

بررسی تأثیر ریسک اطلاعات، اهرم مالی، بازده مورد انتظار سهام و فرصت‌های رشد بر اعتبار تجاری شرکت‌ها

محسن حمیدیان^{۱*}، راضیه فاتح پور^۲، محمد رضا اقبالی مقدم^۳

^{۱*} عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب (نویسنده مسئول)

^۲ دانشجوی دکتری حسابداری، باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، واحد بین‌المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، کیش، ایران

^۳ دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، بین‌الملل کیش

چکیده

هدف اصلی شرکت‌ها، به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است و این در حالی می‌باشد که یکی از عوامل مؤثر در این امر، اهرم مالی شرکت محسوب می‌شود که مستلزم به‌کارگیری بهینه منابع مالی، با در نظر داشتن فرصت‌های رشد و کسب بازده متناسب با ریسک‌های موجود می‌باشد. هدف این پژوهش، بررسی تأثیر ریسک اطلاعات، اهرم مالی، بازده مورد انتظار سهام و فرصت‌های رشد بر اعتبار تجاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران است. پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی از نوع پژوهش، از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی - علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی پنج‌ساله (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵) بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان از آن داشت که بین ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری شرکت‌ها و همچنین بین اهرم مالی و اعتبار تجاری شرکت‌ها، رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. در ادامه نتایج پژوهش حاکی از آن بود که بین بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. در نهایت با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته مشخص شد که بین فرصت‌های رشد و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: ریسک اطلاعات، اعتبار تجاری، اهرم مالی، بازده مورد انتظار سهام و فرصت‌های رشد.

مقدمه

سرمایه‌گذاری یک امر حیاتی در جهت رشد اقتصادی هر کشور می‌باشد و برای اینکه سرمایه لازم جهت این سرمایه‌گذاری فراهم آید، باید یکسری منابع برای تأمین سرمایه خود وجود داشته باشد که یکی از این منابع استفاده از بدهی‌هاست. استفاده از بدهی در ساختار سرمایه مفهوم اهرم را در ذهن تداعی می‌کند (ساپوترا و همکاران^۱، ۲۰۱۷). اهرم از مهم‌ترین مفاهیم مالی است چراکه جایگاه ویژه‌ای در ساختار سرمایه شرکت دارد (اندرسون^۲، ۲۰۱۶). شرکتی که هیچ‌گونه بدهی نداشته باشد یک شرکت با ساختار سرمایه‌ای است؛ اما به‌طور معمول چنین شرکتی وجود ندارد و تمام شرکت‌ها نسبت‌های مختلف اهرم را مورد استفاده قرار می‌دهند (سینایی و نیسی، ۱۳۸۲). سرمایه‌گذاری نوعی دارایی است که واحد سرمایه‌گذار برای افزایش منافع اقتصادی نگهداری می‌کند (هو و ژانگ^۳، ۲۰۰۹). دلیل دیگر آن است که سطح مخارج سرمایه‌گذاری می‌تواند به‌طور چشمگیری تحت تأثیر سیاست‌های مالی قرار گرفته و باعث افزایش یا کاهش رتبه اعتباری شرکت‌ها شود (آورامو^۴، ۲۰۱۱). در بازار سرمایه همواره تمایل زیادی برای ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری و نوسانات اهرم مالی و سطح بدهی‌های شرکت‌ها وجود دارد چراکه ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری به‌عنوان ارزیابی عملکرد شرکت محسوب شده و یکی از مباحث مطرح در حوزه تعیین سطح رتبه اعتباری هست (دروبتز^۵، ۲۰۱۰). مدیران با سرمایه‌گذاری در طرح‌های و پروژه‌های مختلف و افزایش یا کاهش سطح بدهی‌ها، تلاش دارند تا سودآوری و جریان وجه نقد آتی شرکت را تأمین و بازده مورد انتظار سهام شرکت را به حداکثر برسانند (آنتون^۶، ۲۰۱۶). بر اساس تئوری نمایندگی، ارتباط بین فرصت‌های رشد و بدهی می‌تواند منفی (هزینه‌های سرمایه‌گذاری ناکافی) مثبت (سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد) باشد. لذا گاهی مدیران اقدام به سرمایه‌گذاری‌های بیش‌ازاندازه در موجودی‌های و سایر دارایی‌های شرکت‌ها می‌نمایند که عدم به‌موقع انتشار اطلاعات، باعث بروز مسائلی از جمله کاهش وجه نقد نگهداری شده در شرکت می‌شود و می‌تواند منجر به بروز مسئله نمایندگی و کاهش توان مالی شرکت در انتخاب تصمیم‌گیرهای مختلف نیز بشود. در واقع، در راستای تئوری نمایندگی مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه ریسک اطلاعاتی مطرح می‌شود و این مانعی بر سر راه تخصیص کارای منابع در بازار سرمایه محسوب می‌شود (زند و شمس زاده، ۱۳۹۲). شرکت‌ها برای کاهش هزینه سرمایه خود و افزایش ثروت سهامداران باید ریسک اطلاعاتی را کاهش دهند (رضایی و ویسی حصار، ۱۳۹۲). این ریسک اطلاعاتی غیرقابل تنوع است، سرمایه‌گذاران کم‌اطلاع را وادار به تقاضای بازده‌های بالاتر سهام با اطلاعات خصوصی بیشتر می‌کند (ایسلی و هارا^۷، ۲۰۰۴). از نظر لامبرت^۸ (۲۰۰۷)، انتشار اطلاعات در بین سرمایه‌گذاران مهم نیست بلکه جامع و دقیق بودن اطلاعات مهم است.

اهمیت پژوهش حاضر در این است که با دارا بودن دیدگاهی کلی و در نظر داشتن متغیرهای مختلف فرصت‌های رشد، به دنبال توضیح عوامل اثرگذار بر اعتبار تجاری شرکت‌ها می‌باشد.

