

# ارتباط بین شیوه های تامین مالی برون سازمانی با عملکرد آتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حمید حاجی ملا میرزایی

دکترای مدیریت دولتی، سیاست گذاری عمومی دانشگاه تهران

علی یآوری

عضو هیات علمی دانشگاه علوم انتظامی امین

معرفت غلامی

کارشناسی ارشد حسابداری- دانشگاه آزاد- گروه حسابداری- پل دختر

## چکیده

در این تحقیق، رابطه بین شیوه های تامین مالی برون سازمانی با عملکرد آتی طی سال های ۱۳۸۰-۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفته است. ارزیابی عملکرد با استفاده از رویکرد ارزش های حسابداری و بازار صورت گرفته است و مدل آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه ها، رگرسیون چند متغییره می باشد. ۶ فرضیه درباره ی ارتباط بین شیوه های تامین مالی خارجی با معیار های ارزیابی عملکرد بر حسب نوع صنعت تدوین شده است. متغیر های مستقل شامل: (۱) تامین مالی از طریق استقراض و (۲) تامین مالی از طریق انتشار سهام می باشد و متغیر های وابسته شامل: (۱) نسبت قیمت به عایدات (۲) نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم و (۳) نسبت کیوتوبین می باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد که تامین مالی به هر دو روش رابطه معنادار و معکوس با نسبت قیمت به عایدات سال آتی دارد، اما در تامین مالی از طریق استقراض با نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم و نسبت کیوتوبین سال آتی رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد در حالی که در تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم و نسبت کیوتوبین سال آتی رابطه معناداری وجود ندارد.

**واژه های کلیدی:** تامین مالی برون سازمانی، نسبت قیمت به عایدات، نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم، نسبت کیوتوبین.

موسسات و بنگاههای اقتصادی به ویژه فعالان در بخش صنعت، برای ادامه حیات و فعالیت های تولیدی خود و همچنین توسعه فعالیت ها، به سرمایه گذاری های کلان نیاز دارند. همچنین، این موسسات و بنگاههای اقتصادی برای تامین سرمایه مورد نیاز خود

وابستگی شدیدی به بازارهای مالی دارند. نقش این بازارها در اختیار گذاشتن سرمایه های لازم برای موسسات و شرکت هاست. یکی از نکات اساسی مورد توجه مدیران مالی بنگاه های اقتصادی، روش ها و میزان تامین مالی است (ابزری و همکاران، ۱۳۸۶). منابع تامین مالی براساس سیاست تامین مالی شرکت ها به دو دسته قابل تقسیم است:

● تامین مالی برون سازمانی (شامل استقراض و انتشار سهام می باشد).

● تامین مالی درون سازمانی (شامل جریان های نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی های ثابت).

یکی از اهداف مهم مدیریت مالی حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. به این منظور، هدف مدیران مالی یافتن راه های تامین مالی برای رسیدن به این هدف است (ابزری و همکاران، ۱۳۸۶). تامین مالی از جمله مهمترین مباحث در مدیریت مالی بوده و از دغدغه های مدیران مالی بشمار می رود. شرکت ها با استفاده از روش های مختلف می توانند تامین مالی کنند. آگاهی مدیران از انواع روش ها و ابزارهای تامین مالی و اثر آنها بر شرکت ها موجب می گردد که تداوم فعالیت شرکت امکان پذیر و جریان عملیات تسهیل گردد.

در این تحقیق به بررسی این مطلب می پردازیم که آیا بین شیوه های تامین مالی برون سازمانی با عملکرد آتی ارتباط وجود دارد؟

### مبانی نظری

در مطالعات و بررسی های گذشته، برای تشریح چگونگی ارتباط فعالیت های تامین مالی برون سازمانی با عملکرد عملیاتی قبل و بعد شرکت از مفاهیمی چون اطلاعات نامتقارن تئوری نمایندگی، تئوری سلسله مراتب تامین مالی و غیره بکار گرفته شده است. یک دسته از مفاهیم ارائه شده بیان می کنند که شرکت هایی که تامین مالی انجام می دهند یک افت عملکرد آتی را تجربه خواهند کرد. همچنین صرف نظر از نوع تامین مالی، تامین مالی منجر به تغییرات در عملکرد شرکت می گردد. به هر حال برخی دیگر از نظرات ارائه شده بیان می کنند که نه تنها حجم، بلکه نوع تامین مالی خارجی، نقش مهمی را در عملکرد آتی شرکت بازی می کنند.

فاما و میلر<sup>۱</sup> (۱۹۷۲) معتقد بودند که مدیریت شرکت، تامین مالی برون سازمانی را برای جبران کاهش عایدات (سودها) یا برطرف کردن نیازهای نقدی مورد استفاده قرار می دهد، این کار، شرکت را قادر می سازد که مبالغ مورد نیاز برای فعالیت ها و سرمایه گذاری های سودآور و ارزش زا فراهم نماید. در واقع این بدین معناست که تامین مالی پیش بینی نشده اطلاعات جدیدی را درباره میزان سود فراهم می کند.

راک و میلر<sup>۲</sup> (۱۹۸۵) مدلی را ارائه کردند که افزایش سرمایه خارجی، کاهش غیرمنتظره در جریان نقدی را بیان می کرد. در این مدل فرض می شود که فرصت های سرمایه گذاری و تامین مالی با حداقل بازده تعیین و تثبیت شده اند. با توجه به چنین فرضیاتی، منابع وجوه بایستی برابر مصارف وجوه بوده و در نتیجه با فرونی تامین مالی، شرکت یک افت غیرمنتظره در سود شرکت دارد که این امر بایستی ناشی از افت عملکرد عملیاتی آتی شرکت بخاطر افزایش تامین مالی باشد.

