

رابطه بین اثرات نظارتی و بهره تحلیلیگران در تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ملیحه قدرتی

کارشناس ارشد حقوق

چکیده

واحدهای تجاری به دلایل مختلفی به منابع مالی نیازمند هستند. استفاده از شیوه‌های صحیح تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور می‌تواند در جهت افزایش ثروت سهامداران شرکت، نقش اساسی ایفا کند هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی رابطه بین پیش بینی درآمد توسط تحلیلیگران مالی و تأمین مالی خارجی آتی شرکت ها بوده است. دوره زمانی تحقیق طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ است و در این راستا تعداد ۱۲۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. روش آزمون فرضیه‌ها تحلیل رگرسیونی به روش داده‌های تابلویی است. نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق بیانگر آن است که بین پیش بینی درآمد توسط تحلیلیگران مالی و تأمین مالی خارجی آتی رابطه معنی دار وجود دارد. همچنین مطابق با یافته های تحقیق، تأمین مالی خارجی تاثیر مکوس معنادار بر بازده سهام شرکت ها دارد.

کلمات کلیدی: پیش بینی درآمد، تحلیلیگران مالی، تأمین مالی خارجی آتی

۱. مقدمه

واحدهای تجاری به دلایل مختلفی به منابع مالی نیازمند هستند. استفاده از شیوه‌های صحیح تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور می‌تواند در جهت افزایش ثروت سهامداران شرکت، نقش اساسی ایفا کند. هر شرکتی در تصمیمات تأمین مالی با دو منبع تأمین مالی داخلی و خارجی رو به رو است. منابع داخلی شامل وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فروش دارایی‌ها و سود انباشته و منابع خارجی شامل انتشار اوراق بهادار نظیر انتشار سهام، اوراق قرضه، اوراق مشارکت و دریافت تسهیلات مالی از بانک‌ها و غیره هستند. انتشار سهام، واکنش متفاوت سهامداران را در بر دارد. همچنین، استفاده از وام و استقراض به علت ایجاد مشکلاتی مانند عدم پرداخت به موقع بدهی‌ها، ناتوانی مالی و در نهایت ورشکستگی، اثرات متفاوتی بر قیمت سهام خواهد داشت. منابع خارجی آن دسته از منابعی هستند که شرکت‌ها در صورت عدم کفایت منابع داخلی برای تأمین مالی نیازهای شرکت به وسیله ایجاد بدهی یا انتشار سهام جدید، اقدام به جذب سرمایه می‌نمایند. انتخاب شیوه تأمین مالی می‌تواند موجب کاهش یا افزایش بازده سهام شرکت‌ها گردد. لذا بر اساس مفاهیم مطرح شده فوق بررسی عوامل موثر بر تأمین مالی و همچنین تاثیر تأمین مالی بر بازده سهام می‌تواند از اهمیت بسیاری برخوردار باشد.

۲. بیان مسأله

وقایع ناگوار و بحرانهای به وجود آمده در بورس‌های جهان و به ویژه سپتامبر سیاه ۱۹۹۷ و سپس حادثه یازدهم سپتامبر ۲۰۰۰، افشای ماجرای ورلداکام، انرون، زی‌راکس و سپس پارمالات در سطح جهان و سقوط شاخص بورس تهران در سال ۱۳۸۳ باعث گردید تا مقوله شفافیت گزارشگری مالی بیش از پیش مورد توجه قرار گیرد. علاوه بر این، در محیط پرتلاطم امروزی، بسیاری از سرمایه‌گذاران بر اهمیت شفاف‌سازی اطلاعات تأکید می‌کنند و فقدان اطلاعات و یا عدم اطمینان درباره آن‌ها به یک مشکل اساسی در بازارهای مالی تبدیل شده است (سینایی و داوودی، ۱۳۸۸). یکی از عواملی که به عدم شفافیت اطلاعات مالی منجر میشود، مدیریت یا دستکاری سود است (دیچو و همکاران، ۱۹۹۵). از دیدگاه اقتصادی با فرض منطقی بودن رفتار افراد، فرض بر این است که همه در وهله اول به دنبال حداکثر کردن منافع خویش هستند. مدیران نیز از این قاعده مستثنا نیستند. آن‌ها علاقه‌مندند که در راستای حداکثر کردن منافع شخصی، رفاه اجتماعی و تثبیت موقعیت شغلی خود، تصویر مطلوبی از وضعیت مالی واحد تجاری به سهامداران و سایر افراد ذینفع ارائه نمایند، لکن در برخی موارد الزاماً افزایش ثروت مدیران در راستای افزایش ثروت سایر گروه‌ها از جمله منظور حداکثر کردن منافع خود برخوردارند (هیلی و والن، ۱۹۹۹). بر اساس پژوهش‌های انجام شده انگیزه‌های مدیریت سود شامل قراردادهای بدهی، هزینه‌های سیاسی، طرح‌های پاداش و ساختار مالکیت است. در شرایط نبود شفافیت کامل در گزارشگری مالی، برای مدیران این فرصت فراهم می‌شود تا برای حفظ شغل و اعتبار حرف‌های خود، اطلاعات منفی را در داخل شرکت پنهان کنند. از اینرو، این اطلاعات منفی در داخل شرکت انباشته می‌شود. هنگامی که توده اطلاعات منفی انباشته به نقطه اوج خود می‌رسد، نگهداری آن برای مدت زمان طولانی‌تر غیرممکن و پرهزینه می‌شود. در نتیجه توده اطلاعات منفی به یکباره وارد بازار شده، به سقوط قیمت سهام منجر می‌گردد (هاتن و مارکوس، ۲۰۰۹).

یکی از مواردی که می‌تواند منجر به کاهش احتمالی قیمت سهام گردد بدهی است. بدهی یکی از ابزارهای مالی برای تحصیل سرمایه است. در متون تأمین مالی از طریق بدهی، ساختار سررسید بدهی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت و سرمایه‌گذار را به صورت عمده تحت تاثیر قرار می‌دهد. به دلیل قراردادهای ناقص، اعتبار دهندگان ممکن است نتوانند حق کنترل خود را بر هر

