

پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲، از صفحه ۶۹ تا ۱۰۱

## رابطه‌ی نوع و حجم تأمین مالی با عملکرد عملیاتی

مهدی مرادزاده فرد\*      یداله نوری فرد\*\*      سعیده علیپور\*\*\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۴/۰۶      تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۰۶/۰۸

### چکیده

راهکار تأمین مالی، یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیریت مالی شرکت‌ها در راستای افزایش ثروت سهامداران به شمار می‌رود. برای سنجش میزان دستیابی به این هدف، شاخص‌های عملکرد مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

از این رو، تحقیق حاضر به بررسی تأمین مالی، انواع و حجم آن بر معیارهای ارزیابی عملکرد Q توپین، ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکت‌ها می‌پردازد. با مطالعه دقیق ادبیات، چهار فرضیه طراحی و نمونه آماری شامل ۶۲ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره پنج ساله ۱۳۸۸-۱۳۸۴ انتخاب شده است. به منظور آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون و ضریب همبستگی پیرسون استفاده شد که نتایج حاصل از این آزمون‌ها نشان می‌دهد که بین حجم تأمین مالی و نسبت Q توپین و ارزش افزوده بازار رابطه معناداری وجود دارد همچنین تأمین مالی از طریق انتشار سهام، با نسبت Q توپین، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده رابطه معنادار دارند. از سوی دیگر تأمین مالی از طریق بدهی و تأمین مالی خارج از ترازنامه به ترتیب با ارزش افزوده بازار و نسبت Q توپین رابطه معنادار دارند.

**واژه‌های کلیدی:** تأمین مالی، عملکرد عملیاتی، نسبت Q توپین، ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده.

---

\*استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. moradzadehfard@yahoo.com

\*\*استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب.

\*\*\*کارشناس ارشد حسابداری از دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب.

## ۱- مقدمه

رشد و ادامه فعالیت شرکت‌ها نیازمند منابع مالی است که تأمین این منابع، همواره با محدودیت همراه است و برای اینکه فرایند جذب منابع تداوم داشته باشد، نحوه استفاده از این منابع باید به گونه‌ای باشد که موجبات ایجاد سهم مناسبی از ارزش را برای تأمین کنندگان و استفاده کنندگان از منابع فراهم آورد. وظیفه هر مدیر مالی بهینه سازی ساختار دارایی‌ها، بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام به منظور حداکثر ساختن ثروت سهامداران و در نهایت افزایش ارزش شرکت است. بنابراین در جهان امروز با توجه به شرایط بازار رقابت، مدیر مالی می‌تواند از طریق انتخاب روش‌های تأمین منابع مالی مناسب و ترکیب آن بر عملکرد، سودآوری و ثروت سهامداران و در نهایت بر ارزش شرکت اثر بگذارد. آنچه که تأمین کنندگان منابع مالی (سرمایه گذاران و اعتباردهندگان) را تشویق می‌کند تا منابع خود را در فعالیت مشخصی بکارانند، عملکرد مطلوب آن شرکت است که به دنبال آن، ارزش شرکت و در نتیجه ثروت سهامداران افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر، عملکرد عملیاتی شرکت به عنوان معیاس ایجاد ارزش تعریف می‌شود. بنابراین سهامداران و اعتباردهندگان در تصمیم‌گیری‌های خود، می‌کوشند تا عملکرد شرکت را مورد ارزیابی قرار دهند. از سوی دیگر، شرکت‌ها نیز به منظور تسهیل در جذب منابع، باید انتظارات سرمایه‌گذاران را برآورده سازند و عملکرد مطلوبی داشته باشند. بنابراین هم مدیران شرکت‌ها و هم تأمین کنندگان منابع مالی به ارزیابی عملکرد شرکت‌ها می‌پردازند، تا بدین وسیله میزان دستیابی به اهداف از پیش تعیین شده در برنامه‌های خود دست یابند. به طور کلی هدف از این تحقیق، بررسی این مطلب است که آیا شاخص‌های ارزیابی عملکرد شرکت‌ها از روش‌های تأمین مالی و حجم تأمین مالی شرکت‌ها تأثیر می‌پذیرند یا نه؟ اگر بین تأمین مالی و عملکرد عملیاتی شرکت رابطه وجود دارد، ارتباط آن به چه شکل است؟

با تعیین این رابطه:

۱. مدیران شرکت‌ها در انتخاب بهترین روش‌های تأمین مالی و میزان بهینه این

روش‌ها، در راستای بهبود عملکرد عملیاتی و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران یاری می‌شوند.

۲. سرمایه‌گذاران توانایی پیش‌بینی سودهای آتی و بالطبع قیمت گذاری شرکت‌ها را کسب خواهند کرد.

با توجه به موارد مذکور، تحقیق حاضر به بررسی رابطه تأمین مالی و عملکرد عملیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

## ۲- اهمیت پژوهش

اندازه‌گیری عملکرد، پایه بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی و از مهمترین موضوعات مورد توجه اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران، دولت‌ها و مدیران می‌باشد. اعتباردهندگان به منظور تصمیم‌گیری در مورد میزان و نرخ اعطای اعتبار و سرمایه‌گذاران به منظور ارزیابی موفقیت مدیریت در به کارگیری سرمایه آن‌ها و قیمت گذاری شرکت‌ها به ارزیابی عملکرد علاقه‌مندند. همچنین برای مدیران شرکت‌ها دارا بودن عملکرد مطلوب مهم است، تا در زمان‌های مقتضی از بابت امکان تأمین مالی از روش‌های دلخواه مطمئن باشند. از سوی دیگر، ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران از جمله مهمترین اهداف شرکت‌ها به شمار می‌رود و افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مطلوب حاصل خواهد شد. شاخص‌های مختلفی برای ارزیابی عملکرد وجود دارد که در محاسبه آن‌ها از داده‌های بدست آمده از اطلاعات حسابداری، بازار، اقتصادی و یا ترکیبی از آن‌ها استفاده می‌شود. از سوی دیگر به منظور سرمایه‌گذاری و تهیه برنامه‌های مالی، مشخص ساختن منابع قابل استفاده اعم از داخلی یا خارجی برای تهیه سرمایه از اهمیت خاصی برخوردار است. تصمیم‌گیری در مورد نوع تأمین مالی و حجم آن از نظر آثاری که بر هزینه مالی، ریسک، ثروت سهامداران، عملکرد عملیاتی، ارزش شرکت و قیمت سهام به دنبال دارد حائز اهمیت است. بنابراین نتایج این تحقیق می‌تواند به شناخت تأثیر هر یک از روش‌های تأمین مالی و حجم آن، بر عملکرد عملیاتی شرکت‌های فعال در

۷۲... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

بورس تهران منجر شود.

### ۳- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

#### ۳-۱- مبانی نظری

هدف اصلی از تأمین مالی، انتخاب ترکیبی از منابع مالی است که هزینه‌های مالی را به حداقل برساند و ارزش شرکت را برای سرمایه‌گذاران حداکثر نماید. شرکت‌ها راه‌های مختلفی برای تأمین منابع مالی در اختیار دارند، که از نظر محل تأمین به منابع داخلی و خارجی و از نظر زمان سررسید به تأمین مالی کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت تقسیم می‌شوند.

منابع مالی در دسترس هر واحد اقتصادی از منابع داخلی و خارجی تشکیل شده است. منابع داخلی شامل جریان‌های نقدی حاصل از عملیات به علاوه جریان‌های نقدی حاصل از فروش دارایی‌ها و منابع خارجی، استقراض و انتشار سهام جدید است.

منظور از تأمین مالی کوتاه مدت، تأمین مالی از منابعی است که حداکثر ظرف مدت یکسال یا یک دوره مالی هر کدام که کمتر باشد، بازپرداخت می‌گردند. این نوع تأمین مالی معمولاً برای رفع نیازهای موقتی یا نیازهای دائمی مورد استفاده قرار می‌گیرد. تأمین مالی کوتاه مدت در مقایسه با تأمین مالی بلند مدت دارای مزایایی از جمله سهولت دستیابی، انعطاف پذیری بیشتر و هزینه کمتر می‌باشد و از طرف دیگر دارای معایبی مانند نوسان نرخ‌های بهره در دوره‌های مختلف و نیاز به تجدید بدهی نیز می‌باشد (مدرس، ۱۳۸۸: ۲۶۲).

تأمین مالی میان مدت شامل وام‌های میان مدت می‌شود که در اینجا وام میان مدت به وامی گفته می‌شود که سررسید آن بیش از یک سال است و شرکت وام‌گیرنده باید طبق یک جدول زمانبندی شده اصل و فرع آن را در زمان‌های مشخص پرداخت کند.

