

بررسی رابطه بین روش‌های تامین مالی (منابع خارجی) و بازده سهام

دکتر مجید زنجیردار^۱

تاریخ پذیرش: ۸۸/۰۶/۱۸

تاریخ دریافت: ۸۸/۰۳/۱۸

سیدسجاد ابراهیمی راد^۲

چکیده

عملکرد شرکت‌ها در رابطه با تامین مالی برون سازمانی بر دو ویژگی بازده سهام و عملکرد عملیاتی می‌تواند تاثیرگذار باشد. این تحقیق با عنوان بررسی رابطه بین روش‌های تامین مالی (منابع خارجی) و بازده سهام به دنبال ارائه و تحلیل این مطلب است که آیا بین تامین مالی برون سازمانی و بازده واقعی سهام شرکت‌ها رابطه وجود دارد یا خیر، ضمن اینکه مطالعه حاضر در بازار سرمایه ایران به تفکیک صنعت نیز صورت پذیرفته است. جامعه مطالعاتی این پژوهش بازار سرمایه ایران می‌باشد که در محدوده زمانی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ مورد مطالعه قرار گرفته است. این تحقیق از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیقات همبستگی به حساب می‌آید و از نظر هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. نتایج تحقیق حاکی از وجود رابطه ضعیف بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام و وجود رابطه مثبت بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام در صنعت دارو و همچنین رابطه مثبت بین تامین مالی از طریق اخذ وام‌های بلند مدت و بازده سهام در صنعت‌های لاستیک و سیمان می‌باشد.

واژگان کلیدی

تامین مالی برون سازمانی، بازده سهام، تامین مالی از طریق انتشار سهام، تامین مالی از طریق اخذ وام

۱- استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک - نویسنده اصلی و مسئول مکاتبه
۲- دانش‌آموخته کارشناسی ارشد رشته حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک

مقدمه

شرکت‌ها برای بسط و گسترش فعالیت‌های خود و یا به دلیل جبران کمبود نقدینگی موجود، اقدام به تامین مالی از منابع داخلی و خارجی شرکت نموده و وجوه مورد نیاز خود را تامین می‌نمایند. منابع داخلی شامل جریان‌های نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها، و منابع خارجی شامل استقراض از بازارهای مالی و انتشار سهام می‌باشد (رحیمیان، ۲۲، ۱۳۸۱). تامین مالی مورد نیاز برای اقدامات مذکور، مدیران مالی مجرب شرکت‌ها را به چالش طلبیده است. در تئوری مالی فرض بر این است که هدف مدیریت حداکثر نمودن ارزش بازار یک شرکت و در نتیجه، حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. بنابراین وظیفه هر مدیر مالی بهینه سازی ساختار دارایی‌ها، بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام به منظور حداکثر ساختن ثروت سهامداران است. در این راستا مدیران مالی باید بدانند که چه منابعی جهت تامین مالی وجود دارد و اثر بکارگیری هر یک از آن‌ها بر عملکرد عملیاتی، سودآوری و ارزش شرکت‌ها چیست. در این تحقیق اهتمام بر آن است که تاثیر تامین مالی برون سازمانی بر بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرار گیرد تا اهمیت تامین مالی در ساختار مالی این شرکت‌ها برای استفاده کنندگان واضح شود. بنابراین سوالات زیر مطرح می‌گردد:

- ۱) آیا بین تامین مالی برون سازمانی و بازده سهام شرکت‌ها، رابطه وجود دارد؟
- ۲) آیا رابطه تامین مالی برون سازمانی و بازده سهام شرکت‌ها در صنعت‌های مختلف متفاوت است؟

پیشینه تحقیق:

مطالعات تجربی درباره اثر افزایش سرمایه بر ارزش شرکت‌ها با مطالعه و بررسی مک دانلد و فیشر در سال ۱۹۷۲ بر عرضه سهام برای اولین بار^۵ آغاز گردید. آنها در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که عرضه سهام غیررایج، اثر مستقیمی بر قیمت سهام دارد. بررسی آثار عرضه سهام رایج^۶ با تحقیق پروفیسور اسمیت^۷ شروع شد. ایشان در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که رویداد مذکور تأثیر منفی بر قیمت سهام دارد. در این زمینه کوروار^۸، مازولیس^۹، اسکیت و مولینز^{۱۰} نیز تحقیق‌های تجربی مشابه را انجام داده‌اند، نتایج بدست آمده همگی حکایت از عکس العمل منفی بازار سرمایه در قبال اعلان عرضه سهام