¹ Dechow

² Healy & Wahlen

³ Hutton & Marcus

رویداد احتمالی در آینده بر حسب شرایط مالی قرارداد اعمال نمایند. اما بدهی کوتاه مدت محافظت بهتری برای حق کنترل اعتبار دهندگان از طریق تمدید قرارداد بدهی فراهم می نماید، در نتیجه اعتباردهندگان جهت اعطای مجدد بدهی خواستار حق کنترل بیشتری خواهند بود (جیانتی، ۲۰۰۳). با توجه به حق کنترلی که بدهی کوتاه مدت اعطا می نماید اعتباردهندگان به طرز مطلوب-تری می توانند استقراض کنندگان شرکت را کنترل نموده و به اطلاعات قابل اتکاتری در زمینه عمرکرد شرکت قبل از اعطای مجدد اعتبار دست پیدا کنند (دانگ^۴ و همکاران، ۲۰۱۶). با توجه به این که یکی از دلایل اصلی کاهش شدید قیمت سهام انباشت اخبار بد توسط مدیران در راستای منافع خودمی باشد انتظار می رود اعتبار دهندگان به جهت کاهش ریسک سوخت مطالبات خود خواستار حق کنترل و همچنین اطلاعات قابل اتکا پیرامون وضعیت شرکت باشند که در چنین حالتی مخفی نمودن اخبار بد کاهش پیدا کرده و متعاقباً احتمال کاهش شدید در قیمت سهام نیز کاهش پیدا می کند. در نتیجه انتظار می رود بدهی کوتاه مدت منجر به کاهش شدید قیمت سهام گردد. در مقایسه با بدهی های بلند مدت، بدهی های کوتاه مدت در زمان کوتاه تری سررسید می گردند. بنابراین بیشتر این بدهی ها تمدید و تامین مجدد می گردند (میرز، ۱۹۹۷). با توجه به این موارد بدهی ها می توانند به عنوان یک ابزار موثر جهت کنترل رفتار مدیریت تلقی گردند (رانجان و وینتن، ۱۹۹۵). تحقیقات پیشین درباره تامین مالی بیانگر وجود یک رابطه منفی بین فعالیت های تامین مالی خارجی شرکت و بازده آتی سهام می باشد. در واقع، بازده های آتی سهام در دوره های پس از پیشنهادات عمومی اولیه همواره کاهش یافته است (دیچو، ۲۰۰۰). انجام فعالیت های تامین مالی مسائل هزینه سرمایه و ساختار سرمایه را به دنبال دارد که از جمله موضوعات مهم در تئوری مالی می باشد و همواره توجه محققان را به خود معطوف داشته است. روش های تامین مالی به سه دسته کلی، تامین مالی از طریق منابع مالی داخلی، تامین مالی از طریق استقراض و تامین مالی از طریق افزایش سرمایه طبقه بندی می شوند. بر اساس نظریه ترجیحی، شرکتها در تامین مالی وجوه مورد نیاز خود، سلسله مراتب معینی را طی می کنند. بدین ترتیب، مدیران، تامین مالی از محل منابع داخل شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می دهند. یعنی در بدو امر، شرکتها ترجیح می دهند از وجوه داخلی یعنی وجوه حاصل از فعالیت های خود (سود انباشته و یا اندوخته ها) استفاده کنند. پس، اگر منابع مالی داخلی برای مقاصد مورد نیاز، کافی نباشد، به منابع خارج از شرکت روی می آورند. از بین منابع خارج از شرکت نیز، استقراض را به انتشار سهام ترجیح می دهند. در نهایت، در صورت تکمیل ظرفیت استقراضی، به تامین منابع از محل افزایش سرمایه اقدام می کنند. بر اساس نظریه ترجیحی، آنچه موجب استقراض شرکتها و یا تامین مالی آنها از طریق افزایش سرمایه می گردد، نه تلاش در راستای دستیابی به ساختار سرمایه بهینه، بلکه تامین نیازهای مالی آنها میباشد انتشار سهام می تواند نشان دهنده این باشد که شرکت جهت رشد و توسعه، طرح های سودآوری در دست اجرا دارد. روش های تامین مالی یکی از اصلی ترین حوزه های تصمیم گیری مدیران شرکت ها در راستای افزایش ثروت سهامداران به شمار می رود. با توجه به مفاهیم مطرح شده فوق در تحقیق حاضر روابط (۱) بین پیش بینی ها تحلیلگران و تامین مالی خارجی شرکت ها و (۲) بین تامین مالی خارجی و بازده سهام آتی در طول دوره مورد نظر بررسی می شود. قلی پور و رامتین نیا (۱۳۹۸) به بررسی تاثیر فرصت های سرمایه گذاری روی سیاست های تامین مالی شرکت ها پرداختند. نتایج نشان می دهند که پس از کنترل تأثیرات اندازه شرکت ها و نیز قابلیت سودآوری آن ها، رابطه معکوس معناداری بین فرصت های سرمایه گذاری و رشد و استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت های مورد بررسی وجود دارد. نتایج به دست آمده با تبیین های تئوریک که در تئوری مجموعه فرصت های سرمایه گذاری و قراردادهای فی مابین ذی نفعان در شرکت مطرح شده است سازگار می باشند. حجازی و

⁴ Giannetti

⁵ Dang

⁶ Myers

⁷ Rajan & Winton

همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر سرمایه گذاری در سرمایه در گردش با توجه به محدودیت تأمین مالی شرکت ها بر ارزش بازار شرکت پرداختند. نتایج یافته های پژوهش نشان داد که رابطه معناداری بین «سرمایه در گردش» و «ارزش بنگاه» با توجه به محدودیت تأمین مالی شرکت ها، در شرکت های مورد بررسی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. اخگر و قربانی (۱۳۹۸) به شناسایی ارتباط بین تأمین مالی خارجی و افشای داوطلبانه با تأکید بر وضعیت مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های پژوهش نشان می دهد بین تأمین مالی خارجی و افشای داوطلبانه ارتباط منفی وجود دارد و بین وضعیت مالی با افشای داوطلبانه رابطه مثبتی وجود دارد. همچنین وضعیت مالی از طریق شاخص اندازه گیری ارزش شرکت تأثیر افزایشی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و افشای داوطلبانه دارد. زارعی و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی تحت عنوان " رابطه بین کیفیت افشاء اطلاعات و تأمین مالی خارجی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: نقش تعدیلگر رشد شرکت و ساختار مالکیت " به بررسی رابطه بین کیفیت افشاء اطلاعات و تأمین مالی خارجی پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش حاکی از آن است که کیفیت افشاء اطلاعات بر تأمین مالی از طریق انتشار سهام و تأمین مالی از طریق اخذ وام تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین طبق نتایج متغیر رشد شرکت بر رابطه بین کیفیت افشاء اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام و اخذ وام شرکت ها تأثیر مثبت و معناداری دارد. در ادامه طبق یافته های پژوهش متغیر مالکیت نهادی بر رابطه بین کیفیت افشاء اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام و اخذ وام تأثیر مثبت و معنی دار و متغیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین کیفیت افشاء اطلاعات و تأمین مالی از طریق انتشار سهام و اخذ وام تأثیر مثبت و معناداری دارد. کردستانی و جهانگیری (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر اجتناب مالیاتی بر رابطه قدرت بازار محصول با بازدهی و آگاهی دهندگی قیمت سهام پرداختند. نتایج نشان داد که قدرت بازار محصول باعث کاهش بازدهی و افزایش آگاهی دهندگی قیمت سهام می شود. همچنین معیارهای مختلف اجتناب مالیاتی بر شدت تاثیر قدرت بازار محصول بر آگاهی دهندگی قیمت سهام تاثیری ندارند، ولی با لحاظ نرخ دفتری بلندمدت، تاثیر قدرت بازار محصول بر بازدهی سهام منفی تر می شود. جعفری، سیدی، دلدار و گلستانی (۱۳۹۳) به بررسی رابطه نرخ موثر مالیاتی با سیاست تقسیم سود و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتیجه بررسی ۵۶۵ سال شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی (۱۳۸۰-۱۳۸۹) و به صورت مدل پنل نامتوازن و با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی حاکی از آن است که رابطه منفی و معنادار بین نرخ موثر مالیاتی و سیاست تقسیم سود وجود دارد. در واقع، شرکت ها با افزایش نرخ موثر مالیاتی به طور قابل توجهی سود تقسیمی خود را کاهش می دهند، همچنین نتایج این تحقیق نشان می دهد که رابطه مثبت و معنادار بین نرخ موثر مالیاتی و بازده آتی سهام وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش نرخ موثر مالیاتی بازده سالانه سهام نیز افزایش می یابد. مارتینز و لسا (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر سیاست های متهورانه مالیاتی و حاکمیت شرکتی بر تأمین مالی پرداختند این تحقیق بر تأثیر فرار مالیاتی شرکت های برزیلی بر هزینه هایی که بابت تأمین مالی پرداخت می شود، متمرکز بوده و دوره زمانی تحقیق بین سال های ۲۰۰۹ الی ۲۰۱۱ است. آن ها دریافتند که تلاش های فرار مالیاتی به طور مستقیم با تأمین مالی رابطه دارد. به عنوان مثال شرکت هایی که در برنامه مالیاتی خود جسورتر هستند با احتمال بیشتری از طریق الزام به تأمین مالی با هزینه بالاتر جریمه می شوند. همچنین نتایج آن ها بیانگر آن بود که حاکمیت شرکتی قوی باعث تضعیف این رابطه می گردد. دوئلمن و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیران بر تأمین مالی پرداختند. به بیان آن ها یک ارتباط منفی بین اعتماد بیش از حد مدیران و تأمین مالی در نبود کمیته حسابرسی قوی در شرکت وجود دارد. با این وجود آن ها نشان دادند که در حضور یک کمیته حسابرسی قوی این ارتباط منفی کاهش می یابد. گول^۹ و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی رابطه بین توانایی مدیریت و هزینه های حسابرسی در شرایط بحران مالی شرکت ها پرداختند. به بیان