(پی نوو، ۱۳۸۸: ۲۳۹).

تأمین مالی بلند مدت نیز شامل استفاده شرکت ها از اوراق قرضه، سهام عادی، سهام ممتاز و سود انباشته می باشد (پی نوو، ۱۳۸۸: ۱۹۳).

از طرف دیگر نوعی از تأمین مالی به نام تأمین مالی خارج از ترازنامه وجود دارد که شرکت زمانی از این شیوه استفاده می کند که می خواهد ضمن تحصیل دارایی، آن دارایی و شیوه تأمین مالی را که معمولاً از طریق بدهی هاست در ترازنامه نشان ندهد (دستگیر، ۱۳۸۶: ۱۵).

از سال های گذشته تاکنون، ارزیابی عملکرد واحدهای اقتصادی بخش عمده ای از مباحث حسابداری، مدیریت، اقتصاد و... را به خود اختصاص داده است. اصولاً عملکرد با هدف رابطه مستقیمی دارد. ارزیابی عملکرد به معنای اندازه گیری اینکه واحد اقتصادی تا چه حد به اهداف از پیش تعیین شده در برنامه های خود دست یافته است. نتایج حاصل از ارزیابی عملکرد خود هدف نبوده بلکه ابزاری است که در جهت پیش بینی برنامه های آتی و نیز بهبود نقاط قوت و برطرف نمودن نقاط ضعف آن واحد مورد استفاده قرار می گیرد. معیارهای ارزیابی عملکرد را با توجه به مفاهیم حسابداری و مفاهیم اقتصادی به دو گروه معیارهای حسابداری (معیارهای مبتنی بر اطلاعات حسابداری، معیارهای مبتنی بر اطلاعات حسابداری و اطلاعات بازار) و معیارهای اقتصادی (ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده) تقسیم می شوند.

ابزارهای ارزیابی عملکرد بر اساس معیارهای مبتنی بر اطلاعات حسابداری شامل:  
۱. مبلغ سود ۲. سود هر سهم ۳. نرخ رشد سود ۴. تقسیم سود ۵. جریان های نقدی آزاد  
۶. نرخ بازده دارایی ها ۷. نرخ بازده حقوق صاحبان سهام است. (جهانخانی، سجادی و ظریف فرد، ۱۳۷۴، ۴۳، ۷۸)

نسبت قیمت به سود، نسبت Q تویین و نسبت ارزش بازار هر سهم به ارزش دفتری آن نیز روش های معیارهای مبتنی بر اطلاعات حسابداری و اطلاعات بازار می باشند.

۷۴... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

### ۳-۲- تحقیقات انجام شده در داخل کشور

بیگلر ۱۳۸۵ به بررسی ارتباط ساختار سرمایه با عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. بررسی ۱۱۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۳ حاکی از وجود رابطه منفی و معنی دار بین ساختار سرمایه (نسبت بدهی) و عملکرد شرکت ها (بازده سرمایه گذاری، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت سود قبل از کسر مالیات به فروش) است. به عبارت دیگر شرکت ها با نسبت بدهی بالا، سودآوری کمتری دارند.

پیکانی در پایان نامه خود از طریق رگرسیون چندگانه به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد (ROA, ROE) برای ۵۷ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سالهای (۱۳۸۱-۱۳۸۶) پرداخت . نتایج تحقیق او نشان داد که بین ساختار سرمایه و بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی رابطه معنادار و همبستگی چندگانه وجود دارد، اما این همبستگی در مورد بازده دارایی قوی تر است.

ایزدی نیا و رحیمی دستجردی، در تحقیقی تحت عنوان «تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم» اطلاعات ۵۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۴ مورد بررسی قرار دادند. که پس از تبیین فرضیه‌های پژوهش و تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از محاسبات مشخص گردید که، یک رابطه مستقیم بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (متغیر مستقل) با نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم (متغیرهای وابسته) وجود دارد. همچنین بین نسبت بدهی به دارایی با درآمد هر سهم و نرخ بازده سهام ارتباط معنی داری وجود ندارد.

فرامرزد در پایان نامه خود به بررسی تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخت. در راستای انجام این تحقیق اطلاعات مربوط به شرکت هایی از بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفت که طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ از فعالیت های تأمین مالی خارج از ترازنامه (هزینه

اجاره) استفاده کرده بودند. تجزیه و تحلیل اطلاعات جمع آوری شده و آزمون فرضیه-های تحقیق نشان داد که علی رغم تاکید تئوری های مطرح در این باره، تأمین مالی خارج از ترزنامه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نه تنها موجب افزایش ارزش شرکت و نسبت های سودآوری نشده است بلکه در برخی موارد نیز موجب کاهش نسبت های سودآوری (ROI, ROE) شده است.

مجتهدزاده، علوی و خدابخشی در تحقیقی تحت عنوان رابطه تأمین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به مطالعه تأثیر تأمین مالی، انواع و حجم آن بر عملکرد عملیاتی شرکت ها پرداختند. آن ها با مطالعه دقیق ادبیات تحقیق، چهار فرضیه طراحی، و نمونه آماری شامل ۶۴ شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره هفت ساله ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۵ انتخاب کردند. آن ها شش معیار برای ارزیابی عملکرد عملیاتی شامل بازده دارایی ها، بازده فروش، نسبت درآمد عملیاتی قبل از استهلاک و بهره بر دارایی ها، نسبت درآمد عملیاتی قبل از کسر استهلاک و بهره بر فروش، نسبت وجه نقد عملیاتی به دارایی ها و نسبت وجه نقد عملیاتی به فروش انتخاب کردند، و روش های تأمین مالی مورد بررسی آن ها، انتشار سهام و بدهی های کوتاه مدت و بلندمدت را شامل می شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد که نه تنها تأمین مالی اثری بر عملکرد عملیاتی قبل و بعد از آن ندارد؛ بلکه نوع و حجم تأمین مالی نیز بر اکثر معیارهای عملکرد عملیاتی تأثیر چندانی ندارد.

### ۳-۳- تحقیقات انجام شده در خارج از کشور

دیوید واولرفمی در سال ۲۰۱۰ در تحقیقی تحت عنوان "ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در صنعت نفت خام نیجریه"، به بررسی اثر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت در صنعت نفت خام نیجریه طی سال های ۲۰۰۵-۱۹۹۹ پرداخت. نتایج تحقیق او به شرح زیر است:

۷۶... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

۱. رابطه مثبتی بین سود هر سهم و نسبت اهرم وجود دارد. این نتیجه بیانگر این است که افزایش در نسبت اهرم منجر به افزایش در سود هر سهم می‌شود.
۲. رابطه مثبتی بین سود تقسیمی هر سهم و نسبت اهرم وجود دارد. این نتیجه بیانگر این است که اگر نسبت اهرم صنعت نفت خام نیجریه افزایش یابد، سود تقسیمی هر سهم نیز افزایش خواهد یافت.

عدنان شعیب و راحیل گوهر در سال ۲۰۱۰ در تحقیقی تحت عنوان «دستیابی به ساختار سرمایه بهینه و تاثیر آن بر عملکرد بانک: مستند از بخش بانکی پاکستان»، به بررسی اثر تئوری نمایندگی بر روی بخش بانکی پاکستان پرداخت. او برای بررسی فرضیه‌های خود از اطلاعات هشت ساله (۲۰۰۹-۲۰۰۲) بخش بانکی پاکستان، و دو معیار کارایی سود (ROE) و نسبت Q توبین برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت و از نسبت حقوق صاحبان سهام (حقوق صاحبان سهام/کل دارایی‌ها) برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه استفاده کرد. او در بررسی فرضیه اول خود رابطه مهم و منفی میان بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت حقوق صاحبان سهام یافت، و در بررسی دوم که بیان می‌کند رابطه میان کارایی سود و ریسک درآمد وجود ندارد، را رد کرد و به این نتیجه رسید که رابطه آن‌ها منفی است. همچنین او در بررسی سومین فرضیه خود رابطه منفی میان Q توبین و نسبت حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

روشن بوده‌ها در سال ۲۰۰۸ در تحقیقی تحت عنوان «ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌های موریتینیایی»، به بررسی تئوری‌های مهم ساختار سرمایه و اثر نسبت بدهی بر عملکرد شرکت پرداخت. در این تحقیق اطلاعات ۴۰ شرکت موریتینیایی طی دوره زمانی ۲۰۰۷-۲۰۰۲ برای بررسی موضوع تحقیق استفاده شد. نتایج تحقیق او نشان دهنده این بود که در یک دامنه مشخصی از اهرم (۰ تا ۲۰٪)، عملکرد شرکت ارتباط منفی با نسبت بدهی دارد. ولی در دامنه بالاتر از ۲۰٪ صرفه جویی مالیاتی و هزینه بهره ناشی از افزایش در نسبت بدهی بیشتر از هزینه‌های ورشکستگی بود.

