

مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز  
دوره دوم، شماره دوم، پاییز و زمستان ۱۳۸۹، پیاپی ۵۹/۳، صفحه‌های ۱۰۸-۷۵  
(مجله علوم اجتماعی و انسانی سابق)

## بررسی تاثیر روش‌های تامین مالی بر بازده آتی سهام

دکتر غلامرضا کردستانی\*  
مظاهر نجفی عمران\*\*  
دانشگاه بین‌المللی امام خمینی<sup>(ره)</sup>

### چکیده

در این پژوهش تاثیر روش‌های مختلف تامین مالی و نحوه‌ی مصرف عواید حاصل از این روش‌ها بر بازده آتی سهام، بررسی شده است. در ادبیات مالی، در ارتباط با تاثیر روش‌های مختلف تامین مالی خارجی بر بازده آتی سهام، دو فرضیه‌ی «قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادار» و «سرمایه‌گذاری بیش از حد»، مطرح شده است. بر اساس این فرضیات، روش‌های مختلف تامین مالی خارجی بر بازده آتی سهام، تاثیری منفی دارند. همچنین، بر اساس فرضیه‌ی سرمایه‌گذاری بیش از حد، رابطه‌ی منفی بین مبادلات تامین مالی و بازده آتی سهام، زمانی به حداکثر می‌رسد که عواید حاصل از این روش‌ها در فعالیت‌های عملیاتی، سرمایه‌گذاری شوند. علاوه بر این، به دلیل هزینه‌های مبادلاتی و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران برون سازمانی شرکت، هزینه‌ی منابع مالی داخلی باید کم‌تر از هزینه‌ی منابع مالی خارجی باشد. بنابراین، انتظار می‌رود بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام، رابطه‌ی مثبت وجود داشته باشد. همچنین، این رابطه در شرکت‌های با رشد زیاد، قوی‌تر از شرکت‌های با رشد کم باشد؛ زیرا در این شرکت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیش‌تر است. داده‌های این تحقیق، از ۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

\* استادیار گروه حسابداری دانشکده علوم اجتماعی

\*\* کارشناس ارشد حسابداری

تهران در طی دوره‌ی زمانی ۱۳۷۸-۱۳۸۵ به دست آمده و آزمون‌ها به روش داده‌های ترکیبی و مقطعی انجام شده است. یافته‌ها دلالت بر آن دارد که رابطه‌ی بین خالص تغییر در تامین مالی کل، خالص تغییر در تامین مالی خارجی و تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی داخلی با بازده غیرعادی انباشته‌ی سهام، معنادار است؛ ولی بر خلاف پیش بینی، مثبت است. علاوه بر این، رابطه‌ی بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و بازده غیرعادی انباشته‌ی سهام، در شرکت‌های با رشد زیاد، قوی‌تر از شرکت‌های با رشد کم است. همچنین، بر اساس داده‌های مقطعی رابطه بین خالص تغییر در تامین مالی داخلی و تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی داخلی با بازده غیرعادی انباشته‌ی سهام، مثبت و معنی‌دار است.

**واژه‌های کلیدی:** ۱. بازده غیرعادی انباشته ۲. روش‌های تامین مالی ۳. تامین مالی داخلی ۴. تامین مالی خارجی ۵. خالص دارایی‌های عملیاتی.

#### ۱. مقدمه

شرکت‌ها در تصمیمات تامین مالی، با دو منبع تامین مالی داخلی و تامین مالی خارجی روبه‌رو هستند. منابع مالی داخلی، شامل جریان‌های وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فروش دارایی‌ها و سود انباشته و منابع مالی خارجی در برگیرنده‌ی وجوه تحصیل شده از طریق بازار مالی مانند، انتشار اوراق مشارکت، صدور سهام جدید و دریافت تسهیلات مالی از بانک هستند. مدیران باید تصمیم بگیرند وجوه مورد نیاز خود را چگونه تامین کنند و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف کنند. آن‌ها می‌توانند این منابع مالی را صرف پرداخت سود به سهام داران، اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، تسویه‌ی بدهی‌های موعود رسیده و افزایش سرمایه‌ی در گردش، کنند (فرانک و گویال<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳: ۲۲-۲۱).