رایج دارند (آقایی و رضازاده، ۱۳۷۵، ۵۵-۳۸). تحقیقات در مورد ارتباط بین تأمین مالی خارجی و بازده سهام یک ارتباط منفی بین تأمین مالی خارجی و نرخ بازده سهام را تأیید می‌کنند. تحقیقات ریتر^{۱۱} در سال ۲۰۰۳ نیز نشان داد که ارتباط بین فعالیت‌های تأمین مالی و بازده سهام با توجه به نوع تأمین مالی متفاوت بوده و بطور کلی فعالیت افزایشده (کاهنده) جریان‌های نقدی با نرخ بازده سهام پایین تر (بالا تر) آتی مرتبط می‌باشد (2005, 14, Gavin-Cassar). برادشو، ریچاردسون و اسلون (۲۰۰۶) ارتباط بین فعالیت‌های تأمین مالی برون سازمانی و بازده و سوددهی آتی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. روش BRS^{۱۲} برای ارزیابی مقادیر خالص وجه نقد ایجاد شده در فعالیت‌های تأمین مالی، استفاده از داده‌های گردش وجوه نقد بوده و بر بررسی انواع شیوه‌های تأمین مالی (بدهی یا سرمایه) انتخاب شده توسط شرکت‌ها تأکید داشتند. همچنین BRS در تحقیقاتشان علاوه بر بازدهی و سودآوری شرکت‌ها پیرامون تأمین مالی، تحلیل‌های پیش بینی سود در کوتاه مدت و بلند مدت، پیش بینی رشد و ارزش شرکت را نیز مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. یافته‌های این تحقیقات بیانگر وجود یک ارتباط معکوس و نسبتاً با اهمیت بین خالص تأمین مالی و بازده سهام و سود دهی آتی شرکت‌ها بوده است (Bradshaw, Richardson, Sloan, 2006, 14-27). همچنین کوهن^{۱۳} و لایس^{۱۴} در تحقیق خود به نتایج سازگار با نتیجه BRS دست یافته اند (Cohen-Lys, 2006, 1). شیجا^{۱۵} و گولنور^{۱۶} در پژوهش‌شان به نتیجه‌ای همسو با نظر مودیلیانی و میلر رسیده‌اند که حاکی از افزایش بازده در اهرم می‌باشد (Sheeja-Gulnur, 2007, 1). رحمانی تأثیر روش‌های تأمین مالی (وام‌های بلند مدت و انتشار سهام عادی) را بر روی قیمت سهام شرکت‌های بورس تهران با استفاده از رگرسیون و ضریب همبستگی مورد بررسی قرارداد و به این نتیجه رسید که انتشار سهام موجب کاهش قیمت سهام می‌شود و بدهی بدون ریسک قیمت سهام را کاهش نمی‌دهد (رحمانی، ۱۳۷۴، ۱۵۳). میرمحرابی به بررسی رابطه بین افزایش سرمایه و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۷۸ - ۱۳۷۴ پرداخت. بطور کلی نتایج تحقیق وی نشان داد که افزایش سرمایه عاملی مثبت در جهت افزایش بازده سهام نمی‌باشد؛ یعنی افزایش سرمایه در رابطه با افزایش بازده سهام عاملی کاملاً خنثی می‌باشد (میرمحرابی، ۳، ۱۳۸۰-۱). صمد مشمول بناب، با تحقیقی در صنایع خودرو و صنایع غذایی بین سالهای ۷۵ تا ۸۰، به بررسی

مقایسه ای تامین مالی از طریق وام بر سود شرکت ها پرداخت. نتایج به دست آمده از این تحقیق حکایت از معنادار نبودن ارتباط تامین مالی از طریق وام در سود شرکت های غذایی دارد، و این معنادار نبودن به مقدار استفاده شرکت های صنایع غذایی از طریق وام بر سودشان ارتباط داشته است. در بررسی از شرکتهای صنعتی خودرو که ۵۹ درصد از آنها از طریق وام تامین مالی شدند، رابطه معناداری بین وام و سود شرکتها تایید گردید (مشمول بناب، ۱۳۸۴، ۱۲).

