

بررسی رابطه بین روش‌های مختلف تأمین مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران

محمد خدائی وله زافر د^۱، محمد حسین سلیمی آقالطفعلی^{۲*}

۱. استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال

۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه پیام نور واحد بهشهر مازندران

دریافت: (۱۳۹۳/۰۲/۲۵) پذیرش: (۱۳۹۳/۰۵/۳۰)

To Survey the Relationships Between Different Methods of Financing and Stock Returns in Tehran Stock Exchange

Mohammad Khodaei Valahzghard¹, Mohammad Hossein Salimi Aghalotfali²

. Assistant Professor Department of Accounting of Management Tehran North Branch Islamic Azad University

2. M.A. Accounting, Payam Noor University

Received: (2014/05/15) Accepted: (2014/08/21)

Abstract

The economical units require financial sources because of various reasons. The different ways of financial for accessing to the best structure of capital and making value have special importance for owners of company. This research is done for answering to this question: "which financial activities are effective for making yield for companies?" In fact the research is done in order to identify the relationship between the financial activities and the variable stock return. For achieving the research purposes, 106 companies that are accepted in Tehran stock exchange have been chosen judgingly from 1380 to 1386 and the research hypothesis have been tested by using 574 observations for every four research variables. The research variables have been accepted by using Spearman and Pearson's Correlation tests and regression analysis, too. The result of the research show that in accepted companies by Tehran Stock Exchange, the absorption of financial sources through financial activities that include financial by stock emission, borrowing and making debt, have had a negative affection on future yield of stock and by increasing them, the stock yield will decrease.

Keywords

Financing; Capital Structure; Return; Borrowing.

چکیده

واحدهای اقتصادی به دلایل مختلفی به منابع مالی نیازمند هستند و راهکارهای مختلف تأمین مالی به منظور دسترسی به ساختار بهینه سرمایه و خلق ارزش برای مالکان شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. این پژوهش برای پاسخ به این سؤال انجام گرفته است که کدام یک از فعالیت‌های تأمین مالی در جهت ایجاد بازده برای شرکت‌ها مؤثر است. در واقع تحقیق، برای شناسایی رابطه بین فعالیت‌های تأمین مالی و متغیر بازده سهام انجام گرفته است. برای نیل به اهداف تحقیق، تعداد ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ به صورت قضاوتی انتخاب و با استفاده از ۵۷۴ مشاهده برای هر یک از چهار متغیر تحقیق، فرضیه‌های تحقیق آزمون شده است. فرضیه‌های تحقیق با استفاده از آزمون‌های اسپیرمن و پیرسون و تحلیل رگرسیون پذیرفته شده است. نتایج تحقیق نشان‌دهنده آن است که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جذب منابع مالی از طریق فعالیت‌های تأمین مالی که شامل تأمین مالی از طریق انتشار سهام و تأمین مالی از طریق استقراض و ایجاد بدهی می‌باشد بر بازده آتی سهام تأثیر منفی داشته و با افزایش آنها بازده سهام کاهش می‌یابد.

واژه‌های کلیدی

تأمین مالی، ساختار سرمایه، بازده سهام، استقراض.

مقدمه

تجاری قرار داشته است. از نقطه نظر قانونی نیز، قوانین تجاری متناسب با شرایط محیطی و زمانی، درخصوص فعالیت واحدهای اقتصادی، نظارت بر عملکرد شفاف آنها، قانون ورشکستگی، استانداردهای حسابداری و گزارشگری مالی و غیره وجود نداشته است.

نظام اقتصادی ایران نیز از این محدودیت‌ها و نارسایی‌ها ایمن نبوده است. با این وجود، حرکت به سمت اقتصاد بازار، همراه با توسعه کیفی و کمی بازار سرمایه در دو دهه اخیر، رواج انتشار اوراق مشارکت به عنوان یکی از منابع اصلی تأمین مالی، تدوین استانداردهای حسابداری و حسابرسی لازم الاجرا برای واحدهای اقتصادی و ... فرصتی فراهم نموده است که مدیران مالی شرکت‌ها، در انتخاب گزینه‌های تأمین مالی برای دست یافتن به یک الگوی مطلوب ساختار سرمایه، با آزادی عمل بیشتری درخصوص حداکثر کردن ارزش شرکت‌ها مواجه گردند. به طور حتم، آزادی عمل مدیران در انتخاب الگوی مطلوب ساختار سرمایه، در پرتو توسعه کمی و کیفی بازار سرمایه به طور عام و گزینه‌های منابع تأمین مالی به طور خاص، زمینه یا بستر مساعد برای نیل به هدف حداکثر ساختن ثروت صاحبان سهام و متعاقباً رفاه اقتصادی جامعه را فراهم خواهد نمود. در این تحقیق رابطه بین رویکردهای مختلف تأمین مالی و بازده سهامداران مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

تعریف موضوع

راهکارهای تأمین مالی یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در راستای افزایش ثروت سهامداران به شمار می‌رود. رشد و ادامه فعالیت شرکت‌ها نیازمند منابع مالی است که تأمین این منابع معمولاً با محدودیت همراه است. بنابراین برای تداوم فرایند جذب منابع، نحوه استفاده از آن باید به گونه‌ای باشد که موجبات ایجاد سهم مناسبی از ارزش برای تأمین‌کنندگان و استفاده‌کنندگان را فراهم بیاورد.

به طور کلی واحدهای فعال اقتصادی استفاده از منابع خارجی نظیر وجوه ناشی از افزایش سرمایه و استقراض را به دو دلیل مورد استفاده قرار می‌دهند:

۱. اجرای پروژه‌های سرمایه‌ای؛ نظیر طرح‌های توسعه و همچنین افزایش کارایی عملیات جاری در حال اجرا،
۲. اصلاح ساختار سرمایه در جهت کاستن از هزینه‌های مالی ناشی از بدهی‌ها و کمک به افزایش بازده سهامداران.

