



اولویت بندی تصمیم گیریهای تأمین مالی براساس بازده سهام (مطالعه موردی: شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران)

کیوان فرامرزی (نویسنده مسؤل)

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد بین الملل بندر انزلی، دانشگاه آزاد اسلامی، انزلی، ایران

Email: kfaramarzi83@gmail.com

سروه محمدی

دانش اموزخته کارشناسی ارشد، حسابداری، واحد همدان، دانشگاه آزاد اسلامی، همدان، ایران

تاریخ دریافت: ۹۵/۷/۹ * تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۰/۲۸

چکیده

ابزارهای تأمین مالی در سالهای اخیر توسعه روزافزونی داشته اند و روشهای تأمین مالی همواره چالش بسیار بزرگی بر سر راه مدیران است. این که چه ابزار مالی می تواند در تأمین احتیاجات مالی شرکت راهگشا باشد اولویت تحقیق حاضر است. در این تحقیق تلاش می شود با استفاده از آزمون های آماری رگرسیون تک متغیره و گام به گام عوامل مؤثر بر انتخاب روش تأمین مالی شناسایی و اولویتبندی شود. بررسی انجام شده در میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی تأثیر شیوه های مختلف تأمین مالی بر بازده سهام این است که در بازه زمانی مشخصی (۱۳۹۰-۱۳۸۰) شیوه های معمول تأمین اعتبار این شرکتها را بررسی و سعی دارد با تحلیل این شیوه ها بهترین شیوه ی تأمین مالی این شرکتها را مشخص نماید. استقراض از سیستم بانکی، انتشار سهام و سود انباشته از روشهای مورد استفاده توسط شرکتها بوده و اطلاعات مورد نیاز شامل صورتهای مالی (ترازنامه و صورت سود و زیان) از گزارش های مالی سالانه از نشریه های رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج گردیده است. در این مقاله کلیه فرضیات آرایه شده در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد آزمون قرار گرفته اند. این پژوهش با نمونه ای شامل ۵۳ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۰ صورت گرفته است. نتایج پژوهش نشان داد که مکانیزم های تأمین از راه انتشار سهام و سود انباشته با بازده سهام رابطه مستقیم دارد در حالی که تأمین مالی از طریق استقراض با بازده سهام رابطه معکوس دارد. این نتایج می تواند در اولویت بندی و استفاده از مکانیزم های مناسب تأمین مالی برای شرکتها و بنگاه های اقتصادی مورد استفاده قرار گیرد.

کلمات کلیدی: تأمین مالی، بازده سهام، بازده سرمایه گذاری، استقراض، ساختار سرمایه.

۱- مقدمه

شرکتها برای سرمایه گذاری به منابع مالی احتیاج دارند، اما منابع سرمایه و استفاده از آنها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور بوده و با مشکلات نقدینگی مواجه نشود. و این وظیفه یک مدیر مالی است که منابع تامین مالی و نحوه استفاده از آنها را تعیین کند. تصمیمات تأمین مالی و ترکیب بهینه ساختار سرمایه و همچنین ایجاد جریانهای نقدی، استفاده ی مطلوب از منابع مالی بدست آمده و توان بازپرداخت بدهی از جمله مسائلی است که برای تصمیم گیری مدیریت حائز اهمیت می باشد. در زمان حاضر محیطی که شرکتها در آن فعالیت می کنند محیطی پویا و رقابتی می باشد و شرکتها نیز جهت پیشرفت بلندمدت و مداوم نیاز به توسعه فعالیتهای خود از طریق سرمایه گذاری های جدید دارند. توسعه این فعالیت ها مستلزم تهیه منابع مالی و وجوه مورد نیاز است که در این راستا شرکتها ناگزیر به استفاده از مکانیزم های تامین مالی می باشند. مدیریت مالی را می توان "مدیریت بر منابع و مصارف سرمایه به گونه ای که ثروت سهامداران به حداکثر برسد" تعریف کرد. وظیفه هر مدیر مالی بهینه سازی ساختار دارایی ها بدهی ها و حقوق صاحبان سهام به منظور حداکثر سازی ثروت سهامداران است و راهکارهای صحیح تامین مالی شرکتها در راستای افزایش ثروت سهامداران می توانند نقش انکارناپذیری را ایفا کنند. در این میان بازار مالی متشکل از بازار پول و بازار سرمایه نقش واسطه ای را باز می کند که در سمت تقاضای آن فرایندی به نام تامین مالی قرار می گیرد و طرف عرضه آن فرایندی به نام سرمایه گذاری را تکمیل می کند. با وجود چنین بازاری شرکتها اطمینان دارند که خواهند توانست با مراجعه به آن و در قالب اشکال مختلف تامین مالی وجوه مورد نیاز خود را تامین نمایند. اصولا واحدهای تجاری منابع مورد نیاز خود را جهت سرمایه گذاری در پروژه های بزرگ از طریق استقراض و افزایش سرمایه تامین می نمایند. اعتبار دهندگان و وام دهندگان در قبال پرداخت سرمایه توقع دریافت سودی ثابت به شکل بهره بدون توجه به بازدهی و سودآوری یا زیان دهی دارند و در مقابل سهامداران عادی که مالک شرکت بوده و در سود و زیان شرکت سهیم می باشند و ریسک شرکت را متقبل می شوند انتظار بازده بیشتری را نسبت به اعتبار دهندگان دارند شرکتها به هنگام تصمیم گیری برای استفاده از منابع مالی جدید بایستی هزینه منابع مختلف تامین مالی را مشخص کرده و آثاری که هر کدام از این منابع بر بازده و ریسک عملیاتی شرکت می گذارند تعیین نمایند. بنابراین در این پژوهش تاثیر روشهای مختلف تامین مالی بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می گیرد.

به فرآیندی که بدنبال ایجاد، جمع آوری و افزایش منابع مالی یا سرمایه ای برای هر نوع مخارجی است، تامین مالی می گویند. کارگزاران اقتصادی در طول زمان دارای یک جریان درآمدی و یک جریان هزینه ای می باشند که لزوما بر هم منطبق نبوده و شکافی بین جریان درآمدی و هزینه ای وجود دارد و لازم است که طی فرآیندی این شکاف پر شود. به این چنین فرآیندی که بدنبال ایجاد، جمع آوری و افزایش منابع مالی یا سرمایه ای برای هر نوع مخارجی است، تامین مالی می گویند.

به عبارت دیگر مصرف کننده ها، بنگاه های تولیدی و تجاری و دولت ها اغلب منابع مالی در دسترس برای رسیدن به اهداف، پرداخت بدهی یا معاملات دیگر را ندارند و باید از طرق مختلف، پولی را که آنها برای عملیات خود نیاز دارند بدست آورند، فرآیندی که عاملان اقتصادی این میزان منابع مالی را بدست می آورند و انتخاب روش آن را تامین مالی می گویند. بنگاه های اقتصادی جهت ادامه ی فعالیت و گسترش شرکت در بازار رقابتی فعلی وجوه نقد مورد نیاز خود جهت سرمایه گذاری در پروژه های بزرگ را از طریق روشهای تامین مالی تهیه می نمایند. افزایش سرمایه و استقراض تامین از موارد شایع در تامین مالی است که مواردی مانند هزینه سرمایه و ساختار سرمایه را به دنبال دارد. مدیران مالی در مواجهه با مساله تعیین ساختار سرمایه، باید سیاستی مناسب تدوین کنند. در این مورد، یکی از منابع اطلاعاتی می تواند نوسانات قیمت اوراق بهادار واحد انتفاعی در بورس باشد. چنانچه پس از اعلام هر برنامه ی مالی جدید، قیمت سهام کاهش یابد می توان نتیجه گرفت که اجرای برنامه مالی جدید موجب خارج شدن ارزش شرکت از محدوده ی بهینه خواهد شد. موسسات مالی تامین کننده ی اعتبار و تسهیلات مالی می توانند دیدگاههای خود را درباره ی برنامه ی مالی واحد انتفاعی در اختیار مدیران مالی قرار بگذارند. چنانچه پس از اعلام هر برنامه ی مالی جدید، قیمت سهام کاهش یابد می توان نتیجه گرفت که اجرای برنامه ی مالی جدید موجب خارج شده ارزش شرکت از محدوده ی بهینه خواهد شد. موسسات مالی تامین کننده ی اعتبار و تسهیلات مالی نیز می توانند دیدگاههای خود را درباره ی

برنامه ی مالی واحد انتفاعی در اختیار مدیران مالی بگذارند. چنانچه واحد انتفاعی ناگزیر از پرداخت بهره ی بالا باشد، می توان ان را نشانه ای از استقراض زیاد قبلی تلقی کرد.

