



فصلنامه علمی پژوهشی
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
سال چهارم / شماره ۱۶ / زمستان ۱۳۹۴

بررسی اثر اجزای اقلام تعهدی حسابداری بر روی رابطه بین فعالیت‌های تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسین اعتمادی

دانشیار، حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران (نویسنده مسئول)
Etemadiah@modares.ac.ir

مسعود سعیدی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تربیت مدرس

محبوبه سادات رباطی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تربیت مدرس

وحید احمدیان

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تربیت مدرس

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۲/۷ تاریخ پذیرش: ۹۴/۲/۱۱

چکیده

هدف اصلی این پژوهش، شناسایی تأثیر اجزای اقلام تعهدی حسابداری بر روی رابطه بین فعالیت‌های تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور عوامل مؤثر بر رابطه این ناهنجاری‌ها یعنی، مدیریت زمان‌بندی بازار، مدیریت سود فرصت‌طلبانه، بیش‌سرمایه‌گذاری، ریسک ناشی از تغییر در ترکیب اختیارهای رشد و دارایی‌ها و ریسک‌پیشانی متمایز شده و جهت آزمون فرضیات پژوهش از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره برای دوره زمانی ۱۴ سال استفاده شده است. تجزیه و تحلیل نتایج نشان می‌دهد که فعالیت‌های تأمین مالی خارجی پس از کنترل اقلام تعهدی کل، اقلام تعهدی سرمایه در گردش و اقلام تعهدی بلند مدت توانایی پیش‌بینی بازده آتی سهام را ندارند و ناهنجاری تأمین مالی خارجی از لحاظ آماری معنی‌دار نیست. به‌علاوه، در حضور اقلام تعهدی بلند مدت مشخص شد که این دو ناهنجاری در بازار اتفاق می‌افتند. این نتایج نشان می‌دهد که فرضیه بیش‌سرمایه‌گذاری می‌تواند توضیح مناسبی برای تفسیر رابطه این ناهنجاری‌ها باشد و با آن سازگار است. بر اساس این فرضیه مدیران می‌توانند خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی خارجی را در پروژه‌هایی با ارزش خالص فعلی صفر یا منفی در جهت منافع شخصی سرمایه‌گذاری کنند.

واژه‌های کلیدی: فعالیت‌های تأمین مالی خارجی، اقلام تعهدی کل، اقلام تعهدی سرمایه در گردش، اقلام تعهدی بلند مدت، بازده آتی سهام.

۱- مقدمه

می شود. در این پژوهش ادبیات اخیر که در زمینه ارتباط این دو ناهنجاری است، گسترش داده می شود و علاوه بر این، ارتباط بین این ناهنجاری‌ها با بازده آتی سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد. اگر این استدلال در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شود، می توان نتیجه گرفت که نیروهای محرک در پشت رابطه بین این دو ناهنجاری قرار می‌گیرند، از جمله مدیریت زمان-بندی بازار، مدیریت سود فرصت طلبانه، بیش سرمایه‌گذاری مربوط به نمایندگی^۱، ریسک پریشانی^۲ و ریسک ناشی از تغییر در ترکیب اختیارهای رشد و دارایی^۳. در پژوهش های خارجی، این روابط با بررسی جداگانه اجزای اقلام تعهدی مورد مطالعه قرار گرفته است. پژوهش حاضر به دنبال تعیین ارتباط بین بازده آتی سهام با فعالیت‌های تأمین مالی خارجی و اقلام تعهدی با استفاده از اطلاعات حسابداری مندرج در صورتهای مالی اساسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جهت کمک به سرمایه‌گذاران، مدیران، تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری و دیگر افراد ذینفع می‌باشد.

ادبیات و مبانی نظری پژوهش

معادله نگهداری جریان نقدی^۴ نشان می‌دهد که جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی و جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (پس از در نظر گرفتن سرمایه-گذاری نقدی در عملیات) رابطه منفی دارند. اقلام تعهدی حسابداری نشان دهنده تفاوت بین سود و جریان‌های نقدی عملیاتی است (پاپاناستاپولوس و همکاران، ۲۰۱۱). به عبارت دیگر، اقلام تعهدی نشان دهنده تغییرات در خالص دارایی‌های عملیاتی در ترازنامه شرکت است. زمانی که خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی خارجی به عنوان خالص دارایی عملیاتی ثبت می‌شود و به جای این که برای تأمین مالی مجدد استفاده شود، در دارایی‌های مالی انباشته می‌شود یا در صورت سود و زیان هزینه می‌شود، اقلام تعهدی می‌تواند افزایش یابد. با این وجود، زمانی که شرکت سود را به مقداری بالاتر از جریان‌های نقدی افزایش می‌دهد نیز اقلام تعهدی می‌تواند افزایش یابد. پس، شرکت‌هایی که افزایش (کاهش) سرمایه می‌دهند، احتمال بیشتری دارد که اقلام تعهدی بالایی (پایینی) داشته باشند. بنابراین، ممکن است ناهنجاری تأمین مالی خارجی و ناهنجاری اقلام تعهدی به قاعده قیمت‌گذاری دارایی‌ها مربوط باشند (پاپاناستاپولوس و همکاران، ۲۰۱۱). این رابطه می‌تواند با سوء تفاهم سرمایه‌گذاران در مورد مدیریت سود تبیین شود. سایر عوامل محرک دیگر را نیز می‌توان در نظر گرفت: مدیریت زمان بندی بازار، سوء تفاهم در مورد بیش

بی تردید واحدهای تجاری برای ادامه حیات خود نیاز به سرمایه‌گذاری دارند و برای همین منظور معمولاً وجوه مورد نیاز خود را از طریق استقراض و یا افزایش سرمایه تأمین می‌کنند. واحدهای تجاری در تصمیمات تأمین مالی با دو منبع تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی روبرو هستند. منابع مالی داخلی، شامل جریان‌های وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فروش دارایی‌ها و سود انباشته و منابع مالی خارجی در برگیرنده وجوه تحصیل شده از طریق بازار مالی مانند، انتشار اوراق مشارکت، صدور سهام جدید و دریافت تسهیلات مالی از بانک‌ها و مؤسسات مالی هستند. مدیران باید تصمیم بگیرند وجوه مورد نیاز خود را چگونه تأمین کنند و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف کنند. آنها می‌توانند این منابع مالی را صرف پرداخت سود به سهامداران، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور، تسویه بدهیهای موعده رسیده و افزایش سرمایه در گردش کنند (فرانک و گوپال، ۲۰۰۳).

بسیاری از مطالعات، یک رابطه منفی بین فعالیت‌های تأمین مالی خارجی شرکت و بازده آتی سهام را مستند نموده-اند که ناهنجاری تأمین مالی خارجی نامیده می‌شود. بنابراین، فعالیت‌هایی که سرمایه را افزایش (کاهش) می‌دهند با بازده آتی پایین (بالا) همراه‌اند (پونیف و وودگیت، ۲۰۰۸؛ فاما و فرنچ، ۲۰۰۸؛ دنیل و تیمن، ۲۰۰۶). این ارتباط برای گستره وسیعی از فعالیت‌های تأمین مالی خارجی (ریتر، ۲۰۰۳) و حتی کل فعالیت‌های تأمین مالی خارجی برقرار است (برادشاو و همکاران، ۲۰۰۶). از دیگر سو، ادبیات وسیعی وجود دارد که رابطه‌ای منفی بین سطح اقلام تعهدی حسابداری و بازده آتی سهام را بیان می‌کند که ناهنجاری اقلام تعهدی نامیده می‌شود. بنابراین، شرکت‌هایی که اقلام تعهدی بالایی (پایینی) دارند بازده آتی پایینی (بالایی) را کسب می‌کنند (چان، ۲۰۰۲؛ کولینز و هایبر، ۲۰۰۶؛ توماس، ۲۰۰۸؛ کوور و وردی، ۲۰۰۸). این رابطه برای اقلام تعهدی سرمایه در گردش (سولان، ۱۹۹۶) و اقلام تعهدی بلند مدت و اقلام تعهدی کل (ریچاردسون و همکاران، ۲۰۰۵) نیز برقرار است.

