

بررسی نقش خوش بینی مدیریت در ارتباط تامین مالی خارجی با عملکرد سهام در شرکت-های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سودابه السادات میر باقری^۱، رضوانه السادات سید رضایی^۲، مریم شهری^۳

^۱ کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی شاهرود، شاهرود، ایران

ascom1367@gmail.com

^۲ کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، شاهرود، ایران

ymcom1376@gmail.com

^۳ استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، شاهرود، ایران

Maryam.Shahri@iau.ac.ir

چکیده

یکی از نکات اساسی مورد توجه مدیران مالی بنگاههای اقتصادی، روشها و میزان تامین مالی است. شرکت ها به منظور اجرای پروژه سودآوری و دستیابی به حداکثر بازدهی در جهت افزایش ثروت سهامداران خود، از منابع مالی مختلف به شیوه های گوناگون استفاده می کنند. هدف این تحقیق، بررسی نقش خوش بینی مدیریت در ارتباط تامین مالی خارجی با عملکرد سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ی زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ می باشد. این پژوهش با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده های ترکیبی برای آزمون فرضیه ها استفاده خواهد شد. برای انتخاب این که در تخمین الگوها از روش تلفیقی یا تابلویی استفاده شود، از آزمون F لیمر استفاده خواهد شد. نتایج تحقیق نشان می دهد، فرضیه ی اول تحقیق خوش بینی مدیریت بر ارتباط تامین مالی از طریق بدهی با عملکرد سهام طبق ضریب و سطح خطای متغیر (تامین مالی خارجی از طریق بدهی ها*خوش بینی مدیریت) به ترتیب برابر (۰/۲۳۶-) و (۰/۰۰۹) می باشد که نشان دهنده رابطه منفی و معنادار این متغیر با عملکرد سهام می باشد. همچنین طبق نتیجه ی دوم تحقیق، خوش بینی مدیریت بر ارتباط تامین مالی از طریق انتشار سهام جدید با عملکرد سهام طبق ضریب و سطح خطای متغیر (تامین مالی خارجی از طریق انتشار سهام*خوش بینی مدیریت) به ترتیب برابر (۰/۲۱۳-) و (۰/۰۰۴) بوده که نشان دهنده رابطه منفی و معنادار این متغیر با عملکرد سهام می باشد.

واژگان کلیدی: عملکرد سهام، بازده تجمعی سهام، تامین مالی خارجی، خوش بینی مدیریت

۱- مقدمه

امروزه، فرصت طلبانه بودن معاملات با اشخاص وابسته، یکی از عواملی است که به ویژه در کشورهای آسیایی که روابط تجاری در آنها به گونه ای است که انجام معاملات با اشخاص وابسته را آسان می کند، موجب کاهش ارزش سرمایه می شود. اخیراً توجه به معاملات با اشخاص وابسته افزایش یافته است. یکی از دلیل این توجه وجود تقلب در شرکت های بزرگ مانند انرون^۱ می باشد که به ورشکستگی انجامید. یکی تقلب مالی انجام شده توسط انرون معاملات صوری و ساختگی با اشخاص وابسته بوده است. این موضوع موجب تقاضا برای مکانیزم های نظارتی بیشتر و دقیق تر برای معاملات با اشخاص وابسته، افزایش یابد. استفاده کنندگان صورتهای مالی، معاملات با اشخاص وابسته را به عنوان شاخص حسابداری تهاجمی در نظر می گیرند (میتا و یوتاما، ۲۰۱۴). یکی از این نقاط، معاملات با اشخاص وابسته است که به شرکتها اجازه می دهد سود را دلخواهانه کم یا زیاد کنند. از سوی دیگر، با وجود آنکه از منظر حسابرسی، معاملات با اشخاص وابسته شاخص بالقوه ریسک حسابرسی محسوب می شود، ناتوانی حسابرسان در شناسایی این معاملات، جزء یکی از کاستیهای موجود در حسابرسی است.

معامله با اشخاص وابسته از ویژگی های معمول فعالیت های تجاری است. برای مثال برخی واحدهای تجاری بخشی از فعالیت های خود را از طریق واحد های تجاری فرعی، مشارکت های خاص و واحدهای تجاری وابسته انجام می دهند. معامله با اشخاص وابسته می تواند بر وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف پذیری مالی واحد تجاری تأثیرگذار باشد. تحقیقات صورت گرفته نشان می دهد که وجود معاملات با اشخاص وابسته، جزء مواردی است که می تواند منجر به دستکاری های مدیریت یا جدید ارائه در رابطه با اطلاعات مالی گردد. اینگونه معاملات، گوناگون هستند و اغلب شامل معاملات پیچیده ای بین بنگاه و مدیران اصلی، مدیران ارشد اجرایی، مالکان و واحدهای تجاری وابسته به آن واحد می باشند (گوردن و هنری، ۲۰۰۵). اکثر شرکتها و واحدهای تجاری تمایل به هموارسازی سود دارند. در واقع هموارسازی سود به معنی نقش مدیران شرکت در راستای تعدیل نوسان های سودهای تحقق یافته شرکتشان است. بر این اساس در صورتی که عملکرد جاری شرکت ضعیف باشد، مدیران به هموارسازی سود از طریق افزایش تعهدات تمایل دارند و سودهای آتی را به عاریه می گیرند (قرضی می گیرند) و در صورتی که عملکرد جاری شرکت خوب باشد مدیران تمهیدات کاهنده سود را انتخاب کرده و سود را برای دوره آتی ذخیره می کنند (صادق زارعی، ۱۳۹۱). بنابراین هرچقدر معاملات با اشخاص وابسته بیشتر باشد، انگیزه و امکان هموارسازی سود که یک نوع مدیریت سود محسوب می شود، افزایش خواهد یافت که در نهایت به رسوایی ختم خواهد شد.

مدیریت سود روشی است که توسط مدیریت جهت دستکاری دادهها به کار می رود و نوعی اقدام آگاهانه با هدف طبیعی نشان دادن سود شرکت جهت رسیده به یک سطح مطلوب و مورد نظر می باشد. مدیریت سود زمانی اتفاق می افتد که مدیران با استفاده از قضاوت در گزارشگری مالی و ساختار مبادلات جهت گمراه نمودن بعضی از ذینفعان شامل سرمایه گذاران و ...، درباره عملکرد اقتصادی شرکت، در گزارشگری مالی تغییر ایجاد می کند. در واقع مدیریت سود به مداخله عمومی مدیریت در فرآیند تعیین سود که در راستای اهداف دلخواه مدیریت می باشد، نامیده می شود.

