

بررسی عوامل موثر بر تأمین مالی خارجی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سامان موسی نژاد^۱

پریسا پسندی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۲۰ تاریخ چاپ: ۱۴۰۴/۰۵/۱۸

چکیده

فرصت های سرمایه گذاری اثر مهمی بر تأمین مالی، خط مشی ها و راهبردهای سرمایه گذاری، شرکت ها دارند و بخشی از ارزش آتی شرکت محسوب می شود، بنابراین شرکت ها به منظور اجرای پروژه های سودآور و دستیابی به سود و بازده مورد انتظار سهامداران در جهت افزایش ثروت آن ها از منابع مالی مختلف برای تأمین وجوه مورد نیازشان استفاده می کنند. براین اساس، هدف پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و محدودیت مالی با اقلام تعهدی غیرعادی و تأثیر آن بر تأمین مالی خارجی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در نتیجه اهداف تحقیق فوق عبارتند از (۱) بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و اقلام تعهدی غیرعادی (۲) بررسی رابطه بین محدودیت مالی با اقلام تعهدی غیرعادی (۳) بررسی رابطه بین اقلام تعهدی غیرعادی و تأمین مالی خارجی می باشد. تحقیق حاضر از جهت هدف از نوع تحقیقات کاربردی است و از جهت روش استنتاج از نوع توصیفی است و از جهت طرح تحقیق از نوع پس رویدادی است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران است که تعداد نمونه پژوهش با استفاده از روش نمونه گیری قضاوتی - حذفی و با بهره گیری از فرمول کوکران تعداد ۹۴ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد که در بازه زمانی ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۳ در بورس فعال بوده اند. در این پژوهش از هر دو روش کتابخانه ای و میدانی جهت گردآوری داده ها استفاده شده است. تحقیق حاضر سه فرضیه اصلی و هشت فرضیه فرعی دارد که براساس اهداف تحقیق تنظیم شده اند. به منظور تحلیل فرضیه ها با توجه به تعداد مشاهدات در هر سال از روش تلفیق داده های مقطعی و سری زمانی (روش پانل دیتا)، رگرسیون چند متغیره و آزمون مقایسه میانگین دو نمونه استفاده شده است. جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم افزار Eviews استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه ها و تحلیل داده ها نشان داد، بین فرصت های سرمایه گذاری و جریان نقد آزاد و اقلام تعهدی غیرعادی رابطه معناداری وجود دارد و همچنین بین اقلام تعهدی غیرعادی و تأمین مالی از طریق بدهی بلندمدت رابطه مثبت وجود دارد.

واژگان کلیدی

فرصت های سرمایه گذاری، جریان نقد آزاد، اقلام تعهدی غیرعادی، بورس

۱. دکتری مدیریت مالی، دانشگاه علمی کاربردی استان ایلام، ایلام، ایران.

۲. کارشناسی ارشد مدیریت صنعتی گرایش مالی.

مقدمه

اصولاً هر شرکتی جهت توسعه فعالیت‌های خود و افزایش سودآوری و ارزش سهام شرکت در مواقعی نیاز به منابع مالی جدید دارد. هر یک از روش‌های تأمین منابع مالی بنا به اوضاع اقتصادی و سیاسی کشور و همچنین با توجه به شرایط مالی شرکت معایب و محاسنی دارد. لذا مدیریت هنگام تصمیم‌گیری برای استفاده از منابع مالی جدید باید هزینه منابع مختلف مالی را مشخص کرده آثاری را که در هر کدام از این منابع بر بازده و ریسک عملیاتی شرکت می‌گذارد، تعیین نماید. استفاده از شیوه‌های صحیح تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور می‌تواند در جهت افزایش بازدهی و ارزش سهام شرکت نقش اساسی ایفا نماید. بدست آوردن سود بیشتر و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران از طریق تغییر ترکیب ساختار سرمایه، بخصوص استفاده از استقراض برای دوره‌های زمانی بلندمدت یکی از مواردی است که شرکت‌ها بعنوان یک راهکار برای دستیابی به اهداف خود مد نظر قرار می‌دهند (هاشمی و جلالی مقدم، ۱۳۹۲). به‌طور ویژه مدیران با رویه‌های خوش‌بینانه در اجرا پروژه‌های با ارزش خود با یک سری محدودیت‌های مالی مواجه می‌شوند، از این رو آن‌ها ممکن است با استفاده از اقلام تعهدی اختیاری، اقتصاد اطلاعات را به بازار انتقال دهند، بر محدودیت‌ها فائق آیند و به پشتوانه‌ی آن به شکل مؤثر میزان سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش دهند. استراتژی استفاده از اقلام تعهدی اختیاری میزان بازده ناشی از سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که فرصت‌های خوبی برای سرمایه‌گذاری دارند ولی وجود برخی از محدودیت‌های مالی مانع از حصول آن‌ها به اهداف موردنظرشان می‌گردد را افزایش می‌دهد. استفاده از اقلام تعهدی اختیاری می‌تواند برای شرکت‌هایی که پروژه‌های NPV مثبتی در اختیار دارند ولی متأسفانه وجود برخی محدودیت‌های مالی مانع از حصول آن‌ها به اهداف موردنظرشان گردد، راهگشای آن‌ها گردد، از این رو شرکت‌ها می‌توانند کیفیت کسب درآمدها را بهبود بخشند (بیدل و همکاران^۱، ۲۰۰۹). اگر شرکت‌ها محدودیت مالی داشته باشند؛ ولی دارای پروژه‌های با استفاده از مدیریت سود می‌توانند ارزش سهام شرکت را در کوتاه‌مدت افزایش دهند و با این پروژه‌ها سرمایه شرکت را تأمین مالی کنند. در شرکت‌های با فرصت سرمایه‌گذاری بالا که با محدودیت مالی، روبه‌رو هستند، به‌کارگیری مدیریت سود می‌تواند منجر به کارایی سرمایه شود (لی و تانگ^۲، ۲۰۰۸). فرصت‌های رشد، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه کرده و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. سرمایه‌گذاران باید در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند، زیرا آنچه باعث موفقیت می‌گردد استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است که برای این امر باید سیاست‌های مالی مؤثر بر ایجاد فرصت‌های رشد را در واحدهای تجاری شناسایی کرد (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۲). فرصت‌های سرمایه‌گذاری اثر مهمی بر تأمین مالی، خط‌مشی‌ها و راهبردهای سرمایه‌گذاری فرصت‌های، شرکت‌ها دارد و بخشی از ارزش آتی شرکت محسوب می‌شود. (زو و همکاران) سرمایه‌گذاری وضعیت رشد شرکت است که بستگی به تصمیم‌های مدیریت، نوسان‌های بازار و خط‌مشی‌های محیطی و شرایط دارد. به دلیل هزینه‌های محافظه‌کارانه مدیران، ارزش آتی سرمایه‌گذاری‌ها نامطمئن است. با توجه به این که مدیران نسبت به سهامداران اطلاعات بیشتری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش آن‌ها در اختیار دارند؛ از این، سهامداران شرکت‌های با فرصت سرمایه‌گذاری بالا نیازمند کنترل بیشتر مدیران می‌باشند. این شرکت‌ها کنترل کمی بر بدهی و بازار سرمایه دارند. اگر حجم وجوه داخلی

