

## رابطه جریانهای نقدی ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام

دکتر مهدی مرادزاده فرد\*  
حسام نادعلی پور منفرد\*\*

### چکیده

روش های تامین مالی یکی از اصلی ترین حوزه های تصمیم گیری مدیران شرکتهای در راستای افزایش ثروت سهامداران به شمار می رود . رشد و ادامه فعالیت شرکتهای نیازمند منابع مالی است که تامین این منابع معمولاً با محدودیت همراه است . ایده اصلی بسیاری از تحقیقات انجام شده در این راستا آن است که آیا بازدهی سهام شرکت ها از روش های تامین مالی آنها تاثیر می پذیرد یا خیر و در صورت مثبت بودن پاسخ ، این ارتباط به چه شکلی است .

جامعه آماری تحقیق حاضر را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند که در قلمرو زمانی تحقیق (۸۶-۱۳۸۲) دارای اطلاعات لازم برای محاسبه متغیرهای تحقیق بوده اند . از بین جامعه مذکور تعداد ۱۱۱ شرکت با توجه به معیارها و ویژگی های این تحقیق مورد بررسی قرار گرفتند .

این پژوهش از نظر ماهیت موضوع از نوع تحقیقات سنجش همبستگی و تجربی پس رویدادی محسوب می گردد و به تشریح رابطه میان متغیرهای مالی و حسابداری با استفاده از آزمون های ضریب همبستگی پیرسون و رگرسیون می پردازد .

نتایج تحقیق نشان می دهد که در کل بین وجوه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده سهام رابطه ای معکوس وجود دارد . همچنین بررسی ها نشاندهنده آن است که بین وجوه حاصل از انتشار سهام و بازده سهام رابطه معنی داری مشاهده نشده ولی بین وجوه حاصل از استقراض و بازده سهام رابطه معنی داری دیده می شود .

**واژه های کلیدی:** فعالیت های تامین مالی، انتشار سهام ، استقراض، بازده سهام .

---

\* استادیار عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد کرج

moradzadehfard@gmail.com

Hesam\_nadalipour2000@yahoo.com

کارشناسی  
ارشد حسابداری\*\*

## مقدمه

ایجاد و توسعه روز افزون بنگاه های اقتصادی نیازمند تامین منابع مالی قابل ملاحظه است که اغلب از عهده موسسین خارج می باشد. بازار سرمایه برای شرکتها این امکان را فراهم می آورد که منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق عرضه اوراق بها دار تامین نمایند. به عبارت دیگر بازار سرمایه به صورت مسیری جهت انتقال منابع از پس انداز کنندگان به مصرف کنندگان منابع مالی عمل می نماید و از طریق فراهم آوردن سرمایه مورد نیاز بنگاه های اقتصادی و تخصیص بهینه منابع، نقش عمده ای در اقتصاد کشورها ایفا می کند. مدیران با استفاده از منابع به دست آمده در جهت بقاء و رشد سازمان خود تلاش می کنند. این درحالی است که شرایط رقابتی شدید، بحران های مالی، اقتصادی، سیاسی و الزامات مالکیتی و قانونی، شرکت ها را بر آن داشته تا منابع بیشتری را خواستار شده و گاه منابع حاصل از نتایج عملیات واحد اقتصادی را نیز که متعلق به مالکان است، درون واحد اقتصادی مجدداً سرمایه گذاری نمایند. 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 می دهند:

۱. اجرای پروژه های سرمایه ای نظیر طرح های توسعه و همچنین افزایش کارایی عملیات جاری در حال اجرا
  ۲. اصلاح ساختار سرمایه در جهت کاستن از هزینه های مالی ناشی از بدهی ها و کمک به افزایش بازده سهامداران
- هر چند به کارگیری وجوه حاصل از فعالیتهای تامین مالی می تواند 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 بکارگیری منابع مالی ناشی از انتشار سهام بیش از هزینه های فرصت ناشی از پروژه های سرمایه ای مورد اجرا باشد. از آنجا که روش های تامین مالی به همراه تصمیمات سرمایه گذاری و سیاستهای تقسیم سود بر ارزش و در نهایت بر ثروت سهامداران موثر است، شناسایی الگوها و مدلهایی که تصمیم گیری شرکت ها و مدیران از آن تبعیت می کنند، از اهمیت به سزایی برخوردار است.