<sup>1</sup> . Fama and Miler

<sup>2</sup> . Rak and Miler

## عملکرد عملیاتی و سنجه های ارزیابی آن

جهت ارزیابی شرکت ها رویکردهای مختلفی ارائه شده است. اهم رویکردها عبارتند از:

### رویکرد حسابداری

در این رویکرد ارقام مندرج در صورت های مالی نظیر فروش، سود، بازده دارایی های شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و غیره استفاده می شود.

### رویکرد تلفیقی

در رویکرد تلفیقی سعی می شود تا از تلفیق ارقام صورت های مالی و ارزش های بازار، نسبت هایی نظیر قیمت به سود هر سهم، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ها آن ها و غیره برای تجزیه و تحلیل استفاده شود.

### رویکرد مدیریت مالی

در این رویکرد از مدل های مطرح شده در مدیریت مالی نظیر مدل ارزشیابی دارایی های سرمایه ای استفاده می شود.

### رویکرد اقتصادی

در این رویکرد عملکرد واحد تجاری با تاکید بر قدرت سودآوری دارایی های شرکت و با توجه به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه بکار گرفته شده، مورد ارزیابی قرار می گیرد.

## پیشینه

مرادی تربقان، برات اله (۱۳۸۰)، با بررسی تاثیر اهرم مالی ناشی از بدهی و افزایش سرمایه بر نسبت های سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسید که برخلاف تئوری های موجود بین نسبت های سودآوری شرکت هایی که از طریق افزایش سرمایه تامین مالی کرده اند و شرکت هایی که از بدهی برای تامین مالی استفاده کرده اند، تفاوت معناداری وجود ندارد.

مجتهدزاده و همکاران (۱۳۸۸)، رابطه تامین مالی را با سنجش های بازده دارایی ها، بازده فروش، وجوه نقد عملیاتی تقسیم بر دارایی ها، سود عملیاتی قبل از کسر استهلاک و بهره تقسیم بر دارایی ها، سود عملیاتی قبل از کسر استهلاک و بهره تقسیم بر فروش را مورد بررسی قرار دادند که نتایج آن بدین صورت بود که تامین مالی با متغیرها رابطه معنا داری ندارد.

کردستانی و همکاران (۱۳۸۹)، با بررسی تاثیر روشهای تامین مالی بر بازده آتی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسید، که بر اساس فرضیات (قیمت گذاری نادرست اوراق بهادار) و ( سرمایه گذاری بیش از حد) روشهای مختلف تامین مالی برون سازمانی بر بازده آتی سهام تاثیری منفی دارند.

بی لس و جی<sup>1</sup> (۲۰۰۷)، در یک دوره ۵ ساله، عملکرد شرکت‌ها پیرامون انتشار مجدد سهام (SEO) را با زمانی که شرکت‌ها افزایش سهامی نداشته‌اند مورد بررسی قرار دادند. نتایج بررسی‌ها نشان داد که شرکت‌ها در هنگام انتشار سهام یک بازده غیرعادی مثبت را تجربه می‌کنند. این مطلب بیانگر آن است که عملکرد عملیاتی پیرامون انتشار به طور با اهمیتی ضعیف‌تر از سایر زمان‌هاست. البته این یافته با گزارشات براو و گامبرز<sup>2</sup> (۲۰۰۰)، اکبو و نورلی<sup>3</sup> (۲۰۰۲) ولی و ژ (۲۰۰۶) که بیان کردند سود و عملکرد غیرعادی پیرامون انتشار سهام وجود ندارد، مغایر است. در هر صورت به اعتقاد بی لس و جی، عملکرد ضعیف شرکت‌ها پیرامون انتشار را می‌توان جزئی از خصوصیات بازده‌ها در بازارهای کارآمد دانست.

چنگ و همکاران<sup>4</sup> (۲۰۰۹)، به بررسی رابطه‌ی بین نظام راهبری شرکت و عملکرد عملیاتی بعد از عرضه اولیه سهام در شرکت‌های چینی پرداختند. شواهد نشان داد که این شرکت‌ها عملکرد عملیاتی بهتری قبل از عرضه اولیه سهام نسبت به صنایع مشابه داشتند.

### فرضیه‌ها

- ۱- بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت قیمت به عایدات سال آتی ارتباط وجود دارد.
- ۲- بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت قیمت به عایدات سال آتی ارتباط وجود دارد.
- ۳- بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی ارتباط وجود دارد.
- ۴- بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی ارتباط وجود دارد.
- ۵- بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت کیوتوبین سال آتی ارتباط وجود دارد.
- ۶- بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت کیوتوبین سال آتی ارتباط وجود دارد.

### روش تحقیق

روش تحقیق قیاسی - استقرایی است و از نظر جمع آوری داده‌ها با توجه به این که از صورتهای مالی استخراج شده است تاریخی می‌باشد و از نظر زمانی مقطعی است زیرا مقطعی از زمان، داده‌ها مورد بررسی قرار گرفته‌اند و از نظر هدف کاربردی است به این دلیل که با در نظر گرفتن اهمیت عملکرد عملیاتی برای مدیران شرکت و ذینفعان، تعیین رابطه بین شیوه‌های تامین مالی و عملکرد آتی به سرمایه‌گذاران در پیش بینی سودهای آتی و بالطبع قیمت گذاری شرکت و نیز به مدیریت شرکت در تصمیم‌گیری جهت تعیین روش صحیح تامین مالی کمک می‌کند.