1- Biddle, G., G. Hilary, and R. Verdi. 2009

2- Li, K., and V. Tang. 2008

در این شرکت ها زیاد باشد، مدیران از آن برای تأمین مالی فرصت ها استفاده می کنند و به دلیل هزینه های معاملات و سایر شرایط به احتمال کمتری این وجوه برای پرداخت سود سهام و تأمین مالی جدید در بازار سرمایه استفاده می شود. هدف این شرکت ها کنترل بازار سرمایه نمی باشد و بر سایر ابزار نظارتی تأکید می کنند (جکسون و همکاران^۳، ۲۰۰۹). هرگاه شرکتی پروژه های باارزشی داشته باشد ولی از لحاظ مالی محدودیت هایی داشته باشد، در این صورت شرکت مذکور می تواند از ارقام تعهدی اختیاری استفاده کند، بدین ترتیب آن ها خواهند توانست اهداف و پروژه های خود را عملی سازند و در کوتاه مدت بر میزان موجودی شرکت بیفزایند. از این رو شرکت قادر خواهد بود، به پشتوانه افزایش سرمایه خود، وجوه لازم برای پیش بردن پروژه های عملیاتی شان را تأمین کنند. شرکت هایی که به لحاظ مالی در مضیقه هستند ولی فرصت های سرمایه گذاری خوبی دارند، پیش از انجام سرمایه گذاری نسبت به سایر شرکت ها که چنین محدودیت هایی ندارند، از نظر در اختیار داشتن ارقام تعهدی در سطح بالاتری قرار دارند (جیمز و همکاران^۴، ۲۰۱۳). شرکت های محدود شده ای که به منظور تسهیل سرمایه گذاری (های) خود از ارقام تعهدی اختیاری استفاده می کنند، عملکرد بهتری می توانند داشته باشند. استراتژی استفاده از ارقام تعهدی اختیاری میزان بازده ناشی از سرمایه گذاری شرکت هایی که فرصت های خوبی برای سرمایه گذاری دارند ولی وجود برخی از محدودیت های مالی مانع از حصول آن ها به اهداف مورد نظرشان می گردد را افزایش می دهد، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران همواره وجود دارد؛ که طبق نظریه نمایندگی مدیران برای افزایش منافع خود از مدیریت سود استفاده می کنند و با دانش و اطلاعات خود، فرصت های سرمایه گذاری سازگار با اهداف خود را انتخاب و بر تصمیم های شرکت تأثیر می گذارند، یکی دیگر از تضادهای نمایندگی در اقتصاد با ساختار مالکیت متمرکز، تضاد منافع سهامداران کنترل کننده و اقلیت می باشد (هادلوک و پیرس^۵، ۲۰۱۰). سهامداران کنترل کننده با توانایی کنترل شرکت، تغییرات مهمی و تصمیمات سرمایه گذاری و مدیریت سود، بر نظام راهبری شرکت اعمال می کنند در جهت منافع خود به کار می گیرند. بنابراین، بررسی رابطه مدیریت سود و فرصت های سرمایه گذاری با در نظر گرفتن نقش و انگیزه سهامداران کنترل کننده ضرورت دارد. هدف این پژوهش بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و محدودیت مالی با ارقام تعهدی غیرعادی و تأثیر آن بر تأمین مالی خارجی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

مبانی تحقیق

تحقیقات داخلی

تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۷) در تحقیقی به بررسی تأثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد که رابطه بین جریان وجه نقد آزاد و بیش سرمایه گذاری، مستقیم و به لحاظ آماری معنی دار است. با این وجود یافته ها حاکی از عدم معنی داری رابطه بین محدودیت مالی و کم سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. مهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) به این نتیجه رسیدند که شرکت های با کیفیت بهتر حسابداری، میزان وجه نقد کمتری نگهداری می کنند و هم چنین شرکت های با فرصت رشد بیشتر، وجه نقد بیشتر و شرکت های با دارایی های با نقد شوندگی بیشتر، نسبت اهرمی بیشتر و توزیع سود، وجه نقد کمتری نگهداری می کنند (مهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸). هاشمی و

3- Jackson, S., K. Liu, and M. Cecchini. 2009

4- James S. Linck, Jeffry Netter, Tao Shu 2013

5- Hadlock, C., and J. Pierce. 2010

جلالی مقدم (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان "تأثیر اقلام تعهدی بر رابطه تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام" انجام داده و نتایج آن بشرح زیر است: نمونه آماری شامل ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی بازه زمانی فروردین ماه ۱۳۸۴ الی تیر ماه ۱۳۹۰ است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که اقلام تعهدی با بازده آتی سهام ارتباط مثبت و معنادار دارد و تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام ارتباط معنادار ندارد که این نتایج با مبانی نظری پشتوانه آن سازگاری ندارد. پس از آن با اضافه نمودن متغیر اقلام تعهدی به رابطه تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام، نتایج پژوهش تغییر یافت و رابطه مذکور منفی و معنادار گردید که این بیانگر وجود نابهنجاری تأمین مالی خارجی است. بنابراین توجه همزمان سرمایه‌گذاران به اقلام تعهدی و تأمین مالی خارجی از اهمیت بسزایی برخوردار است (هاشمی و جلالی مقدم، ۱۳۹۲). حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران" انجام داده و نتایج آن بشرح زیر می‌باشد: نمونه پژوهش شامل ۱۲۰ شرکت در طول سال‌های ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۸۸ بوده است. برای اندازه‌گیری کیفیت اقلام تعهدی از مدل فرانسیس (۲۰۰۵) استفاده شده است. ساختار مالکیت شرکت‌ها، ترکیب هیات مدیره، نوع حسابرس و وجود حسابرسی داخلی به عنوان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده و با استفاده از یک مدل رگرسیون چند متغیره رابطه بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و ترکیب هیات مدیره با کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری مورد آزمون قرار گرفته است. برای آزمون رابطه نوع موسسه حسابرسی کننده و حسابرسی داخلی از آزمون مقایسه میانگین دو جامعه استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که رابطه بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و اقلام تعهدی غیراختیاری مستقیم و معنی دار و اقلام تعهدی اختیاری معکوس و معنی دار است. ولی بین متغیرهای اندازه موسسه حسابرسی کننده و حسابرس داخلی با اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری رابطه معنی داری مشاهده نشد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۳). برادران حسن زاده و همکاران (۱۳۹۳) تحقیقی با عنوان "اثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری" انجام داده و نتایج آن بشرح زیر است: این پژوهش در ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران، براساس اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی شرکت‌ها در فاصله سال‌های ۱۳۸۱ و ۱۳۹۰ انجام شده است. در این پژوهش، محدودیت مالی با استفاده از دو مدل وایت و وو و کاپلان اندازه‌گیری شده است. نتایج پژوهش نشان داد که محدودیت مالی با مدل وایت و وو تأثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد و محدودیت مالی با مدل کاپلان تأثیری معنادار و مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و هزینه‌های نمایندگی تأثیری منفی و معنی دار بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد (برادران و همکاران، ۱۳۹۳).

