



تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی با تأکید بر نقش مالکیت راهبردی و تجدید ارائه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

صونیا مراغه^۱

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۲/۰۶/۲۲ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۲/۱۱/۰۶ حسین اسلامی مفیدآبادی^۲

مرضیه ابراهیمی شقاقی^۳

چکیده

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی با توجه به نقش مالکیت راهبردی و تجدید ارائه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. روش پژوهش از نوع توصیفی-پیمایشی، دوره زمانی مورد مطالعه نیز از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ و نمونه آماری پژوهش نیز شامل ۱۷۱ شرکت بوده است. داده‌ها و اطلاعات پژوهش از طریق منابع کتاب‌خانه‌ای و مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به صورت میدانی جمع‌آوری شده است. سپس، تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش از رویکرد رگرسیون چند متغیره و آزمون‌های آماری (دوربین-واتسون، کولموگروف-اسمیرنوف، دیکی فولر، فیلیپس پرون، و ال.ام.آر.ج) با استفاده از نرم افزار ایویوز نسخه نهم انجام شده است. در نهایت، برای بررسی معنادار بودن معادله خط رگرسیون از آزمون فیشر و برای معنادار بودن ضرایب نیز از آزمون تی ویلیام گاست استفاده شده است. بنابراین، یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که با توجه به نقش مالکیت راهبردی و تجدید ارائه صورت‌های مالی، ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

کلمات کلیدی

ساختار سرمایه، تجدید ارائه صورت‌های مالی، عملکرد عملیاتی، مالیت راهبردی

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری و مدیریت، واحد شهریار، دانشگاه آزاد اسلامی، شهریار، ایران. soniya.maraghe@gmail.com

۲- گروه حسابداری و مدیریت، واحد شهریار، دانشگاه آزاد اسلامی، شهریار، ایران. (نویسنده مسئول) hosseineslami62@gmail.com

۳- گروه حسابداری و مدیریت، واحد شهریار، دانشگاه آزاد اسلامی، شهریار، ایران. marzi.abrahimi@gmail.com

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... /مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

مقدمه

مطابق با مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش هدف عمده مدیریت ساختار سرمایه ثابت نیز به حداکثر رساندن ارزش شرکت و به حداقل رساندن هزینه سرمایه است (راس، ۲۰۰۵). با آغاز طرح موضوع ساختار سرمایه مودیلیانی ومیلر (۱۹۵۸)، چندین مطالعه (فرانک وگویال، ۲۰۰۳، فاما و فرنچ، ۲۰۰۴؛ فلانری و رانجان، ۲۰۰۶؛ گرهام، ۲۰۰۰؛ هانگ، ریتز و ژانگ، ۲۰۱۶؛ جنسن و مک‌لین، ۱۹۷۶؛ لیری و روبرتز، ۲۰۰۵؛ مک‌کی فیلیبس، ۲۰۰۵؛ شنوی کوچ، ۱۹۹۶) مؤلفه‌های تعیین‌کننده در ارتباط با اهمیت بررسی و انتخاب گزینه‌های ساختار سرمایه شرکت به نظریه‌های ساختار سرمایه، نظریه ترجیحی در تأمین مالی ۱، نظریه‌های مبتنی بر اطلاعات نامتقارن بستگی دارد. از جمله آن‌ها نیز شامل؛ تعارض‌های نمایندگی، نظریه‌های پوشش خطر صندوق سرمایه‌گذاری ۲ و نظریه علامت‌دهی است. البته، تصمیمات اصلی در مورد تعیین ساختار سرمایه شامل؛ ترکیبی کلی از بدهی و حقوق صاحبان سهام، زمان و شرایط انتشار سهام، شرایط و ساختار سررسید بدهی، ماهیت بدهی، تخصیص حق رأی در میان سهام است. همچنین، سایر موضوعات مربوط به انواع منابع تأمین مالی، ساختار سرمایه و میزان دسترسی به منابع مالی می‌تواند تأثیر قابل توجهی در توانایی اداره شرکت در اجرای برنامه‌های تجاری، سرمایه‌گذاری و در نتیجه عملکرد کلی آن داشته باشد. سود مندی بررسی تأثیر ساختار سرمایه در نتایج مالی شرکت در اهمیت پیش‌بینی قابل اعتماد برای ارزیابی سهام است (پاپاداکی و همکاران، ۲۰۲۱). صرف نظر از تأثیر تغییرات مالی در سودآوری روی به سمت پایین^۳ (بردشاو و همکاران، ۲۰۰۶) مطالعه پاپاداکی و همکاران (۲۰۲۱) نشان داد که تغییرات تأمین مالی پیامدهای واقعی برای عملکرد عملیاتی شرکت به همراه دارد که احتمال دارد از طریق محیط نظارتی و حسابداری اصلاح گردد. کیفیت پیش‌بینی که موجب افزایش تأمین مالی بیرونی ۴ از طریق افزایش ضریب اهرم مالی می‌شود به نوبه خود موجب بهبود بهره‌وری سرمایه ثابت نیز می‌گردد. از طریق انتشار سهام جدید و بدهی و باتوجه به استفاده راهبردی از درآمد شرکت، احتمال اجرای کامل و مناسب برنامه تجاری فراهم می‌گردد. علاوه بر این، با استناد به نظریه جریان وجوه نقد آزاد (جنسن، ۱۹۸۶)، وجود منابع مالی از محل بدهی (بانک‌های تجاری و بازارهای سرمایه) را به منزله یک نوع محدودیت (از طریق مشارکت‌های مالی در قراردادهای وام وغیره) بوده که مدیران شرکت را مجبور به انجام طرح‌های اقتصادی و مدیریت به شیوه معین به منظور حفظ و بهبود عملکرد می‌نماید. هم‌واره، نظریه انطباق^۵ می‌تواند در مورد سرمایه‌گذاران سهام اعمال گردد. به ویژه برای سرمایه‌گذارانی که دارای منافع راهبردی در شرکت هستند. همچنین، شواهد تجربی نشان می‌دهد که بین تغییرات در حقوق

صاحبان سهام و تامین مالی بدهی و عملکرد شرکت پیش‌رو ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد و احتمال دارد عملکرد مالی (سودآوری عملیاتی و جریان‌های نقدی) شرکت پیش‌رو را نیز پیش‌بینی نماید. ارتباط بین مولفه‌های تغییرات تأمین مالی و عملکرد عملیاتی آتی شرکت‌ها از نظر مالی از اهمیت اقتصادی قابل توجهی برخوردار است. به طور کلی، ارتباط بین تغییرات مالی و عملکرد عملیاتی آتی برای شرکت‌های بزرگ‌تر و دارای رشد بالا قابل توجه‌تر است. تأثیر تغییر تامین مالی سهام (بدهی) بر عملکرد عملیاتی آتی شرکت‌های بزرگ دارای رشد (ارزش بالا) بیش‌تر است (پاپاداکی و همکاران، ۲۰۲۱). علاوه بر این، تحلیل‌گران (متخصصان) مالی که اطلاعات مربوط به ارزش شرکت را در بازارهای سرمایه ارائه می‌دهند؛ پیش‌بینی آن‌ها به منزله یک علامت برای انتظارات بازار محسوب می‌گردد. در این رابطه مطابق با شواهد پژوهش‌های تجربی انجام شده (دی فرانکو و همکاران، ۲۰۱۴: کال و همکاران، ۲۰۲۲؛ کوین واستیس، ۲۰۱۸)، ارتباط بین پیش‌بینی درآمد تحلیل‌گران مالی و شرایط تأمین مالی (تفاهم‌نامه، تسهیلات و وثیقه، درآمد اوراق قرضه) معنادار گزارش شده است (پاپاداکی و همکاران، ۲۰۲۱). در این راستا، پژوهش حاضر نیز با هدف بررسی تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی با تأکید بر نقش مالکیت راهبردی و تجدید ارائه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است.

مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش

تغییرات تأمین مالی و عملکرد عملیاتی پیش‌رو

در مبانی نظری باقی‌ماندن وضعیت مالی و کیفیت حسابداری شرکت در موقعیت مناسب در حوزه تأمین مالی دارای اهمیت قابل توجهی است. شگفتی‌های مثبت در خصوص عملکرد شرکت وجود یک شاخص ارزیابی مثبت برای بازارهای سهام و بدهی است. در مبانی نظری پیشین نشان داده است شرکت‌هایی که سودهای شگفت‌انگیز (منفی) را ثبت می‌کنند؛ ارزش‌گذاری سهام بالاتر (پایین‌تر) دارند (بارت و گیوولی و هاین، ۲۰۰۲؛ براون و کاپلور، ۲۰۰۶؛ کازنیک و مک نیکولز، ۲۰۰۲؛ اسکینر و اسلون، ۲۰۰۲). علاوه بر این، وام‌دهندگان (سرمایه‌گذاران) از اطلاعات حسابداری مالی برای اتخاذ تصمیمات آگاهانه‌تر وام (سرمایه‌گذاری) استفاده می‌کنند. در این خصوص، بورگستالر و دیچف (۱۹۹۷) نیز معتقدند که شرکت‌ها سعی می‌کنند معیارهای سود را در معرض تغییرات (افزایش/کاهش) قرار دهند. زیرا، سهام‌دارانشان از آن‌ها به‌عنوان ابزاری برای ارزیابی عملکرد شرکت استفاده می‌کنند. جیانگ (۲۰۰۸) نیز نشان می‌دهد که هزینه مزایای بدهی برای شرکت‌ها با غلبه بر معیارهای سود همراه است. بال و همکاران (۲۰۰۸) نشان می‌دهند که ارزش «قرارداد بدهی» اطلاعات صورت‌های مالی (توانایی داده‌های

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... /مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

حسابداری گزارش شده عمومی برای پیش‌بینی بدتر شدن کیفیت اعتباری وام‌گیرنده در سر رسید) بر ساختار مالکیت و ساختار قراردادی تأثیر می‌گذارد. ارزش قرارداد بدهی اطلاعات صورت‌های مالی می‌تواند معیاری از عدم تقارن اطلاعاتی بین وام‌دهنده/سرمایه‌گذار و شرکت باشد. این اطلاعات هم قبل از ایجاد رابطه وام/سرمایه‌گذاری و هم بعد از آن استفاده می‌شود. البته، کاربرد آن نیز برای پایش منظم و وضعیت اعتباری و خطر نکول احتمالی و به‌روزرسانی بازده سرمایه‌گذاری مورد انتظار است. علاوه بر این، کیفیت حسابداری بر ماهیت بدهی شرکت و انتخاب‌های تأمین مالی خود شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. از آنجایی که بانک‌ها می‌توانند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک کنند (هادلاک و جیمز، ۲۰۰۲)، علاوه بر این، بهارت و همکاران (۲۰۰۸) نشان دادند که وام‌گیرندگان با کیفیت حسابداری ضعیف‌تر، بدهی خصوصی (وام‌های بانکی) را ترجیح می‌دهند، زیرا، بانک‌ها دارای دسترسی عالی به اطلاعات و توانایی‌های پردازش هستند که هزینه‌های انتخاب نامطلوب برای وام‌گیرندگان را کاهش می‌دهد (پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱). در مورد بدهی بانکی برگرفته از نظریه حاکمیت شرکتی و نظریه جریان نقد آزاد (جنسن، ۱۹۸۶) که دارای ویژگی توضیح‌دهندگی مزایای بدهی در کاهش هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقد آزاد بوده، امکان توجه به اثرات انضباطی تأمین مالی بدهی (از طریق بانک‌های تجاری و بازارهای سرمایه) وجود دارد. بنابراین، انتظار می‌رود که تغییر در تأمین مالی خارجی با عملکرد کوتاه‌مدت شرکت عملیاتی آتی در همان جهت تغییر نماید؛ بنابراین، با در نظر گرفتن ملاحظات و موارد مطرح شده در این بخش، فرضیه دوم پژوهش به شرح ذیل بیان می‌شود (پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱):

فرضیه اول: ارتباط مثبت معناداری بین پیش‌بینی تغییرات تأمین مالی خارجی (حقوق صاحبان سهام و بدهی) و عملکرد عملیاتی پیشرو وجود دارد.