بیان مسئله

اطلاعات به‌نگام شرکت‌ها، یکی از عوامل حساس و مهم در جهت پیشبرد اهداف بلندمدت و کوتاه‌مدت شرکت‌ها می‌باشد. تغییرات در زمان دسترسی به‌موقع اطلاعات به نحوی نشان‌دهنده ریسک دسترسی به‌موقع به اطلاعات شرکت‌ها است (هوانگ^۹، ۲۰۱۴)، افزایش و کاهش میزان زمان موردنیاز برای دسترسی به اطلاعات شرکت‌ها به‌نوعی نشان‌دهنده توان مالی

^۱ - Saputra et al

^۲ - Andersson

^۳ - Hou & zhang

^۴ - Avramov

^۵ - Drobotz

^۶ - Anton

^۷ - Easley & Hara

^۸ - Lambert

^۹ - Houang

شرکت‌ها در ارتباط با انتشار به موقع اطلاعات مالی می‌باشد (آچاریا و جانسون^۱، ۲۰۰۷). سرمایه‌گذاری ممکن است به اشکال مختلفی صورت گیرد و به دلایل گوناگونی نگهداری شود که یکی از انواع سرمایه‌گذاری‌ها، سرمایه‌گذاری در افزایش سطح موجودی‌های شرکت‌ها جهت دستیابی به حداکثر بازده مورد انتظار می‌باشد (هوپ و همکاران^۲، ۲۰۰۹). دلیل اصلی مطالعه سرمایه‌گذاری آن است که شناخت نوسانات سرمایه‌گذاری به شناخت چرخه کسب‌وکار کمک می‌کند و به بیان دیگر میزان افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نشان از کسب اعتبار بالا می‌باشد (بیگریا^۳، ۲۰۰۷). نکته‌ای که باید بدان اشاره نمود، این است که در عمل سرمایه‌گذاران چندان به متغیر ریسک در کنار بازدهی توجهی نمی‌کنند و یا به عبارتی دیگر به ریسک تحت عنوان یک معیار مهم برای سرمایه‌گذاری بها همد و بیشتر توجه آنان به بازدهی نهایی سهام با توجه به عواملی غیر از ریسک مانند نوسانات بدهی‌ها می‌باشد (سایپوترا و همکاران، ۲۰۱۷). سرمایه‌گذاران و خریداران سهام در وضعیت عادی به دنبال شرکت‌هایی می‌گردند که بازده سهام واقعی و پیش‌بینی شده بالاتری داشته باشد و کمتر به ریسک اطلاعات شرکت توجه کرده و بیشتر نظر خود را معطوف به بزرگی و کوچکی شرکت‌ها می‌نمایند (گینر و ریورت^۴، ۲۰۰۶). بازدهی سهام و نرخ رشد موجودی‌ها یک شرکت تحت تأثیر عوامل مختلف و در برخی مواقع عوامل غیرمترقبه می‌باشد (آمیهود^۵، ۲۰۰۲). در واقع آن چیزی که بازدهی مورد انتظار یک شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، در حالت کلی وضعیت درون‌سازمانی و برون‌سازمانی و رتبه اعتباری شرکت‌ها است، برخی از این عوامل عبارت‌اند از: ریسک سیستماتیک، اندازه شرکت، ارزش بازار سهام، نرخ رشد قیمت سهام، نوسان پذیری هم‌تراز قیمت و بازده سهام، نسبت سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها و ... برخی از پژوهشگران معتقد بودند که نسبت اهرم مالی بر روی بازده مورد انتظار سهام تأثیر دارد یعنی بر طبق طبقه‌بندی شرکت‌ها به دو گروه شرکت‌های بزرگ و کوچک می‌توان نسبت به انجام سرمایه‌گذاری با سودآوری بالاتر تصمیم گرفت. پس اگر سرمایه‌گذار مجموعه عوامل درون‌سازمانی و برون‌سازمانی را در ارتباط با بازدهی مدنظر قرار دهد، قطعاً به نتایج مطلوبی در ارتباط با انتخاب شرکت موردنظر برای خرید سهام و سرمایه‌گذاری در آن خواهد رسید (هوانگ و همکاران^۶، ۲۰۱۴). همچنین گینر و ریورت (۲۰۰۶)، بیان داشتند که سرمایه‌گذاران در ارتباط با خرید انواع سبد سهام پیش روی حساسیت‌های متفاوتی از خود نشان داده و بیشترین توجه خود را معطوف به بازدهی سهام به همراه نوسانات رتبه اعتباری در سال موردبررسی می‌نمایند. با توجه به هدف اصلی این پژوهش محقق به دنبال پاسخگویی به این پرسش است که آیا ریسک اطلاعات، اهرم مالی؛ بازده مورد انتظار سهام و فرصت‌های رشد بر اعتبار تجاری شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است یا نه؟

اهمیت و ضرورت انجام پژوهش

تعیین میزان تأثیر عواملی که بر روی بازده مورد انتظار شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، هم از جهت سرمایه‌گذاران و هم از جهت مدیران مالی از اهمیت به سزایی برخوردار است. بازارهای مالی یکی از محافلی هستند که می‌توانند انگیزه سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران متجلی سازند (هوسان^۷، ۲۰۱۶). در حال حاضر بورس اوراق بهادار کشورمان این مهم را به عهده گرفته است. مدیران سرمایه‌گذاری و مدیران پرتفوی به دنبال انتخاب و گزینش اوراق بهاداری هستند که بیشترین سوددهی و بازدهی مورد انتظار را داشته باشد. همچنین سرمایه‌گذاری اگر به صورت نگهداشت مجموعه‌ای از اوراق بهادار مختلف و متنوع (پرتفوی) باشد، ریسک اطلاعات کمتری به همراه خواهد داشت (باوم و همکاران^۸، ۲۰۱۰)؛ به عبارت دیگر انتخاب سبد سهام بدون در نظر گرفتن عوامل تأثیرگذار بر بازدهی، دارای ریسک اطلاعات حداقل می‌باشد (دنيس و سیبلکو^۹، ۲۰۱۰). انجام این

^۱ - Acharya & Johnson

^۲ - Hope et al

^۳ - Bixia

^۴ - Giner & Revert

^۵ - Amihud

^۶ - Huang

^۷ - Hussan

^۸ - Baum et al

^۹ - Denis & Sibilkov

پژوهش از آن جهت دارای اهمیت می‌باشد که با بررسی این پژوهش با ارائه راه‌کارهایی به دنبال اصلاح رابطه بین این متغیرها و پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی هستیم.

رشد رتبه اعتباری شرکت‌ها، عاملی اساسی و بنیادی در ارتباط با سرمایه‌گذاری‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاران است (هان^۱، ۲۰۰۷). هوانگ (۲۰۱۴)، به این نتیجه رسیدند که برای دستیابی نقدینگی بالا، باید توان مالی شرکت را افزایش داد و برای افزایش توان مالی شرکت باید با انجام تبلیغات بالا فروش‌های شرکت نسبت رتبه اعتباری را افزایش داد که یکی از عوامل اصلی افزایش در سطح حجم نقدینگی شرکت‌ها می‌باشد. در اقتصاد رو به رشد حال حاضر سرمایه‌گذاران، مدیران سرمایه‌گذار و مدیران پرتفوی، همواره به دنبال گزینه‌های مناسب سرمایه‌گذاری هستند تا بتوانند هم‌سود موردنظر را کسب کنند و هم در بلندمدت ثروت خود را افزایش دهند (بیگریا، ۲۰۰۷). اکثر شرکت‌ها با توجه به سیاست‌های مربوط به اهداف بلندمدت در پی افزایش رتبه اعتباری شرکت و کاهش نسبت اهرم مالی برای ایجاد تعادل در میزان تولید محصولات هستند که ایجاد تعادل در تولید مستلزم ایجاد تعادل در فروش‌های شرکت است (آمیهدو، ۲۰۰۲). جذب سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشورمان با توجه به نوپا بودن بازار سرمایه نسبت به کشورهای پیشرفته از نظر مدیران بسیار با اهمیت بوده و در راستای رسیدن به این هدف شناسایی روابط عواملی مانند ریسک اطلاعات، اهرم مالی، بازده مورد انتظار سهام؛ و فرصت‌های رشد و بازده مورد انتظار سهام ناشی از ریسک اطلاعات شرکت و تأثیرگذاری آن بر اعتبار تجاری، می‌تواند راهگشای اساسی در دستیابی به هدف غایی شرکت‌ها باشد.