## پیشینه تحقیق

ژانگ و کای ( ۲۰۰۵ ) در تحقیق خود تحت عنوان "پویایی ساختار سرمایه و بازده سهام" با استفاده از نمونه ای از شرکت های دولتی آمریکا در طول سال های ۲۰۰۳ - ۱۹۷۲ همانند فاما و فرنچ اهرم را هدفی برای هر شرکت تلقی و سپس میزان انحراف از این هدف را محاسبه کردند. نتایج بدست آمده با پیش بینی مدل توازن پایدار همخوانی نداشت؛ به دلیل اینکه انحراف از نسبت هدف باید به عنوان خبر بد تعبیر می شد، در حالیکه وقتی سهام بر اساس انحراف از هدف، به گروه های مخ تلفی تقسیم شد، الگوی خاصی از بازده در آنها مشاهده نشد. آنها به این نتیجه رسیدند که بین تغییرات اهرم مالی و بازده سهام عمدتاً ارتباط منفی وجود دارد؛ به عبارت دیگر، شرکت هایی که تغییرات بیشتری در نسبت اهرمی آنها وجود دارد، بازده سهام کمتری دارند. این رابطه م منفی برای شرکت هایی که سطح اهرمی بالاتری دارند، شدیدتر است و در آنها نقش بدهی های بلندمدت بسیار بیشتر

از بدهی های کوتاه مدت است . در این تحقیق، از تجزیه و تحلیل مقطعی استفاده شده است.

برادشا، ریچاردسون و اسلوان ( ۲۰۰۶ ) در تحقیق خود با عنوان "رابطه بین فعالی ت های تامین مالی، پیش بینی تحلیل گران و بازده سهام" در یک دوره ۳۰ ساله، به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس بین خالص وجوه نقد مربوط به هر یک از طبقات فعالیت های تامین مالی (انتشار سهام و استقراض) با بازده سهام و همچنین سودآوری شرکت وجود دارد. نوآوری طرح تحقیق استفاده از صورت جریان وجوه نقد، برای اطلاعات حاصل از تامین مالی بود، که از این لحاظ رویکردی کاملاً نقدی به موضوع مورد بحث داشته و سایر موارد تغییرات در ساختار سرمایه مانند افزایش سرمایه از محل مطالبات، افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته ها و تبدیلی بدهی به سرمایه را مورد نظر قرار نمی داد. در این تحقیق به طور همزمان، دو فرضیه قیمت گذاری نادرست و انتقال ثروت مورد بررسی قرار گرفت.

فرضیه قیمت گذاری نادرست لوگهارن و ریتز ( ۲۰۰۰ ) گواه بر این مطلب است که واحدهای فعال اقتصادی زمانی اقدام به انتشار اوراق بهادار می نمایند که سهام آنها بیش از اندازه قیمت گذاری شده باشد ولی فرضیه انتقال ثروت ابرهارت و سیدیگو ( ۲۰۰۲ ) تبیین کننده این مطلب است که انتشار هر نوع از اوراق بهادار، انتقال ثروت به گروه متقابل از ذینفعان را موجب خواهد شد. (انتشار سهام، ثروت تامین کنندگان بدهی های بلندمدت را افزایش خواهد داد و در مقابل، تامین مالی از نوع استقراض افزایش بازده سهامداران را در پی خواهد داشت). نقطه مشترک این فرضیه با فرضیه قیمت گذاری نادرست در انتشار اوراق بهادار سهام است که در هر دو فرضیه کاهش بازده آتی سهام پیش بینی می گردد. وجه تمایز این دو فرضیه در انتشار اوراق بدهی است؛ بدین شکل که فرضیه قیمت گذاری نادرست به دنبال استقراض واحد اقتصادی در انتظار کاهش بازده آتی سهام است در حالیکه فرضیه انتقال ثروت با انتشار بدهی بلند مدت، افزایش ثروت سهامداران را پیش بینی می کند.

نتایج حاصل از تحقیق حاضر، پس از تحلیل داده ها، مطابق با فرضیه قیمت گذاری نادرست بود و از سوی دیگر؛ با توجه به آنکه، با انتشار اوراق بدهی، بازده سهام کاهش پیدا کرد، این امر فرضیه انتقال ثروت را تایید نکرد.

