

فصلنامه مطالعات حسابداری

شماره ۲۹ - بهار ۱۳۹۰

صص ۱۵۳-۱۳۹

رابطه رویکردهای تامین مالی با بازده آتی سهام

غلامحسین اسدی *

علیرضا پورباقریان **

چکیده

انتخاب شیوه تامین مالی یکی از اصلی ترین حوزه های تصمیم گیری مدیران شرکت ها در راستای افزایش ثروت سهامداران به شمار می رود. رشد و ادامه فعالیت شرکت ها نیازمند منابع مالی است که تامین این منابع معمولاً با محدودیت همراه است. بنابراین برای تداوم فرایند جذب منابع، نحوه استفاده از آن باید به گونه ای باشد که موجبات ایجاد سهم مناسبی از ارزش برای شرکت و همچنین تامین کنندگان وجوه را فراهم بیاورد.

هدف از تحقیق حاضر بررسی این مطلب است که آیا بازدهی سهام شرکت ها، از روش های تامین مالی اتخاذ شده توسط آنها، تاثیر می پذیرد یا خیر؛ و در صورت وجود تاثیر، این اثر چگونه است؟

* استادیار گروه حسابداری دانشگاه شهید بهشتی

** کارشناس ارشد دانشگاه شهید بهشتی Email: alirez_pourbagherian@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۲/۲۶

تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/۱۲/۱۴

جامعه آماری تحقیق حاضر را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند که در قلمرو زمانی تحقیق (۱۳۸۵-۱۳۸۰) اطلاعات آنها برای محاسبه متغیرهای تحقیق موجود باشند. از بین جامعه آماری، تعداد ۱۱۱ شرکت با توجه به معیارها و ویژگی های تعیین شده در این تحقیق انتخاب شدند. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده آتی سهام و همچنین بین وجوه حاصل از استقراض و بازده آتی سهام رابطه ای معکوس وجود دارد. همچنین بررسی ها بیانگر آن است که بین وجوه حاصل از انتشار سهام و بازده آتی سهام رابطه معنی داری وجود ندارد. واژه های کلیدی: فعالیت های تامین مالی، انتشار سهام، استقراض، بازده سهام.

مقدمه

ایجاد و توسعه روز افزون بنگاه های اقتصادی نیازمند تامین منابع مالی قابل ملاحظه ای بوده که از عهده موسسین خارج می باشد. بازار سرمایه برای شرکت ها این امکان را فراهم می آورد که منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق عرضه اوراق بهادار تامین نمایند. به عبارت دیگر بازار سرمایه به صورت کانالی جهت انتقال منابع از پس اندازکنندگان 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 نماید. مدیران شرکت ها با استفاده از منابع به دست آمده در جهت بقاء و رشد سازمان خود تلاش می نمایند. این در حالی 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 مطالبه نموده 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 تامین مالی می تواند به طور همزمان هر دو هدف فوق را دنبال نماید، اما مسئله مهم در این راستا، بررسی اثر ناشی از تامین مالی بر بازده کل شرکت خواهد بود. به عبارت دیگر در یک بازار کارا، رشد و سودآوری شرکت و در نهایت افزایش ثروت سهامداران زمانی محقق خواهد شد که بازدهی ناشی از به کارگیری مجموع دارایی ها در راستای فعالیت شرکت، بیش از میانگین نرخ هزینه تامین مالی صورت گرفته از محل سهام و استقراض باشد. (Van Horne, 1995)

از طرفی، آنچه که تامین کنندگان منابع مالی را تشویق می کند تا منابع خود را در فعالیت مشخصی به کار اندازند و گاه نیز از دریافت سود سرمایه گذاریشان چشم پوشی کنند، عملکرد مطلوب فعالیت مورد سرمایه گذاری می باشد. در این راستا، نحوه عمل مدیران در انتخاب رویکردهای مختلف تامین مالی، زمینه و بستر مساعد برای نیل به هدف افزایش ثروت سهامداران را فراهم خواهد نمود. (Modigliani & Miller, 1958)

با توجه به اهمیت نحوه گردآوری منابع توسط مدیران شرکت ها و تاثیر آن بر ارزش شرکت و همچنین ثروت مالکان، تحقیق پیش رو در نظر دارد رابطه بین رویکردهای مختلف تامین مالی و بازده سهامداران را مورد بررسی قرار دهد.