رسوایی‌های حسابداری، نگرانی‌های بسیاری میان قانون‌گذاران و فعالان بازار به وجود آورده است. بحرانهای مالی شرکتها که بر ریسک ذاتی معاملات با اشخاص وابسته به عنوان ابزاری قدرتمند در انجام تقلبهای مالی و تصاحب منابع سهامداران سایه افکنده است، پرده‌ها را کنار میزند تا راه فرارهای قانونی که الزامات موجود افشا را تحت تأثیر قرار می‌دهد، آشکار شود (شعری و حمیدی، ۱۳۹۲). در واقع رسوایی‌های اخیر مالی در برخی از شرکت‌ها، نقاط ضعف موجود در گزارشگری مالی را برجسته‌تر ساخته است و معاملات با اشخاص وابسته از جمله مواردی است که به وضوح قابل مشاهده است. استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی، وجود معاملات با اشخاص وابسته را نشانه‌ای (دلیلی) احتمالی، برای مدیریت سود می‌دانند (دستکاری سود وسط مدیران واحد جاری) و اغلب حسابرسی اینگونه معاملات مشکل است زیرا دارای ریسک بالای بالقوه‌ای در حسابرسی می‌باشند. مشارکت مدیران اصلی و مدیران ارشد واحد تجاری و یا اشخاص وابسته در اینگونه معاملات برای کسب منابع واحد تجاری، انگیزه‌ی لازم را برای مدیریت برای هموارسازی و عدیل سود و حتی احتمالاً افزایش عایدی و یا پنهان ساخت احتمالی کاهش در دارایی‌ها (کاهش منابع)، ایجاد می‌کند (گوردن و هنری، ۲۰۰۵). به طور کلی معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند به نفع مدیران و در راستای تصاحب منابع سهامداران انجام گیرد. اگر به این شیوه به معاملات با اشخاص وابسته نگریسته شود، این معاملات با بیشینه سازی ثروت سهامداران ناسازگار خواهد بود. از این رو، معاملات با اشخاص وابسته، توجه دانشگاهیان و سازمانهای حرفه‌ای را معطوف خود کرده و نگرانی نسبت به استفاده متقلبانه از این معاملات و عدم افشای آنها، کانون تمرکز قرار گرفته است. با توجه به آنکه معاملات با اشخاص وابسته، خطر زیان دیدن ذینفعان را افزایش می‌دهد، تفاضا برای نظارت بر این معاملات وجود دارد. نظارتها مانع خروج ثروت از شرکت توسط اشخاص وابسته یا گزارشگری متقلبانه می‌شود که این امر با پذیرش سازوکارهای حاکمیت شرکتی تحقق پیدا می‌کند. مدیریت سود در درجه‌ی اول از طریق اعمال مدیریت قابل دستیابی است، که دستیابی به سطح سود مطلوب را از طریق انتخاب‌های حسابداری در اصول پذیرفته‌شده حسابداری آسان‌تر می‌سازد، این موضوع به طور معمول از طریق دست‌کاری‌های اقلام تعهدی اختیاری ایجاد شده است که به ارائه‌ی برخی از مشکلات برای یک گزارش سود کیفی و واقعی در بازارهای نوظهور نظیر بورس تهران می‌پردازد. با توجه به انگیزه‌های موجود در معاملات با اشخاص وابسته در جهت مدیریت سود و با اتخاذ برخی تصمیمات در خصوص اینگونه معاملات انگیزه دستکاری سود، می‌تواند افزایش یابد، بنابراین نیازی احساس می‌شود تا ببینیم آیا معاملات با اشخاص وابسته در ایران در راستای مدیریت سود می‌باشد یا خیر و این که آیا مکانیزم‌های نظارتی می‌تواند در این راستا و در جهت کاهش مدیریت سود، ایفای نقش نماید. بنابراین پژوهش حاضر، در راستای احساس نیاز به غنی‌تر نمودن پژوهش‌های حسابداری در این خصوص و همچنین آگاهی بخشیدن به سرمایه‌گذاران و صاحبان سود، در این رابطه می‌باشد. بر این اساس در این تحقیق به بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر مدیریت سود و تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر این رابطه می‌پردازد.

۲- بیان مسئله

سؤالی مطرح است و آن اینکه از دیدگاه تئوریک چگونه می‌توان این واقعیت را پذیرفت که جریان سود تقسیمی و ریسک‌های مربوط می‌تواند تعیین‌کننده قیمت سهام باشد در حالیکه همانطور که می‌دانیم با تغییر شیوه محاسبه موجودی کالا، استهلاک و ثبت درآمد به راحتی می‌توان میزان سود شرکت را تغییر داد. از آنجا که سود شرکت به وسیله حسابداران قابل دستکاری است و مقدار آن به میل و خواسته مدیران شرکت تغییر می‌یابد، این پرسش مطرح

است که آیا سود شرکت می‌تواند ارزش اقتصادی داشته باشد یا خیر؟ چگونه می‌توانیم بپذیریم که سود شرکت عامل تعیین‌کننده ارزش سهام باشد؟ شاید پاسخ ساده این پرسش این باشد که سود مورد گزارش و سود پیش‌بینی شده به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا بتوانند بر آن اساس جریان سود تقسیمی آینده را پیش‌بینی کنند. به این دلیل است که سرمایه‌گذاران بصورتی آشکار به سود شرکت توجه زیادی می‌کنند. به عنوان مثال اگر انتظار رود که سود شرکت در یک سال ۲۰٪ رشد یابد می‌توان بصورتی معقول انتظار داشت که سود تقسیمی هم در سال با نرخ ۲۰٪ رشد کند.

مدیریت سود

فلسفه مدیریت سود، بهره‌گیری از انعطاف‌پذیری روش‌های استاندارد و اصول پذیرفته شده حسابداری می‌باشد. البته تفسیرهای گوناگونی که می‌توان از روش‌های اجرایی یک استاندارد حسابداری برداشت کرد، از دیگر دلایل وجود مدیریت سود می‌باشد. این انعطاف‌پذیری دلیل اصلی تنوع موجود در روش‌های حسابداری است. در زمانی که تفسیر یک استاندارد بسیار انعطاف‌پذیر است، یکپارچگی داده‌ها ارائه شده در صورت‌های مالی کمتر می‌شود.

دی^۴ (۱۹۸۸) بیان می‌کند که مدیریت سود معمولاً از استفاده مدیران از مزایای عدم تقارن اطلاعاتی ناشی می‌شود. وی حداقل دو مسأله مهم را مطرح نموده است. اولاً، برای افزایش پاداش مدیران که توسط سرمایه‌گذاران تأمین می‌شود، سود دستکاری می‌شود و ثانیاً، سرمایه‌گذاران بالفعل تمایل دارند که بازار برداشت بهتری از ارزش شرکت داشته باشد. بنابراین، انتقال ثروت بالقوه از سرمایه‌گذاران جدید به سرمایه‌گذاران قدیمی که ایجادکننده یک تقاضای داخلی برای مدیریت سود هستند، به وجود می‌آید.

تحقیقات داخلی

حسین نژاد شیروانی (۱۳۹۳) تحقیقی تحت عنوان بررسی تأثیر بدهی کوتاه‌مدت بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر نقش فرصت‌های رشد و اهرم مالی) انجام داد. به این منظور ۱۰۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ را مورد بررسی قرارداد و برای تحلیل و آزمون فرضیات از رگرسیون خطی استفاده نمود. نتایج پژوهش وی بیانگر ارتباطی معکوس بین سررسید بدهی و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین ارتباطی مستقیم و معنادار بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی با مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

ذاکری (۱۳۹۳) تحقیقی تحت عنوان بررسی ارتباط بین سررسید بدهی کوتاه‌مدت و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی انجام داد. وی در تحقیق خود برای اندازه‌گیری مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، از مدل اقلام تعهدی اختیاری طبق مدل تعدیل‌شده جونز استفاده نمود. بدین منظور، اطلاعات مالی ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۱ مورد بررسی قرارداد. روش پژوهش از نوع همبستگی است. با توجه به تحلیل‌ها و فرضیه‌های پژوهش نتایج حاکی از آن است که سررسید بدهی‌های کوتاه‌مدت بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی تأثیر ندارد.

علوی نرمیقی (۱۳۹۴)، تحقیقی تحت عنوان بررسی رابطه‌ی معاملات با اشخاص وابسته و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، انجام داد. برای بررسی این موضوع دو فرضیه تدوین شده و برای تخمین فرضیات از روش پانل دیتا و روش اثر ثابت و اطلاعات شرکت‌های بورس اوراق بهادار طی سالهای ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ از استفاده شده است. در این تحقیق برای معیار ارزش شرکت از دو معیار نسبت ارزش بازار به دفتری و ارزش بازار داراییها استفاده شده است. نتایج وی نشان می دهد که بین معاملات با اشخاص وابسته و نسبت ارزش بازار به دفتری ارتباط معنادار و مثبتی وجود دارد. همچنین بین معاملات با اشخاص وابسته و ارزش داراییها ارتباط معنادار و مثبتی وجود دارد. هر دو فرضیه نشان می دهد که بین معاملات با اشخاص وابسته و ارزش شرکت ارتباط معنادار و مثبتی وجود دارد. این بدان معناست هر چه معاملات با اشخاص وابسته بیشتر باشد ارزش شرکت بیشتر می شود اما باید توجه نمود که این افزایش نباید در جهت منفی یا خرید باشد بلکه هر چه فروش معاملات با اشخاص وابسته بیشتر باشد ارزش شرکت بیشتر خواهد شد و ارزش شرکت با خرید معاملات وابسته رابطه منفی دارد. نتایج همچنان نشان داد که هر چه تعداد شرکتهای وابسته بیشتر باشد ارزش شرکت هم بیشتر خواهد بود.