کوهن و توماس ( ۲۰۰۶ ) در تکمیل تحقیقات انجام گرفته توسط برادشا، ریچاردسون و اسلوان؛ به بررسی ارتباط بین فعالیت های تامین مالی با حساب های تعهدی و بازده سهام پرداختند، که نتیجه تحقیق بیانگر رابطه منفی بین فعالیت های تامین مالی و بازده سهام بود.

پژوهشی توسط کیومرث بیگلر ( ۱۳۸۴ ) تحت عنوان "بررسی ارتباط بین معیارهای ساختار سرمایه و ویژگیهای عملکردی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام گرفت که اهداف این تحقیق تشریح ارتباط بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت ها و همچنین چگونگی اندازه گیری این ارتباط بوده است. در این تحقیق، از سه معیار مختلف برای اندازه گیری نسبت بدهی یا اهرم مالی به عنوان شاخص ساختار سرمایه استفاده شده است که عبارتند از: (۱) نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری، (۲) نسبت بدهی بر مبنای ارزش بازار و (۳) نسبت بدهی تعدیل شده. همچنین در این تحقیق برای ویژگیهای عملکردی شرکت ها از معیار بازده سهم و نسبت های بازده داراییها، بازده ارزش ویژه، سود قبل از مالیات و بهره به فروش و سود قبل از مالیات به فروش استفاده گردید. در مجموع، نتایج تحقیق بیانگر تایید تمامی فرضیات اخص و به عبارت دیگر، تاثیر ساختار سرمایه در

عملکرد مالی شرکت ها بود . از میان مولفه های مربوط به ساختار سرمایه، از لحاظ ارتباط با عملکرد، ارزش بازار و ارزش تعدیل شده در صدر قرار داشته و پس از آنها ارزش دفتری دارای اهمیت است . جهت رابطه، نشان دهنده ارتباط معکوس بین معیارهای ساختار سرمایه و عملکرد بوده که این نتیجه این گونه تفسیر می گردد که یک شرکت با نسبت های بدهی بالا سود آوری کمتری دارد .

### عوامل موثر بر ارزیابی روش های تامین مالی

چارچوب متداول برای تحلیل روش های مختلف تامین مالی معمولاً بر عوامل مشروح زیر مبتنی است:

۱. قابلیت انعطاف
  ۲. مخاطره
  ۳. سود
  ۴. زمان بندی
  ۵. سایر عوامل مشتمل بر: ارزشهای وثیقه، هزینه انتشار اوراق بهادار، سرعت و پی آمد های آتی
- اهمیت نسبی هر یک از عوامل ذکر شده، به وضعیت خاص واحد انتفاعی بستگی دارد اما مدیران مالی باید از ملحوظ داشتن کلیه عوامل مربوط اطمینان حاصل کنند.
- عامل قابلیت انعطاف، به تاثیر تصمیمات جاری تامین مالی بر روش های مختلف تامین مالی در دسترس، در دوره های آتی اشاره دارد . استفاده از یک روش تامین مالی مشخص در زمان حاضر ممکن است روش های تامین مالی قابل استفاده در زمان های آینده را محدود کند . به عنوان مثال، استفاده از یک فقره تسهیلات مالی در حال حاضر می تواند محدودیت هایی را از لحاظ استقرار مجدد در سال آینده بر واحد انتفاعی تحمیل و آن را ناگزیر کند تا به منظور تامین وجوه مورد نیاز، روش انتشار سهام را مورد استفاده قرار دهد .
- مخاطره و سود، با یکدیگر ارتباط نزدیک داشته و از اهمیت بالایی برخوردار هستند . کنترل واحد انتفاعی نیز مورد علاقه و توجه سهامداران است . چنانچه اکثریت سهام یک واحد انتفاعی در حال حاضر در تملک تعداد اندکی از سهامداران باشد که واحد مزبور را کنترل می کند، حفظ این کنترل، در تصمیم گیری های مرتبط با انتخاب بین روش های مختلف تامین مالی و تاثیر هر یک از این روشها بر آن، مورد توجه خاص قرار خواهد گرفت . اما در شرکت های بزرگی که سهامداران متعدد دارند، معمولاً عامل کنترل، تاثیر چندانی بر تصمیمات تامین مالی نخواهد داشت.
- زمان بندی، نیز یکی از عوامل بسیار با اهمیت در تحلیل روش های تامین مالی محسوب می شود . اهمیت عامل مزبور به نوسانات بازار سهام و اوراق قرضه بستگی دارد و هر چه این نوسانات شدیدتر باشد، اهمیت عامل زمان بندی نیز بیشتر خواهد بود ( کیومرث بیگلر ، 1384 ) .
- سایر عواملی که علاوه بر موارد ذکر شده، می بایست مورد توجه قرار گیرد عبارتند از:
- ارزش های وثیقه، معرف دارایی های در دسترسی است که می توان به عنوان تضمین استقرار، مورد استفاده قرار داد .
- هزینه انتشار اوراق بهادار، معرف مخارجی است که باید برای انتشار و فروش اوراق بهادار انجام شود .
- سرعت دسترسی به وجوه ، معرف سریعترین زمانی است که وجوه مورد نیاز در دسترس قرار می گیرد .