پیشینه تحقیق

ژانگ و کای (Zhang & Cai, 2005) در تحقیق خود تحت عنوان "پویایی ساختار سرمایه و بازده سهام" با استفاده نمونه ای از شرکت های سهامی آمریکایی، طی سال های ۲۰۰۳-۱۹۷۲؛ همانند فاما و فرنچ (۲۰۰۲) اهرم هدفی را برای هر شرکت برآورد نموده و سپس میزان انحراف از این هدف را محاسبه کردند. نتایج

بدست آمده با پیش بینی مدل توازن ایستا^۱ همخوانی نداشت؛ علیرغم اینکه انحراف از نسبت هدف می بایست به عنوان خبر بد تعبیر می گردید، لکن وقتی سهام بر اساس انحراف از هدف، به گروه های مختلفی تقسیم شد؛ الگوی خاصی از بازده در آنها مشاهده نگردید. 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 منفی برای شرکت هایی که سطح اهرمی بالاتری دارند، شدیدتر بوده و در آنها نقش بدهی های بلندمدت بسیار بیشتر از بدهی های کوتاه مدت می باشد. در این تحقیق، از تجزیه و تحلیل مقطعی استفاده شده است.

برادشا، ریچاردسون و اسلوان (Bradshaw, Richardson & Sloan, 2006) در تحقیق خود با عنوان رابطه بین فعالیت 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 تبدیل بدهی به سرمایه را ملحوظ نظر قرار نمی داد. این تحقیق همزمان، دو فرضیه قیمت گذاری نادرست^۲ و انتقال ثروت^۳ را مورد بررسی قرار داد.

فرضیه قیمت گذاری نادرست (Loughran & Ritter, 2000) 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^۴ شده باشد ولی فرضیه انتقال ثروت

۱. تئوری توازن ایستا (Static Trade off Theory) اذعان دارد که همواره برای شرکت های اهرمی، تبادل بین منافع حاصل از مزایای مالیاتی و هزینه های ناشی از بحران مالی و ورشکستگی وجود دارد.

2. Misvaluation Hypothesis
3. Wealth transfer Hypothesis
4. Overvalue

(Eberhart & Siddique, 2002) تبیین کننده این مطلب است که انتشار هر نوع از اوراق بهادار، انتقال ثروت به گروه متقابل از ذینفعان^۱ را موجب خواهد شد. 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 حاصله از این تحقیق، منطبق با فرضیه قیمت گذاری نادرست بود، 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 (Cohen & Thomas, 2006) در تکمیل تحقیقات انجام گرفته توسط برادشا، ریچاردسون و اسلوان (۲۰۰۶)؛ به بررسی ارتباط بین فعالیت های تامین مالی با اقلام تعهدی و بازده سهام پرداختند، که نتیجه تحقیق بیانگر رابطه منفی بین فعالیت های تامین مالی و بازده سهام بود.

فتحی (۱۳۷۸)، در بررسی تاثیر شیوه های تامین مالی بر ارزش شرکت ها، به این نتیجه رسید که درصد تغییر قیمت سهام در شرکت های با نسبت بدهی بالا، از شرکت های با نسبت بدهی پایین، کمتر است.

ثابتی (۱۳۸۳) پژوهشی با عنوان "بررسی افزایش سرمایه شرکت ها از محل مطالبات و آورده نقدی تغییرات و بازده سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داد و نتیجه گیری کرد که رابطه معنی داری بین افزایش سرمایه از محل های مذکور با برخی متغیرهای مالی مانند بازده نقدی، بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام و همچنین تغییرات ارزش سهام وجود ندارد.

بیگلر (۱۳۸۴) در تحقیقی تحت عنوان "بررسی ارتباط بین معیارهای ساختار سرمایه و ویژگی های عملکردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

۱. 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.