تحقیقات خارجی

حبیب و همکاران^۵ (۲۰۱۵) تحقیقی تحت عنوان بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر حق الزحمه حسابرسی در کشور چین انجام دادند. آنها به این منظور تعداد ۱۱۰۷۷ مشاهده طی بازه زمانی ۲۰۱۳-۲۰۰۴ مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان داد که معاملات با اشخاص وابسته بر حق الزحمه حسابرسی تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین نتایج آنها نشان داد در شرکت‌هایی که تعاملات بیشتری در خصوص وام، ضمانت، و انتقال سرمایه با اشخاص وابسته دارند، شدت تأثیرگذاری معاملات با اشخاص وابسته بر حق الزحمه حسابرسی بیشتر است. علاوه بر این یافته‌های آنها نشان داد که حق الزحمه حسابرسی برای معاملات با اشخاص وابسته در صناعی که رقابتی هستند، پایین تر است.

بری-استلزل و همکاران^۶ (۲۰۱۵)، تحقیقی تحت عنوان بررسی رابطه‌ی بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و مدیریت سود انجام دادند. این تحقیق طی بازه زمانی ۲۰۱۱-۲۰۰۲ انجام شده است. آنها معتقدند که مدیران خوش بین بیش از حد، پروژه‌های خود را بیشتر از واقعیت برآورد می کنند و در نتیجه زیان خواهند داشت، برای این که زیان خود را کمتر جلوه دهند، اقدام به مدیریت سود می کنند. یافته‌های نشان می دهد که بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و مدیریت سود رابطه مثبتی وجود دارد. یعنی شرکت‌هایی که مدیران آنها اعتماد به نفس بیش از حد می باشد، بازده‌های خود را بیشتر از واقعیت برآورد می کنند، و برآورد آنها تحقیق پیدا نمیکند، بنابراین اقدام به دستکاری سود و مدیریت سود می نمایند.

هسیه و همکاران^۷ (۲۰۱۵)، تحقیقی تحت عنوان بررسی رابطه‌ی بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل و مدیریت سود انجام دادند. به این منظور اطلاعات ۵۰۴۳ مشاهده را طی بازه زمانی ۲۰۰۹-۱۹۹۱ را مورد بررسی

5- Habib et al

5-Financial Accounting Standards Board

6- Berry-Stölzle et al

7- Hsieh et al

قرار دادند. آنها برای محاسبه مدیران بیش اطمینان از معیار مالموندیر و تاتی (۲۰۰۵) استفاده کردند و همچنین برای محاسبه مدیریت سود از مدل چو و همکاران (۱۹۹۵) و کوهن و همکاران (۲۰۰۸) و روچودهری (۲۰۰۶) استفاده کردند. نتایج آنها نشان داد که تعامل مثبت و معنی دار بین بیش اطمینانی مدیران و قانون ساربانز اکسلی در شرکت‌های با اقلام تعهدی تعیین شده وجود دارد. بنابراین شرکت‌های با مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد احتمال بیشتری برای استفاده از اقلام تعهدی برای مدیریت سود نسبت مدیران که دارای اعتماد به نفس بیشتری نیستند، در دوره بعد از قانون ساربانز اکسلی دارند. همچنین نتایج تحقیق مشخص کرد که بیش اطمینانی مدیران با سطوح غیر عادی مدیریت سود مبتنی بر فعالیت‌های واقعی افزایش دهنده سود همراه است. علی‌الخصوص نتایج نشان داد که بیش اطمینانی مدیران با کاهش هزینه های تعهدی غیر عادی و افزایش جریانهای نقدی غیر عادی حاصل از عملیات همراه است. همچنین یک کاهش در هزینه های تولید غیر عادی در دوره بعد از قانون ساربانز اکسلی در رابطه با مدیران بیش اطمینان مشاهده شد. به طور کلی یافته های آنها نشان داد که بیش اطمینانی مدیران ارتباط مثبتی با مطابقت دادن با پیش بینی تحلیلگران در دوره قبل از قانون ساربانز اکسلی دارد که این تمایل در دوره بعد از قانون ساربانز اکسلی از بین رفته است.

۳- فرضیه های پژوهش

۱. خوش بینی مدیریت بر ارتباط تامین مالی از طریق بدهی با عملکرد سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.
۲. خوش بینی مدیریت بر ارتباط تامین مالی از طریق انتشار سهام با عملکرد سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیری معناداری دارد.

۴- روش پژوهش

این تحقیق از حیث هدف از جمله تحقیقات کاربردی است. هنگامی که با هدف رسیدن به نتایج برای حل مسائل موجود در جامعه (حال چه در زمینه‌های اجتماعی، اقتصادی، سیاسی و ...) اقدام به انجام تحقیق می پردازیم، آن یک تحقیق کاربردی است. با توجه به اینکه این تحقیق از حیث هدف از نوع کاربردی بوده، از جنبه روش گردآوری داده ها از نوع همبستگی است.

۵- جامعه و نمونه آماری و دوره زمانی پژوهش

جامعه آماری تحقیق حاضر، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نمونه این تحقیق شامل آن دسته از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که سهام آنها در بازه زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ به صورت فعال مورد معامله قرار گرفته است و اما روش نمونه گیری حذفی و با توجه به نظر اساتید راهنما و مشاور می باشد که با اولویت های زیر انتخاب می شوند:

نمونه آماری

نمونه گیری یا نمونه برداری، فرآیند انتخاب تعداد کافی از میان اعضای جامعه آماری است (همان منبع قبلی، مقدسی نیکجه، ۶۲). به عبارت دیگر، تعداد محدودی از احاد جامعه آماری که بیان کننده ویژگی های اصلی جامعه باشد را نمونه گویند (آذر و مومنی، ۱۳۸۳، ص ۶). روش انتخاب نمونه آماری روش غربالگری (هدفمند) می باشد. در تحقیق حاضر، برای تعیین نمونه‌ی آماری، از رابطه‌ی خاصی جهت برآورد حجم نمونه و نمونه گیری استفاده نشده است

بلکه، از روش حذفی سیستماتیک استفاده گردیده است. به عبارت دیگر، به منظور حذف و یا تعدیل اثر پدیده‌های غیر قابل کنترل و همچنین به لحاظ بررسی دقیق‌تر اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تمام شرکت‌ها در ۲۸ صنعت طبقه بندی شده و به خاطر تصادفی نبودن و قابلیت اتکای بیشتر نمونه‌های انتخابی، شرایط زیر توسط پژوهشگر اعمال شده است:

۱- به منظور قابلیت مقایسه داشتن اقلام، ابتدا شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ یا ۳۰ اسفند ماه نیست حذف شده‌اند.

۲- سپس بانک‌ها و موسسات مالی و شرکت‌های سرمایه گذاری مالی (به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت آنها از سایر واحدهای تجاری) حذف شده‌اند. زیرا، این شرکت‌ها به تناسب فعالیت‌شان دارای نسبت‌های بدهی بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها هستند در حالی که این فزونی بدهی‌ها بیانگر ریسک بیشتر نمی‌باشد.