پی آمد های آتی، معرف امکاناتی است که بر اثر انتشار اوراق بهادار در حال حاضر و آشنایی خریداران با واحد انتفاعی ایجاد می شود (همان منبع) .

### جامعه آماری و نحوه گردآوری اطلاعات

جامعه آماری تحقیق حاضر، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این تحقیق، صورت های مالی و یادداشت های پیوست مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره پنج ساله؛ از سال مالی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۶ مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین از اطلاعات سال مالی (۱۳۸۱) (t)، شامل تامین مالی انجام گرفته از محل بدهی و انتشار سهام، استفاده شده، تا تاثیر آن در بازده سال مالی ۱۳۸۲ (t+1) اندازه گیری شود. در این تحقیق نمونه آماری متشکل از شرکتهایی است که دارای ویژگیهای زیر باشند:

۱. جزء شرکتهای سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشند.
۲. در طی دوره مورد بررسی حداقل یکبار اقدام به صدور سهام و استقرار کرده باشند.
۳. سال مالی آنها به پایان اسفند ماه ختم شود.
۴. اطلاعات مورد نیاز شرکت در دوره مورد بررسی موجود باشد.
۵. در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد.

### روش شناسی تحقیق و نحوه آزمون فرضیه ها

تحقیق حاضر از نظر نوع، پس رویدادی تلقی می گردد و از نظر دسته بندی تحقیقات بر مبنای هدف می توان این تحقیق را از نوع کاربردی به شمار آورد که نتایج بدست آمده از آن به صورت مستقیم، قابل استفاده جهت انتخاب منابع تامین مالی و سرمایه گذاری است. همچنین از نظر دسته بندی تحقیقات بر حسب نحوه گردآوری داده ها، این تحقیق تجربی از نوع میدانی محسوب می گردد که به تشریح رابطه میان متغیرهای مربوط به نوع تامین مالی صورت گرفته و بازده سهام، با استفاده از آزمون های ضریب همبستگی پیرسون و اسپیرمن می پردازد.

هر یک از فرضیه های تحقیق حاضر، با استفاده از اطلاعات حقیقی که بر مبنای عملکرد واقعی شرکت های پذیرفته شده در بورس گردآوری شده است، مورد آزمون قرار می گیرد، بنابراین تحلیل گر لازم است قبل از پرداختن به تحلیل های آماری و بررسی متغیرها، نوع توزیع آن متغیرها را بداند. برای این منظور از آزمون کولموگروف - اسمیرنوف استفاده شده است.

نظر به اینکه تعداد نمونه های مورد بررسی در این تحقیق از ۳۰ مورد بیشتر بوده (۱۱۱ مورد) فرض نرمال بودن جامعه، قابل قبول و انجام آزمون همبستگی پیرسون کفایت امر را می نمود، اما با توجه به اینکه تحلیل های انجام شده بر روی جامعه مورد بررسی نشان دهنده نرمال نبودن توزیع جامعه بود، با هدف بالا بردن اتکاء به نتایج آزمون های آماری انجام شده، آزمون همبستگی اسپیرمن نیز صورت گرفت که در تمام موارد، نتایج آزمون های مذکور با یکدیگر همراستایی داشته است.