تهران" به تشریح ارتباط بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت ها و چگونگی اندازه گیری این ارتباط پرداخت. از سه معیار مختلف برای اندازه گیری نسبت بدهی یا اهرم مالی به عنوان شاخص ساختار سرمایه استفاده شد که عبارتند از: (۱) نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری، (۲) نسبت بدهی بر مبنای ارزش بازار و (۳) نسبت بدهی تعدیل شده. همچنین برای بررسی ویژگی های عملکردی شرکت ها از معیار بازده سهم و نسبت های ROA، ROE، EBIT/S و EBT/S استفاده گردیده است. نتایج تحقیق مویده 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 و بیانگر آنست 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: (شباهنگ، ۱۳۸۴)

- قابلیت انعطاف
- مخاطره
- سود
- زمان بندی
- کنترل
- سایر عوامل نظیر ارزش های وثیقه، هزینه انتشار اوراق بهادار، سرعت و پی آمدهای آتی.

عامل قابلیت انعطاف، به تاثیر تصمیمات جاری اتخاذ شده تامین مالی (از میان روش های مختلف موجود) بر بازدهی شرکت، در دوره های آتی اشاره دارد. مخاطره و سود، با یکدیگر ارتباط نزدیک داشته و از اهمیت بالایی برخوردار هستند. همچنین کنترل واحد انتفاعی مورد علاقه و توجه سهامداران می باشد. چنانچه

اکثریت سهام یک واحد انتفاعی، در تملک تعداد اندکی از سهامدارانی باشد که واحد مزبور را کنترل می نمایند؛ حفظ این کنترل در تصمیم گیریهای مرتبط با انتخاب روش های مختلف تامین مالی و تاثیر هر یک از این روش ها بر ارزش شرکت، مورد توجه خاص قرار خواهد گرفت. اما در شرکت های بزرگی که سهامداران متعددی 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 گردد. 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.

- سایر عواملی که علاوه بر موارد ذکر شده، می بایست مورد توجه قرار گیرد عبارتند از:
۱. ارزش های وثیقه^۱، معرف دارایی های در دسترسی است که می تواند به عنوان تضمین جهت استقراض مورد استفاده قرار گیرد.
 ۲. هزینه انتشار اوراق بهادار^۲، مخارجی است که باید برای انتشار و فروش اوراق بهادار انجام گردد.
 ۳. سرعت، معرف زودترین زمانی است که پول مورد نیاز در دسترس قرار می گیرد.
 ۴. پی آمدهای آتی^۳، معرف امکاناتی است که بر اثر انتشار اوراق بهادار و آشنایی خریداران با واحد انتفاعی ایجاد می شود. (شباهنگ، ۱۳۸۴)

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 شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره مالی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار گرفته است.

1. Collateral Values
2. Flotation Cost
3. Exposure

در این تحقیق نمونه آماری متشکل از شرکت هایی است که دارای ویژگی های زیر باشند:

- جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشند.
 - در طی دوره مورد بررسی حداقل یکبار اقدام به صدور سهام و استقراض کرده باشند.
 - سال مالی آنها به پایان اسفند ماه ختم شود.
 - اطلاعات مورد نیاز شرکت در دوره مورد بررسی موجود باشد.
 - در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد.
- بر اساس معیارهای فوق الذکر، ۱۱۱ نمونه انتخاب گردید.

فرضیه های تحقیق

فرضیه های تحقیق بشرح ذیل طرح گردیده است:

- فرضیه (۱): "بین خالص وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده آتی سهام رابطه وجود دارد"
- فرضیه (۲): "بین وجوه تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده آتی سهام رابطه وجود دارد"
- فرضیه (۳): "بین وجوه تامین مالی از طریق استقراض و بازده آتی سهام رابطه وجود دارد"

متغیرهای تحقیق

متغیرهای مستقل تحقیق حاضر، وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی به همراه اجزای تشکیل دهنده آن می باشد که در رابطه ذیل منعکس شده است:

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

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

$\Delta EQUITY$: خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام پس از کسر سود سهام پرداختی

$\Delta DEBT$: وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت (استقراض)

متغیرهای مستقل تحقیق ($\Delta XFIN$, $\Delta EQUITY$ و $\Delta DEBT$) 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 مذکور، از صورت جریان وجوه نقد شرکت استخراج گردیده که از این حیث، صرفاً رویکرد نقدی تغییرات ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفته است.