تحقیقات خارجی

فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) در تحقیق خود عنوان می‌کنند که کیفیت اقلام تعهدی معیار ابهام موجود در گردش وجه نقد آتی شرکت است. کیفیت اقلام تعهدی از نظر سرمایه‌گذاران به معنی نزدیکی سود حسابداری به وجه نقد می‌باشد. بنابراین کیفیت ضعیف اقلام تعهدی باعث می‌شود که مبهم بودن اطلاعات افزایش یافته و ریسک سرمایه‌گذاری نیز در پی آن افزایش داشته باشد. شرکت‌هایی که از کیفیت اقلام تعهدی ضعیف تری برخوردارند، ثبت هزینه بهره به بدهی بهره دار در آن‌ها بالاتر و نسبت بدهی پایین تری دارند. در این مطالعه نشان داده شده است که شرکت‌هایی که از کیفیت اقلام تعهدی مناسبی برخوردارند، هزینه سرمایه کمتری دارند. به عبارت دیگر، بین هزینه سرمایه شرکت‌هایی که اقلام تعهدی آنها از کیفیت پایینی برخوردار است و شرکت‌هایی که اقلام تعهدی آنها از کیفیت بالایی برخوردار است

اختلاف معنی داری وجود دارد. تیم آدام و همکاران (۲۰۰۷) تحقیقی با عنوان "فرصت های سرمایه گذاری و متغیرهای شاخص، تئوری ها و شواهد" انجام داده نتایج بیانگر آن است که با وجود نقش مهمی که فرصت های سرمایه گذاری در گزارشات شرکت دارند، هیچ توافقی مبنی بر چگونگی ارزیابی مجموعه فرصت های سرمایه گذاری وجود ندارد. مشکل اساسی این است که فرصت های سرمایه گذاری توسط افراد برون سازمانی غیر قابل مشاهده هستند. بنابراین پژوهشگران مجبورند به متغیرهای شاخص وابسته باشند، ولی عملکرد این شاخص ها زیاد شناخته شده نیست. به نظر می رسد در یک مقیاس نسبی، گرچه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن و نسبت سود به قیمت هر دو به عنوان شاخص های فرصت های سرمایه گذاری در نظر گرفته می شود ولی نسبت ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری آن بهترین متغیر در در نشان دادن فرصت های سرمایه گذاری شرکت در طول چندین سال اخیر می باشد (تیم آدام و همکاران، ۲۰۰۶ و ۲۰۰۷). سانچز بالستا و گارسیا میکا (۲۰۰۷) از روش شناسی دیتا پنل^۶ برای آزمون کردن ارتباط بین ساختار مالکیت، اقلام تعهدی اختیاری و آگاه کنندگی سود استفاده کردند. نمونه آنها شامل شرکت های غیرمالی اسپانیایی پذیرفته شده در بورس مادرید در طی سال های ۲۰۰۲-۱۹۹۹ بود. نتایج آنها حاکی از وجود ارتباط غیرخطی بین مالکیت افراد درون سازمانی و اقلام تعهدی اختیاری و بین مالکیت افراد درون سازمانی و قدرت توضیحی سود برای بازده ها می باشد. این نتایج تاکید می کند بر این فرض است که مالکیت افراد درون سازمانی به آگاه کنندگی سود کمک می کند و زمانی که درصد سهم نگهداری شده توسط افراد درون سازمانی خیلی زیاد نیست، موجب محدود کردن مدیریت سود می شود. اما زمانی که افراد درون سازمانی درصد سهم بیشتری را در شرکت مالک می شوند و در شرکت دارای جایگاه تثبیت شده ای می گردند، ارتباط بین مالکیت افراد درون سازمانی و مدیریت سود عکس می شود. شان وسا در سال ۲۰۰۹ در تحقیقی با عنوان تاثیر عدم اطمینان در جریان وجوه نقد و سیاست پرداخت سود با نمونه آماری ۵۰۰۰ شرکت از ۷ کشور طی سال های ۲۰۰۵-۱۹۹۴ به بررسی عوامل تاثیر گذار بر سیاست تقسیم سود از جمله عدم اطمینان در وجه نقد، تضاد منافع حاصل از نمایندگی، ترکیب سرمایه و فرصت های رشد پرداختند و نتیجه گرفتند که ارتباط منفی و مهم بین عدم اطمینان در جریان وجه نقد و سیاست تقسیم سود وجود دارد. همچنین این ارتباط مهم تر از تاثیر سایر عوامل باقوه تاثیر گذار بر سیاست پرداخت سود است. جیمز و همکاران (۲۰۱۳) در تحقیقی با عنوان "آیا مدیران می توانند به منظور رفع محدودیت های مالی شرکت ها، از اقلام تعهدی اختیاری استفاده کنند؟ مدارک مثبتی مربوط به اقلام تعهدی قبل از سرمایه گذاری" انجام داده و نتایج آن بشرح زیر می باشد: علیرغم مقالاتی که تاکنون درخصوص اقلام تعهدی اختیاری منتشر گردیده، تاکنون درباب تاثیراتی که بکارگیری اقلام تعهدی اختیاری میتواند بر تصمیمات مالی شرکت داشته باشند، شناخت کافی نداریم. مافرض را بر آن می گذاریم که شرکت صاحب پروژه های با ارزش که مشکلات مالی دارند می توانند با استفاده از اقلام تعهدی اختیاری در جهت اهداف خود گام بردارند و بدین ترتیب شرکت ها خواهد توانست با افزایش میزان سرمایه خود، در زمینه های مختلف سرمایه گذاری کنند. ما در سال ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۹، گروه عمده ای از شرکتها را مورد بررسی قرار دادیم و متعاقب آن متوجه شدیم که شرکت هایی که از لحاظ داشتن فرصت های سرمایه گذاری در موقعیت نسبتا خوبی قرار دارند ولی به لحاظ مالی محدود شده اند، پیش از سرمایه گذاری اقلام تعهدی نسبتا بیشتری از شرکت های محدود نشده خود در اختیار دارند. شرکت های محدود شده با اقلام تعهدی بالا، از لحاظ تامین مالی حق و حقوق مالی و بدهی های شرکت و سرمایه گذاری در پروژه های که بنظر می رسد

سطح عملکرد شرکت را ارتقا میبخشد موفق تراز شرکت های محدود شده با اقلام تعهدی پایین، عمل می کنند. نتایج حاصله به وضوح نشان می دهد که شرکت های محدود شده می توانند به پشتوانه ی اقلام تعهدی، هر گونه محدودیت هایی که بر سر راه پروژه های ارزشمند آنهاست را بردارند و بر جایگاه و اهمیت شرکتشان بیفزایند (جیمز و همکاران، ۲۰۱۳)

روش تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ روش، از نوع تحقیق توصیفی است. از میان انواع تحقیق های توصیفی از نوع تحقیق همبستگی است زیرا رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته بررسی می شود. تحقیق توصیفی آنچه که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می کند در تحقیق همبستگی، هدف اصلی آنست که مشخص شود آیا رابطه ای بین دو یا چند متغیر کمی وجود دارد و اگر این رابطه وجود دارد اندازه و شدت آن به چه میزان است. روش جمع آوری مورد استفاده میدانی بوده و ابزار گردآوری اطلاعات، داده های مالی موجود در بورس اوراق بهادار ایران می باشد. بطور کلی این تحقیق از جهت هدف از نوع تحقیقات کاربردی است و از جهت روش استنتاج از نوع توصیفی است و همه جامعه مورد مطالعه قرار می گیرد و از جهت طرح تحقیق از نوع پس رویدادی است.