ایجاد و توسعه روزافزون بنگاه‌های اقتصادی نیازمند تأمین منابع مالی قابل ملاحظه است که از عهده موسسین، خارج می‌باشد. بازار سرمایه برای شرکت‌ها این امکان را فراهم می‌آورد که منابع مالی موردنیاز خود را از طریق عرضه اوراق بهادار تأمین نمایند. به عبارت دیگر بازار سرمایه به صورت کانالی جهت انتقال منابع از پس‌اندازکنندگان به مصرف‌کنندگان مالی عمل می‌نماید و از طریق فراهم آوردن سرمایه مورد نیاز بنگاه‌های اقتصادی و تخصیص بهینه منابع، نقش عمده‌ای در اقتصاد کشورها ایفا می‌کند. مدیران با استفاده از منابع به دست آمده در جهت بقاء و رشد سازمان خود تلاش می‌کنند. این در حالی است که شرایط رقابتی شدید، بحران‌های مالی، اقتصادی، سیاسی و الزامات مالکیتی و قانونی، شرکت‌ها را بر آن داشته تا منابع بیشتری را مطالبه نموده و گاه منابع حاصل از نتایج عملیات واحد اقتصادی را نیز که متعلق به مالکان است، درون واحد اقتصادی مجدداً سرمایه‌گذاری نمایند.

از آنجا که روش‌های تأمین مالی به همراه تصمیمات سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود بر ارزش و در نهایت بر ثروت سهامداران مؤثر است، شناسایی الگوها و مدل‌هایی که تصمیم‌گیری شرکت‌ها و مدیران از آن تبعیت می‌کند، از اهمیت بسزایی برخوردار است. اگر چه موضوع ساختار سرمایه در اقتصاد بازار کشورهای توسعه یافته اهمیت و جایگاه خاص خود را دارد، اما هنوز در نظام اقتصادی کشورهای در حال توسعه این موضوع بنا به دو دلیل عمده در حاله‌ای از ابهام باقیمانده است. اول اینکه کشورهای دارای اقتصاد در حال توسعه اهمیت اندکی را به نقش واحدهای اقتصادی در فرایند توسعه اقتصادی قائل شده‌اند. بنابراین واحدهای تجاری بزرگ که در واقع رهبران بالقوه فرآیند صنعتی شدن و توسعه در کشورهای کمتر توسعه یافته به شمار می‌روند، در فرهنگ توسعه، جایگاه خود را پیدا نکرده‌اند. دوم اینکه، تقریباً تا دو دهه اخیر، واحدهای اقتصادی در اغلب کشورهای کمتر توسعه یافته، در انتخاب گزینه‌های منابع تأمین سرمایه مورد نیاز خود با محدودیت‌های اساسی مواجه بوده‌اند. از جمله این محدودیت‌ها می‌توان به حاکمیت اقتصاد دولتی و سلب رقابت از واحدهای اقتصادی غیردولتی، عدم توسعه بازار سرمایه و محدود بودن منابع تأمین مالی اشاره کرد. لذا تأمین مالی واحدهای اقتصادی غالباً در انحصار موسسات مالی و نهادهای اعتباری نظیر بانک‌های

محسوب می‌گردد (مودیلیانی - میلر، ۱۹۶۳). تحقیقی در سال ۲۰۰۶ توسط برادشا و ریچاردسون^۱ در رابطه با فعالیت‌های ناشی از تامین مالی، پیش‌بینی تحلیلگران سهام و بازده سهام مورد بررسی قرار گرفت و نشان داد بین خالص وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام رابطه معکوس وجود دارد. در همان سال تحقیقی توسط توماس و کوهن^۲ در مورد رابطه بین فعالیت‌های تامین مالی، حساب‌های تعهدی و بازده سهام انجام گرفت. این تحقیق به دنبال تحقیق برادشا و ریچاردسون انجام گرفت و نتایج یکسانی بدست آمد^۳. به عقیده میشلز^۴ و دیگران (۱۹۹۹) تحقیقات ساختار سرمایه در هر نقطه زمانی، تنها بخشی از واقعیت را به تصویر می‌کشد. به همین علت محققان مختلف در بررسی اثر متغیرهای داخل و خارج شرکتی بر ساختار سرمایه، به تناسب موقعیت و محیط‌های اقتصادی و فرهنگی متفاوت به نتایج نامتشابهی دست یافته‌اند. به عنوان مثال دیسمساک، پادیل و پستو^۵ (۲۰۰۴) با بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های منطقه آسیای میانه به این نتیجه رسیدند که ساختار سرمایه تحت تأثیر محیط و فضایی است که شرکت‌ها در آن فعالیت دارند. به عقیده آنان و بسیاری دیگر، بحران‌های سیاسی و اقتصادی مختلف، از جمله بحران مالی ۱۹۹۷ و فضاهای متفاوت اقتصادی و فرهنگی حاکم بر فعالیت شرکت‌ها تعیین‌کننده نوع و میزان تأثیر متغیرهای حاکم بر

هر چند به کارگیری وجوه حاصل از تامین مالی می‌تواند به طور همزمان هر دو هدف فوق را دنبال نماید، اما مسئله مهم در این راه بررسی اثر ناشی از تامین مالی بر بازده کل شرکت خواهد بود. به عبارت دیگر در یک بازار کارا، رشد و سودآوری شرکت و در نهایت افزایش ثروت سهامداران زمانی محقق خواهد شد که بازدهی ناشی از به کارگیری منابع مالی ناشی از انتشار سهام بیش از هزینه‌های مالی ناشی از بدهی‌های شرکت و هزینه فرصت ناشی از پروژه‌های سرمایه‌ای مورد اجرا باشد. در واقع انجام این تحقیق برای پاسخ به این سؤال است آیا بین رویکردهای مختلف تامین مالی و بازده سهام رابطه وجود دارد و در صورت وجود رابطه، هر یک از روش‌های تامین مالی چه تاثیری بر روی بازده شرکت دارند؟

اهداف تحقیق

از اهداف کلی این تحقیق می‌توان به ایجاد رهنمودهایی برای مدیران شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران (بالقوه - بالفعل) و همچنین اعتباردهندگان در راستای تشخیص چگونگی ارتباط بین روش‌های تامین مالی و بازده آتی سهام اشاره کرد. بدین ترتیب کلیه ذینفعان با استفاده از شاخص‌های مناسب به ارزیابی و تجزیه و تحلیل وضعیت مالی شرکت‌ها پرداخته و همچنین درک و پیش‌بینی توانایی واحدهای اقتصادی در ارزش آفرینی برای سهامداران تسهیل می‌گردد. هدف کلی پژوهش بررسی رابطه بین روش‌های تامین مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران است. در صورت وجود رابطه معنادار بین هر یک از روش‌های تامین مالی (انتشار سهام - استقراض) با بازده سهام، مدیران باید در انتخاب منابع مالی، تأثیر آن را بر ارزش شرکت در نظر بگیرند و در صورت عدم وجود همبستگی، محدودیتی در انتخاب منابع مالی وجود نخواهد داشت.