---

<sup>1</sup> . Biles and Chi

<sup>2</sup> .Brao and Gamberz

<sup>3</sup> .Akbo and Torli

<sup>4</sup> . Cheng

## جامعه و نمونه آماری

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ در صورت داشتن شرایط زیر به عنوان جامعه آماری انتخاب شده اند:

- شرکت‌ها نباید از نوع سرمایه‌گذاری باشند.
- شرکت‌ها باید از نوع تولیدی باشند.
- تاریخ تهیه صورت‌های مالی آنها ۱۳۸۹/۱۲/۳۱ باشد.
- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ و واسطه‌گری نباشد.
- تغییرات شیوه‌های تامین مالی مثبت باشد.

برای تعیین نمونه آماری تحقیق، به پیروی از ریچارسون و همکاران ابتدا هر یک از شیوه‌های تامین مالی برون سازمانی بر اساس تغییرات تامین مالی در ۳ گروه زیر طبقه بندی می شود:

(۱)  $5\% \geq$  تغییرات هر یک از شیوه‌های تامین مالی (انتشار سهام و استقراض)

(۲)  $5\% <$  تغییرات هر یک از شیوه‌های تامین مالی (انتشار سهام و استقراض)  $\leq 0$

(۳)  $< 0$  تغییرات هر یک از شیوه‌های تامین مالی (انتشار سهام و استقراض)

اولین گروه که تامین مالی در آن‌ها بیش از ۵٪ میانگین دارایی‌های‌شان بوده است، شرکت‌های تامین مالی کننده هستند؛ دومین گروه نیز شرکت‌های با تامین مالی ضعیف تر می‌باشند. گروه سوم شرکت‌هایی بوده که به باز پرداخت دیون پرداخته‌اند. در این پژوهش برای انتخاب شرکت‌های نمونه، آنهایی که بیشتر از ۵٪ تامین مالی کرده‌اند به عنوان نمونه انتخاب شدند که، تعداد ۸۶ شرکت از طریق استقراض و ۱۱۹ شرکت از طریق انتشار سهام تامین مالی بیش از ۵٪ داشته‌اند و به عنوان شرکت‌های نمونه برای آزمون فرضیه‌ها در نظر گرفته شده‌اند.

## متغیرها و الگوی تحقیق

### متغیرهای مستقل

۱- تامین مالی از طریق استقراض: عبارت است از تفاوت بین استقراض‌های بلند مدت در سال  $t$  و  $t-1$ .

۲- تامین مالی از طریق انتشار سهام: عبارت است از تفاوت بین سهام عادی در سال  $t$  و  $t-1$ .

### متغیرهای وابسته

۱- نسبت قیمت به عایدات: عبارت است از آخرین قیمت سهام بر اساس تابلو تقسیم بر سود هر سهم اعلام شده شرکت.

۲- نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم: عبارت است از آخرین قیمت سهام بر اساس نرخ تابلو تقسیم بر ارزش دفتری هر سهم.

۳- نسبت کیوتوبین: عبارت است از ارزش بازار سهام به علاوه ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری داراییها.

## متغیرهای کنترل

- ۱- اندازه شرکت: عبارت است لگاریتم ارزش دفتری داراییها شرکت.
- ۲-نسبت اهرمی: این نسبت از تقسیم بدهی های بلند مدت بر ارزش دفتری داراییها بدست می آید.
- ۳-نسبت جاری: این نسبت از تقسیم داراییهای جاری بر بدهی های جاری بدست می آید.

### روش های آماری آزمون فرضیه ها

برای آزمون فرضیه های تحقیق از روش رگرسیون چند متغیره و برای آزمون فرضیه های آماری از نرم افزار Spss و Eviews استفاده شد.

فرضیه اول: بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت قیمت به عایدات سال آتی ارتباط وجود دارد. رگرسیون برازش برای فرضیه فوق عبارت است از:

$$1) PE_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Debt_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Rcur_{it} + \epsilon_{it}$$

که در آن:

$\beta_i$ : ضرایب تخمینی الگوهای رگرسیونی.

$PE_{it+1}$ : نسبت آخرین قیمت معاملاتی به عایدات شرکت نام در سال  $t+1$  می باشد.

$\Delta Debt_{it}$ : نسبت تغییرات استقراض های بلند مدت شرکت نام در سال  $t$  می باشد.

$Size_{it}$ : لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت نام در سال  $t$  می باشد.

$Lev_{it}$ : نسبت بدهی های بلند مدت شرکت به مجموع دارایی های شرکت نام در سال  $t$  می باشد.

$Rcur_{it}$ : نسبت دارایی های جاری شرکت به بدهی های جاری شرکت نام در سال  $t$  می باشد.

فرضیه دوم: بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت قیمت به عایدات سال آتی ارتباط وجود دارد. رگرسیون برازش برای فرضیه فوق عبارت است از:

$$2) PE_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Equity_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Rcur_{it} + \epsilon_{it}$$

که در آن:

$\Delta Equity_{it}$ : نسبت تغییرات سرمایه شرکت نام در سال  $t$  می باشد.

فرضیه سوم: بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی ارتباط وجود دارد. رگرسیون برازش برای فرضیه فوق عبارت است از:

$$3) PB_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Debt_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Rcur_{it} + \epsilon_{it}$$

که در آن:

$PB_{it+1}$ : نسبت آخرین قیمت معاملاتی به ارزش دفتری هر سهم شرکت نام در سال  $t+1$  می باشد.

