

بررسی نقش خوش بینی مدیریت در ارتباط تامین مالی خارجی با عملکرد سهام در شرکت ها

۱ سمیه فرزین پور

۲ محمدرضا عبدلی

۳ محسن عرب یارمحمدی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۰۳/۳۱

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 ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ 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 مدیریتی) 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 فرضیه 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 مدیریتی) 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 کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی غیر دولتی و غیر انتفاعی شاهرود، ایران. Email: S.farzinpour1366@gmail.com

^۲ دانشیار، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، شاهرود، ایران. Email: mra830@yahoo.com

^۳ استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود، شاهرود، ایران. Email: arabyarmohsen@yahoo.com

۱. مقدمه

مؤسسات و بنگاههای اقتصادی به ویژه فعالان در بخش صنعت، برای ادامه ی حیات و فعالیتهای تولیدی خود و همچنین توسعه ی فعالیت ها، به سرمایه های کلان نیاز دارند. همچنین، این مؤسسات و بنگاههای اقتصادی برای تأمین سرمایه ی مورد نیاز خود وابستگی شدیدی به بازارهای مالی دارند. نقش این بازارها در اختیار گذاشتن سرمایه های لازم برای مؤسسات و شرکتهای است. یکی از نکات اساسی مورد توجه مدیران مالی بنگاههای اقتصادی، روشها و میزان تأمین 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. توانایی شرکت در مشخص کردن منابع درون یا برون سازمانی در فراهم کردن سرمایه و تهیه برنامه های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکت محسوب می گردد. این منابع تأمین مالی و میزان استفاده از آن ها یکی از عوامل اثرگذار بر عملکرد عملیاتی شرکت ها است. انواع منابع تأمین مالی در کشور به دو دسته ی منابع مالی بدون هزینه و منابع مالی با هزینه تقسیم بندی میشود. منابع مالی بدون هزینه شامل پیش دریافت از مشتریان، بستانکاران تجاری، سود سهام پرداختنی و هزینه های پرداختنی است. منابع مالی با هزینه به دو دسته ی منابع داخلی (سود انباشته) و منابع خارجی (تسهیلات کوتاه مدت و بلندمدت و انتشار سهام جدید) تقسیم می شود. پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات، مستلزم برنامه های سرمایه گذاری کوتاه مدت، میان مدت و بلندمدت است و از طریق آن پشتوانه ی عظیمی در اقتصاد هر کشور به دست می آید. منابع این سرمایه گذاری ها از طریق سود انباشته، فروش سهام جدید، تسهیلات بانکی یا به وسیله ی ترکیبی از این منابع قابل تأمین است. از طرف دیگر، نهادهای تدوین کننده استانداردهای حسابداری به خوبی دریافته اند که بین خصوصیت کیفی قابل اتکا بودن و خصوصیت کیفی مربوط بودن اطلاعات مالی، رابطه معکوس وجود دارد؛ بدین معنی که کوشش در جهت ارائه اطلاعات هرچه مربوط تر، مستلزم کاستن از قابلیت اتکای آن اطلاعات است. براین اساس است که بیشینه سازی سودمندی اطلاعات حسابداری تعهدی، مستلزم برقراری نوعی توازن بین این ویژگی هاست. به نظر می رسد در سالهای اخیر با تأکید بسیار بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، کفه ترازو به سوی ویژگی مربوط بودن سنگین تر شده است. (لو و سوگانیس، ۱۹۹۶: ۳-۷۵). در این تحقیق ما به دنبال بررسی نقش خوش بینی مدیریتی در مورد ارتباط تأمین مالی خارجی با عملکرد سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستیم.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بازده

معمولاً افراد مصرف کنونی را به مصرف درآینده ترجیح می دهند. بنابراین برای تشویق افراد در به تعویق انداختن مصرف فعلی می بایستی انتظار کسب پاداش از سرمایه گذاری را برای آنان ایجاد کرد. در واقع انتظار کسب بازده یا پاداش سرمایه گذاری موجب می شود تا سرمایه گذاران مصرف در آینده را به مصرف فعلی ترجیح دهند. اغلب از بازده در جهت معرفی بازده سرمایه گذاری در یک دارایی در طول یک دوره زمانی که به آن بازده دوره نگهداری می گویند استفاده می شود و آن عبارتست از تغییرات قیمت و جریانات نقدی حاصل از آن دارایی طی دوره سرمایه گذاری. این میزان تغییرات را بر حسب درصد بیان می کنند که نشان دهنده درصدی از مبلغ سرمایه گذاری است و به آن نرخ بازده سرمایه گذاری می گویند. (جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، ۱۳۷۵).