⁸ Martinez and Lessa⁹ Gul

آن‌ها توانایی مدیریت سبب افزایش هزینه‌های حسابداری در شرکت‌های مواجه با بحران مالی و کاهش هزینه‌های حسابداری در شرکت‌هایی که با بحران مالی مواجه نمی‌باشند، می‌شود. همچنین آن‌ها دریافته‌اند که شرکت‌های مواجه با بحران مالی با مدیران توانمند، از کیفیت اقدام تعهدی پایین برخوردارند و احتمال تجدید ارائه صورت‌های مالی در آن‌ها بالاست. علاوه بر این، مدیران توانمند در شرکت‌های مواجه با بحران مالی، تمایل بیشتری به در گزارش مالی فرصت طلبانه در جهت افزایش پاداش مبتنی بر سرمایه و مقابله با فشارهای تامین مالی مجدد از طریق بدهی دارند که این موضوعات موجب افزایش ریسک و در نتیجه بالا رفتن هزینه‌های حسابداری می‌گردد. جاواکادز، فریس و فرنچ (۲۰۱۶) به بررسی سرمایه اجتماعی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی خارجی پرداختند. آن‌ها با استفاده از یک نمونه بزرگ بین‌کشوری (چندین کشور) بین سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۲ به بررسی موضوع پرداختند. روش مورد استفاده آن‌ها برای آزمون فرضیه‌های تحقیق روش رگرسیون چندگانه می‌باشد. آن‌ها به این موضوع پی بردند که سرمایه اجتماعی وابستگی شرکت‌ها به تولید نقدینگی داخلی را کاهش می‌دهد. آن‌ها دریافته‌اند که سرمایه اجتماعی رابطه مستقیمی با حساسیت سرمایه‌گذاری با کیو توبین دارد. آن‌ها همچنین تأثیر مثبت سرمایه اجتماعی بر بر حساسیت تأمین خارجی به کیو توبین را نشان دادند. به بیان آن‌ها تأثیر سرمایه اجتماعی در بازارهایی که قوانین حمایتی از سرمایه‌گذار ضعیف‌تر است، قوی‌تر است. آتور و همکاران (۲۰۱۵) در تحقیقی "تأثیر دعوای قضایی اوراق بهادار را بر تأمین مالی خارجی" مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافته‌اند که شرکت‌های دارای سابقه تاریخی در زمینه دعوای قضایی اوراق بهادار ناشی از راهبری نامناسب، مخصوصاً دعوای سخت قضایی، تمایل کمتری به استفاده از تأمین مالی خارجی از طریق بدهی و سهام دارند. به بیان آن‌ها این رابطه منفی بین دعوای حقوقی گذشته و تأمین مالی خارجی در مورد شرکت‌هایی که از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری برخوردار هستند، قوی‌تر است. علاوه بر این، شرکت‌ها به طور قابل ملاحظه‌ای هزینه‌های سرمایه‌ای و تحقیق و توسعه خود را طی سال بعد از تشکیل پرونده قضایی کاهش داده‌اند. کیم^۲ (۲۰۱۵) به بررسی این موضوع پرداخت که آیا عدم ثبات (نا اطمینانی) سیاسی هزینه‌های تأمین مالی خارجی را افزایش می‌دهد. ثبات یا عدم ثبات سیاسی متغیر مستقل و هزینه‌های تأمین مالی متغیر وابسته او می‌باشد. او برای بررسی موضوع تحقیق خود ۶۳ کشور قرض دهنده و ۳۵ کشور وام‌گیرنده را طی سال‌های ۱۹۹۰ الی ۲۰۰۸ با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چندگانه به روش داده‌های تابلویی مورد بررسی قرار داد. او نشان داد که شرکت‌ها به طور متوسط هفت واحد پایه برای وام‌هایی که از وام دهندگانی که کشورشان در بحبوحه‌ی انتخابات ملی است سود بیشتر پرداخت می‌نمایند. هماهنگ با عدم ثبات انتخاباتی، انتخابات رقابتی به مراتب از تأثیر بیشتری برخوردارند. قرض دهندگان و وام دهندگان کشورهای کمتر توسعه یافته تمایل بیشتری به عبور از شرایط عدم ثبات سیاسی دارند. در نهایت به بیان آن‌ها عدم ثبات سیاسی باعث افزایش هزینه تأمین مالی می‌شود. رشید^۳ (۲۰۱۴) در تحقیقی به "بررسی گزینه‌های تأمین مالی خارجی شرکت‌ها" پرداخت. یافته‌های تحقیق او بیان‌گر آن است که شرکت‌ها هنگام انتخاب بین گزینه‌های تأمین مالی خارجی (بدهی و سهام) به طور قابل ملاحظه‌ای در معرض ریسک غیر سیستماتیک و اقتصادی قرار می‌گیرند. مخصوصاً، نتایج حاصل از رگرسیون لجیت چندگانه بیان‌گر آن است که شرکت‌ها زمانی که دارای ریسک غیر سیستماتیک و اقتصادی بالا می‌باشند، بیشتر (کمتر) متمایل به تأمین مالی خارجی می‌شوند. نتایج مدل پروبیت نشان داد که گرایش به تأمین مالی از طریق بدهی نسبت به انتشار سهام به طور قابل