۳- در این مرحله، شرکت‌هایی که در طول دوره مورد بررسی همه‌ی داده‌های لازم را نداشته‌اند حذف گردیدند. لازم به ذکر است شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۳، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و در طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشند. دلیل این امر آن است که تعداد نمونه‌ی آماری در سال‌های مورد بررسی، برابر باشد.

۴- شرکت‌ها نبایستی سال مالی خود را طی دوره های موردنظر تغییر داده باشند. با اعمال شرایط یاد شده تعداد ۹۹ شرکت جهت برآورد مدل و آزمون فرضیه‌های تحقیق انتخاب شده‌اند.

جدول ۱- نحوه محاسبه شرکت های نمونه

تعداد	تعداد	شرح
۶۱۲		تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تا پایان سال ۱۳۹۳
	۵۱	شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی و بانک ها
	۸۴	شرکت هایی که در قلمرو زمانی ۸۸ تا ۹۳ وارد بورس شده اند
	۱۵۲	شرکت های که در قلمرو زمانی ۸۸ تا ۹۳ از بورس خارج شده اند
	۱۱۴	شرکت هایی که پایان سال مالی آنها ۱۲/۲۹ نبود
	۱۱۲	شرکت های دارای داده های پرت
۵۱۳		جمع شرکت های حذف شده
۹۹		تعداد شرکت های مورد بررسی

۶- مدل و متغیرهای پژوهش

تمامی مدل های فوق به استناد بنکر و همکاران^۸ (۲۰۱۱) می باشد که متغیرهای این تحقیق را مورد آزمون قرار دادند.

⁸ Banker R, Ciftci M, Mashruwala R.

مدل فرضیه اول

$$CAR_{q-S}^B = \alpha_0 + \alpha_1 Debt_{it} + \alpha_2 Debt_{it} \times Opt_Dummy_{it} + \alpha_3 Debt_{it} \times Low_Opt_Dummy_{it} + \alpha_4 Debt_{it} \times High_Opt_Dummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل فرضیه دوم

$$CAR_{q-S}^E = \alpha_0 + \alpha_1 Equity_{it} + \alpha_2 Equity_{it} \times Opt_Dummy_{it} + \alpha_3 Equity_{it} \times Low_Opt_Dummy_{it} + \alpha_4 Equity_{it} \times High_Opt_Dummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

CAR نرخ بازده تجمعی غیر عادی

Debt تامین مالی از طرق بدهی‌ها

Opt_Dummy خوش بینی مدیریتی

Low_Opt Dummy خوش بینی مدیریتی کم

High_Opt Dummy خوش بینی مدیریتی زیاد

Equity تامین مالی از طریق انتشار سهام (حقوق صاحبان سهام)

متغیر مستقل

تامین مالی

واحدهای تجاری برای انجام فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری خود نیاز به وجه نقد دارند. وجه نقد مورد نیاز باید از طریق انجام فعالیت‌های تأمین مالی و همچنین وجه نقد حاصل از عملیات شرکت تهیه شود. هدف اصلی از شیوه‌های تأمین مالی، کاهش هزینه سرمایه و افزایش ارزش شرکت است. صاحبان مالی، منابع تأمین مالی را از لحاظ محل تأمین منابع به دو قسمت داخلی و خارجی تقسیم می‌کنند: داخلی شامل جریان‌های نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها و سود انباشته و خارجی شامل استقراض و انتشار سهام است. (بیکر و همکاران^۹، ۲۰۰۰). ارتباط منفی فعالیت‌های تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام با عنوان نا بهنجاری تأمین مالی خارجی در ادبیات حسابداری مطرح شده است. (برد شو و همکاران^{۱۰}، ۲۰۰۶).

تامین مالی خارجی از طریق دو روش محاسبه می‌شود

- اولین روش مبتنی بر تأمین مالی خارجی از طریق بدهی

$$DEBT_{i,t} = LDEBT_{i,t} + SDEBT_{i,t}$$

LDEBT_{i,t} خالص گردش وجوه نقد ایجاد شده ناشی از بدهی‌های بلند مدت (تغییر در بدهی‌های بلند مدت)SDEBT_{i,t} خالص گردش وجوه نقد ایجاد شده ناشی از بدهی‌های کوتاه مدت (تغییر در بدهی‌های کوتاه مدت)

(مدت)

- دومین روش مبتنی بر تأمین مالی از طریق انتشار سهام

EQUITY_{i,t} گردش وجوه نقد پرداختی بابت پرداخت سود سهام تقسیم شده که از رابطه‌ی زیر بدست می‌آید.

⁹ Baker, M., Jeffrey, and Wurgler. (2000).

¹⁰ Bradshaw, M., Richardson, S., & Sloan, R. (2006).

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

$TA_{i,t}$ تغییر در کل دارایی‌ها

$TL_{i,t}$ تغییر در کل بدهی‌ها

$NI_{i,t}$ سود خالص

متغیر تعدیل کننده

خوش بینی مدیریتی

برای اندازه گیری خوش بینی مدیریتی براساس مدل بنکر و همکاران^{۱۱} (۲۰۱۱) از پیش بینی فروش مدیریت استفاده خواهد شد. اگر پیش بینی فروش سال $t+1$ بیشتر از فروش واقعی سال t باشد، به عنوان خوش بینی مدیریتی در نظر گرفته می شود و چنانچه نسبت پیش بینی فروش سال $t+1$ به فروش واقعی سال t بزرگتر از میانه این نسبت در کل سال شرکت ها باشد، نشان دهنده خوش بینی زیاد مدیریتی است؛ در غیر اینصورت خوش بینی کم مدیریتی را نشان می دهد.

$$Mo_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Opt_Dummy_{i,t} + \alpha_1 Low_Opt_Dummy_{i,t} + \alpha_2 High_Opt_Dummy_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Mo_{it} خوش بینی مدیریتی

$Opt_Dummy_{i,t}$ متغیر مصنوعی خوش بینی مدیریتی. اگر پیش بینی مدیریت از فروش سال $t+1$ بیشتر از فروش واقعی سال t باشد، مقدار یک و در غیر اینصورت مقدار صفر می دهیم.

$Low_Opt_Dummy_{i,t}$ متغیر مصنوعی خوش بینی کم. اگر نسبت پیش بینی مدیریت از فروش سال $t+1$ بیشتر از فروش واقعی سال t کوچکتر از میانه این نسبت در کل سال-شرکت ها باشد، مقدار یک و در غیر اینصورت مقدار صفر می دهیم.

$High_Opt_Dummy_{i,t}$ متغیر مصنوعی خوش بینی زیاد. اگر نسبت پیش بینی مدیریت از فروش سال $t+1$ بیشتر از فروش واقعی سال t بزرگتر از میانه این نسبت در کل سال-شرکت ها باشد، مقدار یک و در غیر اینصورت مقدار صفر می دهیم.

۷- روش تجزیه تحلیل داده ها

آزمون فرضیه اول

هدف این فرضیه بررسی این موضوع است که آیا خوش بینی مدیریتی بر ارتباط تامین مالی از طریق بدهی با عملکرد سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد یا خیر. برای بررسی این فرضیه مدل زیر مورد بررسی و آزمون قرار می گیرد:

$$CAR_{q-S}^B = \alpha_0 + \alpha_1 Debt_{it} + \alpha_2 Debt_{it} \times Opt_Dummy_{it} + \alpha_3 Debt_{it} \times Low_Opt_Dummy_{it} + \alpha_4 Debt_{it} \times High_Opt_Dummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

قبل از برآورد مدل می بایست روش تخمین تعیین شود که اینکار از طریق آزمون های تشخیصی انجام شده است. در ادامه ابتدا نتایج آزمون چاو ارائه شده است.

¹¹ Banker R, Ciftci M, Mashruwala R.

