



فصلنامه علمی پژوهشی
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
سال سوم / شماره ۱۲ / زمستان ۱۳۹۳

مطالعه تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

جواد فرامرز

عضو هیئت علمی گروه حسابداری موسسه آموزش عالی نیما محمودآباد
javadfaramarz@yahoo.com

علی اکبر پورموسی

عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد محمودآباد
ali20325@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۳/۱/۲۰ تاریخ پذیرش: ۹۳/۷/۶

چکیده

تامین مالی خارج از ترازنامه یکی از ابزارهای تامین مالی برای شرکت‌ها در دستیابی به ترکیب بهینه تامین مالی در طول سه دهه گذشته بوده است. این شیوه از تامین مالی، زمانی استفاده می‌شود که شرکت می‌خواهد ضمن تحصیل دارائی، آن دارائی و شیوه تامین مالی آن را که معمولاً از طریق بدهی‌هاست در ترازنامه نشان ندهد. در این تحقیق، مطالعه تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر حقوق صاحبان سهام شرکت‌های مورد مطالعه می‌گیرد. روش مورد استفاده در این پژوهش روش توصیفی-مقایسه‌ای می‌باشد و نمونه آماری شامل ۴۵ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که در صنایع محصولات کانی غیر فلزی، صنایع خودروسازی، صنایع ماشین‌آلات و تجهیزات و صنایع شیمیایی فعال بوده‌اند و در طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۲ از فعالیت تامین مالی خارج از ترازنامه (اجاره عملیاتی) استفاده کرده‌اند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که تامین مالی خارج از ترازنامه نه تنها موجب افزایش سود سهام، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت‌های سودآوری و در نتیجه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها نمی‌شود، بلکه در برخی موارد موجب کاهش بازده حقوق صاحبان سهام، از طریق کاهش در نسبت‌های سودآوری (ROI, ROE) شده است.

واژه‌های کلیدی: تامین مالی خارج از ترازنامه، اجاره عملیاتی، تامین مالی پروژه خاص، وثیقه‌گذاری دارایی‌ها.

۱- مقدمه

یکی از مهم‌ترین تصمیمات مدیریت مالی، تصمیم‌گیری در مورد نحوه تامین مالی برای شرکت می‌باشد که شامل تصمیماتی همچون ساختار مالی و ساختار سرمایه و همچنین تعیین بهترین شیوه تامین مالی و ترکیب آن‌ها است. امروزه شرکت‌ها برای تامین مالی راه‌های مختلفی از قبیل وام بانکی، استقراض خارجی، انتشار سهام، انتشار اوراق مشارکت و... را پیش رو دارند.

هر واحد تجاری هنگام تصمیم‌گیری برای استفاده از منابع مالی جدید باید هزینه منابع مختلف تامین مالی را مشخص کرده و آثاری را که هر کدام از این منابع بر بازده و ریسک عملیاتی و حقوق صاحبان سهام می‌گذارند، تعیین نمایند. لذا به منظور تداوم عملیات سرمایه‌گذاری، ضرورت دارد که شیوه‌های تامین مالی واحدهای تجاری مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفته و مشخص شود که آیا آن‌ها موفق به کسب بازده معقول از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده و هزینه‌های مربوط شده‌اند یا خیر؟

شرکت‌ها اغلب هنگام نیاز به منابع مالی جدید، یا از طریق استقراض وجوه مورد نیاز خود را به دست می‌آورند و یا با واگذاری بخشی از حقوق مالکانه شرکت به وجوه مورد نیاز دست می‌یابند. البته شیوه دیگری نیز وجود دارد که "تامین مالی خارج از ترازنامه"^۱ نامیده می‌شود.

یکی از روش‌های تامین مالی که امروزه مورد توجه مجامع جهانی قرار گرفته، روش تامین مالی برون ترازنامه‌ای می‌باشد که شرکت از طریق استفاده از ابزارهای متفاوت که این روش دارا می‌باشد تامین مالی می‌کند. به طور کلی شرکت از طریق ابزارهای این روش، نقدینگی شرکت را افزایش می‌دهند. یعنی می‌خواهد ضمن تحصیل دارایی، دارایی و بدهی مربوط به آن را در ترازنامه نشان ندهد و همچنین استفاده از این ابزارها جهت تامین مالی، بازده و ریسک عملیاتی و در نهایت حقوق صاحبان سهام شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

بیانیه فنی شماره ۶۰۳ تامین مالی برون ترازنامه‌ای و حساب‌آرایی اولین بیانیه حسابداری در مورد تامین مالی برون ترازنامه‌ای، در سال ۱۹۸۵ توسط انجمن حسابداری خبره انگلیس و ولز منتشر شده است. قسمت سوم بیانیه ۶۰۳، "تامین مالی برون ترازنامه‌ای" را به این صورت تعریف نموده است:

تامین مالی برون ترازنامه‌ای: سرمایه‌گذاری یا افزایش سرمایه (افزایش فعالیت‌های عملیاتی) شرکت طبق ضوابط قانونی و میثاق‌های پذیرفته شده حسابداری که تمام یا بخشی

از آن تامین مالی، در ترازنامه نشان داده نشود، تامین مالی برون ترازنامه‌ای گفته می‌باشد.

پس از بیانیه فوق، بیانیه پیشنهادی شماره ۴۲، بیانیه پیشنهادی شماره ۴۹، بیانیه پیشنهادی تحقیقات مالی شماره ۴ و پس از آن بیانیه تحقیق مالی شماره ۵ (۱۹۹۴) و گزارشگری محتوای معاملات نیز در تکمیل بیانیه ۶۰۳ صادر گردید.

