی و نوع تامین مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ابراهیم عنایت پور شیاده

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد قائمشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، قائمشهر، ایران. (نویسنده مسئول)

e.enayatpour@yahoo.com

دکتر موسی قاسم پیشه

دکتری اقتصاد، مدیر کل امور اقتصاد و دارایی استان مازندران.

ebneghasem_38024@yahoo.com

مهدی قلی پور

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد علوم و تحقیقات گلستان، دانشگاه آزاد اسلامی، گرگان، ایران.

hesampasha1390@gmail.com

شماره ۲۹ / پاییز ۱۳۹۹ (جلد اول) / صص ۵۴-۷۰
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تاثیر عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین انواع استراتژی و نوع تامین مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری این پژوهش را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شکل داده است و شامل ۱۱۶ شرکت فعال در صنایع مختلف طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ است. برای آزمون فرضیه های پژوهش از روش رگرسیون چندگانه استفاده شده است. یافته ها بیانگر آن است که بین استراتژی شرکت و تامین مالی از طریق بدهی موقت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. ولی بین استراتژی شرکت و تامین مالی از طریق صدور سهام و تامین مالی همزمان از طریق بدهی موقت و انتشار سهام رابطه معناداری مشاهده نگردید. همچنین عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین استراتژی شرکت و نوع تامین مالی تاثیر معناداری ندارد.

واژگان کلیدی: عدم اطمینان محیطی، استراتژی شرکت، نوع تامین مالی.

مقدمه

یکی از مهمترین استراتژی ها و چالش های پیش روی شرکتهای، تامین مالی وجوه مورد نیاز برای فعالیت های جاری و سرمایه گذاری می باشد. از آنجایی که نحوه تامین مالی شرکتهای تحت تاثیر عوامل بسیار زیاد و متفاوت درون و برون سازمانی قرار دارد و یکی از عوامل تاثیر گذار برون سازمانی تاثیر شرایط عدم اطمینان محیطی در نحوه استفاده مدیران با این نوع چالش ها می باشد. مدیران برخی از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از اقلام تعهدی اختیاری و تاثیر آن در شرایط عدم اطمینان محیطی را انتخاب نموده اند. به نظر می رسد رابطه مثبت بین عدم اطمینان محیطی فعالیت شرکت و نوسان در سود مدیریت نشده را نشان می دهد. هر چند پیش بینی بین عدم اطمینان محیطی و هموار سازی سود را تأیید نمی کند، ولی رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و هموار سازی سود در شرکتهای تحت عدم اطمینان بالا، مورد استفاده قرار می گیرد. به

استناد دیدگاه مایلز و اسنو (۱۹۷۸)، استراتژی شرکتها از دو رویکرد سرمایه بر و کاربر می باشد. شرکتهایی که با استراتژی سرمایه بر رو به جلو حرکت می کنند، میزان یا مقدار در برگیرندگی محافظه کاری بیش تر و کیفیت سود در این شرکتها نیز افزایش می یابد. به نظر شرکتهایی که استراتژی آنها به سوی سرمایه ای بودن گرایش بیشتری داشته اند، مدیریت سود کمتری را انجام داده اند. با بررسی اجمالی این دیدگاه تاثیر شاخص تولید ناخالص داخلی بعنوان یک شاخص کلان اقتصادی بر ارتباط بین استراتژی و کیفیت سود نشان می دهد که رشد تولید ناخالص داخلی بر ارتباط بین نوع استراتژی شرکتها و کیفیت سود تاثیر معناداری ندارد. در این پژوهش به بررسی رابطه بین انواع استراتژی و نوع تامین مالی با در نظر گرفتن عدم اطمینان محیطی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

از آنجایی که یکی از عوامل تاثیر گذار بر مسائل تامین مالی شرکتها، انعطاف پذیری مالی می باشد، برخی از تحقیقات نشان دهنده مشکلات تئوری های سنتی ساختار سرمایه در این امر می باشند. برای بررسی و انجام این مورد می توان از مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) ارزش نهایی وجه نقد که شاخصی برای تعیین انعطاف پذیری مالی است، محاسبه کنند و به نظر می رسد داده های انعطاف پذیری مالی با انتشار بدهی های موقت شرکت ها دارای رابطه مثبت معناداری بوده ولی با انتشار سهام دارای رابطه معناداری نمی باشد. معمولاً شرکتها جهت کاهش ریسک در سرمایه گذاری مبادرت به هموار سازی سود می کنند و همچنین یک رابطه مثبت بین مالیات بر درآمد شرکت و هموار سازی سود وجود دارد. معمولاً شرکتهایی که عملکرد ضعیف دارند کمتر به هموار سازی سود می پردازند، زیرا فرصت مناسب جهت این کار را ندارند. از آنجایی که عرضه عمده سهام را می توان بعنوان یک نوع تامین مالی شرکتها قلمداد کرد، این شرکتها استفاده از روشهای مناسب حسابداری، سود را بیش از میزان واقعی و بصورت متورم نشان می دهند، تا سهام را به قیمت بالا بفروش رسانند، و از این طریق مدیران به اهداف خاص خود دست پیدا می کنند و این امر یک چالش در استراتژی تامین مالی می باشد.

عدم اطمینان در محیط اقتصادی

محیط حسابداری واجد ویژگی هایی است که در طول زمان منجر به پدید آمدن حسابداری و سپس توسعه آن گردیده اند. اگر حسابداری در شکل امروزی آن را محصول نظام سرمایه داری بدانیم، آنگاه جستجوی ویژگی های حسابداری باید با توجه به نیازهایی صورت بپذیرد که نظام سرمایه داری در پی پاسخ گفتن به آن بوده است. در نظام سرمایه داری، سرمایه به عنوان یکی از نهاده های اصلی در نظام تولیدی محسوب می شود، نهاده ای که همراه با هزینه است. در این نظام سرمایه گذار همواره در پی حداکثر کردن منافع سرمایه گذاری خود است، به نحوی که بتواند با اتخاذ تصمیمات مناسب، هزینه سرمایه گذاری خود را پوشش داده و به سود سرمایه دست یابد. در همین راستا، سرمایه گذاران، به عنوان ارکان اصلی نظام سرمایه داری، همواره در پی اطلاعاتی می باشند که با بهره گیری از آن بازدهی بیشتری کسب کنند. آنچه مسیر توسعه حسابداری را تعیین می کند نیازهای اطلاعاتی گزارشگری مالی می باشد. در همین راستا سیستم های اطلاعاتی حسابداری با محوریت سودمندی در تصمیم گیری اقتصادی (که یکی از اهداف مهم در نظام سرمایه داری تلقی می شود) توسعه یافته اند. به بیانی حسابداری همواره یک واکنش نسبت به تغییرات محیطی بوده است، چه در زمان ایجاد و چه در زمان توسعه. دوره های دستوری و اثباتی در حسابداری نیز با هدف تامین نیازهای اطلاعاتی سرمایه گذاران بسط یافته اند، با این حال محوریت

موضوعات در این دو دوره متفاوت می باشد، به نحوی که نقش اطلاعاتی حسابداری و توجه به سیستم های اطلاعاتی سرمایه گذاران در عصر تجربه گرایی نوین بیش از پیش مورد توجه قرار گرفته است. در این میان آنچه وجود اطلاعات سودمند در تصمیم گیری را مفهوم بخشیده است، وجود عدم اطمینان در محیط اقتصادی می باشد. یکی از مهمترین ویژگیهای محیط اقتصادی، عدم اطمینان است. عدم اطمینان به طور قابل توجهی تئوری های پشتوانه تصمیم گیری سرمایه گذاران را تحت تاثیر قرار داده است. عدم اطمینان در محیط اقتصادی باعث شده است تا تصمیم گیری های اقتصادی اغلب با ریسک همراه باشد. به این مفهوم که گاه نتایج با انتظارات منطبق نخواهد بود. پذیرش این ویژگی محیط اقتصادی و اینکه کسب اطلاعات ارزشمند می تواند این عدم اطمینان را کاهش دهد، تمامی منابع اطلاعاتی را تحت تاثیر قرار داده است. برای عدم اطمینان محیطی تعریف های مختلفی عرضه شده که برخی از آنها به شرح زیر است:

- ۱- عدم اطمینان محیطی به مثابه منشا حوادث و روندهای متغیری تعریف می شود که فرصت ها و تهدیدهایی را برای سازمان خلق می کند (محقّر و همکاران، ۱۳۸۸).
- ۲- عدم اطمینان محیطی عاملی تصادفی است که انتخاب شیوه عملکرد را تحت تاثیر قرار می دهد (گاوینداراجان، ۱۹۸۴).
- ۳- عدم اطمینان به احساس افزایش تردید اشاره دارد. این تردید از طریق تغییر پذیری پیش بینی نشدنی ذاتی ایجاد می شود (پریم و دیگران، ۲۰۰۲).
- ۴- در دنیای مدیریت شرکتی، عدم اطمینان های محیطی به تردیدهای حرفه ای مدیران مربوط می شود. این تردیدها زمانی ایجاد می شود که مدیر احساس کند که در آینده با شرایط رقابتی روبرو می شود؛ شرایطی که پیش بینی آن در زمان کنونی مشکل است (مک مولن و سفرد، ۲۰۰۶).