### بیان مسئله و فرضیه های تحقیق

تحقیق حاضر برای پاسخ گفتن به این سؤال انجام شده که مشخص گردد کدام یک از فعالیت های تامین مالی در جهت ایجاد بازده و

بیشینه سازی پایدار سود شرکت ها موثر است . همچنین این تحقیق به دنبال شناسایی رابطه بین فعالیت های تامین مالی با متغیر بازده سهام در قالب دو فرضیه انتقال ثروت و قیمت گذاری نادرست بوده است.

بر اساس معیارهای مذکور در بخش جامعه آماری به شرح فوق ، ۱۱ شرکت برگزیده و آزمون های لازم برای بررسی فرضیه های ذیل بر اساس اطلاعات آنها انجام گردید:

فرضیه اول : بین خالص وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده سهام رابطه وجود دارد .

پس از انجام آزمون فرضیه اول و با هدف تفکیک وجوه نقد حاصل از فعالیتهای تامین مالی به عناصر حاصل از صدور سهام و استقراض فرضیه های زیر نیز برقرار گردید :

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

فرضیه سوم : بین وجوه تامین مالی از طریق استقراض و بازده سهام رابطه وجود دارد .

در پژوهش حاضر برای آزمون معنی دار بودن ضریب همبستگی اسپیرمن، از آزمون Z نرمال و برای آزمون معنی دار بودن ضریب همبستگی پیرسون از آزمون T-Student استفاده شده است.

## تعریف متغیرهای تحقیق

۱. متغیرهای مستقل

متغیر های مستقل تحقیق، وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی می باشد. با توجه به رابطه ذیل:

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

$\Delta XFIN$ : خالص وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی

$\Delta EQUITY$ : خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام

$\Delta DEBT$ : خالص وجه نقد حاصل از استقراض

$\Delta XFIN$  ،  $\Delta EQUITY$  و  $\Delta DEBT$  متغیرهای مستقل تحقیق بوده که هرکدام با استفاده از متوسط دارایی های شرکت (میانگین دارایی های ابتدا و انتهای دوره ) مورد تعدیل قرار گرفته و همچنین اطلاعات مربوط به هر یک از متغیرهای ذکر شده از صورت جریان وجوه نقد شرکت ها استخراج شده است.

۲. متغیر وابسته

از آنجا که طرح تحقیق به بررسی رفتار قیمت سهام در بازار پس از انتشار سهام یا بدهی می پردازد؛ بازده نقدی و قیمت، شاخص مناسبی برای تفسیر رفتار مذکور بوده و به صورت ذیل تعریف می گردد:

" نرخ بازدهی است که هم به لحاظ افزایش قیمت سهام و هم به لحاظ سود نقدی حاصل می گردد"

نرخ بازده سهام در حالت عادی به شرح زیر می باشد:

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

R: نرخ بازده واقعی شرکت در دوره زمانی t

$P_t$ : قیمت سهام شرکت در پایان دوره t (اگر بر روی سهام این شرکت، در آن زمان معامله ای صورت نگرفته باشد، آخرین معامله صورت گرفته روی سهام مذکور ملاک عمل خواهد بود)

$P_{t-1}$ : قیمت سهام شرکت در ابتدای دوره  $t$  (اگر بر روی سهام این شرکت، در آن زمان معامله ای صورت نگرفته باشد، اولین معامله صورت گرفته روی سهام مذکور ملاک عمل خواهد بود)  
**DPS**: سود نقدی دریافتی در دوره  $t$   
 چنانچه شرکت اقدام به افزایش سرمایه از منابع مختلف نماید، فرمول بازده به شرح زیر تغییر خواهد کرد:

$$R = \frac{P_t - P_{t-1} + DPS + (P_t - 1000)\alpha + P_t\beta}{P_{t-1}}$$

$R$ : نرخ بازده واقعی شرکت در دوره زمانی  $t$   
 $P_t$ : قیمت سهام شرکت در پایان دوره  $t$   
 $P_{t-1}$ : قیمت سهام شرکت در ابتدای دوره  $t$   
**DPS**: سود نقدی دریافتی در دوره  $t$   
 $\alpha$ : درصد افزایش سرمایه شرکت در دوره  $t$ ، از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران  
 $\beta$ : درصد افزایش سرمایه در دوره  $t$ ، از محل سود انباشته و اندوخته (در فرمول فوق عدد 1000 قیمت اسمی هر سهم است)