تلاش های اخیر خارجی (پاپاناستاپولوس و همکاران، ۲۰۱۱؛ دیچاو و همکاران، ۲۰۰۸) تلاشی سیستماتیک را برای بررسی این روابط معکوس فراهم آورده‌اند. در مجموع این مطالعات نشان می‌دهند که ناهنجاری تأمین مالی خارجی اساساً تأثیرات ناهنجاری اقلام تعهدی کل را می‌پذیرد. به عبارت دیگر، ناهنجاری‌های بازار مستقل نیستند بلکه مانند دو روی یک سکه هستند. اما در ادبیات داخلی در این مورد پژوهش های اندکی صورت گرفته است خلا تحقیقاتی احساس

سرمایه گذاری، ریسک ذاتی و ریسک ناشی از تغییرات در ترکیب اختیارهای رشد و دارایی‌ها.

شایان ذکر است که هیچ نظریه یا شواهد تجربی نشان نمی‌دهد که مدیران شرکت‌های با خالص تأمین مالی خارجی بالا، به طور عمدی سود را از طریق سرمایه در گردش در مقابل اقلام تعهدی بلند مدت و یا بر عکس، کمتر یا بیشتر می‌کنند. به طور همزمان با استفاده از سطوح اقلام تعهدی سرمایه در گردش و اقلام تعهدی بلندمدت، نمی‌توان کاملاً استنباط کرد که چه بخشی از سطح آنها اختیاری (مدیریت شده) است. به عبارت دیگر، سطح اقلام تعهدی سرمایه در گردش یا اقلام تعهدی بلندمدت به خودی خود به عنوان معیاری از دستکاری در سود به کار نمی‌رود. بنابراین، اگر ناهنجاری تأمین مالی خارجی اثر ناهنجاری اقلام تعهدی کل را با توجه به سوء تفاهم مدیریت سود می‌گیرد، پس باید بازده سهام با توجه به فعالیت-های تأمین مالی خارجی بعد از کنترل اقلام تعهدی سرمایه در گردش و (یا) اقلام تعهدی بلند مدت قابل پیش‌بینی نباشد.

اهمیت برخی از نیروهای محرک بین ناهنجاری تأمین مالی خارجی و ناهنجاری اقلام تعهدی در اجزای مختلف اقلام تعهدی متفاوت است. اقلام تعهدی بلندمدت تغییر در وجوه سرمایه‌گذاری شده را اندازه‌گیری می‌کند و چنین تغییراتی ممکن است با بیش سرمایه‌گذاری مربوط به نمایندگی همراه باشد (دیچاو و همکاران، ۲۰۰۸). به عبارت دیگر، اقلام تعهدی بلند مدت را می‌توان در سطح اهمیتی بالاتر از اقلام تعهدی سرمایه در گردش تصور کرد. به عنوان مثال، مدیران از خالص عواید حاصل از تأمین مالی خارجی برای بیش سرمایه‌گذاری، به منظور بهره بردن از اینکه شرکت بزرگتری حاصل شود، استفاده می‌کنند. بنابراین، اگر ناهنجاری تأمین مالی خارجی به عنوان نتیجه عکس‌العمل بازار به اطلاعاتی موجود در بیش سرمایه‌گذاری، اثر ناهنجاری اقلام تعهدی کل را بپذیرد، پس باید بازده سهام با توجه به فعالیت‌های تأمین مالی خارجی مشروط بر اقلام تعهدی بلند مدت یا کاهش یابد و یا ناپدید شود.

به همین ترتیب، مخارج سرمایه‌ای به طور مستقیم بر ترکیب دارایی‌ها نسبت به اختیارهای رشد تأثیر می‌گذارد و در نتیجه می‌تواند ریسک را تغییر دهد. اقلام تعهدی بلند مدت بیشتر با این نوع از ریسک مرتبط است تا اقلام تعهدی سرمایه در گردش (پاناستاسوپولوس و همکاران، ۲۰۱۱). بنابراین، اگر ناهنجاری تأمین مالی خارجی اثر ناهنجاری اقلام تعهدی کل را به عنوان جبران ریسک مرتبط با وجوه سرمایه‌گذاری شده بپذیرد، اقلام تعهدی بلند مدت باید بازده مرتبط با فعالیت‌های تأمین مالی را بهبود ببخشد.

اقلام تعهدی حسابداری را می‌توان بر اساس زمینه فعالیت-های تجاری به دو دسته عمده شامل اقلام تعهدی سرمایه در گردش و اقلام تعهدی بلند مدت تقسیم کرد. اقلام تعهدی سرمایه در گردش منعکس کننده اطلاعات مندرج در فعالیت-های عملیاتی است در حالی که اقلام تعهدی بلند مدت به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود (به طور مثال، اقلام تعهدی بلند مدت حسابداری از طریق سرمایه‌گذاری در خالص دارایی‌های بلند مدت عملیاتی افزایش می‌یابد). پاناستاسوپولوس و همکاران^۵ (۲۰۱۱) استدلال می‌کنند که اجزای اقلام تعهدی حداقل به دو دلیل باید جداگانه در نظر گرفته شوند؛ اولاً، تا زمانی که آنها به طور کامل مرتبط نیستند، می‌توانند طبقه‌بندی دقیق‌تری از شرکت‌های با خالص تأمین مالی خارجی بالا (پایین) ارائه دهند. ثانیاً، دلیل مهم‌تر این است که آنها می‌توانند تصویر دقیق‌تری از دلیل ارتباط ناهنجاری تأمین مالی خارجی و ناهنجاری اقلام تعهدی را ارائه دهند.

رابطه‌ای منفی بین فعالیت‌های تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام بر مبنای دو فرضیه مدیریت زمان‌بندی بازار و مدیریت سود می‌تواند قرار داده شود (برادشاو و همکاران، ۲۰۰۶). بر اساس فرضیه زمان‌بندی بازار، مدیران شرکت‌ها زمانی تمایل دارند اوراق منتشر کنند (بازخريد کنند) که به طور موقت بالاتر (پایین‌تر) از حد ارزش‌گذاری شده‌اند تا از فرصت قیمت‌گذاری نادرست بازار استفاده کنند (لوگران و ریتز، ۱۹۹۷). مطابق با موارد فوق برخی از محققان دریافته‌اند که عملکرد سود با یک روند رو به رشد در انتشار سهام همراه است اما بعد از انتشار سهام رو به زوال است. بر اساس فرضیه مدیریت سود، مدیران در دوره‌هایی که فعالیت‌های تأمین مالی خارجی را افزایش می‌دهند، سود را از طریق اقلام تعهدی اختیاری به صورت فرصت‌طلبانه بالاتر نشان می‌دهند. در نتیجه‌ی این بالا نشان دادن سود، سرمایه‌گذاران موفق به درک مدیریت سود نمی‌شوند. زمانی که مدیریت سود معکوس می‌شود، سرمایه‌گذاران، شرکت را دوباره ارزیابی و به صورت نزولی به سطحی که توسط یک سری اصول توجیه شده است کاهش می‌دهند. هرون ولی^۶ (۲۰۰۴)، رانگان^۷ (۱۹۹۸) و تئو و همکاران (۱۹۹۸) شواهدی مطابق با این توضیحات ارائه داده‌اند.

به عنوان یک توضیح رقیب، برادشاو و همکاران (۲۰۰۶) فرضیه بیش سرمایه‌گذاری مربوط به نمایندگی را پیشنهاد دادند. براساس این فرضیه مدیران می‌توانند خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی خارجی را در پروژه‌هایی با ارزش خالص فعلی صفر یا منفی در جهت منافع شخصی سرمایه‌گذاری کنند. زمانی که سرمایه‌گذاران می‌فهمند که

گسترش دادند و نشان دادند ارقام تعهدی بلند مدت حتی با بازده سهام مرتبط است.