چنگ و همکاران در سال ۲۰۰۷ به بررسی رابطه بین نظام راهبردی شرکت و



رابطه ی نوع و حجم تامین مالی با عملکرد عملیاتی..... ۷۷

عملکرد عملیاتی بعد از عرضه اولیه سهام در شرکت های چینی پرداختند. شواهد نشان داد که این شرکت ها عملکرد عملیاتی بهتری قبل از عرضه اولیه سهام نسبت به صنایع مشابه داشتند.

چی و بچت در سال ۲۰۰۶ تغییرات عملکرد عملیاتی شرکت های چینی پس از عرضه اولیه سهام و رابطه بین عملکرد عملیاتی و بازده این شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند. یافته ها حاکی از آن بود که عرضه اولیه سهام موجب کاهش قابل ملاحظه در قابلیت سودآوری، نرخ رشد فروش و کارایی شرکت می شود؛ همچنین، شرکت هایی که قبل از عرضه اولیه سهام، بازده دارایی بالاتری داشتند، کاهش بیشتری در عملکرد بعد از عرضه اولیه سهام را تجزیه کردند.

کسر در سال ۲۰۰۵ ارتباط بین میزان و نوع تامین مالی و عملکرد عملیاتی آتی و گذشته ی شرکت هایی از بورس نیویورک را، طی سال های ۱۹۹۸-۱۹۶۷ مورد بررسی قرار داد. نتایج بررسی نشان داد که تغییرات در عملکرد عملیاتی شرکت، به طور منظم با میزان و نوع تامین مالی شرکت رابطه دارد. این رابطه برای تغییرات آتی منفی و برای تغییرات قبلی مثبت بود؛ همچنین، تامین مالی از طریق فروش سهام، در مقایسه با سایر منابع مالی مثل بدهی های بلند مدت، با تغییرات عملکرد بیشتر رابطه داشت.

#### ۴- فرضیه های پژوهش

با عنایت به نقش با اهمیت فرضیه در پژوهش های علمی، چارچوب تحقیق حاضر بر اساس فرضیات مطرح شده در ذیل استوار می باشد:

فرضیه اصلی اول:

حجم تامین مالی با عملکرد عملیاتی رابطه معنادار دارد.

فرضیه اصلی دوم:

نوع تامین مالی با عملکرد عملیاتی رابطه معنادار دارد.

فرضیه فرعی اول:

۷۸... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

تأمین مالی از طریق بدهی (کوتاه مدت و بلند مدت) با عملکرد عملیاتی رابطه معنا دار دارد.

فرضیه فرعی دوم:

تأمین مالی از طریق انتشار سهام با عملکرد عملیاتی رابطه معنا دار دارد.

فرضیه فرعی سوم:

تأمین مالی از طریق خارج از ترازنامه با عملکرد عملیاتی رابطه معنا دار دارد.

## ۵- متغیرهای پژوهش

متغیرهای این تحقیق، به دو گروه متغیرهای مستقل و متغیر وابسته تقسیم بندی شده که در ادامه به تشریح هر یک از آن‌ها پرداخته می‌شود.

### ۵-۱- متغیر مستقل

متغیر مستقل تحقیق، معیارهای تغییرات تأمین مالی است که عبارتند از:

۱. تأمین مالی از طریق بدهی

$$\Delta DEBT_{BS} = \Delta LTDEBT_{BS} + \Delta SHTDEBT_{BS} \quad (۱)$$

$\Delta LTDEBT_{BS}$ : حجم تغییرات در بدهی بلندمدت از سال  $t-1$  تا سال  $t$  که از

تساوی زیر محاسبه شده است:

$$\Delta DEBT_{BS} = \Delta LTDEBT_t + \Delta SHTDEBT_{t-1} \quad (۲)$$

$\Delta SHTDEBT_{BS}$ : حجم تغییرات در بدهی کوتاه مدت از سال  $t-1$  تا سال  $t$  که بر

اساس رابطه پیش گفته تعیین شده است.

۲. تأمین مالی از طریق انتشار سهام

$$\Delta EQUITY_{BS} = \Delta CEQUITY_{BS} \quad (۳)$$

$$\Delta EQUITY_{BS} = \Delta CEQUITY_{BS} - CEQUITY_{t-1} \quad (۴)$$

$CEQUITY_t$ : ارزش دفتری سهام عادی در سال  $t$

$CEQUITY_{t-1}$ : ارزش دفتری سهام عادی در سال  $t-1$

رابطه ی نوع و حجم تامین مالی با عملکرد عملیاتی..... ۷۹

۳. تأمین مالی از طریق تأمین مالی خارج از ترازنامه که با استفاده از هزینه اجاره افشا شده در یادداشت های توضیحی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندازه گیری می شود.

#### ۵-۲- متغیر وابسته

متغیرهای وابسته این تحقیق، مبتنی بر مدل های حسابداری و اقتصادی ارزیابی عملکرد است که شامل نسبت  $Q$  توبین، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده است.

در این قسمت متغیرها توضیح داده می شوند:

#### ۵-۲-۱- نسبت $Q$ توبین

نسبت  $Q$  توبین، جز مدل های مبتنی بر اطلاعات حسابداری و بازار است که برای محاسبه آن روش ها و نسخه های مختلفی وجود دارد که در این تحقیق از روش  $Q$  ساده توبین استفاده شده است.

برای محاسبه نسبت  $Q$  توبین ساده از تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی های شرکت استفاده شد.

در رابطه بالا ارزش بازار شرکت از مجموع ارزش بازار سهام عادی در پایان سال مالی و ارزش دفتری بدهی های کوتاه مدت و بلند مدت بدست آمد.

#### ۵-۲-۲- ارزش افزوده بازار

ارزش افزوده بازار مابه التفاوت ارزش بازار شرکت و سرمایه بکارگرفته شده در آن است. برخلاف نرخ بازده که تنها نتیجه یک دوره را منعکس می کند، ارزش افزوده بازار معیار تجمعی از عملکرد شرکت است. این معیار نشان می دهد یک شرکت موفق چگونه سرمایه خود را در گذشته سرمایه گذاری کرده و چگونه برای سرمایه گذاری سرمایه جدید خود در آینده برنامه ریزی کرده است. ارزش افزوده بازار به صورت زیر محاسبه می شود. (استیوارت، ۱۹۹۱، ۱۸۰)

سرمایه بکار گرفته شده در شرکت - ارزش بازار شرکت = ارزش افزوده

#### بازار (MVA)

در این فرمول، سرمایه بکارگرفته شده در شرکت برابر با ارزش دفتری مجموع حقوق صاحبان سهام، و همچنین بدهی های شرکت است. با توجه به این که ارزش دفتری و بازار بدهی ها معمولاً مساوی می باشند، ارزش افزوده بازار را می توان از مابه التفاوت ارزش بازار سهام شرکت و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بدست آورد. در این تحقیق منظور از ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده بازار ایجاد شده در بخش حقوق صاحبان سهام می باشد. به عبارت دیگر میزان ارزش خلق شده برای سهامداران مد نظر می باشد.

بر این اساس برای محاسبه ارزش افزوده بازار ابتدا ارزش بازار سهام شرکت با ضرب قیمت هر سهم در تعداد سهام منتشر شده در پایان اسفند ماه هر سال بدست می آید سپس ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام از آن کسر می گردد.

#### ۵-۲-۳- ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده

با انتقاد وارد بر ارزش دفتری اقتصادی مبنی بر عدم انعکاس ارزش تمام فرصت‌های آینده، جفری باسیدور به همراه همکاران خود در سال ۱۹۹۷ معیار جدیدی به اسم REVA یا ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده را معرفی کردند.