شرکتها در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود می توانند یا با پذیرش شرکای جدید، از طریق واگذاری بخشی از مالکیت شرکت و یا از طریق استقراض به تأمین مالی وجوه نقد مورد نیاز خود اقدام کنند. استقراض و انتشار سهام از نظر هزینه سرمایه، میزان بهره و یا سود تقسیمی آن، دارای مزایا و معایبی است که هر یک از آن بر روی بازده سهام قابل بحث است. به طور کلی چهار منبع اصلی برای تأمین واحد انتفاعی وجود دارد که عبارتست از: استقراض، انتشار سهام ممتاز و سهام عادی و استفاده از سود انباشته.

استقراض و انتشار سهام ممتاز یا سهام عادی ویژگی مشترکی دارند و آن اینست که منابع تأمین وجه، خارج از واحد انتفاعی و محدوده ی عملیات آن قرار دارد، در حالیکه سود انباشته معرف منبع داخلی تأمین مالی است. تأمین مالی از طریق انتشار سهام عادی و استفاده از سود انباشته نیز از یک لحاظ ویژگی مشترک دارند، زیرا هر دو معرف وجوه اعطایی صاحبان واحد انتفاعی می باشند. تحقیقات انجام شده در مورد روش های تأمین مالی واحدهای انتفاعی بزرگ در کشورهای صنعتی نشان می ده که در درجه ی اول، منبع اصلی تأمین وجوه سود انباشته است. در درجه دوم و پس از سود انباشته، استقراض منبع عمده برای تأمین وجوه مورد نیاز واحدهای انتفاعی محسوب می شود.

پایین بودن هزینه ی بدهی در مقایسه با سایر منابع سرمایه و صرفه جویی های مالیاتی ناشی از بهره بدهی ها که یک هزینه ی قابل قبول مالیاتی محسوب می شود، کارشناسان امور مالی را متقاعد کرده که ترکیب مناسب سهام و بدهی در بافت مالی شرکت ها می تواند عاملی موثر در افزایش ارزش بازار شرکتها و ثروت سهامداران باشد. مزایای استفاده از استقراض:

۱- هزینه ی پایین تر: از آنجا که به وام دهنده وعده ی بازپرداخت داده شده است وی ریسک کمتری نسبت به سهامداران خواهد داشت، بنابراین بهره ی پرداخت شده به وام پایین تر از بازدهی است که می بایست به سهامداران عرضه شود (به طور تجربی ۶٪ کمتر).

۲- معافیت های مالیاتی: در همه ی شرکتها وقتی موضوع محاسبه مالیات بردرآمد مطرح باشد هزینه ی بهره از سود کسر می شود. کاهش هزینه های استقراض، چرا که اغلب نرخ های مالیاتی شرکتها بالای ۳۰٪ می باشد.

۳- هدف از وام گرفتن رفع نیازهای مالی است که یا فصلی هستند یا کوتاه مدت و یا بلندمدت. هر وامی به محض آن که دیگر نیازی به آن نباشد بازپرداخت می شود و بعد از آن دیگر نیازی به پرداخت بهره ی اضافی نیست.

۴- در بیشتر مواقع هر چقدر مدت سررسید کوتاه تر باشد، هزینه ی بهره نیز پایین تر محاسبه می شود. پس عاقلانه تر اینست که از اعتبارات تجاری ارائه شده توسط عرضه کنندگان مواد اولیه و اعتبارات کوتاه مدت بانکها برای تأمین مالی سرمایه در گردش استفاده شود زیرا هزینه این کار ارزان تر از بهره پرداخت شده به اوراق قرضه و بسیار ارزان تر از نرخ بازده مورد انتظار سهامداران است.

۵- هزینه ی پایین تر تأمین مالی از طریق بدهی، متوسط هزینه ی سرمایه را کاهش می دهد و به شرکت امکان می دهد طرح سرمایه ای سودآورتر را پذیرا شود و بدین ترتیب سود را افزایش می دهد و ارزش کل آن را حداکثر می کند.

۶- موسسه ای که بر بدهی اتکا کند، مقدار سهام کمتری منتشر می کند، لذا سود هر سهم در این شرکت افزایش می یابد.

۷- اگر سود هر سهم افزایش یابد و ریسک تحمیل شده به سهامداران کمتر از میزان افزایش سود هر سهم باشد ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت.

معایب استفاده از استقراض

۱- تغییر پذیری سود هر سهم، حتی وقتی که بدهی اندکی استفاده شده باشد دیده می شود و با افزایش بدهی تغییر پذیری افزایش می یابد.

۲- استفاده از بدهی این موقعیت را به وجود می آورد که این وام دهندگان محدودیت هایی را بر عملیات شرکت تحمیل کنند.

۳- استفاده از بدهی ریسک ورشکستگی را بالا می برد.

۴- ریسک ورشکستگی مشتریان را از خرید و شرایط شرکت به فروش محصولاتش با تخفیف دلسرد می کند.

۵- ریسک ورشکستگی عرضه کنندگان را از عرضه ی بلند مدت مواد اولیه به شرکت دلسرد می کند.

۶- اگر ریسک بالای ورشکستگی شرکت اعلام شده باشد کنترل سراسر شرکت از دست می رود (Seyed-Nezahd Fahim & Aghaie, 2010).

وام های بانکی و استقراض اگرچه تغییری در مالکیت شرکت ایجاد نمی کند اما الزامات مربوط به بازپرداخت مبالغ معین در مواعد مقرر را در پی دارد و با اهرم مالی ایجاد شده مسائلی همچون احتمال ورشکستگی و عدم توانایی در باز پرداخت بدهی ها بوجود می آید. بنابراین وام بانکی هم می تواند محرکی بر بازده سهام شرکت ها باشد. انتشار اوراق قرضه نیز می تواند خبر از فرصت های مطلوب و سودآور دهد و می تواند حساسیت بازار و تغییرات بازده سهام را موجب شود. در مورد ترکیب ساختار سرمایه نیز همواره این نگرانی وجود دارد که آیا تغییر ساختار سرمایه می تواند ارزش سهام را در بازار تغییر دهد؟

بنابراین این جستار به بررسی اولویت بندی تصمیم گیریهای تأمین مالی براساس بازده سهام و یا به عبارتی به بررسی رابطه بین روش های مختلف تأمین مالی و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد و سعی دارد با استفاده از اطلاعات مندرج در صورتهای مالی این شرکتها نقش انتخاب تأمین مالی مناسب جهت کمک به مدیران، تحلیل گران سرمایه گذاری، سرمایه گزاران، محققان و گروه ذینفعان را فراهم نماید.

در این قسمت از پژوهش به مرور ادبیات تحقیق و بررسی تحقیقات داخلی و خارجی انجام شده می پردازیم:

انواری رستمی (۱۳۸۱) در مقالهای تحت عنوان "طراحی مدل ریاضی چند دوره ای مختلط اعداد صحیح برنامه ریزی آرمانی برای تأمین مالی بهینه شرکتها" بهارائهمدلی برای تأمین مالی بهینه شرکتها پرداخته است. این مقاله به دنبال طراحی مدل ریاضی چند دوره ای برنامه ریزی آرمانی به منظور تصمیم گیریهای تأمین مالی شرکتهاست. مدل پیشنهادی مدیران مالی شرکتها را در امر تأمین مالی بهینه یاری میرساند و نشان میدهد که چگونه میتوان به اهداف متعدد و متضاد موردنظر سهامداران تا حد ممکن دست یافت. اهدافی نظیر تأمین هر چه دقیق تر نیازهای مالی شرکت در دورههای مختلف مالی با سیاست حفظ سطح حداقلی از سود سهام پرداختی، حداکترسازی ارزش شرکت، حداقل سازی، متوسط هزینه های تأمین مالی و حداقل سازی ریسک مالی حاصل از تأمین مالی و اعمال هر چه دقیقتر ساختار مطلوب مالی-سرمایه ای.

تحقیق آقای محمد وفادار تحت عنوان بررسی اثر افزایش سرمایه بر حجم معاملات و قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۷۱ تا ۱۳۷۴ انجام شده است و به این نتیجه رسیده است که بین افزایش سرمایه و تغییر در قیمت سهام ارتباط معناداری وجود دارد اما افزایش سرمایه به میزان مشخصی باعث تغییر در حجم مبادلات نمی گردد.

تحقیق آقای بهزاد کاروان تحت عنوان افزایش سرمایه و تأثیر آن بر نرخ هزینه و نرخ بازده شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران بین سالهای ۱۳۷۱ تا ۱۳۷۴ انجام شده است. که نتیجه آن نشان می دهد که افزایش سرمایه باعث رشد شدید قیمت ها و نرخ هزینه سرمایه آن ها نیز به همان شدت شده است در حالیکه توان بازدهی این شرکت ها نسبت به قیمت بازار تضعیف شده است.

عبادی دولت آبادی (۱۳۸۱) به بررسی تأثیر روشهای تأمین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکت ها پرداخته و نتیجه گرفت که تأثیر انتشار سهام نسبت به وام بلندمدت 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 روش های مختلف تأمین مالی با بازده سهام رابطه معنی داری ندارد.