تحلیل گران مالی، تغییرات تأمین مالی خارجی و پیش‌بینی عملکرد مالی

تحلیل گران مالی به‌عنوان واسطه‌های اطلاعاتی مهم در بازارها در نظر گرفته می‌شوند و سرمایه‌گذاران ممکن است در هنگام شکل‌گیری انتظارات و تصمیمات سرمایه‌گذاری از پیش‌بینی‌ها و توصیه‌های آن‌ها پیروی کنند. در مبانی نظری پیشین به‌صورت عینی بیان شده است که تحلیل گران به طور کامل شهرت مدیریت، کیفیت افشا و دقت گزارش‌های مدیریت قبلی را ارزیابی می‌کنند (هیلی و همکاران، ۱۹۹۹؛ ویلیامز، ۱۹۹۶)، و آن‌ها می‌توانند به طور قابل اعتمادی تداوم اصول حسابداری را برآورد کنند (گو و چن، ۲۰۰۴). حتی اگر تحلیل گران ممکن است مستعد سوگیری‌های رفتاری و شناختی باشند (دی بونت و تالر، ۱۹۹۰)، مبانی نظری آرایه شده اندیشمندان مالی در سال‌های اخیر نشان می‌دهد که حتی تجدید نظرهای به ظاهر متناقض تحلیل گران ممکن است توسط عوامل

حسابداری و اقتصادی هدایت شوند (ایسلین و همکاران، ۲۰۲۱). جوس و همکاران (۲۰۱۶) نشان می‌دهند که ارزیابی تحلیلی‌گر از ریسک ارزش‌گذاری مشروط دولتی بی‌طرفانه به نظر می‌رسد، و در این رابطه جانگ و همکاران (۲۰۱۲) نیز معتقدند که تحلیل‌گران ممکن است از برآورد هزینه سهام خود به عنوان ساز و کار علامت‌دهی برای ایجاد استفاده کنند. اعتبار. در همین راستا، یک مطالعه اخیر توسط بالاکریشنن و همکاران (۲۰۲۱) مستند می‌کند که برآوردهای تحلیل‌گران از هزینه سرمایه می‌تواند به‌طور تدریجی بازده سهام آتی را پیش‌بینی کند و از این منظر به منزله جایگزین‌های بازده مورد انتظار معنی‌داری هستند. علاوه بر این، تحلیل‌گران در کارگزاری‌ها به‌کارگرفته می‌شوند که به آن‌ها امکان دسترسی به منابع بسیار ارزش‌مندی را می‌دهد که هم شامل؛ پایگاه‌های اطلاعاتی و هم اطلاعات به‌روز بازار است. بنابراین، سرمایه‌گذاران انتظار دارند که تحلیل‌گر دانش و تجربه در مورد سهام و صنایعی که دنبال می‌کنند، بتوانند به‌طور معناداری عوامل مرتبطی را که ممکن است بر عملکرد عملیاتی شرکت تأثیر می‌گذارد، ارزیابی کنند. به‌عنوان عوامل منطقی، از آن‌ها انتظار می‌رود که پیش‌بینی‌های قابل اعتمادی از عملکرد عملیاتی شرکت ایجاد کنند، به‌خصوص که ممکن است از پیش‌بینی‌های خود برای اثبات توصیه‌های منتشر شده سهام نیز استفاده کنند (بلاک، ۱۹۹۹). فعالیت تحلیل‌گران خاص شرکت می‌تواند بر انتخاب روش تأمین مالی تأثیرگذار باشد، و پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران نه تنها برای سرمایه‌گذاران سهام بلکه برای دارندگان بدهی احتمالی (بانک‌ها، دارندگان اوراق قرضه) نیز می‌تواند مفید باشد. دی فرانکو و همکاران (۲۰۱۴) نشان می‌دهد که بحث‌های تحلیل‌گران بدهی در مورد رویدادهای تضاد بدهی و حقوق صاحبان سهام (مانند ادغام و تملک، صدور بدهی و خرید مجدد سهام) بر بازده ارائه اوراق قرضه در بازار اوراق قرضه تأثیر می‌گذارد. علاوه بر این، بانک‌ها هنگام ارزیابی ریسک یک وام‌گیرنده بالقوه، بر محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران تکیه می‌کنند. کال و همکاران (۲۰۲۲) دریافتند که وام‌دهندگان از پیش‌بینی‌های سود تحلیل‌گر هنگام ایجاد آستانه‌های میثاق بدهی استفاده می‌کنند، به‌ویژه برای وام‌گیرندگانی که تحلیل‌گران از لحاظ تاریخی پیش‌بینی‌های سود دقیق‌تری را منتشر کرده‌اند، و دقت تحلیل‌گران مالی به‌عنوان یک ساز و کار کلیدی مهار عدم تقارن اطلاعات در نظر گرفته شده است که به‌طور قابل‌توجهی میانگین را کاهش می‌دهد. هزینه بدهی شرکت (فرر و همکاران، ۲۰۱۹). در نهایت، کوین و استیس (۲۰۱۸) دریافتند که دقت بالاتر در پیش‌بینی سود تحلیل‌گران با احتمال کمتری برای نیاز به وثیقه توسط بانک وام‌دهنده مرتبط است، به‌ویژه زمانی که کیفیت حسابداری یا اعتبار وام‌گیرنده پایین باشد. بر اساس نظریه علامت‌دهی، فرض می‌شود که توانایی شرکت برای افزایش تأمین مالی خود، انتظار می‌رود به عنوان یک علامت / نشانه مثبت از

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... /مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

عملکرد عملیاتی توسط تحلیلگران دریافت شود. بنابراین، با در نظر گرفتن ملاحظات و موارد مطرح شده در این بخش، فرضیه دوم پژوهش به شرح ذیل بیان می‌شود (پا پادکی و همکاران، ۲۰۲۱):

فرضیه دوم: با در نظر گرفتن نقش پیش‌بینی عملکرد عملیاتی از سوی تحلیل‌گران مالی ارتباط معناداری بین پیش‌بینی تغییرات تأمین مالی خارجی (حقوق صاحبان سهام و بدهی) و عملکرد عملیاتی پیشرو (سودآوری عملیاتی و خلق جریان نقدی) وجود دارد.

تأثیر مالکیت راهبردی و تجدید ارائه صورت‌های مالی بر عملکرد عملیاتی تأمین مالی

در این مطالعه با تأکید بر نقش محیط نظارتی تأثیر تغییرات تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی پیشرو شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. برای مهار محیط نظارتی، در این مطالعه از متغیر سطح منافع راهبردی (به‌جای سرمایه‌گذاری صرف) شرکت استفاده شده است که با تغییر مالکیت سرمایه شرکت توسط سرمایه‌گذاران راهبردی در طول سال مالی، و بیان‌های مجدد حسابداری نیز نشان داده می‌شود. مبانی نظری پیشین ارتباط بین ساختار مالکیت راهبردی، ارزش شرکت و هزینه بدهی را بررسی نموده‌اند است. تامسن و پدرسن (۲۰۰۰) اثر مثبت تمرکز مالکیت را بر ارزش سهام و سودآوری را نشان داده‌اند و شواهد پشتیبان نیز برای این فرضیه ارائه نموده‌اند که هویت صاحبان شرکت‌های بزرگ پیامدهایی برای راهبرد و عملکرد شرکت به همراه دارد. مینگز ورا و مارتین اوگدو (۲۰۰۷) نیز تأثیر مثبت درجه مهار مالکیت بر ارزش شرکت را برای مورد سهام‌داران عمده را به صورت مستند شده است. اصلان و کومار (۲۰۱۲) نشان می‌دهند که تمرکز مهار هزینه‌های نمایندگی بدهی را افزایش می‌دهد و منجر به معامله سهام‌داران غالب از منافع خصوصی مهار در برابر هزینه‌های استقرار بالاتر می‌شود. همچنین، سطوح مالکیت راهبردی ممکن است با راهبرد حاکمیت شرکتی مرتبط باشد که به نوبه خود بر عملکرد شرکت، دقت قیمت هدف و واکنش‌های بازار تأثیر مثبت دارد (چنگ و همکاران، ۲۰۱۹). علاوه بر این، بلگیتار و همکاران (۲۰۱۱) نشان می‌دهند که مالکیت نهادی راهبردی احتیاطی با مسئولیت امانت‌داری رفتار سرمایه‌گذاری محتاطانه سازگار است. همچنین، عملکرد را افزایش می‌دهد. در نهایت، کمپف و همکاران (۲۰۱۶) یک معیار سازمانی حواس‌پرتی سهام‌داران ایجاد می‌کند و نشان می‌دهد که تنوع در نظارت سرمایه‌گذار به طور قابل توجهی با اقدامات شرکت مرتبط است. انتظار می‌رود که مالکان راهبردی تأثیر زیادی بر عملکرد عملیاتی و مهار مدیریت داشته باشند تا هم اطمینان حاصل شود که سهام آن‌ها در شرکت محافظت می‌شود و هم برای اینکه شرکت همچنان به الزامات وام‌دهندگان (میثاق‌های مالی مربوط به سودآوری، نسبت‌های پوشش و غیره) ادامه دهد. همچنین، این مطالعه در ادامه به بررسی تأثیر کیفیت محیط اطلاعات حسابداری شرکت با تأکید بر تجدید ارائه‌های

مالی قبلی بر ارتباط عملکرد مالی / عملیاتی پرداخته است. اعلام تجدید ارائه بااهمیت در گزارش‌های مالی سال‌های قبل ممکن است باعث ایجاد تردید قابل توجهی در مورد صحت و درستی صورت‌های مالی شود. چن و همکاران (۲۰۱۳) پیامدهای تأمین مالی خارجی تجدید ارائه حسابداری را مطالعه کردند و دریافتند که پس از ارائه مجدد، شرکت‌ها بیشتر به تأمین مالی بدهی (به‌ویژه تأمین مالی بدهی خصوصی) و کمتر به تأمین مالی سهام متکی هستند، زیرا؛ پس از ارائه مجدد، کیفیت درک اطلاعات حسابداری کاهش می‌یابد. ویلسون (۲۰۰۸) نیز به‌صورت تجربی / عینی نشان داد اگرچه محتوای اطلاعاتی سود (و در ادامه اعتماد سرمایه‌گذار) به دنبال تجدید ارائه حسابداری کاهش می‌یابد. اما، این زیان موقتی است و برای شرکت‌هایی که تغییراتی در ساختار حاکمیت گزار شگری مالی خود به دنبال تجدید ارائه می‌دهند، کمتر مشخص است. همچنین، در یک مطالعه قابل توجه که توسط بهارث و همکاران (۲۰۰۸) انجام شده نتایج نشان می‌دهد که در مورد بدهی خصوصی، هر دو شرایط بهای تمام شده (نرخ بهره) و عدم بهای تمام شده (سررسید و وثیقه) برای وام‌گیرندگان باکیفیت حسابداری ضعیف‌تر به طور قابل توجهی سخت‌گیرانه‌تر هستند؛ بنابراین، با در نظر گرفتن ملاحظات و موارد مطرح شده در این بخش، فرضیه سوم پژوهش به شرح ذیل بیان می‌شود (پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱):

فرضیه سوم: مالکیت راهبردی تأثیر تغییر تأمین مالی خارجی بر عملکرد عملیاتی پیش‌رو را به‌صورت معناداری تغییر می‌دهد.