مدل تحلیلی و شیوه اندازه گیری متغیر های تحقیق :

برای تبیین رابطه میان بازده سهام و روش های مختلف تامین مالی (از منابع خارجی) از روابط زیر استفاده گردیده است:

$$(۱) \text{SRET}_t = C \text{XFIN}_t$$

$$(۲) C \text{XFIN}_t = C \text{EQUITY}_t + C \text{DEBT}_t$$

$C \text{XFIN}_t$: روش های مختلف تامین مالی از منابع خارجی (متغیر مستقل)

SRET_t : بازده سهام (متغیر وابسته)

الف) متغیر مستقل: تامین مالی برون سازمانی

برای ارزیابی تامین مالی برون سازمانی از دو رویکرد می توان استفاده نمود، یکی رویکرد ترازنامه ای و دیگری رویکرد صورت گردش وجوه نقد. در این تحقیق برای محاسبه متغیر مستقل (خالص تامین مالی برون سازمانی) از رویکرد ترازنامه ای استفاده شده است، این رویکرد به طور مشابه توسط کوهن ولایس (۲۰۰۶) و ریچاردسون و اسلون (۲۰۰۳) و کسیر (۲۰۰۵) نیز بکار گرفته شده است (Cohen-Lys, 2006, 42-87). بنابراین تامین مالی برون سازمانی شرکت ها به صورت زیر محاسبه گردیده است:

$$(۳) C \text{XFIN}_t = C \text{EQUITY}_t + C \text{DEBT}_t$$

EQUITY: عبارت است از تامین مالی از طریق انتشار سهام، که برای محاسبه تاثیر آن، از میانگین نسبت حقوق صاحبان سهام به دارائی های شرکت هایی که اقدام به افزایش سرمایه نموده اند، استفاده خواهد شد.

$$\begin{aligned} & \text{(د) EQUITY} && 86 \\ & && \Sigma \\ & && 81 \\ & = && \frac{E}{A \cdot N} \end{aligned}$$

✓ e : جمع حقوق صاحبان سهام

✓ A : جمع دارائی‌ها

✓ n : تعداد سال‌ها

منظور از $\Delta \text{ EQUITY}$ ، تغییرات در سهام سرمایه ناشی از انتشار و فروش سهام جدید از محل مطالبات و آورده‌های نقدی سهامداران می‌باشد و افزایش در سرمایه ناشی از تبدیل ناشی از اندوخته‌ها و سود انباشته و یا تغییرات در مبلغ اسمی سهام، در نظر گرفته نشده است.

DEBT : عبارت است از تامین مالی از طریق اخذ وام‌های بلندمدت، که برای محاسبه تاثیر آن، از میانگین نسبت بدهی‌های بلندمدت به دارائی‌های شرکت‌هایی که اقدام به اخذ وام بلندمدت نموده‌اند استفاده خواهد شد.

$$\begin{aligned} & \text{(ه) DEBT} && 86 \\ & && \Sigma \\ & && 81 \\ & = && \frac{L}{A \cdot N} \end{aligned}$$

✓ L : جمع بدهی‌های بلندمدت

✓ A : جمع دارائی‌ها

✓ n : تعداد سال‌ها

منظور از $\Delta \text{ DEBT}$ ، تغییرات در مانده حساب بدهی بلندمدت است که ممکن است ناشی از تعهدات بلندمدت از جمله استقراض و وام‌های دریافتی و یا بازپرداخت

تعهدات بلند مدت باشد. داده های مورد نیاز برای محاسبه خالص تامین مالی برون سازمانی از تراز نامه شرکت ها از سال مالی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۶ استخراج گردیده است.

ب) متغیر وابسته: بازده واقعی سهام

SRET: عبارت است از بازده سهام که برای محاسبه آن از دو روش موجود (پیش

بینی سود نقدی و بازده نقدی واقعی)، روش بازده واقعی به کار گرفته خواهد شد.

$$SRET_t = \frac{(P_{t+1} - P_t) + d + M + T}{P_t}$$

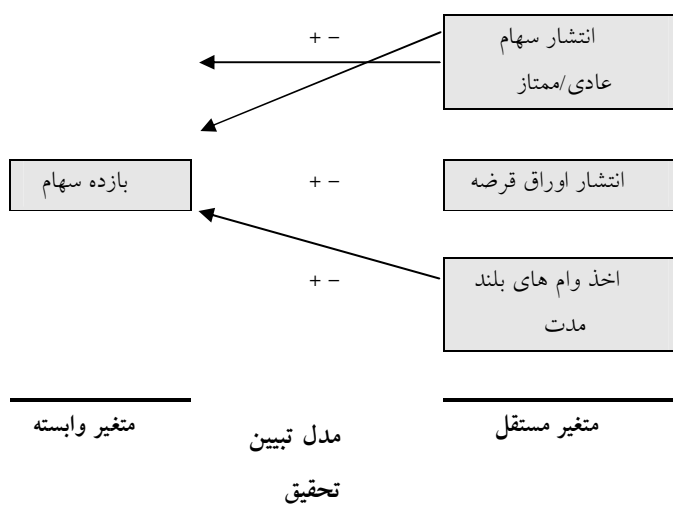
P_{t+1} : قیمت سهام در پایان دوره ✓

P_t : قیمت سهام در ابتدای دوره ✓

d : سود تقسیمی نقدی ✓

M : مزایای حق تقدم ✓

T : مزایای سود سهمی ✓



فرضیه های تحقیق :

در ادامه تحقیق برای پاسخ به سؤال تحقیق که برگرفته شده از چارچوب نظری پژوهش است، اقدام به تدوین فرضیه های زیر گردید:

فرضیه اول : بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران رابطه وجود دارد.