ارتباط بالقوه ناهنجاری تأمین مالی خارجی و ارقام تعهدی برای نخستین بار توسط ریچاردسون و اسلوان (۲۰۰۳) ارزیابی شد. آنها به این نتیجه رسیدند که جریان کاهشی بازده که به دنبال فعالیت‌های تأمین مالی خارجی به وجود می‌آید، زمانی که خالص جریان نقدی به دست آمده، برای رشد در دارایی-های عملیاتی استفاده می‌شود بیشترین حد خود را دارد و نشان دادند که آنها به عنوان ارقام تعهدی ثبت شده‌اند. همچنین، استدلال می‌کنند که یافته‌های آنها بیشترین مطابقت را با ترکیبی از مدیریت سود فرصت طلبانه و بیش-سرمایه‌گذاری مربوط به نمایندگی دارد. کوهن و لیز^{۱۵} (۲۰۰۶) نشان دادند که بعد از کنترل ارقام تعهدی کل، رابطه منفی بین خالص تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام ضعیف است و از نظر آماری معنی‌دار نیست. آنها تفسیر می‌کنند که یافته‌های آنها به جای زمان‌بندی بازار، بیشتر با بیش سرمایه‌گذاری سازگار است. دیچاو و همکاران (۲۰۰۸) دریافتند که پرتفوی خالص تأمین مالی خارجی، در صورت سرمایه‌گذاری مجدد سود (جمع ارقام تعهدی کل و جریان نقدی انباشته) بازده قابل توجهی ندارد. هاردوفلیس و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۰) نشان دادند، در صورت استفاده از داده‌های گذشته به عنوان مبنای اندازه‌گیری عملکرد، شرکت‌های دارای خالص تأمین مالی خارجی بالا (پایین) دارای ارقام تعهدی بالای (پایین) مربوط به صلاحدید مدیریتی و همچنین عملکرد آتی قیمت سهام می‌باشند. آنها استدلال می‌کنند مدیریت سود فرصت طلبانه، به منزله یک نیروی محرک مهم ناهنجاری تأمین مالی خارجی عمل می‌کند. نتایج پژوهش پاپاناستاسوپولوس و همکاران^{۱۷} (۲۰۱۱) حاکی از آن است که پس از کنترل ارقام تعهدی نیز ناهنجاری‌ها معنی‌دار هستند و با کنترل ارقام تعهدی سرمایه در گردش قدرت پیش‌بینی بازده سهام به قوت خود باقی می‌ماند. آنها بیان می‌کنند که نتایج تحقیقشان با عدم موفقیت سرمایه-گذاران در شناسایی بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت سود فرصت طلبانه سازگار است. برادشاو و همکاران^{۱۸} (۲۰۰۶) از مجموع خالص جریان نقدی سرمایه‌ای و تأمین مالی از محل بدهی به عنوان معیار تأمین مالی خارجی استفاده نموده و دریافتند که رابطه‌ای منفی بین فعالیت‌های تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام وجود دارد.

برخی از تحقیقات انجام شده در ایران در رابطه با فعالیت-های تأمین مالی خارجی (شمس عالم، ۱۳۷۵؛ میرمحرابی، ۱۳۸۰؛ یحیی زاده فر و ابونوری، ۱۳۸۳) حاکی از آن است که بین افزایش سرمایه و بازده سهام رابطه‌ای وجود ندارد.

چنین هزینه‌هایی باعث اتلاف و کاهش ارزش شرکت می‌شود، قیمت سهام به صورت نزولی تعدیل می‌شود. به عبارت دیگر، بازده پایین‌تر شرکت بازتابی از تخریب ارزش شرکت به علت بیش سرمایه‌گذاری است (برادشاو و همکاران، ۲۰۰۶).

در واقع می‌توان حداقل دو توضیح مبتنی بر ریسک برای تفسیر مشاهدات برادشاو و همکاران (۲۰۰۶) در مورد ناهنجاری تأمین مالی خارجی ارائه داد. اولاً، شرکت‌های منتشرکننده ریسک کمتری دارند و بنابراین قیمت‌گذاری آنها به صورتی است که بازده مورد انتظار آنها پایین‌تر است (اکبو و همکاران، ۲۰۰۰). ثانیاً، بر اساس مدل برک و همکاران^{۱۹} (۱۹۹۹) شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری می‌کنند و اختیارهای رشد را اعمال می‌کنند (برای مثال، اختیارهای رشد را به دارایی‌های واقعی تبدیل می‌کنند) بازده مورد انتظار پایین‌تری دارند. چون، دارایی نسبت به اختیار آن دارایی ریسک کمتری دارد (پاپاناستاسوپولوس و همکاران، ۲۰۱۱). اندرسون و گارسیا فیجو^{۲۰} (۲۰۰۶) شواهدی تجربی برای حمایت از رابطه منفی بین وجوه سرمایه‌گذاری شده و ریسک حقوق صاحبان سهام ارائه دادند، در حالی که لیاندرس و همکاران^{۲۱} (۲۰۰۸) معتقدند شرکت‌ها بعد از تعدیل مجموع عوامل سرمایه‌گذاری، عملکرد پایین‌تری دارند.

پیشینه پژوهش

تحقیقات موجود توضیحات متفاوتی را در مورد تفسیر ناهنجاری ارقام تعهدی ارائه می‌دهند. زای^{۱۱} (۲۰۰۱) و چان و همکاران^{۱۲} (۲۰۰۶) استدلال می‌کنند که ناهنجاری عمدتاً مربوط به سوءتفاهم سرمایه‌گذاران در مورد مدیریت سود است. دیچاو و همکاران (۲۰۰۸) تفسیر جایگزینی ارائه می‌کنند: ناهنجاری ارقام تعهدی را می‌توان با اطمینان در رابطه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید با توجه به ترکیبی از بازده نهایی نزولی برای افزایش سرمایه و بیش سرمایه‌گذاری مرتبط با نمایندگی تفسیر کرد. خان (۲۰۰۸) نتیجه گرفته است که ناهنجاری به بیان ساده جبرانی برای ریسک بالاتر است. ناهنجاری ارقام تعهدی، برای اولین بار توسط اسلوان^{۱۳} (۱۹۹۶) مستند شد که در ارتباط با رابطه منفی میان سطح ارقام تعهدی حسابداری و بازده آتی سهام است: شرکت‌های با ارقام تعهدی بالا (پایین) بازده آتی پایین‌تری (بالاتری) را تجربه می‌کنند. تمرکز اسلوان (۱۹۹۶) و هیلی (۱۹۸۵) در تجزیه و تحلیل‌هایشان بر ارقام تعهدی سرمایه در گردش است. ریچاردسون و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۵) یک رابطه منفی بین ارقام تعهدی بلند مدت و تغییر در قیمت آتی سهام نشان دادند. آنها همچنین تعریف ارقام تعهدی را به ارقام تعهدی بلندمدت

ترکیب اختیارات رشد و دارایی‌هاست که در ارتباط با اقلام تعهدی بلند مدت می‌باشد.

فرضیه پنجم: ارتباط معکوس تأمین مالی خارجی و اقلام تعهدی کل با بازده آتی سهام ناشی از اقلام تعهدی سرمایه در گردش است.

روش شناسی پژوهش

پژوهش از نظر هدف کاربردی و روش مورد استفاده در این پژوهش، همبستگی-رگرسیون است. از نظر پارادایمی جزء تحقیقات اثباتی است. همچنین، روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی می‌باشد؛ بدین معنی که پژوهش بر اساس اطلاعات گذشته انجام می‌شود. جهت آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده می‌گردد. به عبارتی دیگر، واحدهای مقطعی طی زمان مورد بررسی قرار می‌گیرد.

در این پژوهش برای جمع‌آوری مطالب مربوط به ادبیات موضوع از روش کتابخانه‌ای نظیر کتب و مجلات علمی و برای جمع‌آوری اطلاعات جهت آزمون فرضیه‌ها، از صورتهای مالی حسابرسی شده غیر تلفیقی شرکت‌هایی که در کتابخانه بورس اوراق بهادار و شبکه اطلاع رسانی کدال^۹ موجود است و نیز نرم افزارهای تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین استفاده می‌شود. با استفاده از داده پرداز Excel اطلاعات پردازش و متغیرهای مورد نیاز جهت آزمون‌های آماری استخراج و به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات پژوهش حاضر از نرم‌افزار SPSS 19 استفاده شده است.