### آزمون فرضیه ها و یافته های تحقیق

آزمون فرضیه اول: بین خالص وجوه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده سهام رابطه معنی دار وجود دارد.  
 فرضیه مذکور از نظر آماری به شرح زیر بیان می گردد:

**فرضیه  $H_0$** : بین خالص وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده سهام رابطه معنی دار وجود ندارد.  
**فرضیه  $H_1$** : بین خالص وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

برای بررسی رابطه بین متغیر وجوه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده سهام از آزمون آماری همبستگی پیرسون استفاده شده است.  
 نتایج آزمون ضرایب همبستگی مذکور در شکل شماره ۱ به نمایش درآمده است.

شکل 1: نتیجه آزمون همبستگی پیرسون با یک دوره وقفه زمانی

آزمون	متغیر	آماره	وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی
همبستگی پیرسون	بازده سهام	ضریب همبستگی	-0.109
		سطح خطای یک دامنه	0.005

همبستگی پیرسون با ضریب  $-0.109$  و سطح معنی داری کوچکتر از  $0/01$  نشان دهنده این است که رابطه بین متغیر وجوه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی (در سال  $t$ ) و یک دوره وقفه متغیر بازده سهام (در سال  $t+1$ )، در سطح 99 درصد اطمینان، منفی و معنی دار است. در نتیجه با 99 درصد اطمینان می توان ادعا کرد که بین وجوه نقد

حاصل از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد.

آزمون فرضیه دوم: بین وجوه تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه مذکور از نظر آماری به شرح زیر بیان می گردد :

فرضیه  $H_0$  : بین وجوه حاصل از انتشار سهام و بازده سهام رابطه معنی دار وجود ندارد.

فرضیه  $H_1$  : بین وجوه حاصل از انتشار سهام و بازده سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

نتایج آزمون ضریب همبستگی پیرسون برای بررسی فرضیه فوق، در شکل شماره ۲ به نمایش درآمده است.

شکل ۲: نتیجه آزمون همبستگی پیرسون با یک دوره وقفه زمانی

نام آزمون	متغیر	آماره	وجوه تامین مالی از طریق انتشار سهام
همبستگی پیرسون	بازده سهام	ضریب همبستگی	-0.045
		سطح خطای یک دامنه	-0.144

همبستگی پیرسون با ضریب  $-0/045$  و سطح معنی داری بزرگتر از  $0/05$  نشان دهنده این است که رابطه بین متغیر وجوه تامین مالی از طریق انتشار سهام (در سال  $t$ ) و یک دوره وقفه متغیر بازده سهام (در سال  $t+1$ )، معنی دار نیست. در نتیجه با 99 درصد اطمینان می توان ادعا کرد که بین وجوه تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام رابطه معنی دار وجود ندارد.

آزمون فرضیه سوم: بین وجوه تامین مالی از طریق استقراض و بازده سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه مذکور از نظر آماری به شرح زیر بیان می گردد :

فرضیه  $H_0$  : بین وجوه حاصل از استقراض و بازده سهام رابطه معنی دار وجود ندارد.

فرضیه  $H_1$  : بین وجوه حاصل از استقراض و بازده سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

نتایج آزمون آماری همبستگی پیرسون استفاده شده برای بررسی فرضیه فوق در نگاره ۳ ارائه شده است.

شکل ۳: نتیجه آزمون همبستگی پیرسون با یک دوره وقفه زمانی

نام آزمون	متغیر	آماره	وجوه تامین مالی از طریق استقراض
همبستگی	بازده	ضریب همبستگی	-0.122



0.000	سطح خطاي يك دامنه	سهام	پيرسون
-------	-------------------	------	--------

ضريب همبستگي پيرسون با ضريب  $-0/122$  و سطح معني داري كوچكتر از  $0/01$  نشان دهنده اين است كه رابطه بين متغير وجوه تامين مالي از طريق استقراض ( در سال  $t$  ) و يك دوره وقفه متغير بازده سهام ( در سال  $t+1$  ) در سطح  $99$  درصد اطمینان، منفي و معني دار است . در نتیجه با  $99$  درصد اطمینان می توان ادعا کرد كه بين وجه نقد حاصل از استقراض و بازده سهام رابطه معكوس وجود دارد.