فرضیه دوم : بین تامین مالی از طریق اخذ وام بلند مدت و بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران رابطه وجود دارد.

فرضیه سوم : تاثیر تامین مالی از طریق انتشار سهام بر بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران بر اساس نوع صنعت متفاوت است.

فرضیه سوم شامل ۱۰ فرضیه فرعی به شرح زیر می باشد :

✓ بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده واقعی سهام شرکت های موجود در صنعت خودرو رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی فوق در صنعت های دارو، لاستیک، سایر کانی های غیر فلزی، سرمایه گذاری ها، سیمان، شیمیایی، غذایی بجز قند و شکر، فلزات اساسی، ماشین آلات و تجهیزات نیز مورد آزمون قرار گرفته است.

فرضیه چهارم : تاثیر تامین مالی از طریق اخذ وام بلند مدت بر بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران بر اساس نوع صنعت متفاوت است.

فرضیه چهارم شامل ۱۳ فرضیه فرعی به شرح زیر می باشد :

✓ بین تامین مالی از طریق اخذ وام بلند مدت و بازده واقعی سهام شرکت های موجود در صنعت خودرو رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی فوق در صنعت های دارو، لاستیک، سایر کانی های غیر فلزی، سرمایه گذاری ها، سیمان، شیمیایی، غذایی بجز قند و شکر، فلزات اساسی، قند و شکر، ماشین آلات و تجهیزات، محصولات فلزی، منسوجات نیز مورد آزمون قرار گرفته است.

روش شناسی تحقیق :

این پژوهش از نظر هدف از نوع تحقیقات کاربردی است. هدف تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هم چنین تحقیق حاضر، از نظر روش و

ماهیت از نوع تحقیق‌های همبستگی است. در این نوع تحقیقات، هدف تعیین میزان هماهنگی تغییرات متغیرها می‌باشد (خاکی، ۱۳۸۶، ۲۰۲). برای این منظور بر حسب مقیاس‌های اندازه‌گیری متغیرها، شاخص‌های مناسبی اختیار می‌شود. بدین منظور ابتدا به طور جداگانه تامین مالی از طریق انتشار سهام و اخذ وام‌های بلند مدت با عنایت به داده‌های جمع‌آوری شده محاسبه و سپس با بازده سهام مورد آزمون قرار می‌گیرد. برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز آزمون فرضیه‌ها و همچنین مبانی نظری پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه و گزارش‌های مالی شرکت‌های مورد مطالعه که توسط سازمان بورس اوراق بهادار منتشر گردیده است، به عنوان ابزار تحقیق معرفی می‌گردد که این موارد در آرشیو این سازمان موجود می‌باشد و همچنین از نرم افزار ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز جهت استخراج داده‌های تحقیق استفاده گردیده است. لازم به ذکر است که داده‌ها و اطلاعات از نوع داده‌های ثانویه اند که تحقیقاً دارای اعتبار و روایی مناسب می‌باشد. برای دقت و اعتبار بیشتر نتایج تحقیق، دوره زمانی ۶ ساله که از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا پایان سال ۱۳۸۶ است، به عنوان دوره زمانی تحقیق در نظر گرفته شده است. جامعه مطالعاتی تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶، با در نظر گرفتن ویژگی‌های زیر می‌باشد:

۱. شرکت‌ها حداقل بایستی از سال مالی ۱۳۸۰، در سازمان بورس پذیرفته شده باشند و صورت‌های مالی اساسی خود را به سازمان بورس اوراق بهادار ارائه کرده و در حال حاضر نیز مشغول به فعالیت باشند.
 ۲. شرکت‌ها بایستی اطلاعات مالی مورد نیاز و ضروری برای محاسبه متغیرهای مستقل (خالص تامین مالی برون سازمانی) و وابسته (بازده سهام) را با توجه به روش تحقیق داشته باشند.
- با توجه به موارد ذکر شده، جامعه آماری تحقیق به شرح زیر می‌باشد:
- تعداد ۲۵۷ شرکت، که از طریق انتشار سهام در بازه زمانی ذکر شده اقدام به تامین مالی نموده اند (جهت فرضیه اول و سوم).
 - تعداد ۳۶۵ شرکت، که از طریق اخذ وام‌های بلند مدت در بازه زمانی ذکر اقدام به تامین مالی نموده اند (جهت فرضیه دوم و چهارم).