استراتژی شرکت

استراتژی در اصطلاح عام برنامه ریزی و دورنمایی از اهداف آینده است که موجودیت در جهت نیل به اهداف خود آن استراتژی را تدوین و پیگیری می کند اما در علم مدیریت تدوین استراتژی همانا یکی از وظایف خطیر مدیریتی است که مبنای تصمیم گیری های حیاتی مدیران برای حفظ بقای سازمان و تعالی آن می باشد (تنانی و محب خواه، ۱۳۹۳). مفهوم استراتژی در طول دهه ۱۹۵۰ توسط محققین دانشکده اقتصادی و تجاری هاروارد گسترده تر شد. مینتزرگ (۱۹۸۷) استدلال می کند که یک استراتژی سازمانی به برنامه ها، طرح ها، موقعیت ها و دیدگاههای شرکت مربوط می باشد. محققین راجع به تمایز بین تدوین استراتژی و اجرای استراتژی به عنوان دو مرحله یک استراتژی توافق دارند (اسنو و هامبریک، ۱۹۸۰). این تعریف از آن نظر مهم است که به محققین استراتژی اجازه می دهد تا استراتژی را بر اساس داده های کمی سطح شرکت ملاحظه و اندازه گیری کنند. همچنین، آنچه را از یک استراتژی درک می کنیم که صرفنظر از فرایند تدوین استراتژی درون شرکت اجرا شود (آقائی و بختیاری راد، ۱۳۹۵). شرکت ها برای فرایند تولید و خرید و فروش محصولات و ارائه خدمات هزینه های حقوق و دستمزد زیادی پرداخت می کنند. با گسترش فعالیت ها و مکانیزه شدن فرایند تولید شرکت ها به سمت تولید و توزیع سرمایه ای و استفاده از ماشین آلات پیشرفته حرکت کرده اند. با این حال هیچ شرکتی به طور صد در صد سرمایه بر یا صد در صد کاربر نیست. بلکه بیشتر متمایل به یکی از این دو استراتژی است. استفاده از هر استراتژی یعنی اینکه چه میزان از نیروی کار و یا چه میزان از ماشین آلات و فناوری بهره بگیرند، بر همه ابعاد شرکت موثر خواهد بود. برای مثال انتخاب

استراتژیک بر میزان هزینه های حقوق و دستمزد، بهای تمام شده کالای فروش رفته، حجم فروش و بازاریابی، سهم از بازار و ... می تواند موثر باشد. استراتژی تجاری واحدهای تجاری شامل استراتژی کاربر و سرمایه بر می باشد. استراتژی سرمایه بر می تواند به طرق مختلفی تعریف شود و در دامنه ای از مقیاس ها اندازه گیری شود. این اصطلاح در اصل یک مفهوم اقتصاد خرد است که به عوامل داخلی و خارجی همچون تکنولوژی تولید، کار و سرمایه بستگی دارد. اگر یک فرایند، یک مولفه کار (دستی) بزرگ و سرمایه خیلی کوچکی را به کار برد، گفته می شود که شیوه تولید آن کاربر می باشد. هنگامی که سرمایه به طریقی جانشین کار می شود که بازده را ثابت نگه می دارد، شیوه تولید بیشتر سرمایه بر می باشد. بنابراین، شیوه تولیدی که بیش از همه سرمایه بر باشد، شیوه ایست که در آن سرمایه (مکانیزه شده) جانشین تمام کار شده است. علاوه بر این، آن و همکاران (۲۰۱۵) یک شرکت با استراتژی سرمایه بر را به صورت یک موسسه اقتصادی توصیف می کنند که در آن سطح بالایی از سرمایه (مثلاً کارخانه ای مکانیزه) و سطح پائینی از کار وجود دارد. بر حسب توصیف بالا درباره سرمایه بر و کاربر، مقیاس های ویژه زیر به کار برده می شوند تا سطح سرمایه را نشان دهند. از میزان سرمایه به کار گرفته شده در مقایسه با میزان کار به کار برده شده به عنوان مقیاس استفاده می کنند (لامینگر و بسانت، ۱۹۹۰). سطح بالایی از به کار انداختن سرمایه در یک موسسه اقتصادی به کمک دارایی های ثابت خالص به دارایی های کل خالص نشان داده می شود. این نسبت، دارایی های ثابت خالص مربوط به موسسه های اقتصادی را به عنوان یک مقیاس ارزش پولی برای داراییهای کل خالص به کار می برد که به واسطه داراییهای ثابت یا ارقام سرمایه همچون زمین و ساختمان، تجهیزات و وسایل نقلیه جذب می شوند. کل داراییهای خالص شامل داراییهای ثابت خالص، سایر دارایی ها (مثلاً سرمایه گذاری ها) و دارایی های جاری می باشد. تعداد کارکنان نیز اغلب به عنوان یک مقیاس برای ماهیت تاکیدی کار مربوط به فعالیت های یک موسسه اقتصادی به کار برده می شود. بنابراین دومین نسبتی که می توان در نظر گرفت دارایی های ثابت خالص نسبت به تعداد کارکنان می باشد که ارزش پولی دارایی های ثابت بنا به هر کارمند را نشان می دهد. هر دو نسبت ذکر شده به عنوان تنها مقیاس هایی گزارش می شوند که می توانند برای تعریف کردن سرمایه بر و کاربر بودن موسسه به کار برده می شوند. دارایی های ثابت خالص ابزار فیزیکی مولدی را نشان می دهند که توسط موسسه اقتصادی برای بوجود آوردن محصولات و خدمات به همان روشی به کار برده می شوند که اقتصاد از سرمایه فیزیکی به عنوان یکی از فاکتورهای تولید برای بدست آوردن سطحی از بازده استفاده می کند. علاوه بر این مقیاس، نسبت داراییهای ثابت به تعداد کارکنان برای تعیین کاربر بودن به کار برده می شود. می توان فرض کرد هر چه سرمایه در فرایند تولید بیشتر باشد، یک موسسه اقتصادی کمتر به کار متکی می باشد (آقایی و بختیاری، ۱۳۹۵).