### نتیجه گیری

با توجه به نتایج آزمونهای انجام شده مشخص می گردد كه شركت های مورد بررسی از وجوه تامين مالي (شامل استقراض و انتشار سهام) برای كسب بازده مناسب برای سهامداران موفقيت چشمگیری كسب نكرده اند. البته باید به اين مهم توجه داشت كه بازدهی شركت ها از متغيرهای مداخله كننده متعدد دیگری نیز تاثیر می پذیرد كه از آن جمله می توان به رشد، تبليغات شركت، سهم از بازار، تحقيق و توسعه، اندازه شركت، ريسك صنعت و كیفیت محصولات و خدمات ارائه شده توسط شركت اشاره كرد و نیز در نظر گرفتن دوره وقفه يكساله در مدل های آماری تحقيق هم می تواند از جمله دلایل دست نیافتن به نتایج موفق برای كسب بازده باشد چرا كه تامين مالي انجام شده ممكن است در سالهای بعد اثر خود را بر بازده منعكس کرده باشد . نتایج حاصل از فرضیه های تحقيق در شكل ۴ آمده است.

شكل ۴: نتایج آزمون فرضیه های تحقيق

نتیجه	سطح اطمینان	متغير مستقل*	فرضیه $H_1$
تایید	99%	خالص وجه نقد حاصل از فعالیت های تامين مالي	اول
عدم تایید	99%	وجه نقد حاصل از انتشار سهام	دوم
تایید	99%	وجه نقد حاصل از استقراض	سوم
متغير وابسته: بازده سهام			

\*كلیه متغيرهای مستقل به وسیله متوسط دارایی ها، استاندارد گردیده است

### پیشنهادها

1- از آنجا كه همواره مجموع افزایش سرمایه از طریق انتشار سهام و بدهی با افزایش در كل دارایی ها برابر است و افزایش در دارایی ها اشاره به اندازه شركت دارد و شركت های مورد بررسی از طریق تغییر در اندازه خود نتوانسته اند بازده لازم برای

مالکین خود کسب نمایند؛ لذا می بایست از طریق سایر روش ها، تغییرات لازم در اندازه را ایجاد کنند.

2 با توجه به آنکه روش های تامین مالی خارجی (شامل انتشار سهام جدید و استقراض) نتوانسته است بازده لازم را برای سهامداران واحد اقتصادی ایجاد کند، شرکت ها ناگزیر باید از روش های تامین مالی داخلی (سود انباشته و اندوخته ها) و همچنین سایر تغییرات در ساختار سرمایه (سود سهمی و افزایش سرمایه از محل مطالبات) وجوه مورد نیاز خود را تامین کنند.

## منابع و مآخذ

بیگلر، کیومرث (۱۳۸۴) « بررسی ارتباط بین معیارهای ساختار سرمایه و ویژگی های عملکردی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، 1384.

- Bradshaw, M., S.A, Richardson, (2006), "The Relation between Corporate Financing Activities, Analysts's Forecasts and Stock Returns", *Journal of Accounting and Economics* 42, PP 53-85. (2006)
- Cai, Jie, Zhe (2005), Zhang "Capital Structure Dynamics and Stock Return" The University of Iowa, Department of Finance (January) WWW.FMA
- Cohen, D.A, T.Z Lys, (2006) "Weighing the Evidence on the Relation between External Corporate Financing Activities, Accruals and Stock Returns", *Journal of Accounting and Economics*, 42, PP 87-105.
- Eberhart, A., A., Siddique, (2002) "The Long-term Performance of Corporate Bonds (and stocks) Following Seasoned Equity Offering" *The Review of Financial Studies* 15, 1385-1406.
- Loughran, T., J.R Ritter, (2000) "Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency" *Journal of Financial Economics*, 55, 361-389.



پښتونستان د علومو او انساني مطالعاتو فریښتی  
پرتال جامع علومو انسانی