پیشینه تحقیق

موضوع ساختار سرمایه را برای نخستین بار مودیلیانی و میلر در دهه ۱۹۶۰ مطرح کرده است. عقیده بر این است که شناخت و ارزش‌گذاری شرکت‌ها بر اساس دارایی‌ها و چگونگی تامین مالی آنان به شناخت ساختار سرمایه وابسته است. براساس تحقیقات، در شرایطی خاص که بازار کارا نامیده می‌شود، ساختار سرمایه عاملی اساسی در تعیین ارزش شرکت

1. Mark T. Bradshaw & Scott A. Richardson

2. Daniel A. Cohen, Thomas Z

3. Bradshaw, Richardson, and Sloan (BRS) find a negative relation between their comprehensive measure of corporate financing activities and future stock returns and future profitability. Noticing that accounting accruals are increases in net operating assets on a company's balance sheet, we question whether it is possible to distinguish between the 'external financing anomaly' documented by BRS and the 'accrual anomaly' first documented by Sloan (1996). We show that once controlling for total accruals, the relation between external financing activities and future stock returns is attenuated and not statistically significant. These findings are consistent with Richardson and Sloan (2006)

4. Michaelaes

5. Dicemsaek, Padiel & Pestou

رابطه معنی‌داری وجود دارد. همچنین بین مصرف سرمایه در جهت توسعه و تکمیل کارخانه و بازده سهام نیز رابطه معنی‌داری وجود دارد ولی بین مصرف سرمایه در جهت جبران کمبود نقدینگی و اصلاح ساختار مالی و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

آقای عبدالحسین فرهودی مقدم نیز در سال ۱۳۸۲ به بررسی رابطه بین افزایش سرمایه و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج تحقیق وی حاکی از آن بود که افزایش سرمایه عامل مثبتی در جهت افزایش بازده سهام نمی‌باشد و افزایش سرمایه از طریق صدور سهام عادی باعث ازدیاد ثروت سهامداران نمی‌گردد. آقای حسن صادق‌پور در سال ۱۳۸۴ به بررسی تاثیر اندازه شرکت بر بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان داد که برای برخی از سال‌ها بین حجم فروش و اندازه شرکت با بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود داشت و در برخی سال‌ها وجود نداشت. خانم مریم شاکری نیز در سال ۱۳۸۵ به بررسی تاثیر افزایش سرمایه و نوع آن بر بازده سهام و بازده سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج آزمون فرضیه‌های وی نشان داد که نوع افزایش سرمایه تاثیری بر بازده سهام شرکت‌ها ندارد ولی از طرفی شرکت‌هایی که از محل سود انباشته و اندوخته‌ها افزایش سرمایه داده‌اند، دارای بازده سرمایه‌گذاری بالاتری نسبت به شرکت‌هایی که از طریق مطالبات حال شده و آورده‌های نقدی افزایش سرمایه داده‌اند، هستند. همچنین میزان سرمایه‌گذاری بر بازده سهام و بازده سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها ندارد. آقای دکتر حسنعلی سینیایی و آقای عبدالحسین نیسی در سال ۱۳۸۲ با هدف تعیین نوع ارتباط بین اهرم مالی شرکت با نوع صنعت، اندازه شرکت، ریسک تجاری و اهرم عملیاتی آن برای استفاده مدیران از این اطلاعات در تصمیم‌گیری‌هایشان، به بررسی عوامل مؤثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت‌های سهامی عام پرداختند. آنها دریافتند که اهرم مالی با اندازه شرکت ارتباط دارد، ولی با سایر متغیرها ارتباطی ندارد.

روش پژوهش

هدف کلی پژوهش بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین این پژوهش از نظر ماهیت موضوع از نوع تحقیقات سنجش

عملکرد شرکت‌ها است. تیتمن و ویزلس^۱ و ۱۹۹۸ و نیز هریس و راویو^۲ ۱۹۹۱ بیان می‌کنند که انتخاب متغیرهای مؤثر توضیح‌دهنده به علت نامشخص بودن میزان تأثیر و یکسانی تأثیر برای غالب شرکت‌ها با مشکل همراه است.

اکثر مطالعات تجربی فرض می‌گیرند که اثر متغیرهای خاص شرکت بر ساختار سرمایه در بین شرکت‌های با درجه اهرم مالی مختلف یکسان جلوه می‌کند. اما تحقیقاتی نیز در ارتباط با برخورد متفاوت مدیران مالی شرکت‌های اهرمی و غیراهرمی با منابع متنوع تأمین مالی انجام گرفته است. به طور کلی نتایج غالب تحقیقات انجام شده تاکنون بیان می‌کند که عامل مشخصه هر شرکت ممکن است اثر متفاوتی بر انتخاب ساختار سرمایه مطلوب داشته باشد (سینیایی، حسنعلی و رضائیان، علی، ۱۳۸۴).

محققین ایرانی تاکنون در مقاله‌های علمی بسیار زیادی به بررسی جنبه‌های مختلف ساختار سرمایه پرداخته‌اند. در سال ۱۳۸۰ آقای تورج دستیار به بررسی تغییرات نسبت بدهی بر قیمت سهام پرداخت. وی دریافت که نسبت بدهی در طی سالیان مختلف تاثیری بر قیمت سهام ندارد. خانم مریم آزاد پیلهور نیز در سال ۱۳۸۱ به بررسی تاثیر روش‌های تأمین مالی به نسبت‌های سودآوری (ROA, ROE, ROI)^۳ پرداخت. وی دریافت که نسبت‌های سودآوری یاد شده تحت تاثیر روش‌های تأمین مالی قرار نمی‌گیرد. در سال ۱۳۸۱ آقای سید جواد احمدی‌نژاد به بررسی اثر روش‌های مختلف تأمین مالی بلندمدت (افزایش سرمایه و وام بلندمدت) بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. وی دریافت که در مجموع تفاوت معنی‌داری در نسبت فروش به جمع دارایی‌ها بین شرکت‌هایی که اقدام به افزایش سرمایه نموده‌اند با شرکت‌هایی که اقدام به اخذ وام بلندمدت نموده‌اند وجود ندارد. همچنین در یافت که استفاده از بدهی موجب ایجاد اهرم مالی مطلوب و افزایش نسبت‌های بازدهی در شرکت‌های بورسی نمی‌شود. آقای هادی یزدی در سال ۱۳۸۲ به بررسی رابطه منابع و مصارف افزایش سرمایه و بازده سهام شرکت‌ها پرداخت. وی دریافت که بین تأمین سرمایه از محل مطالبات سهامداران یا از محل اندوخته‌ها (منابع سرمایه) و بازده سهام

1. Titman & wessels

2. Harris & raviv

3. Return Of Investment; Return Of Equity; Return Of Assets

روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده به عمل آمد. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری گردید و سپس داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های منتخب با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز انجام گردید.

متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته در این تحقیق بازده سهام می‌باشد که عبارت است از:

«نرخ بازدهی است که هم به لحاظ افزایش قیمت سهام و هم به لحاظ سود نقدی حاصل می‌گردد» (چارلز پی. جونز^۱، ۱۳۸۶).

$$R = \frac{P_t - P_{t-1} + D}{P_{t-1}}$$

P_t : قیمت بازار سهم در پایان دوره

P_{t-1} : قیمت بازار سهم در ابتدای دوره

D : سود نقدی تقسیمی در طی دوره

متغیرهای مستقل

متغیرهای وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی ($\Delta XFIN$)، وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام ($\Delta EQUITY$) و وجوه تامین مالی شده از طریق استقراض ($\Delta DEBT$) به عنوان متغیرهای مستقل مطرح هستند که علاوه بر اندازه‌گیری رابطه آنها با متغیر وابسته، تاثیر آنها نیز بر متغیر بازده سهام مورد اندازه‌گیری و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. روش محاسبه این متغیرها به صورت زیر است:

▪ **وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام ($\Delta EQUITY$):** بیان‌کننده خالص وجوه نقد حاصل از فروش سهام به کسر سود سهام پرداختی می‌باشد. تمام اطلاعات از نرم‌افزار جامع تدبیرپرداز استخراج شده است و از سرفصل (وجوه حاصل از افزایش سرمایه) و سرفصل (سود

همبستگی - که از نوع تحقیق‌های تجربی محسوب می‌گردد - بوده و به تشریح رابطه میان متغیرهای مالی و حسابداری با استفاده از آزمون‌های ضریب همبستگی پیرسون، اسپیرمن و رگرسیون می‌پردازد. همچنین روش‌شناسی تحقیق از نوع پس‌رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد.

فرضیات تحقیق

فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر است:

۱. بین خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی و بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد.
۲. بین وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام و بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد.
۳. بین وجوه تامین مالی شده از طریق استقراض و بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد.

جامعه آماری و انتخاب شرکت‌ها

واحد مورد مطالعه تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند که تا سال ۱۳۸۰ در بورس پذیرفته شده باشند و حداقل تا پایان سال ۱۳۸۶ مشغول فعالیت باشند. بنابراین جامعه آماری تحقیق محدود و مشخص است و براساس شرایط بیان شده، تعداد جامعه آماری تحقیق را ۴۳۹ شرکت تشکیل می‌دهند.

در این تحقیق نمونه آماری متشکل از شرکت‌هایی است که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

- سال مالی آنها به پایان اسفند ماه ختم شود.
 - اطلاعات مورد نیاز شرکت در دوره مورد بررسی موجود باشد.
 - در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد.
- براساس معیارهای فوق‌الذکر، جامعه آماری متشکل از ۱۰۶ شرکت می‌باشد. که اطلاعات این شرکت‌ها از سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده است. برای بدست آوردن مشاهده‌های برآورد شده از تعداد ۱۰۶ شرکت انتخاب شده، داده‌های آنها در طول سال‌های مورد مطالعه گردآوری شده و مقادیر متغیرهای تحقیق از آنها استخراج شده است. در این تحقیق تعداد مشاهده‌های مورد بررسی شده ۲۵۴۴ مورد می‌باشد.

1. Charles P. Jones

از روش‌های پارامتریک و ناپارامتریک بهره گرفته شده است که در ادامه به این آزمون‌ها اشاره شده است.

آزمون همبستگی اسپیرمن^۳

برای بررسی رابطه بین دو متغیر، بدلیل مختل بودن مفروضه‌های آزمون همبستگی پیرسون، از آزمون همبستگی اسپیرمن استفاده شده است. آزمون ضریب همبستگی رتبه‌ای اسپیرمن از نظر پارامترهای جامعه مستلزم هیچ مفروضه‌ای نیست. ضریب همبستگی اسپیرمن از نوع ناپارامتری است و مقدار آن بین ۱ و -۱ تغییر می‌کند و علامت آن بیان‌کننده جهت رابطه بین آنها است. اگر مقدار سطح معنی‌داری کوچکتر از ۰/۰۵ باشد، فرضیه صفر دال بر نبود رابطه در سطح اطمینان ۰/۹۵ رد شده و نتیجه‌گیری می‌شود که بین دو متغیر مورد مطالعه رابطه معنی‌داری وجود دارد. در آزمون همبستگی رتبه‌ای اسپیرمن رد فرضیه صفر لزوماً نشان‌دهنده وجود همبستگی خطی نیست، بلکه نشان می‌دهد که بین متغیرها رابطه‌ای کم یا بیش وجود دارد. فرمول آزمون به صورت زیر است:

$$r_s = 1 - \frac{6\sum d^2}{n(n^2 - 1)}$$

نماد r_s نشان‌دهنده ضریب، d نشان‌دهنده اختلاف بین جفت رتبه و n نشان‌دهنده تعداد است.

آزمون همبستگی پیرسون

برای بیان رابطه دو متغیر با سطح اندازه‌گیری نسبتی، از ضریب همبستگی پیرسون استفاده شده است. در این آزمون رابطه بین متغیرهای مورد مطالعه بدون آنکه هیچ یک از آنها دستکاری یا کنترل شود، اندازه‌گیری شده و براساس شاخص عددی که نشان‌دهنده قدرت ارتباط بین دو متغیر اندازه‌گیری شده می‌باشد، قضاوت شده است. این شاخص بیانگر این است که آیا همبستگی بدست آمده به اندازه کافی بزرگ است که بر پایه آن بتوان نتیجه گرفت که بین دو متغیر در جامعه مورد مطالعه رابطه‌ای وجود دارد. برای تصمیم‌گیری در مورد رد یا حفظ فرضیه و برای تفسیر نتایج این آزمون از قاعده تفسیر نرم‌افزار آماري استفاده شده است. اگر مقدار سطح معنی‌داری محاسبه

پرداختی) که از متن صورت جریان وجوه نقد^۱ سالانه استخراج شده استفاده شده است. تفاضل دو سرفصل بیان‌کننده خالص وجوه نقد حاصل از فروش سهام به کسر سود سهام پرداختی می‌باشد.