1 Javakadz fris and French	0
1 Autoreet al	1
1 Kim	2
1 Rashid	3

ملاحظه‌ای در شرایط نااطمینانی کاهش پیدا می‌کند. با این وجود، زمانی که شرکت‌ها با هر دو ریسک مواجه باشند تمایل بیشتری به بازخرید بدهی‌های خود تا بازخرید سهام موجود دارند. مک لین و ژائو^۵(۲۰۱۴) به بررسی چرخه تجاری، تمایلات سرمایه‌گذار و تأمین مالی خارجی گران قیمت پرداختند. به عقیده آن‌ها انتشار سهام نسبت به انتشار بدهی نقش بزرگتری در بوجود آوردن این تأثیرات دارد. همچنین، آن‌ها بیان داشته‌اند که رکود و تمایلات ضعیف سرمایه‌گذاران هزینه‌های تأمین مالی خارجی را افزایش می‌دهد، در نتیجه سرمایه‌گذاری و اشتغال را کاهش می‌دهد. چن وهمکاران^۶(۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و گزینه‌های تأمین مالی خارجی پرداختند. تأمین مالی بدهی، تأمین مالی عمومی و خصوصی و تأمین مالی سرمایه متغیرهای مستقل و تجدید ارائه صورت‌های مالی متغیر وابسته پژوهش آن‌ها بوده است. بررسی‌های آن‌ها بیان‌گر آن بود که شرکت‌هایی که بعد از تجدید ارائه صورت‌های مالی تأمین مالی خارجی داشته‌اند، بیشتر به تأمین مالی از طریق بدهی روی آورده‌اند تا تأمین مالی از طریق انتشار سهام. به بیان آن‌ها این افزایش در تأمین مالی از طریق بدهی برای شرکت‌هایی که با مشکلات اطلاعاتی بیشتری مواجه بودند محسوس تر بود و برای شرکت‌هایی که جابجایی مدیرعامل و برکناری حسابرس داشتند کمتر بوده است. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که کیفیت اطلاعات حسابداری، تخصیص منابع تأمین کنندگان سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شی و وانگ^۷(۲۰۱۲) به بررسی عملکرد کنترل داخلی پویا به شیوه‌های تأمین مالی خارجی پرداختند. متغیر مستقل پژوهش آن‌ها عدم مواجهه یا عدم مواجهه با مخاطره و متغیر وابسته پژوهش آن‌ها تأمین مالی از طریق بدهی و سرمایه بود. آن‌ها دریافتند که بعد از انتشارات گزارشات ضعف کنترل داخلی (ICW) تحت الزام ماده ۴۰۴ قانون ساربنز اکسلی (SOX 404)، شرکت‌های مواجه با ICW بیشتر بر تأمین مالی از طریق بدهی اعتماد می‌کنند و کمتر بر تأمین مالی از طریق سرمایه به تأمین مالی می‌پردازند. علاوه بر این آن‌ها نشان دادند که بعد از اصلاح ضعف‌های کنترل داخلی قبل، این گونه شرکت‌ها بیشتر به تأمین مالی از طریق سرمایه رو می‌آورند. به بیان دیگر، این نتایج برای شرکت‌های کوچکتر ملموس‌تر است. بابر و همکاران^۸(۲۰۱۱) تحقیقی با عنوان "تجدید ارائه صورت‌های مالی، حاکمیت شرکتی و تأمین مالی از طریق بدهی" در شهرداری‌ها ارائه نمودند. به بیان آن‌ها آثار منفی تجدید ارائه صورت‌های مالی بوسیله دید قوی حسابرس و توجه کافی رأی دهندگان (معیارهای حاکمیت شرکتی) کاهش می‌یابد. همچنین آن‌ها بیان داشتند که شرکت‌های دارای تجدید ارائه صورت‌های مالی به نسبت سایر شرکت‌ها از تأمین مالی پر هزینه تری برخوردارند. کائو^۹(۲۰۱۱) به بررسی رفتار قیمت سهام در زمان استفاده از تأمین مالی خارجی پرداخت. رفتار قیمت سهام متغیر مستقل و تأمین مالی خارجی متغیر وابسته پژوهش او است. او دریافت که افزایش قیمت سهام قبل از تأمین مالی در بین شرکت‌هایی که تأمین مالی داخلی بیشتری داشته‌اند، قوی‌تر است. در حالی که عملکرد قیمتی پس از اقدامات تأمین مالی در شرکت‌های دارای منابع داخلی کمتر، محسوس‌تر است. همچنین او دریافت که واکنش قیمت سهام شرکت‌ها در دوره اعلام سود بصورت مشخص نمایان می‌شود. لین و وانگ^{۱۰}(۲۰۱۱) به بررسی محتوای اطلاعاتی سود و جریان‌های نقدی بر تأمین مالی خارجی خالص پرداختند. آن‌ها دریافتند که فعالیت‌های تأمین مالی خارجی رابطه مستقیمی با محتوای اطلاعاتی سود دارد اما رابطه‌ای با جریان‌های نقدی عملیاتی ندارد و تأمین مالی خارجی با محتوای اطلاعاتی افزوده سود رابطه مستقیم دارد. همچنین، تأمین مالی از طریق بدهی ارتباطی با محتوای اطلاعاتی سود نداشته و تأمین مالی از طریق سرمایه ارتباطی با محتوای اطلاعاتی سود ندارد ولی با محتوای اطلاعاتی و همچنین محتوای اطلاعاتی افزوده جریان‌های نقدی عملیاتی

1 Mclean and Zhao	5
1 Shi and Wang	6
1 Baber & et al	7
1 Cao	8
1 Lin and Wang	9

رابطه مستقیم دارد. ایشیکاوا و ناکاهاشی (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر مدیران دارای بیش از حد بر گزینه‌های تأمین مالی خارجی پرداختند. آن‌ها دریافته‌اند که مدیران خوش‌بین تمایل مداومی به پیش‌بینی بیش از حد سود نسبت به مدیران معقول دارند که این خوش‌بینی سبب کاهش احتمال انتشار سهام در بازارهای عمومی می‌شود، که از لحاظ اقتصادی، تأثیر قوی‌ای بر تصمیم‌گیری مالی محسوب می‌شود. این تأثیر پابرجا بود زمانی که آن‌ها یک متغیر دیگر برای اطمینان بیش از حد مدیران استفاده نمودند. آلمیدا و کاپلوا (۲۰۰۸) به بررسی مشکلات تأمین مالی و جایگزینی بین منابع داخلی و خارجی پرداختند. هزینه تأمین مالی بالا متغیر مستقل و تأمین مالی داخلی و خارجی متغیر وابسته پژوهش آن‌ها بود. آن‌ها نشان دادند که با این وجود اثر منفی منابع داخلی بر تقاضای منابع خارجی در شرکت‌هایی که به احتمال کمتری با هزینه‌های تأمین مالی بالا مواجه هستند، پررنگ‌تر است. در مورد شرکت‌های طیف دیگر (مواجه با هزینه‌های تأمین مالی خارجی بالا) تأمین مالی خارجی با منابع داخلی ارتباط چندانی ندارد. گونزالس و همکاران (۲۰۰۷) طی پژوهشی عوامل تعیین‌کننده دسترسی به تأمین مالی خارجی را در شرکت‌های اسپانیایی مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافته‌اند که شرکت‌های اسپانیایی تماماً وابسته به تأمین مالی غیر بانکی بصورت کوتاه‌مدت هستند (از قبیل اعتبار تجاری) بطوری‌که بیش از ۶۵ درصد از بدهی آن‌ها را تشکیل می‌دهد. به عقیده آن‌ها این نوع تأمین مالی حساسیت کمتری نسبت به تأمین مالی کوتاه‌مدت بانکی برای شرکت‌ها ایجاد می‌نماید. آن‌ها همچنین دریافته‌اند که هزینه‌های تأمین مالی تأثیر عمده‌ای بر دسترسی تأمین مالی خارجی از منابع بانکی و غیربانکی دارد.

۳. فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بین پیش‌بینی درآمد توسط تحلیلگران مالی و تأمین مالی خارجی آتی رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

۴. جامعه و نمونه آماری

کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری تحقیق را تشکیل می‌دهند. برای نمونه‌گیری از روش حذفی سیستماتیک استفاده می‌شود و شرکت‌هایی به‌عنوان نمونه انتخاب می‌شوند که دارای شرایط زیر باشند.

۱- سهام آن‌ها در بازه زمانی اول سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۳۹۸ در بورس مورد دادوستد قرار داشته باشد.

۲- اطلاعات موردنیاز در دسترس باشد.

۳- سال مالی شرکت به پایان اسفند ماه ختم شود و طی مهر و موم‌های تحقیق تغییر دوره مالی نداشته باشد.

۴- شرکت جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه، هلدینگ و واسطه‌گری‌های مالی نباشد.

۵. متغیرهای تحقیق و روش محاسبه آن‌ها

متغیر وابسته:

تأمین مالی خارجی ($\Delta XFIN_{i,t}$):

تأمین مالی خارجی از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود (رضایی و تبریزی، ۱۳۹۲).

$$\Delta XFIN_{i,t} = \Delta EQUITY_{i,t} + \Delta DEBT_{i,t}$$

که در آن:

$\Delta XFIN_{i,t}$ خالص تأمین مالی خارجی شرکت i در پایان سال t

2	Ishikawa and Takahashi	0
2	Almeida and Campello	1
2	Gonzalez	2

$\Delta EQUITY_{i,t}$: خالص جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی از طریق انتشار سهام عادی شرکت t در پایان سال

$\Delta DEBT_{i,t}$: خالص جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی از طریق بدهی شرکت t در پایان سال

تأمین مالی از طریق بدهی ($\Delta DEBT_{i,t}$):

تأمین مالی از طریق بدهی از رابطه زیر محاسبه می‌شود (رضایی و تبریزی، ۱۳۹۲).