با توجه به موارد مذکور، مقاله حاضر ضمن مروری بر روش‌های مختلف تامین مالی، تاثیر تامین مالی خارج از تراز نامه بر حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را از طریق تاثیری که تامین مالی خارج از تراز نامه بر سود و بازده حقوق صاحبان سهام دارد، مورد ارزیابی قرار می‌دهد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- ابزارهای تامین مالی خارج از ترازنامه

به طور کلی می‌توان پنج نوع از ابزارهای تامین مالی را به شرح زیر به عنوان ابزارهای تامین مالی خارج از ترازنامه دانست: (لی و اولورن، ۲۰۰۰^۲)

اجاره‌های عملیاتی^۳

با توجه به تعریفی که ریاحی بلکویی^۴ (۱۹۹۸) ارائه کرده است، اجاره یک توافق یا قرارداد بین دو یا چند طرف می‌باشد که طی این قرارداد، اجاره دهنده موافقت می‌کند تا دارایی را تحصیل و به مالکیت خود در آورد و از مزیت‌های مالیاتی ناشی از استهلاک و بهره آن بهره مند شود. اجاره کننده نیز موافقت می‌کند که از دارایی مورد اجاره استفاده کند و حق اجاره تعیین شده توسط موجر (اجاره دهنده) را بپردازد و از منافع مالیاتی مربوط به اجاره‌های پرداختی برخوردار شود.

خصوصیتی که انگیزه روی آوردن شرکت‌ها به اجاره‌ها را تقویت می‌کند امکان اجرای تامین مالی خارج از ترازنامه است که این امر از طریق نشان ندادن دارایی‌ها و بدهی‌ها در صورت‌های مالی برای اجاره کننده حاصل شده و در نتیجه، نسبت اهرمی و نسبت‌های سودآوری (بازده دارایی‌ها، بازده سرمایه‌گذاری‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام) بهتر از زمانی نشان داده می‌شود که دارایی خریداری شده باشد.

فروش حساب‌های دریافتنی^۵

سه نحوه عمل حسابداری برای فروشنده حساب‌های دریافتنی وجود دارد که عبارتند از: عدم شناسایی دارایی و

بدهی، شناسایی همزمان دارایی و بدهی، شناسایی جداگانه دارایی و بدهی ناشی از فروش حساب‌های دریافتنی.

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

تأمین مالی پروژه‌های خاص^۶

بر اساس یافته‌های فینرتی^۷ (۱۹۹۶) مراحل کلیدی تأمین مالی پروژه‌های خاص به این صورت است که پس از آغاز پروژه، درآمدها و هزینه‌ها صرف‌نظر از هزینه‌های اولیه پروژه، شناسایی می‌شوند. علت این امر، جدایی مالکیت پروژه از مجری آن می‌باشد. این بدان معنی است که شرکت‌هایی وجود دارند که مسئولیت انجام پروژه‌ها را بر عهده می‌گیرند و این نوع شرکت‌ها نوعی تأمین مالی کننده خارجی تلقی می‌شوند. معمولاً یک شرکت زمانی از این نوع تأمین مالی استفاده می‌کند که دارای توانایی مالی محدودی باشد و یا این که راه دیگری را که از نظر هزینه معقول باشد، نیافته باشد. تأمین مالی پروژه‌های خاص را می‌توان تأمین مالی منابع محدود نیز نامگذاری کرد.

وثیقه‌گذاری دارایی‌ها^۸

با توجه به نظر شاول^۹ (۱۹۹۱)، وثیقه‌گذاری دارایی‌ها عبارت است از دسته بندی کردن مجموعه ای از دارایی‌ها از قبیل وام‌ها و حساب‌های دریافتنی و واگذاری این مجموعه از دارایی‌ها به یک امین (مانند بانک) به عنوان وثیقه، سپس بانک مذکور با پشتوانه دارایی‌های وثیقه گذاشته شده، می‌تواند اوراق بهادار در انواع مختلف منتشر و به عموم عرضه نماید. وجوه حاصل از انتشار اوراق مذکور به صورت وام به شرکت پرداخت می‌شود.

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

با توجه به این که ساختارهای اقتصادی و نیز قوانین و مقررات آمره امکان به کارگیری از کلیه ابزارهای مذکور را در ایران ممکن نمی‌سازد، در این پژوهش همانند پژوهش‌های انجام شده قبل از اجاره عملیاتی به عنوان تنها ابزار تأمین مالی

خارج از ترازنامه استفاده شده است. تاثیر اجاره عملیاتی بر بازده سرمایه و بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی را می‌توانیم بصورت زیر تشریح کنیم.

الف- تأثیر اجاره‌های عملیاتی بر بازده سرمایه

تأمین مالی از طریق اجاره‌های عملیاتی، باعث می‌شود که دارایی‌ها و تعهدات ناشی از آن‌ها در ترازنامه نشان داده نشود، بنابراین شرکت‌ها با استفاده از اجاره‌های عملیاتی، دارایی‌های مورد نیاز خود را بدون شناسایی این دارایی‌ها در ترازنامه به دست می‌آورند. این امر باعث می‌شود که مجموع دارایی‌ها نسبت به زمانی که تأمین مالی از طریق سایر روش‌ها صورت می‌گیرد، مبلغ کم‌تری باشد و سود عملیاتی بر مقدار کم‌تری از دارایی‌ها تقسیم می‌شود که در نتیجه نسبت بازده سرمایه افزایش پیدا می‌کند. (دلوری، ۱۳۷۷)

ب- تأثیر اجاره‌های عملیاتی بر بازده حقوق صاحبان سهام

زمانی که شرکت از اجاره‌های عملیاتی به عنوان یک ابزار تأمین مالی استفاده می‌کند، مبالغی را در دوره های متناوب بابت اجاره استفاده از دارایی‌های اجاره‌ای به اجاره دهنده پرداخت می‌کند. مبالغ مذکور جزء هزینه‌های قابل قبول مالیاتی می‌باشد و از سود قبل مالیات کسر و سود مشمول مالیات را کاهش می‌دهد. بنابراین صرفه جویی مالیاتی ناشی از پرداخت اجاره بها موجب افزایش بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود.