جعفری صمیمی وهمکاران (۱۳۸۳) در مقاله "بررسی رابطه روشهای تأمین مالی (منابع خارجی) و بازده و قیمت سهام شرکت های بورس تهران" تأثیر منابع خارجی تأمین مالی (انتشار سهام و وام بلندمدت) را بر قیمت و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس طی سالهای (۱۳۷۹-۱۳۷۵) مورد بررسی قرار می دهد. نتایج نشان میدهد تأثیر انتشار سهام نسبت به وام بلندمدت بر

قیمت سهام بیشتر است، همچنین بازده شرکتهایی که از طریق انتشار سهام تأمین مالی نموده‌اند در مقایسه با بازده شرکتهایی که از وام بلندمدت استفاده نموده‌اند بیشتر است.

تحقیق آقای سید حسام شمس عالم با عنوان بررسی تأثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران بین سالهای ۱۳۷۰ تا ۱۳۷۴ که منتج به عدم وجود تفاوت معنی دار بین میانگین بازده سهام شرکتهایی که افزایش سرمایه داده‌اند با میانگین بازده سهام شرکتهایی که اقدام به این عمل نکرده‌اند، شده است.

تحقیق آقای دهقانی فیروزآبادی تحت عنوان بررسی اثر انتشار سهام و دریافت وام بر قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در سال ۱۳۸۳ انجام شده و منتج به این شده است که انتشار سهام باعث افزایش قیمت سهام شرکت‌ها می‌شود اما دریافت وام اثری بر قیمت سهام ندارد.

تحقیق آقای رضا سمیعی تحت عنوان بررسی تأثیر روش‌های افزایش سرمایه بر روی بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در سال ۱۳۸۵ انجام شد و منتج به این شده است که بین روشهای مختلف افزایش سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد و شرکتهایی که اقدام به افزایش سرمایه از طریق آورده نقدی نموده‌اند در مقایسه با شرکتهایی که از طریق سود انباشته افزایش سرمایه داشته‌اند به بازدهی بیشتری دست نیافته‌اند

ابزری و همکاران (۱۳۸۶) در مقاله "بررسی و تجزیه و تحلیل روشهای تأمین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" روشهای مختلف تأمین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و نوع ارتباط بین نحوه تأمین مالی شرکتها و ویژگیهای اندازه شرکت، داراییهای ثابت و سودآوری را بررسی نموده‌اند. بر اساس یافته‌های این تحقیق با وجود عدم تفاوت معنادار بین استفاده از روشهای مختلف تأمین مالی (سود انباشته، سهام و بدهی) بین شرکتهای مورد مطالعه بین نحوه تأمین مالی شرکتها و اندازه آنها ارتباط معنادار وجود دارد. با گسترش اندازه شرکتها استفاده از سود انباشته و سهامبرایتأمین مالیافزایشمیابد، همچنین باوجودارتباطبین نحوه تأمین مالی شرکتها و میزان داراییهای ثابت آنها بین نحوه تأمین مالی شرکتها و ظرفیت سودآوری آنها ارتباط معناداری مشاهده نشده است.

تحقیق آقای هرمز لاهوتی اشکوری با عنوان تحقیقی پیرامون نحوه بکارگیری منابع حاصل از افزایش سرمایه‌های انجام شده به منظور توسعه و تکامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۷۵ انجام و به این نتیجه رسیده است که بین منابع توسعه و تکمیل دارایی‌های فیزیکی در شرکت مذکور رابطه معناداری وجود ندارد.

تحقیق آقای هادی یزدی با عنوان بررسی رابطه منابع و مصارف افزایش سرمایه و رابطه آن با بازده سهام و منتج به این شده است که بین منابع افزایش سرمایه با بازده سهام رابطه معنادار وجود دارد لیکن بین مصرف سرمایه در راه جبران کمبود نقدینگی و اصلاح ساختار مالی شرکت و بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

مطالعات تجربی در مورد افزایش سرمایه از طریق عرضه سهام جدید، با مطالعه آثار ونتایج عرضه سهام غیر رایج در سال ۱۹۷۲ توسط مک دانلد و فیشر آغاز گردید. آنها در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که عرضه سهام غیر رایج تأثیر مثبت بر قیمت سهام دارد. بررسی آثار عرضه سهام رایج با تحقیق پروفیسور اسمیت (۱۹۷۷) شروع شد. ایشان در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که رویداد مذکور تأثیر منفی بر قیمت سهام دارد. در این زمینه کوروار (۱۹۸۳) مازولیس (۱۹۸۳)، اسکیت و مولینز نیز تحقیقات تجربی مشابهی را انجام داده‌اند. نتایج به دست آمده همگی حکایت از عکس العمل‌های منفی بازار سرمایه در قبال اعلان عرضه سهام رایج دارند. میکسون و پارش (۱۹۸۶) طی یک مطالعه تجربی سعی داشتند درباره محتوای اطلاعاتی اعلان عرضه سهام رایج، شواهد عینی بدست آورند.

یکی از قدیمی ترین تحقیقات در مورد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها (سهام جایزه) مربوط به سال‌های ۱۹۲۸ تا ۱۹۲۹ می‌باشد که در آن ۳۸ شرکت که سهام جایزه توزیع کرده بودند مورد مطالعه قرار گرفته و نتیجه گرفته شده است که سهام جایزه تأثیری بر قیمت سهام ندارد.

در سال ۱۹۷۱ تحقیق دیگری در مورد سهام جایزه در ۹۳۵ شرکت انجام گرفته که نتایج منتشره حکایت از این دارد که در مورد سهام جایزه کوچک و سهام جایزه بزرگ بازدهی فوق العاده (بازدهی قیمت سهام) ملاحظه می شود اما بین این دو حد بسیار کم و بسیار زیاد بازدهی مثبت وجود نداشته است و قیمت ها معادل درصد توزیع سهام جدید کاهش یافته اند.

در سال ۱۹۹۸ تحقیقی در زمینه ساختار سرمایه شرکتها در امریکای لاتین توسط یکی از دانشجویان دوره دکترا دانشگاه جورج تاون انجام شد. تحقیق مذکور به بررسی شیوه های تأمین مالی ۳۰۰ شرکت در محدوده زمانی سالهای ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۵ آمریکای لاتین پرداخته است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که شرکت های مورد آزمون ترجیح می دهند سود کسب شده را انباشته نمایند و از تقسیم سود بپرهیزند. در ضمن جهت تأمین مالی روش افزایش سرمایه را از طریق صدور سهام جدید انتخاب می نمایند. نتیجه مذکور مخالف نظریه ترجیحی (Pecking-Order Hypotheses) می باشد ولی به معنای رد نظریه مذکور نیست به دلیل اینکه نمونه انتخاب شده شامل شرکت هایی با بازدهی پایین و نرخ رشد بالای خالص دارایی ها بوده است، مدیریت جهت تأمین مالی از منابع خارجی استفاده نموده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که شرکت های بزرگ جهت تأمین مالی از روش استقراض استفاده نموده در حالی که شرکت های کوچک تر از طریق افزایش سرمایه و صدور سهام جدید تأمین مالی می نمایند.

ویلیامز، جان و امبریش (Williams, John and Ambarish, 1987) نشان دادند که واکنش قیمت سهام به تأمین مالی شرکت، به نقش نسبی دارایی های موجود و فرصت های رشد در مدل عدم تقارن اطلاعاتی بستگی دارد. مثلاً "منبع اطلاعاتی یک شرکت برجسته بالغ، دارایی های موجود آن است و لذا فرصت های رشد سودآور محدودی را دارد و اثر اعلان تأمین مالی منفی است. اما برای یک شرکت روبه رشد سریع (با فرصت های رشد سودآور و با منبع اطلاعاتی از فرصت های سرمایه گذاری) اثر اعلان تأمین مالی مثبت است. زیرا افزایش سرمایه، شرکت را در اجرای پروژه های با خالص ارزش فعلی (NPV) مثبت توانا می سازد. آنها با شواهد تجربی، مدل خود را ثابت کردند. زیرا نمونه های آنها شامل شرکت های بالغ موجود در بورس آمریکا و نیویورک بودند (Rahnamey Roodposhty, 2013: 77).

مطالعه پیلوت (Pilotte, 1992) نشان داد که واکنش قیمت سهام به عرضه اوراق بهادار، تابعی از فرصت های رشد شرکت و ریسک اوراق بهادار عرضه شده می باشد. سیاست تقسیم سود شاخصی برای فرصت های رشد است. فرض می شود شرکت هایی با سیاست تقسیم سود بالا و باثبات، شرکت های بالغ می باشند. بنابراین شرکت های روبه رشد از پرداخت سود سهام زیاد برای سرمایه گذاری مجدد درآمدها در فرصت های سرمایه گذاری بالارزش، اجتناب می کنند. در حالی که شرکت های بالغ، فرصت های 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 اینست که مانند شرکت های روبه رشد، سود سهام پرداخت نمی کنند. همچنین مانند شرکت های بالغ، سود سهام معوقه دارند (همان منبع).