■ وجوه تأمین مالی از طریق استقراض

($\Delta DEBT$): بیان‌کننده خالص جریان وجوه نقد ناشی از انتشار بدهی بلندمدت شامل دریافت وام بلندمدت و صدور اوراق قرضه به کسر بازپرداخت اصل وام می‌باشد. این اطلاعات نیز از نرم‌افزار جامع تدبیر پرداز استخراج شده که از اطلاعات صورت جریان وجوه نقد استفاده شده است که شامل سرفصل (دریافت تسهیلات مالی) و سرفصل (بازپرداخت اصل تسهیلات مالی دریافتی) در همان سال می‌باشد. تفاضل دو سرفصل بیان‌کننده خالص جریان وجوه نقد ناشی از انتشار بدهی بلندمدت می‌باشد.

■ وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی

($\Delta XFIN$): ما $\Delta EQUITY$, $\Delta XFIN$ و $\Delta DEBT$ را با تقسیم بر میانگین کل دارایی‌ها (بدهی‌ها + حقوق صاحبان سرمایه) برای دو سال متوالی، به عنوان شاخص، توزین کردیم تا مقدار فعالیت جدید تأمین مالی را متناسب با دارایی‌های موجود اندازه‌گیری کنیم و متناسب با اندازه شرکت‌ها آنها را بیان کنیم تا بدین وسیله داده‌ها از یکنواختی بیشتری برخوردار شوند (برادشا و ریچاردسون، ۲۰۰۶).

$$\Delta XFIN = \Delta EQUITY + \Delta DEBT$$

در واقع نوآوری طرح تحقیق استفاده از اطلاعات صورت جریان وجوه نقد برای بررسی تغییرات ساختار سرمایه می‌باشد که از این حیث رویکردی نقدی^۲ به این موضوع دارد.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در تحقیق حاضر با استفاده از آمار توصیفی شاخص‌های آماری به خصوص دو شاخص عمده یعنی شاخص‌های گرایش به مرکز و شاخص‌های پراکندگی محاسبه و تجزیه و تحلیل شده است. از آمار استنباطی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها استفاده شده و در مورد فرضیه تعبیر و تفسیر صورت گرفته است. برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌های تحقیق

1. Statement of cash flows

2. Cash approach

3. Spearman

شیب منحنی متغیر مستقل دوم و e برابر با مقدار خطای معادله است.

یافته‌های تحقیق فرضیه اول

فرضیه صفر: بین فعالیت‌های تامین مالی و بازده سهام رابطه وجود ندارد.

فرضیه تحقیق: بین فعالیت‌های تامین مالی و بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد.

$$\begin{cases} H_0: r = 0 \\ H_1: r < 0 \end{cases}$$

$$r = -0/185 \quad p = 0/000 \quad p < 0/01$$

شدت همبستگی پیرسون بین خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی و بازده سهام براساس ۵۴۷ مشاهده با مقدار $-0/185$ دارای سطح خطای کمتر از $0/01$ است. براساس قاعده آزمون آماری و با توجه به کوچک بودن سطح خطا از $0/01$ فرضیه صفر با 99 درصد اطمینان رد شده و با توجه به منفی بودن ضریب بین دو متغیر، فرضیه تحقیق به عنوان فرضیه سالم حفظ شده است. در نتیجه می‌توان ادعا کرد که رابطه خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی و بازده سهام به صورت معنی‌دار معکوس است. با توجه به اینکه توزیع متغیرهای این فرضیه تحقیق نرمال نیستند از آزمون همبستگی اسپیرمن نیز که نیازی به مفروضه‌های مربوط به آزمون ضریب همبستگی پیرسون را ندارد، استفاده شده و وجود رابطه بین این دو متغیر با مقدار $-0/167$ و سطح خطای کمتر از $0/01$ تأیید شده است.

$$\begin{cases} H_0: r_s = 0 \\ H_1: r_s < 0 \end{cases}$$

$$r_s = -0/167 \quad p = 0/000 \quad p < 0/01$$

بنابراین با استناد به داده‌های مشاهده شده که از نمونه آماری و بر پایه تئوری احتمالات بدست آمده است، وجود رابطه معکوس بین خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی و بازده سهام به عنوان یک فرضیه سالم مورد پذیرش قرار گرفته است. نتایج آزمون در جدول زیر نمایش داده شده است.

شده کوچکتر از $0/05$ باشد، نشانگر این است که بین دو متغیر همبستگی معنی‌داری وجود دارد و مثبت یا منفی بودن ضریب نشان می‌دهد که همبستگی مثبت یا منفی است. در صورتی که سطح معنی‌داری محاسبه شده بزرگتر از $0/05$ باشد، نشان‌دهنده این است که بین دو متغیر مورد بررسی رابطه معنی‌داری وجود ندارد. ضریب همبستگی از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$r = \frac{N\sum XY - (\sum X)(\sum Y)}{\sqrt{N\sum X^2 - (\sum X)^2} \sqrt{N\sum Y^2 - (\sum Y)^2}}$$

نماد Γ نشان دهنده ضریب، نماد Π نشان دهنده تعداد، نماد X بیانگر مقدار متغیر مستقل و نماد Y بیانگر مقدار متغیر وابسته است.