تامین مالی

راهبرد تامین مالی در شرکتها از مباحث مهم دانشمندان مالی و حسابداری است. از اهداف مهم تامین مالی، انجام سرمایه گذاری در شرکتها برای سودآوری بیشتر است. طرق مختلف تامین مالی، شامل تامین مالی داخلی و خارجی یا ترکیبی از این دو نوع است. مدیران بنگاههای اقتصادی در عصر کنونی، با توجه به محدودیتهای منابع مالی به ویژه در عرصه تجارت جهانی و تنگ شدن رقابت، تحت فشار فزایندهای قرار دارند تا هزینه های عملیاتی و بهای تمام شده را کاهش دهند و کم هزینه ترین نوع ساختار سرمایه را برای انجام فعالیتهای بنگاه اقتصادی در راستای افزایش ارزش بنگاه، پرداخت به موقع بدهیها، تداوم فعالیت و حضور بیشتر در بازارهای داخلی و خارجی برگزینند. این فشارها معمولاً از سوی گروههای مختلفی مانند

سهامداران، مصرف کنندگان و سایر ذینفعان به مدیران بنگاهها وارد می شود. برای دستیابی به اهداف پیشگفته، راهبردهای مدیران، تامین مالی مطلوب با کمترین هزینه برای رشد و توسعه اقتصادی فعالیت های بنگاه، افزایش سود و حداکثر سازی ثروت سهامداران می باشد (جهان خانی و کنعانی امیری، ۱۳۸۵). در بحث تامین مالی می توان گفت که تامین اعتبار یکی از نیازهای اولیه شرکتها می باشد، شرکتها و بنگاهها از روشهای متفاوتی برای تامین مالی خود استفاده می کنند، از جمله تامین مالی داخلی (مثل، سود انباشته و اجاره به شرط تملیک)، تامین مالی خصوصی (مثل، منابع شخصی و منابع دوستان و بستگان)، تامین مالی از طریق سرمایه یا سهام (مثل شرکاء، شرکتهای سرمایه گذاری مخاطره پذیر و عرضه عمومی سهام) و تامین مالی از طریق بدهی (استقراض) (صدری نیا و همکاران، ۱۳۸۸). شرکتها در تصمیمات تامین مالی، با دو منبع تامین مالی داخلی و تامین مالی خارجی روبرو هستند. در یک طبقه بندی دیگر، انواع منابع تامین مالی در کشور به دو دسته منابع مالی بدون هزینه و منابع مالی با هزینه تقسیم بندی می شود. منابع مالی بدون هزینه شامل پیش دریافت از مشتریان، بستانکاران تجاری، سود سهام پرداختی و هزینه های پرداختی است. منابع مالی با هزینه به دو دسته ی منابع داخلی (سود انباشته) و منابع خارجی (تسهیلات کوتاه مدت و بلند مدت و انتشار سهام جدید) تقسیم می شود (نادی زاده، ۱۳۹۳). معمولاً مدیران و سهامداران بنگاه های اقتصادی که در سالهای اولیه فعالیت خود قرار دارند با مشکل اخذ وام و اعتبار مواجه هستند تامین مالی داخلی را به دلیل کم هزینه ترین بودن به سایر روشهای تامین مالی ترجیح می دهند. ولی عدم تقسیم سود برای سالهای متمادی برای سرمایه گذاران که به قصد سودآوری در بنگاه سرمایه گذاری نموده اند نه تنها نارضایتی آنان را به همراه خواهد داشت بلکه انگیزه آنان را نیز برای حفظ سرمایه در بنگاه کاهش می دهد. بنابراین مدیران در بلند مدت به سوی تامین مالی خارج از بنگاه متمایل میشوند (غنی زاده و بارانی، ۱۳۹۴). استقراض و انتشار سهام ممتاز یا سهام عادی دارای یک ویژگی مشترک می باشند یعنی منابع تامین وجه، خارج از واحد انتفاعی و عملیات آن قرار دارند درحالیکه سود انباشته معرف یک منبع داخلی تامین مالی است، مادام که مدیریت واحد انتفاعی بتواند اشخاص را برای سرمایه گذاری در واحد انتفاعی یا اعطای اعتبار و وام به آن متقاعد کند، از لحاظ تامین وجوه از منابع خارجی محدودیتی وجود نخواهد داشت اما سود انباشته، یک منبع داخلی واحد انتفاعی است و مبلغ آن به سودهای سنواتی تحصیل شده توسط واحد انتفاعی پس از کسر سودهای توزیع شده محدود می شود. تامین مالی از طریق انتشار سهام عادی و استفاده از سود انباشته نیز از یک لحاظ ویژگی مشترک دارند زیرا هر دو معرف وجوه اعطایی توسط صاحبان واحد انتفاعی در مقایسه با اعطاکندگانی، اعتبار و وام و سهامداران ممتاز می باشد. پژوهشهای انجام شده در مورد روشهای تامین مالی واحد انتفاعی بزرگ در کشورهای صنعتی نشان می دهد که در درجه اول، منبع اصلی تامین مالی سود انباشته، در درجه دوم و پس از سود انباشته، استقراض منبع عمده وجود مورد نیاز واحدهای انتفاعی محسوب می شود. اگرچه سهام عادی و سهام ممتاز در مقایسه با دو منبع اول، وجوه کمتری را تامین می کنند اما این دو منبع از دیدگاه واحد انتفاعی در یک دوره معین حائز اهمیت است (حافظی، ۲۰۱۳). در یک طبقه بندی انجام شده می توان بدهی را به دو گروه منابع کم هزینه و منابع پر هزینه تقسیم کرد. البته در این جا منظور از بدهی تمامی اقلامی که در سمت چپ ترازنامه به این عنوان مطرح شده اند نیست بلکه صرفاً اقلامی است که با هدف تامین مالی ایجاد شده اند. برای مثال، ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان را نباید جزء بدهی دانست که با هدف تامین مالی ایجاد شده اند بلکه در ایجاد و تحمل این بدهی عوامل دیگری دخیل هستند. در زیر دو طبقه از بدهی مورد بررسی قرار گرفته است.

۱) منابع کم هزینه:

یک سری از منابع مالی خارجی وجود دارند که در ارتباط با فعالیتهای شرکت و رابطه آن با مشتریان و اعتبار دهندگان ایجاد می شوند و گرچه ظاهراً روشی سهل الوصول و کم هزینه محسوب می شوند با این وجود در مقایسه با سایر منابع قادر به جذب وجوه هنگفت نیستند. برخی از اجزای این گروه بستانکاران تجاری، پیش دریافت از مشتریان و هزینه های پرداختنی می باشد.

۲) بدهیهای پر هزینه:

این طبقه را می توان به سه جزء اوراق قرضه و استقراض و اوراق مشارکت تفکیک کرد. در زیر هر یک از اجزاء مورد بررسی قرار گرفته است.

- اوراق قرضه: اوراق قرضه نوعی از اوراق بهادار است که معرف تعهد شرکت منتشر کننده این اوراق بابت پرداخت مبلغ معینی وجوه نقد یا سایر داراییها با توجه به جداول زمانی خاص به مالکان این اوراق است. معمولاً بین ناشر اوراق قرضه و سرمایه گذاران آن قراردادی به نام توافق نامه اوراق قرضه منعقد می شود.

- استقراض: فراهم ساختن منابع تأمین مالی منطبق با پروژه های سرمایه گذاری خاص منبع مالی مخصوص به خود را می طلبد. این ابزارها ممکن کوتاه مدت یا بلند مدت باشند. شرکتها به خاطر برخی شرایط و قید و بندها همیشه نمی توانند برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود از سهام عادی و سهام ممتاز، اوراق قرضه و یا حتی سود انباشته استفاده کنند و به ناچار به استقراض روی می آورند.

- اوراق مشارکت:

در ایران پس از تصویب قانون عملیات بانکداری بدون ربا در سال ۱۳۶۲ به طور معمول انتشار اوراق قرضه به دلیل دارا بودن بهره متوقف گشت. ولی با توجه به تأکید برنامه دوم توسعه مبنی بر استفاده از ابزارهای مالی جدید و متنوع که بتوانند جایگزین اوراق قرضه گردند. مقررات ناظر بر انتشار اوراق مشارکت در چهارم تیر ماه ۱۳۷۳ در جلسه شورای پول و اعتبار به تصویب رسید و عملاً از نیمه دوم همان سال اوراق مشارکت به عنوان ابزاری جدید مورد استفاده سرمایه گذاران قرار گرفت. این اوراق برای گسترش نظام مالی بهادار در کشور، کاهش تکیه بر منابع مالی بانکی و خصوصاً برای تأمین مالی واحدهای صنعتی بخش خصوصی ابداع شد ولی در عمل انتشار آن از یک نهاد نیمه دولتی شروع شد. بین اوراق مشارکت و اوراق قرضه وجوه تشابه و افتراق زیادی وجود دارد که یکی از مهمترین وجوه افتراق بین این دو اوراق در سود و بهره می باشد. (رحیمی، ۱۳۸۰).