اختلاف بین جریان وجوه نقد دریافت شده از محل انتشار بدهی بلندمدت و جریان وجوه نقد پرداخت شده برای بازپرداخت بدهی بلندمدت، و به همراه حصه جاری بدهی بلندمدت.

تأمین مالی از طریق انتشار سهام عادی ($\Delta EQUITY_{i,t}$):

تأمین مالی از طریق انتشار سهام عادی از رابطه زیر محاسبه می‌شود (رضایی و تبریزی، ۱۳۹۲).

$$\Delta EQUITY_{i,t} = \Delta (TA_{i,t} - TL_{i,t}) - NI_{i,t}$$

که در آن:

$\Delta EQUITY_{i,t}$: خالص جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی از طریق انتشار سهام عادی شرکت t در پایان سال

$TA_{i,t}$: مجموع دارایی‌های شرکت t در پایان سال

$TL_{i,t}$: مجموع بدهی‌های شرکت t در پایان سال

$NI_{i,t}$: سود خالص شرکت t در پایان سال

بازده سهام ($RET_{i,t}$):

بازده سهام برای شرکت‌های انتخابی به‌طور سالانه به صورت زیر محاسبه خواهد شد (راعی و تلنگی، ۱۳۸۷).

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + Dps_{i,t}}{P_{i,t-1}} \times 100$$

که در آن:

$P_{i,t}$ = قیمت سهام برای شرکت t در پایان سال

$P_{i,t-1}$ = قیمت سهام برای شرکت t در پایان سال $t-1$

$Dps_{i,t}$ = سود نقدی هر سهم عادی برای شرکت t در سال

متغیر مستقل:

Anolysts-variable: پیش بینی سود توسط تحلیلگران مالی (عبارت است از اولین سود پیش بینی شده سه ماهه شرکت‌ها)

متغیرهای کنترلی:

بازده دارایی‌ها ($ROA_{i,t}$):

این نسبت حاکی از توانایی واحد تجاری در کاربرد تمام منابعی است که در اختیار آن قرار دارد.

بازده دارایی از مقایسه سود خالص با جمع دارایی‌های واحد تجاری به شرح زیر بدست می‌آید:

ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها / سود خالص = بازده دارایی‌ها

$$ROA_{i,t} = \frac{Net\ profit_{i,t}}{Total\ assets_{i,t}}$$

که در آن:

$ROA_{i,t}$: بازده دارایی‌ها برای شرکت t در پایان سال

$Net\ profit_{i,t}$: سود خالص برای شرکت i در پایان سال t

$Total\ asete_{i,t}$: جمع کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در پایان سال t

نسبت دارایی‌های غیر جاری مشهود به کل دارایی‌ها $(\frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}})$:

نسبت دارایی‌های غیر جاری مشهود به کل دارایی‌ها از تقسیم دارایی‌های غیر جاری مشهود به کل دارایی‌ها بدست می‌آید (جهانخانی و شوری، ۱۳۹۳).

$$Fixed\ assets\ to\ total\ assets_{i,t} = \frac{Fixed\ assets_{i,t}}{Total\ assets_{i,t}}$$

که در آن:

$Fixed\ assets_{i,t}$: دارایی‌های غیر جاری مشهود برای شرکت i در پایان سال t

$Total\ asete_{i,t}$: جمع کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در پایان سال t

اندازه شرکت ($SIZE_{i,t}$):

اندازه شرکت برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت (رضایی و تبریزی، ۱۳۹۲).

$$SIZE_{i,t} = \ln(TA)$$

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت $(\frac{MV_{i,t}}{BV_{i,t}})$:

این نسبت از تقسیم ارزش بازار سهام عادی به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی به دست می‌آید (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۶).

$$MB_{i,t} = \frac{MV_{i,t}}{BV_{i,t}}$$

که در آن:

$MV_{i,t}$ = ارزش بازار سهام عادی شرکت i در سال t

$BV_{i,t}$ = ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی شرکت i در سال t

۶. بررسی توصیفی متغیرهای پژوهش

استفاده از آمار توصیفی به منظور تلخیص اطلاعات جمع‌آوری شده و شناخت بیشتر جامعه مورد بررسی انجام می‌گردد و هدف آن نیز توصیف، استخراج نکات اساسی و ترکیب داده‌ها به کمک زبان اعداد می‌باشد. در پژوهش حاضر با ارائه جداول و نمودارهای مربوطه به بررسی توصیفی مشاهدات پرداخته‌ایم. عنایت به فرمول‌های محاسباتی هر یک از متغیرها که در فصل سوم ارائه شد؛ سعی شده میانگین متغیرهای پژوهش به طور جداگانه و با هدف بررسی روندهای سالانه متغیرها مورد ارزیابی قرار گیرد. در ادامه آماره‌های توصیفی متناظر با کلیه متغیرهای پژوهش ارائه شده است.

جدول ۴-۱. آماره‌های توصیفی

متغیر	بزرگترین	کمترین	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
پیش بینی تحلیلگران مالی	33.06	24.31	27.86	1.43	0.76	1.38
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	1.80	0.05	0.60	0.21	0.43	2.01
اندازه شرکت	0.63	-0.40	0.10	0.13	0.62	1.90

59.26	6.72	0.91	0.88	0.06	10.39	بازده دارایی‌ها
1.44	-0.36	1.93	26.06	18.01	32.37	نسبت دارایی‌های غیر جاری مشهود به کل دارایی‌های

نتایج جدول فوق نشان می‌دهد که در دوره مطالعاتی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ در هر سال ۱۲۶ شرکت مورد بررسی قرار گرفته اند لذا به طور کلی در هر یک از متغیرهای تحقیق $۷۵۶ = ۶ \times ۱۲۶$ مشاهدات داشته ایم که این موضوع در ستون اول جدول فوق مشخص می‌باشد. با عنایت به مطالب مذکور در هیچ یک از متغیرهای تحقیق مشاهده گمشده ای نداشته ایم. کمترین و بیشترین مقدار در هر یک از متغیرهای می‌تواند ما را در شناسایی کران تغییرات شرکت‌ها در دوره مطالعاتی کمک کند. میانگین به عنوان اساسی ترین شاخص مرکزی در ستون بعدی نشان می‌دهد که تأمین مالی از طریق انتشار سهام عادی بیشترین میانگین و تأمین مالی خارجی کمترین میانگین را داشته‌اند. البته با توجه به تفاوت معیارهای اندازه گیری متغیرهای پژوهش با محاسبه میانگین سالانه روند تغییر هر یک از متغیرهای پژوهش را مورد ارزیابی قرار می‌دهیم.

فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر می‌باشد:

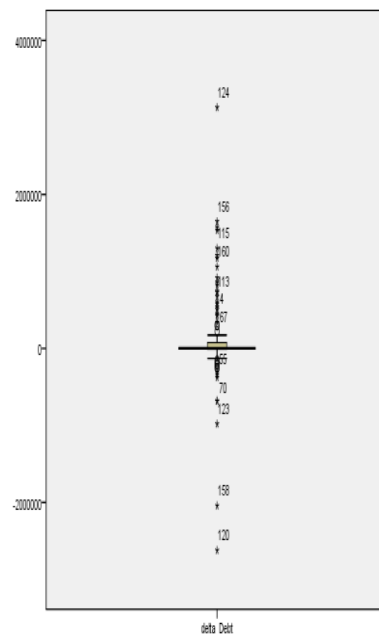
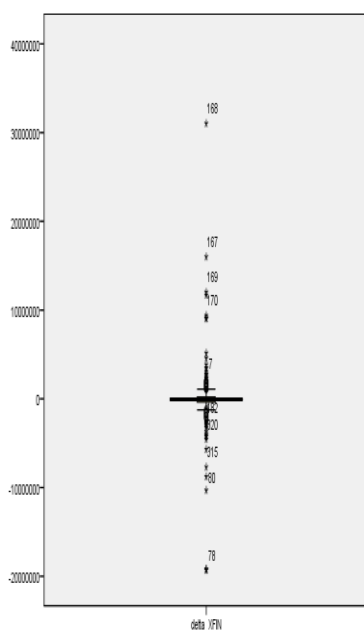
$$\begin{cases} \text{متغیر وابسته (تأمین مالی خارجی، بازده سهام) دارای توزیع نرمال اند: } H_0 \\ \text{متغیر وابسته (تأمین مالی خارجی، بازده سهام) دارای توزیع نرمال نمی‌باشد: } H_1 \end{cases}$$

خلاصه نتایج آزمون فوق در جدول شماره ۴-۲ ارائه شده است.

جدول ۴-۲. خلاصه نتایج آزمون کولموگروف - اسمیرنوف

بازده سهام	تأمین مالی خارجی	آماره آزمون Kolmogorov - Smirnov Z
3.690	5.224	سطح معناداری
.000	.000	نتیجه آزمون
نرمال نیست	نرمال نیست	

یافته‌های جدول فوق نشان می‌دهد که داده‌های مربوط به هر دو متغیر تأمین مالی خارجی و بازده سهام برای ۷۵۶ سال - شرکت مورد مطالعه دارای توزیع نرمال نمی‌باشند و در حقیقت سطح معناداری در آزمون فوق برای متغیر مذکور کمتر از 0.05 است ($p\text{-value} = 0.000 < 0.05$) لذا فرضیه نرمال بودن مشاهدات برای اطلاعات اولیه تأیید نمی‌گردد؛ بنابراین لازم است در ادامه نمودار جعبه ای متناظر با متغیرهای مذکور را در جهت شناسایی مشاهدات دور افتاده مورد بررسی قرار دهیم. نمودار جعبه ای نوعی نمودار تحلیلی اکتشافی است که برای ارزیابی نرمال بودن مشاهدات و شناسایی مشاهدات دور افتاده مفید می‌باشد.

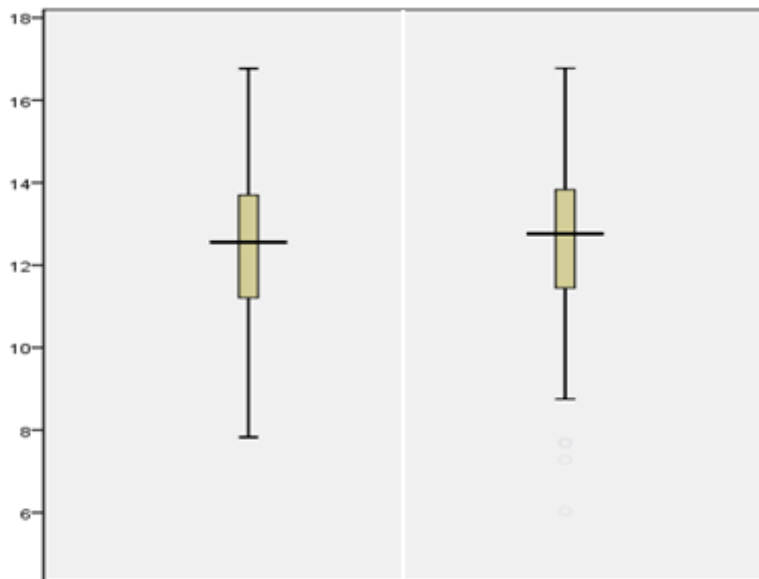


بازده سهام

تامین مالی خارجی

نمودار ۱-۲. نمودار جعبه ای برای مشاهدات اولیه (متغیرهای وابسته مس سی رگرسیونی)

یافته های جدول فوق نشان می دهد که میزان وجود مشاهدات دور افتاده در متغیرهای وابسته زیاد است و امکان تعدیل مشاهدات به منظور نرمال نمودن متغیر وابسته در مدل های رگرسیونی نمی باشد لذا با عنایت به چولگی مثبت متغیرهای مذکور می توان از تبدیل لگاریتمی در جهت نرمال نمودن اطلاعات جمع آوری شده استفاده نمود.



نمودار ۲-۴. نمودار جعبه ای برای متغیرهای وابسته مدل رگرسیونی

نمودار فوق نشان می دهد بعد از تبدیل لگاریتمی بدون اینکه اطلاعاتی از بین برود مشاهدات نرمال شده اند و هیچ مشاهده دور افتاده ای وجود ندارد، البته برای بررسی دقیقتر برای مشاهدات تبدیل یافته، نتایج آزمون کولموگروف - اسمیرنف را در جدول زیر ارائه نموده ایم.

جدول ۳-۴، خلاصه نتایج آزمون کولموگروف - اسمیرنف

بازده سهام	تامین مالی خارجی	
.458	.969	آماره آزمون Kolmogorov - Smirnov Z
.985	.305	سطح معناداری
نرمال است	نرمال است	نتیجه آزمون

یافته های جدول فوق نشان می دهد که سطح معناداری آزمون مذکور برای هر دو متغیر وابسته بعد از تبدیل لگاریتمی متغیرها، بیش از ۰/۰۵ می باشد لذا تبدیل لگاریتمی متغیرهای تامین مالی خارجی و بازده سهام نرمال می باشند و منعی برای برآزش مدل های رگرسیونی وجود ندارد. پس از بررسی توصیفی مشاهدات و با برقراری فرض نرمالیتی برای متغیر وابسته تحقیق در بخش آتی به بررسی فرضیه های پژوهش می پردازیم.

۷. بررسی فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین پیش بینی درآمد توسط تحلیلگران مالی و تأمین مالی خارجی آتی رابطه معنی دار وجود دارد.

در صورتی که بخواهیم فرضیه فوق را به صورت آماری بیان نمائیم، خواهیم داشت:

H0: بین پیش بینی درآمد توسط تحلیلگران مالی و تأمین مالی خارجی آتی رابطه معنی دار وجود ندارد.

H1: بین پیش بینی درآمد توسط تحلیلگران مالی و تأمین مالی خارجی آتی رابطه معنی دار وجود دارد.

برای ارزیابی آزمون فرضیه مذکور مدل اصلاحی تحقیق چن و همکاران (۲۰۱۷) به شرح ذیل جهت آزمون فرضیه های تحقیق تدوین شده است:

مدل (۱)

$$\Delta XFINit_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Analysts-variable}_{it} + \beta_2 \frac{MV_{i,t}}{BV_{i,t}} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 \frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}} + \varepsilon$$

بر اساس مدل فوق در صورتی که سطح معناداری ضریب رگرسیونی کمتر از ۰/۰۵ باشد، شاخص تجدید ارائه صورت مالی بر تأمین مالی خارجی تاثیر معناداری دارد؛ ضمناً علامت ضریب رگرسیونی مذکور نوع رابطه را نشان می دهد. با عنایت به استفاده از داده های ترکیبی مربوط به ۱۲۶ شرکت طی ۶ سال مالی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ لازم است ابتدا آزمون های تشخیص نوع اجرای مدل رگرسیونی بررسی گردد؛ بنابراین ابتدا آزمون های تشخیص برازش مدل رگرسیونی به روش پانل دیتا ارائه شده است. در گام اول اجرای مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون F لیمر می توان وجود ناهمگنی را در بین مقاطع مشخص کرد. فرضیه صفر آماره F مبتنی بر همگن بودن مقاطع (پولینگ دیتا بودن داده های آماری) است. چنانچه فرضیه صفر رد شود، فرضیه مقابل آن مبتنی بر وجود ناهمگنی بین مقاطع (پانل دیتا بودن داده های آماری) پذیرفته می شود. اگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر باشد از داده های تلفیقی و در غیر اینصورت از داده های تابلویی استفاده می شود.