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 می دهد. این فرضیه توسط مودیلیانی و میلر (Modigliani & Miller, 1963) مطرح شد. از دیدگاه این فرضیه، انتشار سهام عادی جدید باعث کاهش اهرم مالی می شود. 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، اثر منفی بیشتری را نسبت به انتشار سهام به قصد تأمین مالی مخارج سرمایه گذاری دارد. زیرا تأثیر بیشتری را روی اهرم مالی خواهد داشت. انتشار اوراق قرضه جدید، بدهی های مالیاتی آتی را کاهش داده و در نتیجه تأثیر مثبتی را روی قیمت سهام خواهد داشت (Modigliani & Miller, 1963).

جیمز (۱۹۸۷) واکنشهای قیمت سهام را به اعلان وام بانکی با انواع دیگر انتشار بدهی مقایسه می کند. یافته های او نشان می دهد که قیمت سهام به اعلان وام بانکی یک حساسیت مثبت آماری دارد اما برای انتشار بدهی عمومی یک حساسیت غیرمثبت مشاهده می شود. جیمز نتیجه گرفت که وام بانکی در باره افزایش مورد انتظار در جریانهای نقدی و از اینرو کاهش در احتمال ناتوانی پرداخت شرکت مثل یک علامت عمل می کند. مطالعه جیمز توسط دیگران دنبال شد. برای مثال لومر و مک

کونل (۱۹۸۸) بین قراردادهای جدید وام و قرارداد های تجدید وام تفاوت قائل شدند. آنها دریافتند که حساسیت مثبت قیمت سهام تنها بواسطه دسته دوم یعنی وامهای تجدیدی می باشد. اسلون، جانسون و گلاسکوک (Slovin, Johnson & Glascock, 1993) از طرف دیگر، یک واکنش مثبت معنی دار قیمت سهام را برای وام های اولی و در مورد وام های تجدیدی تنها برای شرکتهای کوچک پیدا کردند. اعلان وام بانکی در شرکتهای بزرگ منتج به اثرات مهم ارزشیابی نمی شوند. این یافته ها با دایموند (۱۹۸۴) و فاما (۱۹۸۵) سازگارند. (Ongena, Roscovan & Werker, 2007)

۲- مواد و روشها

این تحقیق از نظر هدف از نوع تحقیقات کاربردی بوده و با توجه به ماهیت موضوع آن از لحاظ روش انجام در زمره تحقیقات پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) طبقه بندی می شود. در تحقیق حاضر برای جمع آوری اطلاعات مورد نیاز از روش میدانی و همچنین کتابخانه ای استفاده می شود به نحوی که بمنظور گردآوری داده های مورد نیاز جهت استخراج نمونه تحقیق و آزمون فرضیات تحقیق، از نرم افزار های تدبیرپرداز و ره آورد نوین و همچنین اطلاعات موجود شرکت ها در سایت بورس اوراق بهادار تهران و در بخش مبانی نظری تحقیق نیز، به منظور گردآوری اطلاعات مربوط به این بخش، از روش کتابخانه ای استفاده شده است یعنی از کتب، مجلات، مقالات مربوط به موضوع و همچنین تحقیقات پیشین انجام شده در زمینه موضوع تحقیق بهره برده می شود.

درضمن داده های گردآوری شده از طریق نرم افزار Excel و پس از اعمال تعدیلات لازم وارد نسخه ۱۸ نرم افزار SPSS شد. بدین ترتیب که ابتدا برای تعیین توزیع جامعه (نرمال یا غیر نرمال بودن داده ها) از آزمون کولموگروف- اسمیرنوف استفاده شده و در آزمون های انجام شده سطح زیر ۰.۰۵ معنی دار تلقی گردیده است. در مورد روشهای آماری مورد استفاده؛ برای تجزیه و تحلیل داده های جمع آوری شده ابتدا با استفاده از آمار توصیفی به بررسی شاخص های میانگین، انحراف معیار و ... پرداخته شد. پس از آن مطابق فرضیات در نظر گرفته شده، برای بررسی ارتباط بین بازده سهام و روش های مختلف تأمین مالی از آزمون ضریب همبستگی پیرسون (به علت نرمال بودن داده ها) و تحلیل رگرسیون تک متغیره و گام به گام استفاده شد و سپس با استفاده از شاخص های آمار استنباطی به تأیید یا رد فرضیات پرداخته شده است.

تحقیق حاضر دارای یک فرضیه اصلی و سه فرضیه فرعی می باشد که در فرضیه اصلی ارتباط بین روشهای مختلف تأمین مالی و بازده سهام بطور یکجا و در فرضیات فرعی ارتباط هر یک از روشهای تأمین مالی با بازده سهام بطور جداگانه در نظر گرفته شده است.

فرضیات تحقیق به صورت زیر تعریف می شوند:

فرضیه اصلی: بین روشهای مختلف تأمین مالی و بازده سهام رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه های فرعی:

فرضیه فرعی اول: بین تأمین مالی از طریق استقراض از سیستم بانکی و بازده سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین تأمین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین تأمین مالی از محل سود انباشته و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

ر این بخش به بررسی فرضیه های مطرح شده و آزمون آماری مورد استفاده در پژوهش پرداخته شده است. به بیان دیگر در این بخش به تحلیل یافته های بدست آمده پرداخته می شود تا از نظر آماری نیز بتوان صحت و سقم فرضیات را مورد بررسی قرار داد.

داده ها با استفاده از آزمون کولموگروف- اسمیرنوف (K-S) مورد آزمون قرار گرفت تا فرض نرمال بودن داده ها بررسی شود. ابتدا باید مشخص شود که آیا داده های گردآوری شده دارای توزیع نرمال است زیرا در صورت غیر نرمال بودن داده ها از آزمون های ناپارامتریک استفاده می گردد. با درک از نرمال بودن داده ها نتایج حاصل از آزمون کولموگروف- اسمیرنوف (K-S) هر یک از متغیرهای وابسته و مستقل مورد تحلیل و بررسی قرار می گیرند و آزمون های مناسب برای بررسی سنجش درستی فرضیات

تحقیق بر اساس نتایج حاصل انتخاب می شوند. در این قسمت نرمال و غیر نرمال بودن داده ها بررسی و با فرض نرمال بودن نتایج ذیل محقق شد.

$$\begin{cases} H_0 : & \text{داده ها ی متغیر } i \text{ دارای توزیع نرمال است.} \\ H_1 : & \text{داده ها ی متغیر } i \text{ دارای توزیع نرمال نیست.} \end{cases}$$

جدول شماره (۱): نتیجه آزمون نرمال بودن متغیرهای مستقل و وابسته

عامل	سطح معنی داری	مقدار خطا	تایید فرضیه	نتیجه گیری
سود انباشته	۰/۹۹	۰/۰۵	H_0	نرمال
انتشار سهام	۰/۲۴۸	۰/۰۵	H_0	نرمال
استقراض از سیستم بانکی	۰/۲۶۷	۰/۰۵	H_0	نرمال
بازده سهام	۰/۴۷۸	۰/۰۵	H_0	نرمال

با توجه به نتایج جدول شماره (۳) هنگامی که مقدار سطح معنی داری بزرگتر از مقدار خطا باشد، فرضیه صفر را نتیجه می گیریم و با توجه به نتایج فوق چون مقدار سطح معنی داری برای تمام مؤلفه ها بزرگتر از مقدار خطا ۰/۰۵ در نتیجه این متغیرها دارای توزیع نرمال هستند.

در این قسمت از پژوهش به آزمون فرضیات پژوهش می پردازیم.

فرضیه اصلی پژوهش به شرح ذیل است:

فرضیه اصلی: بین روشهای مختلف تامین مالی و بازده سهام رابطه معنادار وجود دارد.

همبستگی بین روشهای مختلف تامین مالی و بازده سهام به شکل ذیل تعریف می گردد:

$H_0: \rho = 0$ بین روشهای مختلف تامین مالی و بازده سهام رابطه وجود ندارد.

$H_1: \rho \neq 0$ بین روشهای مختلف تامین مالی و بازده سهام رابطه وجود دارد.