نگاره (۲): نتایج آزمون چاو

آماره F چاو	سطح معناداری	نتیجه بدست آمده
۹/۶۰۸	۰/۰۰۰	داده های تابلویی

با توجه به نتیجه بدست آمده از آزمون چاو در سطح خطای ۵ درصد و انتخاب روش داده های تابلویی لازم است تا در ادامه از آزمون هاسمن نیز استفاده شده تا نوع روش داده های تابلویی مورد استفاده (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) تعیین شود که نتایج آن در ادامه ارائه شده است.

نگاره (۳): نتایج آزمون هاسمن

آماره هاسمن	سطح معناداری	نتیجه بدست آمده
۶۸/۳۶	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

نتیجه نهایی بدست آمده در سطح خطای ۵ درصد برای هر دو مدل نشان می دهد که روش مورد استفاده برای تخمین مدل ها، روش داده های تابلویی با اثرات ثابت می باشد. حال در ادامه نتایج تخمین مدل های تحقیق با توجه به روش مذکور ارائه شده است.

نگاره (۴): نتایج برآورد مدل (۳-۳)

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	VIF
عرض از مبدا	۰/۶۸	۲/۷۷۵	۰/۰۰۶	-
تامین مالی خارجی از طریق بدهی	-۰/۱۰۸	-۱/۲۲	۰/۰۰۴	۴/۱۳
خوش بینی مدیریت	-۰/۰۷۹	-۱/۰۱	۰/۰۰۲	۱/۳۲
تامین مالی خارجی از طریق بدهی * خوش بینی مدیریت	-۰/۲۳۶	-۲/۵۹	۰/۰۰۹	۴/۴
آماره F فیشر (معناداری)	۲۲/۳۳ (۰/۰۰۰)			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۱۵			
آماره دوربین واتسون	۲/۰۲			

• بررسی پیش فرض های مدل
در مرحله بعد برای اطمینان از درستی آزمون، پیش فرض های مدل رگرسیون که عبارت است از آزمون همخطی میان متغیرهای مستقل و آزمون عدم خودهمبستگی مرتبه اول میان جملات خطا است و در صورت درست بودن آن نتایج آزمون پذیرفته خواهد شد.

• همخطی میان متغیرهای مستقل
در اقتصادسنجی همخطی چندگانه زمانی اتفاق می افتد که دو یا بیش از دو متغیر توضیح دهنده (مستقل) در یک رگرسیون چندمتغیره نسبت به یکدیگر از همبستگی بالایی برخوردار باشند. منظور از همبستگی در اینجا وجود یک ارتباط خطی بین متغیرهای مستقل است. بسته به شدت همبستگی بین متغیرهای مستقل، میزان و نوع همخطی متفاوت خواهد بود. همخطی کمابیش در همه مدل های رگرسیون موجود است؛ آنچه که مهم است شدت همخطی

بین متغیرهای مستقل است. وجود «هم خطی کامل» موجب نقض فرض‌های کلاسیک مدل رگرسیون می‌شود. عامل تورم واریانس (VIF) شدت همخطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون کمترین مربعات معمولی ارزیابی می‌کند. در واقع این شاخص بیان می‌دارد که چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت همخطی افزایش یافته است. شدت همخطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار VIF می‌توان تحلیل نمود. اگر آماره آزمون VIF به یک نزدیک بود نشان دهنده عدم وجود همخطی است. به عنوان یک قاعده تجربی مقدار VIF بزرگتر از ۱۰ باشد همخطی چندگانه بالا می‌باشد. با توجه به نتایج بدست آمده در خصوص مقدار VIF می‌توان بیان کرد که همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق وجود ندارد.

• آزمون عدم خودهمبستگی

یکی از فرض‌های مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می‌دارد که بین جملات خطاهای رگرسیون همبستگی وجود ندارد (مستقل هستند). اگر این فرض نقض گردد کواریانس بین دو جمله u_j و u_k برابر صفر نخواهد بود. برای بررسی وجود خود همبستگی بین جملات خطاها مدل آزمونهای مختلفی وجود دارد که رایج‌ترین آنها آزمون $D - W$ دورین - واتسون می‌باشد ارزش $D - W$ محاسباتی بین ۰ و ۴ متغیر است؛ در صورتی که این آماره برای مدلی در اطراف ۲ برآورد گردد (بین ۱ و ۳ و در حالت سختگیرانه‌تر بین ۱.۵ و ۲.۵) نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی در مدل می‌باشد. که در این مدل این آماره عددی نزدیک به ۲ است و فرض عدم خودهمبستگی پذیرفته می‌شود. لازم به توضیح است که در مرحله تخمین مدل آماره دورین واتسون کمتر از عدد یک بود که به منظور رفع مشکل مذکور جمله خودرگرسیون مرتبه اول وارد مدل شد و آماره دورین واتسون برابر ۱/۸۹ شد.

جدول (۵) نتایج آزمون خودهمبستگی

آماره دورین - واتسون	نتیجه
۱/۸۹	خودهمبستگی مرتبه اول میان جملات خطا وجود ندارد

• تحلیل نتایج بدست آمده

• آماره F فیشر

برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل یا به عبارت دیگر وجود رابطه خطی معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیشر استفاده می‌شود. فرض صفر این آزمون عدم وجود رابطه خطی میان متغیرهای مستقل و وابسته را نشان می‌دهد. نتایج جدول با سطح معناداری صفر (زیر ۵ درصد) بیانگر رد فرض صفر با اطمینان ۹۵ درصد است. به عبارت دیگر به طور کلی رابطه خطی معنادار بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و مدل از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است.

• ضریب تعیین تعدیل شده

میزان ضریب تعیین بیانگر درصدی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده شده است. در این مدل ضریب تعیین برابر ۰/۶۹۶ می‌باشد.

• تحلیل نتیجه فرضیه

همانطور که قبلاً گفته شد هدف این فرضیه بررسی این موضوع است که آیا خوش بینی مدیریت بر ارتباط تامین مالی از طریق بدهی با عملکرد سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد یا خیر. برآورد مدل‌ها نشان می‌دهد که ضریب و سطح خطای متغیر (تامین مالی خارجی از طریق بدهی‌ها) خوش

بینی مدیریتی) به ترتیب برابر $(-۰/۲۳۶)$ و $(۰/۰۰۹)$ بوده که نشان دهنده رابطه منفی و معنادار این متغیر با عملکرد سهام می باشد. بنابراین شواهدی مبنی بر رد این فرضیه یافت نشده و این فرضیه مورد تایید قرار می گیرد. آزمون فرضیه دوم

هدف این فرضیه بررسی این موضوع است که آیا خوش بینی مدیریت بر ارتباط تامین مالی از طریق انتشار سهام با عملکرد سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیری معناداری دارد یا خیر. برای آزمون این فرضیه از مدل زیر استفاده می شود:

$$CAR_{q-S}^E = \alpha_0 + \alpha_1 Equity_{it} + \alpha_2 Equity_{it} \times Opt_Dummy_{it} + \alpha_3 Equity_{it} \times Low_Opt\ Dummy_{it} + \alpha_4 Equity_{it} \times High_Opt\ Dummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

قبل از برآورد مدل می بایست روش تخمین تعیین شود که اینکار از طریق آزمون های تشخیصی انجام شده است. در ادامه ابتدا نتایج آزمون چاو ارائه شده است.

نگاره (۶): نتایج آزمون چاو		
آماره F چاو	سطح معناداری	نتیجه بدست آمده
۵/۱۷	۰/۰۰۰	داده های تابلویی

با توجه به نتیجه بدست آمده از آزمون چاو در سطح خطای ۵ درصد و انتخاب روش داده های تابلویی لازم است تا در ادامه از آزمون هاسمن نیز استفاده شده تا نوع روش داده های تابلویی مورد استفاده (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) تعیین شود که نتایج آن در ادامه ارائه شده است.