فرضیه چهارم: بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی ارتباط وجود دارد.  
رگرسیون برازش برای فرضیه فوق عبارت است از:

$$4) PB_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Equity_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Rcur_{it} + \epsilon_{it}$$

فرضیه پنجم: بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت کیوتوبین سال آتی ارتباط وجود دارد.  
رگرسیون برازش برای فرضیه فوق عبارت است از:

$$5) QTobin_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Debet_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Rcur_{it} + \epsilon_{it}$$

که در آن:

$QTbin_{it+1}$ : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت نام در سال  $t+1$  می‌باشد.  
فرضیه ششم: بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت کیوتوبین سال آتی ارتباط وجود دارد.  
رگرسیون برازش برای فرضیه فوق عبارت است از:

$$6) QTobin_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Equity_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Rcur_{it} + \epsilon_{it}$$

### یافته‌های تحقیق

#### نتیجه آزمون فرضیه اول:

به منظور آزمون فرضیه فوق، شرکت‌هایی که نسبت تغییرات استقراض آنها به میانگین دارائی‌هایشان بیشتر از ۵٪ است بعنوان نمونه مورد مطالعه انتخاب شده اند. نمونه نامبرده شامل ۸۶ شرکت می‌باشد. قبل از تخمین الگوی فوق برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی یا مقطعی از آزمون F لیمر استفاده شده است. پذیرش فرضیه صفر به معنای چیدمان داده‌ها به روش مقطعی و رد آن چیدمان داده‌ها به روش ترکیبی است. نتیجه این آزمون در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱) نتیجه آزمون F لیمر

نتیجه	احتمال معناداری	درجه آزادی	میزان آماره F	شماره الگو	شیوه تامین مالی
چیدمان داده‌ها به روش مقطعی	0.8495	(85,63)	0.786532	۱	استقراض

توجه به نتایج جدول شماره ۱ نشان می‌دهد که احتمال معناداری بیشتر از ۵٪ است، لذا فرضیه صفر آزمون F لیمر مبنی بر چیدمان داده‌ها به روش مقطعی مورد قبول است. بنابراین الگوهای فوق به روش داده‌های مقطعی برآورد شده است که نتیجه حاصل در جدول شماره ۲ در صفحه بعد ارائه شده است.

### جدول ۲) نتیجه آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: نسبت قیمت به عایدات سال آتی				
روش چیدمان داده ها: مقطعی				
نمونه: ۱۳۸۱ ۱۳۸۹				
مشاهده شامل: ۱۵۳				
مقطع شامل: ۸۶				
احتمال آماره t	آماره t	ضریب تخمینی	نام متغیر	نماد متغیر
0.255	1.138	1.807	عرض از مبدأ	C
0.000	-3.614	-0.081	تغییرات در بدهی ها	ΔDEBT
0.100	1.646	0.426	اندازه شرکت	SIZE
0.000	19.520	1.988	اهرم بدهی	LEV
0.197	1.292	0.348	نسبت جاری	RCUR
نتایج اعتبار الگو و باقیمانده ها				
100.5612	آماره F فیشر		0.2093	ضریب تعیین تعدیلی
0.0000	احتمال آماره F فیشر		1.874	دوربین واتسون

با توجه به نتایج جدول فوق ضریب تعیین تعدیلی حدود ۲۱٪ است. این امر نشان می دهد که ۲۱٪ از تغییرات نسبت قیمت به عایدات در سال آتی، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این الگو توضیح داده می شود. آماره دوربین واتسون با مقدار ۸۷،۱ عدم وجود خود همبستگی میان اجزای خطا را تأیید می کند. احتمال آماره F فیشر با مقدار ۰،۰۰۰، خطی بودن مدل رگرسیون را تأیید می کند. با توجه به نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون که در جدول فوق ملاحظه می شود، احتمال تغییرات در متغیر استقراض در سطح اطمینان ۹۵٪، کمتر از ۰،۰۵ است و لذا این رابطه معنادار می باشد و دلیلی برای رد این فرضیه وجود ندارد.

### نتیجه آزمون فرضیه دوم:

به منظور آزمون فرضیه فوق، شرکتهایی که نسبت تغییرات انتشار سهام آنها به میانگین دارایی هایشان بیشتر از ۵٪ است بعنوان نمونه مورد مطالعه انتخاب شده اند. نمونه نامبرده شامل ۱۱۹ شرکت می باشد. قبل از تخمین الگوی فوق برای انتخاب بین روش داده های ترکیبی یا مقطعی از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتیجه این آزمون در جدول ۴ ارائه شده است.

### جدول ۳) نتیجه آزمون F لیمر

شیوه تأمین مالی	شماره الگو	میزان آماره F	درجه آزادی	احتمال معناداری	نتیجه
انتشار سهام	۲	1.2561	(117,164)	0.0890	چیدمان داده ها به روش مقطعی



توجه به نتایج جدول شماره ۴ نشان می‌دهد که احتمال معناداری بیشتر از ۵٪ است، لذا فرضیه صفر آزمون F لیمبر مبنی بر چیدمان داده‌ها به روش مقطعی مورد قبول است. بنابراین الگوهای فوق به روش داده‌های مقطعی برآورد شده است که نتیجه حاصل در جدول شماره ۵ در صفحه بعد ارائه شده است.

