

## بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام

### در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران

دکتر فریدون رهنمای رودپشتی<sup>۱</sup>

قدرت اله طالب‌نیا<sup>۲</sup>

روح اله سلیمانی فر<sup>۳</sup>

#### چکیده

تردید وجود ندارد که انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید لازمه رشد و پیشرفت و رقابت در جهان امروزی است. تأمین وجوه مورد نیاز این سرمایه‌گذاری‌ها معمولاً از طریق ابزارهای متنوع تامین مالی صورت می‌گیرد که هر یک ویژگی‌های خاص خود را داراست. در ایران این ابزارها بیشتر به وام و سهام عادی محدود می‌شود. در این میان بازار سرمایه با نقش انکارناپذیر خود در رشد و توسعه اقتصادی کشور، نسبت به فعالیتهای تامین مالی در قالب تغییرات بازده سهام که عامل موثر در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود، واکنش نشان می‌دهد. تئوری‌ها و نظریه‌های موجود و مطالعات انجام شده در این رابطه، اثرات متفاوت فعالیتهای تامین مالی را بر بازده سهام پیش‌بینی می‌کند. تحقیق حاضر در بررسی این موضوع، فرض وجود رابطه معنی‌دار بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام را مورد آزمون قرار داده است. بدین منظور، اطلاعات مربوط به فعالیتهای تامین مالی از صورت جریان وجوه نقد شرکتهای

۱. دانشیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

۲. استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

۳. کارشناسی ارشد رشته حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

بورس اوراق بهادار در طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۴ استخراج و آزمون‌های آماری مربوطه از طریق تجزیه و تحلیل رگرسیونی صورت گرفته است تا نتایج آن جهت پیش بینی سال‌های بعد مورد استفاده قرار گیرد. نتایج حاصل از انجام تحقیق نشان می‌دهد وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی رابطه معنی‌داری با بازده سهام ندارد. عدم توجه بازار سرمایه به اطلاعات مربوط به فعالیت‌های تأمین مالی گزارش شده در صورت‌های مالی و نا اطمینانی نسبت به استفاده بهینه از وجوه تأمین شده توسط مدیریت می‌تواند از دلایل عکس‌العمل نامشخص بازار به پدیده تأمین مالی باشد.

**واژه‌گان کلیدی:** خالص وجه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی، وجوه نقد حاصل از افزایش سرمایه،

خالص وجه نقد ناشی از دریافت و بازپرداخت اصل وام، بازده سهام.

طبقه بندی موضوعی: M41, G30

### مقدمه

در زمان حاضر محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط در حال رشد و رقابتی می‌باشد و شرکت‌ها نیز جهت پیشرفت نیاز به توسعه فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید دارند. انجام پروژه‌های صنعتی نیازمند تهیه منابع مالی و وجوه نقد مورد نیاز است و در این راستا شرکت‌ها ناگزیر به استفاده از مکانیزم‌های تأمین مالی می‌باشند.

در این بین بازار مالی متشکل از بازار پول و بازار سرمایه نقش واسطه‌ای را بازی می‌کند که در سمت تقاضای آن فرآیندی بنام تأمین مالی قرار می‌گیرد و طرف عرضه آن فرآیندی بنام سرمایه‌گذاری را تکمیل می‌کند. با وجود چنین بازاری شرکت‌ها اطمینان دارند که قادرند با مراجعه به آن و در قالب اشکال مختلف تأمین مالی وجوه مورد نیاز خود را تأمین کنند. بازار پول از طریق بانک‌ها و مؤسسات مالی وجوه را از عرضه‌کنندگان به متقاضیان منتقل می‌کند.

در این بازار که شرکت‌ها متقاضی دریافت وام هستند باید اعتباردهندگان را نسبت به توانایی ایفای تعهدات خود مطمئن سازند. در بازار سرمایه از طریق بورس اوراق بهادار شرکت‌ها قادرند تا سرمایه مورد نیاز را جذب

و پروژه‌های بزرگ و بلندمدت خود را تأمین مالی نمایند که لازمه آن مشارکت سرمایه‌گذاران در این امر می‌باشد و سرمایه‌گذاران نیز با اطمینان نسبت به کسب بازده معقول و مناسب از سرمایه‌گذاری خود اقدام به مشارکت می‌کنند.

انتشار سهام عادی و دریافت وام‌های بانکی به خصوص وام‌های بلندمدت، به دلیل توانایی جذب مبالغ بالا و نیز به خاطر بلندمدت بودن سررسید مالی و بازپرداخت تعهدات وامها و نامحدود بودن سررسید سهام عادی مورد استقبال شرکتها واقع شده است. بازار سهام نسبت به این رویدادها از طریق بازده سهام واکنش نشان می‌دهد. لذا تعیین آثار انجام فعالیتهای تأمین مالی بر بازده سهام شرکتها می‌تواند سرمایه‌گذاران، مدیران و دیگر استفاده‌کنندگان را جهت اخذ تصمیمات مناسب یاری رساند. در این تحقیق، به بررسی و سنجش رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی و بازده سهام پرداخته می‌شود.

### بیان مسأله

اصولاً واحدهای تجاری وجوه نقد مورد نیاز را جهت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بزرگ از طریق استقراض و افزایش سرمایه تأمین می‌کنند. انجام فعالیتهای تأمین مالی مسائل هزینه سرمایه و ساختار سرمایه را به دنبال دارد که از جمله موضوعات مهم در تئوری مالی می‌باشد و همواره توجه محققان را به خود معطوف داشته است. استفاده از استقراض و انتشار سهام از نظر هزینه سرمایه، میزان بهره و یا سود تقسیمی آن، مزایا و منافع هر یک و اثرات آن بر روی بازده سهام قابل بحث است. در مورد ساختار سرمایه نیز همواره این دغدغه وجود داشته که آیا می‌توان با تغییر ساختار سرمایه ارزش سهام در بازار را تغییر داد یا خیر.

انتشار سهام این مزیت را داراست که سررسید ندارد و شرکت ملزم به بازپرداخت وجوه تأمین شده نیست و تنها متعهد به پرداخت سود سهام در صورت وجود می‌گردد اما موجب می‌شود مالکیت شرکت بین تعداد زیادی از اشخاص تقسیم گردد. در ضمن انتشار سهام می‌تواند نشان دهنده این باشد که شرکت جهت رشد و توسعه، طرح‌های سودآوری در دست اجرا دارد. در نتیجه می‌تواند حساسیت بازار و تغییرات بازده سهام را به

دنبال داشته باشد. از طرف دیگر وام بانکی اگر چه تغییری در مالکیت شرکت ایجاد نمی‌کند اما الزامات بازپرداخت مبالغ معین را در مواعد مقرر در پی دارد. وام بانکی هم، می‌تواند خبر از فرصت‌های مطلوب سرمایه‌گذاری شرکت دهد اما با اهرم مالی ایجاد شده مسائلی مانند احتمال ورشکستگی و عدم پرداخت بدهی‌ها به وجود می‌آید. بنابراین وام بانکی هم می‌تواند محرکی بر بازده سهام شرکت‌ها باشد.