از آنجا که ارزش دفتری اقتصادی دارایی ها معیار سرمایه آورده شده به شرکت توسط تأمین کنندگان سرمایه است، اما این مبلغ بدرستی سرمایه استفاده شده برای ایجاد سود عملیاتی را ارائه نمی دهد. برای این که شرکت سود عملیاتی مازادی برای تأمین کنندگان در یک دوره مشخص فراهم کند، سود عملیاتی در پایان دوره باید بر هزینه سرمایه ای که بر اساس ارزش بازار سرمایه استفاده شده در اول دوره می باشد، فزونی داشته باشد، و نه بر اساس معیار ساده ارزش دفتری اقتصادی دارایی ها. اگر چه ارزش دفتری اقتصادی، ارزش دارایی ها را با دقت بیشتری نسبت به آنچه حسابداران اندازه می گیرند بیان می کند اما هنوز ارزش بازار کل شرکت را که در برگزیده ارزش فرصت های آتی است را در بر نمی گیرد.

$$REVA = NOPAT - K_w(MV_{t-1}) \quad (5)$$

که در آن:

$MV_{t-1}$ : ارزش بازار کل دارایی های شرکت و یا

بدهی جاری بدون بهره- ارزش دفتری کل بدهی ها+(تعداد سهام شرکت \* قیمت

بازار سهام در اول دوره)

$K_w$ : میانگین موزون هزینه سرمایه

NOPAT: سود عملیاتی پس از کسر مالیات که از صورت سود و زیان استخراج

شده است و شامل تعدیلاتی (معادل های سرمایه) به شرح زیر است:

افزایش در ذخیره مطالبات مشکوک الوصول و ذخیره کاهش ارزش موجودی ها را

به NOPAT اضافه و کاهش در ذخایر فوق را از آن کسر نمودیم. سایر معادل های

سرمایه در این تحقیق چندان مصداق نداشت. در مورد ذخیره مالیات بر درآمد انتقالی

قابل ذکر است از آن جا که در شرکت های ایرانی بین سود مشمول مالیات و سود

دفتری اختلافی وجود ندارد تعدیلی از این بابت انجام نشده است، در مورد هزینه های

تحقیق و توسعه در شرکت های مورد مطالعه هزینه های توسعه و بازاریابی و طراحی و . . .

. . . یا وجود نداشته و یا درصد آن ها بسیار ناچیز بوده است. در مجموع به نظر می

رسد به دلایلی از جمله عدم وجود رقابت در بازار، تحقیق و توسعه به معنای واقعی

خود انجام نمی شود. در ارتباط با استهلاک سرقفلی نیز تعداد خیلی کمی از شرکت ها

سرقفلی را شناسایی و مستهلک کرده بودند که از آن صرف نظر شد. (باسیدور و

همکاران، ۱۹۹۷، ۱۵)

برای محاسبه نرخ هزینه سرمایه از میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه (WACC) استفاده

شده است که به صورت زیر قابل محاسبه است (باسیدور و همکاران، ۱۹۹۷، ۱۵)

$$WACC = [W_d \times k_d(1-t)] + [w_{ce} \times k_s] \quad (6)$$

$W_d$ : وزن بدهی،  $K_{d(1-t)}$ : نرخ هزینه بدهی پس از کسر صرفه جویی مالیاتی،  $W_{ce}$ :

وزن حقوق صاحبان سهام

۸۲.. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

$K_s$ : نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام

نرخ موثر مالیات، بر اساس قانون جدید مالیات‌های مستقیم (مصوب ۱۳۸۰/۱۱/۲۷) و با در نظر گرفتن معافیت مالیاتی ۱۰٪ برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار لحاظ شده است که بر این اساس، نرخ موثر مالیاتی ۲۲/۵٪ است. (دوانی، ۱۳۸۷؛ مواد ۱۳۴ و ۱۰۵)

نرخ بهره بدهی ( $K_d$ ) نیز از آئین نامه بانک مرکزی استخراج شده است. برای محاسبه نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام از روش جریان نقدی تنزیل شده<sup>۱</sup> یا یا مدل گوردون استفاده شده است که نحوه محاسبه آن به صورت زیر است. (پی‌نو، ۱۳۸۸، ۳۲۴)

$$k_e = \frac{D_0(1+g)}{P_0} + g \quad (7)$$

که در آن:

$D_0$  = سود نقدی هر سهم در دوره جاری،  $P_0$  = قیمت هر سهم در دوره جاری،  $g$  = نرخ رشد سود سهام با فرض پایدار بودن نسبی نسبت انباشت سود نسبت انباشت سود، از تقسیم سود تقسیم نشده هر سال به سود خالص همان سال به دست می‌آید.  
در حقیقت نسبت انباشت سود عبارت است از (بریگام و همکاران، ۱۹۹۹، ۳۳۸-۳۳۳):

$$1 - \frac{DPS}{EPS} \quad (8)$$

رابطه ی نوع و حجم تامین مالی با عملکرد عملیاتی..... ۸۳

که در آن:

DPS: سود نقدی هر سهم

EPS: سود هر سهم

نرخ رشد سود سهام (g) از روشی به شرح زیر به دست آمد (بریگام و همکاران،

۱۹۹۹، ۳۳۸-۳۳۳)

در این روش، برای محاسبه نرخ رشد سود سهام از حاصلضرب نسبت انباشت سود

در نرخ بازده حقوق صاحبان سهام استفاده می شود.

$$g = ROE \times 1 - \frac{DPS}{EPS} \quad (9)$$

که در آن ROE نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام است.

نحوه محاسبه وزن هریک از منابع تأمین مالی به شرح زیر می باشد. (کاووسی، ۱۳۸۳، ۲۸)

وزن هر یک از منابع از طریق تقسیم ارزش بازار هر منبع بر جمع ارزش بازار منابع

به کار گرفته شده به دست می آید. با توجه به این که ارزش بازار بدهی ها تقریباً

معادل ارزش دفتری آن ها است، لذا ارزش دفتری آن ها مدنظر قرار گرفته است.

ارزش دفتری بدهی های بهره دار + ارزش بازار سهام عادی = جمع منابع

بر این اساس وزن هریک از منابع به صورت زیر محاسبه می گردد:

وزن بدهی های بهره دار ( $w_d$ ) = ارزش دفتری بدهی های بهره دار / جمع منابع

وزن سهام عادی، سود انباشته ( $k_s$ ) = ارزش بازار سهام عادی / جمع منابع

## ۶- جامعه آماری و نمونه گیری

جامعه آماری تحقیق حاضر، دربرگیرنده کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران بوده و دوره زمانی انجام تحقیق از تاریخ ۱۳۸۴ تا تاریخ ۱۳۸۸ می باشد. در

انتخاب نمونه از جامعه آماری، شرایط زیر در نظر گرفته شده است:

۱. اطلاعات مورد نیاز مربوط به سال های مورد بررسی، برای شرکت انتخابی به

۸۴.. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

طور کامل از منابع مختلف در دسترس باشد.

۲. به دلیل ضرورت وجود اطلاعات برای پوشش دوره زمانی تحقیق، نیاز به اطلاعات یکسال قبل از شروع دوره زمانی انجام تحقیق، شرکت‌های انتخابی باید قبل از سال ۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  ۳. تنها شرکت‌هایی انتخاب می‌شوند که در تاریخ ۱۳۸۸/۱۲/۲۹، نام آن‌ها در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد.
  ۴. طی دوره زمانی تحقیق، شرکت مورد نظر در بورس فعالیت داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.
  ۵. به دلیل نوع خاص فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های انتخابی جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مالی و اعتباری نباشد.
  ۶. شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم شده است و طی دوره تحقیق تغییر سال مالی نداشته‌اند.
- با توجه به ویژگی‌های بیان شده، تعداد ۱۴۷ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری پژوهش گزینه گردیده است.

#### ۶-۱- جامعه آماری مورد مطالعه

با توجه به شرایط تشریح شده مشخص شد، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی تحقیق ۴۵۶ مورد بود که ۱۶۶ مورد از آن‌ها طی دوره زمانی تحقیق از لیست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار خارج و تعداد ۶۸ مورد وارد بورس شده‌اند. همچنین به منظور بررسی تأمین مالی خارج از ترازنامه، شرکت‌هایی که طی دوره زمانی تحقیق در بعضی از سال‌ها فاقد و در بعضی از سال‌ها دارای تأمین مالی خارج از ترازنامه بوده‌اند (۳۰ مورد) حذف شده‌اند و تعداد ۴۵ مورد نیز جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مالی و اعتباری بودند که در نتیجه از جامعه آماری حذف گردید.



#### ۲-۶- تعیین حجم نمونه

برای تعیین حجم نمونه از فرمول کوکران استفاده شد که نتیجه آن تعداد ۶۲ شرکت است که ۲۰ مورد از این شرکت ها دارای تأمین مالی خارج از ترازنامه و ۴۲ مورد از آن ها فاقد تأمین مالی خارج از ترازنامه بودند.

$$m = \frac{N(Z_{\alpha/2})^2 pq}{(N-1)\epsilon^2 + (Z_{\alpha/2})^2 pq} \quad (10)$$

#### ۷- روش پژوهش

از آنجا که هدف اصلی تحقیق، بررسی رابطه تأمین مالی و عملکرد عملیاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بوده است، لذا روش تحقیق، بررسی وجود رابطه و همبستگی بین متغیرها از طریق همبستگی و رگرسیون بوده و روش شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می باشد. همچنین این تحقیق از نظر تئوری در گروه تحقیقات اثباتی، و از نظر دسته بندی تحقیق بر مبنای هدف از نوع کاربردی بوده و انجام پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی است بدین معنی که مبانی نظری پیشینه پژوهش از راه کتابخانه، مقالات در استدلال قیاسی جمع آوری برای تایید یا رد فرضیه ها از استدلال استقرایی کمک گرفته شد.