نرخ بازده عامل بسیار مهمی در تصمیم گیری های مالی جهت سرمایه گذاری به شمار می رود.

۲-۱-۲- اجزای بازده

بازده معمولاً از دو بخش تشکیل می شود. (جونز، چارلزپی، ۱۳۸۴)

سود دریافتی: مهمترین جزء بازده سودی است که به صورت جریان نقدی دوره ای سرمایه گذاری بوده و می تواند به شکل بهره یا سود تقسیم ی باشد. ویژگی متمایز این دریافت ها این است که منتشر کننده، پرداخت هایی را به صورت نقدی به دارنده دارایی پرداخت می کند. این جریان نقدی با قیمت اوراق بهادار نیز مرتبط است.

سود (زیان) سرمایه: دومین جزء مهم بازده، سود (زیان) سرمایه است که مخصوص سهام عادی است ولی در مورد اوراق قرضه بلند مدت و سایر اوراق بهادار با درآمد ثابت نیز مصداق دارد. به این جزء که ناشی از افزایش (کاهش) قیمت دارایی است، سود (زیان) سرمایه می گویند. این سود (زیان) سرمایه ناشی از اختلاف بین قیمت خرید و قیمت زمانی است که دارنده اوراق قرضه قصد فروش آنها را دارد. این اختلاف می تواند سود یا زیان باشد. مجموع این دو جزء بازده کل اوراق بهادار را تشکیل می دهد و نرخ بازده اوراق بهادار که معیاری جهت تصمیم گیری سرمایه گذاران جهت سرمایه گذاری است به شرح زیر محاسبه می گردد:

$$r_{it} = ((P_{it} - P_{(it-1)}) + D_{it}) / P_{(it-1)}$$

r_{it} نرخ بازده یک قلم دارایی

P_{it} قیمت سهام در انتهای دوره

$P_{(it-1)}$ قیمت سهام در ابتدای دوره

D_{it} سود تقسیمی در طی دوره

عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه گذاری در محصولات مالی

عوامل زیادی بر ریسک و بازده سرمایه گذاری در هر محصول مالی دخالت دارند. در این مقاله، عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه گذاری در محصولات مالی در سه دسته کلی عوامل کلان اقتصادی، عوامل خرد اقتصادی و عوامل غیر اقتصادی طبقه بندی شده و به طور خلاصه مورد بررسی قرار می گیرد.

عوامل کلان

این عوامل بر ریسک بازار تأثیر داشته که در مدل CAPM نتیجه و میزان تأثیر این عوامل بر ریسک بازار، تحت عنوان ریسک سیستماتیک، با استفاده از بررسی وابستگی تغییرات قیمت هر محصول به تغییرات قیمت های محل بازار اندازه گیری می شود و شامل موارد زیر می باشد: (پیر صالحی، ۱۳۷۵)

سیاست ها و خط مشی های دولت

دولت به عنوان یک ناظر و سیاست گذار کلان نقش پر رنگی در بازار سرمایه دارد و یکی از وظایف دولت، ارائه برنامه ای است که بتواند به بازار سرمایه رونق بخشد. (عوامل مؤثر بر بازار سرمایه، ۱۳۸۴)؛ اما به طور کلی تکثر مراکز قدرت و تصمیم گیری، ابهام نقش و رابطه این مراکز با یکدیگر، تداخل قوای سه گانه کشور، شفاف نبودن قوانین و وجود برداشت های متفاوت و متناقض از آنها، وجود قوانین نامناسب و دست و پا گیر، نقض آزادی های اقتصادی و بی ثباتی سیاسی دولت، موجب افزایش ریسک سیستماتیک و لذا کاهش شدید سرمایه گذاری می گردد. (نوو، ریموند پی، ۱۳۸۰).