تغییرات تأمین مالی، انتظارات عملکرد عملیاتی و بازده سهام

طبق تجزیه و تحلیل هریس و راویو (۱۹۹۱)، قیمت سهام در پاسخ به اعلام تغییرات در ساختار سرمایه که استقراض را افزایش می‌دهد، افزایش می‌یابد، با این اعلانات به‌عنوان اطلاعات مثبت در مورد انتظارات جریان‌های نقدی آتی تفسیر می‌شود. از سوی دیگر، چندین مطالعه در مبنای نظری پیشین شواهدی مبنی بر ارتباط منفی بین تغییرات تأمین مالی خارجی و بازده سهام آتی برای هر دو سهام ارائه کرده‌اند (لوران و ریتر، ۱۹۹۷)، و بدهی (بیلت و همکاران، ۲۰۰۶؛ اسپیس و افلک-گریوز، ۱۹۹۹). شرکت‌هایی که با موفقیت سهام را افزایش می‌دهند، نقدشوندگی سهام را به میزان قابل توجهی افزایش می‌دهند و ممکن است از نظر بازار به‌عنوان خطر کمتری در نظر گرفته شوند؛ بنابراین، بازده مورد انتظار سهام آن‌ها کمتر است (مراجعه کنید به اکیو و همکاران، ۲۰۰۰). از طرف دیگر، مدیریت شرکت ممکن است زمان صدور سهام (استقراض) را برای بهره‌برداری از ارزش‌گذاری بیش از حد در بازارهای سرمایه زمان‌بندی نماید؛ بنابراین، فعالیت‌های شرکت که باعث افزایش سرمایه می‌شود منجر به بازده سهام پایین‌تر می‌شود (ریتر، ۲۰۰۳). تحلیل‌گران مالی واسطه‌های اطلاعاتی مهمی برای بازار هستند و

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... /مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

بنابراین ارزیابی آنها از تأثیر تغییرات تأمین مالی بر عملکرد شرکت انتظار می‌رود که توسط بازار متکی باشد، در نتیجه هرگونه ناکارآمدی بازار مرتبط به خطاهای تحلیل‌گری فراگیر نسبت داده می‌شود (پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱):

فرضیه چهارم: در نظر گرفتن نقش پیش‌بینی از سوی تحلیل‌گران مالی ارتباط معناداری بین پیش‌بینی تغییرات تأمین مالی خارجی (حقوق صاحبان سهام و بدهی) و عملکرد بازده سهام آتی (پیشرو) وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، توصیفی - همبستگی است. در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی (میانگین و میانه) و شاخص‌های پراکندگی (انحراف معیار) انجام شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی با رویکرد تلفیقی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌ها الگوهای رگرسیونی ترکیبی و الگوی داده‌های ترکیبی آزمون F لیمر استفاده شده است. جمع‌آوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری و تجربی پژوهش از طریق مطالعات کتابخانه‌ای و از طریق جستجو در منابع برخط و مراجعه به مراکز علمی و دانشگاهی و اطلاعات موردنیاز به‌منظور بررسی و آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز با مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین انجام شده است. جامعه آماری موردنظر در این پژوهش شامل کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ بوده که به روش غربال‌گری و براساس ویژگی‌های بدین شرح؛ «در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداشته‌اند و منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال بوده است، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، بانک و شرکت‌های واسطه‌گری نبوده‌اند و داده‌های موردنظر آن‌ها در دسترس بوده‌اند و شرکت‌هایی که در دوره پژوهش فعال بوده‌اند»، انتخاب نمونه آماری پژوهش به تعداد ۱۷۱ شرکت انجام شده است. همچنین، در این پژوهش به‌منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم‌افزار Excel 2010 و Eviews8 و Stata 24 استفاده شده است. همچنین، تعریف عملیاتی (محاسباتی) متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی پژوهش: در جدول پیوست شماره (پیوست ۱) نیز ارائه شده است. در این بخش از پژوهش براساس مدل‌های رگرسیونی تجربی پاپادکی و همکاران (۲۰۲۱)، تعریف مربوط به متغیرهای پژوهش که در تجزیه و تحلیل مورد استفاده قرار گرفت ارائه شده است. به‌طوری‌که در قسمت اول معادله رگرسیون تجربی شماره (۱) و (۲) که

برای آزمون فرضیه اول و به منظور بررسی ارتباط بین تغییرات تأمین مالی شرکت و عملکرد عملیاتی شرکت بوده به شرح ذیل است (پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱):

$$\text{Operating performance}_{t+1,i} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{External Financing}_{t,i} + \beta_2 \ln \text{Mv}_{t-1,i} + \beta_3 B / M_{t-1,i} + \beta_4 \text{AS Set Growth}_{t,i} + \beta_5 \text{Debt} / \text{Equity}_{t,i} + \beta_6 \text{Sales Growth}_{t,i} + \beta_7 \text{DNOA}_{t,i} + \beta_8 \text{Distress}_{t,i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\text{Operating performance}_{t+1,i} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Equity Financing}_{t,i} + \beta_2 \Delta \text{Debt Financing}_{t,i} + \beta_3 \ln \text{Mv}_{t-1,i} + \beta_4 B / M_{t-1,i} + \beta_5 \text{AS Set Growth}_{t,i} + \beta_6 \text{Debt} / \text{Equity}_{t,i} + \beta_7 \text{Sales Growth}_{t,i} + \beta_8 \text{DNOA}_{t,i} + \beta_9 \text{Distress}_{t,i} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Operating Performance = {Operating Profit, Operating CashFlow}

در قسمت دوم معادله رگرسیون تجربی شماره (۳) تا (۶) که برای آزمون فرضیه دوم و به منظور بررسی ارتباط بین تغییرات تأمین مالی شرکت و پیش‌بینی‌های تحلیلی سمت فروش از عملکرد عملیاتی شرکت بوده به شرح ذیل است (پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱):

$$F(\text{Operating Performance})_{t+1,i} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{External Financing}_{t,i} + \beta_2 \ln \text{Mv}_{t-1,i} + \beta_3 B / M_{t-1,i} + \beta_4 \text{AS Set Growth}_{t,i} + \beta_5 \text{Debt} / \text{Equity}_{t,i} + \beta_6 \text{Sales Growth}_{t,i} + \beta_7 \text{DNOA}_{t,i} + \beta_8 \text{Distress}_{t,i} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$F(\text{Operating Performance})_{t+1,i} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Equity Financing}_{t,i} + \beta_2 \Delta \text{Debt Financing}_{t,i} + \beta_3 \ln \text{Mv}_{t-1,i} + \beta_4 B / M_{t-1,i} + \beta_5 \text{AS Set Growth}_{t,i} + \beta_6 \text{Debt} / \text{Equity}_{t,i} + \beta_7 \text{Sales Growth}_{t,i} + \beta_8 \text{DNOA}_{t,i} + \beta_9 \text{Distress}_{t,i} + \varepsilon_t \quad (4)$$

F(Operating Performance) = {F(Operating Profit), F(Operating CashFlow)}

در این قسمت نیز مدل‌های (۵) و (۶) نیز که خطاهای پیش‌بینی تحلیلی در مورد سودآوری عملیاتی (جریان‌های نقدی) و کارایی تحلیلی‌گران را با توجه به ترکیب اطلاعات مربوط به تغییرات در تأمین مالی خارجی بررسی می‌کنند به شرح ذیل است (پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱):

$$FE(\text{Operating Performance})_{t+1,i} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{External Financing}_{t,i} + \beta_2 \ln \text{Mv}_{t-1,i} + \beta_3 B / M_{t-1,i} + \beta_4 \text{AS Set Growth}_{t,i} + \beta_5 \text{Debt} / \text{Equity}_{t,i} + \beta_6 \text{Sales Growth}_{t,i} + \beta_7 \text{DNOA}_{t,i} + \beta_8 \text{Distress}_{t,i} + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$FE(\text{Operating Performance})_{t+1,i} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Equity Financing}_{t,i} + \beta_2 \Delta \text{Debt Financing}_{t,i} + \beta_3 \ln \text{Mv}_{t-1,i} + \beta_4 B / M_{t-1,i} + \beta_5 \text{AS Set Growth}_{t,i} + \beta_6 \text{Debt} / \text{Equity}_{t,i} + \beta_7 \text{Sales Growth}_{t,i} + \beta_8 \text{DNOA}_{t,i} + \beta_9 \text{Distress}_{t,i} + \varepsilon_t \quad (6)$$

FE(Operating Performance) = {FE(Operating Profit), FE(Operating CashFlow)}

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... / مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

علاوه بر این در قسمت سوم، معادله رگرسیون تجربی شماره (۷) و (۸) که برای آزمون فرضیه سوم و به منظور بررسی ارتباط بین تغییرات تأمین مالی شرکت و عملکرد عملیاتی با تأکید بر مهار مالکیت راهبردی و تجدید ارائه صورت‌های مالی شرکت بوده به شرح ذیل است (پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱):

$$\text{OperatingPerformance}_{t+1,i} = \beta_0 + \beta_1 \text{firmfactor}_{t,i} + \beta_2 \Delta \text{ExternalFinancing}_{t,i} + \beta_3 \Delta \text{ExternalFinancing}_{t,i} * \text{firmfactor}_{t,i} + \text{controlvariables} + \varepsilon_t \quad (۷)$$

$$\text{OperatingPerformance}_{t+1,i} = \beta_0 + \beta_1 \text{firmfactor}_{t,i} + \beta_2 \Delta \text{EquityFinancing}_{t,i} + \beta_3 \Delta \text{EquityFinancing}_{t,i} * \text{firmfactor}_{t,i} + \beta_4 \Delta \text{DebtFinancing}_{t,i} + \beta_5 \Delta \text{DebtFinancing}_{t,i} * \text{firmfactor}_{t,i} + \text{controlvariables} + \varepsilon_t \quad (۸)$$

$$\text{Operating Performance} = \{(\text{OperatingProfit}), (\text{OperatingCashFlow})\}$$

$$\text{firmfactor}_{t,i} = \{(\text{OperatingProfit}), (\text{OperatingCashFlow})\}$$

$$\text{control variables} = \{\ln Mv_{t-1,i}, B/M_{t-1,i}, AS\text{SetGrowth}_{t-1,i}, \text{Debt} / \text{Equity}_{t-1,i}, \text{SalesGrowth}_{t-1,i}, \text{DNOA}_{t-1,i}, \text{Distress}_{t-1,i}\}$$