جامعه مورد بررسی در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۹۲ می‌باشد. از بین جامعه آماری با استفاده از روش نمونه-گیری حذف سیستماتیک، شرکت‌هایی که شرایط لازم را ندارند، حذف می‌شوند. بنابراین، شرکت‌هایی که شرایط زیر را نداشته باشند در نمونه مورد نظر قرار نمی‌گیرند:

- ۱) از ابتدای دوره پژوهش یعنی سال ۱۳۷۹ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و در طول سال‌های پژوهش بیش از سه ماه وقفه معاملاتی سهام در سال نداشته باشند.
- ۲) سال مالی آنها به پایان اسفند ماه ختم شود و تغییر سال مالی و یا تغییر فعالیت نداده باشند.
- ۳) از هر دو روش تأمین مالی از طریق سرمایه و بدهی استفاده کرده باشند.
- ۴) جزء صنایع بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، واسطه‌گری-های مالی و پولی، سرمایه‌گذاری‌ها و سایر واسطه‌گری-

جعفری صمیمی و همکاران (۱۳۸۳) رابطه بین منابع مالی خارجی (انتشار سهام و وام بلند مدت بانکی) و قیمت و بازده سهام را بررسی کردند. نتایج آنها نشان می‌دهد افزایش سرمایه باعث افزایش قیمت سهام می‌شود، اما بین وام بانکی و قیمت سهام ارتباطی وجود ندارد.

برخی از تحقیقات دیگر نشان می‌دهند بین افزایش سرمایه و بازده سهام رابطه مثبتی وجود دارد (رهنمای رودپشتی و گل کاریان، ۱۳۸۴؛ گازران ۱۳۸۴).

کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹) تأثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده آتی سهام را مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های آنها در ارتباط با تأثیر روش‌های مختلف تأمین مالی خارجی بر بازده آتی سهام نشان می‌دهد که رابطه بین خالص تغییر در تأمین مالی خارجی با بازده غیرعادی انباشته سهام، معنادار است ولی بر خلاف پیش‌بینی مثبت است.

پورحیدری و غفارلو (۱۳۹۰) نشان دادند شرکت‌هایی که از طریق بدهی‌های بلندمدت تأمین مالی می‌کنند، برخلاف انتظار، نه در دوره تأمین مالی و نه در دوره قبل از آن سطح محافظه‌کاری مشروط را کاهش نمی‌دهند. اما شرکت‌هایی که از طریق حقوق صاحبان سهام تأمین مالی می‌کنند، مطابق انتظار، هم در دوره تأمین مالی و هم در دوره قبل از آن، سطح محافظه‌کاری مشروط را در گزارشگری مالی کاهش می‌دهند. زیرا این کار باعث بهبود انتظارات سرمایه‌گذاران و سهامداران از عملکرد آتی شرکت شده و تأمین مالی کارآتری را به دنبال دارد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و مطالعات انجام شده، فرضیات پژوهش به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اول: ارتباط معکوس تأمین مالی خارجی و اقلام تعهدی کل با بازده آتی سهام ناشی از اقلام تعهدی سرمایه در گردش و اقلام تعهدی بلند مدت است.

فرضیه دوم: ارتباط معکوس تأمین مالی خارجی و اقلام تعهدی کل با بازده آتی سهام ناشی از اقلام تعهدی سرمایه در گردش و (یا) اقلام تعهدی بلند مدت است.

فرضیه سوم: ارتباط معکوس تأمین مالی خارجی و اقلام تعهدی کل با بازده آتی سهام ناشی از سوء تفاهم سرمایه‌گذاران در مورد بیش سرمایه‌گذاری مدیران است که به احتمال زیاد در اقلام تعهدی بلند مدت ثبت می‌شود.

فرضیه چهارم: ارتباط معکوس تأمین مالی خارجی و اقلام تعهدی کل با بازده آتی سهام ناشی از ریسک تغییرات در

های مالی و شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ، به دلیل ماهیت خاص فعالیت، نباشند.
 (۵) اطلاعات مورد نیاز آنها در دسترس باشد.

در این پژوهش همانند دیگر محققان (پاپاناستاپولوس و همکاران، ۲۰۱۱؛ برشادو و همکاران، ۲۰۰۶) مدل‌های رگرسیونی ترکیبی (مقطعی-سری زمانی) در فعالیتهای تأمین مالی خارجی بعد از کنترل اندازه‌های اقلام تعهدی بکار گرفته می‌شود. به علاوه، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار به عنوان متغیرهای کنترلی اضافی به شمار می‌روند. به منظور بررسی اثر اقلام تعهدی (اقلام تعهدی کل، اقلام تعهدی سرمایه در گردش و اقلام تعهدی بلند مدت) و فعالیت‌های تأمین مالی خارجی (فعالیت‌های تأمین مالی از محل سرمایه و فعالیت‌های تأمین مالی از محل بدهی‌های کوتاه مدت و بلند مدت) بر بازده آتی سهام با رویکرد ترازنامه‌ای (همانند دیچاو و همکاران، ۲۰۰۸ و پاپاناستاسوپولوس و همکاران، ۲۰۱۱) از مدل‌های رگرسیونی ذیل و آماره t استیودنت استفاده می‌گردد:

بنابراین، بر اساس معیارهای مذکور و با اعمال روش نمونه-گیری حذف سیستماتیک برای انتخاب نمونه آماری از جامعه مورد بررسی تعداد ۶۹ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. لازم به ذکر است که مشابه برخی محققان داده‌های تأمین مالی شرکت-سال‌های مشاهده شده که پرت بودند، به منظور جلوگیری از اثرگذاری آن در نتایج حذف گردید (پاپاناستاپولوس و همکاران، ۲۰۱۱؛ برشادو و همکاران، ۲۰۰۶).

مدل پژوهش و اندازه‌گیری متغیرهای آن

$$SRET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta XFIN_t + \gamma_4 TACC_{t+v_{t+1}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$SRET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta EQUITY_t + \gamma_4 \Delta DEBT_t + \gamma_5 TACC_{t+v_{t+1}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$SRET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta EQUITY_t + \gamma_4 \Delta SDEBT_t + \gamma_5 \Delta LDEBT_t + \gamma_6 TACC_{t+v_{t+1}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$SRET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta XFIN_t + \gamma_4 CACC_{t+v_{t+1}} \quad \text{رابطه (۴)}$$

$$SRET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta EQUITY_t + \gamma_4 \Delta DEBT_t + \gamma_5 CACC_{t+v_{t+1}} \quad \text{رابطه (۵)}$$

$$SRET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta EQUITY_t + \gamma_4 \Delta SDEBT_t + \gamma_5 \Delta LDEBT_t + \gamma_6 CACC_{t+v_{t+1}} \quad \text{رابطه (۶)}$$

$$SRET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta XFIN_t + \gamma_4 NCACC_{t+v_{t+1}} \quad \text{رابطه (۷)}$$

$$SRET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta EQUITY_t + \gamma_4 \Delta DEBT_t + \gamma_5 NCACC_{t+v_{t+1}} \quad \text{رابطه (۸)}$$

(۹) رابطه

$$+ \gamma_3 \Delta EQUITY_t + \gamma_4 \Delta SDEBT_t + \gamma_5 \Delta LDEBT_t + \gamma_6 NCACC_t + v_{t+1} SRET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t$$

در تجزیه و تحلیل‌ها بازده تعدیل شده سال آتی $SRET_{t+1}$: بازده سهام تعدیل شده سال آتی برای اندازه‌گیری بازده سهام از تغییرات شاخص قیمت و سود نقدی با احتساب آورده استفاده می‌شود که به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

برای اندازه‌گیری بازده سهام از تغییرات شاخص قیمت و سود نقدی با احتساب آورده استفاده می‌شود که به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

$$SRET_{t+1} = RET_{t+1} - R_{mt} + 1$$

$$RET_{it} = \frac{Dt + (Pt - Pt - 1)}{Pt - 1}$$

که اجزای آن عبارتند از:

RET_{t+1} : بازده سهام شرکت در سال t+1

$R_{m,t+1}$: بازده بازار در سال t+1

$Size_t$: اندازه شرکت برابر است با تعداد سهام منتشر شده شرکت ضرب در ارزش بازار هر سهم در پایان سال مالی t که در مدل رگرسیونی از لگاریتم طبیعی آن استفاده می‌شود.