اقدامات و میزان دخالت دولت در اقتصاد، صنعت و بازرگانی نیز بر سرمایه گذاری در محصولات مالی تاثیرگذار است، به این معنی که هرچه میزان دخالت دولت در اقتصاد بیشتر باشد (کاهش مشارکت بخش خصوصی)، ریسک سیستماتیک افزایش و میزان سرمایه گذاری در محصولات مالی کاهش می یابد. برای مثال اگر دولت برای جبران کسری بودجه خود اقدام به انتشار اوراق قرضه نماید، مقدار اوراق قرضه عرضه شده در قیمت و نرخ بهره ای از این اوراق افزایش می یابد که این خود منجر به کاهش قیمت اوراق و افزایش نرخ بهره می گردد. (فردریک و استلی، ۱۹۹۹).

عوامل فرهنگی و اجتماعی

در کشورهای توسعه یافته از بازار سرمایه به عنوان بازاری که موجب جلب مشارکت تمام افراد جامعه می شود نام می برند؛ اما در کشورهای توسعه نیافته و یا در حال توسعه به دلیل عدم فرهنگ سازی مناسب، درصد بسیار کمی در این بازار سهیم هستند، در حالی که اگر بتوان بستر مناسبی فراهم نمود و با ایجاد جاذبه های واقعی، پس اندازهای مردم را به این سو هدایت کرد، این مساله موجب بالا رفتن درآمد ملی، کاهش تورم، تخصیص نقدینگی موجود در بازار مولد و افزایش سرمایه گذاری و رفاه نسبی در جامعه می شود. (عوامل موثر بر بازار سرمایه، ۱۳۸۴).

وضعیت صنعت

صنایع مختلف و شرکت های آن تحت تاثیر شرایط سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و حتی جغرافیایی داخلی و خارجی می تواند دچار رونق و رکود شود. برای مثال در صورت بهبود قیمت جهانی نفت، صنایع وابسته به فرآورده های نفتی، تحت تاثیر قرار گرفته و سهام آن دچار رونق می شود یا در صورت بروز خشکسالی، صنایع وابسته به محصولات کشاورزی تحت تاثیر قرار گرفته و سهام آنها دچار رکود خواهد شد. (عبداله زاده، ۱۳۸۱: ۱۴۸-۱۵۲).

از طرف دیگر هرچه میزان تاکید بر صنایع واسطه ای و مصرفی بیشتر باشد و وابستگی این صنایع به خارج بیشتر باشد، ریسک سیستماتیک افزایش می یابد که این خود منجر به کاهش سرمایه گذاری در این صنایع می شود.

بنکر و همکاران^۱ (۲۰۱۵) با بررسی رابطه خوش بینی مدیریت و رفتار هزینه ها نشان دادند، در صورت افزایش (کاهش) فروش، هرچه خوش بینی (بدبینی) مدیریت بیشتر باشد، میزان افزایش (کاهش) هزینه ها بیشتر می شود و به هنگام افزایش فروش، هرچه پیش بینی تحلیل گران از فروش آتی بیشتر باشد، تعدیلات افزایشی هزینه ها بیشتر می شود.

وانگ (۲۰۱۵) در تحقیقی به بررسی رابطه بین به موقع بودن سود و افزایش سرمایه از طریق صدور سهام جدید پرداخت. تحقیق او بر مبنای این تئوری بود که هنگام عرضه سهام قیمت سهام افت خواهد کرد و یکی از دلایل این کاهش قیمت عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بیان شد. او به این نتیجه رسید که در شرکت هایی که سود به موقع تری دارند به دلیل اینکه عدم تقارن اطلاعاتی کمتر است، قیمت سهام آنها افت کمتری خواهد داشت

ياسوكاتا و كاجيوارا^۲ (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط تصمیمات سنجیده مدیران با چسبندگی هزینه ها پرداخته و نشان دادند اگر مدیران انتظار افزایش فروش در آینده را داشته باشند، چسبندگی هزینه ها افزایش می یابد. نتایج این مطالعه همچنین نشان داد، میزان خوش بینی مدیران در پیش بینی فروش آتی، رابطه معناداری با چسبندگی بهای تمام شده فروش ندارد، اما با چسبندگی هزینه های فروش، عمومی و اداری ارتباط مثبت دارد.

¹ Banker R, Chen L. (2015).

² Yasukata K, Kajiwara T. (2014)

پور حیدری و خانی (۱۳۹۴) تاثیر به موقع بودن سود بر بازده غیرعادی عرضه های عمومی را بررسی نمودند. نتایج نشان داد که رابطه بین به موقع بودن سود شرکتها و بازده غیرعادی تجمعی در زمان عرضه عمومی سهام منفی ولی از لحاظ آماری معنادار نمی باشد. همچنین، نتایج نشان داد که رابطه بین اندازه شرکت و اندازه عرضه عمومی سهام با بازده غیرعادی تجمعی منفی و معنادار می باشد.