ماگراکیس (۲۰۱۷) به بررسی ارتباط بین سطح نگهداشت وجه نقد و استراتژی تجاری در شرکت های غیر مالی آمریکا طی دوره زمانی ۱۹۷۰ تا ۲۰۱۶ پرداخت. در این تحقیق از تئوری مایلز و اسنو (۲۰۰۳ و ۱۹۷۸) برای ساختن شاخص استراتژی و بررسی ارتباط بین استراتژی و نقدینگی شرکت استفاده شد. بر اساس الگوهای رفتاری سرمایه گذاری و تخصیص منابع شرکت ها به دو دسته تدافعی و جسور تقسیم بندی شدند. برای آنالیز داده ها از رگرسیون چند گانه استفاده شد. نتایج نشان داد: استراتژی به طور مثبتی بر نقدینگی شرکت اثر می گذارد. همچنین نشان داد که شرکت های جسور نسبت به شرکت های تدافعی وجه نقد بیشتری را نگهداری می کنند که سبب می شود ارزش بازاری شرکت ها کاهش یابد.

ایبنوزی (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی اثر سیستم های کنترل مدیریت و استراتژی های کسب کار بر عملکرد سازمانی کسب و کار متعلق به اقلیت ها پرداخته است. او در این پژوهش به این نتیجه رسیده است که رابطه مثبت و معنی داری بین سیستم کنترل مدیریت (مالی و غیر مالی) و عملکرد سازمانی وجود دارد. همچنین بین استراتژی تمایز و عملکرد سازمانی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد، ولی استراتژی رهبری هزینه رابطه معنی داری با عملکرد سازمانی ندارد.

هاجر (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی اثر استراتژی کسب و کار بر نوآوری و عملکرد شرکت پرداخته است. نوع استراتژی در این پژوهش با توجه به تایپولوژی مایلز و اسنو (۱۹۸۷) عبارتند از: تهاجمی، تحلیل گر و تدافعی. هاجر به این نتیجه رسید شرکت هایی که استراتژی کسب و کار تهاجمی دارند، از نوع آوری و عملکرد مالی بالاتری برخوردار می باشند.

کارپاویکاس (۲۰۱۴) در تحقیقی به بررسی رابطه بین سیاست های تامین مالی و ارزش سهام پرداخت. نتایج پژوهش حاکی از آن است که انگیزه و ارجحیت مدیران از عوامل تعیین کننده با اهمیت در تامین مالی بلندمدت و تصمیمات سرمایه گذاری می باشد. از طرفی در صورت وجود هزینه های مالیات و ورشکستگی، اهرم مالی و نسبت فروش به سرمایه کاهش ولی اندازه شرکت و سهام سرمایه افزایش می یابد و سیاست تامین مالی رابطه معناداری با ارزش سهام شرکتها دارد.

گمر و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهشی رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی را در شرایط نا اطمینانی محیطی بررسی نمودند. آن ها برای برآورد متغیر مدیریت سود الگوی کوتاری و همکاران، متغیر عدم تقارن اطلاعاتی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و نوسان قیمت سهام و برای متغیر نا اطمینانی محیطی از تعداد کسب و کار و مناطق جغرافیایی، میزان هزینه تحقیق و توسعه و ضریب تغییرات فروش استفاده نمودند. یافته های پژوهش آنان نشان داد که بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی، یک رابطه معنادار وجود دارد. علاوه بر این، نتایج نشان می داد که نا اطمینانی محیطی رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی را تضعیف می کند.

محمد موسایی و علی پور (۱۳۹۷)، رابطه بین استراتژی های تامین مالی و رشد پایدار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. متغیر مستقل استفاده شده در این پژوهش استراتژی های تامین مالی شامل: جریان نقدی داخلی، تامین مالی کوتاه مدت، تامین مالی با کل بدهیها است و متغیر وابسته رشد پایدار سود می باشد. یافته های پژوهش حاکی از آن است که بین جریان نقدی داخلی، تامین مالی کوتاه مدت و تامین مالی با بدهی کل رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

مرفوع و شاکری (۱۳۹۷) به بررسی استراتژی های کسب و کار و رابطه آن با عملکرد مالی شرکتها طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ و با نمونه پژوهش شامل ۱۶۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که هر چه شرکت بالغ تر و انعطاف پذیری مالی بیشتری داشته باشد استراتژی کسب و کار آن تدافعی تر است. علاوه بر این هر چه استراتژی کسب و کار شرکت تهاجمی تر باشد، بازده دارایی آن بیشتر و ریسک ویژه آن کمتر است. همچنین نتایج پژوهش بیانگر آن است که نوسانات بالای بازار و رقابتی بودن صنعت، اثر تقویت کننده ای بر رابطه بین بلوغ شرکت و انعطاف پذیری مالی با استراتژی کسب و کار شرکت ندارند.

ابراهیم پور و دیگران (۱۳۹۷) تأثیر عدم اطمینان محیطی با میانجیگری انعطاف پذیری تولید و کارایی عملیاتی و تعدیل گری ظرفیت جذب عملیاتی بر عملکرد شرکت های تولیدی و همچنین تأثیر انعطاف پذیری تولید بر کارایی عملیاتی را مورد آزمون قرار دادند. ابزار مورد استفاده به منظور گردآوری اطلاعات، پرسشنامه می باشد که توسط مدیران ۱۰۱ شرکت تولیدی فعال در شهرستان رشت تهیه شده است. برای تجزیه و تحلیل داده ها نیز، از تکنیک مدل سازی معادلات ساختاری (SEM) با رویکرد

حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده شد. یافته‌ها نشان می‌دهد که می‌توان عملکرد شرکت را با افزایش انعطاف‌پذیری تولید و کارایی عملیاتی بالا برد و همچنین با افزایش انعطاف‌پذیری، پاسخ مؤثرتری به تغییرات محیطی داد. نتایج پژوهش تأثیر انعطاف‌پذیری تولید بر کارایی عملیاتی و همچنین تعدیل‌گری ظرفیت جذب عملیاتی را تأیید می‌کند.

اسلامدوست و غلامی (۱۳۹۶) تأثیر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای این منظور، تأثیر چهار شاخص توسعه مالی به همراه متغیرهای کنترلی، نظیر سودآوری، نقدینگی و اندازه شرکت در قالب دو مدل رگرسیون بر دو متغیر مربوط به تأمین مالی، یعنی نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی کوتاه مدت به کل داراییها بررسی شده است. به این ترتیب که این دو مدل، با اطلاعات تابلویی سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴، مربوط به ۵۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار که در صنعت خودروسازی وجود دارند، با روش اثرات ثابت برآورد شده است. نتایج نشان می‌دهد که توسعه بازار سهام، اثر مثبت و معناداری بر نسبت بدهی بلندمدت به کل داراییها دارد و در این بین، میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت بازار سهام، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن است. این در حالی است که اثر توسعه بخش بانکی بر نسبت مذکور منفی است که میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت سیستم بانکی، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن بوده است. همچنین، تمامی شاخص‌های توسعه مالی، تأثیر معنادار و مثبت بر نسبت بدهی کوتاه مدت به کل داراییها دارد، به طوری که تأثیر شاخص‌های بانکی بیش از شاخص‌های بازار سهام است.

محسنی ملکی رستاقی و دیگران (۱۳۹۵) رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی و نوع تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. برای این منظور از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۰۸ شرکت انتخاب و اطلاعات مالی مربوط به سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۲ آنها مورد بررسی قرار گرفت. برای انجام این مطالعه، ابتدا با استفاده از مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶)، ارزش نهایی وجه نقد که شاخصی برای تعیین انعطاف‌پذیری مالی است، محاسبه شده و سپس با استفاده از رگرسیون لجستیک ساده و چند گانه، به بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تأمین مالی از طریق سهام یا بدهی یا ترکیبی از آنها پرداخته شده است. نتایج پژوهش، نشان می‌دهد که انعطاف‌پذیری مالی با انتشار بدهی‌های موقت شرکت‌ها دارای رابطه مثبت و معناداری بوده ولی با انتشار سهام دارای رابطه معناداری نمی‌باشد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین انواع استراتژی و نوع تأمین مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
فرضیه دوم: عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین انواع استراتژی و نوع تأمین مالی تأثیرگذار است.