تحلیل رگرسیون

کاربرد یک متغیر برای عمل پیش‌بینی در خصوص متغیر دیگر را رگرسیون می‌گویند. میزان تغییر یک متغیر بر اثر متغیر دیگر را ضریب رگرسیون نیز می‌گویند که عبارت است از میزان تغییری که در متغیر وابسته بر اثر یک واحد تغییر در متغیر مستقل بروز می‌کند (تاجداری، ۱۳۸۴). برای رسم خط رگرسیون باید از معادله رگرسیون استفاده کرد که از فرمول‌های زیر بدست می‌آید:

$$y = a + bx \Rightarrow a = \frac{\sum (x - \bar{x})(y - \bar{y})}{\sum (x - \bar{x})^2}, \quad b = \bar{y} - ax$$

متغیرهای مستقل در تحلیل رگرسیون چندگانه می‌توانند متصل، مقوله‌ای یا هر دو باشند و متغیر وابسته متصل است. فرمول عمومی معادله رگرسیون چندگانه به صورت زیر است:

$$Y = a + b_1x + b_2x + \dots + e$$

در این معادله Y برابر مقدار پیش‌بینی شده متغیر وابسته، β برابر با مقدار ثابت یا عرض از مبدا نقطه تقاطع خط رگرسیون با محور متغیر وابسته، β_1 برابر با ضریب رگرسیون یا شیب منحنی متغیر مستقل اول و β_2 برابر با ضریب رگرسیون یا

جدول ۱. نتایج آزمون ضریب همبستگی پیرسون و اسپیرمن بین متغیرهای فرضیه اول

متغیر	نام شاخص	وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی	
		نتیجه ضریب همبستگی اسپیرمن	نتیجه ضریب همبستگی پیرسون
ضریب		-۰,۱۶۷	-۰,۱۸۵
بازده سهام	سطح خطا	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰
	تعداد	۵۷۴	۵۷۴
نتیجه		رابطه منفی و معنی دار است.	رابطه منفی و معنی دار است.

بر تاثیر معکوس وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی بر بازده سهام پشتیبانی کرده است. آماره F با مقدار ۲۰/۳۴۶ بزرگتر از مقدار بحرانی و سطح خطای محاسبه شده آن کوچکتر از ۰/۰۱ است که نشان می‌دهد رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته به صورت معنی‌دار خطی است. آماره t برای متغیر مستقل با مقدار ۴/۵۱۱- کوچکتر از ۱/۹۶- است که نشان می‌دهد ضریب جزئی متغیر مستقل وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی بر متغیر بازده سهام با مقدار ۰/۱۸۵- معنی‌دار است. ضریب تعیین (R^2) نشان می‌دهد که یک واحد افزایش در تغییرات وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی، تاثیری معادل ۰/۰۳۴ بر کاهش مقدار بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار دارد. در نتیجه می‌توان ادعا کرد که با افزایش تغییرات وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی، بازده سهام کاهش نشان می‌دهد.

از تحلیل رگرسیون برای اندازه‌گیری تاثیر متغیر مستقل وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی بر متغیر وابسته بازده سهام استفاده شده است.

$$\begin{cases} H0: \beta = 0 \\ H1: \beta < 0 \end{cases}$$

$$y = \alpha + \beta X + \varepsilon$$

$$\text{Return} = 0.030 + (-0.618)(\Delta \text{FINANCE})$$

$$t = 1.553 \quad -4.511$$

$$p = 0.121 \quad 0.000$$

$$f = 20.346 \rightarrow p = 0.000$$

$$R = -0.185 \quad R^2 = 0.034$$

$$\text{Std. Error of the Estimate} = 0.4466$$

$$\beta = -0.185, t = -4.511, P = 0.000, P < 0.01$$

آماره بدست آمده از تحلیل رگرسیون از فرضیه تحقیق دال

جدول ۲. نتایج آزمون تحلیل رگرسیون متغیرهای فرضیه اول تحقیق

متغیر مستقل تحقیق	ضریب استاندارد نشده		ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح خطا
	خطای انحراف استاندارد	ضریب			
ثابت	۰,۰۱۹	۰,۰۳۰		۱,۵۵۳	۰,۱۲۱
فعالیت‌های تامین مالی	۰,۱۳۷	-۰,۶۱۸	-۰,۱۸۵	-۴,۵۱۱	۰,۰۰۰

فرضیه دوم

$$\begin{cases} H0: r = 0 \\ H1: r < 0 \end{cases}$$

$r = -0.173 \quad p = 0.000 \quad p < 0.01$

فرضیه صفر: بین وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام و بازده سهام رابطه وجود ندارد.

فرضیه تحقیق: بین وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام و بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد.

شدت همبستگی پیرسون بین وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام و بازده سهام براساس ۵۷۴ مشاهده با مقدار

دو متغیر با مقدار $-0/124$ و سطح خطای کمتر از $0/01$ تأیید شده است.

$$\begin{cases} H0 : r_s = 0 \\ H1 : r_s < 0 \end{cases}$$

$$r_s = 0/01 \quad p < 0/002 \quad p = -0/124$$

بنابراین با استناد به نتایج بدست آمده از آزمون‌های ضریب همبستگی پیرسون و اسپیرمن می‌توان ادعا کرد که رابطه وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام و بازده سهام معکوس و معنی‌دار است. در نتیجه فرضیه تحقیق پذیرفته شده است. نتیجه آزمون‌ها در جدول زیر نشان داده شده است.

$-0/173$ دارای سطح خطای کمتر از $0/01$ است. براساس قاعده آزمون آماری و با توجه به کوچک بودن سطح خطا از $0/01$ فرضیه صفر با 99 درصد اطمینان رد شده و با توجه به منفی بودن ضریب بین دو متغیر، فرضیه تحقیق به عنوان فرضیه سالم حفظ شده است. در نتیجه می‌توان ادعا کرد که رابطه بین وجوه تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام به صورت معنی‌دار معکوس است. با توجه به اینکه توزیع متغیرهای این فرضیه تحقیق نرمال نیستند از آزمون همبستگی اسپیرمن نیز که نیازی به مفروضه‌های مربوط به آزمون ضریب همبستگی پیرسون را ندارد، استفاده شده و وجود رابطه بین این

جدول ۳. نتایج آزمون ضریب همبستگی پیرسون و اسپیرمن بین متغیرهای فرضیه دوم

متغیر	نام شاخص	نتیجه ضریب همبستگی پیرسون	نتیجه ضریب همبستگی اسپیرمن
			وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام
ضریب		$-0/174$	$0/124$
بازده سهام	سطح خطا	$0/000$	$0/002$
	تعداد	574	574
نتیجه		رابطه معکوس و معنی دار است.	رابطه معکوس و معنی دار است.