نگاره (۶): نتایج آزمون هاسمن

آماره هاسمن	سطح معناداری	نتیجه بدست آمده
۱۰۹/۷۳	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

نتیجه نهایی بدست آمده در سطح خطای ۵ درصد برای هر دو مدل نشان می دهد که روش مورد استفاده برای تخمین مدل ها، روش داده های تابلویی با اثرات ثابت می باشد. حال در ادامه نتایج تخمین مدل های تحقیق با توجه به روش مذکور ارائه شده است.

نگاره (۷): نتایج برآورد مدل (۳-۴)

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	VIF
عرض از مبدا	-۰/۶۶۹	-۲/۷۶	۰/۰۰۶	-
تامین مالی خارجی از طریق انتشار سهام	-۰/۲۸۸	-۱/۹۱	۰/۰۰۲	۱/۱۹
خوش بینی مدیریت	-۰/۰۰۹	-۰/۸۵	۰/۰۰۱	۱/۴۲
تامین مالی خارجی از طریق انتشار سهام* خوش بینی مدیریت	-۰/۲۱۳	-۲/۰۲	۰/۰۰۴	۱/۵۲
آماره F فیشر (معناداری)	۲۲/۱۸ (۰/۰۰۰)			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۱۳			

آماره دوربین واتسون	۲/۰۲		
---------------------	------	--	--

• بررسی پیش فرض‌های مدل

در مرحله بعد برای اطمینان از درستی آزمون، پیش فرض‌های مدل رگرسیون که عبارت است از آزمون همخطی میان متغیرهای مستقل و آزمون عدم خودهمبستگی مرتبه اول میان جملات خطا است و در صورت درست بودن آن نتایج آزمون پذیرفته خواهد شد.

• همخطی میان متغیرهای مستقل

در اقتصادسنجی همخطی چندگانه زمانی اتفاق می افتد که دو یا بیش از دو متغیر توضیح دهنده (مستقل) در یک رگرسیون چندمتغیره نسبت به یکدیگر از همبستگی بالایی برخوردار باشند. منظور از همبستگی در اینجا وجود یک ارتباط خطی بین متغیرهای مستقل است. بسته به شدت همبستگی بین متغیرهای مستقل، میزان و نوع همخطی متفاوت خواهد بود. همخطی کمابیش در همه مدل های رگرسیون موجود است؛ آنچه که مهم است شدت همخطی بین متغیرهای مستقل است. وجود «همخطی کامل» موجب نقض فرض های کلاسیک مدل رگرسیون می شود. عامل تورم واریانس (VIF) شدت همخطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون کمترین مربعات معمولی ارزیابی می کند. در واقع این شاخص بیان می دارد که چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت همخطی افزایش یافته است. شدت همخطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار VIF می توان تحلیل نمود. اگر آماره آزمون VIF به یک نزدیک بود نشان دهنده عدم وجود همخطی است. به عنوان یک قاعده تجربی مقدار VIF بزرگتر از ۱۰ باشد همخطی چندگانه بالا می باشد. با توجه به نتایج بدست آمده در خصوص مقدار VIF می توان بیان کرد که همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق وجود ندارد.

• آزمون عدم خودهمبستگی

یکی از فرض‌های مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می‌دارد که بین جملات خطاهای رگرسیون همبستگی وجود ندارد (مستقل هستند). اگر این فرض نقض گردد کواریانس بین دو جمله u و u برابر صفر نخواهد بود. برای بررسی وجود خود همبستگی بین جملات خطاها مدل آزمونهای مختلفی وجود دارد که رایج‌ترین آنها آزمون $D - W$ دوربین - واتسون می‌باشد ارزش $D - W$ محاسباتی بین ۰ و ۴ متغیر است؛ در صورتی که این آماره برای مدلی در اطراف ۲ برآورد گردد (بین ۱ و ۳ و در حالت سختگیرانه تر بین ۱,۵ و ۲,۵) نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی در مدل می‌باشد. که در این مدل این آماره عددی نزدیک به ۲ است و فرض عدم خودهمبستگی پذیرفته می‌شود. لازم به توضیح است که در مرحله تخمین مدل آماره دوربین واتسون کمتر از عدد یک بود که به منظور رفع مشکل مذکور جمله خودرگرسیو مرتبه اول وارد مدل شد و آماره دوربین واتسون برابر ۲/۰۲ شد.

نگاره (۸): نتایج آزمون خودهمبستگی

آماره دوربین - واتسون	نتیجه
۲/۰۲	خودهمبستگی مرتبه اول میان جملات خطا وجود ندارد

• تحلیل نتایج بدست آمده

• آماره F فیشر

برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل یا به عبارت دیگر وجود رابطه خطی معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیشر استفاده می شود. فرض صفر این آزمون عدم وجود رابطه خطی میان متغیرهای مستقل و وابسته را نشان می دهد. نتایج جدول با سطح معناداری صفر (زیر ۵ درصد) بیانگر رد فرض صفر با اطمینان ۹۵ درصد است. به عبارت دیگر به طور کلی رابطه خطی معنادار بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و مدل از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است.

• ضریب تعیین تعدیل شده

میزان ضریب تعیین بیانگر درصدی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده شده است. در این مدل ضریب تعیین برابر ۰/۷۱۳ می باشد.

• تحلیل نتیجه فرضیه

همانطور که قبلاً گفته شد هدف این فرضیه بررسی این موضوع است که آیا خوش بینی مدیریت بر ارتباط تامین مالی از طریق انتشار سهام با عملکرد سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیری معناداری دارد یا خیر. برآورد مدل ها نشان می دهد که ضریب و سطح خطای متغیر (تامین مالی خارجی از طریق انتشار سهام*خوش بینی مدیریت) به ترتیب برابر (۰/۲۱۳-) و (۰/۰۰۴) بوده که نشان دهنده رابطه منفی و معنادار این متغیر با عملکرد سهام می باشد. بنابراین شواهدی مبنی بر رد این فرضیه یافت نشده و این فرضیه مورد تایید قرار می گیرد.

در تحلیل این فرضیه باید بیان نمود، براساس نظر مایرز و مائولوف (۱۹۸۴) بیان می کند که اعلامیه تامین مالی خارجی از طریق انتشار سهام، حامل اطلاعات نامطلوبی از شرکت به سهامداران است که این موضوع بر عملکرد سهام تاثیر منفی می گذارد. در تحلیل این نتیجه باید گفت علت این اتفاق این است که خریداران اوراق بهادار، افرادی نسبتاً نا آگاه نسبت به وضعیت واقعی شرکت ها هستند و به همین دلیل از راه های مختلفی به دنبال رسیدن به اطلاعات و شواهد بیشتر از شرکت ها هستند. به همین خاطر این اتفاق به سهامداران این آگاهی را می دهد که تامین مالی خارجی به علت این اتفاق می افتد که جریان وجوه نقد جاری و آتی شرکت برای تامین نیازهای سرمایه گذاری آنچنان کافی نبوده است که اقدام به تامین مالی نموده اند، در تحت این شرایط عملکرد سهام کاهش می یابد. از طرف دیگر براساس فرضیه ارزشیابی نادرست اوراق بهادار، بیان می شود، به این دلیل ارتباط تامین مالی خارجی با عملکرد سهام ارتباط منفی و معناداری می باشد که قیمت سهام نسبت به تغییرات در ارزش شرکت حساس تر هستند. این حساسیت در ابتدا به دلیل انتشار سهام جدید منجر به کاهش عملکرد سهام و سودهای آتی آن می شود. همچنین در بحث خوش بینی مدیریت باید بیان نمود، هر چه میزان انتظار اوراق بهادار از سوی شرکت ها بیشتر باشد، سرمایه گذاری های آن ها بیشتر است به طوری که این موضوع باعث افزایش خوش بینی مدیریت نسبت به سودهای آتی شرکت می شود و در واقع شرکت را از درک درست واقعیت دور می نماید. این موضوع بشدت بر عملکرد سهام تاثیر گذار است چرا که شرکت ها سعی می کنند از تامین مالی جدید در فعالیت های عملیاتی سرمایه گذاری نمایند و این سرمایه گذاری های بیش از اندازه نمی تواند سهامدارانی را که به دنبال کسب سود بیشتر حتی در کوتاه مدت هستند را قانع نماید و بر عملکرد سهام تاثیر گذار است. نتیجه ی این فرضیه با تحقیق، لوگران

و رایتز^{۱۲} (۱۹۹۵)، آکیب و دیگران^{۱۳} (۱۹۹۶)، یانگ شیک چو^{۱۴} (۲۰۰۵) میر محرابی (۱۳۸۰) و یحیی زاده فر و ابونوری (۱۳۸۳) مطابقت دارد.