$BVMV_t$: نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال t

$\Delta XFIN_t$: جمع خالص جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی مرتبط با سرمایه و فعالیت‌های تأمین مالی بدهی در پایان سال مالی t که با استفاده از متوسط دارایی‌ها نرمال می‌شود.

D_t : منافع حاصل از مالکیت سهام که در دوره t به سهامدار تعلق گرفته است.

P_t : قیمت در پایان دوره t

P_{t-1} : قیمت در ابتدای دوره t

دوره محاسبه بازده چهار ماه پس از پایان سال مالی شروع و به مدت یک سال می‌باشد تا اطمینان حاصل شود که سرمایه-گذاران اطلاعات صورتهای مالی گذشته را در اختیار دارند.

همانند دیگر پژوهشگران (دیچاو و همکاران، ۲۰۰۸؛ برادشو و همکاران، ۲۰۰۶، پاپاناستاپولوس و همکاران، ۲۰۱۱)

یافته‌های پژوهش

آمارهای توصیفی

نگاره شماره ۱، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. میانگین $\Delta XFIN$ ، $\Delta EQUITY$ ، $\Delta DEBT$ ، $\Delta SDEBT$ و $\Delta LDEBT$ به ترتیب $۰/۰۴۶$ ، $۰/۱۰۲$ ، $۰/۰۵۶$ ، $۰/۰۳۳$ و $۰/۰۴۳$ هستند. مقادیر میانگین نشان می‌دهد که شرکت‌ها در دوره نمونه بیشتر از افزایش سرمایه، منافع را توزیع کرده‌اند، در حالی که تأمین مالی از محل بدهی‌ها بیشتر از بازپرداخت آنها بوده است. مقادیر میانه متغیرهای تأمین مالی خارجی نزدیک به صفر هستند و نشان می‌دهد که دنباله راست توزیع مقادیر میانگین مثبت آنها را به عقب سوق می‌دهد. مقدار میانگین $TACC$ ، $CACC$ و $NCACC$ به ترتیب $۰/۱۵۹$ ، $۰/۰۴۱$ و $۰/۰۱۵$ می‌باشد. این مقادیر میانگین و میانه مثبت نشان می‌دهد که دارایی‌های شرکت‌ها در طول دوره نمونه ما افزایش پیدا کرده است.

نگاره (۱). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	انحراف معیار	چارک اول	چارک سوم	میانه
$\Delta XFIN$	۰/۰۴۶	۰/۲۲۶	۰/۱۵۹	۰/۰۷۴	۰/۰۳۳
$\Delta EQUITY$	۰/۱۰۲	۰/۱۶۶	۰/۱۵۶	۰/۰۲۷	۰/۰۷۸
$\Delta DEBT$	۰/۰۵۶	۰/۱۳۵	۰/۰۲۰	۰/۱۳۴	۰/۰۵۴
$\Delta SDESBT$	۰/۰۵۰	۰/۱۱۸	۰/۰۰۹	۰/۱۲۱	۰/۰۴۳
$\Delta LDEBT$	۰/۰۰۶	۰/۰۷۳	۰/۰۰۵	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰
TACC	۰/۱۵۹	۰/۳۱۷	۰/۰۱۱	۰/۳۳۱	۰/۱۵۹
CACC	۰/۰۴۰	۰/۱۵۶	۰/۰۴۲	۰/۱۳۱	۰/۰۴۱
NCACC	۰/۰۱۶	۰/۲۶۰	۰/۰۱۵	۰/۲۱۹	۰/۰۱۲

نگاره شماره ۲، ضریب همبستگی پیرسون بین تأمین مالی خارجی و اقلام تعهدی را نشان می‌دهد. تعدادی از روابط قابل توجه هستند. به ویژه، ضریب همبستگی بین $\Delta XFIN$ و $TACC$ برابر با $۰/۶۵۱$ که حاکی از وجود یک رابطه مثبت قوی می‌باشد. همچنین، رابطه $\Delta XFIN$ با $CACC$ و $NCACC$ به ترتیب $۰/۵۱۵$ و $۰/۴۸۵$ می‌باشد. علاوه بر این، رابطه بین تأمین مالی خارجی با اقلام تعهدی سرمایه در گردش و اقلام تعهدی بلند مدت متفاوت از هم می‌باشد. رابطه بین تأمین مالی از محل بدهی‌های کوتاه مدت و بدهی‌های بلند مدت منفی ($-۰/۰۵۲$) است که نشان می‌دهد که ممکن است معاملات مجدداً تأمین مالی شوند (مثلاً اخذ وام بلند مدت برای بازپرداخت بدهی‌های کوتاه مدت و بالعکس).

$$\Delta XFIN_t = \Delta EQUITY_t + \Delta DEBT_t$$

$\Delta EQUITY_t$: جمع خالص جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی مرتبط با سرمایه در پایان سال مالی t که با استفاده از متوسط دارایی‌ها نرمال می‌شود.

$\Delta DEBT_t$: جمع خالص جریان‌ات نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی بدهی در پایان سال مالی t که با استفاده از متوسط دارایی‌ها نرمال می‌شود.

$$\Delta EQUITY_t = \Delta(TA_t - TL_t) - NI_t$$

TA_t : جمع دارایی‌ها در پایان سال مالی t

TL_t : جمع بدهی‌ها در پایان سال مالی t

NI_t : سود خالص سال مالی t

$$\Delta DEBT_t = \Delta SDEBT_t + \Delta LDEBT_t$$

$\Delta SDEBT_t$: تغییر در بدهی‌های کوتاه مدت در پایان سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی t که با استفاده از متوسط دارایی‌ها نرمال می‌شود.

$\Delta LDEBT_t$: تغییر در بدهی‌های بلند مدت در پایان سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی t که با استفاده از متوسط دارایی‌ها نرمال می‌شود.

$TACC_t$: اقلام تعهدی کل در پایان سال مالی t که با استفاده از متوسط دارایی‌ها نرمال می‌شود.

$$TACC_t = CACC_t + NCACC_t$$

$CACC_t$: اقلام تعهدی سرمایه در گردش در پایان سال مالی t نرمال شده توسط متوسط دارایی‌ها