- جهت فرضیه های سوم و چهارم صنعت هایی که دارای بیش از ۱۰ شرکت می باشد انتخاب گردیده است.

نکته قابل ذکر این است که کل جامعه مورد بررسی قرار گرفته و هیچگونه نمونه گیری صورت نپذیرفته است.

روش تجزیه و تحلیل داده ها :

محقق با توجه به جامعه مطالعاتی نسبت به گردآوری داده های خام تحقیق اقدام نموده است. بدین منظور ابتدا بر مبنای تغییرات قیمتی در ابتدا و پایان هر سال و عایدات سهام مزبور بازدهی سهام هر یک از شرکت ها محاسبه گردیده است. پس از محاسبه متغیر فوق به عنوان متغیر وابسته، تامین مالی از طریق انتشار سهام و اخذ وام های بلند مدت به عنوان متغیر مستقل نیز محاسبه گردید. با عنایت به این که تحقیق از دیدگاه روش و ماهیت از نوع تحقیقات همبستگی به حساب می آید و با توجه به موضوع تحقیق و فرضیه های موجود، جهت انجام آزمون های آماری از ضریب همبستگی، رگرسیون و تحلیل واریانس (ANOVA) کمک گرفته شده است. خط رگرسیون جامعه به صورت $y = \alpha + \beta x$ معرفی گردیده است که اگر فرض $\beta = 0$ تایید شود نشان دهنده این مطلب است که بین دو متغیر X و Y رابطه وجود ندارد. با استفاده از تحلیل واریانس نیز می توان وجود رابطه خطی بین X و Y را آزمون نمود (آذر و مومنی، ۱۳۸۵، ۹۴). در سراسر این پژوهش جهت به کار گیری رگرسیون شرایط مورد نیاز، آزمون و لحاظ گردیده است. که به شرح ذیل می باشد:

- ۱) بین خطاهای مدل همبستگی وجود نداشته باشد (آزمون دوربین واتسون).
- ۲) متغیر وابسته دارای توزیع نرمال باشد (آزمون کولموگروف-اسمیرنوف).
- ۳) توزیع خطاها دارای توزیع نرمال باشد (آزمون نرمال بودن خطا های معادله رگرسیون-خروجی نرم افزار SPSS).

آزمون و تحلیل فرضیه های تحقیق :

فرضیه اول: بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران رابطه وجود دارد.

فرضیه فوق با نمادهای آماری به صورت زیر می باشد:

$$\begin{cases} H_0: \beta = 0 \\ H_1: \beta \neq 0 \end{cases}$$

جدول شماره (۱): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

نتیجه آزمون	سطح معنی داری	سطح خطا	تعداد	آماره t	آماره F	دوربین - واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی	مؤلفه های آماری متغیر های تحقیق
تایید فرضیه	۰,۰۰۶	۰,۰۵	۲۵۷	۲,۷۶۵	۳۳,۶۱۸	۱,۸۱	۰,۰۲۵	۰,۰۲۹	۰,۱۸۱	رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام

طبق جدول شماره (۱) ضریب همبستگی بین دو متغیر انتشار سهام و بازده سهام برابر ۰,۱۷۱ است. این عدد در سطح خطای ۵٪ رابطه معنی داری را بین دو متغیر انتشار سهام و بازده سهام نشان می دهد. همچنین ضریب تعیین محاسبه شده عدد ۰,۰۲۹ را نشان می دهد، این بدین معنی است که متغیر X (تامین مالی از طریق انتشار سهام) صرفاً ۲/۹ درصد از تغییرات بازده سهام را توجیه می نماید و مابقی سهم سایر متغیرها می باشد، لکن نکته حائز اهمیت آن است که ضریب تعیین ۲/۹، درصد کوچکی است.

در نهایت با توجه به نتایج بدست آمده می توان نتیجه گرفت، بین تامین مالی برون سازمانی از طریق انتشار سهام و بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد، لکن رابطه فوق ضعیف می باشد.