#### جدول ۴) نتیجه آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: نسبت قیمت به عایدات سال آتی				
روش چیدمان داده‌ها: مقطعی				
نمونه: ۱۳۸۰-۱۳۸۹				
مشاهده شامل: ۲۸۶				
مقطع شامل: ۱۱۹				
احتمال آماره t	آماره t	ضریب تخمینی	نام متغیر	نماد متغیر
0.000	13.414	46.927	عرض از مبدأ	C
0.000	-4.747	-0.053	تغییرات در سرمایه	$\Delta$ Equity
0.000	-4.160	489.2	اندازه شرکت	SIZE
0.000	-8.422	-27.123	اهرم بدهی	LEV

متغیر وابسته: نسبت قیمت به عایدات سال آتی				
0.000	24.564	15.486	نسبت جاری	RCUR
نتایج اعتبار الگو و باقیمانده‌ها				
171.547	آماره F فیشر	0.120	ضریب تعیین تعدیلی	
0.000	احتمال آماره F فیشر	2.016	دوربین واتسون	

با توجه به نتایج جدول فوق ضریب تعیین تعدیلی ۱۲٪ است. این امر نشان می‌دهد که ۱۲٪ از تغییرات نسبت قیمت به عایدات در سال آتی، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این الگو توضیح داده می‌شود. آماره دوربین واتسون با مقدار ۲,۰۱، عدم وجود خود همبستگی میان اجزای خطا را تأیید می‌کند. احتمال آماره F با مقدار ۰,۰۰، خطی بودن مدل رگرسیون را تأیید می‌کند. با توجه به نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون که در این جدول ملاحظه می‌شود، احتمال تغییرات در متغیر انتشار سهام در سطح اطمینان ۹۵٪، کمتر از ۰,۰۵ است و لذا این رابطه معنادار می‌باشد و دلیلی برای رد این فرضیه وجود ندارد.

### نتیجه آزمون فرضیه سوم:

قبل از تخمین الگوی رگرسیونی برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی یا مقطعی از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتیجه این آزمون در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶) نتیجه آزمون F لیمر

شبهه تأمین مالی	شماره الگو	میزان آماره	درجه آزادی	احتمال معناداری	نتیجه
استقراض	۳	0.817347	(85,63)	0.8079	چیدمان داده‌ها به روش مقطعی

توجه به نتایج جدول شماره ۱-۵ نشان می‌دهد که احتمال معناداری بیشتر از ۵٪ است، لذا فرضیه صفر آزمون F لیمر مبنی بر چیدمان داده‌ها به روش مقطعی مورد قبول است. بنابراین الگوهای فوق به روش داده‌های مقطعی برآورد شده است که نتیجه حاصل در جدول شماره ۷ ارائه شده است.

جدول ۷) نتیجه آزمون فرضیه سوم

متغیر وابسته: نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی				
روش چیدمان داده‌ها: مقطعی				
نمونه: ۱۳۸۱ ۱۳۸۹				
مشاهده شامل: ۱۵۳				
مقطع شامل: ۸۶				
نماد متغیر	نام متغیر	ضریب تخمینی	آماره t	احتمال آماره t

متغیر وابسته : نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی				
0.000	16.998	15.907	عرض از مبدأ	C
0.040	2.050	0.025	تغییرات در بدهی‌ها	ADEBT
0.000	-13.198	-2.015	اندازه شرکت	SIZE
0.000	-6.522	-3.740	اهرم بدهی	LEV
0.000	-6.116	-0.972	نسبت جاری	RCUR
نتایج اعتبار الگو و باقیمانده‌ها				
67.492	آماره F فیشر	0.198	ضریب تعیین تعدیلی	
0.000	احتمال آماره F فیشر	2.055	دوربین واتسون	

با توجه به نتایج جدول فوق ضریب تعیین تعدیلی حدود ۲۰٪ است که این امر نشان می‌دهد ۲۰٪ از تغییرات نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم در سال آتی، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این الگو توضیح داده می‌شود. آماره دوربین واتسون با مقدار ۲,۰۵، عدم وجود خود همبستگی میان اجزای خطا را تأیید می‌کند و احتمال آماره F فیشر با مقدار ۰,۰۰ خطی بودن مدل رگرسیون را تأیید می‌کند. با توجه به نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون که در این جدول ملاحظه می‌شود، احتمال متغیر مستقل تغییرات در استقراض در سطح اطمینان ۹۵٪، کمتر از ۰,۰۵ است و لذا این رابطه معنادار می‌باشد و دلیلی برای رد این فرضیه وجود ندارد.

### نتیجه آزمون فرضیه چهارم:

قبل از تخمین الگوی رگرسیونی برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی یا مقطعی از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتیجه این آزمون در جدول ۸ ارائه شده است.

جدول ۸) نتیجه آزمون F لیمر

شیوه تأمین مالی	شماره الگو	F میزان آماره	درجه آزادی	احتمال معناداری	نتیجه
انتشار سهام	۴	2.0015	(117,164)	0.000	چیدمان داده‌ها به روش تابلویی

توجه به نتایج جدول شماره ۸ نشان می‌دهد که احتمال معناداری کمتر از ۵٪ است لذا فرضیه صفر رد و چیدمان داده‌ها به روش تابلویی مورد قبول است. پس از انتخاب روش داده‌های تابلویی، این پرسش مطرح است که آیا تفاوت در عرض از مبدأ واحدهای مقطعی به طور ثابت عمل می‌کند یا اینکه عملکردهای تصادفی می‌توانند این اختلاف بین واحدها را به طور واضح‌تری بیان نمایند.