#### ۸- آزمون فرضیه ها و تجزیه و تحلیل نتایج

##### ۸-۱- توصیف داده ها (آمار توصیفی)

در جدول ۱ شاخص های مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخص های پراکندگی از جمله انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای متغیرهای تحقیق محاسبه شده است:

۸۶.. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرهای تحقیق	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
حجم تأمین مالی	۰/۰۸۸۹۴۵	۰/۰۸۰۱۵	۰/۱۴۴۳۹۳	-۰/۱۳۱۳۸	۷/۴۳۵۱۵۵
تأمین مالی از طریق سهام	۱۱۰۷۴۸/۳	۱۱۸۷۹	۴۴۱۳۷۵/۹	۵/۶۷۶۷۹۱	۴۰/۶۳۵۸۷
تأمین مالی از طریق بدهی	۵۷۴۷۷/۴	۷۰۹۲	۲۷۹۳۸۶/۱	۳/۹۶۲۷۲۷	۳۴/۵۰۹۷۲
ارزش افزوده بازار	۴۴۶۲۵۳/۹	۶۶۰۷۹	۱۶۰۲۹۲۹	۳/۸۱۳۲۹	۲۴/۷۹۶۷۷
ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده	-۴۸۱۳۲/۵	-۱۰۴۶۵	۲۴۹۴۶۳/۸	۰/۳۸۸۱۲۹	۲۴/۵۱۸۹۳
نسبت Q توبین	۱/۴۶۷۴۸۴	۱/۲۲۵۵	۰/۷۳۲۳۷۸	۲/۹۰۰۸۸۲	۱۵/۴۳۷۲۲
لگاریتم نسبت Q توبین	۰/۲۹۹۹	۰/۲۰۳۳۴۹	۰/۳۸۰۶۹	۱/۰۸۵۷۷۹	۴/۷۹۶۲۸۴
لگاریتم ارزش افزوده بازار	۱۱/۹۱۴۷۱	۱۱/۸۷۰۴۷	۱/۸۳۸۰۳۳	۰/۰۳۸۲۰۲	۲/۸۲۰۲۷۳

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۸-۲- نتایج آزمون فرضیه اصلی اول

مدل‌ها برای فرضیه اصلی اول به این صورت است:

$$\ln Y_{1it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \varepsilon_{it} \quad (I)$$

$$\ln Y_{2it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \varepsilon_{it} \quad (II)$$

$$Y_{3it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \varepsilon_{it} \quad (III)$$

که در آن  $\ln Y_{1it}$ ،  $\ln Y_{2it}$ ،  $Y_{3it}$  به ترتیب متغیرهای لگاریتم ارزش افزوده بازار، لگاریتم Q- توبین و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و  $X_1$  متغیر تغییرات تأمین مالی/کل دارایی‌ها (حجم تأمین مالی) است و هدف، برآورد پارامترهای  $\beta_0$ ،  $\beta_1$  با

رابطه ی نوع و حجم تامین مالی با عملکرد عملیاتی..... ۸۷

استفاده از روش حداقل مربعات معمولی<sup>۱</sup> (ols) است که به ترتیب مقادیر عرض از مبدا و شیب خط را نشان می دهند. میزان شیب خط نوع ارتباط (جهت و میزان ارتباط) را مشخص می کند.

فرض صفر و فرض مقابل برای معنی داری مدل به صورت مقابل است.

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

در جدول ۲ نتایج تحلیل آورده شده است:

جدول ۲- خلاصه مقادیر تخمینی همبستگی و آماره F فرضیه اصلی اول

تغییرات تأمین مالی/کل دارایی ها	مقدار همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	مقدار F	سطح معناداری
لگاریتم ارزش افزوده بازار	۰/۲۲۶	۰/۰۵۱	۰/۰۴۸	۱/۵۸۶	۱۵/۸۴۶	۰/۰۰۰
لگاریتم Q-توبین	۰/۲۷۷	۰/۰۷۷	۰/۰۷۴	۱/۶۳۳	۲۵/۳۸۲	۰/۰۰۰
ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده	۰/۰۳۵	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۲	۱/۶۶۸	۰/۳۷۹	۰/۵۳۹

\* منبع: یافته های پژوهشگر

مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برای مدل اول برابر با ۰/۰۰۰ است و برای مدل دوم نیز برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. برای مدل سوم این مقدار برابر با ۰/۵۳۹ است که حاکی از عدم رد فرض صفر (رد معناداری مدل) است. بنابراین مدل اول و دوم معنادار و مدل سوم بی معنی است.

در مدل اول میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۰۵ و در مدل دوم برابر با ۰/۰۷۷ است یعنی در حدود ۵ و ۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل بیان می گردد. مقدار ضریب تعیین برای مدل سوم ۰/۰۰۱ است که مقدار ناچیزی است. مقدار آماره دوربین واتسون تفاوت زیادی با مقدار ۲ ندارد (برای مدل اول برابر با ۱/۶، دوم برابر با ۱/۶ و

۸۸.. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

سوم برابر با ۱/۷ است) مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان می‌دهد. برای برآورد پارامترهای مدل (مقدار عرض از مبدا و شیب خط) فرض صفر و فرض مقابل به شرح زیر است. برای آزمون عرض از مبدا فرض به صورت زیر است:

$$\begin{cases} H_0: \beta_0=0 \\ H_1: \beta_0 \neq 0 \end{cases}$$

و برای آزمون شیب خط متغیر مستقل فرض به شرح زیر است که نتایج در جدول شماره ۳ آورده شده است:

$$\begin{cases} H_0: \beta_1=0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

جدول ۳- مقادیر آماره t برای فرضیه اصلی اول

سطح معناداری	مقدار t	ضریب استاندارد	ضرایب		پارامترها	متغیر وابسته
			انحراف معیار	مقدار		
۰/۰۰۰	۲۶۱/۶۵۶		۰/۰۴۹	۱۲/۹۱۴	مقدار ثابت	لگاریتم ارزش افزوده بازار
۰/۰۰۰	۳/۹۸۱	۰/۲۲۶	۰/۲۸۳	۱/۱۲۸	تغییرات تأمین مالی/کل دارایی‌ها	توبین Q- لگاریتم
۰/۰۰۰	۱۱/۲۰۴		۰/۰۲۲	۰/۲۴۷	مقدار ثابت	ارزش افزوده اقتصادی
۰/۰۰۰	۵/۰۳۸	۰/۲۷۷	۰/۱۲۷	۰/۶۳۹	تغییرات تأمین مالی/کل دارایی‌ها	تعدیل شده
۰/۰۰۰	-۴/۷۱۵		۹۸۹۹/۵۲۹	-۴۶۶۷۴/۵۰	مقدار ثابت	
۰/۵۳۹	-۰/۶۱۵	-۰/۰۳۵	۵۶۹۳۵/۶۸۹	-۳۵۰۴۰/۱۱	تغییرات تأمین مالی/کل دارایی‌ها	

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

برای مدل اول مقدار  $t$ ، برای شیب خط برابر با  $۳/۹۸$  بدست آمده است بنابراین مقادیر  $t$  در ناحیه رد فرض صفر قرار گرفته است یعنی متغیر مزبور معنادار است این رابطه مستقیم (مثبت) است و مقدار  $t$ ، برای عرض از مبدا برابر با  $۲۶۱/۶$  است که این مقدار نیز در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد.

در مدل دوم مقدار آماره برای شیب خط برابر با  $۵/۰۴$  است که بنابراین مقادیر  $t$  در ناحیه رد فرض صفر قرار گرفته است یعنی متغیر مزبور معنادار است این رابطه مستقیم (مثبت) است و مقدار  $t$ ، برای عرض از مبدا برابر با  $۱۱/۲$  است که این مقدار نیز در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد.

در مدل سوم مقدار آماره برای شیب خط برابر با  $-۰/۶۱$  است که در ناحیه رد فرض صفر قرار نمی گیرد، فرض صفر رد نمی شود یعنی این متغیر در مدل بی معنی است. مقدار  $t$ ، برای عرض از مبدا برابر با  $-۴/۷۱$  است که این مقدار در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد، بنابراین مدل های برآوردی به صورت زیر است:

$$\ln Y_{1it} = 12/9 + 1/13 X_{1it} \quad (I)$$

$$\ln Y_{2it} = 0/247 + 0/639 X_{1it} \quad (II)$$

$$Y_{3it} = -46674 / 5 \quad (III)$$

با توجه به مدل های برآوردی و مثبت بودن ضرایب مدل اول و دوم ارتباط حجم تأمین مالی با ارزش افزوده بازار و نسبت  $Q$  توپین مستقیم می باشد ولی حجم تأمین مالی با ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده رابطه معناداری ندارد.