با توجه به توضیحات فوق این سؤال مطرح است که:

آیا بین وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد؟

تحقیق حاضر به دنبال تعیین ارتباط بین وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی و بازده سهام با استفاده از اطلاعات حسابداری مندرج در صورت‌های مالی اساسی جهت کمک به سرمایه‌گذاران، مدیران، تحلیلگران سرمایه‌گذاری و دیگر افراد ذینفع می‌باشد.

### ادبیات و پیشینه پژوهش

یکی از نظرات موجود راجع به رابطه فعالیت‌های تأمین مالی با بازده سهام این است که افراد درون سازمانی، اطلاعات برتر و خصوصی (محرمانه) دارند. به طوری که مدیران وقتی معتقدند سهام شرکت گران قیمت‌گذاری شده است، سهام منتشر می‌کنند. لذا بازار، تصمیم به انتشار سهام جدید شرکت را افشای اطلاعات منفی درباره قیمت سهام تفسیر می‌نماید (عباسی، ۱۳۸۳، ۲۸۴).

در این رابطه مایرز و ماجولف (Mayers & Majulf, 1984) معتقدند، مدیران از ارزش دارایی‌های موجود و فرصت‌های رشد شرکت اطلاعاتی را دارند که دیگران فاقد آن اطلاعات می‌باشند. در مدل آنها، سرمایه‌گذاران منطقی فقط از توزیع احتمالات ارزش دارایی‌ها آگاهی دارند. در این مدل، مدیران در راستای تأمین منافع سهامداران فقط وقتی سهام منتشر می‌کنند که بازار بیش از ارزش ذاتی، سهام شرکت را قیمت‌گذاری کرده باشد. لذا سرمایه‌گذاران منطقی تصمیم به انتشار سهام جدید را اخبار بد درباره ارزش ذاتی دارایی‌های شرکت تفسیر می‌کنند (همان منبع).

بنابراین با اعلان انتشار سهام، قیمت سهام کاهش می‌یابد. اما اگر مدیران احساس کنند که سهام شرکت توسط بازار ارزان قیمت‌گذاری شده است، به انتشار اوراق قرضه تصمیم می‌گیرند. اگر چه گران قیمت‌گذاری کردن دارایی‌های شرکت به پر ریسک بودن اوراق قرضه و گران قیمت‌گذاری شدن سهام می‌انجامد، اما درجه گران قیمت‌گذاری قرضه کمتر می‌باشد. بنابراین اعلان انتشار سهام روی قیمت سهام تاثیر منفی دارد، اما اعلان انتشار اوراق قرضه بر قیمت سهام تاثیر مثبت دارد (همان منبع).

نتایج مطالعات صورت گرفته نشان می‌دهد که بازده‌های آتی سهام در سال‌های پس از انتشار سهام (Loughran & Ritter, 1995) و انتشار اوراق قرضه (Affleck & Spiess, 1999) به طور غیر عادی پایین می‌باشد. در مقابل بازده‌های آتی سهام متعاقب بازخريد سهام (Ikenberry & Vermaelen, 1995) به طور غیر عادی بالا می‌باشد (Richardson and Sloan, 2003) همچنین رایتر (Ritter, 2003) در مطالعه خود نشان می‌دهد که رابطه بین فعالیتهای تأمین مالی و بازده آتی سهام منفی بوده و این رابطه در بین دسته‌های مختلف فعالیتهای تأمین مالی مشابه است. او عنوان می‌کند که فعالیتهایی که منجر به جمع‌آوری وجه نقد می‌شوند (انتشار سهام و اوراق قرضه) با بازده پایین‌تر آتی سهام و آنهایی که منجر به توزیع وجه نقد می‌شوند (باز خرید سهام و اوراق قرضه) با بازده بالاتر آتی سهام در ارتباط هستند.

در همین راستا بردشاو، ریچاردسون و اسلوان (Bradshaw, Richardson & Sloan, 2006) به بررسی این دیدگاه پرداختند که شرکت‌ها رویدادهای تأمین مالی خارجی خود را زمانبندی می‌کنند تا از قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادارشان در بازارهای مالی سود ببرند و نیز اینکه آنها درگیر رویدادهای استراتژیک تأمین مالی مجدد مثل انتشار سهام گران قیمت‌گذاری شده به منظور بازخريد اوراق قرضه و یا حتی عرضه اوراق قرضه ارزان قیمت‌گذاری شده جهت بازخريد سهامی که در بازار به نسبت بیشتری ارزان قیمت‌گذاری شده است، می‌شوند تا از این وضعیت بهره‌برداری کنند. آنها رابطه بین فعالیتهای تأمین مالی (تغییرات سهام و بدهی) و بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند و جهت کنترل رویدادهای تأمین مالی مجدد از معیار خالص وجه نقد ناشی از سهام و بدهی استفاده نمودند.

نتایج آنها بازده منفی سهام را متعاقب عرضه‌های جدید سهام و نیز رابطه منفی بین تغییرات بدهی و بازده سهام را نشان می‌دهد. همچنین مشخص شد بین تغییرات بدهی و تغییرات سهام همبستگی منفی وجود دارد که نشانه رویداد های تامین مالی مجدد می‌باشد. ضمناً معیار خالص تامین مالی در مقایسه با دسته‌های جداگانه تامین مالی ناشی از بدهی و سهام در پیش بینی بازده آتی سهام قدرت بیشتری دارد که این اهمیت کنترل رویداد های تامین مالی مجدد را آشکار می‌سازد.

از جمله نظرات دیگری که در مورد نقش انتشار سهام در افشای اطلاعات وجود دارد این است که اطلاعات غیر متقارن درباره مقدار جریان نقدی جاری شرکت وجود دارد، اما درباره سطح سرمایه‌گذاری برنامه‌ریزی شده و ارزش دارایی‌های شرکت، اطلاعات یکسان و متقارن وجود دارد. اعلان غیر منتظره انتشار اوراق بهادار، ناکافی بودن منابع وجوه نقد داخلی شرکت برای تامین مالی سرمایه‌گذاری‌های برنامه‌ریزی شده را نشان می‌دهد. انتشار اوراق قرضه و سهام برای تامین مالی جدید، به بازده منفی سهام می‌انجامد. انتشار سهام وقتی به منظور بازخرید اوراق قرضه به کار می‌رود (یعنی تامین مالی خارجی خالص صفر) حاوی اطلاعاتی درباره مقدار جریان نقدی داخلی جاری شرکت نمی‌باشد. در نتیجه تاثیری روی قیمت سهام ندارد.