جامعه و نمونه آماری

برای انتخاب نمونه آماری مناسب که یک نماینده مناسبی برای جامعه آماری موردنظر باشد از روش حذفی سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۴ معیار در نظر گرفته شده است. معیارهای مذکور عبارتند از:

- ۱- سال مالی شرکت‌های مورد بررسی منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- ۲- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری نباشد.

۳- شرکت موردنظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد (بیش از سه ماه وقفه نداشته باشند).

۴- در دوره تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.

با توجه به شرایط بالا، ۱۱۶ شرکت به عنوان نمونه برای بررسی فرضیه ها انتخاب شده اند.

روش پژوهش

تحقیق حاضر درصدد بررسی تاثیر عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین انواع استراتژی و نوع تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شرکت های است، بنابراین روش تحقیق حاضر از نوع کاربردی است و تحقیق کاربردی، تحقیقی است که با استفاده از نتایج تحقیقات بنیادی به منظور بهبود و به کمال رساندن رفتارها، روش ها، ابزارها، وسایل، تولیدات، ساختارها و الگوهای مورد استفاده جوامع انسانی انجام می شود و بخش های زیر شامل استفاده از این طرح کاربردی تحقیق حاضر خواهند شد.

۱- تحلیل گران بازار سرمایه، سرمایه گذاران و سهامداران و اعتباردهندگان

۲- سازمان بورس اوراق بهادار

۳- اساتید و دانشجویان حسابداری و مدیریت مالی

برای جمع آوری اطلاعات مربوط به مباحث تئوریک مانند ادبیات موضوع تحقیق از روش کتابخانه ای و برای گردآوری داده های مربوط به متغیرهای تحقیق از منابع و پایگاه های اطلاعاتی مختلف (رهاورد سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین صورت های مالی شرکت ها) استفاده شده است. در این تحقیق از آمار توصیفی شامل جداول و نمودارها، شاخص های گرایش مرکزی جهت توصیف جامعه و نمونه مورد بررسی و از روش رگرسیون مبتنی بر داده های ترکیبی جهت تحلیل داده های مرتبط به فرضیات تحقیق استفاده می شود. برای تحلیل داده ها از نرم افزار Excel نسخه ۲۰۱۳ و برای انجام آزمون های آماری از نرم افزار Stata استفاده می شود.

تعریف متغیرها

متغیر وابسته

TD: نوع تامین مالی شرکت هاست که یک متغیر چند بخشی است بطوریکه اگرشرکتی نه بدهی موقت و نه سهام منتشر کند، عدد ۰ (حالت مبنا)، اگر شرکت فقط بدهی موقت منتشر کند عدد ۱، اگر فقط سهام منتشر کند عدد ۲ و اگر هم سهام و هم بدهی موقت منتشر کند عدد ۳ را به وی نسبت می دهیم.

برای محاسبه بدهی های موقت، مطابق پژوهش شعری و همکاران (۱۳۹۴)، ابتدا اهرم بهینه محاسبه شده و در ادامه از اختلاف بین اهرم واقعی و اهرم بهینه، بدهی موقت هر شرکت بدست می آید. منظور از بدهی موقت، سطحی از بدهی هاست که انتظار می رود تداوم نداشته و با توجه به تئوری های ساختار سرمایه، به میزان بهینه خود برگردد. بنابراین برای محاسبه و تعیین اهرم بهینه از مدل زیر استفاده می کنیم.

مدل تعیین اهرم بهینه:

$$L_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(CF_{it-1} / TA_{it}) + \alpha_2 MB_{it-1} + \alpha_3(Dep_{it-1} / TA_{it}) + \alpha_4 Size_{it-1} + \alpha_5(FA_{it-1} / TA_{it}) + e_{it}$$

در این مدل L نسبت بدهی به مجموع داراییها می باشد. CF: جریان وجه نقد ناشی از عملیات است که از صورت جریان وجه نقد استخراج می گردد. MB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ها، DEP: هزینه استهلاک دارایی ها، SIZE: اندازه شرکت، FA: مجموع دارایی های ثابت و TA: مجموع داراییها می باشد.

برای این منظور برای هر یک از سالهای پژوهش و برای شرکتهای نمونه، مدل فوق ابتدا برازش شده و ضرایب رگرسیون بدست آمده است. سپس با جای گذاری ضرایب رگرسیون در مقادیر واقعی هر یک از متغیرها در هر سال، میزان اهرم بهینه هر شرکت بدست آمده است. سپس اهرم بهینه برآوردی با اهرم واقعی همان شرکت در همان سال مقایسه می شود، اگر شرکت دارای اهرم واقعی بالاتر از اهرم بهینه باشد، شرکت دارای بدهی موقت است (شعری و همکاران، ۱۳۹۴).

متغیر مستقل

STR: استراتژی شرکت شامل استراتژی سرمایه بر و استراتژی کاربر (متغیر مستقل)

برای به دست آوردن متغیر مستقل، دو گروه شرکت در نظر گرفته می شوند که به سمت استراتژی کاربر گرایش دارند و یا به سمت استراتژی سرمایه بر.

ما مطابق پیشنهاد بلوم و همکاران با استفاده از داده های عینی دسته بندی شرکت ها را بر این اساس بنا می کنیم که آن ها به چه تناسبی در دو جهت گیری استراتژی یعنی استراتژی سرمایه بر و استراتژی کاربر می باشند. برای اینکه بتوان شرکت های سرمایه بر و کار بر را از هم متمایز کرد از نسبت مالی پیشنهاد شده توسط بلوم و همکاران (۱۹۹۸) استفاده می کنیم، بدین گونه که شرکت هایی که نسبت خالص دارایی ثابت به مجموع دارایی های بالایی داشته باشند دارای استراتژی سرمایه بر و شرکت هایی که نسبت پایین تری داشته باشند دارای استراتژی کاربر هستند.

متغیر تعدیل کننده

CV: عدم اطمینان محیطی، در این تحقیق از ضریب تغییرات فروش ۳ سال گذشته شرکت به عنوان معیار عدم اطمینان محیطی استفاده شده است که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$CV(s_i) = \frac{\sqrt{\sum_{k=1}^3 \frac{(s_i - \bar{s})^2}{3}}}{\bar{s}}$$

فرمول که در فرمول بالا، s_i فروش شرکت i در سال k و \bar{s} میانگین فروش ۳ سال شرکت i می باشد.

متغیرهای کنترلی

SIZE: معرف اندازه شرکت است و برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی ها می باشد.

Leverage: اهرم مالی شرکت که برابر است با کل بدهی تقسیم بر کل دارایی

B/M: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت i در سال t

یافته های پژوهش

آمار توصیفی عبارت است از مجموعه روش هایی که پردازش داده ها را فراهم می سازد. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای کل نمونه ی آماری در نگاره زیر ارائه شده است. کمیت های آماری توصیفی شامل میانگین، میانه، بیشینه (حداکثر)، کمینه (حداقل)، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی است که تجزیه و تحلیل داده ها به کمک این کمیت ها انجام می گیرد. با در نظر گرفتن معیارهای اشاره شده در فصل سوم، در کل از ۱۱۶ شرکت در طی سال های ۱۳۹۶-۱۳۹۳ در این تحقیق استفاده شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی

| متغیر | تعداد | میانگین | انحراف معیار | حداکثر | حداقل |
|-----------------------------------|-------|-----------|--------------|-----------|----------|
| نوع تامین مالی | ۵۸۰ | ۱,۲۷۷۵۸۶ | ۰,۹۷۳۱۳۵۴ | ۳ | ۰ |
| استراتژی شرکت | ۵۸۰ | ۰,۲۶۹۸۶۱۷ | ۰,۱۷۳۰۰۸۵ | ۰,۸۴۹۶۳ | ۰,۰۰۳۷۹ |
| عدم اطمینان محیطی | ۵۸۰ | ۰,۳۷۷۸۲۴۸ | ۰,۱۵۸۳۳۰۳ | ۱,۳۷۴۳۶ | ۰,۴۳۹۷ |
| اندازه شرکت | ۵۸۰ | ۱۲,۶۴۸۴۴ | ۱,۳۱۳۸۷۱ | ۱۶,۸۲۸۳ | ۹,۱۴۸۸ |
| اهرم مالی | ۵۸۰ | ۰,۶۱۸۰۲۵۳ | ۰,۲۴۵۸۳۱ | ۲,۱۸۸۰۷ | ۰,۰۶۵۷۶ |
| ارزش بازار | ۵۸۰ | ۰,۷۰۰۱۵۱۸ | ۰,۲۸۶۱۸۰۳ | ۲,۴۸۶۶ | ۰,۱۵۳۲ |
| استراتژی شرکت * عدم اطمینان محیطی | ۵۸۰ | ۰,۰۸۴۲۳۵۵ | ۰,۶۹۸۱۴۴ | ۰,۵۰۰۳۳۶۸ | ۰,۰۰۷۰۹۷ |