در نهایت، در این پژوهش از معادله رگرسیون تجربی شماره (۹) و (۱۰) برای آزمون فرضیه چهارم و به منظور بررسی ارتباط بین تغییرات تأمین مالی خارجی و بازده سهام با تأکید بر مهار پیش بینی‌های تحلیل‌گر مالی از عملکرد عملیاتی شرکت بوده به شرح ذیل است (پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱):

$$\text{Returns}_{t+1,i} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{ExternalFinancing}_{t,1} + \beta_2 F(\text{OperatingPerformance})_{t+1,i} + \beta_3 \ln Mv_{t,1} + \beta_4 B/M_{t,1} + \beta_5 \text{Betacoefficient}_{t,1} + \varepsilon_t \quad (۹)$$

$$F(\text{Operating Performance}) = \{F(\text{OperatingProfit}), F(\text{OperatingCashFlow})\}$$

$$\text{Returns}_{t+1,i} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{ExternalFinancing}_{t,1} + \beta_2 FE(\text{OperatingPerformance})_{t+1,i} + \beta_3 \ln Mv_{t,1} + \beta_4 B/M_{t,1} + \beta_5 \text{Betacoefficient}_{t,1} + \varepsilon_t \quad (۱۰)$$

$$FE(\text{Operating Performance}) = \{FE(\text{OperatingProfit}), FE(\text{OperatingCashFlow})\}$$

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع‌آوری، خلاصه‌سازی، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. از این‌رو، در جدول (۱) برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل؛ میانگین، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	انحراف معیار
عملکرد عملیاتی	0/0991126	0/0852701	0/0739796
جریان نقدی عملیاتی	0/1041024	0/0919399	0/0776233
سود عملیاتی	0/0987106	0/0845397	0/0738499
جریان نقدی عملیاتی دوره جدید	0/1043316	0/0917864	0/0655569
جریان سود عملیاتی دوره جدید (پیشرو)	0/0006394	0/0002906	0/0169391
جریان سود عملیاتی دوره جدید (پیشرو)	-0/0007593	0/0001269	0/0388997
تغییرات تأمین مالی بیرونی	0/0449445	0/0226699	0/1014554
انتشار اوراق سهام عادی	0/029274	0/0175213	0/0463173
انتشار اوراق بدهی	0/0156615	-0/0000494	0/0841418
میزان مالکیت راهبردی	-0/00922	-0/000016	0/1093013
تجدید ارائه صورت‌های مالی	0/0250494	0/000001	0/1563268
نرخ بازده سهام عادی	0/1129182	0/0817743	0/4048488
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (دوره قبل)	21/18137	21/17481	1/821534
نرخ رشد دارایی‌ها	0/1051985	0/0540942	0/2237689
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	0/9922255	0/7025868	1/023429
نرخ رشد فروش	0/0864915	0/0598647	0/2070356
اقدام تعهدی دوره قبل	0/053221	0/0242429	0/1409565
پیشانی مالی	0/3211193	0/000001	0/4669843
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (دوره جدید)	21/23215	21/21197	1/808718
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	0/6299986	0/5202428	0/4188123
ضریب بتا	0/8844086	0/8603504	0/3627452

منبع: یافته‌های پژوهشگر.

به منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرهای مدل از آزمون مانایی و ریشه واحد و روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) و از آزمون‌های لوین، لین و چو، ایم^۷، پسران و شین، فیشر-دیکی فولر تعمیم یافته و فیشر-فیلیپس، پرون^۸ و با استفاده از مقیاس بارتلت^۹ از طریق نرم افزار ایویوز (Eviews 9) انجام شده است. از این رو، باتوجه به نتایج مندرج در جدول (۲) به منظور تعیین وضعیت مانایی متغیرهای پژوهش، از آنجائی که احتمال

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... /مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

آماره از ۵٪ کمتر بوده فرضیه صفر (H_0) (وجود ریشه واحد) رد و فرض فرض مقابل آن (H_1) (عدم وجود ریشه واحد) پذیرفته می شود.

جدول ۲: آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

متغیرهای پژوهش	آماره/احتمال	لوین، لین و چو	ایم، پسران و شین	فیشر - دیکی فولر تعمیم یافته	فیشر - فیلیپس - پرون
عملکرد عملیاتی	آماره (احتمال)	-۳۲/۹۰۱۱ (۰/۰۰۰)	-۶/۲۸۰۸۹ (۰/۰۰۰)	۳۴۸/۵۰۳ (۰/۰۰۰)	۴۹۴/۳۷۵ (۰/۰۰۰)
جریان نقدی عملیاتی	آماره (احتمال)	-۱۹/۲۵۶۷ (۰/۰۰۰)	-۱/۴۸۳۰۵ (۰/۰۶۹۰)	۲۷۰/۴۳۷ (۰/۰۰۹۰)	۳۲۴/۰۲۵ (۰/۰۰۰)
سود عملیاتی	آماره (احتمال)	-۱۴/۱۷۸۲ (۰/۰۰۰)	-۱/۴۵۴۰۲ (۰/۰۷۳۰)	۲۵۵/۳۹۳ (۰/۰۴۱۹)	۳۰۸/۱۷۴ (۰/۰۰۰۱)
جریان نقدی عملیاتی دوره جدید	آماره (احتمال)	-۸/۸۶۴۲۷ (۰/۰۰۰)	-۰/۷۳۳۰۳ (۰/۰۰۸۲)	۲۱۰/۲۱۱ (۰/۰۳۵۲)	۲۶۴/۶۰۹ (۰/۰۱۶۹)
جریان سود عملیاتی دوره جدید (پیشرو)	آماره (احتمال)	-۱۵/۲۱۰۷ (۰/۰۰۰)	-۱/۳۹۷۶۸ (۰/۰۸۱۱)	۲۷۶/۸۷۱ (۰/۰۰۴۳)	۳۴۸/۴۸۳ (۰/۰۰۴۳)
جریان سود عملیاتی دوره جدید (پیشرو)	آماره (احتمال)	-۱۴/۵۵۸۸ (۰/۰۰۰)	-۱/۰۶۸۱۸ (۰/۱۴۲۷)	۲۵۹/۱۴۳ (۰/۰۲۹۴)	۳۱۱/۹۲۰ (۰/۰۰۰۰)
تغییرات تأمین مالی بیرونی	آماره (احتمال)	-۱۶/۶۶۴۸ (۰/۰۰۰)	-۳/۲۴۴۳۵ (۰/۰۰۶)	۱۵۰/۸۳۰ (۰/۰۰۰۳)	۱۸۵/۱۸۹ (۰/۰۰۰۰)
انتشار اوراق سهام عادی	آماره (احتمال)	-۱۳/۴۶۵۰ (۰/۰۰۰)	-۱/۵۶۳۱۹ (۰/۰۵۹۰)	۱۲۵/۸۸۸ (۰/۰۱۵۷)	۱۵۰/۵۶۹ (۰/۰۰۰۲)
انتشار اوراق بدهی	آماره (احتمال)	-۱۰/۳۰۶۲ (۰/۰۰۰)	-۱/۵۹۴۲۶ (۰/۰۵۹۰)	۱۱۷/۰۹۴ (۰/۰۵۳۶)	۱۵۰/۵۶۹ (۰/۰۰۲۹)
میزان مالکیت راهبردی	آماره (احتمال)	-۸/۳۴۴۳۹ (۰/۰۰۰)	-۰/۲۰۶۰۰ (۰/۴۱۸۴)	۹۸/۸۴۹۱ (۰/۳۴۶۰)	۱۳۰/۶۲۵ (۰/۰۰۷۵)
تجدید ارائه صورت های مالی	آماره (احتمال)	-۱۰/۱۸۱۰ (۰/۰۰۰)	-۰/۵۲۹۷۳ (۰/۲۹۸۱)	۱۱۰/۵۷۲ (۰/۱۱۶۶)	۱۵۰/۸۴۴ (۰/۰۰۰۲)
نرخ بازده سهام عادی	آماره (احتمال)	-۷/۶۴۷۶۱ (۰/۰۰۰)	-۰/۲۹۱۵۷ (۰/۶۱۴۷)	۹۱/۳۴۸۸ (۰/۵۵۸۲)	۱۰۸/۷۰۴ (۰/۱۴۲۵)
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (دوره قبل)	آماره (احتمال)	-۱۲/۳۹۵۵ (۰/۰۰۰)	-۳/۱۸۵۷۲ (۰/۰۰۰۷)	۱۱۲/۱۰۹ (۰/۰۰۰۱)	۱۵۷/۹۹۰ (۰/۰۰۰۰)

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

متغیرهای پژوهش	آماره/ احتمال	لوین، لین و چو	ایم، پسران و شین	فیشر - دیکی فولر تعمیم یافته	فیشر - فیلیپس - پرون
نرخ رشد دارایی‌ها	آماره (احتمال)	۱۴/۲۰۴۵ - (۰/۰۰۰)	۱/۶۵۶۶۹ - (۰/۰۴۸۸)	۹۰/۲۳۲۴ (۰/۰۱۱۱)	۱۰۱/۳۷۸ (۰/۰۰۱۱)
نرخ رشد فروش	آماره (احتمال)	۱۰/۴۹۶۵ - (۰/۰۰۰)	۱/۴۴۶۹۹ - (۰/۰۷۴۰)	۸۲/۶۲۳۷ (۰/۰۴۱۱)	۱۰۲/۱۹۲ (۰/۰۰۱۰)
اقدام تعهدی دوره قبل	آماره (احتمال)	۱۹/۲۵۶۷ - (۰/۰۰۰)	۱/۴۸۳۰۵ - (۰/۰۶۹۰)	۲۷۰/۴۳۷ (۰/۰۰۹۰)	۳۲۴/۰۲۵ (۰/۰۰۰۰)
پریشانی مالی	آماره (احتمال)	۱۴/۱۷۸۲ - (۰/۰۰۰)	۱/۴۵۴۰۲ - (۰/۰۷۳۰)	۲۵۵/۳۹۳ (۰/۰۴۱۹)	۳۰۸/۱۷۴ (۰/۰۰۰۱)
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (دوره جدید)	آماره (احتمال)	۸/۸۶۴۲۷ - (۰/۰۰۰)	۰/۷۳۳۰۳ - (۰/۰۰۸۲)	۲۱۰/۲۱۱ (۰/۰۳۵۲)	۲۶۴/۶۰۹ (۰/۰۱۶۹)
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	آماره (احتمال)	۱۵/۲۱۰۷ - (۰/۰۰۰)	۱/۳۹۷۸۶ - (۰/۰۸۱۱)	۲۷۶/۸۷۱ (۰/۰۰۴۳)	۳۴۸/۴۸۳ (۰/۰۰۰۰)
ضریب بتا	آماره (احتمال)	۱۶/۶۶۴۸ - (۰/۰۰۰)	۳/۲۴۴۳۵ - (۰/۰۰۰۶)	۱۵۰/۸۳۰ (۰/۰۰۰۲)	۱۸۵/۱۸۹ (۰/۰۰۰)
منبع: یافته‌های پژوهشگر.					