۸-۳- نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

مدل ها برای فرضیه فرعی اول به صورت زیر است:

$$\ln Y_{1it} = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \varepsilon_{it} \quad (I)$$

$$\ln Y_{2it} = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \varepsilon_{it} \quad (II)$$

$$Y_{3it} = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \varepsilon_{it} \quad (III)$$

که در آن  $\ln Y_{1it}$ ،  $\ln Y_{2it}$ ،  $Y_{3it}$  به ترتیب متغیرهای لگاریتم ارزش افزوده بازار،

۹۰... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

لگاریتم Q- توبین و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و X2 متغیر تغییرات بدهی است.

در جدول ۴ نتایج تحلیل آورده شده است.

جدول ۴- خلاصه مقادیر تخمینی همبستگی و آماره F فرضیه فرعی اول

تغییرات بدهی	مقدار همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعدیل شده	دوربین واتسون	مقدار F	سطح معناداری
لگاریتم ارزش افزوده بازار	۰/۱۷۵	۰/۰۳۰	۰/۰۲۷	۱/۵۲۵	۹/۳۰۴	۰/۰۰۲
توبین Q-لگاریتم	۰/۰۲۸	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۲	۱/۵۶۴	۰/۲۴۲	۰/۶۲۳
ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده	۰/۰۸۳	۰/۰۰۷	۰/۰۰۴	۱/۶۴۱	۲/۱۳۳	۰/۱۴۵

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

مقدار سطح معنی داری F برای مدل اول برابر با ۰/۰۰۲ است این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. و برای مدل دوم برابر با ۰/۶۲۳ و برای مدل سوم این مقدار برابر با ۰/۱۴۵ است که حاکی از عدم رد فرض صفر (رد معناداری مدل) است. بنابراین مدل اول معنادار و مدل دوم و سوم بی معنی است. در مدل اول میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۰۳ است یعنی در حدود ۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل بیان می‌گردد. مقدار ضریب تعیین در مدل دوم برابر با ۰/۰۰۱ و برای مدل سوم ۰/۰۰۷ است که مقادیر ناچیزی است. مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل اول برابر با ۱/۵، دوم برابر با ۱/۶ و سوم برابر با ۱/۶ است. در ادامه مقادیر شیب خط و عرض از مبدا در جدول ۵ نشان داده شده است.

جدول ۵- مقادیر آماره t فرضیه فرعی اول

سطح معنادار ی	مقدار T	ضریب استاندارد رد	ضرایب		پارامترها	متغیر وابسته
			انحراف معیار	مقدار		
۰/۰۰۰	۲۸۲/۰۵۰		۰/۰۴۶	۱۲/۹۸۹	مقدار ثابت	لگاریتم ارزش افزوده بازار
۰/۰۰۲	۳/۰۵۰	۰/۱۷۵	۲/۴۲۳E-۰۷	۷/۳۹۰E-۰۷	تغییرات بدهی	
۰/۰۰۰	۱۴/۵۱۱		۰/۰۲۱	۰/۳۰۰	مقدار ثابت	لگاریتم Q
۰/۶۲۳	-۰/۴۹۲	۰/۰۲۸ -	۹/۶۵۵E-۰۸	-۴/۷۵۰E-۰۸	تغییرات بدهی	توبین
۰/۰۰۰	-۵/۴۲۰		۹۳۶۲/۱۵۶	-۵۰۷۴۲/۹۹۷	مقدار ثابت	ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده
۰/۱۴۵	-۱/۴۶۱	۰/۰۸۳ -	۰/۰۴۴	-۰/۰۶۴	تغییرات بدهی	

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

برای مدل اول مقدار t، برای شیب خط برابر با ۳/۰۵ بدست آمده است بنابراین مقادیر t در ناحیه رد فرض صفر قرار گرفته است یعنی متغیر مزبور معنادار است این رابطه مستقیم (مثبت) است و مقدار t، برای عرض از مبدا برابر با ۲۸۲/۰۵ است که این مقدار نیز در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد.

در مدل دوم مقدار آماره برای شیب خط برابر با ۰/۴۹- است در ناحیه رد فرض صفر قرار نمی‌گیرد فرض صفر رد نمی‌شود یعنی این متغیر در مدل بی معنی است. مقدار t، برای عرض از مبدا برابر با ۱۴/۵ است که این مقدار در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد.

در مدل سوم مقدار آماره برای شیب خط برابر با ۱/۴۶- است در ناحیه رد فرض صفر قرار نمی‌گیرد فرض صفر رد نمی‌شود یعنی این متغیر در مدل بی معنی است. مقدار t، برای عرض از مبدا برابر با ۵/۴۲- است که این مقدار در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد بنابراین مدل‌های برآوردی به صورت زیر است:

۹۲... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

$$\ln Y_{1it} = 12/99 + 7/39 \times 10^{-7} X_{2it} \quad (I)$$

$$\ln Y_{2it} = 0/300 \quad (II)$$

$$Y_{3it} = -50743 / 0 \quad (III)$$

با توجه به مدل‌های برآوردی تأمین مالی از طریق بدهی با ارزش افزوده بازار رابطه مستقیم دارد و با سایر شاخص‌های ارزیابی عملکرد (نسبت Q تویین و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده) رابطه معناداری ندارد.

#### ۸-۴- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

مدل‌ها برای فرضیه فرعی دوم به صورت زیر خواهد بود:

$$\ln Y_{1it} = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \varepsilon_{it} \quad (I)$$

$$\ln Y_{2it} = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \varepsilon_{it} \quad (II)$$

$$Y_{3it} = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \varepsilon_{it} \quad (III)$$

که در آن  $\ln Y_{1it}$ ,  $\ln Y_{2it}$ ,  $Y_{3it}$  به ترتیب متغیرهای لگاریتم ارزش افزوده بازار، لگاریتم Q- تویین و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و X3 متغیر تغییرات سهام است. در جدول ۶ نتایج تحلیل آورده شده است.

جدول ۶- خلاصه مقادیر تخمینی همبستگی و آماره F فرضیه فرعی دوم

تغییرات سهام	مقدار همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	مقدار F	سطح معناداری
لگاریتم ارزش افزوده بازار	۰/۴۹۱	۰/۲۴۱	۰/۲۳۸	۱/۷۴۲	۹۳/۸۹۷	۰/۰۰۰
تویین Q- لگاریتم	۰/۱۲۰	۰/۰۱۴	۰/۰۱۱	۱/۶۳۹	۴/۴۸۲	۰/۰۳۵
ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده	۰/۲۲۵	۰/۰۵۰	۰/۰۴۷	۱/۷۶۱	۱۶/۳۴۸	۰/۰۰۰

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

مقدار سطح معنی داری F برای مدل اول برابر با ۰/۰۰۰ است این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد و برای مدل دوم برابر با ۰/۰۳۵ و برای مدل سوم این مقدار برابر با ۰/۰۰۰ است که حاکی از رد فرض صفر (معناداری مدل) است.



رابطه ی نوع و حجم تامین مالی با عملکرد عملیاتی..... ۹۳

بنابراین مدل اول و مدل دوم و سوم معنادار است.

در مدل اول میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۲۴ است یعنی در حدود ۲۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل بیان می گردد. مقدار ضریب تعیین در مدل دوم برابر با ۰/۰۱۴ و برای مدل سوم ۰/۰۵ است که مقادیر کمی هستند. مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل اول برابر با ۱/۷، دوم برابر با ۱/۶ و سوم برابر با ۱/۸ است. در ادامه مقادیر شیب خط و عرض از مبدا در جدول ۷ نشان داده شده است.