جدول ۴-۴. آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

سطح معناداری	آماره آزمون
0.0000	6.042176

نتایج آزمون F لیمر در جدول مذکور بیانگر رد فرضیه صفر و وجود ناهمگنی بین مقاطع در سطح ۵ درصد می باشد. در واقع بیانگر مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل می باشد. بنابراین برای تعیین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده نموده ایم.

جدول ۴-۵. آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی

سطح معناداری	آماره آزمون
0.1690	1.620012

نتایج بیانگر آن است که در آزمون هاسمن فرضیه صفر پذیرفته شده و اثرات تصادفی برای برآورد مدل مناسب است. در جدول زیر برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از متغیرهای پیش بین مدل رگرسیونی ارائه شده است.

جدول ۴-۶ خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی ۴-۱

متغیرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ضریب ثابت	β_0	-3.61	1.09	-3.33	0.00	
پیش بینی تحلیلگران مالی	β_1	-0.02	0.01	-2.66	0.04	معکوس و معنادار
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	β_2	-0.11	0.05	-2.04	0.04	مستقیم و معنادار
اندازه شرکت	β_3	0.06	0.03	2.25	0.03	مستقیم و معنادار
بازده دارایی‌ها	β_4	-0.16	0.17	-2.91	0.006	معکوس و معنادار
نسبت دارایی‌های غیر جاری مشهود به کل دارایی‌های	β_5	5.03	1.60	3.15	0.00	معکوس و معنادار
نتایج کلی مدل	ضریب تعیین	0.676005		آماره F	7.857274	
	آماره دوربین واتسون	1.927750		سطح معناداری	0.000000	

نتایج جدول فوق نشان می‌دهد که آماره فیشر ($F_{df_1, df_2} = 7/1857$) و بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر می‌باشد لذا مدل برازش داده شده معنادار بوده و از کارایی قابل قبول برخوردار می‌باشد. ($p - value = 0/000 < 0/05$). ضریب تعیین در مدل رگرسیونی نشان می‌دهد که ۶۷/۶۰٪ تغییرات تامین مالی خارجی بر اثر تغییرات متغیر پیش بینی تحلیلگران مالی و متغیرهای کنترل می‌باشد.

یافته‌های جدول مذکور بیانگر آن است که ضریب رگرسیونی متناظر با شاخص پیش بینی تحلیلگران مالی $\beta_1 = -0.02$ می‌باشد و سطح معناداری متناظر با آن ۰,۰۴ کمتر از ۰/۰۵ است، لذا با توجه به منفی بودن ضریب رگرسیونی رابطه بین پیش بینی تحلیلگران مالی و تامین مالی خارجی معکوس است و با در نظر گرفتن سطح معناداری متناظر با متغیرها این رابطه معناداری می‌باشد. ($p - value = 0,04 < 0/05$). با عنایت به اطلاعات جمع‌آوری شده فرضیه محقق مبنی بر اینکه "بین پیش بینی درآمد توسط تحلیلگران مالی و تامین مالی خارجی آتی رابطه معنی دار وجود دارد." با اطمینان ۰/۹۵ پذیرفته می‌شود. فرضیه دوم:

بین تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

در صورتی که بخواهیم فرضیه فوق را به صورت آماری بیان نمائیم، خواهیم داشت:

H_0 : بین تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام رابطه معنی دار وجود ندارد.

H_1 : بین تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

برای ارزیابی آزمون فرضیه مذکور مدل اصلاحی چن و همکاران (۲۰۱۷) را به مشاهدات جمع آوری شده برازش می دهیم:

$$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta XFINit_{it} + \beta_2 \frac{MV_{i,t}}{BV_{i,t}} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 \frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}} + \varepsilon$$

با توجه به استفاده از داده های ترکیبی در فرضیه مذکور ابتدای برای تعیین نوع برازش مدل رگرسیونی از آزمون F لیمر استفاده می نمایم که نتایج آن در جدول زیر ارائه شده است. چنانچه فرضیه صفر رد شود، فرضیه مقابل آن مبتنی بر وجود ناهمگنی بین مقاطع (پانل دیتا بودن داده های آماری) پذیرفته می شود. اگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر باشد از داده های تلفیقی و در غیر اینصورت از داده های تابلویی استفاده می شود.

جدول ۴-۷، آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

سطح معناداری	آماره آزمون
0.5846	0.969414

نتایج آزمون F لیمر در جدول مذکور بیانگر پذیرش فرضیه صفر و عدم وجود ناهمگنی بین مقاطع در سطح ۵ درصد می باشد. در واقع بیانگر مناسب بودن روش رگرسیونی چند متغیره کمترین مربعات OLS برای برآورد مدل می باشد؛ لذا نیازی به انجام آزمون هاسمن نیست. در جدول ۴-۱۰ برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از متغیرهای پیش بین مدل رگرسیونی ارائه شده است. نتایج جدول شماره ۴-۱۰ نشان می دهد که آماره فیشر ($F_{df_1, df_2} = ۲/۰۳۵$) و بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر می باشد لذا مدل برازش داده شده معنادار بوده و از کارایی قابل قبول برخوردار می باشد. ($p - value = ۰/۰۰۶۸ < ۰/۰۵$). ضریب تعیین در مدل رگرسیونی نشان می دهد که ۶۲/۸۲٪ تغییرات بازده سهام بر اثر تامین مالی خارجی به همراه متغیرهای کنترل می باشد. بر اساس مبانی بیان شده با عنایت به اینکه ضریب رگرسیونی متناظر با اثر تامین مالی خارجی ۰.۰۳- و سطح معناداری متناظر با آن ۰/۰۴ می باشد اینگونه استنباط می گردد که با افزایش میزان تامین مالی خارجی، بازده سهام کاهش می یابد و رابطه بین دو متغیر معکوس و معنادار است.

جدول ۴-۸، خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی ۴-۲

متغیرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ضریب ثابت	β_0	0.01	0.00	1.33	0.18	
تامین مالی خارجی	β_1	-0.03	0.01	-2.05	0.04	مستقیم و معنادار
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	β_2	0.08	0.09	2.96	0.04	مستقیم و معنادار
اندازه شرکت	β_3	0.05	0.02	1.88	0.06	مستقیم و معنادار
بازده دارایی ها	β_4	-0.14	0.82	-2.17	0.02	معکوس و معنادار
نسبت دارایی های غیر جاری مشهود به کل دارایی های	β_5	-0.01	0.02	-3.39	0.04	معکوس و معنادار

2.035117	آماره F	0.618291	ضریب تعیین	نتایج کلی مدل
0.006897	سطح معناداری	1.975462	آماره دوربین واتسون	

با عنایت به مطالب مذکور فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه « بین تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام رابطه معنی دار وجود دارد» با اطمینان ۰/۹۵ تأیید می گردد.