مبانی نظری

پژوهش حاضر با شناخت و بررسی تأثیر ریسک اطلاعات، اهرم مالی، بازده مورد انتظار سهام و فرصت‌های رشد بر اعتبار تجاری شرکت‌ها، مبانی کاربردی برای بازیگران بازار سرمایه شامل سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و... فراهم خواهد نمود. بدیهی است که به دنبال انجام هر پژوهشی تلاش بر این است نتایج به‌دست‌آمده مورد استفاده علاقه‌مندان قرار بگیرد تا در اتخاذ تصمیمات مؤثر کارا و مفید باشد، لذا این پژوهش نیز مستثنا از این امر نخواهد بود. از طرف دیگر نتایج این پژوهش‌ها برای خود مدیران شرکت‌ها نیز قابل توجه خواهد بود تا نتایج مثبت بیشتری را رقم بزنند. در این پژوهش مفاهیم متغیرهای اصلی پژوهش به‌صورت زیر مطرح شده است:

اهرم مالی: مفهوم اهرم یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی است و استفاده و جایگاه ویژه‌ای در ساختار سرمایه دارد. اهرم مالی نسبت بدهی به سهام را در بافت سرمایه شرکت نشان می‌دهد و هرچه میزان بدهی در ساختار سرمایه بیشتر باشد اهرم مالی بالاتر خواهد بود (قربانی، ۱۳۷۸). افزایش ثروت سهامداران از محل اهرم ناشی از بدهی‌ها، یکی از مسائلی است که باید هنگام تأمین مالی مدنظر مدیران شرکت‌ها قرار داشته باشد متخصصان امور مالی در پی دست یافتن به ترکیب بهینه سرمایه هستند تا ارزش شرکت و به تبع آن ثروت سهامداران را به حداکثر برسانند (دلآوری، ۱۳۷۷). در این اهرم سود عملیاتی، فشار هزینه بهره را جهت کسب سود خالص بیشتر می‌پذیرد (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۸۸)؛ به عبارت دیگر اهرم مالی عبارت است از درصد تغییرات سود خالص نسبت به درصد تغییرات سود عملیاتی یعنی با یک درصد تغییر در سود عملیاتی (هانگ و همکاران^۲، ۲۰۰۰). نسبت‌های اهرم مالی برای وام‌دهندگان نیز اهمیت دارند؛ زیرا نشان می‌دهند که آیا در صورت ورشکستگی دارایی‌های شرکت برای بازپرداخت بدهی‌ها کافی هستند یا نه. اگر وام بیش‌ازحد باشد امکان ورشکستگی شرکت افزایش می‌یابد. هرچه بازده شرکت بیشتر قابل پیش‌بینی باشد مقدار بدهی بیشتری نیز قابل قبول است؛ زیرا احتمال اینکه شرکت نتواند تعهدات خود را انجام دهد کمتر می‌شود. شرکت‌هایی که درآمد و سود باثبات دارند، معمولاً نسبت بدهی بالایی دارند. شرکت‌هایی که

^۱ - Han

^۲ - Hang et al

دارای سود و درآمد پر نوسان و بی‌ثبات هستند باید بدهی کمتری هم داشته باشند. اهرم مالی شرکت‌ها در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نقشی تعیین‌کننده ایفا می‌کند (سالاری ابرقوئی، ۱۳۹۵).

بازده مورد انتظار سهام: عبارت است از بازده تخمینی تولید که سرمایه‌گذاران انتظار دارند در یک دوره آینده به دست آورند. شارپ^۱ در پژوهش‌های خود که منجر به ارائه مدل محاسبه بهای تمام‌شده تولیدات شده اثبات کرد که جهت‌گیری بازار ناشی از بازده مورد انتظار یک اوراق بهادار منحصر به فرد است که مساوی است با بازده یک دارایی بدون ریسک به علاوه ریسک نسبی اوراق بهادار (β) ضربدر اختلاف بازده پرتفوی بازار منهای بازده دارایی بدون ریسک است.

ریسک اطلاعات: ریسک اطلاعات عبارت است از عدم دسترسی به موقع اطلاعات. معمولاً سرمایه‌گذاران برای انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید به دنبال شرکت‌هایی هستند که اطلاعات سهام آن‌ها به موقع در اختیار عموم قرار گیرد و عدم تقارن اطلاعاتی آن‌ها حداقل باشد (آناگنوستوپولو^۲، ۲۰۱۷).

اعتبار تجاری: عبارت است از میزان اعتباری که شرکت در ارتباط با فعالیت‌های خود در یک مقطع زمانی خاص به دست آورده است و نشأت گرفته از عواملی مانند میزان تولید و فروش محصولات، حجم نقدینگی و ... می‌باشد (دروبتز و همکاران، ۲۰۱۰:۳).

فرصت‌های رشد: برابر است با زمینه‌های ایجادشده در ارتباط با سرمایه‌گذاری جدید با توجه به محدودیت‌های قابل پیش‌بینی و سطح نقدینگی شرکت‌ها (فالكندر و وانگ^۴، ۲۰۰۶). در ادامه به برخی از پژوهش‌های خارجی و داخلی انجام‌شده در زمینه این پژوهش اشاره خواهد شد.