ج- تأثیر اجاره‌های عملیاتی بر بازده دارایی‌ها

بازده دارایی‌ها از تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید. صرفه جویی مالیاتی ناشی از پرداخت اجاره بها و همچنین کاهش در مجموع دارایی‌ها به علت عدم انعکاس دارایی‌های اجاره‌ای در ترازنامه، هر دو بر نسبت مذکور تأثیر مثبت خواهند داشت. لذا می‌توان نتیجه گرفت که تأثیر اجاره عملیاتی بر بازده دارایی‌ها می‌تواند بیش‌تر از تأثیر آن بر سایر نسبت‌های سود آور می‌باشد.

۲-۲- پیشینه پژوهش

لی و اورن^{۱۰} (۲۰۰۰) پژوهشی را تحت عنوان " تأمین مالی خارج از ترازنامه چگونه سبب ایجاد ارزش برای شرکت می‌شود " انجام داده اند. در این پژوهش چهار فاکتور کلیدی که به منظور قضاوت درباره ارزش ایجاد شده برای یک شرکت می‌بایست مدنظر قرار داده شوند، معرفی شده است. این چهار فاکتور عبارتند از: مزیت های هزینه، اختیارات مدیریتی، انتقال ریسک، هزینه‌های انجام معامله / عدم تقارن اطلاعاتی.

سپس از طریق تغییر در هر یک از فاکتورهای مذکور، تأثیر هر یک از ابزارهای تأمین مالی خارج از ترازنامه بر ایجاد ارزش مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج پژوهش به این صورت بوده است که تأمین مالی خارج از ترازنامه از طریق تغییر در چهار فاکتور مشروحه بالا موجب ارزش افزایی می شود.

گراف^{۱۱} (۱۹۹۸) در پژوهشی تحت عنوان "تأمین مالی خارج از ترازنامه شرکتها با اجاره عملیاتی: چگونگی تمایز بدهی از اجاره" به این نتیجه رسید که تأمین مالی خارج از ترازنامه به جای تأمین مالی از طریق بدهی و گزارش آن در ترازنامه می تواند راهکار مناسب تری برای تحصیل دارایی های مشهود باشد.

لی لند و اسکارابوت^{۱۲} (۲۰۰۳) در پژوهشی تحت عنوان "همکنشی مالی و نتیجه مطلوب از شرکت: دلالت بر ترکیب شرکتها و تأمین مالی خارج از ترازنامه" با استفاده از مدل میلر و مودیگیلیانی که برای همکنشی مالی و دستیابی به اهداف مطلوب شرکتها ارائه شد، نشان دادند که تأمین مالی خارج از ترازنامه بدلیل شکل دهی ساختار سرمایه به نحو مناسب، ارتباط مستقیم با همکنشی مالی و اهداف مطلوب متصور شرکتها دارد.

نیو و ریچاردسون^{۱۳} (۲۰۰۴) در پژوهشی تحت عنوان "کیفیت سود، ریسک تأمین مالی خارج از ترازنامه و رویکرد ترکیب مالی و حسابداری برای انتقال دارایی مالی" به مطالعه ریسک ناشی از فعالیت های تأمین مالی خارج از ترازنامه پرداختند. آنان با بررسی صورت های مالی شرکتها یی که از این نوع تأمین مالی در طی سالهای ۲۰۰۱-۱۹۹۷ استفاده کردند، نشان دادند که ریسک ناشی از اینگونه فعالیت های تأمین مالی مشابه ریسک (β) در مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) می باشد. در ضمن آنان مشاهده کردند که منافع وارده به شرکت ناشی از فعالیت های تأمین مالی خارج از ترازنامه بیش از ریسک تحمیل شده آن می باشد.

لیم و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۵) پژوهشی را تحت عنوان "ارزیابی بازار از تأمین مالی خارج از ترازنامه" انجام دادند. آن ها چنین بیان کردند که اجاره عملیاتی یکی از مهم ترین شکل های تأمین مالی خارج از ترازنامه است که در یادداشت همراه صورت های مالی گزارش می شود. در حالی که تأثیر آن روی کاهش نسبت بدهی به چشم نمی آید.

ولی جی^{۱۵} (۲۰۰۶) پژوهشی را تحت عنوان "فعالیت های خارج از ترازنامه، ثبات درآمدها و قیمت سهام: شواهدی از اجاره های عملیاتی"، را در دانشگاه میشیگان انجام داده است. در این پژوهش چگونگی کاربرد افشای اطلاعات در رابطه با

اجاره های عملیاتی در یادداشت های همراه صورت های مالی و پیش بینی درآمدها و بازده سهام آتی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج این پژوهش نشان داد که افزایش در فعالیت های اجاره عملیاتی منجر به کاهش درآمدهای آتی می شود. یافته های مذکور با نزولی بودن بازده نهایی سرمایه گذاری در اجاره های عملیاتی سازگار است. آزمون های نهایی نشان داد که سرمایه گذاران به طور کامل انتظار ارتباط منفی بین فعالیت های اجاره عملیاتی خارج از ترازنامه و درآمدهای آتی را دارند.