سوالات تحقیق

سؤال اصلی تحقیق

۱. آیا بین فرصت های سرمایه گذاری و اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد؟

۲. آیا بین محدودیت مالی با اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد؟

۳. آیا بین اقلام تعهدی غیر عادی و تأمین مالی خارجی رابطه مثبت وجود دارد؟

سوالات ویژه مرتبط با سوال اصلی دوم تحقیق :

۱-۲ آیا بین شاخص SA با اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد؟

۲-۲ آیا بین اهرم خالص با اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد؟

۳-۲ آیا بین جریان نقد آزاد با اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد؟

۴-۲ آیا بین شاخص ترکیبی محدودیت مالی با اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد ؟

سوالات ویژه مرتبط با سوال اصلی سوم تحقیق :

۱-۳ آیا بین اقلام تعهدی غیر عادی و تأمین مالی از طریق انتشار سهام رابطه مثبت وجود دارد؟

۲-۳ آیا بین اقلام تعهدی غیر عادی و تأمین مالی از طریق بدهی بلندمدت رابطه مثبت وجود دارد؟

۳-۳ آیا بین اقلام تعهدی غیر عادی و تأمین مالی از طریق مجموع بدهی بلندمدت و انتشار سهام رابطه مثبت وجود دارد؟

فرضیه های تحقیق

فرضیه اول: بین فرصت های سرمایه گذاری و اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه دوم: بین محدودیت مالی با اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه خاص اول: بین شاخص SA با اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه خاص دوم: بین اهرم خالص با اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه خاص سوم: بین جریان نقد آزاد با اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه خاص چهارم: بین شاخص ترکیبی محدودیت مالی با اقلام تعهدی غیر عادی رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه سوم: بین اقلام تعهدی غیرعادی و تأمین مالی خارجی رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه خاص اول: بین اقلام تعهدی غیرعادی و تأمین مالی از طریق انتشار سهام رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه خاص دوم: بین اقلام تعهدی غیرعادی و تأمین مالی از طریق بدهی بلندمدت رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه خاص سوم: بین اقلام تعهدی غیرعادی و تأمین مالی از طریق مجموع بدهی بلندمدت و انتشار سهام رابطه مثبت وجود دارد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در این تحقیق، شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. دسترسی آسان به اطلاعات، استاندارد و همگن بودن اطلاعات این شرکت ها دلیل انتخاب آن ها به عنوان جامعه آماری تحقیق است. برای انتخاب نمونه تحقیق از روش نمونه گیری حذفی بصورت قضاوتی استفاده می شود و شرکت هایی به عنوان نمونه انتخاب شده اند که دارای شرایط زیر باشند:

۱. شرکت ها جزء شرکت های فعال بورس باشند یا حداقل در دوره مورد بررسی فعال باشند.
۲. اطلاعات مورد نیاز این تحقیق، از سال ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۳ در دسترس باشند.
۳. حتی الامکان نمونه مورد بررسی از لحاظ صنایع مختلف در بورس، متنوع باشند.

روش جمع آوری داده ها

در پژوهش حاضر از هر دو روش کتابخانه ای و میدانی جهت گردآوری داده ها استفاده گردیده است. جهت آشنایی بیشتر و گردآوری ادبیات موضوعی مربوط به تحقیق از کتب، مقالات، پایان نامه ها و شبکه اینترنت استفاده شده (کتابخانه ای)، در روش میدانی داده های مربوطه از سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است. در این تحقیق اطلاعات مربوط به شرکت ها (شامل اطلاعات مربوط به نسبت های مختلف)، از طریق بانک های اطلاعاتی تدبیرپرداز و پارس پورتیفیلو گردآوری می شود.

قلمرو تحقیق

به علت محدودیت دسترسی به اطلاعات مورد نیاز مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته، دوره زمانی -مربوط به تحقیق حاضر از ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۳ انتخاب گردید. قلمرو مکانی تحقیق حاضر نیز شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال های مورد مطالعه می باشد. قلمرو موضوعی تحقیق بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و محدودیت مالی با اقلام تعهدی غیرعادی و تأثیر آن بر تأمین مالی خارجی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

به منظور تحلیل فرضیه ها با توجه به تعداد مشاهدات در هر سال از روش تلفیق داده های مقطعی و سری زمانی (روش پانل دیتا)، رگرسیون چند متغیره و آزمون مقایسه میانگین دو نمونه استفاده شده است. متغیرهای مستقل این پژوهش شامل محدودیت مالی و فرصت های سرمایه گذاری و متغیرهای وابسته شامل تأمین مالی خارجی و اقلام تعهدی است. در ادامه شیوه اندازه گیری آن ها به ترتیب توضیح داده می شود.

الف (متغیرهای مستقل :

فرصت‌های سرمایه‌گذاری:

برای اندازه‌گیری این متغیر از مدل شماره ۲ استفاده می‌شود:

$$Inv_{i,j} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,j} + \alpha_2 Q_{i,j} + \alpha_3 Liv_{i,j} + \alpha_4 Div_{i,j} + \alpha_5 Cash_{i,j} + \alpha_6 SalesGrowth_{i,j} + \alpha^j Ind_j$$

اجزاء داخل مدل فوق به شرح زیر است:

$Inv_{i,j}$: سرمایه‌گذاری شرکت i ام سال j ام

$CFO_{i,j}$: وجوه نقدی عملیاتی شرکت i ام سال j ام

جریان نقد عملیاتی / ارزش دفتری دارایی‌های ثابت طی سال گذشته

$Q_{i,j}$: نسبت کیوتوبین شرکت i ام سال j ام

مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و کل بدهی‌ها / ارزش دفتری بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام.

$Liv_{i,j}$: اهرم خالص شرکت i ام سال j ام

نسبت کل بدهی‌ها به مجموع بدهی و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

$Div_{i,j}$: سود تقسیمی هر سهم شرکت i ام سال j ام

نسبت سودهای تقسیمی به درآمد خالص

$Cash_{i,j}$: نگهداشت وجه نقد شرکت i ام سال j ام

نسبت وجوه نقد به دارایی (اموال، ماشین‌آلات، تجهیزات)

$SalesGrowth_{i,j}$: نرخ رشد فروش شرکت i ام سال j ام

نرخ رشد فروش: (فروش پایان سال - فروش اول سال) / فروش اول سال

Ind_j : نوع صنعت سال j ام

محدودیت‌های مالی

برای اندازه‌گیری این متغیر از شاخص SA، جریان نقد آزاد، اهرم خالص و شاخص ترکیبی محدودیت مالی استفاده می‌شود.