در این قسمت به منظور تعیین روش آزمون مدل نهایی پژوهش از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، برای بررسی ثابت بودن واریانس نیز آزمون F، و برای بررسی وضعیت نرمال بودن جزء خطا از آزمون آماره (JB) استفاده شده است. از این رو، با توجه نتایج حاصل از آزمون‌های انجام شده از روش تابلویی و اثرات ثابت با فرض ناهمسانی واریانس و نرمال بودن جز خطا برای آزمون مدل نهایی پژوهش استفاده شده است.

جدول ۳: نتایج آزمون F لیمر، آزمون هاسمن، ثابت بودن واریانس و نرمال بودن جزء خطا

فرضیه	آزمون	آماره	احتمال	آماره F	احتمال	آماره JB	احتمال
اول	F لیمر	۸/۵۴۸۶	۰/۰۰۰۰	۲۷/۴۹۵۵	۰/۰۱۹۷	۱۲/۵۸۹۵	۰/۰۹۱۸
	هاسمن	۱۵/۶۸۰۶	۰/۰۰۸۴	۱۲/۶۳۴۱	۰/۰۰۰۰		
دوم	F لیمر	۲/۱۹۵۲	۰/۰۲۹۰	۲۰/۱۹۴۸	۰/۰۰۰۰	۱۴/۲۵۴۷	۰/۰۰۲۳
	هاسمن	۳/۲۵۴۷	۰/۰۰۴۱	۲۹/۵۶۱۲	۰/۰۰۰۰		
سوم	F لیمر	۸/۵۵۴۱	۰/۰۰۰	۵۰/۲۶۶۲	۰/۰۰۳۹۷	۱۵/۶۵۸۶	۰/۰۰۱۱
	هاسمن	۱۵/۲۹۶۴	۰/۰۰۰۹۹	۱۷/۵۲۴۷	۰/۰۰۰۰		

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... /مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

احتمال	آماره JB	احتمال	آماره F	احتمال	آماره	آزمون	فرضیه
۰/۰۷۱۴	۳۱/۲۵۷۸	۰/۰۰۰۰	۱۳/۲۲۳۶	۰/۰۰۰	۶/۴۷۱۵	F لیمر	چهارم
		۰/۰۰۰۰	۱۴/۲۵۴۱	۰/۰۳۶	۱۴/۶۳۲۱	هاسمن	
۰/۰۰۱۵	۱۵/۰۱۰۶	۰/۰۰۰۰	۲۰/۱۹۴۸	۰/۰۰۰۰	۸/۵۴۷۵	F لیمر	پنجم
		۰/۰۱۱۸	۴۷/۵۲۱۴	۰/۰۰۳۳	۱۵/۷۸۷۵	هاسمن	
۰/۰۰۰۰	۱۹/۱۷۸۹	۰/۰۱۹۷	۲۷/۴۹۵۵	۰/۰۰۰۰	۳/۲۳۵۶	F لیمر	ششم
		۰/۰۰۰۰	۱۲/۶۳۴۱	۰/۰۰۳۳	۱۲/۴۷۹۶	هاسمن	
۰/۰۰۱۸	۱۲/۵۸۹۵	۰/۰۰۰۰	۲۰/۱۹۴۸	۰/۰۲۹۰	۲/۱۹۵۲	F لیمر	هفتم
		۰/۰۰۰۰	۲۹/۵۶۱۲	۰/۰۴۱	۳/۲۵۴۷	هاسمن	
۰/۰۰۲۳	۱۳/۲۶۳۷	۰/۰۳۹۷	۵۰/۲۶۶۲	۰/۰۰۰	۶/۴۷۱۵	F لیمر	هشتم
		۰/۰۰۰۰	۱۷/۵۲۴۷	۰/۰۳۶	۱۴/۶۳۲۱	هاسمن	
۰/۰۰۱۱	۱۶/۶۶۸۶	۰/۰۰۰۰	۱۳/۲۲۳۶	۰/۰۰۰۰	۸/۵۴۸۶	F لیمر	نهم
		۰/۰۰۰۰	۱۴/۲۵۴۱	۰/۰۰۸۴	۱۵/۶۸۰۶	هاسمن	
۰/۰۶۱۳	۳۱/۲۶۷۹	۰/۰۰۰۰	۲۰/۱۹۴۸	۰/۰۰۰	۸/۵۵۴۱	F لیمر	دهم
		۰/۰۱۱۸	۴۷/۵۲۱۴	۰/۰۰۹۹	۱۵/۲۹۶۴	هاسمن	

منبع: یافته‌های پژوهشگر.

جدول ۴: نتایج تخمین رگرسیون تجربی اول پژوهش

مدل دوم		مدل اول		ویژگی‌های آماری	متغیرهای پژوهش
مدل ۲	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۱		
تأمین مالی از محل انتشار اوراق بدهی	تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سرمایه (سهام)			سطح معناداری / ضریب	عدد ثابت (C)
-۰/۴۱۱	-۰/۵۱۱	-۰/۴۵۵	-۰/۵۸۸	آماره t	
(-۱۰/۸۵۰)	(-۱/۸۰۰)	(-۱۸/۱۰۰)	(-۸/۱۰۰)	سطح معناداری / ضریب	$\Delta External Financing_{i,t}$
-	-	***۰/۶۷۶	***۰/۶۵۵	آماره t	
-	-	(-۱/۰۴۰)	(-۷/۸۱۰)	سطح معناداری / ضریب	$\ln MV_{t-1,i}$
***۰/۰۱۱	***۰/۰۰۶	-	-	آماره t	
(-۰/۰۰۷)	(-۷/۰۸۰)	-	-	سطح معناداری / ضریب	$BV/MV_{t-1,i}$
-	-	-	-	آماره t	
-۰/۰۰۵	***۰/۰۵۸	(-۰/۰۰۵)	***۰/۰۵۸	سطح معناداری / ضریب	$Growth_{t-1,i} Asset$
(-۸/۵۸۰)	(-۱۰/۵۶۰)	(-۸/۷۰۰)	(-۱۱/۰۵۰)	آماره t	
(***-۰/۰۶۵)	(***-۰/۱۰۱)	(***-۰/۰۶۶)	(***-۰/۱۰۵)	سطح معناداری / ضریب	$Debt/Equity_{t-1,i}$

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

(-۵/۶۱۰)	(-۷/۱۷۰)	(-۶/۱۵۰)	(-۷/۷۰۰)	آماره t	
(***-۰/۱۱۶)	(***-۰/۱۶۱)	(***-۰/۱۱۴)	(***-۰/۱۶۵)	سطح معناداری/ضریب	Growth-1,i Sales
(-۸/۴۵۰)	(-۱/۶۰۰)	(-۸/۶۸۰)	(-۱/۶۸۰)	آماره t	
***۰/۰۶۱	***۰/۰۵۷	***۰/۰۷۸	***۰/۰۸۵۰	سطح معناداری/ضریب	DNOAt-1,i
(-۱۸/۱۵۰)	(-۴/۰۱۰)	(-۱۶/۵۵۰)	(-۵/۴۱۰)	آماره t	
۰/۰۸۰	***۰/۱۷۵	(-۰/۰۷۱)	(***-۰/۱۷۶)	سطح معناداری/ضریب	Distresst-1,i
(-۰/۰۱۰)	(-۰/۴۵۰)	(-۱/۴۵۰)	(-۰/۱۸۰)	آماره t	
(***-۱/۰۶۵)	(***-۱/۴۸۵)	(***-۱/۰۵۶)	(***-۱/۴۱۷)	سطح معناداری/ضریب	Δ ExternalFinancing _{i,t}
(-۸/۴۸۰)	(-۸/۱۸۰)	(-۸/۵۵۰)	(-۸/۸۴۰)	آماره t	
۰/۴۱۸	۰/۵۱۲	۰/۷۴۸	۰/۳۱۴	ضریب تعیین (R2)	
۰/۴۷۵	۰/۵۱۹	۰/۷۴۹	۰/۴۰۱	ضریب تعیین تعدیل شده (Adj-R2)	

توضیح: *** معناداری در سطح ۰.۹۹٪، ** معناداری در سطح ۰.۹۵٪ و * در سطح ۰.۹۰٪ است. منبع: یافته‌های پژوهشگر.

جدول ۵: نتایج تخمین رگرسیون تجربی دوم پژوهش

متغیرهای پژوهش	ویژگی‌های آماری	مدل اول	مدل دوم
عدد ثابت (C)	سطح معناداری ضریب	***-۰/۵۱۸	***۰/۱۰۴
	آماره t	(-۴/۱۱۰)	(-۵۴/۸۱۰)
Δ ExternalFinancing _{i,t}	سطح معناداری ضریب	*-۰/۰۰۱۸	***-۰/۰۶۴
	آماره t	(-۱/۷۱۰)	(-۶/۱۷۰)
lnMvt-1,i	سطح معناداری ضریب	***۰/۰۵۶	***۰/۰۶۵
	آماره t	-۱/۶۶	-۶۱/۴۶
BV/Mvt-1,i	سطح معناداری ضریب	***-۰/۱۷۴	***-۰/۰۷۱
	آماره t	(-۱۴/۸۷۰)	(-۷/۱۶۰)
Growth-1,i Asset	سطح معناداری ضریب	***۱/۴۱۷	***۱/۰۶۱
	آماره t	-۱۴/۸۶۰	-۱۵/۸۶۰
Debt/Equity-1,i	سطح معناداری ضریب	***-۰/۰۶۱۰	***-۰/۰۷۸
	آماره t	(-۱۷/۱۴۰)	(-۴۵/۸۱۰)
Growth-1,i Sales	سطح معناداری ضریب	***-۰/۰۶۶۸	***-۰/۱۸۸
	آماره t	(-۴/۷۱۰)	(-۱/۶۷۰)
DNOAt-1,i	سطح معناداری ضریب	***-۱/۳۱۵	***-۱/۰۱۱
	آماره t	(-۱۳/۲۱۰)	(-۱۱/۲۱۰)

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... / مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

***۰/۰۵۲	***۰/۰۱۱	سطح معناداری ضریب	Distresst-1,i
-۳۱/۲۱	-۱۵/۱۳۰	آماره t	
*-۰/۱۲۲	***-۰/۱۱۲	سطح معناداری ضریب	Δ ExternalFinancing _{t,i}
(-۱/۱۵۰)	(-۳/۵۱۰)	آماره t	
۰/۶۳۲	۰/۷۸۹	ضریب تعیین (R2)	
۰/۶۷۵	۰/۸۱۵	ضریب تعیین تعدیل شده (Adj-R2)	
توضیح: *** معناداری در سطح ۰/۰۰۱، ** در سطح ۰/۰۱ و * در سطح ۰/۰۵ است. منبع: یافته‌های پژوهشگر.			