آماره بدست آمده از تحلیل رگرسیون از فرضیه تحقیق دال بر تأثیر وجوه تامین مالی از طریق انتشار سهام بر بازده سهام پشتیبانی کرده است. آماره F با مقدار $17/631$ بزرگتر از مقدار بحرانی و سطح خطای محاسبه شده آن کوچکتر از $0/01$ است که نشان می‌دهد رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته به صورت معنی‌دار خطی است. آماره t برای متغیر مستقل با مقدار $-4/119$ کوچکتر از $-1/96$ است که نشان می‌دهد ضریب جزئی متغیر مستقل وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام بر متغیر بازده سهام با مقدار $-0/173$ معنی‌دار است. ضریب تعیین نشان می‌دهد که یک واحد افزایش در تغییرات وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام، تأثیری معادل $0/30$ بر کاهش مقدار بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار دارد. در نتیجه می‌توان ادعا کرد که با افزایش تغییرات وجوه تامین مالی از طریق انتشار سهام، بازده سهام کاهش نشان می‌دهد.

از تحلیل رگرسیون برای اندازه‌گیری تأثیر متغیر مستقل وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام بر متغیر وابسته بازده سهام استفاده شده است.

$$\begin{cases} H0 : \beta = 0 \\ H1 : \beta < 0 \end{cases}$$

$$y = \alpha + \beta X + \varepsilon$$

$$\text{Return} = -0.0050 + (-0.808)(\Delta \text{EQUITY})$$

$$t = -0.278 \quad -4.199$$

$$p = 0.781 \quad 0.000$$

$$f = 17.631 \rightarrow p = 0.000$$

$$R = -0.173$$

$$R^2 = 0.030$$

$$\text{Std. Error of the Estimate} = 0.44763$$

$$\beta = -0/173 \quad t = -4/199 \quad P < 0/01$$

جدول ۴. نتایج آزمون تحلیل رگرسیون متغیرهای فرضیه دوم تحقیق

متغیر مستقل تحقیق	ضریب استاندارد نشده		ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح خطا
	خطای انحراف استاندارد	ضریب			
ثابت	۰,۰۱۹	-۰,۰۰۵	-۰,۲۷۸	۰,۷۸۱	
وجوه تأمین مالی شده از طریق انتشار سهام	۰,۱۹۲	-۰,۸۰۸	-۰,۱۷۳	-۴,۱۹۹	۰,۰۰۰

فرضیه سوم

فرضیه صفر: بین وجوه تأمین مالی شده از طریق استقراض و بازده سهام رابطه وجود ندارد.

فرضیه تحقیق: بین وجوه تأمین مالی شده از طریق استقراض و بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد.

$$\begin{cases} H0: r = 0 \\ H1: r < 0 \end{cases}$$

$$r = -۰/۰۸۷ \quad p = ۰/۰۱۹ \quad p < ۰/۰۵$$

شدت همبستگی پیرسون بین وجوه تأمین مالی شده از طریق استقراض و بازده سهام براساس ۵۷۴ مشاهده با مقدار $-۰/۰۸۷$ دارای سطح خطای کمتر از $۰/۰۵$ است. براساس قاعده آزمون آماری و با توجه به کوچک بودن سطح خطا از $۰/۰۵$ فرضیه صفر با ۹۵ درصد اطمینان رد شده و با توجه به منفی بودن ضریب بین دو متغیر، فرضیه تحقیق به عنوان فرضیه سالم حفظ شده است. در نتیجه می‌توان ادعا کرد که

رابطه بین وجوه تأمین مالی شده از طریق استقراض و بازده سهام به صورت معنی‌دار معکوس است. با توجه به اینکه توزیع متغیرهای این فرضیه تحقیق نرمال نیستند از آزمون همبستگی اسپیرمن نیز که نیازی به مفروضه‌های مربوط به آزمون ضریب همبستگی پیرسون را ندارد، استفاده شده و وجود رابطه بین این دو متغیر با مقدار $-۰/۱۲۰$ و سطح خطای کمتر از $۰/۰۱$ تأیید شده است.

$$\begin{cases} H0: r_s = 0 \\ H1: r_s < 0 \end{cases}$$

$$r_s = -۰/۱۲۰ \quad p = ۰/۰۰۲ \quad p < ۰/۰۱$$

بنابراین با استناد به نتایج بدست آمده از آزمون‌های ضریب همبستگی پیرسون و اسپیرمن می‌توان ادعا کرد که رابطه وجوه تأمین مالی شده از طریق استقراض و بازده سهام معکوس و معنی‌دار است. در نتیجه فرضیه تحقیق پذیرفته شده است. نتیجه آزمون‌ها در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون ضریب همبستگی پیرسون و اسپیرمن بین متغیرهای فرضیه سوم

متغیر	نام شاخص	نتیجه ضریب همبستگی پیرسون	نتیجه ضریب همبستگی اسپیرمن
ضریب		-۰,۰۸۷	-۰,۱۲۰
بازده سهام	سطح خطا	۰,۰۱۹	۰,۰۰۲
	تعداد	۵۷۴	۵۷۴
نتیجه		رابطه معکوس و معنی دار است.	رابطه معکوس و معنی دار است.

تاثیر وجوه تامین مالی شده از طریق استقراض بر بازده سهام پشتیبانی کرده است. آماره F با مقدار ۴/۳۱۴ بزرگتر از مقدار بحرانی و سطح خطای محاسبه شده آن کوچکتر از ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته به صورت معنی‌دار خطی است. آماره t برای متغیر مستقل با مقدار ۲/۰۷۷- کوچکتر از ۱/۹۶- است که نشان می‌دهد ضریب جزئی متغیر مستقل وجوه تامین مالی شده از طریق استقراض بر متغیر بازده سهام با مقدار ۰/۰۸۷- معنی‌دار است. ضریب تعیین نشان می‌دهد که یک واحد افزایش در تغییرات وجوه تامین مالی از طریق استقراض، تاثیری معادل ۰/۰۰۷ بر کاهش مقدار بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار دارد. در نتیجه می‌توان ادعا کرد که با افزایش وجوه تامین مالی از طریق استقراض، بازده سهام کاهش نشان می‌دهد.