ویلیامز، جان و امبریش (Williams, John and Ambarish, 1987) نشان دادند که واکنش قیمت سهام به تامین مالی شرکت، به نقش نسبی دارایی‌های موجود و فرصت‌های رشد در مدل عدم تقارن اطلاعاتی بستگی دارد. مثلاً منبع اطلاعاتی بر جسته یک شرکت بالغ، دارایی‌های موجود آن است و لذا فرصت‌های رشد سودآور محدودی را دارد و اثر اعلان تامین مالی منفی است. اما برای یک شرکت روبه رشد سریع (با فرصت‌های رشد سود آور و با منبع اطلاعاتی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری) اثر اعلان تامین مالی مثبت است. زیرا افزایش سرمایه، شرکت را در اجرای پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی (NPV) مثبت توانا می‌سازد. آنها با شواهد تجربی مدل خود را ثابت کردند. زیرا نمونه‌های آنها شامل شرکت‌های بالغ موجود در بورس آمریکا و نیویورک بودند (عباسی، ۱۳۸۳، ۲۹۱).

مطالعه پایلوت (Pilotte, 1992) نشان داد که واکنش قیمت سهام به عرضه اوراق بهادار، تابعی از

فرصت‌های رشد شرکت و ریسک اوراق بهادار عرضه شده می‌باشد. سیاست تقسیم سود شاخصی برای فرصت‌های رشد است. فرض می‌شود شرکت‌هایی با سیاست تقسیم سود بالا و با ثبات، شرکت‌های بالغ می‌باشند. بنابراین شرکت‌های رو به رشد از پرداخت سود سهام زیاد برای سرمایه‌گذاری مجدد درآمدها در فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش، اجتناب می‌کنند. در حالی که شرکت‌های بالغ، فرصت‌های رشد محدود و نرخ سود پرداختی بالایی را دارند. مطالعات گش و ولریج (Ghosh & woolridge, 1986) نشان داد که اقدام شرکت‌ها برای کاهش سود سهام به سبب عملکرد ضعیف درآمدهاست. ویژگی این نوع شرکت‌ها با عملکرد ضعیف این است که مانند شرکت‌های روبه رشد، سود سهام پرداخت نمی‌کنند. همچنین مانند شرکت‌های بالغ، سود سهام معوقه دارند.

برخی از محققین نیز اثر اهرمی فعالیت‌های تأمین مالی را مورد توجه قرار دادند. با توجه به صرفه جویی مالیاتی اوراق قرضه، انتشار سهام عادی جدید، قیمت سهام را در صورت کاهش نسبت بدهی کاهش می‌دهد. این فرضیه توسط مودیلیانی و میلر (Modigliani & Miller, 1963) مطرح شد. از دیدگاه این فرضیه، انتشار سهام عادی جدید باعث کاهش اهرم مالی می‌شود. به دلیل از دست رفتن مزیت مالیاتی در اثر تأمین مالی با سهام، کاهش اهرم مالی باعث کاهش قیمت سهام شده و مقدار یا درصد کاهش قیمت با اندازه انتشار، رابطه مستقیمی دارد. انتشار سهام به منظور بازخرید اوراق قرضه موجود، اثرات منفی بیشتری را نسبت به انتشار سهام به قصد تأمین مالی مخارج سرمایه‌گذاری جدید دارد. زیرا تاثیر بیشتری را روی اهرم مالی خواهد داشت. انتشار اوراق قرضه جدید، بدهی‌های مالیاتی آتی را کاهش داده و در نتیجه تاثیر مثبتی را روی قیمت سهام خواهد داشت.

دیدگاه دیگری که در مورد اثر اهرمی فعالیت‌های تأمین مالی وجود دارد به انتقال ثروت بین سهامداران و دارندگان اوراق قرضه می‌پردازد. طبق این دیدگاه رویدادهای تأمین مالی که اهرم مالی را کاهش می‌دهند با کاهش ریسک عدم پرداخت، موجب می‌گردند ارزش اوراق قرضه افزایش یابد. در واقع دارندگان اوراق قرضه به هزینه سهامداران سود می‌برند و ثروت از سهامداران به قرضه داران منتقل می‌شود.

پس انتشار سهام برای سهام بازده غیر عادی منفی و برای اوراق قرضه بازده غیر عادی مثبت ایجاد می‌کند. در مقابل رویدادهای تامین مالی که باعث افزایش اهرم مالی می‌گردند ثروت را از دارندگان اوراق قرضه به سهامداران منتقل کرده و با بازده آتی سهام رابطه مثبت دارند. بنابراین دیدگاه انتقال ثروت، سود دارندگان اوراق قرضه را متقابلاً به زیان سهامداران مرتبط می‌سازد. دو نوع انتقال ثروت وجود دارد. انتقال کامل ثروت پیش بینی می‌کند بازده های غیر عادی شرکت (یعنی ترکیب بازده های غیرعادی سهام و اوراق قرضه) به واسطه انتشار سهام در نهایت صفر است. یعنی بازده های غیرعادی مثبت اوراق قرضه شرکت ها به طور کامل با بازده های غیرعادی منفی سهام آنها خنثی می‌شود. دیدگاه انتقال ناقص ثروت پیش بینی می‌کند بازده های غیرعادی شرکت در نهایت منفی است (Eberhart & Siddique, 2002).

ابرهارت و سیدیک (Eberhart & Siddique, 2002) در بررسی انتقال ثروت مشاهده کردند که ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به تغییرات بدهی و سهام ناشی از رویدادهای تامین مالی به کندی واکنش نشان می‌دهند. آنها با تفاوت قائل شدن بین فرضیه های انتقال کامل و ناقص ثروت نشان دادند که بازده های غیر عادی شرکت ها متعاقب انتشار سهامشان منفی هستند و بخشی از زیان های ثروت سهامداران نشان دهنده یک انتقال ثروت به قرضه داران بوده که مؤید یک اثر انتقال ناقص ثروت می‌باشد.

از جمله تحقیقات دیگر در این زمینه می‌توان به کوروار و ماسولیز (1986) اشاره کرد که روابط منفی میان بازده غیرعادی در روز اعلان و تغییر اهرم همراه با انتشار سهام را یافتند. بطوری که هر قدر نسبت اهرمی کاهش می‌یابد، بازده غیرعادی منفی تر می‌شود. همینطور آسکوئیت و مولینز (Asquith & mullins, 1986) رابطه میان اعلان انتشار زیاد سهام با اثرات منفی قیمت سهام را یافتند.