جدول (۲): آمار توصیفی متغیر وابسته با جزئیات بیشتر

| نام متغیر | TD |
|---|------|
| تعداد مشاهدات | ۵۸۰ |
| درصد شرکت هایی که نه بدهی موقت دارند و نه سهام منتشر کرده اند | ۰,۱۹ |
| درصد شرکت هایی که بدهی موقت دارند ولی سهام منتشر نکرده اند | ۰,۵۲ |
| درصد شرکت هایی که بدهی موقت ندارند ولی سهام منتشر کرده اند | ۰,۱۱ |
| درصد شرکت هایی که هم بدهی موقت دارند و هم سهام منتشر کرده اند | ۰,۱۸ |

در جدول بالا برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل: میانگین، انحراف معیار، حداکثر و حداقل مشاهده ها به عنوان شاخص های مرکزی ارائه شده است. اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اندازه شرکت، ۱۲,۶۴۸۴۴ است که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. انحراف معیار یکی از مهم ترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای پراکندگی مشاهدات از میانگین است؛ مقدار این پارامتر برای معیار نوع تامین مالی، ۰,۹۷۳۱۳۵۴ است. همچنین نتایج نشان می دهد که بیشترین و کمترین مقدار عدم اطمینان محیطی، ۱,۳۷۴۳۶ و ۰,۴۳۹۷ می باشد. بر اساس نگاره فوق، ۱۹ درصد مشاهدات مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال های پژوهش نه بدهی موقت داشته و نه اقدام به انتشار سهام نموده اند، در حالی که ۵۲ درصد فقط بدهی موقت داشته و تنها ۱۱ درصد فقط سهام منتشر نموده و تقریباً ۱۸ درصد هم بدهی موقت داشته و هم سهام منتشر نموده اند. مشاهدات مربوط به ۱۱۶ شرکت برای سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ (در مجموع ۵۸۰ مشاهده) می باشد.

آمار استنباطی

بررسی فرضیه شماره ۱

فرضیه اول: بین استراتژی شرکت و نوع تامین مالی شرکتها رابطه معناداری وجود دارد.

از مدل زیر استفاده می کنیم:

$$TD_{i,t} = B_0 + B_1STR_{i,t} + \beta_3Lev_{i,t} + \beta_4B/M_{i,t} + \beta_5Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتیجه فرضیه اول با استفاده از رگرسیون لجستیک چندگانه بصورت زیر است:

برای بررسی، از رگرسیون لجستیک چندگانه استفاده شده است. برای این منظور عدد پایه (مبنا) را ۰ در نظر می گیریم یعنی حالتی که نه بدهی موقت وجود دارد و نه سهام. بنابراین سایر حالت ها را با این حالت ارزیابی می کنیم که نتایج در نگاره زیر نشان داده شده است.

| حالت (۱): فقط بدهی موقت | | | حالت (۲): فقط انتشار سهام | | | حالت (۳): هم بدهی موقت هم سهام | | | متغیرها |
|-------------------------|--------|------------|---------------------------|--------|------------|--------------------------------|-------|------------|---|
| معناداری | Z | ضریب | معناداری | Z | ضریب | معناداری | Z | ضریب | |
| ۰,۳۸ | ۲,۰۷ | ۱,۶۶۸۹۲۱ | ۰,۹۴۲ | ۰,۰۷ | ۰,۰۸۰۲۲۵۶ | ۰,۴۸۹ | ۰,۶۹ | ۰,۶۸۸۰۰۸۸ | استراتژی شرکت |
| ۰,۰۹۳ | ۱,۶۸ | ۰,۸۴۳۷۵۷۲ | ۰,۶۸۱ | ۰,۴۱ | ۰,۳۰۸۸۵۲۳ | ۰,۵۷۳ | -۰,۵۶ | -۰,۴۰۷۲۹۳۳ | اهرم مالی |
| ۰,۳۴۳ | -۰,۰۹۵ | -۰,۴۰۵۸۳۵۷ | ۰,۹۹۱ | -۰,۰۱ | -۰,۰۶۲۲۵۷ | ۰,۶۷۹ | -۰,۴۱ | -۰,۲۰۳۰۵۳۴ | ارزش بازار |
| ۰,۴۴۸ | ۰,۷۶ | ۰,۰۷۵۸۸۲۲ | ۰,۳۴۰ | -۰,۹۵ | -۰,۱۸۰۷۲۰۷ | ۰,۱۵۰ | -۱,۴۴ | -۰,۱۹۳۲۰۹۴ | اندازه شرکت |
| | | | | | | | | | |
| ۰,۲۱۷ | -۱,۲۳ | -۱,۸۶۵۳۹۲ | ۰,۹۹۶ | -۰,۰۰۰ | -۰,۱۲۳۵۲ | ۰,۲۲۶ | ۱,۲۱ | ۲,۲۵۹۳۰۱ | جزء ثابت |
| ۰,۰۴ | | | | | | | | | ضریب تعیین پرودو (Pseudo R ^۲) |
| ۵۸۰ | | | | | | | | | تعداد مشاهدات |
| کنترل شد | | | | | | | | | اثرات سال |
| کنترل شد | | | | | | | | | اثرات صنعت |

در حالت ۱ نتایج برای حالتی که فقط بدهی موقت وجود دارد، نسبت به حالتی که نه بدهی موقت و نه سهام منتشر شده است، مورد بررسی قرار گرفته است. در حالت ۲ به بررسی رابطه بین حالتی که فقط سهام منتشر شده است با حالتی که نه بدهی و نه سهام منتشر شده است، پرداخته شده و در حالت ۳ نیز رابطه بین حالتی که هم بدهی موقت و هم سهام وجود دارد با حالتی که نه بدهی موقت و نه سهام وجود دارد، بررسی شده است. این بررسی در مورد سایر حالات نیز رعایت شده است. ضرایب تعیین پرودو تقریباً برابر ۴ درصد و مدل نیز معنادار می باشد. یافته های پژوهش حاصل از آزمون فرضیه ۱ نشان می دهد که در سطح اطمینان ۰,۹۵، رابطه مثبت و معناداری میان استراتژی شرکت و تامین مالی شرکت از طریق بدهی موقت وجود دارد. به نحوی که ضریب متغیر مذکور، ۱,۶۷ برآورد شده است. در حالت دوم و سوم که تامین مالی شرکت فقط از طریق انتشار سهام و همزمان از طریق بدهی موقت و انتشار سهام می باشد، رابطه معناداری میان استراتژی شرکت و نوع تامین مالی وجود ندارد. زیرا سطح اطمینان ضرائب برآورد شده برای دو متغیر مذکور، بزرگتر از ۰,۰۵ می باشد. لذا فرضیه اول فقط در حالتی که تامین مالی از طریق بدهی موقت باشد، رد نشده و در دو حالت دیگر رد می شود.