که این دو روش به ترتیب روش اثرات ثابت (فرضیه یک) و اثرات تصادفی (فرضیه صفر) نامیده می‌شوند. برای تشخیص این موضوع، از آزمون هاسمن استفاده شده است که نتایج آن در جدول شماره ۹ در صفحه بعد ارائه شده است:

جدول ۹: نتایج آزمون هاسمن

نتیجه	احتمال معناداری	درجه آزادی	میزان آماره	Effects Test
روش اثرات ثابت	0.0000	4	111.598183	Cross-section random

بنابراین الگوی فوق به روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برآورد شده است که نتیجه حاصل در جدول شماره ۱۰ ارائه شده است:

جدول ۱۰: نتیجه آزمون فرضیه چهارم

متغیر وابسته: نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی				
روش چیدمان داده ها: تابلویی				
نمونه: ۱۳۸۰-۱۳۸۹				
مشاهده شامل: ۲۸۶				
مقطع شامل: ۱۱۹				
نماد متغیر	نام متغیر	ضریب تخمینی	آماره t	احتمال آماره t
C	عرض از مبدأ	25.177	4.455	0.000
$\Delta$ Equity	تغییرات در سرمایه	-۷.۸۲	-0.872	0.386
SIZE	اندازه شرکت	-4.002	-4.026	0.000
LEV	اهرم بدهی	0.698	0.257	0.798
RCUR	نسبت جاری	-0.025	-0.050	0.960
نتایج اعتبار الگو و باقیمانده‌ها				
ضریب تعیین تعدیلی	0.461	آماره F فیشر	2.489	
دوربین واتسون	2.124	احتمال آماره F فیشر	0.000	

با توجه به نتایج جدول فوق ضریب تعیین تعدیلی ۴۶٪ است که این امر نشان می‌دهد ۴۶٪ از تغییرات نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم در سال آتی، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این الگو توضیح داده می‌شود. آماره دوربین واتسون با مقدار ۲،۱۲، عدم وجود خود همبستگی میان اجزای خطا را تأیید می‌کند. احتمال آماره F فیشر با مقدار ۰،۰۰۰ خطی بودن مدل رگرسیون را تأیید می‌کند. با توجه به نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون که در این جدول ملاحظه می‌شود، احتمال

متغیر مستقل تغییرات در انتشار سهام در سطح اطمینان ۹۵٪، بیشتر از ۰,۰۵ است در نتیجه رابطه معناداری بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی وجود ندارد.

### آزمون فرضیه پنجم:

قبل از تخمین الگوی رگرسیونی برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی یا مقطعی از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتیجه این آزمون در جدول ۱۱ ارائه شده است.

جدول (۱۱) نتیجه آزمون F لیمر

شبهه تأمین مالی	شماره الگو	F میزان آماره	درجه آزادی	احتمال معناداری	نتیجه
استقراض	۵	3.034051	(85,63)	0.0000	چیدمان داده‌ها به روش تابلویی

توجه به نتایج جدول شماره ۱۰ نشان می‌دهد که احتمال معناداری کمتر از ۵٪ است لذا فرضیه صفر رد و چیدمان داده‌ها به روش تابلویی مورد قبول است. پس از انتخاب روش داده‌های تابلویی، جهت انتخاب روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است که نتایج آن در جدول شماره ۱۲ ارائه شده است:

جدول ۱۲: نتایج آزمون هاسمن

Effects Test	میزان آماره	درجه آزادی	احتمال معناداری	نتیجه
Cross-section random	14.087527	4	0.0070	روش اثرات ثابت

بنابراین الگوی فوق به روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برآورد شده است که نتیجه حاصل در جدول شماره ۱۳ در صفحه بعد ارائه شده است:

جدول (۱۳) نتیجه آزمون فرضیه پنجم

متغیر وابسته: نسبت کیوتوین سال آتی
روش چیدمان داده‌ها: تابلویی
نمونه: ۱۳۸۹ ۱۳۸۱
مشاهده شامل: ۱۵۳

متغیر وابسته : نسبت کیوتوین سال آتی				
احتمال آماره t	آماره t	ضرب تخمینی	نام متغیر	نماد متغیر
0.000	4.043	6.231	عرض از مبدأ	<b>C</b>
0.048	-1.731	-0.199	تغییرات در بدهی‌ها	<b>ΔDEBT</b>
0.001	3.380	0.903	اندازه شرکت	<b>SIZE</b>
0.552	-0.598	-0.428	اهرم بدهی	<b>LEV</b>
0.443	-0.773	-0.111	نسبت جاری	<b>RCUR</b>
نتایج اعتبار الگو و باقیمانده‌ها				
3.113	آماره F فیشر		0.553	ضرب تعیین تعدیلی
0.000	احتمال آماره F فیشر		1.841	دوربین واتسون

با توجه به نتایج جدول فوق ضریب تعیین حدود ۵۵٪ است. این امر نشان می‌دهد که ۵۵٪ از تغییرات نسبت کیوتوین در سال آتی، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این الگو توضیح داده می‌شود. آماره دوربین واتسون با مقدار ۱,۸۴، عدم وجود خود همبستگی میان اجزای خطا را تأیید می‌کند. احتمال آماره F کمتر از ۰,۰۱ است و در سطح اطمینان ۹۹٪، خطی بودن مدل رگرسیون به طور کلی تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون که در این جدول ملاحظه می‌شود، احتمال متغیرهای اندازه شرکت و تغییرات در استقراض در سطح اطمینان ۹۵٪، کمتر از ۰,۰۵ است و لذا این رابطه معنادار می‌باشد و دلیلی برای رد این فرضیه وجود ندارد.

### آزمون فرضیه ششم:

قبل از تخمین الگوی رگرسیونی برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی یا مقطعی از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتیجه این آزمون نشان می‌دهد که احتمال معناداری کمتر از ۵٪ است لذا فرضیه صفر رد و چیدمان داده‌ها به روش تابلویی مورد قبول است. پس از انتخاب روش داده‌های تابلویی، جهت انتخاب روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است که نتایج آن در جدول شما ۱۴ ارائه شده است. بنابراین الگوی فوق به روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برآورد شده است.