جدول ۶: نتایج تخمین رگرسیون تجربی سوم پژوهش

متغیرهای کلیدی پژوهش (مالکیت راهبردی)		ویژگی‌های آماری	متغیرهای پژوهش
کیفیت حسابداری پایین (مدل اول)	کیفیت حسابداری بالا (مدل اول)		
***-۱/۱۴۷	***-۰/۴۸۴	سطح معناداری ضریب	عدد ثابت (C)
(-۱۵/۷۶۰)	(-۵/۷۸۰)	آماره t	
***۰/۶۶۷	***۰/۶۵۵	سطح معناداری ضریب	Δ ExternalFinancing _{t,i}
-۱۶/۸۷	-۱۸/۵۷	آماره t	
-	-	سطح معناداری ضریب	lnMV _{t-1,i}
-	-	آماره t	
-	-	سطح معناداری ضریب	B/M _{t-1,i}
-	-	آماره t	
***-۰/۰۰۵	-۰/۰۰۱	سطح معناداری ضریب	Asset Growth _{t-1,i}
(-۸/۱۷۰)	(-۱/۰۵۰)	آماره t	
***-۰/۰۰۵	***-۰/۰۸۵	سطح معناداری ضریب	Debt/Equity _{t-1,i}
(-۶/۸۵۰)	-۵۴/۸۷	آماره t	
***-۰/۰۶۸	***-۰/۱۰۶	سطح معناداری ضریب	Sales Growth _{t-1,i}
(-۷/۸۰۰)	(-۱۵/۶۱۰)	آماره t	
***-۰/۱۱۸	***-۰/۱۶۵	سطح معناداری ضریب	DNOA _{t-1,i}
(-۱۸/۷۶۰)	(-۱۶/۸۶۰)	آماره t	
***۰/۰۷۵	***۰/۰۸۵	سطح معناداری ضریب	Distress _{t-1,i}
۸۵/۸۵۰	-۱۸/۷۵۰	آماره t	
***۰/۰۸۱	***۰/۱۷۶	سطح معناداری ضریب	Δ External Financing _{t,i}
-۸/۵۸۰	-۱۴/۷۱۰	آماره t	
***-۰/۰۷۵	***-۰/۱۸۸۰	سطح معناداری ضریب	Δ StrategicOwner _{t,i}

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

(-۱۸/۱۶۰)	(-۱۴/۸۱۰)	آماره t	
-۰/۰۸۵	***-۰/۴۸۸	سطح معناداری ضریب	Stock Price_{t,i}
(-۸۷/۴۱۰)	(-۱۵/۰۷۰)	آماره t	
***-۰/۰۱۴	***۰/۰۵۸	سطح معناداری ضریب	Risk_{t,i}
(-۰/۵۷۰)	-۸/۶۷۰	آماره t	
***۱/۱۴۷	***۰/۴۵۴	سطح معناداری ضریب	Age Company_{t,i}
-۵۷/۷۶۰	-۷/۷۵۰	آماره t	
۰/۴۶۳	۰/۹۸۵	ضریب تعیین (R ²)	
۰/۵۰۳	۰/۹۹۲	ضریب تعیین تعدیل شده (Adj-R ²)	
توضیح: *** معناداری در سطح ۰/۰۰۱، ** معناداری در سطح ۰/۰۱ و * معناداری در سطح ۰/۰۵ است. منبع: یافته‌های پژوهشگر.			

جدول ۷: نتایج تخمین رگرسیون تجربی چهارم پژوهش

مدل دوم		مدل اول		ویژگی‌های آماری	متغیرهای پژوهش
تأمین مالی از محل انتشار اوراق بدهی		تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سرمایه (سهام)			
مدل ۲	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۱		
۰/۴۶۲	۰/۴۳۰	۰/۴۴۸	۰/۴۰۵	سطح معناداری ضریب	عدد ثابت (C)
-۳/۲۴۴	-۰/۳۱۲	-۵/۲۶۹	-۲/۰۲۹	آماره t	
۰	۰	۰/۳۷۶	۰/۳۸۳	سطح معناداری ضریب	ΔExternalFinancing_{t,i}
۰	۰	۰/۲۵۸	-۱/۹۳۵	آماره t	
۰/۰۰۳	۰/۰۰۶	۰	۰	سطح معناداری ضریب	lnMV_{t-1,i}
-۰/۰۲۱	-۲/۸۸۹	۰	۰	آماره t	
۰	۰	۰	۰	سطح معناداری ضریب	B/M_{t-1,i}
۰	۰	۰	۰	آماره t	
۰/۰۰۷	۰/۰۰۸	۰/۰۱۳	۰/۰۶۴	سطح معناداری ضریب	AssetGrowth_{t-1,i}
-۲/۱۵۹	-۲/۸۲۶	-۲/۲۲۴	-۲/۹۸۵	آماره t	
۰/۰۶۴	۰/۰۱۵۹	۰/۰۲۱	۰/۲۱۷	سطح معناداری ضریب	Debt/Equity_{t-1,i}
-۱/۲۲۳	-۱/۷۲۸	-۱/۳۹۷	-۱/۱۷۵	آماره t	
-۰,۰۳۰	-۰,۰۴۴	۰,۰۰۹	۰,۰۶۵	سطح معناداری ضریب	SalesGrowth_{t-1,i}
-۲,۱۴۳	-۲,۵۳۵	-۲,۲۱۷	۰,۷۳۷	آماره t	
۰,۰۰۷	۰,۰۰۸	۰,۰۱۳	۰,۰۶۳	سطح معناداری ضریب	DNOAt-1,i
-۵,۲۸۵۴۷	-۱,۹۲۳۵۳	-۴,۷۶۷۰۷	-۰,۴۳۲۸۳	آماره t	
-۰,۰۰۷۵۸	-۰,۰۰۷۷۷	-۰,۰۱۳۲۴	-۰,۰۶۶	سطح معناداری ضریب	Distress_{t-1,i}

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... /مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

مدل دوم		مدل اول		ویژگی‌های آماری	متغیرهای پژوهش
تأمین مالی از محل انتشار اوراق بدهی		تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سرمایه (سهام)			
مدل ۲	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۱	آماره t	$\Delta External Financing_{t,i}$
-۰,۵۸۴۱۱	-۱,۹۰۹۲۷	۰,۲۵۳۲۵	۱,۲۶۱۶۸۷	سطح معناداری ضریب	
-۰,۳۳۸	-۰,۴۷۳	-۰,۰۲۱	-۰,۰۶۹	آماره t	
-۲,۱۵۲	-۲,۰۵۵	-۲,۱۷۵	-۱,۵۴۴	ضریب تعیین (R^2)	
۰,۶۷۵	۰,۶۷۸	۰,۶۸۵	۰,۶۷۱	ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj-R^2$)	
۰,۶۱۸	۰,۶۷۱	۰,۶۸۴	۰,۵۸۴		

توضیح: *** معناداری در سطح ۰/۰۰۱، ** در سطح ۰/۰۱ و * در سطح ۰/۰۵ است. منبع: یافته‌های پژوهشگر.

مطابق با نتایج جدول (۴)، (۵)، (۶) و (۷)، تخمین مبتنی بر روش تابلویی و الگوی اثرات ثابت برای رابطه‌های رگرسیون تجربی اول، دوم، سوم و چهارم پژوهش ارایه شده است؛ از این رو، نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر تغییرات تأمین مالی خارجی، رابطه‌ی مثبت و معناداری با عملکرد عملیاتی در دو مدل حقوق صاحبان سهام و بدهی دارند. از این رو، با توجه به این که نتایج مدل اول نشان می‌دهد که مقدار احتمال (سطح معناداری) F برابر ۰/۰۰۰ (کم‌تر از ۰/۰۵) است، در سطح اطمینان ۰/۹۵ مدل معنی‌دار است. همچنین، با توجه به این که مقدار آماره دوربین- واتسون ۲/۱۰۸ است، عدم وجود خود همبستگی را نشان می‌دهد. علاوه بر این، نتایج مربوط به ضریب تعیین (R^2) نشان می‌دهد که در مدل اول (تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سرمایه سهام) به صورت تقریبی به ترتیب ۰/۳۱/۴۰ و ۰/۷۸/۴۸ درصد و در مدل دوم (تأمین مالی از محل حقوق صاحبان اوراق بدهی) ۰/۵۱/۲۰ و ۰/۴۱/۸۰ درصد تغییرات متغیر وابسته به و سیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل توضیح داده می‌شوند. البته، نتایج جدول حاکی از آن است که، در سطح اطمینان ۰/۹۹ تغییرات تأمین مالی به واسطه سودآوری و جریان نقدی عملیاتی با عملکرد عملیاتی رابطه‌ی منفی معناداری دارد. به طوری که با نتایج فرضیه اول با نتایج پژوهش پاپادکی و همکاران (۲۰۲۱) در تضاد است. زیرا، نتایج آن‌ها نشان داد که تغییرات تأمین مالی به واسطه سودآوری و جریان نقدی عملیاتی با عملکرد عملیاتی رابطه‌ی مثبت معناداری دارد. همچنین، نتایج تخمین ضریب تعیین (R^2) مربوط به مدل دوم پژوهش نشان می‌دهد که در مدل اول (سودآوری عملیاتی) و در مدل دوم (تولید جریان نقدی) به صورت تقریبی به ترتیب به ترتیب ۰/۷۸/۹۰ و ۰/۶۳/۲۰ درصد در صد تغییرات متغیر وابسته به و سیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل توضیح داده می‌شوند. در واقع، با در نظر گرفتن نقش پیش‌بینی عملکرد عملیاتی از سوی تحلیل‌گران مالی ارتباط منفی معناداری بین پیش‌بینی تغییرات تأمین مالی خارجی (حقوق صاحبان سهام و بدهی) و عملکرد

عملیاتی پیش‌رو (سودآوری عملیاتی و خلق جریان نقدی) وجود دارد. به طوری که با نتایج فرضیه دوم با نتایج پژوهش پاداکسی و همکاران (۲۰۲۱) در تضاد است. زیرا، نتایج آن‌ها نشان داد که با در نظر گرفتن نقش پیش‌بینی عملکرد عملیاتی از سوی تحلیل‌گران مالی ارتباط مثبت معناداری بین پیش‌بینی تغییرات تامین مالی خارجی (حقوق صاحبان سهام و بدهی) و عملکرد عملیاتی پیش‌رو (سودآوری عملیاتی و خلق جریان نقدی) وجود دارد. علاوه بر این، نتایج تخمین ضریب تعیین (R^2) مربوط به مدل سوم پژوهش نشان می‌دهد که در مدل اول (کیفیت حسابداری پایین) و در مدل دوم (کیفیت حسابداری بالا) به صورت تقریبی به ترتیب به ترتیب $۹۸/۵۰\%$ و $۴۶/۳۰\%$ در صد در صد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل توضیح داده می‌شوند. در واقع، مالکیت راهبردی تأثیر تغییر تامین مالی خارجی بر عملکرد عملیاتی پیش‌رو را به صورت معناداری تغییر می‌دهد. رابطه منفی معناداری دارد. به طوری که با نتایج فرضیه سوم با نتایج پژوهش پاداکسی و همکاران (۲۰۲۱) هم‌سو است. زیرا، نتایج آن‌ها نیز نشان داد که مالکیت راهبردی تأثیر تغییر تامین مالی خارجی بر عملکرد عملیاتی پیش‌رو را به صورت مثبت و معناداری تغییر می‌دهد. در نهایت، نتایج تخمین ضریب تعیین (R^2) مربوط به مدل چهارم پژوهش نشان می‌دهد که در مدل اول (تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سرمایه سهام) به صورت تقریبی به ترتیب $۶۷/۱۰\%$ و $۶۷/۸۰\%$ در صد و در مدل دوم (تأمین مالی از محل حقوق صاحبان اوراق بدهی) $۶۸/۵۰\%$ و $۶۷/۵۰\%$ در صد در صد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل توضیح داده می‌شوند. در واقع، در نظر گرفتن نقش پیش‌بینی از سوی تحلیل‌گران مالی ارتباط معناداری بین پیش‌بینی تغییرات تامین مالی خارجی (حقوق صاحبان سهام و بدهی) و عملکرد بازده سهام آتی (پیش‌رو) وجود دارد. به طوری که با نتایج فرضیه چهارم با نتایج پژوهش پاداکسی و همکاران (۲۰۲۱) هم‌سو است. زیرا، نتایج آن‌ها نیز نشان داد که سطح در سطح اطمینان ۹۹% با در نظر گرفتن نقش پیش‌بینی از سوی تحلیل‌گران مالی ارتباط منفی معناداری بین پیش‌بینی تغییرات تامین مالی خارجی (حقوق صاحبان سهام و بدهی) و عملکرد بازده سهام آتی (پیش‌رو) وجود دارد.

نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی با تأکید بر نقش مالکیت راهبردی و تجدید ارائه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. از این‌رو، نتایج فرضیه اول نشان داد که ارتباط مثبت معناداری بین پیش‌بینی تغییرات تأمین مالی خارجی (حقوق صاحبان سهام و بدهی) و عملکرد عملیاتی پیش‌رو وجود دارد. نتایج فرضیه

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... /مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

دوم نیز نشان داد که با در نظر گرفتن نقش پیش‌بینی عملکرد عملیاتی از سوی تحلیل‌گران مالی ارتباط معناداری بین پیش‌بینی تغییرات تأمین مالی خارجی (حقوق صاحبان سهام و بدهی) و عملکرد عملیاتی پیشرو (سودآوری عملیاتی و خلق جریان نقدی) وجود دارد. همچنین، نتایج فرضیه سوم نشان داد که مالکیت راهبردی تأثیر تغییر تأمین مالی خارجی بر عملکرد عملیاتی پیشرو را به صورت معناداری تغییر می‌دهد. در نهایت، نتایج فرضیه چهارم نشان داد که در نظر گرفتن نقش پیش‌بینی از سوی تحلیل‌گران مالی ارتباط معناداری بین پیش‌بینی تغییرات تأمین مالی خارجی (حقوق صاحبان سهام و بدهی) و عملکرد بازده سهام آتی (پیشرو) وجود دارد. همچنین، بر اساس یافته‌ها و نتایج پژوهش، دودسته پیشنهاد مطرح می‌گردد. نخست، پیشنهادهایی کاربردی که امید است استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی و حسابداری در تصمیم‌گیری بهتر، یاری نماید. به طوری که به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، سهام شرکت‌هایی را برگزینند که عملکرد عملیاتی بهتری داشته باشند تا نقدشوندگی سهام خریداری شده بیشتر باشد؛ زیرا عملکرد عملیاتی قوی منجر به حمایت بیشتر از منافع سهام‌داران می‌شود که این امر باعث افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود. همچنین، باید به هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری به دلیل اثرات تأمین مالی خارجی بر عملکرد عملیاتی شرکت‌ها، ساختار سرمایه شرکت‌ها را مورد توجه قرار دهند، زیرا با افزایش تأمین مالی، میزان تعهدات شرکت افزایش پیدا می‌کند که این امر باعث افزایش خطر سهم می‌شود و عملکرد عملیاتی نیز افزایش می‌یابد. دوم، پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی که می‌تواند راهنمایی برای پژوهش‌های دیگر در این زمینه باشد. از این رو، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به بررسی تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی با تأکید بر نقش مالکیت راهبردی و تجدید ارائه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از الگوهای عملیاتی و معیارهای مختلف به منظور اندازه‌گیری عملکرد عملیاتی شرکت و آن هم به صورت تفکیک صنایع و در دوره‌های بهبود، رکود و رونق اقتصادی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و شرکت‌های فرابورس پرداخته شود.

- 1) Aslan, H., & Kumar, P. (2012). Strategic Ownership Structure and the Cost of Debt. *The Review of Financial Studies*, 25(7), 2257–2299.
- 2) Balakrishnan, K., Shivakumar, L., & Taori, P. (2021). Analysts' estimates of the cost of equity capital. *Journal of Accounting and Economics*, 71(2-3), 101367.
- 3) Ball, R., Bushman, R. M., & Vasvari, F. P. (2008). The debt-contracting value of accounting information and loan syndicate structure. *Journal of Accounting Research*, 46, 247–287.
- 4) Bartov, E., Givoly, D., & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 173–204
- 5) Belghitar, Y., Clark, E., & Kassimatis, K. (2011). The prudential effect of strategic institutional ownership on stock performance. *International Review of Financial Analysis*, 20(4), 191–199.
- 6) Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1–28.
- 7) Billett, M. T., Flannery, M. J., & Garfinkel, J. A. (2006). Are bank loans special? Evidence on the post-announcement performance of bank borrowers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(4), 733–751.
- 8) Block, S. B. (1999). A study of financial analysts: Practice and theory. *Financial Analysts Journal*, 55(4), 86–95.
- 9) Bradshaw, M., Richardson, S., & Sloan, R. (2006). The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 53-85.
- 10) Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25(4), 409-434.
- 11) Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 99-126.
- 12) Call, A. C., Donovan, J. B., & Jennings, J. (2022). Private lenders' use of analyst earnings forecasts when establishing debt covenant thresholds. *The Accounting Review*, 97(4), 187-207.
- 13) Chen, X., Cheng, Q., & Lo, A. K. (2013). Accounting Restatements and External Financing Choices. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 750-779.
- 14) Cheng, L.-Y., Sun, Y.-C., Yan, Z., & Zhao, Y. (2019). Corporate governance and target price accuracy. *International Review of Financial Analysis*, 64, 93-101.
- 15) Coyne, J., & Stice, D. (2018). Do banks care about analysts' forecasts when designing loan contracts?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(5-6), 625-650.
- 16) De Bondt, W., & Thaler, R. (1990). Do security analysts overreact? *The American Economic Review*, 80(2), 52–57.

- 17) De Franco, G., Vasvari, F. P., Vyas, D., & Wittenberg-Moerman, R. (2014). Debt analysts' views of debt-equity conflicts of interest. *The Accounting Review*, 89(2), 571–604.
- 18) Eckbo, B. E., Masulis, R. W., & Norli, Ø. (2000). Seasoned public offerings: Resolution of the 'new issues puzzle'. *Journal of Financial Economics*, 56(2), 251-291.
- 19) Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of economic perspectives*, 18(3), 25-46.
- 20) Ferrer, E., Santamaría, R., & Suárez, N. (2019). Does analyst information influence the cost of debt? Some international evidence. *International Review of Economics & Finance*, 64, 323-342.
- 21) Flannery, M. J., & Rangan, K.P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469-506.
- 22) Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- 23) Graham, J. R. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt? *The Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
- 24) Gu, Z., & Chen, T. (2004). Analysts' treatment of nonrecurring items in street earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 38(1), 129–170.
- 25) Hadlock, C. J., & James, C. M. (2002). Do banks provide financial slack? *The Journal of Finance*, 57(3), 1383–1419.
- 26) Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46 (1), 297–355.
- 27) Healy, P. M., Hutton, A. P., & Palepu, K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485–520.
- 28) Huang, R., Ritter, J. R., & Zhang, D. (2016). Private Equity Firms' Reputational Concerns and the Costs of Debt Financing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1), 29-54.
- 29) Iselin, M., Park, M., & Van Buskirk, A. (2021). Seemingly inconsistent analyst revisions. *Journal of Accounting and Economics*, 71(1), 101339.
- 30) Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- 31) Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- 32) Jiang, J. X. (2008). Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 83(2), 377-416.

- 33) Joos, P., Piotroski, J. D., & Srinivasan, S. (2016). Can analysts assess fundamental risk and valuation uncertainty? An empirical analysis of scenario-based value estimates. *Journal of Financial Economics*, 121(3), 645–663.
- 34) Jung, B., Shane, P. B., & Yang, Y. S. (2012). Do financial analysts' long-term growth forecasts matter? Evidence from stock recommendations and career outcomes. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 55–76.
- 35) Kasznik, R., & McNichols, M. F. (2002). Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 727–759.
- 36) Kempf, E., Manconi, A., & Spalt, O. (2016). Distracted shareholders and corporate actions. *The Review of Financial Studies*, 30(5), 1660–1695.
- 37) Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2005). Do Firms Rebalance Their Capital Structures? *The Journal of Finance*, 60(6), 2575-2619.
- 38) Loughran, T., & Ritter, J. R. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *The journal of finance*, 52(5), 1823-1850.
- 39) MacKay, P., & Phillips, G. M. (2005). How does industry affect firm financial structure? *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1433–1466.
- 40) Mínguez-Vera, A., & Martín-Ugedo, J. F. (2007). Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market. *International Review of Financial Analysis*, 16(1), 81–98.
- 41) Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- 42) Papadaki, A. J., & Pavlopoulou-Lelaki, O. C. (2021). Sources of Corporate Financing and Operating Performance: The effects of strategic ownership and financial restatements. *International Review of Financial Analysis*, 76, 101732. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101732>
- 43) Ritter, J. R. (2003). Chapter 5. Investment banking and securities issuance. In G. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), Vol. 1. *Handbook of the economics of finance* (pp. 255–306). Amsterdam: North-Holland.
- 44) Ross, S. A. (2005). Capital structure and the cost of capital. *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education) Journal of Applied Finance*, 15(1), 1-16.
- 45) Shenoy, C., & Koch, P. D. (1996). The firm's cash flow-leverage relationship. *Journal of Empirical Finance*, 2(4), 307-331.
- 46) Skinner, D. J., & Sloan, R. G. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings Torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7(2–3), 289–312.

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... /مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

47) Spiess, D. K., & Affleck-Graves, J. (1999). The long-run performance of stock returns following debt offerings. *Journal of Financial Economics*, 54(1), 45-73.

48) Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21, 689-705.

49) Williams, P. (1996). The relation between a prior earnings forecast by management and analyst response to a current management forecast. *The Accounting Review*, 71(1), 103-115.

50) Wilson, W. M. (2008). An empirical analysis of the decline in the information content of earnings following restatements. *The Accounting Review*, 83(2), 519-548.