مروری بر پژوهش‌های انجام‌شده

چیما و همکاران^۵ (۲۰۱۷)، در پژوهش خود بر این باورند که سودآوری شرکت مستلزم ساختار سرمایه بهینه می‌باشد که در جهت عملکرد موردنظر حرکت کند. آنتون^۶ (۲۰۱۶)، در مقاله‌ای به بررسی تأثیر اهرم مالی بر رشد اقتصادی و عدم اطمینان اقتصادی پرداخت. برای اندازه‌گیری رشد شرکت به متغیرهای رشد فروش، دارایی و اشتغال پرداخته شد و نتایج مدل رگرسیون نشان‌دهنده اثر مثبت اهرم بر رشد شرکت است. به علاوه مشخص شد که سودآوری اثر مستقیمی بر رشد شرکت دارد. همچنین هوسان^۷ (۲۰۱۶)، در مقاله‌ای به بررسی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اهرم مالی و بازده سهام پرداخت. نتایج بیانگر آن بود که فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اهرم مالی به طور هم‌زمان تأثیر قابل توجهی بر بازده سهام دارند. هر نوع اهرم مالی می‌تواند وضعیت یک شرکت را از لحاظ مالی، نقدینگی، میزان ریسک، بازگشت سرمایه، تصمیم‌گیری‌های استراتژیک و ... تحت تأثیر قرار دهد و در عین حال ثروت را به حداکثر برساند. هو و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهشی تحت عنوان «پیش‌بینی جریان‌های نقدی، هزینه سرمایه و بازده مورد انتظار» به بررسی رابطه بین سه متغیر پرداختند. آن‌ها با توجه به پیش‌بینی‌های سود شرکت‌ها بر مبنای مدل‌های و شاخص‌های مربوط به جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده و برآوردی بر روی هزینه سرمایه شرکت‌ها تأکید و نمونه‌های بزرگی از شرکت‌ها را مابین سال‌های ۱۹۶۸ تا ۲۰۰۸ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها در ارتباط با هزینه سرمایه و ارتباط آن با

^۱ - Sharp

^۲ - Anagnostopoulou

^۳ - Drobetz et al

^۴ - Falkender & Wang

^۵ - Cheema

^۶ - Anton

^۷ - Hussan

بازده مورد انتظار سهام به این نتیجه رسیدند که رابطه معناداری بین سطح خصوصیات مربوط به بازده مورد انتظار شرکت و جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده وجود دارد و آن را بر مبنای مدل پایه‌ای هزینه سرمایه تعدیل نمودند.

ویو و همکاران^۱ (۲۰۱۲)، در پژوهشی به بررسی تأثیر موانع مالی بر رابطه بین اعتبار تجاری و دارایی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار کشور چین پرداختند. آن‌ها یافتند که شرکت‌های فعال در مناطقی با سطح عوامل بازدارنده مالی کمتر، وجوه نقد کمتری برای پرداخت‌ها نگهداری می‌کنند، هنگامی که جانشینی مثل دریافت‌های بیشتر برای وجوه نقد دارند. بیشتر توسعه‌های سطح بالای بخش‌های مالی شرکت‌ها را در استفاده بهتر از اعتبار تجاری برای بازپرداخت بدهی‌های کوتاه‌مدت و اسباب تأمین مالی یاری می‌رسانند. نهایتاً آن‌ها دریافتند که نسبت دریافت‌ها جانشین مناسبی برای نگهداری وجوه نقد اضافی بوده و رخدادهای چنین سیاست‌هایی نشان از شوک‌های برون‌سازمانی دارد که خارج از دسترس واحدهای اقتصادی می‌باشند. مین و لی^۲ (۲۰۱۲)، در پژوهشی با عنوان «رویکرد عملی به امتیازدهی اعتباری» را برای امتیازدهی اعتباری به کار گرفتند. آنان دریافتند که رویکرد تحلیل پوششی داده‌ها می‌تواند به‌عنوان گزینه‌ای امیدوارکننده برای بهبود و جایگزینی روش‌های امتیازدهی کنونی به کار گرفته شود و این رویکرد از کارایی لازم در جهت محاسبه رتبه‌های اعتباری مشتریان برخوردار است. آلمیدا و همکاران^۳ (۲۰۱۱)، از ارتباط بین محدودیت‌های مالی و تقاضای شرکت برای نقدینگی برای توسعه آزمونی جدید، اثر محدودیت‌های مالی گروه‌های تجاری را بر رفتار شرکت‌ها در کشور هند، با استفاده از داده‌های ۶۹۴ شرکت هندی در طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۰ شواهدی به دست آوردند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی برای گروه‌های تجاری بسیار پایین‌تر بود. این موضوع پیشنهاد می‌کند که شرکت‌های عضو گروه‌های تجاری نسبت به سایر شرکت‌ها دسترسی بهتری به وجوه خارجی و در نتیجه فرصت‌های بیشتری برای رشد دارند.

کلاری و همکاران (۲۰۰۷)، تأثیر محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی را بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها مدلی پیش‌بینی کردند که این حساسیت را به‌وسیله اثر متقابل بین درآمد و هزینه نشان می‌دهد. طبق اثر هزینه سطوح بالاتر سرمایه‌گذاری نیازمند هزینه‌های بیشتر و در نتیجه ریسک بالاتر است که یک رابطه مثبت بین جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. از طرف دیگر طبق اثر درآمد سطح بالاتر از سرمایه‌گذاری، درآمد بیشتری برای شرکت ایجاد می‌کند و در نتیجه ریسک شرکت را کاهش خواهد داد. این تأثیر یک رابطه منفی بین جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد. بگزیا سو (۲۰۰۷)، به بررسی اثر چرخه عمر واحد تجاری در تعیین نرخ بازده مورد انتظار پرداخته است. یافته اصلی این پژوهش، حاکی از اثر معنادار مراحل چرخه عمر است. نتایج نشان می‌دهد که مربوط بودن ارزش عوامل ریسک، مشروط به مراحل چرخه عمر واحد تجاری است. گینر و ریورت (۲۰۰۶)، به بررسی «ریسک وابسته به داده‌های حسابداری در بورس مادرید» پرداختند. آن‌ها نتیجه گرفتند که میان هزینه حقوق صاحبان سهام و عوامل ریسک مبتنی بر حسابداری رابطه مثبتی هست به‌گونه‌ای که این متغیرها، ریسک کسب‌وکار اصلی، نشأت گرفته از سه نوع فعالیت شرکت (عملیاتی، تأمین مالی و سرمایه‌گذاری) را منعکس می‌کند.