فرضیه دوم: بین تامین مالی از طریق اخذ وام بلند مدت و بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران رابطه وجود دارد.
فرضیه فوق با نمادهای آماری به صورت زیر می باشد:

$$\begin{cases} H_0: \beta = 0 \\ H_1: \beta \neq 0 \end{cases}$$

جدول شماره (۲): نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

نتیجه آزمون	سطح معنی داری	سطح خطا	تعداد	آماره t	آماره F	دوربین-واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی	مؤلفه های آماری / متغیر های تحقیق
رد فرضیه	۰,۷۶۸	۰,۰۵	۳۶۵	۰,۲۹۶	۰,۰۸۷	۱.۸۳۹	۰,۰۰۳	۰,۰۰۰	۰,۰۱۶	رابطه بین تامین مالی از طریق اخذ وام های بلند مدت و بازده سهام

طبق جدول شماره (۲) ، ضریب تعیین محاسبه شده عدد صفر را نشان می دهد. این بدین معنی است که رگرسیون خطی نتوانسته از طریق تغییرات متغیر مستقل (تامین مالی از طریق اخذ وام بلند مدت) ، تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) را توجیه نماید. بنابراین فرضیه $H_0: \dots = 0$ ، با اطمینان ۹۵ درصد تایید می گردد.
در نهایت با توجه به نتایج بدست آمده می توان نتیجه گرفت ، بین تامین مالی برون سازمانی از طریق اخذ وام بلندمدت و بازده سهام رابطه ای وجود ندارد.

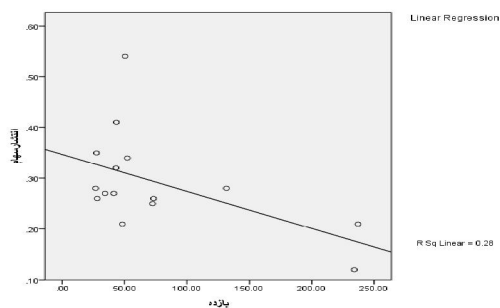
فرضیه سوم: تاثیر تامین مالی از طریق انتشار سهام بر بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران بر اساس نوع صنعت متفاوت است.
فرضیه های فرعی با نمادهای آماری به صورت زیر می باشد:

$$\begin{cases} H_0: \beta = 0 \\ H_1: \beta \neq 0 \end{cases}$$

جدول شماره (۳): نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

نتیجه آزمون	سطح معنی داری	سطح خطا	تعداد	آماره t	آماره F	دوربین - واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی	مؤلفه های آماری متغیر های تحقیق
رد فرضیه	۰/۷۹۱	۰,۰۰۵	۶۱	۰/۳۷۰	۸۰/۷۸۰	۱/۵۶۷	۰/۰۶۲	۰/۰۰۵	۰,۰۶۰	رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام عادی و بازده سهام شرکت های موجود در صنعت خودرو
تایید فرضیه	۰/۰۴۳	۰,۰۰۵	۳۱	۷۴۸/۰-۲	۳۵۰/۵	۶/۰۲	۰/۰۲۲	۰/۰۲۸	۰,۰۵۲	رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام عادی و بازده سهام شرکت های موجود در صنعت دارو
رد فرضیه	۰/۹۵۶	۰,۰۰۵	۰۱	۸۵۰/۰-	۳۰۰/۰	۷۷/۱	۱۱۱/۰	۰	۰,۰۱۰	رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام شرکت های موجود در صنعت لاستیک
رد فرضیه	۰/۳۵۹	۰,۰۰۵	۳۱	۱۵۹/۰	۵۰۹/۰	۶۳/۸	۸۰۰/۰	۰/۰۶۰	۰,۰۵۵	رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام شرکت های موجود در صنعت سایر کانی های غیر فلزی
رد فرضیه	۱/۹۹/۰	۰,۰۰۵	۱۱	۱۱۰/۰-	۰	۸/۶	۰۰۰/۰	۰	۰,۰۰۰	رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام عادی و بازده سهام شرکت های موجود در صنعت سرمایه گذاری ها
رد فرضیه	۸/۰۲/۰	۰,۰۰۵	۶۱	۷۰۰/۰-۱	۱۱۸/۱	۲/۸	۶۳۰/۰	۸۷۰/۰	۰,۰۲۰	رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام عادی و بازده سهام شرکت های موجود در صنعت سیمان
رد فرضیه	۶/۵۰/۰	۰,۰۰۵	۲۱	۱۳۸/۱	۳۰/۳	۸۱/۸	۵۷۰/۰	۶۲۱/۰	۰,۰۳۰	رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام عادی و بازده سهام شرکت های موجود در صنعت شیمیایی
رد فرضیه	۸/۷۸/۰	۰,۰۰۵	۶۱	۵۵۱/۰	۳۲۰/۰	۰/۸	۵۶۰/۰	۲۰۰/۰	۰,۰۴۰	رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام شرکت های موجود در صنعت غذایی بجز قند و شکر
رد فرضیه	۳/۶۳/۰	۰,۰۰۵	۶۱	۰۰/۸	۱۶۳/۰	۳/۸	۳۳۰/۰	۳۳۰/۰	۰,۰۷۱	رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام شرکت های موجود در صنعت فلزات اساسی
رد فرضیه	۷/۵۱/۰	۰,۰۰۵	۳۱	۵۵۳/۱	۸۳۴/۸	۶/۸	۸۷۰/۰	۸۳۱/۰	۰,۰۳۸	رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و بازده سهام شرکت های موجود در صنعت ماشین آلات و تجهیزات