۱. شاخص SA از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$$

اجزاء داخل مدل فوق به شرح زیر است:

$Size$: اندازه شرکت

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها

Age : سن شرکت

که منظور مدت زمان فعالیت شرکت می‌باشد.

۲. جریان نقد آزاد:

(وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی - متوسط مخارج سرمایه‌ای در سه سال گذشته) / مجموع بدهی‌های بلندمدت و کوتاه مدت

۳. اهرم خالص: (جمع بدهی بلندمدت و کوتاه مدت - وجوه نقد مازاد) / مجموع بدهی و حقوق صاحبان سهام

۴. شاخص ترکیبی: میانگین رتبه های شاخص ۱ و ۲ و ۳ را در بر می گیرد.

(ب) متغیر وابسته:

اقدام تعهدی غیرعادی

برای اندازه گیری این متغیر از مدل شماره ۱ استفاده می کنیم.

$$TA_{i,j} = \sum \alpha_j CFO_{i,j} + \lambda_1 (\Delta Sale_i - \Delta AR_i) + \lambda_2 PPE_i + \varepsilon_i$$

اجزاء داخل مدل فوق به شرح زیر است:

$TA_{i,j}$: کل اقدام تعهدی شرکت i ام سال j ام

که از تفاوت بین سود خالص و وجوه نقد عملیاتی به دست می آید.

$\Delta Sale_i$: تغییرات فروش شرکت i ام

فروش پایان سال - فروش اول سال

ΔAR_i : تغییرات حساب های دریافتی در پایان سال شرکت i ام

حساب های دریافتی پایان سال منهای حساب های دریافتی اول سال

PPE_i : ارزش دفتری دارایی های ثابت در پایان سال شرکت i ام

تأمین مالی خارجی

تأمین خارجی از سه شاخص تشکیل می شود:

۱. تأمین مالی از طریق انتشار سهام: از طریق فروش سهام عادی

۲. تأمین مالی از طریق استقراض از طریق بدهی بلندمدت: وجوه دریافتی بابت استقراض (وام ها) - وجوه پرداختی بابت

تسویه بدهی بلند مدت (باز پرداخت ها)

۳. تأمین مالی خارجی کل: مجموع انتشار سهام و استقراض از طریق بدهی بلند مدت می باشد.

یافته ها:

آمار توصیفی

در جدول شماره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف معیار آورده شده

است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شاخص	کل اقدام تعهدی	MV	SA	سرمایه گذاری
میانگین	0.267354	565245.9	-4.085930	0.038509
میانه	0.001678	31484.00	-3.514793	-0.010000
بیشترین	71.58000	55324446	0.000000	16.23378
کمترین	-55.83000	-5141833.	-328.9600	-0.400897
انحراف معیار	5.722460	3596686.	13.71265	0.693502
ضریب چولگی	3.292888	11.20611	-23.61959	22.63216

شاخص	کل اقلام تعهدی	MV	SA	سرمایه گذاری
ضریب کشیدگی	84.39835	144.0946	559.5964	528.2893

منبع: محاسبات تحقیق

یکی از معیارهای ساده جهت شناسایی همخطی استفاده از ضرایب همبستگی بین متغیرهای توضیحی است. اگر ضرایب همبستگی بین متغیرهای توضیحی، نسبتاً بزرگ باشد بیانگر همخطی نسبتاً شدید است. اما اگر ضرایب همبستگی

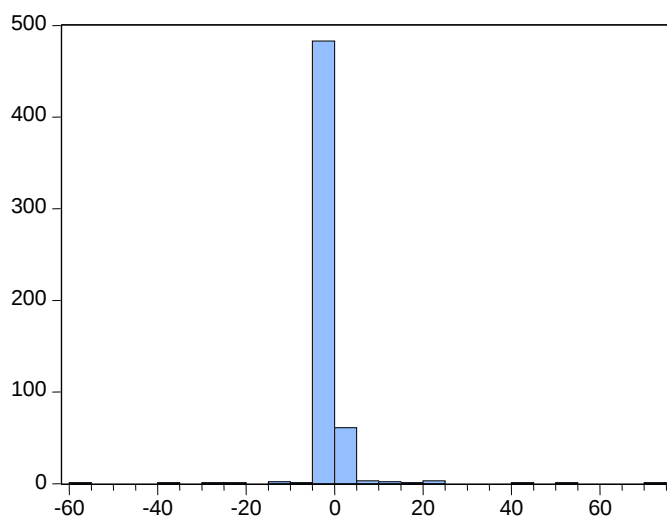
INV	SA	TA	TM	
-۰,۰۰۳	۰,۰۰۵	۰,۱۱۱	۱	TM
۰,۱۶	۰,۰۰۰۹	۱	۰,۱۱۱	TA
۰,۰۰۲	۱	۰,۰۰۰۹	۰,۰۰۵۵	SA
۱	۰,۰۰۲	۰,۱۶۹	-۰,۰۰۳۸	INV

کوچک باشند بدین معنی است که همخطی وجود ندارد. همان طور که در جدول شماره ۲ ملاحظه می شود، ضریب همبستگی بین متغیرها کمتر از ۰/۵ می باشد که نشان می دهد در چنین حالتی همخطی قابل اغماض است.

آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال

فرض بر این است که جمله اخلال به نحوی است که پراکندگی آن در مجاورت میانگین حداکثر است و هرچه از میانگین دورتر شویم پراکندگی در سمت راست و چپ آن به یک نسبت کاهش می یابد. این فرض به خصوص وقتی که حجم نمونه بزرگ باشد، معقول است. در صورت نقض این فرض، آزمون فرضیه و ساختن فاصله اطمینان در مورد پارامترهای رگرسیون به شیوه متداول از درجه اعتبار ساقط است. تعیین نرمالتی توزیع اجزای اخلال مدل با استفاده از شیوه های متعددی امکان پذیر است. در این مطالعه از آماره جارک-برا استفاده شده است. در صورتی که آماره این آزمون در سطح خطای ۵ درصد معنادار باشد، اجزای اخلال مدل از توزیع نرمال پیروی می کنند. همان گونه که در جدول زیر ملاحظه می شود، بررسی مقدار این آماره گویای آن است که فرض نرمال بودن جزء اخلال برقرار است.