جنسن^۴ (۱۹۸۶)، نتیجه‌گیری کرد که شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد پایین، مزیت‌هایی در روی آوردن به بدهی به‌عنوان راهی برای انضباط دادن به اقدامات مدیران دارند که این امر هزینه‌های جریان‌های نقدی آزاد را کاهش می‌دهد و در نهایت منجر به یک ارتباط مثبت بین فرصت‌های رشد و بدهی می‌شود. هواکیمیان و همکاران^۵ (۲۰۰۱)، استدلال کردند که شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بالا، ترجیح می‌دهند فرصت‌های رشد را به‌جای بدهی از طریق سود انباشته تأمین مالی کنند. در نتیجه، احتمال بیشتر تغییر ترکیب دارایی‌ها در شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بالا، ممکن است باعث شود، بستانکاران اعتبار برای این نوع شرکت را محدود کنند. سالاری ابرقوئی در ۱۳۹۵، ۹۶ شرکت بورسی را در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ مورد

^۱ - Wu et al

^۲ - Min & Lee

^۳ - Almida et al

^۴ - Jensen

^۵ - Hovakimian et al

تجزیه و تحلیل قرارداد. نتایج پژوهش نشان دهنده این بود که بین جریان نقدی، نسبت جاری، دارایی‌های ثابت مشهود و سهام نقدی با اهرم مالی ارتباط منفی و معنادار وجود دارد. ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین اهرم مالی و نسبت دارایی‌های مشهود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش نسبت دارایی‌های مشهود کوتاه‌مدت، نسبت دارایی‌های مشهود بلندمدت و نسبت فاصله دارایی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت مشهود به‌عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته‌شده تا ارتباط آن‌ها با نسبت اهرم مالی شرکت مورد بررسی قرار گیرد. نتایج نشان داد که بین نسبت دارایی‌های مشهود کوتاه مدت، نسبت دارایی‌های مشهود بلندمدت و نسبت فاصله دارایی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت مشهود با نسبت اهرم مالی شرکت رابطه مستقیم معناداری وجود دارد.

اسماعیل‌زاده مقری و شعر بافی (۱۳۹۳)، در مقاله‌ای ارتباط سطح افشای اختیاری را با نرخ بازده سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قراردادند. بر اساس یافته‌های پژوهش، اگرچه در بیشتر سال‌ها ارتباط بین این دو متغیر، مثبت بود ولی نتایج پژوهش نشان داد که به‌طور کلی رابطه معناداری بین سطح افشای به‌کاررفته در تهیه صورت‌های مالی و بازده سهام در شرکت‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد. حجازی و خادم (۱۳۹۲)، به بررسی تأثیر عوامل اقتصادی و ویژگی‌های شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش تأثیر سه عامل ویژگی شرکتی شامل ساختار دارایی، نقدینگی و اندازه شرکت و دو عامل اقتصادی شامل تورم و رشد اقتصادی، مورد بررسی قرار می‌گیرد. نتایج این بررسی نشان داد که بین ساختار سرمایه شرکت‌ها با نقدینگی و تورم رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد؛ اما بین ساختار سرمایه شرکت‌ها با ساختار دارایی، اندازه شرکت و رشد اقتصادی رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. رحیمیان و توکل نیا (۱۳۹۲)، در مقاله‌ای به بررسی اهرم مالی و ارتباط آن با درمادگی مالی و فرصت‌های رشد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشانگر وجود ارتباط یو شکل و وارون بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. سجادی و همکاران (۱۳۹۰)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت روی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که نسبت آبی و نسبت پوشش بهره و رشد شرکت‌ها با اهرم دارای رابطه منفی و معنادار می‌باشد. فخاری و فلاح محمدی (۱۳۹۰)، به بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقد شوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش، میزان افشا از طریق فهرستی که بر مبنای افشای اختیاری و استانداردهای الزامی سازمان حسابرسی تنظیم گردیده، اندازه‌گیری شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که ارتباط معکوس و معناداری بین افشای اطلاعات و شاخص نقد شوندگی سهام وجود دارد. نوروش و یزدانی (۱۳۸۹)، با بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بیان کردند که بین اهرم و سرمایه‌گذاری، رابطه منفی برقرار است. همچنین رابطه اهرم و سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی با فرصت رشد کمتر، قوی‌تر از شرکت‌هایی با فرصت رشد بیشتر است. عرب مازار یزدی و طالبیان (۱۳۸۷)، به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و ریسک اطلاعاتی بر هزینه سرمایه پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که هزینه سرمایه شرکت‌های باکیفیت اقلام تعهدی پایین از هزینه سرمایه شرکت‌های باکیفیت اقلام تعهدی سطح ریسک اعتباری را با استفاده از مدل پرتفوی بهینه وام در شعب بانک صادرات اردبیل مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها نتیجه گرفتند که رابطه معناداری بین استفاده از مدل بهینه‌ی تسهیلات و ریسک اعتباری وام در بانک صادرات وجود ندارد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پژوهش‌های انجام‌شده فرضیه‌های این پژوهش به‌صورت زیر ارائه می‌شود:

فرضیه ۱: بین ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین اهرم مالی و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳: بین بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴: بین فرصت‌های رشد و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

این مطالعه از نوع پژوهش‌های همبستگی و از لحاظ هدف نیز از نوع پژوهش‌های کاربردی است. همچنین طرح پژوهش از نوع نیمه تجربی است، زیرا از داده‌های تاریخی استفاده می‌شود. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۵ است و نمونه پژوهش شامل شرکت‌هایی است که تا پایان سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشند، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد، طی دوره زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداده باشند و داده‌های موردنیاز برای انجام این مطالعه در دسترس باشد. بر اساس محدودیت‌های در نظر گرفته‌شده تعداد ۱۰۷ شرکت (شرکت در تمام سال‌ها) به‌عنوان نمونه نهایی پژوهش انتخاب شد. اطلاعات و داده‌های موردنیاز برای انجام پژوهش از طریق سایت‌های رسمی بورس اوراق بهادار تهران از جمله سایت مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی (Rdis)، شرکت اطلاع‌رسانی بورس و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری و محاسبات اولیه موردنیاز در صفحه گسترده اکسل انجام شد. سپس تجزیه و تحلیل نهایی با استفاده از نرم‌افزارهای Eviews 7 و Spss 20 و Minitab 16 صورت گرفت. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز از الگوی رگرسیونی چندگانه و روش آماری پانل دیتا استفاده شده است. مدل‌های پژوهش برگرفته از پژوهش هنگ و همکاران (۲۰۱۵) به‌صورت زیر برآورد شده‌اند:

مدل مربوط به فرضیه‌های پژوهش:

$$CASC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CORR_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Return_{i,t} + \beta_4 BM_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_4 Cap.Acc_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

هدف از آزمون فرضیه اول پژوهش بررسی رابطه بین ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری شرکت‌ها می‌باشد و فرضیه آماری آن به‌صورت زیر تعریف می‌شود:

H_0 : بین ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به‌صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_1 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

(۱)

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

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل موردنظر کارآمد خواهد بود یا نه از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱: نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۱)

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۴۲	F	۱/۳۸۳۸	(۱۰۶،۵۲۹)	۰/۰۱۱۷
هاسمن	۶۴۲	χ^2	۱۵/۳۵۱۱	۶	۰/۰۱۷۷

با توجه به نتایج آزمون چاو و $P-Value$ آن (۰/۰۱۱۷)، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان گر این است که می توان از روش داده های پانل استفاده نمود. هم چنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و $P-Value$ آن (۰/۰۱۷۷) که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون هایی در ارتباط با نرمال بودن باقی مانده ها، همسانی واریانس ها، استقلال باقیمانده ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون های مختلفی می توان استفاده کرد. یکی از این آزمون ها، آزمون جارکیو- برا می باشد که در این پژوهش نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو- برا حاکی از این است که باقیمانده های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون (۰/۸۷۴۳) بزرگ تر از ۰/۰۵ می باشد. یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده ها می باشد. در صورتی که واریانس ها ناهمسان باشند برآورد کننده خطی ناریب نبوده و کم ترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می باشد. در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. همچنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می باشد و خود همبستگی نامیده می شود از آزمون دوربین واتسون (D-W) استفاده شده است.