از آنجا که طرح تحقیق، به بررسی رفتار قیمت سهام در بازار سرمایه پس از انتشار سهام یا بدهی می پردازد؛ لذا بازده نقدی و قیمت، شاخص مناسبی برای تفسیر رفتار مزبور بوده و به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است:

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

R: نرخ بازده شرکت در دوره زمانی t

P_t : قیمت سهام شرکت در پایان دوره t (اگر سهام شرکت در پایان دوره مورد معامله قرار نگرفته باشد؛ آخرین معامله صورت گرفته نسبت به سهام شرکت ملاک عمل قرار خواهد گرفت)

P_{t-1} : قیمت سهام شرکت در ابتدای دوره t (اگر سهام شرکت در ابتدای دوره مورد معامله قرار نگرفته باشد؛ اولین معامله صورت گرفته نسبت به سهام شرکت ملاک عمل قرار خواهد گرفت)

DPS: سود نقدی دریافتی به ازای هر سهم در دوره t

چنانچه شرکت اقدام به افزایش سرمایه از منابع مختلف نماید، رابطه بازده تحقق یافته به شرح زیر تغییر خواهد کرد:

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

α : درصد افزایش سرمایه شرکت در دوره t از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران

β : درصد افزایش سرمایه در دوره t از محل سود انباشته و اندوخته ها (در رابطه فوق

عدد ۱۰۰۰ قیمت اسمی هر سهم می باشد).

آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق جدول (۱) به نمایش درآمده است. آماره های توصیفی ارائه شده، مربوط به ۱۱۱ شرکت نمونه بوده و اطلاعات مالی آنها طی دوره زمانی ۶ ساله (۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵) گردآوری شده است. مقایسه میانگین با میانه مشاهدات و اختلاف اندک آنها، بیانگر نرمال بودن توزیع مشاهدات می باشد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

شاخص های توصیفی - متغیرهای تحقیق	وجوه حاصل از انتشار سهام	وجوه نقد حاصل از تامین مالی	بازده آتی سهام
میانگین	۰/۰۰۴۱	۰/۰۵۲	۰/۱۳۵
میانه	۰/۰۰۴۷	۰/۰۶۵	۰/۰۹۸
انحراف معیار	۰/۰۰۱۳	۰/۰۲۱	۰/۰۸۶
چارک اول	۰/۰۰۱۲	۰/۰۲۴	۰/۰۲۱
چارک سوم	۰/۰۰۹۵	۰/۱۰۱	۰/۳۰۱

یافته‌های تحقیق

فرضیه (۱): بین خالص وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده آتی سهام رابطه وجود دارد.

نتایج آزمون بررسی رابطه بین متغیر وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده آتی سهام جدول (۲) به نمایش درآمده است.

همبستگی پیرسون با ضریب ۰/۱۰۹- و سطح معنی داری کوچکتر از ۰/۰۱ نشان دهنده آن است که رابطه بین متغیر وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده سهام دوره بعد، در سطح ۹۹ درصد اطمینان، منفی و معنی دار است. این نتیجه با ضریب اسپیرمن ۰/۱۹۴- و سطح خطای کوچکتر از ۰/۰۱ نیز تأیید شده است. در نتیجه با ۹۹ درصد اطمینان می توان ادعا کرد که بین وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی و بازده آتی سهام رابطه معکوس وجود دارد.

جدول ۲. نتایج آزمون های آماری فرضیه ۱

متغیر وابسته	نام آزمون	آماره	نحوه ارتباط متغیر وابسته با وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی
بازده آتی سهام	همبستگی	ضریب	-۰/۱۰۹
	پیرسون	سطح خطای یک دامنه	۰/۰۰۵
	همبستگی	ضریب	-۰/۱۹۴
	اسپیرمن ^۱	سطح خطای یک دامنه	۰/۰۰۰

فرضیه (۲): بین وجوه تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده آتی سهام رابطه وجود دارد.

نتایج آزمون ضریب همبستگی پیرسون و اسپیرمن برای بررسی فرضیه فوق، در جدول (۳) به نمایش درآمده است.

همبستگی پیرسون با ضریب $-۰/۰۴۵$ و سطح معنی داری بزرگتر از $۰/۰۵$ نشان دهنده آن است که رابطه بین متغیر وجوه تامین مالی از طریق انتشار سهام و یک دوره وقفه متغیر بازده سهام، معنی دار نیست. این نتیجه با ضریب اسپیرمن و مقدار $-۰/۰۲۹$ و سطح خطای بزرگتر از $۰/۰۵$ نیز تأیید شده است. در نتیجه با ۹۹ درصد اطمینان می توان ادعا کرد که بین وجوه تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده آتی آن رابطه معنی داری وجود ندارد.