جدول شماره (۲): همبستگی بین روشهای مختلف تامین مالی و بازده سهام

متغیرها	بازده سهام	سود انباشته	انتشار سهام	استقراض
بازده سهام		$\rho = 0.892$ Sig = 0.000 N = 53	$\rho = 0.565$ Sig = 0.000 N = 53	$\rho = -0.704$ Sig = ۰.۰۰۰ N = 53
نتیجه فرضیه		تایید فرضیه H_1	تایید فرضیه H_1	تایید فرضیه H_1
سود انباشته	-		$\rho = 0.513$ Sig = 0.000 N = 53	$\rho = -0.552$ Sig = ۰.۰۰۰ N = 53
نتیجه فرضیه		-	تایید فرضیه H_1	تایید فرضیه H_1
انتشار سهام	-	-		$\rho = -0.600$ Sig = 0.000 N = 53
نتیجه فرضیه		-	-	تایید فرضیه H_1
استقراض	-	-	-	

همانطور که از جدول فوق مشخص است. پس از انجام آزمونها و با توجه به مقدار آماره آزمون (Sig) بدست آمده در جدول بالا حاکی از آن است که بین روشهای مختلف تامین مالی و بازده سهام رابطه معنادار وجود دارد. بنابراین فرضیه H_0 رد شده و فرضیه H_1 مبنی بر وجود ارتباط بین روشهای مختلف تامین مالی و بازده سهام تایید می شود. لذا جهت بررسی و ارائه مدل بین بازده سهام (Y) و روشهای مختلف تامین مالی (X) پس از بررسی شاخص های کفایت مدل که در جدول زیر آمده است به ارائه مدل پردازش یافته پرداخته می شود.

جدول شماره (۳): متغیرهای ورودی و خروجی با استفاده از رگرسیون گام به گام

مدل	متغیر مستقل وارد شده	متغیرهای خروجی	روش
۱	سود انباشته	-	گام به گام
۲	استقراض	-	گام به گام

متغیر وابسته: بازده سهام

همانطور که از جدول فوق برمی آید تحلیل رگرسیون تا دو مرحله پیش رفته است. در مرحله اول متغیر سود انباشته وارد مدل می شود که میزان ضریب همبستگی (R) آن با بازده سهام برابر با ۰/۸۹۲ شده است، در این مرحله ضریب تعیین برابر با ۰/۷۹۵ و ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۷۵۱ بدست آمده است. در گام بعدی با وارد شدن دومین متغیر یعنی استقراض همبستگی چندگانه به ۰/۹۵۷ و ضریب تعیین به ۰/۸۵۹ و ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۸۵۴ افزایش یافته است. به عبارت دیگر بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده ۸۵ درصد تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) به وسیله دو متغیر سود انباشته و استقراض تبیین می شود. همانطور که از مدل قابل استنباط است متغیر انتشار سهام وارد مدل نشده است زیرا با حضور این متغیر در مدل به دلیل عدم وجود شاخص کفایت مناسب ممکن نیست. مقدار دوربین واتسون نیز در فاصله استاندارد ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، در نتیجه این ارزشها به استقلال مانده ها منتج می گردد.

جدول شماره (۴): شاخص های کفایت مدل بین روشهای مختلف تأمین مالی و بازده سهام

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	انحراف خطا	آماره دوربین واتسون
اول	۰/۸۹۲	۰/۷۹۵	۰/۷۹۱	۲۵/۶۱۵۱۲	۱/۹۹۷
دوم	۰/۹۵۷	۰/۸۵۹	۰/۸۵۴	۲۱/۴۴۲۰۴	

جدول شماره (۵): جدول آنالیز واریانس برای مدل ۲ ارائه شده در پژوهش

مدل	F	Sig
سود انباشته	۱۹۸/۱۵۹	۰/۰۰۰
استقراض	۱۵۲/۷۹۰	۰/۰۰۰

جدول فوق حاکی از معنی دار بودن رگرسیون با توجه به $0.05 = 0.000 < \text{Sig}$ برای دو مرحله است.

جدول شماره (۶): معناداری ضرایب رگرسیونی به ترتیب ورود در مدل

مدل	ضرایب استاندارد شده	ضرایب غیر استاندارد		t	Sig.
		B	Std. Error		
مدل ۱	مقدار ثابت	-۰/۵۶۲	۳/۵۲۶	-۰/۱۵۹	۰/۸۷۴
	سود انباشته	۱/۰۸۳	۰/۰۷۷	۱۴/۰۷۷	۰/۰۰۰
مدل ۲	مقدار ثابت	-۱۱/۸۴۴	۳/۷۸۱	-۳/۱۳۲	۰/۰۰۳
	سود انباشته	۰/۸۸۰	۰/۰۷۷	۱۱/۳۸۰	۰/۰۰۰
	استقراض	-۰/۳۶۶	۰/۰۷۷	-۴/۷۷۳	۰/۰۰۰

متغیر وابسته: بازده سهام

بر اساس ضرایب بتای جدول فوق معادله رگرسیونی را می توان به شرح ذیل نوشت.

$$\text{استقراض از سیستم بانکی} (-0.366) + \text{سود انباشته} (0.880) + \text{بازده سهام} = -11.844$$

در جدول فوق دو متغیر معنادار هستند، در نتیجه برای قضاوت در مورد سهم تاثیر هر متغیر بر بازده سهام به ستون ضرایب بتای استاندارد شده در مدل آخر (۲) توجه می کنیم. مشاهده می شود از ۲ متغیر موجود متغیر سود انباشته با ضریب استاندارد

شده ۰.۷۲۴ دارای بیشترین تاثیر است و در نتیجه در اولویت اول قرار دارد. نیز گفته می شود ارتباط بین سود انباشته و بازده سهام مستقیم است. سپس متغیر استقراض با ضریب $-۰/۳۰۴$ در اولویت دوم و نیز دیده می شود ارتباط بین استقراض و بازده سهام معکوس است.

جدول شماره (۷): متغیرهای خروجی از تحلیل رگرسیون گام به گام

متغیر	آماره t	Sig.
انتشار سهام	۰/۲۷۵	۰/۷۸۵

با توجه به مقدار آماره t و سطح معنی داری آن ($\text{Sig} > = 0.05$)، متغیر فوق از تحلیل رگرسیون خارج شده و گفته می شود با حضور متغیر عنوان شده، این متغیر معنی دار نبوده و تأثیری بر بازده سهام ندارد. در این مرحله به بررسی آزمون فرضیه های فرعی می پردازیم:
آزمون فرضیه فرعی اول:
بین تامین مالی از طریق استقراض از سیستم بانکی و بازده سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

بین استقراض از سیستم بانکی و بازده سهام ارتباط وجود ندارد. $H_0: = 0$

بین استقراض از سیستم بانکی و بازده سهام ارتباط وجود دارد. $H_1: \rho \neq 0$

جدول شماره (۸): متغیرهای خروجی از تجزیه و تحلیل رگرسیون گام به گام (استقراض)

سال	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	F	Sig F	ضرایب		t		Sig t	دوربین واتسون	رابطه پختی	نتیجه آزمون محقق
					عرض از مبدأ	شیب خط	عرض از مبدأ	شیب خط				
۱۳۸۰	۰/۳۹۸	۰/۱۵۸	۹/۵۷۳	۰/۰۰۳	۴۱/۰۰۵	-۰/۲۴۱	۴/۹۲۳	-۳/۰۹۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	ندارد	تأیید
۱۳۸۱	۰/۶۷۸	۰/۴۶۰	۴۲/۴۳۲	۰/۰۰۰	۴۲/۴۳۸	-۰/۴۷۹	۳/۴۳۷	-۶/۵۹۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	ندارد	تأیید
۱۳۸۲	۰/۸۰۴	۰/۶۴۷	۹۳/۳۴۶	۰/۰۰۰	۳۰/۷۷۲	-۰/۶۶۷	۲/۴۷۲	-۹/۶۶۲	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	ندارد	تأیید
۱۳۸۳	۰/۷۳۳	۰/۵۳۷	۵۹/۰۶۱	۰/۰۰۰	۱۴/۹۴۸	-۰/۵۹۸	۱/۴۳۶	-۷/۶۸۵	۰/۱۵۷	۰/۰۰۰	ندارد	تأیید
۱۳۸۴	۰/۷۵۲	۰/۵۲۵	۵۶/۳۴۷	۰/۰۰۰	-۱۵/۵۷۰	-۰/۹۴۶	-۲/۸۱۸	-۷/۵۰۶	۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	ندارد	تأیید
۱۳۸۵	۰/۸۹۴	۰/۷۹۹	۲۰۲/۸۰۹	۰/۰۰۰	-۲۲/۳۳۳	-۱/۰۴۵	-۴/۵۳۹	-۱۴/۲۴۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	ندارد	تأیید
۱۳۸۶	۰/۶۷۹	۰/۳۵۵	۲۵/۶۹۳	۰/۰۰۰	-۱۴/۹۴۶	-۰/۷۵۲	-۲/۳۹۶	-۵/۰۶۹	۰/۰۲۰	۰/۰۰۰	ندارد	تأیید
۱۳۸۷	۰/۷۹۶	۰/۶۳۴	۸۸/۴۳۵	۰/۰۰۰	-۸/۷۰۴	-۰/۹۵۷	-۱/۶۰۴	-۹/۴۰۴	۰/۱۱۵	۰/۰۰۰	ندارد	تأیید
۱۳۸۸	۰/۶۵۰	۰/۴۲۲	۳۷/۲۹۵	۰/۰۰۰	-۱۸/۳۳۵	-۰/۹۰۱	-۲/۶۴۳	-۶/۱۰۷	۰/۰۱۱	۰/۰۰۰	ندارد	تأیید
۱۳۸۹	۰/۶۴۹	۰/۴۲۱	۳۷/۰۲۲	۰/۰۰۰	-۱۰/۵۰۱	-۰/۷۹۴	-۱/۳۳۶	-۶/۰۸۵	۰/۱۸۷	۰/۰۰۰	ندارد	تأیید
کل	۰/۷۰۴	۰/۴۹۵	۵۰/۰۲۷	۰/۰۰۰	-۲۴/۹۱۴	-۰/۸۴۹	-۳/۶۸۶	-۷/۰۷۳	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	ندارد	تأیید