با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۴۰ بوده و از آنجایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ است می توان نتیجه گرفت باقیمانده ها مستقل از هم می باشند. علاوه بر این، برای آزمون این که مدل دارای رابطه خطی است و این که آیا مدل مورد نظر تحقیق انظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی (۰/۶۱۲۵) بزرگ تر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی باشد. خلاصه نتایج آزمون های فوق در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: نتایج آزمون های مربوط به مفروضات آماری مدل (۱)

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson		آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
P-Value	F	D		P-Value	F	P-Value	χ^2
۰/۶۱۲۵	۲۳/۶۹۰۸	۲/۴۰		۰/۰۰۰۰	۱۸/۸۹۹۴	۰/۸۷۴۳	۱/۹۸۴۸

با توجه به نتایج حاصل از آزمون های چاو و هاسمن و هم چنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) پژوهش با استفاده از روش داده های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می شود. نتایج برآورد مدل در جدول ۳ ارائه شده است. شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم افزار *Eviews 7* به صورت زیر خواهد بود:

$$CASC_{i,t} = 0.3520 - 0.0436CORR_{i,t} - 0.0155Lev_{i,t} + 0.0079 Return_{i,t} + 0.6774BM_{i,t} + 0.0011Size_{i,t} + 0.3287Cap.Acc_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: اعتبار تجاری					
تعداد مشاهدات: ۶۴۲ سال - شرکت					
روش آماری برآوردی: پانل دیتا - اثرات ثابت GLS					
سال مورد بررسی: ۱۳۹۵-۱۳۹۰					
عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	α_0	۰/۳۵۲۰	۶/۹۴۵۴	۰/۰۰۰۰	مثبت
ریسک اطلاعات	$CORR_{i,t}$	-۰/۰۴۳۶	-۲/۶۴۱۹	۰/۰۰۸۵	منفی
اهرم مالی	$Lev_{i,t}$	-۰/۰۱۵۵	-۱/۲۳۳۶	۰/۰۱۷۹	منفی
بازده مورد انتظار سهام	$Return_{i,t}$	۰/۰۰۷۹	۱/۴۷۶۹	۰/۰۳۳۶	مثبت
فرصت‌های رشد	$BM_{i,t}$	۰/۶۷۷۴	۱۹/۴۶۹۰	۰/۰۰۰۰	مثبت
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	۰/۰۰۱۱	۰/۲۳۵۷	۰/۸۱۳۷	بی معنی
انباشت سرمایه	$Cap.Acc_{i,t}$	۰/۳۲۸۷	۵/۳۱۸۰	۰/۰۰۰۰	مثبت
ضریب تعیین مدل					
آماره F					
(P-Value)					
۰/۵۵۹۵					
۶/۰۰۰۴					
(۰/۰۰۰۰)					

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل تایید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۵۵/۹۵ درصد از اعتبار تجاری شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۳، از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر ریسک اطلاعات کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۸۵)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد. منفی بودن ضریب این متغیر (-۰/۰۴۳۶) حاکی از وجود رابطه معکوس میان ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۰۴۳۶ واحد کاهش می‌یابد؛ بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه اول پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

هدف از آزمون فرضیه دوم پژوهش بررسی این موضوع می‌باشد که آیا بین اهرم مالی و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

H_0 : بین اهرم مالی و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین اهرم مالی و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_2 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

(۱)

$$\begin{cases} H_0 : \beta_2 = 0 \\ H_1 : \beta_2 \neq 0 \end{cases}$$

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۳، از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر اهرم مالی کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۱۷۹)، در نتیجه وجود رابطه معنی داری میان اهرم مالی و اعتبار تجاری در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت بین اهرم مالی و اعتبار تجاری رابطه معناداری وجود دارد. منفی بودن ضریب این متغیر (۰/۰۱۵۵-) حاکی از وجود رابطه معکوس میان اهرم مالی و اعتبار تجاری می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی اهرم مالی و اعتبار تجاری نیز به میزان ۰/۰۱۵۵ واحد کاهش می یابد؛ بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه دوم پژوهش می توان نتیجه گرفت که بین اهرم مالی و اعتبار تجاری شرکت ها رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

در فرضیه سوم پژوهش رابطه میان بین بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری مورد بررسی قرار می گیرد و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

H_0 : بین بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری شرکت ها رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده های پانل برآورد می شود و در صورتی که ضریب β_3 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

(۱)

$$\begin{cases} H_0 : \beta_3 = 0 \\ H_1 : \beta_3 \neq 0 \end{cases}$$

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۱، از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر بازده مورد انتظار سهام کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۳۳۶)، در نتیجه وجود رابطه معنی داری میان بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت بین بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۰۷۹) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری نیز به میزان ۰/۰۰۷۹ واحد افزایش می یابد؛ بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه سوم پژوهش می توان نتیجه گرفت که بین بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری شرکت ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

هدف از فرضیه چهارم پژوهش بررسی رابطه میان فرصت های رشد و اعتبار تجاری بوده و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

H_0 : بین فرصت های رشد و اعتبار تجاری رابطه معناداری وجود ندارد.

H_1 : بین فرصت های رشد و اعتبار تجاری رابطه معناداری وجود دارد.