سانینگ ژانگ^{۱۶} (۲۰۰۷) پژوهشی را با عنوان "نتایج اقتصادی تأمین مالی خارج از ترازنامه: شواهدی از سرمایه گذاری به روش ارزش ویژه" انجام داده است. در این رساله مشخصات و نتایج به کارگیری نوع خاصی از ابزارهای تأمین مالی خارج از ترازنامه تحت عنوان سرمایه گذاری به روش ارزش ویژه به صورت تجربی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

در تحقیق انجام شده توسط میلر و بانسو (۲۰۱۰)، بیان گردیده است که هدف اصلی مدیران برای استفاده از تأمین مالی خارج از ترازنامه، کاهش نسبت های بدهی و مالکانه و در نتیجه افزایش سودآوری و قیمت سهام می باشد. نتایج تحقیق نشان می دهد که طرفداران تأمین مالی خارج از ترازنامه تمایل دارند تا با استفاده از عدم شفافیت و عدم آگاهی کافی سهامداران، زمینه افزایش قیمت سهام را فراهم نمایند. همچنین نتایج این تحقیق نشان می دهد که مدیرانی که از این روش استفاده می کنند، مدعی عمل بر اساس اصول و استانداردهای پذیرفته شده حسابداری می باشند، در حالی که در تحقیقاتی که بر اساس رویکرد اخلاقی انجام شده است، دلالت بر این دارد که آنها از این اصول و استانداردها جهت گمراه نمودن استفاده کنندگان از اطلاعات و مخفی نمودن بدهی، جهت بهتر نشان دادن وضعیت شرکتها و سودآوری این شرکتها از تأمین مالی خارج از ترازنامه استفاده می نمایند.

ادمان^{۱۷} (۲۰۱۱) بیان میکند که اهداف، ساختار و نتایج تأمین مالی خارج از ترازنامه دلایل مثبت و منفی زیادی دارد. اما هر مدیر با انگیزه متفاوتی اقدام به این کار می نماید. مدیران تمایل دارند تا متحمل بدهی گردند، در حالی که این بدهی در ترازنامه نشان داده نشود. تصمیم گیری در ارتباط با اینکه بدهی در ترازنامه نشان داده شود یا نشود، بستگی به اهرم مالی دارد. با اجاره عملیاتی، بدهی نشان داده نمی شود، بنابراین اهرم های مالی با افزایش در اهرم عملیاتی کاهش پیدا می کند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

به منظور پاسخ به این سوال که، آیا تامین مالی خارج از ترازنامه موجب افزایش حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می شود یا خیر، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر مطرح گردیده است:

فرضیه اصلی شماره یک: نسبت‌های سودآوری در شرکت‌ها بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه بیشتر از نسبت‌های سودآوری قبل از تامین مالی خارج از ترازنامه است.

برای بررسی فرضیه اصلی فوق، فرضیه‌های فرعی زیر طرح شده‌اند:

فرضیه فرعی شماره یک: میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع دارایی‌ها (ROI) در شرکت‌ها بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه بیشتر از میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع دارایی‌ها (ROI) قبل از تامین مالی خارج از ترازنامه است.

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

فرضیه فرعی شماره سه: میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها (ROA) در شرکت‌ها بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه بیشتر از میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها (ROA) در شرکت‌ها و قبل از تامین مالی خارج از ترازنامه است.

فرضیه اصلی شماره دو: نسبت‌های سودآوری شرکت‌هایی که از تامین مالی خارج از ترازنامه استفاده می‌کنند بیشتر از نسبت‌های سودآوری شرکت‌هایی است که از تامین مالی خارج از ترازنامه استفاده نمی‌کنند.

برای بررسی فرضیه اصلی فوق، فرضیه‌های فرعی زیر طرح شده‌اند:

فرضیه فرعی شماره چهار: میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع دارایی‌ها (ROI) در شرکت‌هایی که تامین مالی خارج از ترازنامه نموده اند بیشتر از میانگین نسبت سود ناویژه به مجموع دارایی‌ها (ROI) در شرکت‌هایی است که تامین مالی خارج از ترازنامه نداشته اند.

فرضیه فرعی شماره پنج: میانگین نسبت سود خالص به ارزش ویژه (ROE) در شرکت‌هایی که تامین مالی خارج از ترازنامه نموده اند بیشتر از میانگین نسبت سود خالص به ارزش ویژه شرکت‌هایی است که تامین مالی خارج از ترازنامه نداشته اند.

نتایج تجربی این پژوهش همراه با پیش بینی‌های تئوریک نشان داده است که شرکت‌های با هزینه نمایندگی بالا، دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا و در نتیجه دارای انگیزه‌های مخاطره آمیز زیاد هستند و به احتمال بیشتر، سرمایه‌گذاری به روش ارزش ویژه را به عنوان منبع تامین مالی انتخاب می‌کنند.

مرادی ترقبان (۱۳۸۰) با بررسی تاثیر اهرم مالی ناشی از بدهی و افزایش سرمایه بر نسبت‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسید که برخلاف تئوری‌های موجود بین نسبت‌های سودآوری شرکت‌هایی که از طریق افزایش سرمایه تامین مالی کرده‌اند و شرکت‌هایی که از بدهی برای تامین مالی استفاده کرده‌اند، تفاوت معنا داری وجود ندارد.

نمازی و شیرزاد (۱۳۸۴) به بررسی تاثیر ساختار سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران بر بازده و ریسک پرداخته‌اند. آن‌ها شرکت‌ها را به دو نمونه تقسیم کردند، شرکت‌هایی که برای تامین وجوه مورد نیاز خود از اعتبارات استفاده کرده‌اند (در مجموع ۴۶ شرکت)، شرکت‌هایی که برای تامین وجوه مورد نیاز خود سهام منتشر کرده‌اند (در مجموع ۶۰ شرکت) سپس بازده سهام شرکت نمونه اول و دوم را حساب کرده‌اند و میانگین کل بازده هر نمونه آماری را به دست آوردند، نتیجه نشان داد که روش‌های تامین مالی تاثیر معنی داری بر بازده سهام شرکت‌های مورد مطالعه نداشته است.