۱. مزیت ضریب همبستگی رتبه ای اسپیرمن (FS) نسبت به ضریب همبستگی پیرسون (F)، علاوه بر ساده بودنش در این است که چون FS صرفاً بر مبنای رتبه ها عمل می کند، اگر یک یا چند داده نسبت به داده های دیگر خیلی افراطی باشند، آن را تحت تاثیر زیادی قرار نمی دهند؛ در صورتیکه در ضریب همبستگی (F)، مستقیماً با داده ها سر و کار داشته (تا با رتبه آن ها) و از این لحاظ افراطی بودن یک یا چند داده تاثیر زیادی در آن می گذارد. (آذر و مومنی، ۱۳۷۹)

جدول ۳. نتایج آزمون های آماری فرضیه ۲

متغیر وابسته	نام آزمون	آماره	نحوه ارتباط متغیر وابسته با وجه نقد حاصل از انتشار سهام
بازده آتی سهام	همبستگی پیرسون	ضریب	-۰/۰۴۵
		سطح خطای یک دامنه	-۰/۱۴۴
	همبستگی اسپیرمن	ضریب	-۰/۰۲۹
		سطح خطای یک دامنه	۰/۲۴۶

فرضیه (۳): بین وجوه تامین مالی از طریق استقراض و بازده آتی سهام رابطه وجود دارد.

آزمون های آماری همبستگی پیرسون و اسپیرمن استفاده شده برای بررسی فرضیه فوق در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون های آماری فرضیه ۳

متغیر وابسته	نام آزمون	آماره	نحوه ارتباط متغیر وابسته با وجه نقد حاصل از استقراض
بازده آتی سهام	همبستگی پیرسون	ضریب	-۰/۱۲۲
		سطح خطای یک دامنه	۰/۰۰۰
	همبستگی اسپیرمن	ضریب	-۰/۱۵۱
		سطح خطای یک دامنه	۰/۰۰۲

ضریب همبستگی پیرسون -۰/۱۲۲ و سطح معنی داری کوچکتر از ۰/۰۱ بیان کننده این مطلب است که رابطه بین متغیر وجوه تامین مالی از طریق استقراض و یک دوره وقفه متغیر بازده سهام در سطح ۹۹ درصد اطمینان، منفی و معنی دار

می‌باشد. این نتیجه با ضریب اسپیرمن و مقدار $0/151-$ و سطح خطای کوچکتر $0/01$ نیز تأیید شده است. در نتیجه با ۹۹ درصد اطمینان می‌توان ادعا کرد که بین وجه نقد حاصل از استقراض و بازده آتی سهام رابطه معکوس وجود دارد.

نتیجه گیری

نتایج بدست آمده از تحقیق پیش رو نشان می‌دهد شرکت‌های مورد بررسی که به منظور کسب بازده مناسب برای سهامداران، از وجوه تامین مالی (بصورت استقراض و یا انتشار سهام) استفاده نموده‌اند؛ تغییراتی در میزان بازده نقدی و قیمت برای مالکان خود فراهم نکرده‌اند.

از آنجا که نتیجه تحقیق حاضر، دلالت بر وجود رابطه معکوس بین وجوه نقد حاصل از تامین مالی و همچنین وجه نقد حاصل از استقراض با بازده آتی سهام داشته و در مورد تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده آتی مربوطه رابطه معنی‌داری وجود نداشت، لذا نتیجه حاصل از این تحقیق، مطابق با نتایج تحقیقات گذشته بوده که در پیشینه تحقیق ارائه گردید.

در رابطه با نتایج بدست آمده تحقیق حاضر، باید به این مهم توجه داشت که بازدهی شرکت‌ها از متغیرهای مداخله‌گر متعددی تأثیر می‌پذیرد که ممکن است موجب متفاوت شدن بازده کسب شده شوند که از آن جمله می‌توان به رشد، تبلیغات شرکت، سهم از بازار، تحقیق و توسعه، اندازه شرکت، ریسک صنعت و کیفیت محصولات و خدمات ارائه شده توسط شرکت اشاره کرد. (بریگام، گاپنسکی، دی وز، ۱۳۸۲) به منظور کنترل تأثیر متغیرهای مذکور با بازده آتی سهام، تحقیقات جداگانه‌ای شامل هر یک از متغیرهای عنوان شده با بازدهی سهام می‌تواند انجام گیرد.