جدول ۷- مقادیر آماره t فرضیه فرعی دوم

سطح معنادار ی	مقدار t	ضریب استاندارد	ضرایب		پارامترها	متغیر وابسته
			انحراف معیار	مقدار		
۰/۰۰۰	۳۰۹/۵۹۶		۰/۰۴۲	۱۲/۹۰۲	مقدار ثابت	لگاریتم ارزش افزوده بازار
۰/۰۰۰	۹/۶۹۰	۰/۴۹۱	۱/۷۲۵ E -۰۷	۱/۶۷۲E -۰۶	تغییرات سهام	توبین Q- لگاریتم
۰/۰۰۰	۱۳/۵۰۲		۰/۰۲۱	۰/۲۸۵	مقدار ثابت	ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده
۰/۰۳۵	۲/۱۱۷	۰/۱۲۰	۷/۷۲۲E -۰۸	۱/۶۳۵E -۰۷	تغییرات سهام	
۰/۰۰۰	-۴/۴۸۲		۹۳۹۸/۲۹۲	-۴۲۱۲۶/۴۸۹	مقدار ثابت	
۰/۰۰۰	-۴/۰۴۳	-۰/۲۲۵	۰/۰۳۴	-۰/۱۳۹	تغییرات سهام	

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

برای مدل اول مقدار t، برای شیب خط برابر با ۹/۶۹ بدست آمده است بنابراین مقادیر t در ناحیه رد فرض صفر قرار گرفته است یعنی متغیر مزبور معنادار است این رابطه مستقیم (مثبت) است و مقدار t، برای عرض از مبدا برابر با ۳۰۹/۶ است که این مقدار نیز در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد.

در مدل دوم مقدار آماره برای شیب خط برابر با ۲/۱۲ است در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد فرض صفر رد می شود یعنی این متغیر در مدل نیز معنادار است. مقدار t، برای عرض از مبدا برابر با ۱۳/۵ است که این مقدار در ناحیه رد فرض صفر

۹۴... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

قرار می‌گیرد.

در مدل سوم مقدار آماره برای شیب خط برابر با  $4/04-$  است در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد فرض صفر رد می‌شود یعنی این متغیر در مدل نیز معنادار است. مقدار  $t$ ، برای عرض از مبدا برابر با  $4/48-$  است که این مقدار در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد بنابراین مدل‌های برآوردی به صورت زیر است: مدلها برای فرضیه فرعی سوم به صورت زیر خواهد بود.

$$\ln Y_{1it} = 12/90 + 1/67 \times 10^{-6} X_{3it} \quad (I)$$

$$\ln Y_{2it} = 0/285 + 1/63 \times 10^{-7} X_{3it} \quad (II)$$

$$Y_{3it} = -42126/5 - 0/139 X_{3it} \quad (III)$$

با توجه به مدل‌های برآوردی تأمین مالی از طریق انتشار سهام با ارزش افزوده بازار و نسبت  $Q$  توپین رابطه مستقیم دارد ولی این رابطه با ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده منفی است.

#### ۸-۵- نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم

$$\ln Y_{1it} = \beta_0 + \beta_1 X_{4it} + \varepsilon_{it} \quad (I)$$

$$\ln Y_{2it} = \beta_0 + \beta_1 X_{4it} + \varepsilon_{it} \quad (II)$$

$$Y_{3it} = \beta_0 + \beta_1 X_{4it} + \varepsilon_{it} \quad (III)$$

که در آن  $\ln Y_{1it}, \ln Y_{2it}, Y_{3it}$  به ترتیب متغیرهای لگاریتم ارزش افزوده بازار، لگاریتم  $Q$ - توپین و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و  $X_4$  متغیر تأمین مالی خارج از ترانزنامه است. در جدول (۸) نتایج تحلیل آورده شده است.

رابطه ی نوع و حجم تامین مالی با عملکرد عملیاتی..... ۹۵

جدول ۸- خلاصه مقادیر تخمینی همبستگی و آماره F فرضیه فرعی سوم

سطح معناداری	مقدار F	دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	مقدار همبستگی	تامین مالی خارج از ترازنامه
۰/۳۷۲	۰/۸۰۱	۱/۵۴۰	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۳	۰/۰۵۲	لگاریتم ارزش افزوده بازار
۰/۰۹۰	۲/۸۹۸	۱/۵۷۴	۰/۰۰۶	۰/۰۰۹	۰/۰۹۷	توبین Q-لگاریتم
۰/۳۲۲	۰/۹۸۳	۱/۶۵۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	۰/۰۵۶	ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

مقدار سطح معنی داری F برای مدل اول برابر با ۰/۳۷۲ است و برای مدل دوم برابر با ۰/۰۹ و برای مدل سوم این مقدار برابر با ۰/۳۲۲ است که حاکی از عدم رد فرض صفر (رد معناداری مدل) است. بنابراین مدل اول و مدل دوم و سوم بی معنی است.

جدول ۹- مقادیر آماره t فرضیه فرعی سوم

سطح معناداری	مقدار t	ضریب استاندارد	ضرایب		پارامترها	متغیر وابسته
			انحراف معیار	مقدار		
۰/۰۰۰	۲۳۶/۶۴۲		۰/۰۵۵	۱۳/۰۴۳	مقدار ثابت	لگاریتم ارزش افزوده بازار
۰/۳۷۲	-۰/۸۹۵	-۰/۰۵۲	۰/۰۹۹	-۰/۰۸۹	تأمین مالی خارج از ترازنامه	
۰/۰۰۰	۱۳/۱۲۸		۰/۰۲۵	۰/۳۲۲	مقدار ثابت	توبین Q- لگاریتم
۰/۰۹۰	-۱/۷۰۲	-۰/۰۹۷	۰/۰۴۳	-۰/۰۷۴	تأمین مالی خارج از ترازنامه	
۰/۰۰۰	-۵/۳۵۴		۱۱۱۶۴/۱۷۴	-۵۹۷۷۲/۴۸۹	مقدار ثابت	ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده
۰/۳۲۲	۰/۹۹۱	۰/۰۵۶	۱۹۶۵۶/۵۵۶	۱۹۴۸۳/۸۶۴	تأمین مالی خارج از ترازنامه	

\* منبع: یافته‌های پژوهشگر

در مدل اول میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۰۰۳ است و در مدل دوم برابر با ۰/۰۰۹ و

۹۶... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

برای مدل سوم ۰/۰۰۳ است که در هر سه مدل مقادیر کمی هستند. مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل اول برابر با ۱/۵، دوم برابر با ۱/۶ و سوم برابر با ۱/۷ است. در ادامه مقادیر شیب خط و عرض از مبدا در جدول ۹ نشان داده شده است.

برای مدل اول مقدار  $t$ ، برای شیب خط برابر با ۰/۸۹- بدست آمده است بنابراین مقادیر  $t$  در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار گرفته است یعنی متغیر مزبور بی معنی است و مقدار  $t$ ، برای عرض از مبدا برابر با ۲۳۶/۶ است که این مقدار در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد.

در مدل دوم مقدار  $t$ ، برای شیب خط برابر با ۱/۷۰- بدست آمده است بنابراین مقادیر  $t$  در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار گرفته است یعنی متغیر مزبور بی معنی است (در سطح اطمینان ۹۰ درصد این متغیر معنادار است) و مقدار  $t$ ، برای عرض از مبدا برابر با ۱۳/۱۳ است که این مقدار در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد.

در مدل سوم مقدار  $t$ ، برای شیب خط برابر با ۰/۹۹- بدست آمده است بنابراین مقادیر  $t$  در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار گرفته است یعنی متغیر مزبور بی معنی است و مقدار  $t$ ، برای عرض از مبدا برابر با ۵/۳۵- است که این مقدار در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد.

بنابراین مدل‌های برآوردی به صورت زیر است:

$$\ln Y_{1it} = 13 / 04 \quad (I)$$

$$\ln Y_{2it} = 0 / 322 - 0 / 074 X_{4it} \quad (II)$$

$$Y_{3it} = -59772 / 5 \quad (III)$$

با توجه به مدل‌های برآوردی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری بین تأمین مالی خارج از ترازنامه و شاخص‌های ارزیابی عملکرد (ارزش افزوده بازار، نسبت  $Q$  توبین و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده) وجود ندارد ولی در سطح اطمینان ۹۰ درصد با توجه به شیب منفی مدل دوم رابطه معکوسی میان تأمین مالی خارج از ترازنامه و نسبت  $Q$  توبین وجود دارد.