جدول ۳- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال در مدل اول

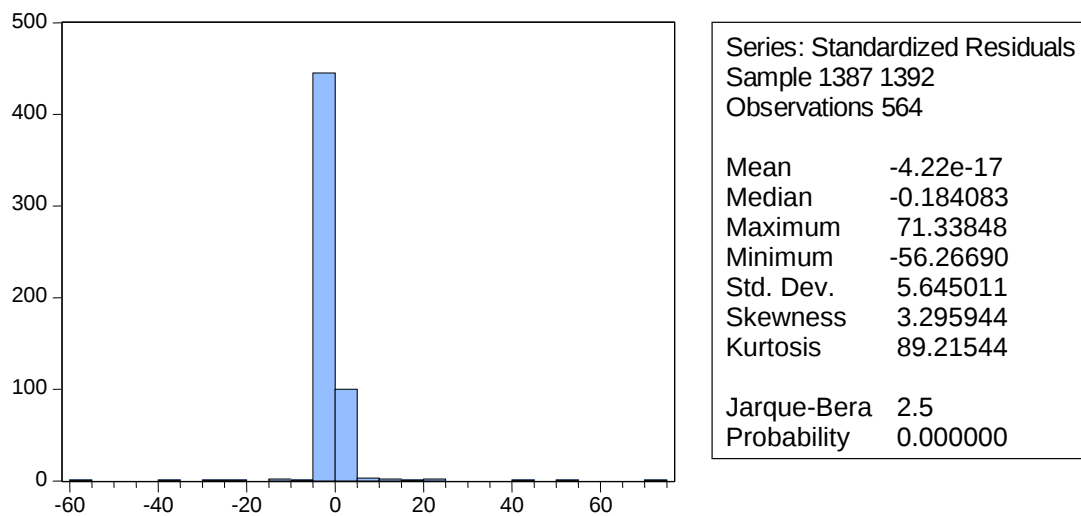


Series: Standardized Residuals
Sample 1387 1392
Observations 564

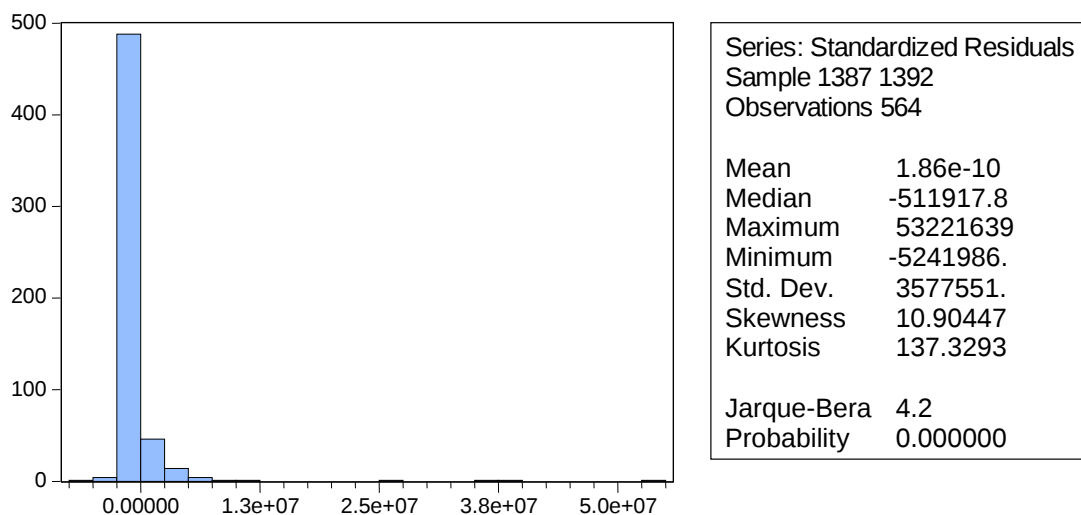
Mean -1.20e-16
Median -0.265901
Maximum 71.31228
Minimum -56.09766
Std. Dev. 5.727520
Skewness 3.292740
Kurtosis 84.39766

Jarque-Bera 2.4
Probability 0.000000

جدول ۴- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال در مدل دوم



جدول ۵- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال در مدل سوم



آزمون F لیمر (بررسی همسانی عرض از مبدأ های مقاطع)

برای انتخاب بین روش های داده های تابلویی و داده های تلفیقی، از آزمون اف لیمر استفاده شده است. در آزمون F لیمر، فرضیه H_0 یکسان بودن عرض از مبدأ ها (داده های تلفیقی) در مقابل فرضیه مخالف H_1 ، ناهمسانی عرض از مبدأها (روش داده های تابلویی) قرار می گیرد. خلاصه نتایج آزمون F لیمر، به شرح ذیل در جدول ۶ ارائه شده است:

جدول ۶ جدول اف لیمر

نتیجه آزمون	احتمال	آماره اف لیمر	مدل های تحقیق	فرضیه صفر H_0
H_0 رد می شود	۰,۰۰۰	۰۰۰۰.۱	مدل ۱	داده های تلفیقی (عرض از مبدأ های تمامی مقاطع با هم یکسان می باشند).
H_0 رد می شود	۰,۰۰۰	۰۰۰۰.۱	مدل ۲	داده های تلفیقی (عرض از مبدأ های تمامی مقاطع با هم یکسان می باشند).
H_0 رد می شود	۰,۰۰۰	۰۰۰۰.۱	مدل ۳	داده های تلفیقی (عرض از مبدأ های تمامی مقاطع با هم یکسان می باشند).

منبع: محاسبات تحقیق

همانطور که نتایج نشان می دهد، احتمال آزمون اف لیمر برای مدل تحقیق کوچکتر از ۵٪ است؛ بنابراین فرض H_0 (مدل تلفیقی) برای هیچ یک مدل ها تأیید نمی شود به بیان دیگر، اثرات فردی و یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده های تابلویی برای برآورد مدل ها استفاده شود. آماره آزمون هاسمن که برای تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت های واحدهای مقطعی محاسبه می شود دارای توزیع کای-دو با درجه آزادی برابر با تعداد متغیرهای مستقل است. خلاصه نتایج آزمون هاسمن برای مدل های تحقیق، به شرح ذیل در جدول ۷ ارائه شده است:

جدول ۷: نتایج آزمون هاسمن

نتیجه آزمون	احتمال	آماره	مدل های تحقیق	فرضیه صفر H_0
پذیرفته می شود H_0	۱,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	مدل ۱	مدل اثرات تصادفی
پذیرفته می شود H_0	۱,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	مدل ۲	مدل اثرات تصادفی
پذیرفته می شود H_0	۱,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	مدل ۳	مدل اثرات تصادفی

همانطور که نتایج نشان می دهد با توجه به مدل های تحقیق، احتمال آزمون هاسمن، بیشتر از ۵٪ است. به معنی عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل است با توجه به نتایج آزمون هاسمن مناسب ترین روش برای برآورد پارامترها و آزمون فرضیه ها مدل اثرات تصادفی است. آزمون فرضیه ها

فرضیه اول: بین فرصت های سرمایه گذاری و اقلام تعهدی غیرعادی رابطه مثبت وجود دارد.

$$TA_t = \beta_0 + \beta_1 INV_t + \varepsilon$$

جدول ۸ متغیر وابسته فرصت های سرمایه گذاری

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
C	۰,۲۱	۱۲,۴۶	۰,۰۰۰۰
INV	۱,۳۹	۵۶,۵۶	۰,۰۰۰۰
R2	R2=۰,۲۸		
D-W	D-W=۲,۲۹		
F	F=۳۱۹۹ P = ۰,۰۰۰		