$NCACC_t$: اقلام تعهدی بلندمدت در پایان سال مالی t نرمال شده با استفاده از متوسط دارایی‌ها

$$CACc_t = \Delta(CA_t - Ct) - \Delta(CL_t - SDEBT_t)$$

CA_t : دارایی‌های جاری در پایان سال مالی t

C_t : وجه نقد و معادل وجه نقد در پایان سال مالی t

CL_t : بدهی‌های جاری در پایان سال مالی t

$SDEBT_t$: بدهی‌های کوتاه مدت در پایان سال مالی t

$$NCACC_t = \Delta(TA_t - CA_t) - \Delta(TL_t - CL_t - LDEBT_t)$$

$LDEBT_t$: بدهی‌های بلند مدت در پایان سال مالی t

نگاره شماره (۲). ضریب همبستگی پیرسون

NCACC	CACC	TACC	LDEBT	SDESBT	DEBT	EQUITY	$\Delta XFIN$	ضریب همبستگی پیرسون
۰/۴۸۵*	۰/۵۱۵*	۰/۶۵۱*	۰/۳۸۴*	۰/۵۴۸*	۰/۶۸۵*	۰/۸۰۵*	۱	$\Delta XFIN$
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰		
۰/۲۵۲*	۰/۳۰۶*	۰/۳۵۷*	۰/۱۲۱*	۰/۰۶۱	۰/۱۱۸*	۱	۰/۸۰۵*	$\Delta EQUITY$
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۱۰۵	۰/۰۰۲		۰/۰۰۰	
۰/۵۰۳*	۰/۴۸۶*	۰/۶۵۱*	۰/۴۹۵*	۰/۸۴۲*	۱	۰/۱۱۸*	۰/۶۸۵*	$\Delta DEBT$
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰		۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	
۰/۵۵۴*	۰/۵۳۶*	۰/۷۱۷*	-۰/۰۵۲	۱	۰/۸۴۲*	۰/۰۶۱	۰/۵۴۸*	$\Delta SDESBT$
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۷۰		۰/۰۰۰	۰/۱۰۵	۰/۰۰۰	
۰/۰۳۸	۰/۰۲۷	۰/۰۴۹	۱	-۰/۰۵۲	۰/۴۹۵*	۰/۱۲۱*	۰/۳۸۴*	$\Delta LDEBT$
۰/۱۱۰	۰/۳۳۱	۰/۱۹۰		۰/۱۷۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	
۰/۸۷۲*	۰/۵۸۲*	۱	۰/۰۴۹	۰/۷۱۷*	۰/۶۵۱*	۰/۳۵۷*	۰/۶۵۱*	TACC
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰		۰/۱۹۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	
۰/۱۰۹*	۱	۰/۵۸۱*	۰/۰۳۷	۰/۵۳۶*	۰/۴۸۶*	۰/۳۰۶*	۰/۵۱۵*	CACC
۰/۰۰۴		۰/۰۰۰	۰/۳۳۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	
۱	۰/۱۰۹*	۰/۸۷۲*	۰/۰۳۸	۰/۵۵۴*	۰/۵۰۳*	۰/۲۵۲*	۰/۴۸۵*	NCACC
	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰	۰/۱۱۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	

* در سطح خطای ۱٪ معنی دار است.

نتایج آزمون فرضیات

در این قسمت با تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، به آزمون فرضیه‌های مطرح شده پرداخته می‌شود. برای بررسی اثر اجزای اقلام تعهدی بر روی رابطه تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام، مدل‌های مشابهی با جایگزین کردن اقلام تعهدی کل از طریق اقلام تعهدی سرمایه در گردش و اقلام تعهدی بلندمدت مورد استفاده قرار گرفته است. در نگاره‌های شماره ۳ تا ۵، نتایج رگرسیون بازده سهام تعدیل شده و فعالیت‌های تأمین مالی خارجی در حضور اندازه‌های اجزای اقلام تعهدی حسابداری و با کنترل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار ارائه شده است.

در فرضیه اول، هدف بررسی رابطه بین فعالیت‌های تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام با توجه به اقلام تعهدی سرمایه

در گردش و اقلام تعهدی بلند مدت (یعنی هر دو طبقه اقلام تعهدی) بود. نتایج آزمون این فرضیه، در نگاره شماره ۳ ارائه شده است. همان گونه که مشاهده می‌شود، در حضور کنترل متغیر اقلام تعهدی کل، رابطه معنی داری بین تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام وجود ندارد. با توجه به نگاره شماره ۳، ضریب تأمین مالی خارجی مساوی ۰/۰۶۰- است، اما با توجه به سطح اهمیت (۰/۲۳۳) از لحاظ آماری معنی دار نمی‌باشد. این بدان معنا است که رابطه تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام، به حضور اقلام تعهدی کل واکنش نشان نمی‌دهد و در نتیجه فرضیه اول تأیید نمی‌شود. همچنین، تأمین مالی از محل سرمایه، تأمین مالی از محل بدهی، تأمین مالی از محل بدهی کوتاه مدت و تأمین مالی از محل بدهی بلند مدت با بازده آتی سهام رابطه معنی داری ندارند.

نگاره شماره (۳). نتایج روابط شماره ۱، ۲ و ۳

متغیر	رابطه (۱)		رابطه (۲)		رابطه (۳)	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
عرض از مبدأ	۰/۰۰۱	-	۰/۰۰۱	-	۰/۰۰۱	-
LOG SIZE	۰/۰۰۳	-۰/۱۱۷	۰/۰۰۳	-۰/۱۱۷	۰/۰۰۳	-۰/۱۱۹
BVMV	۰/۰۰۱	-۰/۱۳۱	۰/۰۰۱	-۰/۱۳۰	۰/۰۰۱	-۰/۱۳۰
$\Delta XFIN$	۰/۲۳۳	-۰/۰۶۰	-	-	-	-
$\Delta EQUITY$	-	-	۰/۲۷۵	-۰/۰۴۶	۰/۲۵۷	-۰/۰۵۰
$\Delta DEBT$	-	-	۰/۵۱۷	-۰/۰۳۲	-	-
$\Delta SDESBT$	-	-	-	-	۰/۴۸۸	-۰/۰۳۹

متغیر	رابطه (۱)		رابطه (۲)		رابطه (۳)	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
$\Delta LDEBT$	-	-	-	-	۰/۸۰۷	-۰/۰۰۹
TACC	۰/۸۶۹	۰/۰۰۸	۰/۸۹۹	۰/۰۰۷	۰/۷۹۵	۰/۰۱۶
آماره F	۴/۶۴۵		۳/۷۱۲		۳/۱۰۵	
احتمال	۰/۰۰۱		۰/۰۰۳		۰/۰۰۵	
R	۰/۱۶۱		۰/۱۶۱		۰/۱۶۱	
R^2 تعدیل شده	۰/۰۲۰		۰/۰۱۹		۰/۰۱۸	
آماره دوربین-واتسون	۱/۵۶۹		۱/۵۶۹		۱/۵۷۰	

نتایج مدل پنجم در ستون دوم جدول شماره ۴ نیز نشان می‌دهد زمانی که تغییر اقلام تعهدی سرمایه در گردش کنترل می‌گردد، ضرایب متغیرهای تأمین مالی از محل سرمایه و تأمین مالی از محل بدهی منفی باقی می‌مانند، اما همچنان از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشند.

در ستون آخر جدول شماره ۴ نیز شواهد مشابهی برای تأمین مالی از محل سرمایه، تأمین مالی از محل بدهی کوتاه مدت و تأمین مالی از محل بدهی بلند مدت ارائه شده است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هیچ‌کدام از اندازه‌های فعالیت‌های تأمین مالی خارجی پس از کنترل اقلام تعهدی سرمایه در گردش از قدرت پیش‌بینی‌کنندگی بازده آتی سهام برخوردار نیستند. در نتیجه، فرضیه پنجم نیز تأیید نمی‌شود.

نگاره شماره ۴، نتایج بررسی رابطه بین فعالیت‌های تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام را با منظور نمودن اقلام تعهدی سرمایه در گردش ارائه می‌کند. زمانی که متغیر اقلام تعهدی سرمایه در گردش همراه متغیر تأمین مالی خارجی در مدل رگرسیون وارد می‌شود، ضرایب متغیر فعالیت‌های تأمین مالی خارجی همچنان منفی باقی می‌ماند اما از لحاظ آماری معنی‌دار نیست. ضریب متغیر تأمین مالی خارجی مساوی $-۰/۰۶۷$ می‌باشد این بدان معنا است که رابطه تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام، به حضور اقلام تعهدی سرمایه در گردش واکنش نشان نمی‌دهد. ضریب متغیر اقلام تعهدی سرمایه در گردش نیز برابر $۰/۰۲۳$ است که به لحاظ آماری معنی‌دار نشده است.