### جدول ۱۴) نتیجه آزمون فرضیه ششم

متغیر وابسته : نسبت کیوتوین سال آتی	
روش چیدمان داده ها: تابلویی	
نمونه : ۱۳۸۰ ۱۳۸۹	
مشاهده : ۲۸۶	
مقطع شانل: ۱۱۹	

متغیر وابسته : نسبت کیوتوین سال آتی				
احتمال آماره t	آماره t	ضرب تخمینی	نام متغیر	نماد متغیر
0.000	8.315	11.576	عرض از مبدأ	<b>C</b>
0.399	0.847	1.036	تغییرات در سرمایه	<b>ΔEquity</b>
0.000	-7.445	-1.868	اندازه شرکت	<b>SIZE</b>
0.000	-4.473	-4.757	اهم بدهی	<b>LEV</b>
0.082	1.751	0.344	نسبت جاری	<b>RCUR</b>
نتایج اعتبار الگو و باقیماندها				
2.489	آماره F فیشر	0.461	ضرب تعیین تعدیلی	
0.000	احتمال آماره F فیشر	2.124	دوربین واتسون	
14.087527	آماره هاسمن	3.034051	آماره F لیمر	
0.0070	احتمال آماره هاسمن	0.0000	احتمال آماره F لیمر	

ضرب تعیین حدود ۴۶٪ است. این امر نشان می‌دهد که ۴۶٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این الگو توضیح داده می‌شود. آماره دوربین واتسون با مقدار ۲،۱۲، عدم خود همبستگی میان اجزای خطا را تأیید می‌کند. احتمال آماره F کمتر از ۰،۰۱ است و در سطح اطمینان ۹۹٪، خطی بودن مدل رگرسیون به طور کلی تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون که در این نگاره ملاحظه می‌شود، به دلیل اینکه احتمال معناداری این متغیر بیشتر از ۵٪ است این رابطه معنادار نمی‌باشد و لذا دلیلی برای پذیرش این فرضیه جود ندارد.

#### خلاصه نتایج فرضیه ها

ردیف	فرضیه	نتیجه آزمون
فرضیه اول	بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت قیمت به عایدات سال آتی ارتباط وجود دارد.	تایید- معکوس
فرضیه دوم	بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت قیمت به عایدات سال آتی ارتباط وجود دارد.	تایید- معکوس
فرضیه سوم	بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی ارتباط دارد.	تایید- مستقیم
فرضیه چهارم	بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی ارتباط وجود دارد.	رد
فرضیه پنجم	بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت کیوتوین سال آتی ارتباط وجود دارد.	تایید- معکوس

فرضیه ششم	بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت کیوتوبین سال آتی ارتباط وجود دارد.	رد
-----------	---	----

### محدودیت ها

۱) ارائه نشدن صورت های مالی در برخی شرکت های به صورت متوالی و یا ناقص بودن آن ها نیز باعث محدود شدن شرکت ها در جامعه آماری تحقیق گردیده است.

۲) الزام شرکت ها به رعایت استانداردهای حسابداری از شروع سال مالی ۱۳۷۸، می تواند این حدس را تقویت نماید که کیفیت داده ها و اطلاعات مالی استفاده شده در تحقیق در سال های قبل و بعد از ۱۳۷۸ از لحاظ کیفی نامتقارن هستند. بالطبع کیفیت این داده ها می تواند نتیجه تحقیق را به گونه دیگری تغییر دهد.

### نتیجه گیری

همان طور که ملاحظه شد:

طبق نتیجه آزمون فرضیه اول، رابطه معنادار و معکوس بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت قیمت به عایدات سال آتی وجود دارد به عبارت دیگر تامین مالی از طریق استقراض افت عملکرد را به دنبال داشته است. نتیجه به دست آمده موافق نتایج مک لوئین<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) لوئیس، روگلسکی و سوارد<sup>۲</sup> (۲۰۰۱)، برادشو، ریچاردسون<sup>۳</sup> (۲۰۰۶)، چنگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۷)، بی لس و جی<sup>۵</sup> (۲۰۰۷) اما مخالف نتایج آزاد پیله رود (۱۳۸۰)، مرادی تربقان (۱۳۸۰) و مجتهد زاده و همکاران (۱۳۸۸) است. همچنین نتیجه فرضیه فوق مطابق با مبانی نظری می باشد.

طبق نتیجه آزمون فرضیه دوم، رابطه معنادار و معکوس بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت قیمت به عایدات سال آتی وجود دارد به عبارت دیگر تامین مالی از طریق انتشار سهام باعث افت عملکرد شده است. نتیجه به دست آمده موافق نتایج مک لوئین (۱۹۹۸) لوئیس، روگلسکی و سوارد (۲۰۰۱)، برادشو، ریچاردسون (۲۰۰۶)، چنگ و همکاران (۲۰۰۷)، بی لس و جی (۲۰۰) اما مخالف نتایج آزاد پیله رود (۱۳۸۰)، مرادی تربقان (۱۳۸۰) و مجتهد زاده و همکاران (۱۳۸۸) است. همچنین نتیجه فرضیه فوق مطابق با مبانی نظری و مباحث مربوط به سلسله مراتب گزینه های تامین مالی می باشد.

<sup>۱</sup> . Loein

<sup>۲</sup> . Loeis and Roglski and Soovard

<sup>۳</sup> . Bradsho and Richardson

<sup>۴</sup> . Chng et al.

<sup>۵</sup> . Lous and jei



طبق نتیجه آزمون فرضیه سوم، رابطه معنادار و مستقیم بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی وجود دارد به عبارت دیگر تامین مالی از طریق استقراض باعث بهبود عملکرد شده است. نتیجه به دست آمده مطابق با هیچکدام از مفروضات مبانی نظری و نتایج تحقیقات پیشین نمی باشد.