جدول پیوست (۱): شرح اندازه‌گیری عملیاتی متغیرهای پژوهش

ردیف	نماد متغیر در مدل تجربی	
	فارسی	انگلیسی
۱	جریان نقدی عملیاتی دوره جدید	Operating Cash Flow _{t+1,i}
۲	سود عملیاتی دوره جدید	Operating Profit _{t+1,i}
۳	جریان سود عملیاتی دوره جدید	F(Operating Profit) _{t+1,i}
۴	جریان نقدی عملیاتی دوره جدید	F(Operating Cash Flow) _{t+1,i}
۵	جریان سود عملیاتی دوره جدید (پیشرو)	FE(Operating Profit) _{t+1,i}
۶	جریان نقدی عملیاتی دوره جدید (پیشرو)	FE(Operating Cash Flow) _{t+1,i}

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

۷	تغییرات تأمین مالی خارجی	$\Delta External Financing_{t,i}$	این متغیر بیانگر تغییرات تأمین مالی خارجی شرکت (i) در دوره (t) عبارت‌اند از؛ درآمد خالص (پرداخت مستمری) مرتبط با صدور / انتشار اوراق (بازنشستگی) بدهی، به‌اضافه درآمد خالص (پرداخت) مربوط به صدور اوراق (بازنشستگی) تأمین مالی از محل سهام / سهام منهای کل سود نقدی پرداخت شده توسط شرکت (i) در سال مالی (t) است. این متغیر از پایگاه‌داده تامسون رویترز نمایه شده به‌ازای هر سال شرکت به دست می‌آید و با کل دارایی‌های شرکت در دوره مالی (t-1) کاهش می‌یابد (منبع: پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱).
۸	تغییرات تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام	$\Delta Equity Financing_{t,i}$	این متغیر بیانگر تغییرات تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام، درآمد خالص (پرداخت) مرتبط با صدور (بازنشستگی) تأمین مالی سهام / سهام منهای کل سود نقدی پرداخت شده توسط شرکت i در سال مالی t است. این متغیر از پایگاه‌داده تامسون رویترز به‌ازای هر سال شرکت به دست می‌آید و با کل دارایی‌های شرکت در t-1 کاهش می‌یابد (منبع: پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱).
۹	تغییرات تأمین مالی از انتشار اوراق بدهی	$\Delta Debt Financing_{t,i}$	این متغیر بیانگر تغییرات تأمین مالی از انتشار اوراق بدهی برای شرکت (i) و سال مالی (t) درآمد خالص (پرداخت) مرتبط با صدور (بازنشستگی) بدهی توسط شرکت i در سال مالی t است. این متغیر از پایگاه داده تامسون رویترز به‌ازای هر سال شرکت به‌دست می‌آید و با کل دارایی‌های شرکت در t-1 کاهش می‌یابد (منبع: پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱).
۱۰	مالکیت راهبردی	$\Delta Strategic Ownership_{t,i}$	این متغیر بیانگر تغییر درصد سهام متعلق به واحدهای راهبردی طی سال مالی t یک نهاد راهبردی می‌تواند یک شرکت، شرکت هلدینگ، سرمایه‌گذار فردی، آژانس دولتی یا سایر سرمایه‌گذاران داخلی باشد که برای اهداف مدیریت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاری نمی‌کند، بلکه برای سهام راهبردی در شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند (منبع: پایگاه اطلاعاتی تامسون رویترز، ۲۰۲۱).
۱۱	تجدید ارائه صورت‌های مالی در دوره حسابداری شرکت	Accounting Restatement _{t,i}	این متغیر بیانگر تجدید ارائه صورت‌های مالی در نظام حسابداری در دوره مالی شرکت به‌مواردی اشاره دارد که شرکت‌ها به‌طور اساسی عملکرد / نتایج مالی قبلی خود را مجدداً ارائه می‌کنند. ارائه مجدد می‌تواند برای هر موردی/ اقلامی در ترازنامه و صورت سود و زیان آن‌ها و صورت جریان وجوه نقد و سایر صورت‌حساب‌های مالی شرکت باشد. متغیر تجدید ارائه صورت‌های مالی (Re-statement _{t,i}) بیانگر یک متغیر شاخص بوده و در شرایطی که اگر شرکت نتایج خود را در سال مالی t را ارایه نموده باشد برابر با (۱) است و در غیر این صورت یعنی اگر ارایه ننموده باشد برابر (۰) خواهد بود (منبع: پایگاه اطلاعاتی تامسون رویترز، ۲۰۲۱).
۱۲	لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان	$\ln MV_{t-1,i}$ and $\ln MV_{t,i}$	این متغیر بیانگر لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i به ترتیب در t-1 و t (به عنوان عامل تعیین اندازه شرکت) است (جریان داده دامنه جهانی ^{۱۰} ، ۲۰۲۱).
۱۳	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار نسبت حقوق صاحبان سهام	$B/M_{t-1,i}$ and $B/M_{t,i}$	این متغیرها بیانگر نسبت ارزش دفتری / ارزش بازار نسبت حقوق صاحبان سهام شرکت i در دوره (t-1) و دوره (t) بوده که به ترتیب (به عنوان عامل تعیین ارزش شرکت در بازار سرمایه) معرفی شده است. البته، این متغیر از جریان داده دامنه و شاخص مطرح در جهان به‌دست آمده است (منبع: پاپادکی و همکاران، ۲۰۲۱).
۱۴	رشد دارایی شرکت	Asset Growth _{t-1,i}	این متغیر بیانگر تابع رشد دارایی (کل دارایی‌ها (t-1,i) - کل دارایی‌ها (t-2,i)) / کل دارایی‌ها (t-2,i) (منبع: پایگاه اطلاعاتی تامسون رویترز، ۲۰۲۱).
۱۵	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	Debt / Equity _{t-1,i}	این متغیر بیانگر نسبت اهرمی شرکت در t-1 برابر با نسبت کل بدهی معوق در t-1 به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در t-1 است (منبع: پایگاه اطلاعاتی تامسون رویترز، ۲۰۲۱).
۱۶	رشد فروش	Sales Growth _{t-1,i}	رشد فروش t-1,i = (درآمد کل t-1,i - درآمد کل t-2,i) / درآمد کل t-2,i (دارایی عملیاتی جاری t-2,i - دارایی عملیاتی غیرجاری t-2,i) / کل دارایی‌های شرکت (منبع: پایگاه اطلاعاتی تامسون رویترز، ۲۰۲۱).

تأثیر ساختار منابع تأمین مالی بر عملکرد عملیاتی ... /مراغه، اسلامی مفیدآبادی و ابراهیمی شقاقی

این متغیر بیان‌گر ارقام تعهدی دوره قبل شرکت i به عنوان تغییر در دارایی‌های عملیاتی خالص از دوره زمانی $(t-2)$ به دوره زمانی $(t-1)$ محاسبه شده توسط کل دارایی‌ها در دوره زمانی $(t-2)$ است. در جایی که دارایی‌های عملیاتی خالص به صورت زیر محاسبه می‌شود: $NOA_{t-1,i} = (\text{دارایی عملیاتی جاری } t-1, i + \text{دارایی عملیاتی غیر جاری } t-1, i) - (\text{بدهی عملیاتی جاری } t-1, i + \text{بدهی عملیاتی غیر جاری } t-1, i)$. همچنین، $NOA_{t-2,i} = (\text{دارایی عملیاتی جاری } t-2, i + \text{دارایی عملیاتی غیر جاری } t-2, i) - (\text{بدهی عملیاتی جاری } t-2, i + \text{بدهی عملیاتی غیر جاری } t-2, i)$ (منبع: پایگاه اطلاعاتی تامسون رویترز، ۲۰۲۱).	DNOA $t-1, i$	ارقام تعهدی دوره قبل شرکت	۱۷
این متغیر ($Distress_{t-1,i}$) = بیان‌گر متغیر شاخص برابر $\lambda = 1$ بوده و زمانی که در دوره $(t-1)$ براساس امتیازدهی (Z) آلتمن شرکت کمتر از ضریب عددی $1/8$ باشد (نشان‌دهنده وضعیت پریشانی مالی) و در غیر این صورت اگر این ضریب برابر (0) باشد (نشان‌دهنده وضعیت عدم پریشانی). در جایی که امتیاز Z آلتمن بدین صورت محاسبه می‌شود (آلتمن، ۱۹۶۸): شاخص امتیاز دهی آلتمن (Z -score) = $(1,2) \times \text{سرمایه در گردش} \div \text{کل دارایی‌ها} + (\text{فروش کل} \div \text{دارایی‌ها}) + (3,3) \times \text{درآمد عملیاتی} \div \text{کل دارایی‌ها} + (0,6) \times \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام} \div \text{کل بدهی‌ها} + (1,4) \times \text{سود انباشته} \div \text{کل دارایی‌ها}$ برای شرکت (i) در دوره $(t-1)$ است.	Distress $t-1, i$	پریشانی / آشفتنگی مالی	۱۸
این متغیر بیان‌گر بازده سهام ساخته شده با ترکیب بازده کل روزانه برای شرکت (i) بوده که شامل تغییر در قیمت و هرگونه سود سهام مربوطه با استفاده از راهبرد نگهداری خرید از تاریخ اعلام نتایج واقعی سال مالی جاری (t) تا تاریخ اعلام نتایج واقعی سال مالی بعدی $(t+1)$ است (بازده کل سرمایه‌گذاری مجدد سود سهام) (منبع: پایگاه اطلاعاتی تامسون رویترز، ۲۰۲۱).	Stock Returns $t+1, i$	بازده سهام	۱۹
این متغیر بیان‌گر کوواریانس حرکت قیمت اوراق بهادار i شرکت در رابطه با حرکت قیمت بازار با استفاده از یک دوره نگاه به قبل یعنی ۶۰ ماهه از تاریخ اعلام نتایج واقعی است (منبع: پایگاه اطلاعاتی تامسون رویترز، ۲۰۲۱).	Beta Coefficient ntt, i	ضریب بتا	۲۰

یادداشت‌ها:

- 1 The theory of pecking order
- 2 Mutual hedging theories
- 3 Bottom-line profitability
- 4 External financing
- 5 The discipline theory
- 6 Beat earnings benchmarks
- 7 Levin, Lin & chut, Im-Pesaran-Shin (IPS) W-Stat,
- 8 ADF-Fisher Test or chi-square, PP-fisher Test or Chi-square
- 9 Bartlet

The effect of the Structure of Sources Financing on Operating Performance with an Emphasis on the Role of Strategic Ownership and Financial Restatements of Corporate Admitted to the Tehran Stock Exchange

Soniya Maraghe¹

Receipt: 13/09/2023 Acceptance: 26/01/2024

Hossein Eslami Mofid Abadi²

Marzieh Ebrahimi Shaghghi³

Abstract

This research was conducted with the aim of investigating the effect of the structure of financing sources on operational performance with a focus on the role of strategic ownership and re-presentation of financial statements of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. The research method was descriptive-survey, the time period studied was from 2013 to 2018 and the statistical sample of the research included 171 companies. The data and information of the research has been collected through library sources and referring to the financial statements of the companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the form of (field). Multivariate regression and statistical tests (Durbin-Watson (D-W) test, Kolmogorov-Smirnov, Dickey-Fuller (DF), Augmented Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP), and LM-ARCH) using EViews software version 9. Finally, to determine the significance of the linear regression equation, the Fisher test (F-test) and for the significance of the coefficients, the T-student (T-test) were employed. Therefore, the findings of this research show that due to the role of strategic ownership and re-presentation of financial statements, the structure of financing sources has a significant effect on the operational performance of companies accepted in Tehran Stock Exchange.

Key words

capital structure, statements of financial statements, operational performance, strategic finance.

1-Masters Student, Department of Accounting and Management, Shahryar Branch, Islamic Azad University, Shahryar, Iran. soniya.maraghe@gmail.com

2-Department of Accounting and Management, Shahryar Branch, Islamic Azad University, Shahryar, Iran. (Corresponding Author) hosseineslami62@gmail.com

3-Department of Accounting and Management, Shahryar Branch, Islamic Azad University, Shahryar, Iran. marzi.ebrahimi@gmail.com