بررسی فرضیه شماره دو

عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین انواع استراتژی شرکت و نوع تامین مالی تاثیرگذار است. از مدل زیر استفاده می کنیم:

$$TD_{i,t} = B_0 + B_1STR_{i,t} + B_2CV_{i,t} + B_3CV_{i,t} * STR_{i,t} + \beta_4Lev_{i,t} + \beta_5B/M_{i,t} + \beta_6Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتیجه فرضیه دوم با استفاده از رگرسیون لجستیک چندگانه بصورت زیر است:

برای بررسی، از رگرسیون لجستیک چندگانه استفاده شده است. برای این منظور عدد پایه (مبنا) را ۰ در نظر می گیریم یعنی حالتی که نه بدهی موقت وجود دارد و نه سهام. بنابراین سایر حالت ها را با این حالت ارزیابی می کنیم که نتایج در نگاره زیر نشان داده شده است.

| حالت (۱): فقط بدهی موقت | | | حالت (۲): فقط انتشار سهام | | | حالت (۳): هم بدهی موقت هم سهام | | |
|-------------------------|-------|----------|---------------------------|-------|----------|--------------------------------|-------|---|
| ضریب | Z | معناداری | ضریب | Z | معناداری | ضریب | Z | معناداری |
| ۰,۳۲۷۴۳۹۹ | ۰,۲۲ | ۰,۸۲۶ | -۰,۸۲۲۷۸ | -۰,۹۹ | ۰,۳۲۲ | -۰,۶۸۸۰۶۸ | ۰,۰۴ | ۰,۹۷۱ |
| -۱,۸۱۳۴۹۲ | -۱,۴۵ | ۰,۱۴۸ | ۰,۳۸۴۰۳۶۶ | ۰,۲۷ | ۰,۷۸۹ | -۰,۹۹۴۹۱۳۶ | -۰,۵۷ | ۰,۵۶۸ |
| ۴,۴۳۳۴۲۸ | ۱,۰۰ | ۰,۳۱۶ | ۵,۹۵۲۲۹ | ۱,۱۳ | ۰,۲۵۷ | ۲,۴۵۳۷۶۶ | ۰,۴۲ | ۰,۶۷۲ |
| ۰,۷۳۶۳۸۱۵ | ۱,۴۶ | ۰,۱۴۶ | ۰,۳۳۸۰۳۸ | ۰,۴۶ | ۰,۶۴۶ | -۰,۴۹۷۸۹۴۷ | -۰,۶۹ | ۰,۴۸۹ |
| -۰,۴۰۶۸۹۹۲ | -۰,۹۴ | ۰,۳۵۰ | -۰,۰۹۰۰۴۰۴ | -۰,۱۷ | ۰,۸۶۵ | -۰,۱۹۸۳۸۵۶ | -۰,۴۰ | ۰,۶۹۰ |
| ۰,۰۹۷۶۰۰۵ | ۰,۹۶ | ۰,۳۳۷ | -۰,۱۸۷۴۶۷۹ | -۱,۰۴ | ۰,۲۹۸ | -۰,۱۸۱۳۰۹۷ | -۱,۳۲ | ۰,۱۸۷ |
| -۱,۵۹۴۵۵۴ | -۱,۰۴ | ۰,۲۹۸ | ۰,۱۴۶۵۷۴۱ | ۰,۰۶ | ۰,۹۵۴ | ۲,۴۲۶۸۶۵ | ۱,۲۷ | ۰,۲۰۳ |
| ۰,۰۵ | | | | | | | | ضریب تعیین پژودو (Pseudo R ^۲) |
| ۵۸۰ | | | | | | | | تعداد مشاهدات |
| کنترل شد | | | | | | | | اثرات سال |
| کنترل شد | | | | | | | | اثرات صنعت |

در حالت ۱ نتایج برای حالتی که فقط بدهی موقت وجود دارد، نسبت به حالتی که نه بدهی موقت و نه سهام منتشر شده است، مورد بررسی قرار گرفته است. در حالت ۲ به بررسی رابطه بین حالتی که فقط سهام منتشر شده است با حالتی که نه بدهی و نه سهام منتشر شده است، پرداخته شده و در حالت ۳ نیز رابطه بین حالتی که هم بدهی موقت و هم سهام وجود دارد با حالتی که نه بدهی موقت و نه سهام وجود دارد، بررسی شده است. این بررسی در مورد سایر حالات نیز رعایت شده است. ضرایب تعیین پژودو تقریباً برابر ۵۳ درصد و مدل نیز معنادار می باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان می دهد که با لحاظ نمودن متغیر تعدیل گر عدم اطمینان محیطی در مدل، در سطح اطمینان ۹۵٪، در هر سه حالت تامین مالی از طریق بدهی موقت، تامین مالی انتشار سهام و تامین مالی هم از طریق بدهی موقت و انتشار سهام، رابطه مناداری وجود ندارد. زیرا سطح اطمینان هر سه ضریب برآوردی بیشتر از ۵٪ می باشد. بر این اساس اعمال متغیر تعدیل گر عدم اطمینان محیطی، معناداری ضرائب را در سه حالت یاد شده بهبود نمی بخشد. لذا فرضیه دوم رد می گردد.

خلاصه پژوهش و جمع بندی نتایج

در فرضیه اول پژوهش به بررسی ارتباط استراتژی شرکت و نوع تامین مالی شرکت ها در حالات مختلف پرداخته شد. نتایج حاصل از حالت اول رابطه مثبت و معنادار میان استراتژی شرکت و نوع تامین مالی از طریق بدهی بوده است. به طور کلی از این حالت می توان به این نتیجه رسید که هر چه میزان سرمایه گذاری شرکت ها در دارایی های ثابت بیشتر باشد، به سبب قابلیت وثیقه گذاری این دارایی ها از یک طرف و دسترسی آسان به استقراض از طرف دیگر، به جای اینکه شرکت ها اقدام به حفظ ظرفیت بدهی خود نمایند، تمایل به داشتن بدهی دارند و ریسک تامین مالی از طریق بدهی را می پذیرند. نتایج حاصل از حالات دوم و سوم نشان می دهد رابطه معناداری بین استراتژی شرکت و تامین مالی از طریق انتشار سهام و تامین مالی همزمان از طریق بدهی موقت و انتشار سهام وجود ندارد. این بدان معناست که این شرکت ها اهمیت چندانی به تامین مالی از طریق صدور سهام نمی دهند. در حالت کلی می توان بیان نمود که فرضیه اول در حالت اول (تامین مالی از طریق بدهی موقت) تأیید و در در حالت دیگر (تامین مالی از طریق انتشار سهام و تامین مالی همزمان از طریق بدهی موقت و انتشار سهام) رد می گردد.

در فرضیه دوم پژوهش به تاثیر عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین انواع استراتژی شرکت و نوع تامین مالی پرداخته شد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم، عدم اطمینان محیطی که نوعی ناتوانی در پیش بینی نتایج احتمالی یک تصمیم است، با وارد شدن بر رابطه استراتژی شرکت و نوع تامین مالی در حالات سه گانه، قادر به بهبود بین متغیرهای مذکور نمی باشد و در نتیجه فرضیه رد می گردد. این بدان معناست علیرغم وجود دارایی های ثابت در شرکت ها که قابلیت وثیقه گذاری جهت تامین مالی دارند و همچنین قابلیت تبدیل به نقد شدن اینگونه دارایی ها جهت پرداخت سود سهام به سرمایه گذاران، در شرایط ناتوانی در پیش بینی حوادثی که در آینده امکان وقوع آن وجود دارد، شرکت ها در تامین مالی خود دچار مشکل خواهند شد.

نتایج این تحقیق قابل استفاده برای سرمایه گذاران، تحلیل گران و تمام افراد و سازمان هایی است که به نوعی با فعالیت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار درگیر هستند مفید باشد. بنابراین پیشنهادات زیر ارائه می شود:

۱- نتایج نشان داد که بین استراتژی شرکت و نوع تامین مالی از طریق بدهی موقت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بر این اساس به شرکت های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می گردد که با سرمایه گذاری در دارایی های ثابت وبا توجه به ویژگی قابلیت وثیقه گذاری این گونه دارایی ها، امکان دسترسی آسان و سریع به منابع تامین مالی را فراهم آورند.

۲- به شرکت های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می گردد در شرایطی که قابلیت پیش بینی آینده وجود ندارد، علیرغم وجود دارایی های ثابت، با دقت بیشتری به تامین منابع مالی خود بنگرند و ریسک ننمایند. به نظر پژوهشگر، هنوز موضوعات مختلفی در این زمینه وجود دارد که برای انجام پژوهش های آینده می تواند حائز اهمیت باشد، همانند:

- ۱- بررسی تاثیر ویژگی های هیئت مدیره بر رابطه استراتژی شرکت و نوع تامین مالی شرکت ها
- ۲- بررسی تاثیر عدم اطمینان محیطی بر رابطه ی بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی به کمک شاخص نوسان سود برای عدم اطمینان و مقایسه با نتایج تحقیق حاضر.