طبق نتیجه آزمون فرضیه چهارم، رابطه معناداری بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم سال آتی وجود ندارد. نتیجه به دست آمده موافق نتایج آزاد پيله رود (۱۳۸۰)، مرادی تربقان (۱۳۸۰)، مجتهد زاده و همکاران (۱۳۸۸) و مخالف نتایج مک لوئین (۱۹۹۸) لوئیس، روگلسکی و سوارد (۲۰۰۱)، برادشو، ریچاردسون و اسلون (۲۰۰۶)، چنگ و همکاران (۲۰۰۷)، بی لس و جی (۲۰۰۷) و مباحث مربوط به سلسله مراتب تامین مالی و مبانی نظری می باشد.

طبق نتیجه آزمون فرضیه پنجم، رابطه معنادار و معکوس بین تامین مالی از طریق استقراض با نسبت کیوتوبین سال آتی وجود دارد نتیجه به دست آمده موافق نتایج مک لوئین (۱۹۹۸) لوئیس، روگلسکی و سوارد (۲۰۰۱)، برادشو، ریچاردسون و اسلون (۲۰۰۶)، چنگ و همکاران (۲۰۰۷)، بی لس و جی (۲۰۰۷) اما مخالف نتایج آزاد پيله رود (۱۳۸۰)، مرادی تربقان (۱۳۸۰) و مجتهد زاده و همکاران (۱۳۸۸) است. همچنین نتیجه فرضیه فوق مطابق با مبانی نظری می باشد.

طبق نتیجه آزمون فرضیه ششم، رابطه معناداری بین تامین مالی از طریق انتشار سهام با نسبت کیوتوبین سال آتی وجود ندارد. نتیجه به دست آمده موافق نتایج آزاد پيله رود (۱۳۸۰)، مرادی تربقان (۱۳۸۰) و مجتهد زاده و همکاران (۱۳۸۸) و مخالف نتایج مک لوئین (۱۹۹۸) لوئیس، روگلسکی و سوارد (۲۰۰۱)، برادشو، ریچاردسون و اسلون (۲۰۰۶)، چنگ و همکاران (۲۰۰۷)، بی لس و جی (۲۰۰۷) و مباحث مربوط به سلسله مراتب تامین مالی و مبانی نظری می باشد.

## منابع

۱. آزاد پيله رود، مریم، (۱۳۸۰)، "بررسی تاثیر شیوه های تامین مالی بر روی نسبت های سودآوری (ROA , ROE ) ROI در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی – واحد علوم تحقیقات.
۲. تقوی، مهدی، (۱۳۸۰)، **مدیریت مالی (۱)**، تهران: دانشگاه پیام نور
۳. دلاوری، جواد، (۱۳۷۷)، "بررسی تاثیر روشهای تامین مالی بر روی نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه (کارشناسی ارشد) – دانشگاه تربیت مدرس.

۴. رحیمیان، نظام الدین، (۱۳۸۱)، "تاملی در شیوه های تامین مالی در واحد اقتصادی"، **ماهنامه حسابداری**، شماره

۱۴۶، ص ۲۷ و ۲۸

۵. مرادی تربقان، برات اله، (۱۳۸۰)، "بررسی تاثیر اهرم مالی ناشی از بدهی و افزایش سرمایه بر نسبت های سودآوری

شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق(ع).

۶. مجتهدزاده، ویدا و همکاران، (۱۳۸۸)، "رابطه تامین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱، ص ۱۵ و ۱۶

۷. کردستانی و همکاران، (۱۳۸۸)، "بررسی تاثیر روشهای تامین مالی بر بازده آتی سهام"، **پیشرفت های**

**حسابداری**، شماره دوم.

8. Bayless, M., Jay, N., (2007), "A multi period evaluation of returns following seasoned equity offerings", **Journal of Economics and Business**.
9. Bayless, M., Jay, N., (2003), "Is the performance of firms following seasoned equity issues anomalous", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 27, PP. 1273-1296
10. Bradsha, Mark, T., Richardson, Scott A., Sloan, G. Richard, (2006), "The relation between corporate financing activities, analysts forecasts and stock returns", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 42, PP. 53-85
11. Cassar, Gavin, John, (2005), "External Financing and Firm Operating Performance", Dissertation PHD: university of California, Berkeley.
12. Cohena, Daniel A., Z. Lys, Thomas, (2006), "Weighing the evidence on the relation between external corporate financing activities, accruals and stock returns", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 42, PP. 87-105
13. Lewis, Craig M., Rogalski, Richard J., Seward, James, K., (2001), "The long – run performance of firms that issue convertible debt : an empirical analysis of

operating characteristics and analyst forecasts", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 7, PP. 447-474

14. Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf, (1984), "Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have", **Journal of Financial Economics**.

**firms have information that investors do not have"** Journal of Financial Economics.

### **The relationship between the external financing methods with the future financial operation**

In this article, the relationship between the external financing methods with the future financial operation during the years 1380-1390 will be discussed.

Performance evaluation by use of the accounting and market values approach has been used.

The statistic model which used for testing hypothesis is the Multivariate regression.

Basically six hypotheses about the relationship between external financing methods and performance evaluation criteria have been developed based on the type of industry.

Independent variables are included: 1) financing through borrowing, and 2) financing through the share and Equity

Dependent variables are included: 1) the ratio of price to income 2) the ratio of price to book value per share 3) the Kyotobin ratio

The results of hypothesis show and state that financing with both of two methods and approach has Significant and indirect relation with ratio of price to income in the next year but financing through the borrowing has Significant and direct relation with the ratio of price to book value per share and the Kyotobin ratio in the next year and finally the financing through the share and Equity has no Significant relation with the Kyotobin ratio in the next year

Keywords: external financing, the ratio of price to income, the ratio of price to book value per share, the ratio of Kyotobin