در مورد وام که در زمره بدهی های خصوصی قرار می‌گیرد و در مقایسه با سهام و بدهی عمومی از نظر محققان وضعیت متفاوت تری دارد کمتر صحبت شده است. ما در ادامه به بررسی مطالعات انجام شده در این رابطه می‌پردازیم.

نقش ویژه ای که بانکها به عنوان تامین کنندگان بدهی خصوصی بازی می‌کنند در نوشته ها مورد تاکید



قرار گرفته است. برای مثال، دایموند (Diamond, 1984) راما کریشنان و تاکور (Ramakrishnan & Thakor, 1984) بوید و پرسکات (Boyd & Prescott, 1986) و فاما (Fama, 1985) عنوان کردند که مزیت کلیدی بانک ها برای سرمایه گذاران عمومی، دسترسی به اطلاعات محرمانه و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجود در بین گروه‌های مختلف فعال در بازار می‌باشد. میکلسون و پارچ (Mikkelson & Partch, 1986)، جیمز (James, 1987)، لومر و مک کونل (Lummer & McConnel, 1989) که توسط دیگران نیز دنبال شد، نشان دادند که اعلان وام بانکی بازده‌های غیرعادی مثبتی برای سهام شرکت‌های وام گیرنده ایجاد می‌کند (Ongena, Roscovan & Werker, 2007).

جیمز (1987) واکنش‌های قیمت سهام را به اعلان وام بانکی و انواع دیگر انتشار بدهی مقایسه می‌کند. یافته‌های او نشان می‌دهد که قیمت سهام به اعلان وام بانکی یک حساسیت مثبت معنی‌دار آماری دارد اما برای انتشار بدهی عمومی یک حساسیت غیر مثبت مشاهده می‌شود. جیمز نتیجه گرفت که وام بانکی درباره افزایش مورد انتظار در جریان‌های نقدی و از اینرو کاهش در احتمال ناتوانی پرداخت شرکت مثل یک علامت عمل می‌کند. مطالعه جیمز توسط دیگران دنبال شد. برای مثال لومر و مک کونل (1988) بین قراردادهای جدید وام و قراردادهای تجدید وام تفاوت قائل شدند. آنها دریافتند که حساسیت مثبت قیمت سهام تنها به واسطه دسته دوم یعنی وام‌های تجدیدی می‌باشد. اسلوین، جانسون و گلاسکوک (Slovin, Johnson & Glascock, 1993) از طرف دیگر، یک واکنش مثبت معنی‌دار قیمت سهام را برای وام‌های اولیه و در مورد وام‌های تجدیدی تنها برای شرکت‌های کوچک پیدا کردند. اعلان وام بانکی در شرکت‌های بزرگ منتج به اثرات مهم ارزشیابی نمی‌شود. این یافته‌ها با دایموند (1984) و فاما (1985) سازگارند (Ongena, Roscovan & Werker, 2007).

نتایج مطالعه انجام شده در این رابطه توسط بیلت، فلانری و گارفینک (Billet, Flannery & Garfinkel, 2001) که به بررسی عملکرد بلند مدت شرکت‌ها متعاقب اعلان های وام می پردازد گویای این مطلب است که ماهیت متفاوت استقراض خصوصی (بانکی) به نظر می‌رسد یک پدیده زود گذر باشد و از

دیدگاه سهامداران، در بلندمدت وام‌های خصوصی به انتشار اوراق بهادار عمومی شباهت دارند در مطالعه‌ای دیگر، که توسط همان محققین در سال ۲۰۰۳ انجام گرفته، ضمن تکرار نتیجه قبلی (شباهت وام بانکی با سهام و اوراق قرضه در بلندمدت) یافته‌ها با این تفکر که وام‌های بانکی مشکلات عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌دهند ناسازگار است. این نظر وجود دارد که اگر بانک‌ها مشکلات عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهند پس انتظار می‌رود قیمت به اعلان سود در تاریخ اعلان وام، واکنش‌های با ثبات تری نشان دهد. نتایج متضاد است. بازده‌های اعلان سود بعد از وام در مقایسه با قبل از وام به طور معنی‌داری فراتر هستند. ضمناً انحراف معیار واکنش‌های قیمت به اعلان سود شرکت‌های مشابه غیر استقراسی همیشه کوچکتر از شرکت‌های وام گیرنده (هم قبل و هم بعد از وام) می‌باشد. این گونه نتیجه‌گیری می‌شود که وام‌های بانکی عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش نمی‌دهد (Billet, Flannery & Garfinkel, 2003).

به نظر می‌رسد که نتایج این تحقیق درباره نحوه عمل وام بانکی به عنوان یک علامت و نقش آن در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجود در بین گروه‌های مختلف بازار با مطالعات پیشتر گفته شده در تضاد است. البته با ذکر این نکته که عملکرد وام بانکی در تحقیقات مذکور از نظر زمانی، بطور متفاوتی (یکی در بلندمدت و دیگری در کوتاه مدت) سنجیده شده است.

درخصوص تحقیقات پیشین داخلی لازم به ذکر است که تاکنون جهت بررسی رابطه بین فعالیت‌های تامین مالی و بازده سهام از صورت جریان وجوه نقد استفاده نشده است و نیز اینکه در آن تحقیقات در رابطه با موضوع این تحقیق تنها دریافت وام مورد بررسی قرار گرفته، در حالی که ممکن است فعالیت مربوط به تسهیلات مالی در یک دوره نهایتاً منجر به خروج وجه نقد گردد (بازپرداخت وام باشد) که باید این وضعیت هم مورد بررسی قرار گیرد زیرا اگر دریافت وام بتواند مثلاً از طریق افزایش اهرم مالی بر بازده سهام اثر بگذارد در مقابل، بازپرداخت وام می‌تواند با کاهش اهرم مالی بازده سهام را تحت تاثیر قرار دهد. نتایج برخی از مربوط ترین مطالعات داخلی صورت گرفته به شرح زیر ارائه می‌شود:

نتایج تحقیقی که توسط دهقانی فیروز آبادی (۱۳۸۳) جهت بررسی اثر انتشار سهام و دریافت وام بر

قیمت سهام شرکتها انجام شد، نشان می‌دهد که انتشار سهام باعث افزایش قیمت سهام شرکتها می‌شود و دریافت وام اثری بر قیمت سهام ندارد.

عبادی دولت آبادی (۱۳۸۱) به بررسی تاثیر روشهای تامین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکتها پرداخت و نتیجه گرفت تأثیر انتشار سهام نسبت به وام بلند مدت بر قیمت سهام بیشتر است. همچنین افزایش سرمایه در مقایسه با استقراض بانکی اثر بیشتری روی بازده سهام دارد.