رابطه ی نوع و حجم تامین مالی با عملکرد عملیاتی..... ۹۷

### ۸-۶- بررسی ضریب همبستگی پیرسون

در ماتریس همبستگی زیر میزان همبستگی پیرسون بین متغیرهای وابسته و متغیرهای مستقل و کنترل محاسبه شده است. فرض صفر و فرض مقابل زیر نوشته می شود.

$$\begin{cases} p_{xy} = 0 \\ p_{xy} = 0 \end{cases}$$

ماتریس همبستگی پیرسون در جدول ۱۰ محاسبه شده و مهمترین نتایج آن به شرح ۱۰ است:

جدول شماره ۱۰- ضریب همبستگی پیرسون

	لگاریتم ارزش افزوده بازار	لگاریتم Q-توین	ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده
ضریب همبستگی پیرسون			
حجم تأمین مالی	۰/۲۲۶	۰/۲۷۷	-۰/۰۳۵
تغییرات بدهی	۰/۱۷۵	-۰/۰۲۸	-۰/۰۸۳
تغییرات سهام	۰/۴۹۱	۰/۱۲	-۰/۲۲۵
تأمین مالی خارج از ترازنامه	-۰/۰۵۲	-۰/۰۹۷	۰/۰۵۶
sig. (2-tailed)			
حجم تأمین مالی	۰	۰	۰/۵۳۹
تغییرات بدهی	۰/۰۰۲	۰/۶۲۳	۰/۱۴۵
تغییرات سهام	۰	۰/۰۳۵	۰
تأمین مالی خارج از ترازنامه	۰/۳۷۲	۰/۰۹	۰/۳۲۲
N			
حجم تأمین مالی	۲۹۶	۳۰۸	۳۰۸
تغییرات بدهی	۲۹۸	۳۱۰	۳۱۰
تغییرات سهام	۲۹۸	۳۱۰	۳۱۰
تأمین مالی خارج از ترازنامه	۲۹۸	۳۱۰	۳۱۰

\* منبع: یافته های پژوهشگر

\* در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است .

\*\* در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است .

۹۸... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

ارتباط بین لگاریتم ارزش افزوده بازار با متغیرهای تغییرات تامین مالی / کل دارایی (حجم تامین مالی)، تغییرات بدهی و تغییرات سهام مثبت و معنادار است ولی با تامین مالی خارج از ترازنامه رابطه ای ندارد. همچنین ارتباط بین لگاریتم Q توبین با متغیرهای تغییرات تامین مالی / کل دارایی و تغییرات سهام مثبت و معنادار است ولی با تغییرات بدهی و تامین مالی خارج از ترازنامه رابطه ای ندارد. این ارتباطات در مورد ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده با متغیر تغییرات سهام منفی و معنادار است ولی با تغییرات تامین مالی / کل دارایی، تغییرات بدهی و تامین مالی خارج از ترازنامه رابطه معناداری ندارد.

#### ۹- نتیجه گیری

نتایج آزمون فرضیه های اول نشان دهنده رابطه مثبت و معنادار حجم تامین مالی و دو شاخص ارزیابی عملکرد عملیاتی (ارزش افزوده بازار و نسبت Q توبین) بود که این نتیجه با نتایج تحقیقات کسر (۲۰۰۵) مطابقت دارد ولی با نتایج تحقیق مجتهدزاده (۱۳۸۸) مطابقت ندارد.

در فرضیه دوم رابطه تامین مالی از طریق بدهی با عملکرد عملیاتی بررسی شد که نتایج نشان دهنده این است که تامین مالی از طریق بدهی تنها با ارزش افزوده بازار رابطه مثبت و معنادار دارد و با سایر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مورد بررسی رابطه ای ندارد، که این نتیجه با نتایج تحقیق بیگلر (۱۳۸۵)، مطابقت ندارد.

در فرضیه سوم به آزمون رابطه تامین مالی از طریق انتشار سهام با عملکرد عملیاتی پرداخته شد، که نتایج نشان دهنده این است که تامین مالی از طریق انتشار سهام با ارزش افزوده بازار و نسبت Q توبین رابطه مثبت و معنادار دارد و با ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده رابطه منفی و معناداری دارد. این نتیجه با نتایج تحقیق چنگ (۲۰۰۷)، چی بچت (۲۰۰۶) مطابقت ندارد.

نتایج آزمون فرضیه چهارم نشان دهنده این است که تامین مالی خارج از ترازنامه با

رابطه ی نوع و حجم تامین مالی با عملکرد عملیاتی..... ۹۹

نسبت Q توپین رابطه منفی و معنادار دارد ولی با سایر شاخص های ارزیابی عملکرد رابطه ای ندارد. این نتیجه با نتایج تحقیق جواد فرامرز مطابقت دارد. پیشنهادهایی مبتنی بر نتایج تحقیق به شرح زیرند:

به دلیل این که ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و ارزش افزوده بازار اطلاعات متفاوتی نسبت به معیارهای سنتی و مبتنی بر سود حسابداری ارائه می کنند، سازمان بورس اوراق بهادار می تواند شرکت ها را بر اساس مدل های اقتصادی ارزیابی عملکرد رتبه بندی کند. سازمان بورس با انجام این عمل، بخشی از وظیفه اطلاع رسانی خود را انجام داده و به شفاف سازی بازار سرمایه کمک خواهد کرد. سازمان بورس اوراق بهادار تهران، شرکت ها را ملزم به تهیه ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و نسبت Q توپین و ارائه آن همراه با سایر گزارش های مالی به استفاده کنندگان نماید.

۱۰۰... پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال پنجم، شماره نوزدهم، پاییز ۱۳۹۲

## منابع

- بیگلر، کیومرث، (۱۳۸۵)، «بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و ویژگی‌های عملکردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- پیکانی، محسن و نیکبخت، (۱۳۸۸)، «رابطه ساختار سرمایه و معیار حسابداری ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار»، تحقیقات مالی، ش ۲۸، دوره ۱۱: ص ۸۹-۱۰۴.
- دستگیر، محسن و سلیمانیان، (۱۳۸۶)، «تأمین مالی برون ترازنامه‌ای: رویکرد مقایسه‌ای»، حسابدار، ش ۱۸۲: ص ۲۱-۱۵.
- دوانی، غلامحسین؛ (۱۳۸۷)، مجموعه قوانین مالیات‌های مستقیم، چاپ دوازدهم، تهران، انتشارات کیومرث.
- رحیمی دستجردی، محسن و ایزدی‌نیا، (۱۳۸۸)، «تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم»، تحقیقات حسابداری، ش ۳: ص ۱۶۱-۱۳۶.
- فرامرزی، جواد و مرادزاده فرد، (۱۳۸۸)، «مطالعه تأثیر تأمین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، حسابداری مالی و حسابرسی، ش ۲: ص ۱۴۴-۱۱۷.
- کاووسی، علیرضا، (۱۳۸۳)، «ارتباط بین نسبت Q توبین و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بورس، ۴۴: ص ۲۴-۳۰.
- جهانخانی، علی و سجادی، (۱۳۷۴)، «کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی»، تحقیقات مالی، ش ۴: ص ۶۸-۸۶.
- جهانخانی، علی و ظریف فرد، (۱۳۷۴)، «آیا مدیران و سهامداران از معیارهای مناسبی برای اندازه‌گیری ارزش شرکت استفاده می‌کنند»، تحقیقات مالی، ش ۱، ص ۴۱-۶۶.



رابطه ی نوع و حجم تامین مالی با عملکرد عملیاتی..... ۱۰۱

مجتهدزاده، ویدا، علوی و خدابخشی،(۱۳۸۸)، «رابطه تامین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات حسابداری، ش ۱: ص ۲۸-۴۹.

مدرس، احمد، و فرهاد عبداللهزاده،(۱۳۸۸)، مدیریت مالی، ج ۱، چاپ دهم، تهران، شرکت چاپ و نشر بازرگانی وابسته به موسسه مطالعات و پژوهش های بازرگانی.

Baccidor, Geffry. M. ,(1997), “The Search for the Best Financial Performance Measure”, Financial Analyst Journal, No. 3, Vol. 53, pp. 11-20.

Brigham, E. F. , L. C. Gapenski and M. C. Ehrhardt,(1999), Financial Management:Theory and Practice, 9<sup>th</sup>Edition, Florida, Harcourt Inc.

Boodho,R. ,(2008), Capital Structure and Performance: a Panel Data Analysis Based on the Companies Listed on the Stock Exchange of Mauritius, Working Paper,Nottingham university Business School, Malaysia Campu, Alliance Trust ,[Online], <<http://ssrn.com/abstract=1321183>>,pp. 1-72.

Casser,(2005), “External Financing and Firm Operating Performance”, Working Paper, University of California, Berkeley. , pp. 1-158.

Cheng, Xia,(2007),:Expropriation, Weak Corporate Governance and Post -IPO Performance: Chinese Evidence”, Advances in Financial Economics, Vol. 12, pp. 237-267.

Dare Funso, D. , Olorunfemi,(2010), “Capital Structure and Corporate Performance in Nigeria Petroleum Industry: Panel Data Analysis”, Journal of Mathematics and Statistics, pp. 168-173.

Shoaib ,A. ,Gohar,(2010), “Achieving the Optimal Capital Structure and its Impact on Bank Performance: Evidence from Banking Sector of Pakistan”, International Review of Business Research Papers, No. 3 ,Vol. 1, pp. 9-24.

Stewart, G. Bennett,(1991), “The Quest for Value” ,New York, Harper Collins publishers, Inc, PP. 1-781.