از تحلیل رگرسیون برای اندازه‌گیری تاثیر متغیر مستقل وجوه تامین مالی شده از طریق استقراض بر متغیر وابسته بازده سهام استفاده شده است.

$$\begin{cases} H0: \beta = 0 \\ H1: \beta < 0 \end{cases}$$

$$y = \alpha + \beta X + \varepsilon$$

$$\text{Return} = 0.030 + (-0.403)(\Delta \text{DEBT})$$

$$t = 1.418 \quad -2.077$$

$$p = 0.157 \quad 0.038$$

$$f = 4.314 \rightarrow p = 0.038$$

$$R = -0.087 \quad R^2 = 0.007$$

$$\text{Std. Error of the Estimate} = 0.45278$$

$$\beta = -0.403 \quad t = -2.077 \quad P < 0.05$$

آماره بدست آمده از تحلیل رگرسیون از فرضیه تحقیق دال بر

جدول ۶. نتایج آزمون تحلیل رگرسیون متغیرهای فرضیه سوم تحقیق

متغیر مستقل تحقیق	ضریب استاندارد نشده		ضریب استاندارد شده	آماره t	سطح خطا
	خطای انحراف استاندارد	ضریب			
ثابت	۰,۰۳	۰,۰۲۱	۱,۴۱۸	۰,۱۵۷	
فعالیت‌های تامین مالی شده از طریق استقراض	-۰,۴۰۳	۰,۱۹۴	-۲,۰۷۷	۰,۰۳۸	

فرضیه‌های تحقیق را حفظ کرده و وجود رابطه معکوس بین متغیرهای مستقل خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی، وجوه تامین مالی شده از طریق انتشار سهام و وجوه تامین مالی شده از طریق استقراض با متغیر وابسته بازده سهام تأیید کرده است. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق در جدول زیر نشان داده شده است.

نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های تحقیق با استفاده از سه نوع آزمون شامل آزمون ناپارامتریک ضریب همبستگی اسپیرمن و آزمون‌های پارامتریک ضریب همبستگی پیرسون و تحلیل رگرسیون یک متغیری و چندمتغیری مورد آزمون گرفته است. نتایج بدست آمده از هر سه آزمون با رد فرضیه‌های صفر،

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه های تحقیق با استفاده از سه نوع آزمون فرضیه

شماره فرضیه	ضریب همبستگی اسپیرمن		ضریب همبستگی پیرسون		تحلیل رگرسیون		نتیجه فرضیه تحقیق
	فرضیه صفر	فرضیه تحقیق	فرضیه صفر	فرضیه تحقیق	فرضیه صفر	فرضیه تحقیق	
	rs = 0	rs < 0	r = 0	r < 0	β = 0	β < 0	
فرضیه اول	✗	✓	✗	✓	✗	✓	تأیید
فرضیه دوم	✗	✓	✗	✓	✗	✓	تأیید
فرضیه سوم	✗	✓	✗	✓	✗	✓	تأیید

توضیح: نتایج همه فرضیه ها منفی و معنی دار است. تحلیل رگرسیون برای متغیرهای فرضیه دوم و سوم به صورت رگرسیون چندگانه نیز انجام گرفته و نتیجه بیانگر رابطه منفی و معنی دار است.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ بود. به منظور برآورد الگوی مناسب، پس از مروری اجمالی بر نظریات و کارهای تجربی انجام شده در مورد ساختار سرمایه، منابع تأمین مالی و ارتباط آن با بازده سهام در داخل و خارج کشور به خصوص تحقیقاتی که توسط برادشا و ریچاردسون و اسلون (BRS) در سال ۲۰۰۴ و به دنبال آن توماس و کوهن در سال ۲۰۰۶ انجام گرفت، به بررسی و تشریح روابط بین متغیر وابسته بازده سهام و متغیر مستقل وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی که به دو متغیر مستقل وجوه تأمین مالی شده از طریق انتشار سهام و وجوه تأمین مالی شده از طریق استقراض تفکیک شده است با استفاده از آزمون‌های همبستگی اسپیرمن و پیرسون و تحلیل رگرسیون پرداختیم. مشاهدات نشان‌دهنده رابطه منفی و معکوس بین جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی خارجی و بازده آتی سهام می‌باشد. به این معنی که با افزایش و

ورود جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بازده آنها کاهش می‌یابد. این نتایج نشانگر آن است که با توجه به شرایط اقتصادی و وضعیت بازار سرمایه ایران، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران نتوانسته‌اند از روش‌های تأمین مالی در جهت ایجاد بازده بیشینه و خلق ارزش برای مالکین شرکت بهره ببرند. البته پائین بودن ضرایب تعیین در الگوها باعث شده که نتایج حاصل با احتیاط بیان گردد. یکی از جنبه‌های دیگری که در تحقیق برادشا و ریچاردسون به آن پرداخته شده رابطه بین پیش‌بینی تحلیلگران سهام و بازده سهام می‌باشد، آنها نشان دادند که تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران انتظارات بیش از اندازه خوشبینانه در مورد بازده آتی سهام شرکت‌هایی دارند که مبادرت به استفاده از روش‌های تأمین مالی خارجی نمودند، کاهش قیمت زمانی که این انتظارات محقق نشده‌اند مشاهده شده است. برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌گردد این جنبه از تحقیقات نیز در ایران انجام شود.

منابع

- پی. جونز، چارلز، (۱۳۸۶). "مدیریت سرمایه گذاری"، (ترجمه دکتر رضا تهرانی و عسگر نوربخش)، تهران: نگاه دانش.
- سینایی، دکتر حسنعلی، رضائیان، علی، پاییز (۱۳۸۴). "بررسی تاثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی)"، پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، سال پنجم، شماره نوزدهم.
- تاجداری، پرویز، (۱۳۸۴). "روش‌های علمی تحقیق همراه با نظریه ارزشیابی"، انتشارات اتا.
- دلاور، علی (۱۳۷۴). "مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی"، انتشارات رشد، چاپ دوم
- Bradshaw, M., Richardson, S.A, (2006). "The relation between corporate financing activities, analysts forecasts and stock returns", *Journal of Accounting and Economics*, 42.
- Cohen, D.A, Lys, T.Z, (2006). "Weighing the evidence on the relation between external corporate financing activities, accruals and stock returns", *Journal of Accounting and Economics*, 42.
- Miller M. H, (1986). "Behavioral Rationality In Finance: The Case of Dividends", *Journal of business*, 59,
- Harris M., and Raviv A, (1991). "The theory of capital Structure", *Journal of financial*.
- DeAngelo, H. and R. Masulis, (1980). "Optimal Capital Structure under corporate and personal tamation", *Journal of financial Economics*, 8.
- Modigliani, F. and M. Miller, (1958). "The Cost Of Capital Corporation Finance", And The Theory Of Investment.