مرادزاده فرد و فرامرزی (۱۳۸۸) مطالعه تاثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تامین مالی خارج از ترازنامه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجب افزایش ارزش شرکت‌ها نشده است.

تقوی و اسماعیل زاده (۱۳۸۹) به ارزیابی اثر روش تامین مالی برون تراز نامه‌ای (اجاره عملیاتی) بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که در بورس تهران تامین مالی خارج از ترازنامه، موجب افزایش قیمت سهام و سود نمی‌گردد.

همانطور که از نتایج تحقیقات فوق مشخص است نوع تامین مالی برون سازمانی، نقش مهمی را در عملکرد آتی شرکت بازی می‌کنند. با توجه به اینکه، عمده تحقیقات انجام شده در داخل کشور، در ارتباط با فعالیتهای تامین مالی داخلی شرکت (از قبیل استقراض، سهام عادی، سهام ممتاز و سود انباشته و...) و عملکرد آتی می باشد، در این تحقیق سعی گردیده است که روش تامین مالی خارج از ترازنامه و تاثیر آن بر حقوق صاحبان سهام مورد بررسی قرار گیرد.

بر اساس آنچه بیان گردید جامعه آماری شامل ۲۱۱ شرکت و تعداد نمونه‌ها با استفاده از فرمول کوکران تعیین گردیده است که برابر با ۴۵ شرکت می باشد که شامل: جامعه الف ۱۶ نمونه، ۲۱ نمونه انتخابی از جامعه شرکت‌های گروه ب و تعداد ۱۸ نمونه انتخابی از جامعه شرکت‌های گروه ج می‌باشد.

۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری

در پژوهش حاضر متغیر مستقل "تأمین مالی خارج از ترازنامه" می‌باشد که با استفاده از هزینه اجاره افشاء شده در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اندازه‌گیری می‌شود.

این پژوهش شامل ۳ متغیر وابسته نیز به شرح زیر می‌باشد:

۱) بازده سرمایه (ROI)، نسبت سود ناویژه به مجموع دارایی‌ها

۲) بازده ارزش ویژه (ROE)، نسبت سود خالص به ارزش ویژه

۳) بازده دارایی‌ها یا توان سوددهی (ROA)، نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها

برای به دست آوردن اطلاعات فوق نسبت‌های سودآوری را در پایان سال محاسبه و برای کسب نسبت‌های لازم، اطلاعات مالی شامل سود خالص (سود پس از کسر مالیات)، سود ناویژه (سود قبل از کسر بهره و مالیات)، ارزش ویژه (جمع حقوق صاحبان سهام) و جمع دارایی‌ها از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه استخراج شده است.

۶- نتایج پژوهش

آزمون فرضیه فرعی اول

در تحلیل و بررسی این فرضیه استفاده از آزمون مقایسه میانگین‌های دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع وابسته مورد توجه بوده است. با توجه به این که $t = 1/990$ بزرگ‌تر از $t_{1-\alpha} = 1/75$ می‌باشد ($t > t_{1-\alpha}$)، با ۹۵٪ اطمینان می‌توان گفت که میانگین‌های دو جامعه مساوی نیستند و اختلاف میانگین‌ها معنی‌دار است و با توجه به این که میانگین (ROI) قبل از تأمین مالی خارج از ترازنامه برابر با 0/215554 و بعد از تأمین مالی خارج از ترازنامه برابر با 0/183214 بوده است، لذا فرضیه اول تحقیق رد می‌شود.

در تفسیر اثر منفی تأمین مالی خارج از ترازنامه بر ROI می‌توان نوشت که علی‌رغم انتظار مبنی بر افزایش ROI، بعد از

فرضیه فرعی شماره شش: میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها (ROA) در شرکت‌هایی که تأمین مالی خارج از ترازنامه نموده‌اند بیش‌تر از میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها شرکت‌هایی است که تأمین مالی خارج از ترازنامه نداشته‌اند.

۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ نوع، یک پژوهش کاربردی پس رویدادی است که طی آن از اطلاعات واقعی و روش‌های مختلف آماری برای رد یا عدم رد فرضیه‌ها استفاده می‌شود. در این پژوهش از روش پیمایشی - مقایسه‌ای استفاده شده و برای جمع آوری اطلاعات مورد نیاز مباحث تئوری و اطلاعات مالی مبتنی بر صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های تحت بررسی، از روش کتابخانه‌ای (آرشیو بورس) بهره برده شده است.

در پژوهش حاضر، پس از آزمون نرمال بودن داده‌ها از طریق آزمون کلموگروف - اسمیرنف، جهت انجام آزمون فرضیه‌های آماری از آزمون مقایسه میانگین‌های دو جامعه (توزیع t - استیودنت) استفاده شده است. در پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به سه جامعه تقسیم شده‌اند:

الف- جامعه آماری شرکت‌هایی که از سال مالی ۸۷ الی ۸۹ فاقد تأمین مالی خارج از ترازنامه و از سال ۹۰ الی ۹۲ دارای تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده‌اند.

ب- جامعه آماری شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش (۸۷ الی ۹۲) دارای تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده‌اند.

ج- جامعه آماری شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش (۸۷ الی ۹۲) فاقد تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده‌اند.

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

۱. شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۲۹ / ۱۲ / ۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند.

۲. شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم شده است و طی دوره پژوهش تغییر سال مالی نداشته‌اند.

۳. شرکت‌های سرمایه‌گذاری به دلیل متفاوت بودن نحوه محاسبه بازده آن‌ها از جامعه آماری حذف شده‌اند.