در همین زمینه زحمتکش (۱۳۸۴)، ولی پور (۱۳۸۴) و باغانی (۱۳۸۴) به این نتیجه رسیدند که روشهای مختلف تامین مالی با بازده سهام رابطه معنی‌داری ندارد.

### فرضیه‌های پژوهش

جریان وجوه حاصل از فعالیتهای تأمین مالی از دو دسته فعالیت ناشی می‌شود. یک دسته مربوط به سهام است که شامل صدور سهام می‌باشد و دسته دیگر مربوط به تسهیلات مالی است که شامل دریافت وام و بازپرداخت اصل و فرع آن می‌شود. در ایران طبق استاندارد حسابداری شماره ۲، در صورت جریان وجوه نقد بهره پرداختی بابت وامهای دریافتی در طبقه‌ای مجزا از فعالیتهای تامین مالی، تحت عنوان بازده سرمایه‌گذاریها و سود پرداختی بابت تامین مالی گزارش می‌گردد و وجوه نقد حاصل از فعالیتهای تامین مالی را تحت تاثیر قرار نمی‌دهد و با توجه به استفاده از اطلاعات فعالیتهای تامین مالی صورت جریان وجوه نقد جهت انجام این تحقیق، بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام با طرح فرضیه‌های اصلی و فرعی زیر انجام می‌گیرد:

### فرضیه اصلی

بین خالص وجه نقد ناشی از فعالیتهای تامین مالی و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

## فرضیه‌های فرعی

- ۱- بین وجوه نقد حاصل از افزایش سرمایه و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- ۲- بین خالص وجه نقد ناشی از دریافت وام و بازپرداخت اصل وام و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

## متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

## الف) متغیر وابسته

در این تحقیق بازده واقعی سهام متغیر وابسته می‌باشد که از ابتدای ماه پنجم سال بعد، به مدت یک سال و با فرمول زیر محاسبه می‌شود: (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳، ۱۱۴).

اطلاعات مزبور از نرم‌افزار ره‌آوردنویین استخراج شده است.

$$r_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS + R + S}{P_{t-1} + c\alpha} \times 100$$

$r_{it}$  = نرخ بازده سهام در سال  $t$ ام

$P_t$  = قیمت سهام در پایان دوره  $t$

$P_{t-1}$  = قیمت سهام در ابتدای دوره  $t$

DPS = سود نقدی پرداختی

R = مزیت حق تقدم خرید سهام

S = مزیت سهام جایزه

C = مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه‌گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

$\alpha$  = درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

محاسبه بازده از ابتدای ماه پنجم سال آتی بدان علت است که صورت‌های مالی شرکت حداکثر تا پایان ماه چهارم بعد از سال مالی جاری منتشر شده و در دسترس استفاده‌کنندگان قرار می‌گیرد.

از فرمول بازده سهام با احتساب آورده استفاده می‌شود چون همه شرکت‌های مورد بررسی جهت تأمین مالی اقدام به افزایش سرمایه نقدی نمودند.

#### ب) متغیرهای مستقل

ب-۱) خالص وجه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی.

در مواردی که اقلامی به غیر از وام و سهام در محاسبه آن دخالت داشته‌اند این متغیر برای آن سال شرکت به طور جداگانه از جمع فعالیتهای نقدی مربوط به سهام و وام محاسبه شده است.

ب-۲) خالص وجه نقد ناشی از دریافت وام و بازپرداخت اصل وام.

از طریق جمع جبری دریافت وام با بازپرداخت اصل وام محاسبه می‌گردد.

ب-۳) وجوه نقد حاصل از افزایش سرمایه

در حقیقت اطلاعات بر اساس اندازه شرکت تعدیل شده است تا نتایج تحت تأثیر اندازه شرکت‌ها قرار نگیرند. لازم به ذکر است که در مواردی که جهت محاسبه میانگین دارایی‌ها یکی از متغیرهای مربوطه وجود نداشت از طریق جمع متغیر دیگر با میانگین خالص وجه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی اندازه‌گیری شد و در صورتی که هر دو متغیر مربوطه وجود نداشت اطلاعات مربوط به آن سال آن شرکت حذف شد.

#### روش‌های شناسایی و نحوه اجرای پژوهش

روش تحقیق حاضر پیمایشی از نوع همبستگی یعنی بررسی وجود رابطه و همبستگی بین متغیرها از طریق رگرسیون، می‌باشد که با استفاده از اطلاعات گذشته (روش پس رویدادی) عمل خواهد شد.

به منظور انجام تحقیق، در هر سال از سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۴، اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار، که دارای ویژگی‌های زیر می‌باشند جمع‌آوری می‌گردد:

۱- شرکت جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد.

۲- سال مالی شرکت پایان اسفندماه هر سال باشد.

- ۳- شرکت در آن سال دوره مالی خود را تغییر نداده باشد یعنی تمام اطلاعات دوازده ماهه باشد.
- ۴- اطلاعات مورد نیاز مربوط به فعالیت‌های تأمین مالی در صورت جریان وجوه نقد شرکت اصلی و دارایی‌ها در ترازنامه شرکت اصلی و بازده سهام هر سه موجود باشد.
- ۵- شرکت در طی یک سال فعالیت‌های نقدی مربوط به سهام (افزایش سرمایه) و وام (دریافت و یا بازپرداخت اصل وام حداقل یکی و یا هر دو) هر دو را دارا باشد.
- ۶- شرکت در سال مربوطه، جزء شرکت‌های متوقف نباشد.
- برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به صورت جریان وجوه نقد از سیستم نرم‌افزاری تدبیرپرداز، اطلاعات مربوط به دارایی‌ها در ترازنامه از سیستم ره آورد نوین و تدبیرپرداز هر دو و اطلاعات مربوط به بازده سهام از سیستم ره آورد نوین استفاده شد.
- سپس اطلاعات از طریق نرم‌افزار Excel و پس از اعمال تعدیلات لازم وارد نرم‌افزار Eviews 5 شده و تجزیه و تحلیل از طریق رگرسیون حداقل مربعات ترکیبی (Pooled Least Squares) انجام می‌گیرد.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها

ابتدا علائم اختصاری مربوط به متغیرها بیان می‌گردد:

$$X_1 = \text{وجه نقد حاصل از افزایش سرمایه}$$

$$X_2 = \text{خالص وجه نقد ناشی از دریافت وام و بازپرداخت اصل وام}$$

$$X_{12} = \text{خالص وجه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی}$$

$$Y = \text{بازده سهام}$$

### آزمون نرمال بودن داده ها

با توجه به اینکه بسیاری از آزمون‌های پارامتریک بر مبنای نرمال بودن توزیع داده‌ها بنا نهاده شده‌اند با این پیش فرض به کار می‌روند که توزیع داده‌ها در یک جامعه در سطح نمونه‌ای انتخاب شده از جامعه مذکور از توزیع نرمال پیروی نمایند. بنابراین لازم است قبل از پرداختن به تحلیل‌های آماری و بررسی متغیرها، نوع توزیع آنها را مشخص نمائیم. بدین منظور با استفاده از آزمون شاپیروویلیک نرمال بودن متغیرها مورد بررسی قرار گرفته اند.