منبع: محاسبات تحقیق

معنی داری رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و اقلام تعهدی غیرعادی ، با توجه به آماره تی سنجیده می شود. بطوریکه اگر قدر مطلق مقدار آماره بالاتر از ۱,۹۶ باشد و یا آماره کمتر از (۰,۰۵) باشد، نشان دهنده رد فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود رابطه معنی دار میان متغیرهای مستقل و وابسته می باشد. از اینرو با توجه به جدول، آماره متغیر فرصت های سرمایه گذاری ۵۶,۵۶ معنی دار بوده و نشان دهنده رابطه مهم و قابل توجه متغیر مستقل با متغیر وابسته می باشند. احتمال آماره اف صفر بوده و بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد (چون احتمال کمتر از ۵٪ است). همچنین مقدار ضریب تعیین برابر ۰,۲۸ می باشد یعنی متغیر فرصت های سرمایه گذاری توانایی نمایش ۲۸ درصد از تغییرات متغیر اقلام تعهدی غیرعادی را دارا است. لذا فرض صفر تایید نمی شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه ی معناداری بین این دو متغیر وجود دارد. مقدار آماره t و میزان احتمال متغیرهای نیز بیانگر وجود رابطه معنادار بین متغیرها است. میزان آماره دوربین واتسون در برآورد اول مدل ۱ برابر با ۲,۲۹ بوده و نزدیک به ۲ است بیانگر عدم خود همبستگی در مدل است. میزان ضریب آماره ی سرمایه گذاری مثبت و برابر با ۱,۳۹ می باشد، بنابراین فرضیه اول مبنی بر اینکه بین فرصت های سرمایه گذاری و اقلام تعهدی غیرعادی رابطه مثبت وجود دارد تایید می گردد.

فرضیه دوم: بین محدودیت مالی با اقلام تعهدی غیرعادی رابطه مثبت وجود دارد.

جدول ۹ متغیر وابسته محدودیت های تامین مالی

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
C	۰,۲۶	۱۴,۸۴	۰,۰۰۰۰
SA	۰,۰۰۰۳۸	۰,۳۰۰	۰,۷۶
R2	R2=۰,۲۶		
D-W	D-W=۲,۲۸		
F	F=۰,۰۹ P = ۰,۷۴		

منبع: محاسبات تحقیق

معنی داری رابطه بین محدودیت مالی و اقلام تعهدی غیرعادی، با توجه به آماره تی سنجیده می شود. بطوریکه اگر قدرمطلق مقدار آماره بالاتر از ۱,۹۶ باشد و یا آماره کمتر از (۰,۰۵) باشد، نشاندهنده رد فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود رابطه معنی دار میان متغیرهای مستقل و وابسته می باشد. از اینرو با توجه به جدول، آماره متغیر محدودیت مالی ۰,۳۰ معنی دار نبوده و نشان دهنده عدم رابطه مهم و قابل توجه متغیر مستقل با متغیر وابسته می باشند. احتمال آماره اف ۰,۰۹ بوده و بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد (چون احتمال بیشتر از ۵٪ است). همچنین مقدار ضریب تعیین برابر ۰,۲۶ می باشد یعنی متغیر محدودیت مالی توانایی نمایش ۲۶ درصد از تغییرات متغیر اقلام تعهدی غیرعادی را دارا است. لذا فرض صفر تایید می شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه ی معناداری بین این دو متغیر وجود ندارد. میزان آماره دوربین واتسون در برآورد مدل ۲ برابر با ۲,۲۸ بوده و نزدیک به ۲ است بیانگر عدم خود همبستگی در مدل است. میزان ضریب آماره ی محدودیت مالی مثبت و برابر ۰,۰۰۰۳۸ می باشد، بنابراین فرضیه دوم مبنی بر اینکه بین محدودیت مالی و اقلام تعهدی غیرعادی رابطه مثبت وجود دارد تایید نمی گردد.

فرضیه سوم: بین اقلام تعهدی غیرعادی و تأمین مالی خارجی رابطه مثبت وجود دارد.

جدول ۱۰ متغیر وابسته تأمین مالی خارجی

$(3) TM_t = \beta_0 + \beta_1 TA_t + \varepsilon$			
متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
C	۵۴۶۵۶۳,۸	۵۰,۳۴	۰,۰۰۰۰
TA	۶۹۸۷۷,۷۶	۳۶,۸۷	۰,۰۰۰۰
R2	۰,۱۲R2=		
D-W	D-W=۱,۸۶		
F	F=۱۳۵۹ P = ۰,۰۰۰		

منبع: محاسبات تحقیق

معنی داری رابطه بین اقلام تعهدی غیرعادی و تأمین مالی خارجی، با توجه به آماره تی سنجیده می شود. بطوریکه اگر قدرمطلق مقدار آماره بالاتر از ۱,۹۶ باشد و یا آماره کمتر از (۰,۰۵) باشد، نشاندهنده رد فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود رابطه معنی دار میان متغیرهای مستقل و وابسته می باشد. از اینرو با توجه به جدول، آماره متغیر اقلام تعهدی غیرعادی ۳۶,۸۷ معنی دار بوده و نشان دهنده وجود رابطه مهم و قابل توجه متغیر مستقل با متغیر وابسته می باشند. احتمال آماره F ۰,۰۰۰ بوده و بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد (چون احتمال بیشتر از ۵٪ است). همچنین مقدار ضریب تعیین برابر ۰,۱۲ می باشد یعنی متغیر محدودیت مالی توانایی نمایش ۱۲ درصد از تغییرات متغیر تأمین مالی خارجی را دارا است. لذا فرض صفر تایید نمی شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه ی معناداری بین این دو متغیر وجود دارد. میزان آماره دوربین واتسون در برآورد مدل ۳ برابر با ۱,۸۶ بوده و نزدیک به ۲ است بیانگر عدم خود

همبستگی در مدل است. میزان ضریب آماره ی اقلام تعهدی غیرعادی مثبت و برابر ۶۹۸۷۷,۷۶ می باشد، بنابراین فرضیه سوم مبنی بر اینکه بین اقلام تعهدی غیرعادی و تأمین مالی خارجی رابطه مثبت وجود دارد تایید می گردد.

بحث و نتیجه گیری

نتایج تجربی حاصله حاکی از آن است که شرکت های محدود شده با مدیریت اقلام تعهدی خواهند توانست، بیش از پیش مشکلات مالی خود را حل و متعاقب آن سرمایه گذاری کنند. سرمایه گذاری شرکت های سهامی عمدتاً در پی عملکرد منفی صورت می گیرد. بلعکس آنچه که گفته شد فرضیه پیشنهادی ما نشان می دهد که مدیریت اقلام تعهدی، کاهش هزینه های سرمایه گذاری بر روی پروژه های با ارزش شرکت های محدود شده را با خود به همراه خواهد داشت. از این رو برای ارزیابی تغییرات ایجاد شده در عملکرد شرکت های محدود شده که به نظر می رسد مدیریت اقلام تعهدی، فرصت های لازم برای تامین مالی شرکت را بهبود می بخشد، از تکنیک سنجش کارایی شرکت استفاده کردیم. آن دست از شرکت هایی که از لحاظ مالی محدود شده بودند و در راس واحدهای سرمایه گذاری واقلام تعهدی بودند، عنوان "شرکتهای پیشامدی" دادیم. به جرات می توان گفت این شرکت ها به کمک اقلام تعهدی، مشکلات مالی خود راه حل و سرمایه گذاری می کنند. نتایج حاصله نشان می دهد که صرفاً عملکرد شرکت های محدود شده پس از انجام سرمایه گذاری بهبود یافت. در این مورد تمامی ۴ اختلاف قید شده از لحاظ آماری مثبت و سه تا از آنها بشکل مبهم هستند. بطور خلاصه می توان گفت، نتایج حاصله با این دیدگاه که شرکت های محدود شده خواهان سرمایه گذاری در پروژه های هستند که سطح عملکرد آنها را بهبود می بخشد و این امر زمانی به نتیجه خواهد رسید که شرکت با مدیریت درست درآمدها مشکلات مالی راحل و سرمایه گذاری کند (جیمز و همکاران، ۲۰۱۳).