۴. شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده‌اند، از جامعه آمار حذف شده‌اند.

خارج از ترازنامه برابر با 0/55656 بوده است، لذا فرضیه دوم تحقیق نیز رد می‌شود.

در تفسیر نتیجه این فرض نیز همانند فرض اول، می‌توان بیان نمود که نتایج آزمون بر خلاف انتظار، موجب کاهش ROE، بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه گردیده است.

آزمون فرضیه فرعی سوم

در تحلیل و بررسی این فرضیه استفاده از آزمون مقایسه میانگین های دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع وابسته مورد توجه بوده است. چون $t = 1/121$ کوچک‌تر از $t_{1-\alpha} = 1/75$ می‌باشد، فرضیه H_1 رد می‌شود و با 95٪ اطمینان می‌توان گفت که میانگین های دو جامعه مساوی هستند و اختلاف میانگین ها معنی دار نیست. در تفسیر نتایج این آزمون نیز می‌توان بیان نمود که به دلیل قابل قبول بودن هزینه اجاره از نظر مقامات مالیاتی، سود خالص بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه، افزایش پیدا می‌کند. در نتیجه میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها (ROA) در شرکت‌ها بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه بیشتر از میانگین نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها (ROA) در شرکت‌ها قبل از تامین مالی خارج از ترازنامه است.

تامین مالی خارج از ترازنامه (طبق دلایل بیان شده در مبانی نظری پژوهش و همچنین نتایج حاصل از تحقیقات انجام شده در خارج از کشور، (لی و ال ورن، 2000، لی لند و بورت، 2003))، تامین مالی خارج از ترازنامه سبب کاهش این نسبت شده است. دلایل این امر ممکن است عدم استفاده مطلوب از ابزارهای تامین مالی خارج از ترازنامه توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، محدودیت استفاده از ابزارهای تامین مالی خارج از ترازنامه، نحوه انتخاب جامعه آماری و عوامل دیگری از قبیل آثار تورم شدید در اقتصاد جاری کشور که موجب افزایش سریعتر هزینه اجاره متناسب با تورم و در نتیجه کاهش سودآوری می‌گردد، باشد.

آزمون فرضیه فرعی دوم

در تحلیل و بررسی این فرضیه استفاده از آزمون مقایسه میانگین‌های دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع وابسته مورد توجه بوده است. چون $t = 1/883$ بزرگ‌تر از $t_{1-\alpha} = 1/75$ می‌باشد با 95٪ اطمینان می‌توان گفت که میانگین های دو جامعه مساوی نیستند و اختلاف میانگین ها معنی دار است و با توجه به این که میانگین ROE قبل از تامین مالی خارج از ترازنامه برابر با 0/79967 و بعد از تامین مالی

جدول شماره ۱- آزمون فرضیه فرعی اول

ROI	میانگین	تعداد	انحراف معیار	t	df
بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه	0/183214	16	0/083421	1,990	15
قبل از تامین مالی خارج از ترازنامه	0/215554	16	0/089988		

جدول شماره ۲- آزمون فرضیه فرعی دوم

ROE	میانگین	تعداد	انحراف معیار	t	df
بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه	0/55656	16	0/31233	1/883	15
قبل از تامین مالی خارج از ترازنامه	0/79967	16	0/38998		

جدول شماره ۳- آزمون فرضیه فرعی سوم

ROE	میانگین	تعداد	انحراف معیار	t	df
بعد از تامین مالی خارج از ترازنامه	0/14999	16	0/07118	1/121	15
قبل از تامین مالی خارج از ترازنامه	0/23332	16	0/033111		

آزمون فرضیه فرعی چهار

0/837 کوچکتر از (1.96) می‌باشد، فرضیه H_1 رد می‌شود و با اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت که واریانس‌های دو جامعه یکسان هستند. همچنین چون $t = 0/227$ کوچکتر $t_{1-\alpha} = 1/75$ می‌باشد، فرضیه H_1 رد می‌شود و با ۹۵٪ اطمینان می‌توان گفت که میانگین‌های دو جامعه مساوی هستند و اختلاف میانگین‌ها معنی‌دار نیست.

آزمون فرضیه فرعی شش

در تحلیل و بررسی، این فرضیه استفاده از آزمون‌های آماري مقایسه واریانس‌های دو جامعه - توزیع F (اسندکور - فیشر) و مقایسه میانگین‌های دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع مستقل مورد توجه بوده است. در این تحلیل ابتدا آزمون یکسان بودن واریانس‌ها با استناد به توزیع F - فیشر انجام گرفته و با توجه به این‌که مقدار عددی تابع آزمون کوچکتر از کوانتیل جدول می‌باشد، به عبارت دیگر چون $F = 0/471$ کوچکتر از (1.75) می‌باشد، فرضیه H_1 رد می‌شود و با اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت که واریانس‌های دو جامعه یکسان هستند.

همچنین چون $t = 0/523$ کوچکتر از $t_{1-\alpha} = 1/75$ می‌باشد، فرضیه H_1 رد می‌شود و با ۹۵٪ اطمینان می‌توان گفت که میانگین‌های دو جامعه مساوی هستند و اختلاف میانگین‌ها معنی‌دار نیست.

در تفسیر نتیجه این فرض نیز همانند فرض چهارم، می‌توان بیان نمود که نتایج آزمون طبق انتظار، موجب افزایش میانگین نسبت سود خالص به ارزش ویژه (ROE) در شرکت‌هایی که تأمین مالی خارج از ترازنامه نموده‌اند نسبت به میانگین نسبت سود خالص به ارزش ویژه شرکت‌هایی است که تأمین مالی خارج از ترازنامه نداشته‌اند.