۸- نتیجه گیری

فرضیه اول) خوش بینی مدیریت بر ارتباط تامین مالی از طریق بدهی با عملکرد سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

در تحلیل این فرضیه باید بیان نمود، میزان ضریب تعیین برابر ۰/۶۹۶ می باشد. همچنین برآورد مدل ها نشان می دهد که ضریب و سطح خطای متغیر (تامین مالی خارجی از طریق بدهی ها*خوش بینی مدیریتی) به ترتیب برابر (۰/۲۳۶-) و (۰/۰۰۹) بوده که نشان دهنده رابطه منفی و معنادار این متغیر با عملکرد سهام می باشد. بنابراین شواهدی مبنی بر رد این فرضیه یافت نشده و این فرضیه مورد تایید قرار می گیرد.

در تحلیل این فرضیه باید بیان نمود، با افزایش تامین مالی خارجی از منابع بدهی و استقراض، شرکت ها غالبا با مشکل کاهش عملکرد سهام خود مواجه می شوند، علت اینست که با افزایش استقراض، اهرم مالی، هزین های نمایندگی بدهی، شامل هزینه های ورشکستگی افزایش می یابد. در اینصورت تاثیرات کنترل بدهی در شرکت هایی که دارای پروژه های سرمایه گذاری سودآوری هستند، منجر به کاهش وجه نقد آزاد می شود. زیرا این شرکت ها عمدتا به منظور تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری خود، به بازارهای سرمایه متوسل می شوند که در این وضعیت بازار فرصت کافی را برای ارزیابی عملکرد شرکت، مدیریت و پروژه های سرمایه گذاری به دست می آورد که عموما این ارزیابی ها نشان از کاهش عملکرد بازده سهام دارد و این موضوع می تواند در کاهش مشکل نمایندگی موثر باشد و اطلاعات شفاف تری را در اختیار سهامداران قرار دهد. از طرف دیگر چون بدهی ها نسبت به تغییرات در ارزش شرکت واکنش بیشتری را نشان می دهند، در این صورت ارتباط معکوس تامین مالی خارجی از طریق بدهی ها با عملکرد سهام قابل توجیح است و از آن تحت فرضیه ارزشیابی نادرست اوراق بهادار یاد می کنند. از طرف دیگر خوش بینی مدیریتی در اینکه سود پیش بینی شده را بیشتر از واقع تخمین بزند، نشان داد که دارای ارتباط معکوسی با عملکرد سهام می باشد، چرا که به هزینه های نمایندگی را افزایش می دهد و در بلند مدت این موضوع می تواند تاثیر منفی بر تصمیم گیری سهامداران داشته باشد. نتیجه ی این فرضیه با تحقیق، کردستانی و نجفی عمرانی (۱۳۸۹)، جنسن^{۱۵} (۱۹۸۶) و جی کای و ژی ژانگ^{۱۶} (۲۰۰۵)، ماریا و گارسیا^{۱۷} (۲۰۰۶) و برداشو و دیگران^{۱۸} (۲۰۰۶) مطابقت دارد.

فرضیه دوم) خوش بینی مدیریت بر ارتباط تامین مالی از طریق انتشار سهام با عملکرد سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیری معناداری دارد.

¹² Loughran & Ritter. (1995).

¹³ Akhgibe, A. M, Jeff and P. Z Stephen (1996).

¹⁴ Yong, S. C. (2005)

¹⁵ Jensen, C. M. (1986).

¹⁶ Jie, C. and Zhang, Z. (2005).

¹⁷ Maria, T. and Garcia, M. (2006).

¹⁸ Bradshaw, T. M, Scott, A. R. and Richard, G. S. (2006).

براساس تحلیل‌های آماری باید بیان نمود، ضریب تعیین برابر ۰/۷۱۳ می‌باشد. همچنین برآورد مدل‌ها نشان می‌دهد که ضریب و سطح خطای متغیر (تامین مالی خارجی از طریق انتشار سهام*خوش بینی مدیریت) به ترتیب برابر (۰/۲۱۳-) و (۰/۰۰۴) بوده که نشان دهنده رابطه منفی و معنادار این متغیر با عملکرد سهام می‌باشد. بنابراین شواهدی مبنی بر رد این فرضیه یافت نشده و این فرضیه مورد تأیید قرار می‌گیرد.

در تحلیل این فرضیه باید بیان نمود، براساس نظر مایرز و ماژلوف^{۱۹} (۱۹۸۴) بیان می‌کند که اعلامیه تامین مالی خارجی از طریق انتشار سهام، حامل اطلاعات نامطلوبی از شرکت به سهامداران است که این موضوع بر عملکرد سهام تأثیر منفی می‌گذارد. در تحلیل این نتیجه باید گفت علت این اتفاق این است که خریداران اوراق بهادار، افرادی نسبتاً نا آگاه نسبت به وضعیت واقعی شرکت‌ها هستند و به همین دلیل از راه‌های مختلفی به دنبال رسیدن به اطلاعات و شواهد بیشتر از شرکت‌ها هستند. به همین خاطر این اتفاق به سهامداران این آگاهی را می‌دهد که تامین مالی خارجی به علت این اتفاق می‌افتد که جریان وجوه نقد جاری و آتی شرکت برای تامین نیازهای سرمایه گذاری آنچنان کافی نبوده است که اقدام به تامین مالی نموده اند، در تحت این شرایط عملکرد سهام کاهش می‌یابد. از طرف دیگر براساس فرضیه ارزشیابی نادرست اوراق بهادار، بیان می‌شود، به این دلیل ارتباط تامین مالی خارجی با عملکرد سهام ارتباط منفی و معناداری می‌باشد که قیمت سهام نسبت به تغییرات در ارزش شرکت حساس تر هستند. این حساسیت در ابتدا به دلیل انتشار سهام جدید منجر به کاهش عملکرد سهام و سودهای آتی آن می‌شود. همچنین در بحث خوش بینی مدیریت باید بیان نمود، هر چه میزان انتظار اوراق بهادار از سوی شرکت‌ها بیشتر باشد، سرمایه گذاری‌های آن‌ها بیشتر است به طوری که این موضوع باعث افزایش خوش بینی مدیریت نسبت به سودهای آتی شرکت می‌شود و در واقع شرکت را از درک درست واقعیت دور می‌نماید. این موضوع بشدت بر عملکرد سهام تأثیر گذار است چرا که شرکت‌ها سعی می‌کنند از تامین مالی جدید در فعالیت‌های عملیاتی سرمایه گذاری نمایند و این سرمایه گذاری‌های بیش از اندازه نمی‌تواند سهامدارانی را که به دنبال کسب سود بیشتر حتی در کوتاه مدت هستند را قانع نماید و بر عملکرد سهام تأثیر گذار است. نتیجه‌ی این فرضیه با تحقیق، لوگران و رایتر^{۲۰} (۱۹۹۵)، آکیب و دیگران^{۲۱} (۱۹۹۶)، یانگ شیک چو^{۲۲} (۲۰۰۵) میر محرابی (۱۳۸۰) و یحیی زاده فر و ابونوری (۱۳۸۳) مطابقت دارد.