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_4 در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

(۴)

$$\begin{cases} H_0 : \beta_4 = 0 \\ H_1 : \beta_4 \neq 0 \end{cases}$$

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه‌شده در جدول ۱، از آنجایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر فرصت‌های رشد کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۰۰)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری میان فرصت‌های رشد و اعتبار تجاری در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد؛ بنابراین فرضیه چهارم پژوهش پذیرفته‌شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت بین فرصت‌های رشد و اعتبار تجاری رابطه معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۶۷۷۴) حاکی از وجود رابطه مستقیم میان فرصت‌های رشد و اعتبار تجاری می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی فرصت‌های رشد و اعتبار تجاری نیز به میزان ۰/۶۷۷۴ واحد افزایش می‌یابد؛ بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه چهارم پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که بین فرصت‌های رشد و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با دارا بودن دیدگاهی کلی و در نظر داشتن متغیرهای مختلف فرصت‌های رشد، به دنبال توضیح عوامل اثرگذار بر اعتبار تجاری شرکت‌ها می‌باشد. با توجه به هدف اصلی، این پژوهش به دنبال پاسخگویی به این پرسش است که آیا ریسک اطلاعات، اهرم مالی، بازده مورد انتظار سهام و فرصت‌های رشد بر اعتبار تجاری شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است یا خیر؟

در این پژوهش چهار فرضیه مورد آزمون قرار می‌گیرد. در فرضیه اول رابطه بین ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت و نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه نشان داد که بین ریسک اطلاعات و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. نتایج فرضیه اول پژوهش با بعضی از مطالعات گذشته از جمله هوانگ و همکاران (۲۰۱۴)، مطابقت داشته و با نتایج پژوهش آمیهود (۲۰۰۲) در تضاد است. در فرضیه دوم نیز رابطه بین اهرم مالی و اعتبار تجاری شرکت‌ها بررسی می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه حاکی از این بود که بین اهرم مالی و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با یافته‌های بسیاری از بررسی‌ها، از جمله هوانگ و همکاران (۲۰۱۴) و آچاریا و جانسون (۲۰۰۷) مطابقت دارد. همچنین در فرضیه سوم رابطه بین بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری شرکت‌ها مدنظر است. نتیجه آزمون این فرضیه حاکی از این بود که بین بازده مورد انتظار سهام و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با یافته‌های پژوهش آمیهود (۲۰۰۲)، در تضاد است. در ادامه در فرضیه چهارم رابطه بین فرصت‌های رشد و اعتبار تجاری شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتیجه آزمون این فرضیه حاکی از این بود که بین فرصت‌های رشد و اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. نتایج این فرضیه با پژوهش بیکسیا و ژائو (۲۰۰۷)، مطابقت داشته و با یافته‌های آمیهود (۲۰۰۲) در تضاد است. به طور کلی، مدیران سرمایه در گردش با استفاده از اطلاعات موجود و با در نظر داشتن ریسک اطلاعاتی و به کارگیری بهترین استراتژی ممکن می‌کوشند تا با داشتن کمترین میزان دارایی جاری، از بدهیهای جاری بیشترین استفاده را ببرد و شرکت را به اهداف آن هدایت کنند. در اجرای این استراتژی، ریسک نقدینگی بسیار بالا خواهد رفت و شرکتی که این استراتژی را به اجرا درآورد، بارها در وضعیتی قرار می‌گیرد که نمی‌تواند بدهی‌های سررسید شده را بپردازد. از سوی دیگر، چون حجم دارایی‌های جاری به پایین‌ترین حد می‌رسد، نرخ بازده سرمایه‌گذاری بسیار بالا می‌رود (البته اگر شرکت ورشکست نشود). شرکتهایی که استراتژی جسورانه در پیش می‌گیرد ریسک بالایی را می‌پذیرند و نرخ بازدهی‌شان بالاست (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸). شرکت‌ها می‌توانند در اداره امور

دارایی های جاری و بدهی های جاری، استراتژی های گوناگونی به کار ببرند. با ترکیب این استراتژیهای گوناگون می توان سیاستی را در پیش گرفت که شرکت در جهت فرصت های رشد بیشتر و در مسیر افزایش اعتبار تجاری گام بردارد.

منابع

۱. ابراهیمی، سید کاظم؛ بهرامی نسب، علی؛ طهماسبی پور، مینو (۱۳۹۳). رابطه بین اهرم مالی و نسبت دارایی های مشهود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه سمنان - دانشکده علوم اقتصادی.
۲. اسماعیل زاده مقری، علی و احمد شعر بافی، مهرداد، (۱۳۹۳)، افشای اطلاعات اختیاری و ارتباط آن با نرخ بازده سهام شرکت های سرمایه گذاری، فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت، سال اول، شماره سوم، ص ۷۶-۸۱.
۳. آقای، محمدعلی، نطافت، احمدرضا، ناظمی اردکانی، مهدی و جوان، علی اکبر. (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش های حسابداری مالی، (۲ و ۲): ۵۳-۷۰.
۴. حجازی، رضوان؛ خادمی، صابر (۱۳۹۵). تأثیر عوامل اقتصادی و ویژگی های شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال پنجم، شماره دوم، شماره پیاپی (۱۶)، صص ۱-۱۶.
۵. دلوری، سید جواد. (۱۳۷۷). بررسی تأثیر روش های تأمین مالی بر روی نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس.
۶. رحیمیان، نظام الدین، توکل نیا، اسماعیل. (۱۳۹۲)، اهرم مالی و ارتباط آن با درماندگی مالی و فرصت های رشد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال ۵، شماره ۲۰، صص ۱۰۸-۱۲۹.
۷. رضایی، فرزین؛ ویسی حصار، ثریا. (۱۳۹۲). تأثیر ریسک اطلاعات بر هزینه ناخالص بدهی و هزینه سهام عادی تعدیل شده شرکت ها، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال ۶، شماره ۱۷، صص ۲۹-۴۴.
۸. زندی، احمد؛ شمس زاده، باقر. (۱۳۹۲)، تأثیر ارائه مجدد صورت های مالی بر ریسک اطلاعات، مجله دانش حسابرسی، سال ۱۳، شماره ۵۱، صص ۱-۲۱.
۹. سالاری ابرقوئی، محمد. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر عوامل مالی درونی شرکت ها بر تصمیمات مرتبط با اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های کاربردی در مدیریت و حسابداری، شماره ۴، زمستان ۱۳۹۵، صص ۵-۵۱.
۱۰. سجادی، سید حسین؛ محمدی، کامران؛ سلگی، محمد (۱۳۹۰). بررسی تأثیر ویژگی های شرکت روی ساختار سرمایه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری و ۱۰۰ حسابرسی، شماره ۱۱، صص ۳۸-۱۹.
۱۱. عرب مازار یزدی، محمد و طالبیان، سید محمد (۱۳۸۷)، بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و ریسک اطلاعاتی بر هزینه سرمایه، مطالعات حسابداری، ش ۲۱، صص ۱-۳۰.
۱۲. فخاری، حسین و فلاح محمدی، نرگس (۱۳۸۹)، بررسی تاثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، سال اول، ش چهارم، صص ۱۴۸-۱۶۳.
۱۳. قربانی، غلامعلی. (۱۳۷۸). بررسی رابطه بین ریسک کل و ریسک سیستماتیک سهام عادی و اهرم مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

۱۴. مالکی نیا، ناهید، اردبیلی، محمدحسن و عالم تبریز، اکبر (۱۳۸۴)، «بررسی کاهش سطح ریسک اعتباری را با استفاده از مدل پرتفوی بهینه وام در شعب بانک صادرات اردبیل»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده ی علوم و مدیریت و حسابداری.