۸. نتیجه گیری

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی رابطه بین پیش بینی درآمد توسط تحلیلگران مالی و تأمین مالی خارجی آتی شرکت ها بوده است که در این فصل پس از بررسی توصیفی متغیرهای تحقیق با کمک برازش مدل های رگرسیونی مورد ارزیابی قرار گرفته است. دوره زمانی تحقیق طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ است و تعداد ۱۲۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. روش آزمون فرضیه ها تحلیل رگرسیونی به روش داده های تابلویی است. نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق بیانگر آن است که بین پیش بینی درآمد توسط تحلیلگران مالی و تأمین مالی خارجی آتی رابطه معنی دار وجود دارد. همچنین مطابق با یافته های تحقیق، تأمین مالی خارجی تاثیر مکوس معنادار بر بازده سهام شرکت ها دارد.

۹. پیشنهادهای منتج از نتایج پژوهش

۱- با توجه به ارتباط معنی دار بین پیش بینی تحلیلگران و تأمین مالی خارجی شرکت ها، پیشنهاد می گردد سهامداران بالقوه و بالفعل بازار سرمایه با در نظر گرفتن تاثیرات پیش بینی تحلیلگران اقدام به تصمیم گیری و سرمایه گذاری نمایند. چرا که تأمین مالی از طریق خارجی هزینه بیشتری نسبت به سایر روش های تأمین مالی از جمله تأمین مالی از طریق انتشار سهام خواهد داشت و می تواند در بلند مدت تداوم فعالیت شرکت ها را با مخاطره مواجه سازد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه دوم مبنی بر وجود رابطه معنادار بین تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام پیشنهاد می گردد سرمایه گذاران قبل از اتخاذ تصمیم، اطلاعات مربوط به تأمین مالی خارجی شرکت ها را با دقت بیشتر مورد بررسی قرار دهند

منابع داخلی

اسکندری سبزی، سعید. (۱۳۸۶). بررسی تاثیر آزادسازی تجاری بر محیط زیست ایران و کشورهای منتخب اوپک. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تهران.

اسکندری، جمشید (۱۳۸۹). میانه ۲، انتشارات کتاب فرشید، تهران، چاپ هفتم.

آقایی، محمدعلی (۱۳۷۳). "رفتار سود حسابداری"، پایان نامه دکتری، دانشگاه علوم اداری و مدیریت تربیت مدرس

باقری، اکبر، رضانی، علی، پورسعید، عباس (۱۳۹۷). آزمون مدل تاثیرگذاری روش های تأمین مالی داخلی و خارجی بر بازده کل واقعی سهام، دانش سرمایه گذاری، دوره ۷، شماره ۲۶، صص ۱۹۸-۱۸۵.

باقری، محمد (۱۳۸۸). بررسی تاثیر روش های تأمین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی بابل، دانشکده مدیریت.

برزگر، قدرت الله (۱۳۸۹). اصول حسابداری ۱، بهار نارنج، بابلسر، چاپ پنجم.

پی نوو، ترجمه: علی جهانشانی، علی پارسیان، ۱۳۸۶، "مدیریت مالی"، جلد دوم، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه ها (سمت)، تهران، چاپ یازدهم.

جنت رستمی، محمدتقی (۱۳۷۸). "بررسی نقش و قابلیت سود در پیش بینی سود و جریان های نقدی آتی سرمایه گذاری در سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، تهران.

جهان خانی، علی، پارسائیان، علی (۱۳۷۶). مدیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی اوراق بهادار، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، چاپ اول.

جهانخانی، علی، شوری، مجتبی (۱۳۹۰). مدیریت مالی، انتشارات سمت، جلد دوم.

جهانخانی، علی و یزدانی، ناصر (۱۳۷۴). بررسی تاثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکت‌ها بر میزان بکارگیری اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعه مدیریت، شماره ۱۸ و ۱۷، صص: ۱۸۶-۱۶۹.

خالقی مقدم، حمید و علی رحمانی (۱۳۸۲). "سودمندی اقلام صورت‌های مالی غیر از سود در پیش‌بینی"، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۱، ۱۴۲-۱۰۹.

راعی؛ تلنگی، احمد (۱۳۸۷). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، انتشارات سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، چاپ دوم.

رضایی، فرزین، تبریزی، امید (۱۳۹۲). تاثیر سطوح اهرم مالی بر مدیریت سود واقعی شرکت‌ها، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۶، شماره ۱ - شماره پیاپی ۲۱، پاییز ۱۳۹۵، صفحه ۲۲۲-۲۰۵.

شریعت پناهی و قاسمی (۱۳۸۴)، مقایسه دقت پیش‌بینی سود توسط مدیریت با سری‌های زمانی باکس و جینکنز، مطالعات حسابداری، شماره ۱۰ و ۱۱.

حافظ نیا، محمدرضا (۱۳۸۲). مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی. تهران: انتشارات سمت.

سینایی، حسینعلی؛ داوودی، عبدالله (۱۳۸۸). بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ش ۲۷، صص ۴۳-۶۰.

خالقی مقدم، حمید، رحمانی، علی (۱۳۸۲). سودمندی اقلام صورت‌های مالی غیر از سود در پیش‌بینی سود، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۱، صص ۱۴۲-۱۰۹.

علوی طبری، حسین و آرزو جلیلی (۱۳۸۵). "سودمندی متغیرهای بنیادی در پیش‌بینی رشد سود"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۳، ۱۳۴-۱۱۹.

گجراتی، دامودار (۱۳۸۶). مبانی اقتصاد سنجی، ترجمع حمید ابریشمی، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ چهارم.

مجتهدزاده، ویدا (۱۳۸۸). رابطه تامین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات حسابداری، شماره اول، بهار ۸۸.

مدرس، احمد، و عبدالله زاده، فرهاد (۱۳۸۷). مدیریت مالی، جلد دوم، تهران، شرکت چاپ و نشر بازرگانی وابسته به موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی.

مشایخ، شهرناز و سیده سمانه شاهرخی، (۱۳۸۶). "بررسی دقت پیش‌بینی سود توسط مدیران و عوامل موثر بر آن"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۰، ۸۲-۶۵.

نوروش، ایرج و همکاران (۱۳۸۷). مروری جامع بر حسابداری مالی، جلد اول، نگاه دانش، تهران، چاپ پنجم.

منابع خارجی

Baltagi, B. H., & Levin, D. (1992). Cigarette Taxation: Raising Revenues and Reducing Consumption. *Structural Change and Economic Dynamics*, 3: 321-335.

Dang, v. A., Lee, Y., Zeng, C. (2016). Does debt maturity affect stock price crash risk? Available at: www.ssrn.COM

Dechow, M. P. , & Dichev, D. (2000). " The quality of accruals and earnings: The role of accruals estimation errors" *The Accounting Review*, 77 (Supplement) , 35-59.

- Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A., (1995). Detecting Earning Management. *The Accounting Review*, 70, 193-225.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), (1980). *Statement of Financial Accounting Concepts no. 2, Qualitative Characteristics of Accounting Information*. FASB, Norwalk, CT.
- Giannetti, M.(2003). Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices. *Jornal of financial quantitative and analysis* 38, 185-212.
- Healy, P.M., Wahlen, J.M., (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implication for Standard Setting. *Journal of Accounting Horizons*, 13(4), 365-373.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H., (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Myers. S. C.(1977). Determinants of corporate borrowing. *Jornal of financial economics*5,147-175.
- Nissim, D., and Penman, S.,(2003), "Financial Statement Analysis of Leverage and How It Inform About Profitability and Price-to-Book Ratios", *Review of Accounting Studies* 8. Pp. 531–560.
- Rajan, R., Winton, A. (1995). Covenants and collateral as incentives to monitor. . *Jornal of finance*50, 1113-1146.
- Ross, Stephen, A.; Westerfield, R., w. and Jaff, J. F., (1991), "Corporate Finance", Irwin. Inc, Second Edition