کردستانی و آشتاب (۱۳۹۳) رابطه بین خطای پیش بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. این تحقیق در دوره ی زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ می باشد. اهمیت انتخاب این دوره از نظر گسترش چشم گیر بازار بورس طی آن سال ها و نیز تعداد زیاد شرکت هایی است که برای اولین بار سهام خود را در بورس اوراق بهادار عرضه نموده اند. نتایج پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیون خطی چند متغیره نشان می دهد، بین خطای پیش بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت های جدیدالورود رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

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 زمینه های 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 ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ 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 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 آحاد 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 نمونه ی آماری، از رابطه ی 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 پدیده های غیر قابل کنترل و همچنین به لحاظ بررسی دقیق تر اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تمام شرکت ها در ۲۸ صنعت طبقه بندی شده و به خاطر تصادفی نبودن و قابلیت اتکای بیشتر نمونه های انتخابی، شرایط زیر توسط پژوهشگر اعمال شده است:

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

۲- سپس بانک‌ها و موسسات مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری 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 ۱۳۹۵، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و در طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند. دلیل این امر آن است که تعداد نمونه‌ی آماری در سال‌های مورد بررسی، برابر باشد.

۴- شرکت‌ها نباید سال مالی خود را طی دوره‌های موردنظر تغییر داده باشند.

با اعمال شرایط یاد شده تعداد ۹۹ شرکت جهت برآورد مدل و آزمون فرضیه‌های تحقیق انتخاب شده‌اند.

جدول ۱-۳- نحوه محاسبه شرکت‌های نمونه

شرح	تعداد	تعداد
تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تا پایان سال ۱۴۰۰	۶۱۲	
شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و بانک‌ها	۵۱	
شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۵ تا ۱۴۰۰ وارد بورس شده‌اند	۸۴	
شرکت‌های که در قلمرو زمانی ۹۵ تا ۱۴۰۰ از بورس خارج شده‌اند	۱۵۲	
شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها ۱۲/۲۹ نبود	۱۱۴	
شرکت‌های دارای داده‌های پرت	۱۱۲	
جمع شرکت‌های حذف شده	۵۱۳	
تعداد شرکت‌های مورد بررسی	۹۹	

۶. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

پس از جمع‌آوری داده‌هایی که برای انجام تحقیق مورد نیاز هستند، انتخاب ابزاری مناسب به منظور محاسبه و تجزیه و تحلیل اطلاعات مربوط به متغیرها، اهمیت خاصی دارد. در این تحقیق پس از استخراج اطلاعات مورد نیاز از منابع ذکر شده و آماده‌سازی متغیرها با استفاده از نرم‌افزار *Excel* و انجام محاسبات لازم به منظور دستیابی به متغیرهای مورد نیاز جهت انجام تحقیق، برای محاسبه‌ی مدل‌های رگرسیون با استفاده از داده‌های گردآوری شده و انجام سایر تجزیه و تحلیل‌ها با به‌کارگیری روش‌های آماری همچون میانگین، انحراف معیار، مدل رگرسیون چند متغیره، ضریب تعیین R^2 و آماره‌ی F به منظور بررسی معنی دار بودن مدل، آماره‌ی t به منظور بررسی معنی دار بودن ضرایب از نرم‌افزار *Eviews6* استفاده شده است. نرم‌افزار *Eviews* یکی از نرم‌افزارهای قدرتمند و مطرح در زمینه تحلیل آزمون‌های آماری و اقتصادسنجی می‌باشد.

۷. مدل و متغیرهای پژوهش

در یک تحقیق برای پاسخ دادن به سوال های تحقیق و یا آزمون فرضیه ها، تشخیص متغیرها امر ضروری است. در این تحقیق دو نوع متغیر در نظر گرفته شده است.