در تحلیل و بررسی این فرضیه استفاده از آزمون‌های آماري مقایسه واریانس‌های دو جامعه - توزیع F (اسندکور - فیشر) و مقایسه میانگین‌های دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع مستقل مورد توجه بوده است. در این تحلیل ابتدا آزمون یکسان بودن واریانس‌ها با استناد به آماره توزیع F - فیشر انجام گرفته و با توجه به این‌که مقدار عددی تابع آزمون کوچکتر از کوانتیل جدول می‌باشد به عبارت دیگر چون $F = 0/834$ کوچکتر از کوانتیل جدول (2/25) می‌باشد، فرضیه H_1 رد می‌شود و با اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت که واریانس‌های دو جامعه یکسان هستند.

همچنین چون $t = 1/546$ کوچکتر از $t_{1-\alpha} = 1/75$ می‌باشد، فرضیه H_1 رد می‌شود و با ۹۵٪ اطمینان می‌توان گفت که میانگین‌های دو جامعه مساوی هستند و اختلاف میانگین‌ها معنی‌دار نیست.

در تفسیر نتایج این آزمون نیز می‌توان بیان نمود که از دیدگاه تئوری، انتظار بر این است که به دلیل عدم انعکاس دارایی‌های اجاره‌ای و تعهدات ناشی از آنها در ترازنامه، کاهش میزان دارایی‌های عملیاتی و استفاده بهینه از دارایی‌های موجود و همچنین قابل قبول بودن هزینه اجاره از نظر مقامات مالیاتی، نسبت‌های سودآوری افزایش پیدا کند.

آزمون فرضیه پنج

در تحلیل و بررسی این فرضیه استفاده از آزمون‌های آماري مقایسه واریانس‌های دو جامعه - توزیع F (اسندکور - فیشر) و مقایسه میانگین‌های دو جامعه (توزیع t - استیودنت) برای جوامع مستقل مورد توجه بوده است. در این تحلیل ابتدا آزمون یکسان بودن واریانس‌ها با استناد به آماره توزیع F - فیشر انجام گرفته و با توجه به این‌که مقدار عددی تابع آزمون کوچکتر از مقدار جدول می‌باشد، به عبارت دیگر چون $F =$

جدول شماره ۴

ROI			
تأمین مالی خارج از ترازنامه	تعداد	میانگین	انحراف معیار
داشته است	21	0/2231	0/1223
نداشته است	18	0/2111	0/15768

آزمون‌های t-test و f	آزمون فیشر		آزمون t-test جهت برابری میانگینها						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	تفاوت میانگینها	انحراف استاندارد از میانگین	سطح اطمینان ۹۵٪	
								Lower	Upper
در صورت برابری واریانسها	0/834	0/384	0/204	37	0/841	0/0092654	0/0459369	-0/0847892	0/104325
در صورت عدم برابری واریانسها			0/188	33	0/844	0/0092654	0/0459369	-0/0847892	0/104325

جدول شماره ۵

ROE			
انحراف معیار	میانگین	تعداد	تأمین مالی خارج از ترازنامه
0/4528463	0/536275	21	داشته است
0/7160318	0/491133	18	نداشته است

آزمونهای t-test و f	آزمون فیشر		آزمون t-test جهت برابری میانگینها						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	تفاوت میانگینها	انحراف استاندارد از میانگین	سطح اطمینان ۹۵٪	
								Lower	Upper
در صورت برابری واریانسها	0/837	0/115	0/227	37	0/821	0/0449365	0/1888754	-0/332541	0/429321
در صورت عدم برابری واریانسها			0/231	27	0/821	0/0449365	0/1888754	-0/332541	0/429321

جدول شماره ۶

ROA			
انحراف معیار	میانگین	تعداد	تأمین مالی خارج از ترازنامه
0/1317599	0/175163	21	داشته اند
0/1493092	0/152106	18	نداشته اند

آزمونهای t-test و f	آزمون فیشر		آزمون t-test جهت برابری میانگینها						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	تفاوت میانگینها	انحراف استاندارد از میانگین	سطح اطمینان ۹۵٪	
								Lower	Upper
در صورت برابری واریانسها	0/471	0/496	0/523	37	0/612	0/0241253	0/044987	-0/069321	0/113251
در صورت عدم برابری واریانسها			0/501	34	0/617	0/0241253	0/044987	-0/069212	0/1149125

۷- نتیجه‌گیری و بحث

از دیدگاه تئوری، انتظار بر این است که به دلایل عدم انعکاس دارایی‌های اجاره‌ای و تعهدات ناشی از آن‌ها در ترازنامه، کاهش در میزان دارایی‌های عملیاتی و استفاده بهینه از دارایی‌های موجود و همچنین قابل قبول بودن هزینه اجاره از نظر قوانین مالیاتی، نسبت‌های سودآوری افزایش پیدا کند. اما نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تأمین مالی خارج از ترازنامه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نه تنها موجب افزایش سود سهام، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت‌های سودآوری و در نتیجه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نمی‌شود، بلکه در برخی موارد نیز موجب کاهش حقوق صاحبان سهام، از طریق کاهش در نسبت‌های سودآوری (ROE, ROI) شده است.

نتایج این تحقیق با نتایج تحقیق‌های داخلی مطرح شده در پیشینه تحقیق تا حد زیادی مطابقت دارد. نتایج تحقیق مردزاده فرد و فرامرزی (۱۳۸۸) نشان می‌دهد که تأمین مالی

خارج از ترازنامه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجب افزایش ارزش شرکت نشده است. همچنین پژوهش تقوی و اسماعیل زاده (۱۳۸۹) نیز حاکی از آن است که در بورس تهران، تأمین مالی خارج از ترازنامه، موجب افزایش قیمت سهام و سود نمی‌گردد، که با نتایج تحقیق حاضر مطابقت دارد.