جدول (۱): آزمون نرمال بودن

Variable	N	Max D	W	P
X <sub>1</sub>	365	0.23	0.70	0.00
X <sub>2</sub>	365	0.09	0.94	0.00
X <sub>12</sub>	365	0.09	0.93	0.00
Y	365	0.26	0.42	0.00

طبق نتایج ارائه شده حاصل از انجام آزمون مذکور در جدول فوق، مقادیر P-Value کوچکتر از ۵ درصد هستند که نتیجه می‌گیریم داده‌های جمع‌آوری شده نرمال نیستند.

برای نرمال نمودن داده‌ها از عملیات تبدیل استفاده می‌شود. داده‌های تحقیق از X به  $(\frac{1}{x})^3$  تبدیل می‌شوند و سپس دوباره نرمال بودن داده‌ها مورد آزمون قرار می‌گیرد.

جدول شماره (۲): آزمون نرمال بودن پس از عملیات تبدیل

Variable	N	Max D	W	P
X <sub>1</sub>	361	0.174413	0.985	0.051
X <sub>2</sub>	362	0.106700	0.987	0.052
X <sub>12</sub>	359	0.030803	0.992	0.069
Y	358	0.052180	0.994	0.054

نتایج حاصل از انجام آزمون شاپیروویلک در این مرحله نشان می‌دهد اعداد مربوط به P-Value متغیرهای تحقیق بزرگتر از ۵ درصد هستند و این بیانگر این مطلب است که داده‌های مربوطه نرمال هستند.

### آزمون همبستگی داده‌ها

به منظور تعیین همبستگی بین متغیرها از ضریب همبستگی پیرسون استفاده گردید که نتیجه آن در جدول زیر ارائه می‌شود. لازم به توضیح است که در هر خانه از جدول، عدد قرار گرفته در بالا ضریب همبستگی و عدد پایینی سطح معنی داری ضریب همبستگی را نشان می‌دهد.

جدول (۳): جدول همبستگی پیرسون

Variable	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>12</sub>	Y
X <sub>1</sub>	*	-0.01 0.80	0.49 0.00	-0.14 0.01
X <sub>2</sub>	-0.01 0.80	*	0.70 0.00	-0.10 0.05
X <sub>12</sub>	0.49 0.00	0.70 0.00	*	-0.21 0.00
Y	-0.14 0.01	-0.10 0.05	-0.21 0.00	*

نتایج حاصله نشان می‌دهد بین خالص وجه نقد ناشی از دریافت وام و بازپرداخت اصل وام و وجوه نقد حاصل از افزایش سرمایه یک همبستگی منفی بسیار جزئی یعنی  $-0.01$  وجود دارد که با توجه به بزرگتر بودن سطح معنی داری مربوطه از ۵ درصد، این رابطه معنی دار نمی‌باشد. همبستگی منفی بین این دو متغیر مستقل در صورت معنی دار بودن و بالاتر بودن درجه آن می‌توانست نشان از رویداد تأمین مالی مجدد (استفاده از وجوه حاصل از انتشار سهام جهت بازپرداخت اصل وام‌ها) باشد که با توجه به توضیحات فوق چنین نیست.

خالص وجه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی با اجزای خود یعنی جریان وجوه حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی مرتبط با سهام و وام دارای همبستگی مثبت و معنی دار می‌باشد که همبستگی دریافت و



بازپرداخت اصل وام با خالص فعالیتهای تأمین مالی (۰,۷۰) بیشتر از همبستگی افزایش سرمایه با خالص فعالیتهای تأمین مالی (۰,۴۹) است.

همبستگی همه متغیرهای مربوط به فعالیتهای تأمین مالی با بازده سهام منفی می‌باشد که در این بین خالص وجه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی از همبستگی بیشتری با بازده سهام برخوردار است. ضمن اینکه ضریب همبستگی بین خالص دریافت و بازپرداخت اصل وام و بازده سهام با توجه به احتمال مربوطه از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد.

### آزمون‌های اضافی مربوط

در تحقیقات همواره حالت‌هایی فرض می‌شود که اگر این حالت‌ها وجود نداشته باشد آزمون‌های آماری مربوطه مورد تردید قرار می‌گیرد. در ادامه به برخی از این حالت‌ها که با تخمین مدل از طریق رگرسیون حداقل مربعات در ارتباط است می‌پردازیم:

### ناهمسانی واریانس

در این تحقیق جهت تشخیص ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است.

جدول شماره (۴): آزمون همسانی واریانس

F-statistic	0.333896	Probability	0.855093
Obs*R-squared	1.349632	Probability	0.852900

با توجه به نتایج حاصل از انجام آزمون، چون مقدار P-Value مربوطه یعنی ۸۵ درصد، بزرگتر از ۵ درصد می‌باشد، پس فرضیه  $H_0$  و در نتیجه همسانی واریانس پذیرفته شده و مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

### خود همبستگی

در این مطالعه الگوهای رگرسیونی برآورده شده جهت آزمون فرضیه‌ها دچار مشکل خودهمبستگی بوده اند که به منظور رفع آن از تصحیح خودبازگشت مرتبه اول  $AR(1)$  استفاده شد. لازم به ذکر است که در بخش آزمون فرضیه‌ها تنها الگوهای رگرسیونی پس از رفع مشکل خودهمبستگی ارائه شده است.

### آزمون‌های آماری فرضیات

در این قسمت با تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق به آزمون فرضیه‌های مطرح شده می‌پردازیم. ابتدا از فرضیه‌های فرعی شروع می‌کنیم و در نهایت به فرضیه اصلی می‌رسیم. فرضیه اصلی تحقیق به دو طریق مورد آزمون قرار می‌گیرد. ابتدا با رگرسیون چند متغیره ضرایب رگرسیون متغیرهای مستقل فرضیه‌های فرعی به طور همزمان محاسبه و رابطه آنها با متغیر وابسته بررسی می‌شود. سپس در شیوه دوم با رگرسیون دو متغیره رابطه بین خالص وجه نقد ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی به عنوان متغیر مستقل اصلی و بازده سهام به عنوان متغیر وابسته مشخص شده و از این طریق فرضیه اصلی آزمون می‌شود. جدول زیر نتایج حاصل از برازش مدل‌های آماری مربوط به آزمون فرضیات را نشان می‌دهد. در ادامه توضیحات لازم را در مورد آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌دهیم.

جدول شماره (۵): جدول نهایی نتایج رگرسیون اجرای مدل

Variable	C	X1	X2	X12	AR(1)	D.W
Coefficient	0.34	-۰,۲۴۹	-	-	۰,۳۲	۱,۸۷
P- Value	0.00	۰,۲۸۴	-	-	۰,۰۰	
Coefficient	۰,۲۵	-	۰,۰۰۶	-	۰,۳۲	۱,۹۱
P- Value	۰,۰۰	-	۰,۹۷۱	-	۰,۰۰	
Coefficient	۰,۳۹	-۰,۳۱۰	-۰,۱۴۶	-	۰,۲۷	۱,۸۷
P- Value	۰,۰۰	۰,۲۰۴	۰,۴۶۹	-	۰,۰۱	
Coefficient	۰,۳۴	-	-	-۰,۴۳۵	۰,۲۵	۱,۸۶
P- Value	۰,۰۰	-	-	۰,۱۶۳	۰,۰۲	

### آزمون فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول تحقیق عبارت است از:

بین وجوه نقد حاصل از افزایش سرمایه و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

برای آزمون فرضیه مزبور مدل آماری زیر برآزش شده است:

$$y = \alpha + \beta x_1 + e$$

$$H_0 : \beta = 0$$

$$H_1 = \beta \neq 0$$

داده‌های جدول نشان می‌دهد که ضریب رگرسیون ( $\beta$ ) برابر با  $-0/25$  می‌باشد اما سطح معنی داری

مربوطه برابر با ۲۸ درصد و بزرگتر از ۵ درصد می‌باشد. بنابراین فرض  $H_0$  پذیرفته می‌شود و فرضیه

تحقیق رد می‌گردد. یعنی بین وجوه نقد حاصل از افزایش سرمایه و بازده سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

### آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم تحقیق عبارت است از:

بین خالص وجه نقد ناشی از دریافت وام و بازپرداخت اصل وام و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

برای آزمون فرضیه مزبور مدل آماری زیر برآزش شده است:

$$y = \alpha + \beta x_2 + e$$

$$H_0 : \beta = 0$$

$$H_1 = \beta \neq 0$$

داده‌های جدول نشان می‌دهد که ضریب رگرسیون برابر با  $0/006$  می‌باشد اما با توجه به اینکه مقدار P-

Value مربوطه برابر با  $0/97$  و بزرگتر از ۵ درصد است بنابراین فرض صفر پذیرفته شده و نتیجه می‌گیریم

بین خالص وجه نقد ناشی از دریافت وام و بازپرداخت اصل وام و بازده سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

### آزمون فرضیه اصلی

فرضیه تحقیق عبارت است از:

بین خالص وجه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

### شیوه اول آزمون فرضیه

برای آزمون این فرضیه مدل آماری زیر برآزش شده است:

$$y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + e$$

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq 0 \text{ یا } \beta_2 \neq 0$$

طبق محاسبات انجام شده ضریب رگرسیون وجوه نقد ناشی از افزایش سرمایه برابر با  $-0/31$  و ضریب رگرسیون خالص وجه نقد ناشی از دریافت و بازپرداخت اصل وام  $-0/15$  می باشد. با توجه به سطح معنی داری محاسبه شده برای متغیرهای مذکور که به ترتیب  $0/20$  و  $0/47$  و بزرگتر از  $5$  درصد می باشد نتیجه می گیریم که ضرایب رگرسیون تعیین شده معنی دار نیست و با پذیرش فرض صفر باید گفت بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی و بازده سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

### شیوه اول آزمون فرضیه

برای آزمون فرضیه فوق مدل آماری زیر برآزش می شود:

$$y = \alpha = \beta x_{1r} + e$$

$$H_0 : \beta = 0$$

$$H_1 : \beta \neq 0$$

ضریب رگرسیون محاسبه شده برابر با  $-0/43$  است. چون سطح معنی داری متغیر مربوطه یعنی  $0/16$  بزرگتر از  $5$  درصد می باشد بنابراین فرض صفر پذیرفته می شود و نتیجه می گیریم که بین خالص وجه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی و بازده سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

### نتیجه گیری

به طور کلی و با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه های فرعی و اصلی تحقیق نتیجه می گیریم که بین فعالیتهای نقدی تأمین مالی و بازده سهام شرکت های بورس اوراق بهادار رابطه معنی داری برقرار نیست و

تبیین و پیش بینی بازده سهام از طریق اطلاعات مربوط به فعالیتهای مذکور در صورت‌های مالی امکانپذیر نمی‌باشد.

در این مورد باید گفت تئوری‌ها و نظریه‌های متفاوتی که پیرامون ساختار سرمایه و اثرات متفاوت روش‌های مختلف تأمین مالی بر بازده سهام وجود دارد و رابطه‌های مثبت و منفی را بین بازده سهام و فعالیتهای تأمین مالی به دنبال تغییرات اهرم مالی و یا ایجاد اطلاعات گوناگون در مورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی و غیره پیش بینی می‌کند، در بازار سرمایه ایران مصداق ندارد.

از جمله دلایل این امر شاید عدم توجه بازار به اطلاعات منتشره مربوط به فعالیتهای تأمین مالی در صورت‌های مالی باشد و یا اینکه وجود و دخالت عوامل دیگر که خارج از موضوع بحث این تحقیق بوده اند ممکن است رابطه بین فعالیتهای تأمین مالی و بازده سهام را تحت تأثیر قرار دهد.

دلیل دیگر می‌تواند مربوط به امر سرمایه‌گذاری باشد. اصولاً این تفکر وجود دارد که فعالیتهای تأمین مالی منجر به سرمایه‌گذاری می‌گردد و یا دست کم با فعالیتهای سرمایه‌گذاری در ارتباط است. در کشور ما با توجه به اینکه در اجرای به موقع پروژه‌های سرمایه‌گذاری ضعف مدیریت مشاهده شده است و اینگونه فعالیتهای معمولاً در مدت زمانی طولانی‌تر از مواعد از قبل اعلام شده، آنها هم به شرط برنامه‌ریزی صحیح و برآوردهای دقیق اولیه و ایفای تعهدات اشخاص درگیر و اجرای مناسب هر چند با تأخیر و در صورت ثبات شرایط اقتصادی مثل نبود تورم که هنوز کشور ما با این معضل روبروست، به بهره برداری و سپس بازدهی می‌رسد، شاید وجود ابهام در مورد نتیجه نهایی به کارگیری وجوه تأمین شده یکی از دلایل عکس العمل نامشخص بازار نسبت به فعالیتهای تأمین مالی باشد. بنابراین شاید بتوان گفت ارزش شرکت به عملکرد شرکت بستگی دارد و نه به ساختار سرمایه و اینکه بازده سهام شرکت‌ها تحت تأثیر فعالیتهای مختلف تأمین مالی آنها قرار نمی‌گیرد.