متغیر وابسته

عملکرد سهام

برای بررسی عملکرد سهام می بایست از بازده غیر عادی تجمعی استفاده نماییم. به منظور محاسبه بازده غیر عادی (تعدیل شده) انباشته سهام شرکت در دوره ی زمانی پژوهش در هر سال مالی از مدل تعدیل شده بازار استفاده شده است. در این مدل فرض شده است، بازده بازار نتیجه فرآیند مورد انتظار بازده سهام شرکت ها در هر دوره زمانی به شمار می رود. بنابراین تفاضل بازده واقعی شرکت i در دوره زمانی t با بازده بازار در همان دوره نشانگر بازده غیر عادی سهام شرکت i در دوره t است. برای محاسبه بازده بلند مدت (۲۴) ماه تعدیل شده تجمعی از روابطه ۱ تا ۵ بر اساس مدل چپ **یانگ و همکاران**^۳ (۲۰۱۴) استفاده می نماییم:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

i نرخ بازده غیر عادی تجمعی سهام
 t در ماه

r_{it} نرخ بازده سهام i در ماه t

r_{mt} نرخ بازده بازار سهام در ماه t

$$r_{it} = \frac{P_{it} + D_{it} + P_{io}}{P_{io}}$$

رابطه (۲)

P_{it} میانگین قیمت سهام i در انتهای ماه t

P_{io} میانگین قیمت سهام i در ابتدای ماه t

D_{it} سود سهام پرداختی توسط شرکت i در ماه t

رابطه (۳)

$$r_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{mo}}{I_{mo}}$$

I_{mo} شاخص کل بورس در ابتدای ماه t

I_{mt} شاخص کل بورس در پایان ماه t

$$AR_T = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n ar_{it}$$

رابطه (۴)

AR_T متوسط نرخ بازده غیر عادی n سهم در ماه t

N تعداد سهام در ماه t

$$CAR_{q-s} = \sum_{T-q}^S AR_T$$

رابطه (۵)

CAR_{q-s} نرخ بازده غیر عادی تجمعی طی ماه های q تا s ام.

³ Chih-Yung Wang, Yu-Fen Chen, Chia-Wen Yua

متغیر مستقل

تامین مالی

واحدهای تجاری برای انجام فعالیت های عملیاتی و سرمایه گذاری خود نیاز به وجه نقد دارند. وجه نقد مورد نیاز باید از طریق انجام فعالیت های تامین مالی و همچنین وجه نقد حاصل از عملیات شرکت تهیه شود. هدف اصلی از شیوه های تامین مالی، کاهش هزینه سرمایه و افزایش ارزش شرکت است. صاحبان نظران مالی، منابع تامین مالی را از لحاظ محل تامین منابع به دو قسمت داخلی و خارجی تقسیم می کنند: داخلی شامل جریان های نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی ها و سود انباشته و خارجی شامل استقراض و انتشار سهام است. (بیکر و همکاران^۴، ۲۰۰۰). ارتباط منفی فعالیت های تامین مالی خارجی با بازده آتی سهام با عنوان نا بهنجاری تامین مالی خارجی در ادبیات حسابداری مطرح شده است. (برد شو و همکاران^۵، ۲۰۰۶).

تامین مالی خارجی از طریق دو روش محاسبه می شود

• اولین روش مبتنی بر تامین 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 بدهی های بلند مدت (تغییر در بدهی های بلند مدت)

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

• دومین روش مبتنی بر تامین مالی از طریق انتشار سهام

EQUITY_{i,t} گردش وجوه نقد پرداختی بابت پرداخت سود سهام تقسیم شده که از رابطه ی زیر بدست می آید.

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

TA_{i,t} تغییر در کل دارایی ها

TL_{i,t} تغییر در کل بدهی ها

NI_{i,t} سود خالص

متغیر تعدیل کننده

خوش بینی مدیریتی

برای اندازه گیری خوش بینی مدیریتی براساس مدل بنکر و همکاران^۶ (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 مدیریتی از فروش سال t+1 بیشتر از فروش واقعی سال t باشد، مقدار یک و در غیر اینصورت مقدار صفر می دهیم.

⁴ Baker, M., Jeffrey, and Wurgler. (2000).

⁵ Bradshaw, M., Richardson, S., & Sloan, R. (2006).

⁶ Banker R, Ciftci M, Mashruwala R.

Low_Opt Dummy_{it} 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 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.

مدل تحقیق

تمامی مدل های فوق به استناد بنکر و همکاران^۷ (۲۰۱۱) می باشد که متغیرهای این تحقیق را مورد آزمون قرار دادند.

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 بدهی ها

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)

۸. تجزیه و تحلیل یافته های پژوهش

- آزمون فرضیه اول

هدف این فرضیه بررسی این موضوع است که آیا 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 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.