طبق جدول شماره (۳)، تنها فرضیه فرعی دوم از فرضیه سوم تایید گردیده است، که ضریب تعیین آن برابر ۲۸ درصد می باشد، این بدین معنی است که متغیر X (تامین مالی از طریق انتشار سهام در شرکت های موجود در صنعت دارو) ۲۸ درصد از تغییرات بازده سهام را توجیه می نماید و مابقی سهم سایر متغیرها می باشد. با توجه به تایید شدن فرضیه فوق، خط رگرسیون آن به شکل زیر (شماره ۱) می باشد:

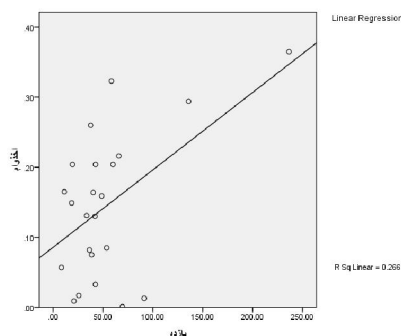


نمودار شماره ۱: خط رگرسیون در صنعت دارو

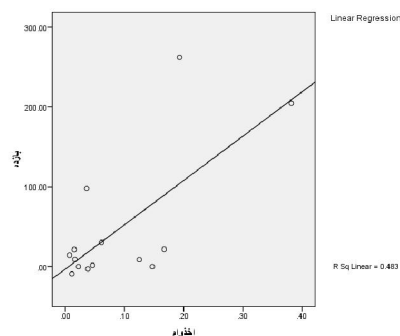
فرضیه چهارم: تاثیر تامین مالی از طریق اخذ وام بلند مدت بر بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران بر اساس نوع صنعت متفاوت است.
فرضیه های فرعی با نمادهای آماری به صورت زیر می باشد:

$$\begin{cases} H_0: \beta = 0 \\ H_1: \beta \neq 0 \end{cases}$$

طبق جدول (۴)، فرضیه های فرعی سوم و ششم از فرضیه چهارم تایید گردیده است. به عبارت دیگر با توجه به نتایج بدست آمده می توان نتیجه گرفت که بین تامین مالی از طریق اخذ وام و بازده سهام در شرکت های موجود در صنعت های لاستیک و سیمان رابطه وجود دارد. خط رگرسیون بدست آمده برای دو صنعت فوق به شکل زیر می باشد:



نمودار شماره ۳: خط رگرسیون در صنعت سیمان



نمودار شماره ۲: خط رگرسیون در صنعت لاستیک

نتیجه گیری:

در این تحقیق تاثیر روش های تامین مالی بر بازده واقعی سهام بررسی شد. بر طبق فرضیات طرح شده انتظار می رود که روش های تامین مالی بر بازده واقعی سهام تاثیر و همچنین عکس العمل بازار سرمایه را در پی داشته باشد.

طبق فرضیه اول که رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام عادی و بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است، این نتیجه حاصل گردید که بین تامین مالی برون سازمانی از طریق انتشار سهام و بازده سهام رابطه مثبت لکن ضعیف وجود دارد. نتیجه بدست آمده در مورد فرضیه فوق بر خلاف نظریات برادشو، ریچاردسون و اسلون می باشد. در تفسیر این تفاوت می توان به موارد زیر اشاره نمود:

الف) تفاوت های بورس اوراق بهادار تهران با بورس اوراق بهادار کشورهای توسعه یافته

ب) اثر سیاست گذاری های دولت و عدم ثبات کافی اقتصادی در سطح کلان
ج) ناآشنایی بسیاری از سرمایه گذاران با مسائل مالی
طبق فرضیه دوم که رابطه بین تامین مالی از طریق اخذ وام بلند مدت و بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است، این نتیجه حاصل گردید که بین تامین مالی برون سازمانی از طریق اخذ وام بلند مدت و بازده سهام رابطه وجود ندارد.
طبق فرضیه سوم که رابطه بین تامین مالی از طریق انتشار سهام عادی و بازده سهام در صنعت های مختلف مورد بررسی قرار گرفته است، این نتیجه حاصل گردید که در بین ۱۰ صنعت انتخاب شده، تعداد ۷ صنعت فاقد رابطه معنی دار، ۲ صنعت بدون رابطه و یک صنعت (صنعت دارو) دارای رابطه می باشد.
طبق فرضیه چهارم که رابطه بین تامین مالی از طریق اخذ وام بلند مدت و بازده سهام در صنعت های مختلف مورد بررسی قرار گرفته است، این نتیجه حاصل گردید که در بین ۱۳ صنعت انتخاب شده، تعداد ۸ صنعت فاقد رابطه معنی دار، ۳ صنعت بدون رابطه و ۲ صنعت (صنعت های لاستیک و سیمان) دارای رابطه می باشد.
یافته های حاصل از فرضیه های دوم، سوم و چهارم تقریباً مشابه یافته های تحقیقات ذکر شده در پیشینه تحقیق می باشد.
در نهایت، نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها می تواند نشانه ای از عدم عکس العمل بازار سرمایه ایران (بغیر از چند صنعت خاص) به روش های تامین مالی باشد.

پیشنهاد هایی برای تحقیقات آتی:

- با توجه به اینکه جریانان نقدی، اطلاعات سودمندتری به استفاده کنندگان ارائه می دهد، لذا پیشنهاد می گردد به جای استفاده از اقلام و اطلاعات تعهدی با استفاده از رویکرد گردش وجوه نقد پژوهشی صورت پذیرد.
- رابطه متغیرهای حسابداری با بازده سهام در سال های آتی با تعداد سال های بیشتری بررسی گردد.

- پیشنهاد می‌گردد رابطه بازده سهام با متغیرهایی همچون اندازه شرکت، ارزش شرکت نیز مورد بررسی قرارگیرد.

منابع و ماخذ

- ۱) رحیمیان، نظام‌الدین، (۱۳۸۱)، "تاملی در شیوه‌های تامین منابع مالی در واحد های اقتصادی"، حسابدار، ۱۴۶، ص ۲۲
- ۲) آقایی، محمدعلی؛ رضازاده، جواد، (۱۳۷۵)، "تغییرات سهام، سود و ریسک شرکت پیرامون تاریخ عرضه سهام جدید"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷، ۳۸-۵۵
- ۳) رحمانی، محمود، (۱۳۷۴)، "تاثیر روش‌های تامین مالی بر روی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، ۱۵۳
- ۴) میر محرابی، هادی، (۱۳۸۰)، "بررسی رابطه افزایش سرمایه و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، ۱-۳
- ۵) مشمول بناب، صمد، (۱۳۸۴)، "بررسی مقایسه‌ای تامین مالی از طریق وام بر سود شرکت‌ها"، مجله بورس، ص ۱۲
- ۶) خاکی، غلامرضا، (۱۳۸۶)، "روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی"، انتشارات بازتاب، ۲۰۲
- ۷) آذر، عادل؛ مومنی، منصور، (۱۳۸۵)، "آمار و کاربرد آن در مدیریت"، انتشارات سمت، جلد دوم، ۹۴
- 8) Bradshaw.M.&Richardson.S.&Sloan.A. ; (2006) "The relation between corporate financing activities, analysts forecasts and stock returns"; journal of accounting and economics;14-27
- 9) Cohen.D.&Thomas.L. ; (2006) "Weighing the evidence on the relation between external corporate financing activities, accruals and stock returns"; journal of accounting and economics;42;87-105
- 10) Sivaprasad.S.& Muradoglu.G.;(2007)"Capital structure and stock returns"; journal of accounting and management;10-29

- 11) Cassar ,J.:(2005) “External financing and firm operating performance” ; Dissertation Ph.D., University of California;14

یادداشت ها:

- | | |
|---------------------------------|--|
| ۱- External corporate financing | ۹- R.Masulis-1983 |
| ۲- Stock Return | ۱۰- P.A.Squit and W.Mullins-1986 |
| ۳- Equity financing | ۱۱- Ritter (2003) |
| ۴- Debt financing | ۱۲- Bradshaw, Richardson and Sloan (BRS) |
| ۵- IPO | ۱۳- Daniel A. Cohen |
| ۶- SEO | ۱۴- Thomas Z. Lys |
| ۷- W.C.Smith, Jr-1977 | ۱۵- Sheeja Sivaprasad |
| ۸- A,N.Korwar-1983 | ۱۶- Gulnur Muradoglu |