پیشنهادهات تحقیق

پیشنهادهات کاربردی تحقیق

با عنایت به نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل مدل های تئوریک این پژوهش و آزمون مدل های مزبور و توجه به فرضیات اصلی تحقیق که طبق آنها ادعا شده بود " بین اقلام تعهدی غیر عادی و تامین مالی خارجی معنی داری وجود دارد و بین اقلام تعهدی غیر عادی و تامین مالی خارجی معنی داری وجود دارد " پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می گردد:

مدیران شرکت ها می بایست به این نکته توجه کنند که اقلام تعهدی غیر عادی یک متغیر تاثیر گذار بر فرصت های سرمایه گذاری و تامین خارجی می باشد بنابراین می بایست به این متغیر در فعالیتهای آتی توجه بیشتری داشته باشند و در تصمیمات خود شون این متغیر را در نظر داشته باشند .

هزینه سرمایه، محور مدیریت مالی تلقی می شود، زیرا ارائه کننده راهی است برای برقراری رابطه بین پروژه های سرمایه گذاری و نحوه تامین مالی شرکت. به عبارتی دیگر مدیریت برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت و افزایش سودآوری و بازدهی شرکت می بایست توان محاسبه هزینه های مختلف مالی را داشته باشد تا بتواند بین سود معقول کسب شده از منابع مالی جدید و هزینه های مالی این منابع، تعادل برقرار سازد.

پیشنهادهات آتی تحقیق

۱- در تحقیق حاضر اثر عامل اقلام تعهدی غیر عادی به عنوان متغیر وابسته بر فرصت های سرمایه گذاری، محدودیت های تامین مالی (شاخص SA، اهرم خالص، جریان نقد آزاد، شاخص ترکیبی محدودیت مالی) و تامین مالی خارجی (تأمین مالی از طریق انتشار سهام - تأمین مالی از طریق بدهی بلندمدت - تأمین مالی از طریق مجموع بدهی

بلندمدت و انتشار سهام) به عنوان متغیرهای مستقل مورد آزمون قرار گرفت، لذا پیشنهاد می گردد که اثر اقلام تعهدی غیر عادی بر نسبتهای مالی چون نسبتهای فعالیت، نسبتهای جاری و نیز به عنوان تحقیق جدید مورد مطالعه و بررسی قرار گیرد.

۲- در تحقیق حاضر اثر عامل "تورم" بر متغیرهای وابسته تحقیق در نظر گرفته نشده است، لذا توصیه می گردد چنانچه در آینده شرکتها دارای سیستم حسابداری تورمی شدند، موضوع تحقیق حاضر با استفاده از شرایط وجود تورم در دوره های زمانی تحقیق مورد بررسی قرار گیرد.

۳- ایجاد زمینه های لازم به منظور تاسیس فعالیت های موسسه های مالی غیر بانکی در کشورهای پیشرفته صنعتی، موسسه های مالی دیگری مانند شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی، سازمان های تامین اجتماعی و مؤسسه هایی که نقش واسطه مالی را ایفا می کنند وجود دارند، که سهم چشمگیری در دادن وام و اعتبار و تسهیلات به شرکت ها دارند. متأسفانه در ایران اینگونه مؤسسه ها در این زمینه ها فعالیتی ندارند.

منابع و مآخذ

۱. آذر، ع. و منصور مؤمنی، ۱۳۸۵، «آمار و کاربرد آن در مدیریت»، انتشارات سمت، جلد دوم، چاپ نهم، تهران، ص ۲۱۲-۱۸۳.
۲. برادران حسن زاده، رسول؛ بادآور نهندي، یونس؛ نگهبان، لیلیا؛ (۱۳۹۳) "تأثیر محدودیت های مالی و هزینه های نمایندگی بر کارایی سرمایه گذاری" پژوهش های حسابداری مالی، بهار ۱۳۹۳ - شماره ۱۹
۳. تهرانی رضا و نوربخش عسگر (۱۳۸۲). مدیریت سرمایه گذاری. تهران: انتشارات نگاه دانش.
۴. تهرانی، رضا و رضاحصارزاده (۱۳۸۸). تأثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره سوم، ص ۵۰-۶۷.
۵. حصارزاده، ر؛ و تهرانی، ر. (1387) تأثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره ۳، ۲-۳.
۶. حساس یگانه، یحیی؛ دیدار، حمزه؛ اسکندری، احمد (۱۳۹۳) "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران": پژوهش های حسابداری مالی «بهار ۱۳۹۳ - شماره ۱۹، صفحه ۱ تا ۱۴
۷. هاشمی، سید عباس؛ جلالی مقدم، حسین. (۱۳۹۲) "تأثیر اقلام تعهدی بر رابطه بین تامین مالی خارجی با بازده سهام" مجله پژوهش های حسابداری مالی؛ سال پنجم، شماره دوم، شماره پیاپی (۱۶)، تابستان ۱۳۹۲
8. Adam, T. , and V. K. Goyal. (2008). "The Investment Opportunity Set and Its
9. Proxy Variables". Journal of Financial
10. Biddle, G., G. Hilary, and R. Verdi. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? Journal of Accounting and Economics 48 (2): 112-131.
11. Francis, Jennifer, Ryan LaFond, Per Olsson and Katherine Schipper. 2005. The market pricing of accruals quality. Journal of Accounting and Economics, 39: 295-327.
12. Hadlock, C., and J. Pierce. 2010. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ Index. Review of Financial Studies 23 (5) : 1909-1940.
13. Jackson, S., K. Liu, and M. Cecchini. 2009. Economic consequences of firms' depreciation method choice Evidence from capital investments. Journal of Accounting and Economics 48 (1) : 54-68.

14. James S. Linck, Jeffrey Netter, Tao Shu 2013 "Can Managers Use Discretionary Accruals to Ease Financial Constraints? Evidence from Discretionary Accruals Prior to Investment, THE ACCOUNTING REVIEW American Accounting Association Vol. 88, No. 6 DOI: 10.2308/accr-50537 2013 pp. 2117–2143
15. Li, K., and V. Tang. 2008. Earnings Quarterly and Future Capital Investment: Evidence from Discretionary Accruals. Working paper, Georgetown University.
16. García-Meca, E., and J.P. Sánchez-Ballesta. (2007). A Meta-Analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance. *Corporate Governance*. 15 (5): 879–893.