- ۳- بررسی مقایسه ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه های تفکیک شده براساس اندازه شرکتهای بورس تهران به دو گروه کوچک و متوسط
- هر پژوهشی متاثر از عوامل کلان و محدودیت هایی است که قابل کنترل نیستند. از جمله محدودیت هایی که باید در تعمیم یافته های پژوهش حاضر به آنها توجه نمود می توان به مورد ذیل اشاره نمود:
- ۱- محدودیت زمانی و تعداد اعضاء نمونه که با استفاده از نمونه های با حجم بزرگتر و دوره های زمانی طولانی تر، شاید بتواند نتایج تحقیق حاضر را تغییر داده و تصویر حقیقی تری از رابطه بین اجزاء تحقیق را به تصویر بکشد.
- ۲- تورم و سایر متغیرهای اقتصادی ممکن است در محاسبه متغیرهای تحقیق اثرگذار بوده باشد.
- ۳- در اندازه گیری برخی از متغیرهای تحقیق اگر مدل های دیگری برای اندازه گیری استفاده شود، ممکن است منجر به نتایج متفاوتی گردد.

منابع

- ✓ ابراهیم پور ازبری، مصطفی، اکبری، محسن، رفیعی رشت آبادی، فاطمه، (۱۳۹۷)، تأثیر عدم اطمینان محیطی، انعطاف پذیری تولید و کارایی عملیاتی بر عملکرد شرکت: نقش تعدیلگری ظرفیت جذب عملیاتی، مطالعات مدیریت صنعتی، دوره ۱۶، شماره ۴۹، صص ۳۷-۶۶.
- ✓ اسلام دوست، نعیم، غلامی، الهام، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، دوره ۸، شماره ۱۵، صص ۱۵-۲۶.
- ✓ نمازی، محمد، دهقانی سعدی، علی اصغر، قوهستانی، سمانه، (۱۳۹۶)، خودشیفتگی مدیران و استراتژی تجاری شرکتهای دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۶، شماره ۲، صص ۳۷-۵۲.
- ✓ آقایی، محمدعلی، بختیاری راد، زینب، (۱۳۹۵)، استراتژی شرکتها و کیفیت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری، دوره ۳، شماره ۱۲، صص ۱-۲۰.
- ✓ تنانی، محسن، محب خواه، محمد، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین استراتژی کسب و کار با کیفیت سود و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۴، شماره ۱، صص ۱۰۵-۱۲۷.
- ✓ جهان خانی، علی، کنعانی امیری، منصور، (۱۳۸۵)، ارائه مدل تعیین میزان مخارج سرمایه ای در شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از اطلاعات حسابداری، دوماهنامه علمی پژوهشی دانشگاه شاهد، سال سیزدهم، شماره ۱۹، صص ۱۹-۳۱.
- ✓ رحیمی، زهرا، (۱۳۸۰)، بررسی آثار اقتصادی ناشی از انتشار اوراق مشارکت و روش های گسترش کاربرد آن در تأمین منابع مالی، مجموعه سخنرانی ماهانه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- ✓ شعری آناقیز، صابر، بولو، قاسم، محسنی ملکی رستاقی، بهرام، (۱۳۹۵)، رابطه بین انعطاف پذیری مالی و نوع تأمین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۶، شماره ۲، صص ۱۷۱-۱۹۰.
- ✓ صدری نیا، محمد، میر اسدی، سمانه، وروانی، محسن، (۱۳۸۸)، روشهای مختلف تأمین مالی بنگاههای کوچک و متوسط در مراحل مختلف دوره عمر، فصلنامه رشد فناوری، دوره ۵، شماره ۱۹، صص ۱۳-۲۱.

- ✓ غنی زاده، بهرام، بارانی، زینب، (۱۳۹۴) روشهای تامین مالی در بنگاههای اقتصادی، فصلنامه حسابداری رسمی، شماره ۲۷ صص ۱-۱۷.
- ✓ محقر، علی، احمدی، امیر، محقر، فاطمه، معصوم زاده، نسیم، (۱۳۸۹)، بررسی عوامل اثرگذار درون و برون سازمانی بر تسهیم اطلاعات و کیفیت تسهیم اطلاعات در زنجیره تامین. تهران، ششمین کنفرانس بین المللی مدیریت فناوری اطلاعات و ارتباطات.
- ✓ محمدموسایی، جابر، علی پور، طیبه، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه بین استراتژی های تامین مالی و رشد پایدار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش های جدید در مدیریت و حسابداری، دوره ۴، شماره ۱۲، صص ۱۱۵-۱۳۵.
- ✓ مرفوع، محمد، شاکری، رباب، (۱۳۹۷)، استراتژی های کسب و کار و رابطه آن با عملکرد مالی شرکت ها، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۸، شماره ۳، صص ۱۵۷-۱۸۴.
- ✓ نادى زاده، حسين، (۱۳۹۳)، تاثیر مدیریت سرمایه در گردش و ساختار سرمایه بر سودآوری شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نجف آباد.
- ✓ Anna, M., Sotiria, T., Anna, T. and Alexandros, L. (2015). "The Relationship between Business Cycles and Capital Structure Choice: The Case of the International Shipping Industry". The Journal of Economic Asymmetries, 12 (2): 92-99.
- ✓ Bloom, J.Z., Lambrechts, I.J. and Le Roux, N.J. (1998). Distinguishing Between Capital Intensive and Labour Intensive Enterprises Listed In The Industrial Sector Of The JSE., Working Paper, www.academic.sun.ac.za,
- ✓ Cormier, D., Sylvain, H., and Marie, L. (2013). The incidence of earnings management on information asymmetry in a certain environment: Some Canadian evidence. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, (22): 2638-.
- ✓ Faulkender, Michael & Rong Wang. (2006). Corporate Financial policy and the value of cash, 61, 1957-1990.
- ✓ Govindarajan, V. J. (1984). "Appropriateness of accounting data in performance evaluation: An empirical examination of environmental uncertainty as an intervening variable". Accounting, Organizations and Society 13, pp.125-136.
- ✓ Hafezi, F. (2013). The Study of Financing Methods on Profitability, Journal of Basic and Applied Scientific Research, Vol. 3, pp: 47-49.
- ✓ Hajar, I. (2015). The Effect of Business Strategy on Innovation and Firm Performance in the Small Industrial Sector. The International Journal of Engineering and Science (IJES) , 4 (2) , 1-9.
- ✓ Karpavicius, S. (2014). The cost of capital and optimal financing policy in a dynamic setting. Journal of banking and finance, vol 48, pp 42-56.
- ✓ Lammings, R. and Bessant, J. (1990). Macmillan dictionary of business and management. London: Macmillan. Working Paper.
- ✓ Magerakis, E. (2017).the Role of Business Strategy in corporate Liquidity: Evidence from US Firms.School of Business Administration Department of Economics.
- ✓ McMullen, J. S., & D. A. Shepherd. (2006). "Entrepreneurial action and the role of uncertainty in the theory of the entrepreneur". Academy of Management Review, 31(1), pp.132-152.
- ✓ Miles, R. & Snow, C. (1978). Organizational Strategy, Structure, and Process. New York: McGraw-Hill. Working Paper.

- ✓ Mintzberg, H. (1987). "The Strategy Concept I: Five p's for Strategy". California Management Review, 21 (3): 11-24.
- ✓ Obinozie, R. O. (2016). Effects of Management Control Systems and Strategy on Performance of Minority Owned Businesses. Available at: <http://scholarworks.waldenu.edu/dissertations/2007>.
- ✓ Priem, R. L., L. G. Love, . & Shaffer. (2002). "Executive Perceptions of Invironmental Uncertainty Sources: A Taxonomy and Underlying Dimensions". Journal of Management, 28, pp.725-746.
- ✓ Snow, C.C. and Hambrick, D.C. (1980). "Measuring Organizational Strategies: Some Theoretical and Methodological Problems". The Academy of Management Review, 5 (4): 527-538.