⁷ Banker R, Ciftci M, Mashruwala R.

جدول شماره دو 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.

جدول شماره سه: 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.

جدول شماره چهار نتایج برآورد مدل

متغیر	ضریب	t آماره	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
فیشر (معناداری) F آماره	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 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 فرض های مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می دارد که بین جملات خطاهای رگرسیون همبستگی وجود ندارد (مستقل هستند). اگر این فرض نقض گردد کواریانس بین دو جمله u_j برابر صفر نخواهد بود. برای بررسی وجود خود همبستگی بین جملات خطاها مدل آزمونهای مختلفی وجود دارد که رایج ترین آنها آزمون $D - W$ دوربین - واتسون می باشد 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 می باشد. که د؛ کهن مدل این آماره عددی نزدیک به ۲ است و فرض عدم خودهمبستگی پذیرفته می شود. 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 ۱/۸۹ شد.

جدول شماره پنج نتایج آزمون خودهمبستگی

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

• 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 ۰/۶۹۶ می باشد.

• تحلیل نتیجه فرضیه

همانطور که قبلا 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 شرکت های 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 می‌باشد. بنابراین شواهدی مبنی بر رد این فرضیه یافت نشده و این فرضیه مورد تایید قرار می‌گیرد.

آزمون فرضیه دوم

هدف این فرضیه بررسی این موضوع است که آیا خوش بینی مدیریتی بر ارتباط تامین مالی از طریق انتشار سهام با عملکرد سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیری معنادار دارد یا خیر. برای آزمون این فرضیه از مدل زیر استفاده می‌شود:

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

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

جدول شماره شش: نتایج آزمون چاو

آماره F چاو	سطح معناداری	نتیجه بدست آمده
۵/۱۷	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی

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

جدول شماره هفت: 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 می‌دهد که روش مورد استفاده برای تخمین مدل‌ها، روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت می‌باشد. حال در ادامه نتایج تخمین مدل‌های تحقیق با توجه به روش مذکور ارائه شده است.

جدول شماره هشت: نتایج برآورد مدل

متغیر	ضریب	t آماره	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 مدیریتی	-۰/۰۰۹	-۰/۸۵	۰/۰۰۱	۱/۴۲
تامین مالی خارجی از طریق انتشار سهام* خوش بینی مدیریتی	-۰/۲۱۳	-۲/۰۲	۰/۰۰۴	۱/۵۲
فیشر (معناداری) F آماره		۲۲/۱۸ (۰/۰۰۰)		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۱۳		
آماره دورین 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 «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 فرض های مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می دارد که بین جملات خطاهای رگرسیون همبستگی وجود ندارد (مستقل هستند). اگر این فرض نقض گردد کواریانس بین دو جمله W و D برابر صفر نخواهد بود. برای بررسی وجود خود همبستگی بین جملات خطاها مدل آزمونهای مختلفی وجود دارد که رایج ترین آنها آزمون $D - W$ دورین - واتسون می باشد ارزش $D - W$ محاسباتی بین ۰ و ۴ متغیر ۴ است؛ در صورتی که این آماره برای مدلی در اطراف ۲ برآورد گردد (بگردد) (و ۳ و در حالت سختگیرانه تر بین ۱٫۵ و ۲٫۵) نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی در مدل می باشد. که د؛ کهن مدل این آماره عددی نزدیک به ۲ است و فرض عدم خودهمبستگی پذیرفته می شود. لازم به توضیح است که در مرحله تخمین مدل آماره دورین واتسون کمتر از عدد یک بود که به منظور رفع مشکل مذکور جمله خودرگرسیو مرتبه اول وارد مدل شد و آماره دورین واتسون برابر ۲/۰۲ شد.

جدول شماره نه: نتایج آزمون خودهمبستگی

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

• 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 ماژلوف (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 رایتر^۸ (۱۹۹۵)، آکب و دیگران^۹ (۱۹۹۶)، یانگ شیک چو^{۱۰} (۲۰۰۵) میر محرابی (۱۳۸۰) و یحیی زاده فر و ابونوری (۱۳۸۳) مطابقت دارد.

⁸ Loughran & Ritter. (1995).

⁹ Akhgibe, A. M, Jeff and P. Z Stephen (1996).