## منابع و مأخذ:

۱. آذر، عادل و مومنی، منصور. (۱۳۸۵). آمار و کاربرد آن در مدیریت، چاپ دهم، انتشارات سمت.
۲. انواری رستمی، علی اصغر. (۱۳۷۸). مدیریت مالی و سرمایه گذاری (تجزیه و تحلیل پرتفولیو)، طراحان نشر.
۳. باغانی، علی. (۱۳۸۴). بررسی و مقایسه تاثیر تامین مالی کوتاه مدت (بدهی های کوتاه مدت) و بلند مدت. (بدهی های بلند مدت) بر بازده سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات.
۴. بیدرام، رسول. (۱۳۸۱). Eviews [اویوز] همگام با اقتصادسنجی، انتشارات منشور بهره وری.
۵. جهانخانی، علی و پارسائیان، علی. (۱۳۸۵). مدیریت مالی (جلد دوم)، چاپ دهم، انتشارات سمت.
۶. خوش طینت، محسن و اسماعیلی، شاهپور. (بهار ۱۳۸۵). "رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام"، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۱۲ و ۱۳، دانشگاه علامه طباطبائی.
۷. دلاور، علی. (۱۳۸۲). مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، انتشارات رشد.
۸. دهقانی فیروز آبادی، حمید. (۱۳۸۳). بررسی تاثیر انتشار سهام و دریافت وام بر قیمت سهام شرکتهای بورس اوراق بهادار، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق.
۹. راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته، انتشارات سمت.
۱۰. رهنمای رودپشتی، فریدون، نیکومرام، هاشم و شاهوردیانی، شادی. (۱۳۸۵). مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی)، انتشارات کساکوش.
۱۱. رهنمای رودپشتی، فریدون و فرزین، اکرم. (۱۳۸۲). کلیات مدیریت مالی، انتشارات جنگل.
۱۲. زحمتکش، جابر. (۱۳۸۴). ارزیابی ماهیت ساختار سرمایه و تاثیر آن بر بازده سهام شرکتهای فعال در صنعت سیمان، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات.

۱۳. سازمان حسابرسی. (۱۳۸۶). استانداردهای حسابداری ایران، قابل دسترسی در پایگاه اطلاعاتی سازمان حسابرسی به آدرس اینترنتی: [www.Audit.org.ir](http://www.Audit.org.ir).

۱۴. شریعت پناهی، سید مجید. (۱۳۷۶). مدیریت مالی جلد دوم تألیف وستون و بریگام.

۱۵. عبادی دولت آبادی، میر کریم. (۱۳۸۱). بررسی تاثیر روشهای تامین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.

۱۶. عباسی، ابراهیم. (۱۳۸۳). روش ها و نظریه های انتشار سهام و قیمت بازار، شرکت انتشارات علمی و فرهنگی.

۱۷. عبدالله زاده، فرهاد. (بهار ۱۳۷۳). "معمای ساختار سرمایه"، فصلنامه تحقیقات مالی، سال اول، شماره دوم، دانشگاه تهران.

۱۸. مجتهدزاده، ویدا. (تیر ۱۳۷۷). تجدید ساختار مالی، ماهنامه حسابدار شماره ۱۲۶، انجمن حسابداران خبره ایران.

۱۹. نصر اصفهانی، یحیی. (۱۳۸۵). رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش افزوده بازار، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.

۲۰. نیکومرام، هاشم، رهنمای رودپشتی، فریدون و هیبتی، فرشاد. (۱۳۸۵). فرهنگ اصطلاحات تخصصی: مهندسی مالی، مدیریت مالی، مدیریت سرمایه گذاری، نهادها و بازارهای مالی، انتشارات دانشگاه آزاد-واحد علوم و تحقیقات.

۲۱. نیکومرام، هاشم، رهنمای رودپشتی، فریدون و هیبتی، فرشاد. (۱۳۸۵). مبانی مدیریت مالی (جلد دوم)، چاپ دوم، انتشارات ترمه.

۲۲. وکیلی فرد حمیدرضا و مسعود. (۱۳۷۵). مدیریت مالی، چاپ سوم، انتشارات ثمره.

۳۳. ولی پور، مهرداد. (۱۳۸۴). بررسی مقایسه ای اثرات ساختار سرمایه شرکت های بورس بر بازده سهام آنها، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات.

24. Billet, Matthew T., Mark J. Flanerry and Jon A. Garfinkel. (2001). "The long-run performance of firms following loan announcements", Working paper, University of Iowa. available at [www.google.com](http://www.google.com).
25. Billet, Matthew T., Mark J. Flanerry and Jon A. Garfinkel. (2003). "Are bank loans special? Evidence on the post-announcement performance of bank borrowers", available at [www.google.com](http://www.google.com).
26. Bradshaw, Mark, Richardson, Scotch and Sloan, Richard. (2006). "The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns", available at [www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com).
27. Eberhart, A. and A. Siddique. (2002). "The long-term performance of corporate bonds (and stocks) following seasoned equity offerings", The Review of Financial Studies, 15, 1385-1406.
28. Elliot, William, Prevost, Andrew. K. and Rao, Ramesh. P. (2004). "The announcement impact of seasoned equity offerings on bondholder wealth", available at [www.google.com](http://www.google.com).
29. Hampton, John, J, (1989). financial decision making. Prentice-Hall, Inc. Englewood cliffs, new jersey; 4<sup>th</sup> Edition.
30. Ongena, Steven, Roscovan, viorel and Werker, Bas, J. M. (2007). "Banks and Bonds. The impact of bank loan announcements on bond and equity prices", available at [www.google.com](http://www.google.com).
31. Riahi Belkoui, Ahmed. (1999). Capital structure, determination, evaluation and accounting , Westport, Connecticut; London.
32. Richardson, Scotch. (2005). "Over-investment of free cash flow", available at [www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com).



33. Richardson, Scoth and Sloan, Richard. (2003). "External financing and future stock returns", available at [www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com).
34. Riter, Jay R. (2003). "Investment banking and securities issuance", available at [www.google.com](http://www.google.com).
35. Van Horn, Jams-c. (1992). Financial management and policy.