پیشنهادهای حاصل از یافته‌های پژوهش

۱. براساس فرضیه اول پیشنهاد می‌شود، شرکت‌ها بجای صرفاً استفاده از تامین مالی خارجی از طریق بدهی‌ها، اقدام به سودهای تحصیل شده و وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها (منابع تامین مالی داخلی) نمایند و از این طریق این منابع را در شرکت ذخیره نمایند و در دارایی‌های عملیاتی سرمایه گذاری کنند تا از این طریق باعث افزایش ارزش شرکت و در نتیجه عملکرد بهتر برای سهام گردد، در اینصورت خوش بینی مدیریت از سودهای آینده‌ی شرکت بجای خوش بینی و بد بینی صرف به سمت منطقی شدن حرکت نماید.

¹⁹ Myers, Stewart, and Nicholas Majluf. (1984).

²⁰ Loughran & Ritter. (1995).

²¹ Akhgibe, A. M, Jeff and P. Z Stephen (1996).

²² Yong, S. C. (2005)

۲. براساس نتیجه‌ی فرضیه‌ی دوم پیشنهاد می‌شود، شرکت‌ها در زمانی اقدام به انتشار سهام جدید نمایند، که طرح‌ها و برنامه‌های با پروژه‌ی خالص مثبت در دست دارند. در این صورت می‌توان به سهامداران این آگاهی را داد که شرکت به دنبال افزایش ثروت سهامداران می‌باشد و در این صورت عملکرد سهام در آینده به سمت رشد بیشتر افزایش می‌یابد. از طرف دیگر مدیران پیش‌بینی‌های درستی از سودهای آتی و سرمایه‌گذاری خواهند داشت و آینده را بیشتر و بهتر و آگاهانه پیش‌بینی می‌نمایند.

منابع

۱. اقبال نیا، محمد. (۱۳۹۲). بررسی عملکرد کوتاه مدت سهام عرضه عمومی اولیه: شواهد تجربی از بورس تهران. هفتمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت.
۲. باباجانی، جعفر، عظیمی یانچشمه، مجید. (۱۳۹۱). اثر قابلیت اتکای اقلام تعهدی بر بازده سهام، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی سال چهارم، شماره ۲، شماره پیاپی (۱۲)، ۸۳-۱۰۰.
۳. پور حیدری، امید، محمدرضا خانی، وحید. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر به موقع بودن سود بر بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۷، ۵۵-۶۷.
۴. پیر صالحی، مجتبی. (۱۳۷۵). بررسی رابطه ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه اصفهان.
۵. تبریزی عبده، دموری داریوش. (۱۳۸۲). شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلند مدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، شماره ۱۵، ۲۳-۵۰.
۶. تقفی، علی. (۱۳۹۰). نقش گزارشگری مالی در همگرایی قیمت و ارزش ذاتی سهام، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۳، صص ۲۵۳-۲۸۰.
۷. جهانخانی، علی، علی پارسائیان. (۱۳۷۵). بورس اوراق بهادار تهران، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، چاپ اول.
۸. جونز، چارلز پی. مدیریت سرمایه‌گذاری، ترجمه تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر، انتشارات نگاه دانش، چاپ دوم، ۱۳۸۴.
۹. حسن پور، شیوا. (۱۳۸۸). بررسی تأثیر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بر بازده سهام، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۱، ۱۹-۱.
۱۰. رهنمای رود پشته، فریدون، طالب نیا، قدرت‌الله و سلیمانی فر، روح‌الله. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ش ۸، تهران.
۱۱. سلیمی آقا لطفعلی، محمد حسین. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه بین روشهای تأمین مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور بهشهر، دانشکده علوم انسانی.
۱۲. عبدالله زاده، فرهاد. (۱۳۸۱). مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار، انتشارات نشر پردازش گران، چاپ اول، ۱۴۸-۱۵۲.
۱۳. عرب مازار یزدی محمد محتوای افزاینده اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی، رساله دکتری، دانشگاه تهران، ۹۷-۴۶.

۱۴. عوامل موثر بر بازار سرمایه. (۱۳۸۴). شرکت آزمون احیاء سپاهان، فصلنامه احیاء، شماره ۱۲، ص ۱۵-۱۷.

۱۵. کردستانی، غلامرضا، آشتاب، علی. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین خطای پیش بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۰، ۹۳-۱۰۸.

۱۶. کردستانی، غلامرضا، نجفی عمرانی، مظاهر. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر روش های تامین مالی بر بازده آتی سهام، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم، شماره دوم، پاییز و زمستان، پیاپی ۵۹/۳، ۷۵-۱۰۸.

۱۷. مرادی، جواد و ولی پور، هاشم و قلمی، مرجان (۱۳۹۰)، " تاثیر محافظه کاری حسابداری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام"، فصلنامه علمی و پژوهشی حسابداری مدیریت، سال چهارم، شماره ۱۱، زمستان

۱۸. نمازی محمد، زارع، بهروز. (۱۳۸۳). کاربرد تئوری اطلاعات در تعیین ریسک سیستماتیک بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۵، ۷۹-۱۰۰.

۱۹. نوو، ریموند پی. (۱۳۸۰). مدیریت مالی، ترجمه جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، انتشارات سمت، جلد دوم.

20. Baker, M., Jeffrey, and Wurgler. (2000). The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns. Berks, J. B, Green, R. C. and Naik, V. (1999). Optimal Investment, Growth Options and Security Returns. *Journal of Finance*, 54: 1153- 1160.
21. Baker, M., Jeffrey, and Wurgler. (2000). The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns. Berks, J. B, Green, R. C. and Naik, V. (1999). Optimal Investment, Growth Options and Security Returns. *Journal of Finance*, 54: 1153- 1160.
22. Balla, R. and Shivakumar, L. (2008). "Earnings quality at initial public offerings", *Journal of Accounting and Economics*, (45), 324-349.
23. Banker R, Chen L. (2015). Predicting Earnings Using a Model Based on Cost Variability and Cost Stickiness. *The Accounting Review*; 81(2): 285-307.
24. 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.
25. and Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42: 53-85.
26. Brealey, R. & S. Myers. (2000). Principles of Corporate Finance. Sixth Edition, McGraw Hill.
27. Butler, A. W. , Cornaggia, J. , Grullon, G. , & Weston, J. P. (2011) . "Corporate financing decision and managerial market timing", *Working paper, available on the internet at www. google. com*
28. Chan, K., Chan, L., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2006). Earnings quality and stock returns. *Journal of Business*, 79(3), 1041-1082..
29. Chih-Yung Wang, Yu-Fen Chen, Chia-Wen Yu. (2014). Managerial optimism and post-financing stock performance in Taiwan: A comparison of debt and equity financing, *Economics Letters* 119, 332-335

30. Cho, Myojung. Hah, Young D. kim, Oliver. (2011). "Optimistic Bias in Management Forecast by Japanese Firms to Avoid Forecasting Losses". The International Journal of Accounting , 46, 79-101
31. Chul, P. and Pincus, M. (2001). Internal vs External Funding Sources and Earnings Response Coefficients, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 16: 33-52.
32. 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.
33. Diacon, S.R. and Ennew, C. (2001), Consumer perceptions of financial risk, *Geneva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice*, Vol. 26 No. 3, pp. 389-409.
34. Fresard, L. & Salva, C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 98(2): 359-384.
35. Gervais, Simon, and Terrance Odean, 2002, Learning to be overconfident, *Review of Financial Studies* 14, 1-27.
36. Hahn, J. & Lee, H. (2009) . "Financial constraints, Debt capacity and the crosssection of stock returns", *Journal of Finance*, 64, PP 891-921.
37. Jie, C. and Zhang, Z. (2005). Capital Structure Dynamics and Stock Returns. *Journal of Political Economy*, 112: 106-132 .
38. Jog, V and Mc Conomy, B.J. (2003). Voluntary disclosures of management earning forecasts in IPO prospectuses. *Journal of Business, Finance & Accounting*. 2003; 30:125-167.