نگاره شماره (۴). نتایج روابط شماره ۴، ۵ و ۶

متغیر	رابطه (۴)		رابطه (۵)		رابطه (۶)	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
عرض از مبدأ	۰/۰۰۱	-	۰/۰۰۱	-	۰/۰۰۱	-
Log SIZE	۰/۰۰۳	-۰/۱۱۵	۰/۰۰۳	-۰/۱۱۵	۰/۰۰۳	-۰/۱۱۵
BVMV	۰/۰۰۱	-۰/۱۲۸	۰/۰۰۱	-۰/۱۲۸	۰/۰۰۱	-۰/۱۲۸
$\Delta XFIN$	۰/۱۲۹	-۰/۰۶۷	-	-	-	-
$\Delta EQUITY$	-	-	۰/۲۱۵	-۰/۰۵۰	۰/۱۹۹	-۰/۰۵۳
$\Delta DEBT$	-	-	۰/۳۷۴	-۰/۰۳۸	-	-
$\Delta SDESBT$	-	-	-	-	۰/۳۴۱	-۰/۰۴۲
$\Delta LDEBT$	-	-	-	-	۰/۸۱۳	-۰/۰۰۹
CACC	۰/۵۹۶	۰/۰۲۳	۰/۶۰۷	۰/۰۲۳	۰/۵۴۴	۰/۰۲۸
آماره F	۴/۷۱۰		۳/۷۶۳		۳/۱۵۷	
احتمال	۰/۰۰۱		۰/۰۰۲		۰/۰۰۵	
R	۰/۱۶۲		۰/۱۶۲		۰/۱۶۲	
R^2 تعدیل شده	۰/۰۲۱		۰/۰۱۹		۰/۰۱۸	
آماره دوربین-واتسون	۱/۵۷۰		۱/۵۶۹		۱/۵۷۱	

نتایج ارائه شده در ستون آخر جدول شماره ۵ حاکی از آن است که هنگامی که ارقام تعهدی بلند مدت کنترل می‌گردد، ضرایب متغیرهای تأمین مالی از محل سرمایه و تأمین مالی از محل بدهی بلند مدت نیز از لحاظ آماری معنی‌دار نیستند. ضریب متغیر تأمین مالی از محل بدهی کوتاه مدت به $0/025$ - (در مقایسه با ضریب آن در مدل ۳ یعنی $0/039$ -، زمانی از ارقام تعهدی کل به عنوان متغیر کنترلی استفاده می‌شود) یعنی بیشتر از ۳۵ درصد کاهش می‌یابد. از این رو، شواهد کافی برای تأیید فرضیات دوم و سوم وجود ندارد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که خالص تأمین مالی از طریق سرمایه و بدهی پس از کنترل ارقام تعهدی بلند مدت قدرت پیش‌بینی بازده آتی سهام را ندارند. قدرت پیش‌بینی خالص تأمین مالی از محل سرمایه و بدهی کاهش می‌یابد. در نتیجه فرضیه چهارم نیز تأیید نمی‌شود.

نگاره شماره ۵، نتایج بررسی رابطه بین فعالیت‌های تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام را با کنترل ارقام تعهدی بلند مدت ارائه می‌کند. زمانی که ارقام تعهدی بلندمدت همراه با فعالیت‌های تأمین مالی خارجی در مدل وارد می‌گردد، رابطه بین فعالیت‌های تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام به صورت منفی با ضریب برابر با $0/051$ - به دست آمده است که از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد. همچنین ضریب متغیر ارقام تعهدی بلند مدت برابر با $0/006$ - است که این متغیر نیز از لحاظ آماری معنی‌دار نیست. نتایج رابطه هشتم در ستون دوم جدول شماره ۵ حاکی از آن است که در حضور ارقام تعهدی بلند مدت، ضرایب متغیرهای تأمین مالی از محل سرمایه و تأمین مالی از محل بدهی معنی‌دار نیست اما ضریب متغیر تأمین مالی از محل بدهی به $0/024$ - می‌رسد (نسبت به زمانی که ارقام تعهدی کل وارد مدل می‌گردد که در آن صورت $0/320$ - می‌باشد) یعنی حدوداً ۲۵ درصد کاهش می‌یابد.

نگاره شماره (۵). نتایج روابط شماره ۷، ۸ و ۹

متغیر	رابطه (۷)		رابطه (۸)		رابطه (۹)	
	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب
عرض از مبدأ	$0/001$	-	$0/001$	-	$0/001$	-
Log SIZE	$0/005$	$-0/114$	$0/005$	$-0/114$	$0/005$	$-0/115$
BVMV	$0/001$	$-0/131$	$0/001$	$-0/130$	$0/001$	$-0/130$
$\Delta XFIN$	$0/237$	$-0/051$	-	-	-	-
$\Delta EQUITY$	-	-	$0/291$	$-0/042$	$0/286$	$-0/043$
$\Delta DEBT$	-	-	$0/579$	$-0/024$	-	-
$\Delta SDESBT$	-	-	-	-	$0/582$	$-0/025$
$\Delta LDEBT$	-	-	-	-	$0/824$	$-0/008$
NCACC	$0/888$	$-0/006$	$0/857$	$-0/008$	$0/903$	$-0/006$
آماره F	۴/۶۴۳		۳/۷۱۵		۳/۰۹۶	
احتمال	$0/001$		$0/003$		$0/005$	
R	$0/161$		$0/161$		$0/161$	
R^2 تعدیل شده	$0/020$		$0/019$		$0/018$	
آماره دوربین-واتسون	۱/۵۶۹		۱/۵۶۸		۱/۵۶۹	

سرمایه‌گذاری، ریسک ناشی از تغییر در ترکیب اختیارات رشد و دارایی‌ها و ریسک پریشانی. در این پژوهش، رابطه این ناهنجاری‌های شناخته شده در بازار با تفکیک ارقام تعهدی (ارقام تعهدی سرمایه در گردش و ارقام تعهدی بلند مدت) بررسی گردید.

نتیجه‌گیری و بحث

مطالعات اخیر (دیچاو و همکاران، ۲۰۰۸؛ پاپاناستاسوپولوس و همکاران، ۲۰۱۱) نشان می‌دهند که ارتباط تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام به طور عمده اثر ناهنجاری ارقام تعهدی را می‌پذیرد. پشتوانه چنین رابطه‌ای می‌تواند چندین نیروی محرک باشد: مدیریت زمان‌بندی بازار، مدیریت سود، بیش-

نتایج نشان می‌دهد که با وجود اقلام تعهدی کل و اقلام تعهدی سرمایه در گردش، هیچ‌کدام از متغیرهای فعالیت‌های تأمین مالی خارجی توانایی پیش‌بینی بازده آتی سهام را ندارند که این نتایج با نتایج تحقیقات پیشین مطابقت ندارد (دیچاو و همکاران، ۲۰۰۸؛ پاپاناستاسوپولوس و همکاران، ۲۰۱۱، چوون و همکاران، ۲۰۰۶). با این حال، در حضور اقلام تعهدی بلندمدت، رابطه بین فعالیت‌های تأمین مالی خارجی و اقلام تعهدی با بازده آتی سهام منفی است و نشان از وجود این دو ناهنجاری در بازار می‌باشد ولی از لحاظ آماری معنی‌دار نیست. از این رو، قدرت پیش‌بینی فعالیت‌های تأمین مالی خارجی در مورد بازده آتی سهام کاهش یافته است. این نتایج که ناهنجاری تأمین مالی خارجی و ناهنجاری اقلام تعهدی ممکن است از اقلام بلند مدت ناشی شود، نشان می‌دهد که فرضیه بیش‌سرمایه‌گذاری (فرضیه سوم) می‌تواند توضیحی مناسب برای تفسیر آن‌ها باشد. به عبارت دیگر، این نتایج از فرضیه مدیریت زمان‌بندی بازار حمایت نمی‌کنند به این دلیل که این فرضیه پیش‌بینی می‌کند که این رابطه باید توسط اقلام تعهدی سرمایه در گردش و اقلام تعهدی بلند مدت کنترل شود. به طور مشابه، در مورد فرضیه سوءتفاهم مدیریت سود، نتایج از تأثیری که تنها از اقلام تعهدی بلند مدت و نه از هر دو جزء اقلام تعهدی ناشی می‌شود، حمایت می‌کند.