۱۵. نوروش، ایرج و یزدانی، سیما. (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۳۵-۴۸.

۱۶. نیکومرام، هاشم؛ رهنمای رودپشتی، فریدون؛ هیبتي، فرشاد. (۱۳۸۸). مبانی مدیریت مالی، ویرایش جدید، انتشارات ترمه.

17. Acharya, V. Almeida, H. Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation* 16, 515–554.
18. Acharya, V.V. Johnson, T.C. (2010). Insider trading in credit derivatives. *J. Financial Econ.* 84 (1), 110–141.
19. Almeida, Heitor and Murillo Campello, (2007), Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment, *Review of Financial Studies* 20, 1429-1460.
20. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *J. Financial Markets* 5 (1), 31–56.
21. Anagnostopoulou. S.C, Tsekrekos. A.E. (2017). Accounting Quality, Information Risk and the Term Structure of Implied Volatility around Earnings Announcements, *Research in International Business and Finance*. PP1-30.
22. Andersson, M. (2016). The Effects of Leverage on Stock Returns. Bachelors Thesis. Lund University School of Economics and Management Department of Economics.
23. Anton S.G, (2016). The Impact of Leverage on Firm Growth, *Review of Economic and Business Studies*. Volume 9, Issue 2, pp.147-158.
24. Avramov, D. Chordia, T. Jostova, J. Philipov, A. (2011). Momentum and credit rating. *J. Finance* 62, 2503–2520.
25. Baum, C. Schäfer, D. Talavera, O. (2006)b. The Effects of Industry-Level Uncertainty on Cash Holdings: The Case of Germany. Working Paper, German Institute of Economic Research.
26. Baum, C.F. Caglayan, M. Ozkan, N. Talavera, O., (2006)a. The impact of macroeconomic uncertainty on non-financial firms' demand for liquidity. *Review of Financial Economics* 15, 289–304.
27. Bixia, Xu. (2007). Life Cycle Effect on the Value Relevance of Common Risk Factor. *Review of Accounting and Finance*; 6: 162-175.
28. Cheema M.H, Mahboob H, Farooq N, Yousaf A. (2017). Capital Structure Impact on Financial Performance. *International Journal of Business and Management Review* Vol.5, No.1, pp.54-70.
29. Cleary, S. povel, p. and Raith, M. (2007). “The u-shaped investment curve: Theory and evidence”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, No. 42. Pp.1-40.
30. Demiroglu, C., James, C., (2011). The use of bank lines of credit in corporate liquidity management: a review of empirical evidence. *Journal of Banking and Finance* 35, 775–782.
31. Denis, D.J., Sibilkov, V., (2010). Financial constraints, investments, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies* 23, 247–269.

32. Drobetz, W., Grüninger, M.C., Hirschvogel, S., (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking and Finance* 34, 2168–2184.
33. Easley, D., O'Hara, M., (2004). 'Information and the cost of capital'. *Journal of Finance* (August).
34. Faulkender, M., Wang, R., 2006. Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance* 61, 1957–1990.
35. Giner, B., and Reverte, C., (2006); "The Risk-Relevance of Accounting Data: Evidence from the Spanish Stock Market", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 7(3).
36. Han, S., Qiu, J., 2007. Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance* 13, 43–57.
37. Hong, H., Lim, T., Stein, J.C., 2000. Bad news travels slowly: size, analyst coverage, and the profitability of momentum strategies. *J. Finance* 55 (1), 265–295.
38. Hope, O., Thomas, W.B., Vyas, D., 2010. Transparency, Ownership, and Financing Constraints: An International Study Using Private Firms. Working Paper. <www.ssrn.com>.
39. Hou, K., Zhang, Y., Zhuang, Z., 2013. Understanding the Variation in the Value Relevance of Earnings: A Return Decomposition Analysis. Working Paper. Ohio State University.
40. Hovakimian, A., Opler, T. & Titman, S. (2001). "Debt–equity choice", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 36, pp. 1-24.
41. Huang, A.Y., 2014. Asymmetric dynamics of stock price continuation. *J. Bank. Finance* 36 (6), 1839–1855.
42. Jensen, M. (1986); "Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323–9.
43. Hussan, J. Md. (2016). Impact of Leverage on Risk of the Companies. *Journal of Civil & Legal Sciences*. Volume 5, Issue 4. PP33-45.
44. Lambert, R.A., C. Leuz and R. Verrecchia, (2007). 'Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital', Working Paper (University of Pennsylvania and University of Chicago).
45. Min JH., Lee YC. (2012).; "A practical approach to credit Rating"; *Journal of Expert Systems With Applications*.
46. Saputra M, Munandar A. (2017). Influence of Investment Opportunity Set, Financial Leverage and Firm Size on Real Activity Manipulation and Its Implication on Stock Return. *Journal of Resources Development and Management*. Vol29.PP58-65.
47. Wu, Wenfeng Rui, Oliver M and Wu, Chongfeng, (2012). Trade credit, cash holdings, and financial deepening: Evidence from a transitional economy. *Journal of Banking & Finance*.

Investigating the effect of information risk, financial leverage, expected return on equity and growth opportunities on corporate credit

Mohsen Hamidian¹, Razeih Fatehpour², Mohamadreza Eghbali Moghadam³

1. *Member of the Board of Islamic Azad University - South Tehran Branch*
2. *PhD Student, Accounting, young Researchers and Elite club, Kish international Branch, Islamic Azad university, kish, Iran.*
3. *PhD Student, Accounting, Islamic Azad university, kish, Iran.*

Abstract

The main goal of the companies is to maximize shareholder wealth, while one of the factors influencing this is the financial leverage of the company, which requires the optimal use of financial resources, taking into account the opportunities for growth and returns in line with the existing risks. The purpose of this study was to investigate the effect of information risk, financial leverage, expected return on equity and growth opportunities on business credit in Tehran Stock Exchange. The present study is an applied object. The methodology of the research type is of a library and analytical type-based research and is based on the analysis of panel data (data panel). In this research, financial information of 107 companies accepted in Tehran Stock Exchange during the five-year period (2011 to 2016) has been investigated. The results of the research show that there is a significant and inverse relation between information risk and corporate credibility as well as financial leverage and corporate credibility. The results of the research show that there is a significant and direct relationship between stock returns and corporate credibility. Finally, according to the analyzes, there was a significant and direct relationship between growth opportunities and corporate credibility.

Keywords: Information Risk, Commercial Credit, Financial Leverage, Stock Expected Returns, and Growth Opportunities.