خلاصه نتایج حاصل از فرضیه‌های تحقیق در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه	**متغیر مستقل	سطح اطمینان	نتیجه
اول	خالص وجه نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی می	٪۹۹	تایید
دوم	وجه نقد حاصل از انتشار سهام	٪۹۹	عدم تایید
سوم	وجه نقد حاصل از استقراض	٪۹۹	تایید
متغیر وابسته: بازده آتی سهام			

* کلیه متغیرهای مستقل با استفاده از متوسط دارایی های شرکت استاندارد گردیده اند

پیشنهادها و توصیه هایی برای تحقیقات آتی

۱. با توجه به وجود رابطه معکوس بین رویکردهای مختلف تامین مالی و بازده آتی سهام، 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) می تواند مورد بررسی قرار گیرد.
۲. از آنجا که مبالغ تامین مالی شده، در پروژه هایی مورد استفاده قرار می گیرد که دارای دوره بازگشت سرمایه بلندمدت می باشند؛ لذا در تحقیق جداگانه ای، تاثیر روش های تامین مالی بر بازدهی بلند مدت سهام می تواند مورد بررسی قرار گیرد.
۳. تحقیق حاضر می تواند به تفکیک صنایع موجود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به منظور کنترل تاثیر صنعت انجام گیرد.
۴. بررسی رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی مانند نرخ تورم و نرخ بهره با تغییرات قیمت سهام شرکت ها.
۵. بررسی رابطه بین روش های مختلف تامین مالی با نسبت قیمت به سود (P/E) و همچنین با سایر معیارهای ایجاد ارزش برای مالکین واحد تجاری مانند ROA، ROE و EVA.

منابع و مآخذ

۱. آذر، عادل و منصور مومنی. (۱۳۷۹). آمار و کاربرد آن در مدیریت، جلد دوم، چاپ چهارم، تهران، انتشارات سمت.
۲. بریگام، گاپنسی، دی وز. (۱۳۸۲). مدیریت مالی میانه. ترجمه دکتر علی پارسائیان، تهران، انتشارات آژنگ.
۳. بیگلر، کیومرث. (۱۳۸۵). بررسی ارتباط بین معیارهای ساختار سرمایه و ویژگی های عملکردی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری. شماره ۶. پاییز ۱۳۸۵. صفحه ۶۶.
۴. ثابتی، امیر علی. (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین افزایش سرمایه شرکت ها از محل مطالبات و آورده نقدی تغییرات و بازده سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری. شماره ۵. تابستان ۱۳۸۵. صفحه ۱۲.
۵. شباهنگ، رضا. (۱۳۸۴). مدیریت مالی جلد اول، نشریه ۹۲، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی.
۶. فتحی، محمد نقی. (۱۳۷۸). تاثیر شیوه های تامین مالی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
7. Bradshaw, M., Richardson, S. A, (2006), "The relation between corporate financing activities, analyst's forecasts and stock returns", Journal of Accounting and Economics 42, PP 53-85.
8. Cai, Jie and Zhang, Zhe, (2005), "Capital structure dynamics and stock return" The university of Iowa, Department of finance, (January), www.FMA.
9. Cohen, D. A, Lys, T. Z, (2006), "Weighing the evidence on the relation between external corporate financing activities, accruals and stock returns", Journal of Accounting and Economics 42, PP 87-105.
10. Eberhart, A., Siddique, A., (2002), "The long-term performance of corporate bonds (and stocks) following seasoned equity offering", The Review of Financial Studies 15, 1385-1406.
11. Loughran, T., Ritter, J.R., (2000), "Uniformly least powerful tests of market efficiency", Journal of Financial Economics 55, 361-389.
12. Modigliani, F and Miller, M.H., (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economical Review June, pp 261-297.
13. Van Horn, J.C., (1995) "Fundamentals of Financial Management", Practice Hall, 9th Edition, pp 434-435.