دوره
زمانی

در این فرضیه ارتباط بین تامین مالی واحد های تجاری از طریق استقراض از سیستم بانکی با بازده سهام آنها مورد آزمون قرار گرفته است که بر این اساس و با توجه به نتیجه حاصل از آزمون رگرسیون فرضیه و سطح معناداری مربوطه، ارتباط بین متغیر مستقل با متغیر وابسته برای تمامی سال ها تأیید شده است اما در رابطه با معنا دار بودن ضرایب رگرسیون، آزمون این فرضیه در کلیه سال ها تأیید شده است یعنی اینکه ضرایب رگرسیونی مربوط به این فرضیه یعنی آماره t و سطح معنی داری مربوط برای همه سالها تأیید شده و آزمون رگرسیون فرضیه تحقیق برای تمامی سال ها و همچنین در کل دوره زمانی تحقیق، معنا دار بوده و فرضیه تحقیق تأیید گردیده است. همچنین با توجه به نتایج، مشاهده می گردد که ضریب همبستگی بین متغیر مستقل و وابسته برای این فرضیه برای کل دوره زمانی تحقیق ۰.۷۰۴ بوده و همچنین ضریب تعیین متغیر وابسته توسط متغیر مستقل به میزان ۴۹.۵ بوده است که این نشان دهنده تأیید فرضیه و ارتباط بین متغیر مستقل و وابسته بوده است. بنابراین می توان گفت که بین استقراض از سیستم بانکی و بازده سهام رابطه معنی دار و معکوس برقرار است.

همانگونه که جدول نشان می دهد، تحلیل واریانس رگرسیون این فرضیه نشان دهنده این است که آماره F و سطح معناداری مربوط برای تک تک سال ها و کل دوره زمانی تحقیق معنا دار بوده که این امر بیانگر تأیید فرضیه محقق بوده است. با توجه به اینکه مقدار آماره دوربین واتسون که استقلال خطاها را نشان می دهد برای تمامی سالهای مورد بررسی در فاصله استاندارد ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد، در نتیجه استقلال باقیمانده ها را نتیجه می گیریم.

(ب) بین تأمین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

بین انتشار سهام و بازده سهام ارتباط وجود ندارد. $H_0: = 0$

بین انتشار سهام و بازده سهام ارتباط وجود دارد. $H_1: \neq 0$

سال	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	F	Sig F	ضرایب		t		Sig t	دوربین واتسون	رابطه	نتیجه آزمون محقق
					عرض از مبدأ	شیب خط	عرض از مبدأ	شیب خط				
۱۳۸۰	-۰/۵۰۹	-۰/۲۶۰	۱۷/۸۷۷	۰/۰۰۰	۲۷/۷۳۰	-۰/۵۳	۳/۰۸۱	۴/۲۲۸	۰/۰۰۰	۱/۵۲۳	ندارد	تأیید
۱۳۸۱	-۰/۲۴۶	-۰/۰۶۱	۳/۲۹۴	۰/۰۷۵	۵۲/۴۲۳	-۰/۳۸	۲/۹۶۰	۱/۸۱۵	۰/۰۰۵	۱/۹۸	دارد	رد
۱۳۸۲	-۰/۷۱۰	-۰/۵۰۴	۵۱/۸۱۵	۰/۰۰۰	۲۷/۹۷۷	-۰/۸۲۶	۱/۸۳۶	۷.198	۰/۷۲	۲/۱۳۸	ندارد	تأیید
۱۳۸۳	-۰/۵۴۶	-۰/۴۲۸	۳۸/۰۸۴	۰/۰۰۰	۱۵/۶۳۵	-۰/۷۱۵	-۰/۳۲۹	۶/۱۷۱	۰/۱۹۰	۲/۳۱۹	ندارد	تأیید
۱۳۸۴	-۰/۴۹۲	-۰/۲۴۲	۱۶/۲۴۵	۰/۰۰۰	۴/۱۰۲	-۰/۳۵۲	-۰/۷۳۱	۴/۰۳۰	۰/۴۶۸	۱/۸۶۷	ندارد	تأیید
۱۳۸۵	-۰/۵۵۴	-۰/۳۷۵	۲۲/۶۳۲	۰/۰۰۰	۸/۲۹۶	-۰/۶۶۶	۱/۰۶۷	۴/۷۵۷	۰/۲۹۱	۲/۴۸۸	ندارد	تأیید
۱۳۸۶	-۰/۴۰۶	-۰/۱۶۵	۱۰/۰۴۳	۰/۰۰۳	۰/۴۲۹	-۰/۲۸۱	-۰/۰۷۶	۳/۱۶۹	۰/۹۴۰	۱/۹۵۲	ندارد	تأیید
۱۳۸۷	-۰/۴۹۶	-۰/۲۴۶	۱۵/۶۵۱	۰/۰۰۰	۱۶/۳۲۲	-۰/۳۵۳	۲/۶۵۱	۴/۰۸۱	۰/۱۱	۲/۲۶۵	ندارد	تأیید
۱۳۸۸	-۰/۶۱۴	-۰/۳۷۸	۳۰/۹۳۹	۰/۰۰۰	۱/۳۲۲	-۰/۴۷۲	-۰/۲۴۶	۵/۵۶۲	۰/۸۰۷	۱/۹۷۹	ندارد	تأیید
۱۳۸۹	-۰/۵۸۰	-۰/۳۳۶	۲۵/۸۳۱	۰/۰۰۰	۵/۵۵۲	-۰/۵۳۹	-۰/۷۷۸	۵/۰۸۲	۰/۴۴۰	۱/۷۷۷	ندارد	تأیید
کل دوره زمانی	-۰/۵۶۵	-۰/۳۱۹	۲۳/۹۴۴	۰/۰۰۰	۲/۸۹۰	-۰/۴۷۵	-۰/۴۴۴	۴/۸۹۳	۰/۶۵۹	۲/۳۴۸	ندارد	تأیید

جدول شماره (۹): متغیرهای خروجی از تجزیه و تحلیل رگرسیون گام به گام (انتشار سهام)

در این فرضیه ارتباط بین تأمین مالی واحد های تجاری از طریق انتشار سهام با بازده سهام آنها مورد آزمون قرار گرفته است که بر این اساس و با توجه به نتیجه حاصل از آزمون رگرسیون فرضیه و سطح معناداری مربوطه، ارتباط بین متغیر مستقل با متغیر وابسته برای تمامی سال ها تأیید شده است اما در رابطه با معنا دار بودن ضرایب رگرسیون، آزمون این فرضیه در سال ۸۱ تأیید نشده است یعنی اینکه ضرایب رگرسیونی مربوط به این فرضیه یعنی آماره t و سطح معنی داری مربوط برای سال مذکور تأیید نشده و آزمون رگرسیون فرضیه تحقیق برای این سال معنا دار نبوده است. اما در نهایت، در مابقی سال ها و همچنین در کل دوره زمانی تحقیق، ضرایب رگرسیونی این فرضیه، معنا دار بوده و فرضیه تحقیق تأیید گردیده است. همچنین با توجه به نتایج، مشاهده می گردد که ضریب همبستگی بین متغیر مستقل و وابسته برای این فرضیه برای کل دوره زمانی تحقیق ۰.۵۶۵ بوده و همچنین ضریب تعیین متغیر وابسته توسط متغیر مستقل به میزان ۰.۳۱۹ بوده است که این نشان دهنده تأیید فرضیه و ارتباط بین متغیر مستقل و وابسته بوده است هرچند که این ارتباط از نظر آماری چندان قوی نبوده است بنابراین می توان گفت که بین تأمین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام رابطه معنی دار و مستقیم برقرار است.