¹⁰ Yong, S. C. (2005)

۱۰- پیشنهادهای کاربردی:

۱. براساس فرضیه اول پیشنهاد می شود، شرکت ها بجای صرفا استفاده از تامین مالی خارجی از طریق بدهی ها، اقدام به سودهای تحویل شده و وجوه حاصل از فروش دارایی ها (منابع تامین مالی داخلی) نمایند و از این طریق این منابع را در شرکت ذخیره نمایند و در دارایی های 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 سود های آینده ی شرکت بجای خوش بینی و بد بینی صرف به سمت منطقی شدن حرکت نماید.

۲. براساس نتیجه ی فرضیه ی دوم پیشنهاد می شود، شرکت ها در زمانی اقدام به انتشار سهام جدید نمایند که طرح ها و برنامه های با پروژه ی خالص مثبت در دست دارند. در این صورت می توان به سهامداران این آگاهی را داد که شرکت به دنبال افزایش ثروت سهامداران می باشد و در این صورت عملکرد سهام در آینده به سمت رشد بیشتر افزایش می یابد. از طرف دیگر مدیران پیش بینی های درستی از سود های آتی و سرمایه گذاری خواهند داشت و آینده را بیشتر و بهتر و آگاهانه پیش بینی می نمایند.

منابع

۱. اقبال نیا، محمد. (۱۳۹۲). بررسی عملکرد کوتاه مدت سهام عرضه عمومی اولیه: شواهد تجربی از بورس تهران. هفتمین کنفرانس بین المللی مدیریت.
۲. باباجانی، جعفر، عظیمی یانچشمه، مجید. (۱۳۹۱). اثر قابلیت اتکای اقلام تعهدی بر بازده سهام، مجله پژوهش های حسابداری مالی سال چهارم، شماره ۲، شماره پیاپی (۱۲)، ۸۳-۱۰۰.
۳. پور حیدری، امید، محمدرضا خانی، وحید. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر به موقع بودن سود بر بازده غیرعادی عرضه های عمومی، پژوهش های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۷، ۵۵-۶۷.
۴. پیر صالحی، مجتبی. (۱۳۷۵). بررسی رابطه ریسک و بازده سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه 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. ثقفی، 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، چارلزپی. مدیریت سرمایه گذاری، ترجمه تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر، انتشارات نگاه دانش، چاپ دوم، ۱۳۸۴.

1. 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.

2. 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.

3. Balla, R. and Shivakumar, L. (2008). "Earnings quality at initial public offerings", *Journal of Accounting and Economics*, (45), 324-349.
4. Banker R, Chen L. (2015). Predicting Earnings Using a Model Based on Cost Variability and Cost Stickiness. *The Accounting Review*; 81(2): 285-307.
5. 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.
6. and Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42: 53-85.
7. Brealey, R. & S. Myers. (2000). *Principles of Corporate Finance*. Sixth Edition, McGraw Hill.
8. 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*
9. Chan, K., Chan, L., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2006). Earnings quality and stock returns. *Journal of Business*, 79(3), 1041-1082..
10. 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
11. 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
12. Chul, P. and Pincus, M. (2001). Internal vs External Funding Sources and Earnings Response Coefficients, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 16: 33-52.
13. 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.

Investigating the role of management optimism in the relationship between external financing and stock performance in companies

Abstract

One of the basic points of attention of financial managers of economic enterprises is the methods and amount of financing. Companies use different financial resources in different ways in order to implement profitability projects and achieve maximum efficiency in order to increase the wealth of their shareholders. The purpose of this research is to investigate the role of management optimism in the relationship between external financing and stock performance in companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period from 2015 to 2015. This research will be used to test hypotheses using multivariate regression model using combined data. Limer's F test will be used to choose whether to use the pooled or tabular method in estimating the patterns. The results of the research show that the first hypothesis of management optimism research on the relationship between debt financing and stock performance according to the coefficient and variable error level (external financing through debt * managerial optimism) is equal to (-0.236)) and (0.009) which shows the negative and significant relationship of this variable with stock performance. Also, according to the result of the second hypothesis of the research, the optimism of the management on the relationship of financing through the issuance of new shares with stock performance according to the coefficient and level of variable error (external financing through the issuance of shares *management optimism) is equal to (0.213) -) and (0.004) which shows the negative and significant relationship of this variable with stock performance.

Keywords

stock performance, cumulative stock return, external financing, management optimism