اما در تحقیق‌های انجام شده در خارج از کشور، (لی و ال ورن، ۲۰۰۰، لی لند و بورت، ۲۰۰۳) تأمین مالی خارج از ترازنامه موجب افزایش ارزش، نسبت‌های سودآوری و حقوق صاحبان سهام گردید است.

با این حال عدم تأیید این تئوری با استفاده از آزمون‌های انجام شده در این پژوهش نمی‌تواند دال بر نادرست بودن آن در محیط ایران باشد. دلایل این امر ممکن است محدودیت استفاده از ابزارهای تأمین مالی خارج از ترازنامه توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران و عوامل دیگری از قبیل آثار تورم شدید در اقتصاد جاری کشور و نحوه انتخاب جامعه آماری باشد، که بر نتایج این پژوهش اثرگذار بوده است.

- * Finnerty, J. D., (1996). Project Financing : asset – based financial engineering , Wiley, New York
- * Financial Accounting Standards board, (1976), Accounting for Leases. Statement of Financial Accounting Standards No. 13. Stamford, CT:FASB.
- * Graham, J., M. Lemmon, and J. Schallheim(1998). Debt , Leases , and the Endogeneity if Corporate Tax Status , Journal if Finnance 56(1),131-162
- * Leland, Hayne E. and Skarabot, (February 10, 2003)." Jure,Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Off-Balance Sheet Finance"Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=345380> or DOI: 10.2139/ssrn.345380
- * Lim C,S, Mann.c ,S,Mihov T,V, (2005),"Market evaluation of off-balance sheet financing: You can run but you can't hide".
- * Miller, P., & Bahnsen, P. (2010). "Off-Balance-Sheet Financing: Holy grail or holey pail?" Accounting Today, 24(13), 16-17.
- * Niu, Flora and Richardson, Gordon D., "(December 23, 2004). "Earnings Quality, Off-Balance Sheet Risk, and the Financial-Components Approach to Accounting for Transfers of Financial Assets Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=628261>
- * Riahi – Belkaoui, A., (1998) Long-Term leasing Accounting, Evaluation, Consequences, Quorum Books, Westport
- * Richard A.Graff., (2001)." Off-Balance-Sheet Corporate Finance with Synthetic Leases: Shortcomings and How to Avoid Them with Synthetic Debt"American. Journal of Real estate Research
- * Leigh, M. and, L. Olverén,(2000) " Off Balance Sheet Financing – What value does it bring to the firm?", University of Goteborg.
- * Ge,weli,(2006)" Off-Balance-Sheet Activities, Earnings Persistence and Stock Prices: Evidence from Operating Leases", University of Washington.
- * Zhang,S., (2007)"Economic Consequences of Off-Balance Sheet financing" University of Minnesota

یادداشت‌ها

- ¹ Off balance sheet financing
- ² Michael Leigh and Lena Olverén
- ³ Operating Lease
- ⁴ Riahi Belkaoui and et al
- ⁵ Factoring
- ⁶ Special Project Financing
- ⁷ Finnerty
- ⁸ Securitization
- ⁹ Shaw
- ¹⁰ Liigh& Overen
- ¹¹ Graff
- ¹² Leland & Skarabot
- ¹³ Niu & Richardson
- ¹⁴ Lim And et al
- ¹⁵ Weli Ge
- ¹⁶ Zhang
- ¹⁷ Edman

بر این اساس دلایل عدم استفاده مطلوب از ابزارهای تأمین مالی خارج از ترازنامه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیازمند انجام پژوهش‌های بیشتر در این زمینه می باشد. برای نمونه می‌توان، دلایل تأثیر منفی یا عدم تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر نسبت‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی و مطالعه قرار گیرد. همچنین با توجه به اینکه شرکت‌ها برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود بین روش‌های مختلف حق انتخاب دارند، بنابراین پژوهشگر می‌تواند معیارهای تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران در انتخاب روش‌های تأمین مالی و نحوه نگرش آن‌ها به هر کدام از این منابع (درون یا برون ترازنامه‌ای) را مورد بررسی و مطالعه قرار دهد.

فهرست منابع

- * ترقبان مرادی، برات اله (۱۳۸۰). بررسی تأثیر اهرم مالی ناشی از بدهی و افزایش سرمایه بر نسبت‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق.
- * تقوی مهدی، اسماعیل زاده مقری علی، احمدشعربافی مهرداد، زمانیان علیرضا (۱۳۸۹)، ارزیابی روش تأمین مالی برون تراز نامه ای (اجاره عملیاتی) بر قیمت سهام و سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مطالعات کمی در مدیریت، شماره ۲، ص ۹۸-۱۰۹
- * دستگیر محسن، سلیمانیان غلامرضا (۱۳۸۶) «تأمین مالی برون ترازنامه‌ای، مجله حسابداری، سال ۲۱، شماره ۱۸۲
- * مرادزاده فرد، مهدی و فرامرزی، جواد (۱۳۸۸)، مطالعه تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲، ص ۱۱۷-۱۴۴
- * نمازی، محمد و شیرزاده، جلال، (۱۳۸۴). بررسی تأثیر ساختار سرمایه با سود آوری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۴۲
- * Antonucci, Y., L., (1998). The pros and cons of IT outsourcing , Journal of Accountancy , June , New York.
- * Dhawan, R, (1997). Asymmetric information and debt financing : the empirical importance of size and balance sheet factors , International Journal of the Economics of Business , July, Abingdon.
- * Edman, B., (2011), "Leases: Off-Balance Sheet Financing and the Strive for Transparency Today ," Senior Honors Thesis, Honors Program of Liberty University.