همان گونه که جدول نشان می دهد، تحلیل واریانس رگرسیون این فرضیه نشان دهنده این است که آماره F و سطح معناداری مربوط برای تک تک سال ها و کل دوره زمانی تحقیق معنا دار بوده که این امر نیز بیانگر تأیید فرضیه محقق بوده است. با توجه به اینکه مقدار آماره دوربین واتسون که استقلال خطاها را نشان می دهد برای تمامی سالهای مورد بررسی در فاصله استاندارد ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد، در نتیجه استقلال باقیمانده ها را نتیجه می گیریم.

(ج) بین تأمین مالی از محل سود انباشته و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

بین سود انباشته و بازده سهام ارتباط وجود ندارد. $H_0: = 0$

H_1 : بین سود انباشته و بازده سهام ارتباط وجود دارد. $\neq 0$

سال	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	F	Sig F	ضرایب		t		Sig t	دوربین واتسون	رابطه خنثی	نتیجه آزمون محقق
					عرض از مبدأ	شیب خط	عرض از مبدأ	شیب خط				
۱۳۸۰	-۰/۵۲۶	-۰/۲۷۷	۱۹/۵۳۹	۰/۰۰۰	۲۵/۱۹۶	-۰/۶۱۷	۲/۷۵۸	۴/۴۲۰	-۰/۰۰۸	۱/۸۷۵	ندارد	تأیید
۱۳۸۱	-۰/۹۰۲	-۰/۸۱۴	۲۲۳/۷۱۷	۰/۰۰۰	۸/۰۸۷	-۰/۸۴۲	۱/۰۱۴	۱۴/۹۵۷	-۰/۳۱۵	۱/۹۷۴	ندارد	تأیید
۱۳۸۲	-۰/۸۳۳	-۰/۶۹۳	۱۱۵/۳۳۸	۰/۰۰۰	۱۲/۱۸۳	-۰/۸۸۴	۱/۷۷۹	۱۰/۷۳۹	-۰/۰۸۱	۱/۶۳۵	ندارد	تأیید
۱۳۸۳	-۰/۶۹۹	-۰/۴۸۹	۸۶/۷۶۲	۰/۰۰۰	۱۲/۰۴۵	-۰/۵۷۶	۱/۰۷۵	۶/۹۸۳	-۰/۲۸۷	۱/۹۱۱	ندارد	تأیید
۱۳۸۴	-۰/۵۷۵	-۰/۳۳۱	۲۵/۲۱۱	۰/۰۰۰	۵/۹۶۱	-۰/۳۱۵	۱/۱۸۰	۵/۰۲۱	-۰/۲۴۴	۲/۳۰۷	ندارد	تأیید
۱۳۸۵	-۰/۸۸۹	-۰/۷۹۰	۱۹۱/۸۳۳	۰/۰۰۰	-۰/۹۳۳	-۰/۸۳۵	۰/۲۱۶	۱۳/۸۵۰	-۰/۸۳۰	۱/۹۱۹	ندارد	تأیید
۱۳۸۶	-۰/۱۷۳	-۰/۰۳۰	۱/۵۷۹	۰/۲۱۵	۳/۷۸۶	-۰/۰۶۴	۰/۶۴۱	۱/۲۵۶	-۰/۵۲۴	۱/۸۶۷	دارد	رد
۱۳۸۷	-۰/۳۲۶	-۰/۱۰۶	۵/۰۵۶	۰/۰۱۷	۳۳/۲۰۰	-۰/۱۲۶	۳/۷۰۰	۲/۴۶۱	-۰/۰۰۱	۲/۲۴۳	ندارد	تأیید
۱۳۸۸	-۰/۴۲۴	-۰/۱۸۰	۱۱/۱۶۵	۰/۰۰۲	۷/۱۴۶	-۰/۲۱۳	۱/۲۰۲	۳/۳۴۱	-۰/۲۳۵	۲/۰۹۰	ندارد	تأیید
۱۳۸۹	-۰/۵۳۴	-۰/۲۸۵	۲۰/۳۱۷	۰/۰۰۰	۳/۴۹۸	-۰/۴۵۵	۱/۳۲۰	۴/۵۰۷	-۰/۱۹۳	۱/۸۲۰	ندارد	تأیید
کل دوره زمانی	-۰/۸۹۲	-۰/۷۹۵	۱۹۸/۱۵۹	۰/۰۰۰	-۰/۵۶۲	-۰/۰۸۳	۱/۰۸۳	۱۴/۰۷۷	-۰/۸۷۴	۲/۱۲۰	ندارد	تأیید

جدول شماره (۱۰): متغیرهای خروجی از تجزیه و تحلیل رگرسیون گام به گام (سود انباشته)

در این فرضیه ارتباط بین تأمین مالی واحد های تجاری از طریق سود انباشته با بازده سهام آنها مورد آزمون قرار گرفته است که بر این اساس و با توجه به نتیجه حاصل از آزمون رگرسیون فرضیه و سطح معناداری مربوطه، ارتباط بین متغیر مستقل با متغیر وابسته برای تمامی سال ها تأیید شده است اما در رابطه با معنا دار بودن ضرایب رگرسیون، آزمون این فرضیه در سال ۸۶ تأیید نشده است یعنی اینکه ضرایب رگرسیونی مربوط به این فرضیه یعنی آماره t و سطح معنی داری مربوط برای سال یاد شده تأیید نشده و آزمون رگرسیون فرضیه تحقیق برای این سال معنا دار نبوده است. اما در نهایت، در مابقی سال ها و همچنین در کل دوره زمانی تحقیق، ضرایب رگرسیونی این فرضیه، معنا دار بوده و فرضیه تحقیق تأیید گردیده است. همچنین با توجه به نتایج، مشاهده می گردد که ضریب همبستگی بین متغیر مستقل و وابسته برای این فرضیه برای کل دوره زمانی تحقیق ۰.۸۹۲ بوده و همچنین ضریب تعیین متغیر وابسته توسط متغیر مستقل به میزان ۷۹.۵ بوده است که این نشان دهنده تأیید فرضیه و ارتباط بین متغیر مستقل و وابسته بوده است که این ارتباط از نظر آماری قوی می باشد. بنابراین می توان گفت که بین تأمین مالی از طریق سود انباشته و بازده سهام رابطه معنی دار و مستقیم برقرار است.

همان گونه که که جدول نشان میدهد، تحلیل واریانس رگرسیون این فرضیه نشان دهنده این است که آماره F و سطح معناداری مربوط برای تک تک سال ها و کل دوره زمانی تحقیق معنا دار بوده که این امر نیز بیانگر تأیید فرضیه محقق بوده است. با توجه به اینکه مقدار آماره دوربین واتسون که استقلال خطاها را نشان می دهد برای تمامی سالهای مورد بررسی در فاصله استاندارد ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد، در نتیجه استقلال باقیمانده ها را نتیجه می گیریم.

۳- نتایج و بحث

در این تحقیق ارتباط بین روش های تأمین مالی از قبیل استقراض، صدور سهام و سود انباشته با بازده سهام مورد آزمون قرار گرفت که بر این اساس بین روش های تأمین مالی و بازده سهام وجود رابطه معنی دار مشاهده شد هرچند که این ارتباط بین برخی از روشها (انتشار سهام و سود انباشته) با بازده سهام مثبت و بین بعضی دیگر (استقراض از سیستم بانکی) منفی می باشد. لذا با توجه به یافته های حاصل از آزمون فرضیات می توان به این نتایج دست یافت:

۱- روشهای مختلف تأمین مالی بر بازده سهام واحدهای تجاری تأثیر دارد و این بدان معناست که در صورتیکه واحدهای تجاری بتوانند روشی به منظور تأمین مالی استفاده نمایند که کمترین هزینه ها را در بر داشته یا به عبارت دیگر بیشترین تأثیر را بر سودآوری و در نهایت بازده سرمایه گذاران داشته باشد، باعث خواهند شد تا استفاده کنندگان توجه بیشتری به اطلاعات مالی آن

شرکتها معطوف دارند و با تفسیر بیشتری وضعیت نقدینگی و سودآوری آنها را مورد تحلیل قرار دهند. ضمن اینکه در صورتی که واحدهای تجاری از بین روشهای مختلف تأمین مالی بتوانند روش بهینه را انتخاب نمایند؛ به نحوی که دارای کمترین هزینه تأمین مالی و بیشترین تأثیر بر بازده باشد، این امر باعث جذب سرمایه گذاران بالقوه بیشتری در آینده خواهد گردید و هر اندازه که جذب سرمایه گذاران بالقوه بیشتر باشد، فراهم شدن فرصت های تأمین مالی بیشتر و هر اندازه فرصتهای تأمین مالی نیز بیشتر باشد، امکان حداقل نمودن هزینه های تأمین مالی بیشتر و در نهایت باعث افزایش سود و تأثیر بیشتر بر بازده سهام خواهد گردید که با وجود چنین روالی یک واحد تجاری عملاً "ریسک تداوم فعالیت خود را کاهش داده و لذا علاوه بر اینکه بطور کلی از خطر ورشکستگی و امثالهم نجات خواهد یافت، می تواند با مدیریت کارا به دنبال پروژه های سرمایه گذاری سودآور و برنامه های توسعه و... نیز باشد.