این پژوهش ریسک پریشانی و ریسک سیاست‌های سرمایه‌گذاری واقعی را به عنوان عواملی تأثیرگذار بر رابطه بین ناهنجاری تأمین مالی خارجی و ناهنجاری اقلام تعهدی مستثنی می‌کند. همچنین، سایر عوامل محرک رایج را متمایز می‌کند. یافته‌ها نشان می‌دهد که سوءتفاهم سرمایه‌گذاران در مورد بیش‌سرمایه‌گذاری نقش ملموس‌تری در توضیح این ناهنجاری‌ها ایفا می‌کند، در حالی که تصمیمات مدیریتی مبتنی بر زمان توانایی توضیحی برای آن‌ها ندارد. با این حال، نمی‌توان احتمال عکس‌العمل سرمایه‌گذاران به بیش‌سرمایه‌گذاری را که می‌تواند همراه با عدم موفقیت در شناخت مدیریت سود فرصت‌طلبانه باشد، نادیده گرفت. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که توانایی پیش‌بینی اشکال مختلف فعالیت‌های تأمین مالی خارجی (کوتاه مدت در مقابل بلند مدت) برای تغییرات در قیمت آتی سهام متفاوت است و نباید به طور همگن در تمام دسته‌بندی‌های اقلام تعهدی در نظر گرفته شود. با توجه به نتایج و شواهد پژوهش، به سهامداران و سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود فرضیه بیش‌سرمایه‌گذاری را مورد توجه قرار دهند.

تجزیه و تحلیل نتایج این پژوهش پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی در بر دارد. این موضوع که آیا همه طبقات اقلام

تعهدی بلندمدت تأثیر مشابهی بر ناهنجاری تأمین مالی خارجی دارند قابل بررسی است. همچنین، می‌توان کاربردهای مدیریت سود در قابلیت پیش‌بینی بازده سهام با توجه به فعالیت‌های تأمین مالی را با در نظر گرفتن اقلام تعهدی بررسی کرد.

فهرست منابع

- * پورحیدری، امید و عباس غفارلو. (۱۳۹۰). "تأمین مالی و تغییرات سطح حافظه‌کاری مشروط حسابداری"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۶، صص ۱۵-۲۸.
- * جعفری صمیمی، احمد. یحیی‌زاده‌فر، محمود و میرکریم عبادی‌دولت‌آبادی. (۱۳۸۳). "بررسی رابطه روش‌های تأمین مالی (منابع خارجی) و بازده و قیمت سهام شرکت‌های بورس تهران"، دومانه‌نامه علمی-پژوهشی دانشگاه شاهد، سال یازدهم، شماره ۵، صص ۳۷-۴۷.
- * رهنمای‌رودپشتی، فریدون و سعید گل‌کاریان. (۱۳۸۴). "ارزیابی آثار شیوه‌های افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مدیرساز، شماره ۱۷، صص ۷۹-۸۸.
- * شمس‌عالم، حسام. (۱۳۷۵). "تأثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- * کردستانی، غلامرضا و مظاهر نجفی‌عمران. (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده آتی سهام"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم، شماره دوم، صص ۷۵-۱۰۸.
- * گازران، منیره. (۱۳۸۴). بررسی و مقایسه‌ی آثار ناشی از روش‌های مختلف افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد دانشکده‌ی علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهرا تهران.
- * میرمحرابی، هادی. (۱۳۸۰). "بررسی رابطه بین افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی تهران.
- * یحیی‌زاده فر، محمود و اسماعیل ابونوری. (۱۳۸۳). "بررسی اثر انتشار حق تقدم بر بازده سود سهام در بازار اوراق بهادار تهران"، مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران، شماره ۱۵، صص ۱۲۹-۱۴۶.

- * Loughran, T., & Ritter, J. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *Journal of Finance*, 52, pp: 1823-1850.
- * Lyandres, E., Sun, L., & Zhang, L. (2008). The new issues puzzle: testing the investment-based explanation. *Review of Financial Studies*, 21, pp: 2825-2855.
- * Papanastasopoulos, G., Thomakos, D., & Wang, T. (2011). Accruals and the performance of stock returns following external financing activities. *The British Accounting Review*, 43, pp: 214-229
- * Pontiff, J., & Woodgate, A. (2008). Share outstanding and cross sectional returns. *Journal of Finance*, 63, pp: 921-945.
- * Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, pp: 101-122.
- * Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M., & Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp: 437-485.
- * Ritter, J. (2003). Investment banking and securities issuance. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), *Handbook of economics and finance* (pp. 255-306). Amsterdam: North-Holland.
- * Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71, pp: 289-315.
- * Teoh, S., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, pp: 63-99.
- * Thomas, J., & Zhang, H. (2008). Inventory changes and future returns. *Review of Accounting Studies*, 7, pp: 163-187.
- * Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review*, 76, pp: 357-373
- * Anderson, C., & Garcia-Feijoo, L. (2006). Empirical evidence on capital investment, growth options, and security returns. *Journal of Finance*, 61, pp: 171-194.
- * Berk, J., Green, R., & Naik, V. (1999). Optimal investment, growth options, and security returns. *Journal of Finance*, 54, pp: 1153-1608.
- * Bradshaw, M., Richardson, S., & Sloan, R. (2006). The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42, pp: 53-85.
- * Chan, K., Chan, L., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2006). Earnings quality and stock returns. *Journal of Business*, 79, pp: 1041-1082.
- * Cohen, D., & Lys, T. (2006). Weighing the evidence on the relation between external corporate financing activities, accruals and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42, pp: 87-105.
- * Collins, D., & Hribar, P. (2002). Earnings-based and accrual-based market anomalies: one effect or two? *Journal of Accounting and Economics*, 29, pp: 101-123.
- * Core, J., Guay, W., & Verdi, R. (2008). Is accruals quality a priced risk factor? *Journal of Accounting and Economics*, 46, pp: 2-22.
- * Daniel, K., & Titman, S. (2006). Market reactions to tangible and intangible information. *Journal of Finance*, 61, pp: 1605-1643.
- * Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, pp: 344-401.
- * Dechow, P., Richardson, S., & Sloan, R. (2008). The persistence and pricing of the cash component of earnings. *Journal of Accounting Research*, 46, pp: 537-566.
- * Eckbo, E., Masulis, R., & Norli, O. (2000). Seasoned public offerings: resolution of the 'new issues puzzle'. *Journal of Financial Economics*, 56, pp: 251-291.
- * Fama, E., & French, K. (2008). Dissecting anomalies. *Journal of Finance*, 63, pp: 1653-1678.
- * Frank, M. Z. and Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67, pp: 217-248
- * Hardouvelis, G., Papanastasopoulos, G., Thomakos, D., & Wang, T. (2010). External financing, growth and stock returns. *European Financial Management*, . forthcoming.
- * Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp: 85-107.
- * Heron, R., & Lie, E. (2004). A comparison of the motivations for and the information content of different types of equity offerings. *Journal of Business*, 77, pp: 605-632.
- * Khan, M. (2008). Are accruals really mispriced? Evidence from tests of an intertemporal capital asset pricing model. *Journal of Accounting and Economics*, 45, pp: 55-77.

یادداشت ها

¹ . Agency-related overinvestment

² . Distress risk

³ . risk induced by changes in the mix of growth options and assets in place

⁴ . The cash flow conservation equation

⁵ . Papanastasopoulos & Thomakos & Wang

⁶ . Heron & Lie

⁷ . Rangan

⁸ . Berk & Green & Naik

⁹ . Anderson & Garcia-Feijoo

¹⁰ . Lyandres & Sun & Zhang

¹¹ . Xie

¹² . Chan & Chan & Jegadeesh & Lakonishok

¹³ . Sloan

¹⁴ . Richardson & Sloan & Soliman

¹⁵ . Cohen & Lys

¹⁶ . Hardouvelis & Papanastasopoulos & Thomakos & Wang

¹⁷ . Papanastasopoulos & Thomakos & Wang

¹⁸ . Bradshaw & Richardson & Sloan

¹⁹ . www.codal.ir