۲- در این تحقیق و به استناد نتایج آماری بدست آمده تأمین مالی از طریق سود انباشته، استقراض و انتشار سهام به ترتیب دارای بیشترین تأثیر بر بازده سهام بوده است که دلیل اصلی آن می تواند در دسترس تر بودن سود انباشته بدون اضافه نمودن ادعایی جدید در مقابل شرکت می باشد. همچنین استقراض از سیستم بانکی نیز با توجه به پایین بودن تر بودن هزینه تأمین مالی آن نسبت به انتشار سهام از یک طرف و همچنین عدم اضافه نمودن ادعایی جدید در مقابل واحد تجاری نیز از طرف دیگر از موارد مربوط به اثرگذاری بیشتر آن بر بازده بوده است ضمن اینکه انتشار سهام جدید نیز از منابع تأمین مالی پس از سود انباشته می باشد اما هزینه های تأمین مالی آن بالاست.

۳- نتیجه دیگری که از فرضیات بدست می آید وجود رابطه معکوس بین استقراض از سیستم بانکی با بازده سهام بوده است که می توان چنین بیان نمود که هر اندازه تأمین مالی از طریق استقراض بیشتر باشد بازده کمتر تأمین مالی از طریق این متغیر کمتر و از طریق سایر متغیرها بیشتر باشد، بازده سهام بیشتر می باشد. در خصوص معکوس بودن رابطه این روش (استقراض) نیز می توان چنین استدلال کرد که پایین بودن هزینه تأمین مالی آن نسبت به انتشار سهام جدید باعث شده است که شرکت ها اکثراً "از طریق وام و استقراض تأمین مالی نمایند تا جایی که تأمین مالی بیش از حد از طریق آن باعث تأثیر منفی بر بازده سهام در طی دوره تحقیق شده است. در ضمن یادآور می شویم که در مورد نتایج دست یافته، شرایط کلی اقتصاد ایران و عدم کارایی بورس اوراق بهادار را نیز نباید نادیده گرفت چراکه می توانند تأثیر معنی دار و به سزایی در نحوه انعکاس اطلاعات مربوط و نتیجه یافته های یاد شده داشته باشند.

۴- منابع

1. Abzari, Mehdi, Dastgir, Mohsen & Gholipour, Ali. (2006). Review and analysis of methods of financing of listed companies in Tehran Stock Exchange, Journal of Quantitative Economics, 4, 73-89.
2. Akbari, Fazlullah. (2005). Financial Statement Analysis, published by the Journal of Audit, Corporate publication, 129.
3. Anvari Rostami, A. (2012). Multi period designed mixed-integer programming model ideal for optimal finance company, Journal o Daneshvar, 42, 17-26.
4. Asquith, Paul and David W. Mullins, Jr. (1983). The impact of initiating dividend payments on shareholders wealth, Journal of Business 56, 77-96.
5. Asquith, Paul and Mullins, David W. (1986). Equity Issues And Offering Dilution. Journal of Financial Economics 15 (1986) 61-89. North-Holland.
6. Azar, Addel, Karimi, Cyrus. (2010). Predicting stock returns using accounting ratios neural network approach. Journal of Financial Research, Issue 28.
7. Azar, Addel, Momenie, Mansour. (2006). Statistics and Its Application in Management, Volume II, statistical analysis. Samt Publications, 11th ed.
8. Baharamian, AH. (2005). Effects of off-balance sheet financing on Profitability of listed companies in Tehran Stock Exchange, Master Thesis, Islamic Azad University of Boroujerd.

9. Ben- Haim, Shahar. (1988). The capital structure and cost of capital: A suggested exposition: *Journal of Finance* .
10. Bidgoli Islami, G. (2008). *Issues in the theory of Financial Management*. Terme publications 1st Ed.
11. Billet, Matthew T., Mark J. Flanerry and Jon A. Garfinkel. (2001). "The long-term performance of firm flowing loan announcements", Working paper, University of Iowa.
12. Bradshaw, Mark, Richardson, Scoth and Sloan, Richard. (2006). "The relation between corporate financing activities, analysts forecasts and stock returns", available at www.papers.ssrn.com.
13. Daniel A. Cohen and Thomas, Z. LYS. (2010). "Weighing the evidence on the relation between external corporate financing activities accruals and stock return".
14. Davis Han- Min Wang. (2010). "Corporate investment: financing and dividend policies in the high- tech industry".
15. Delaware, A., (2007). "Theoretical and practical research in the humanities and social sciences", Roshed Publications, 6th Edition.
16. Eberhart, A. and Siddique, A. (2002). "The long-term performance of corporate bonds (and stocks) flowing seasoned equity offerings". *The review of financial studies*, (15), 1385-1406.
17. Fahim, Seyyed Reza and Aghaie, MohammadAli.(2011). "The role of borrowing in corporate profitability by looking at companies listed on the stock exchange", retrived at <http://forum.sarmaye.com/showthread.php?t=480>
18. Fama, F., Eugene. (1997). "Market efficiency, long-term return and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, 49 (1998), 283~ 306.
19. Hashemi, Syed Abbas and Mehrabi, M. (2008). "Identifying the factors affecting the advantage of using debt to finance companies listed in Tehran Stock Exchange", *Journal of Accounting and Auditing*, 15(54)137-154.
20. Jensen, M.C. and Smith. C. W. (1984). "Theory of corporate finance". A historical review. Working paper, U.S.A., university of Rochester. (WWW.ssrn.Com)
21. Jensen, M. C. and Wiliam H. Meckling. (1976). "Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". Working paper, U.S.A., university of rochester.(WWW.ssrn.com)
22. Khakhi, G., (2009). *Research Methodology for Writing, Dissertation*. Baztab Publication. 5th Edition.
23. Kordestani, GH and Najafi Omeran, Mazaher. (2008). "Review of the Theory of Capital Structure", *Journal of Accounting*, 3(198) 40 to 54.
24. Maharani, Sasan and Mehrani, K. (2003). "The relationship between profitability ratios and stock returns in Tehran Stock Excahng". *Journal of Accounting and Auditing*, No. 33.
25. Marc Goergen, Luc Renne boog. (2010). "Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK".
26. Masulis, Ronald W. (1983). "The impact of capital structure change in firm value: Some estimates", *Journal of Finance* 38, 107-126.
27. Mayers, C., Stewart. (1984). "The capital structure puzzle", *the journal of finance*, 34(3).
28. Modigliani, Franco and Merton, H., Miller. (1958). "The cost of capital corporation finance and the theory of investment". *American economic review*.
29. Mojtahedzadeh, Vida, Alavi Tabari, Sayed Hussein and Khodabakhshi, N. (2009). "The relationship between finance and operating performance of listed companies in Tehran Stock Exchange", *Journal of Accounting Research*, 1 (1), 28-49.

30. Naserbadi, Deler. (2010). The Information Content of Financial Statements abnormal returns on stock futures listed companies in Tehran Stock Exchange, Master Thesis, Islamic Azad University Central Tehran Branch.
31. Neveu, P., Raymond. (2007). Financial Management, translated by Jahankhani, Ali and Parsaeian, Ali, Samt publication, Volume I, 13th Edition.
32. Nouraei, M. (2009). Evaluation of the effect of different methods of financing on earnings per share and profitability indicators of listed companies in Tehran Stock Exchange, Master Thesis, Islamic Azad University, Hamedan.
33. Ongena, Steven, Roscovan, Viorel and Worker, Bas, J. M. (2007). Bank and Bonds. The impact of Bank loan announcements on bond and equity prices.
34. Rahnmay-Roodposhti, F, Talebnia, Qodratollah, Solimanifar, R. (2009). The relationship between cash from Financing activities and stock returns of companies listed in Tehran Stock Exchange, Journal of Stock Exchange, 8 (3) 65-89.
35. Rashidi, Accord, (2008). Study of different methods and choosing the appropriate method of financing investment projects in the utilities industry, MS Thesis, Islamic Azad University of Boroujerd.
36. Samie, R., (2007). The effect of the capital increase in the stock returns of companies listed in Tehran Stock Exchange, Master Thesis, Islamic Azad University of Boroujerd.
37. Sarmad, Zohere, Bazargan, Abbas and Hejaz, E. (2006). Research Methods in the Behavioral Sciences, Aagah publication, 13th Ed.
38. Shabahang, Reza. (1995). Financial Management. Journal of Audit Corporate, issue 92 (1).
39. Shabahang, Reza. (1995). Financial Management. Journal of Audit Corporate, issue 102 (21).
40. Shams Alam, Syed Hessam. (1996). The effect of the capital increase in the stock returns of companies listed on Tehran Stock Exchange, Master Thesis, Tehran University.