از آن جا که یکی از وظایف اصلی مدیران، حداکثر کردن ثروت سهام داران است، تاثیر روش‌های تامین مالی و نحوه‌ی مصرف عواید حاصل از این روش‌ها بر بازده آتی سهام، برای آنان از اهمیت بسزایی برخوردار است. همچنین، روش تامین مالی ممکن است بر سود هر سهم، ریسک مالی و درصد مالکیت سهام داران، تاثیر بگذارد.

## ۲. فرضیات مرتبط با تاثیر تامین مالی خارجی و نحوه مصرف عواید حاصل از آن بر بازده آتی سهام

در ادبیات مالی، در رابطه با تاثیر تامین مالی خارجی بر بازده آتی سهام، دو فرضیه‌ی ارزشیابی نادرست اوراق بهادار<sup>۳</sup> و فرضیه‌ی سرمایه گذاری بیش از حد<sup>۴</sup> مطرح شده است. در حالی که هر دو فرضیه‌ی فوق، پیش بینی می‌کنند که بین تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام، رابطه‌ی منفی وجود دارد، این فرضیات در مورد تاثیر اجزای تامین مالی خارجی، پیش بینی‌های متمایزی دارند. بر اساس فرضیه‌ی ارزشیابی نادرست اوراق بهادار، رابطه‌ی بین انتشار سهام و بازده آتی سهام، قوی‌تر از رابطه‌ی بین بدهی و بازده آتی سهام است؛ زیرا قیمت سهام نسبت به تغییرات در ارزش شرکت، حساس‌تر است. علاوه بر این، بین مبادلات تامین مالی مجدد<sup>۵</sup> و بازده آتی سهام، رابطه‌ی منفی وجود دارد؛ همچنین، هر یک از اجزای بدهی نیز دارای رابطه متمایزی با بازده آتی سهام هستند. بین بدهی‌های قابل تبدیل و بازده آتی سهام رابطه قوی‌تری وجود دارد زیرا این گونه بدهی‌ها نسبت به تغییرات در ارزش شرکت، واکنش بیش‌تری نشان می‌دهند. برعکس، بدهی‌های کوتاه مدت، دارای حداقل حساسیت نسبت به تغییرات در ارزش شرکت بوده، دارای رابطه‌ی ضعیفی با بازده آتی سهام هستند.

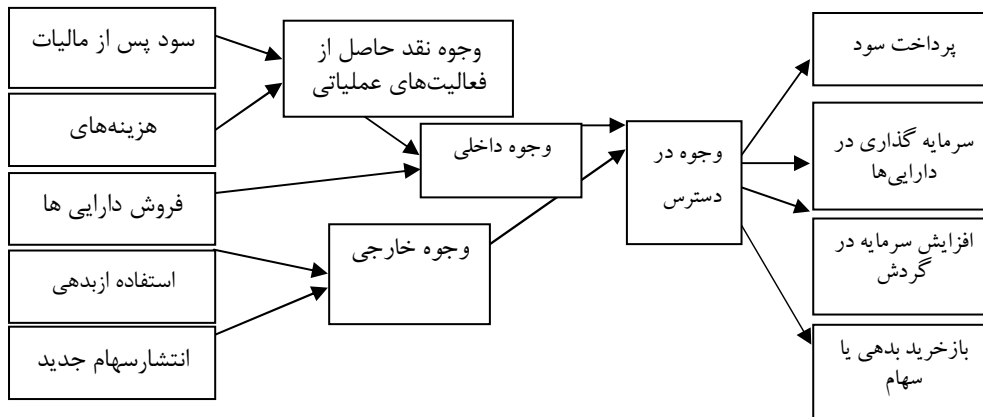
فرضیه‌ی سرمایه گذاری بیش از حد، مبتنی بر افزایش در مخارج سرمایه‌ای است. بر اساس این فرضیه، بین مبادلات تامین مالی خارجی شرکت‌ها و تصمیمات سرمایه گذاری بیش از حد مدیران، رابطه‌ی مستقیمی وجود دارد؛ یعنی هر چه میزان انتشار اوراق بهادار از سوی شرکت‌ها بیش‌تر باشد، سرمایه گذاری آن‌ها بیش‌تر است؛ به طوری که در برخی از اوقات، این پدیده منجر به سرمایه گذاری بیش از حد می‌شود. علاوه بر این، رابطه‌ی بین مبادلات تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام، به منبع تامین مالی بستگی ندارد. برای مثال، پس از کنترل مبادلات تامین مالی مجدد، دو رویداد بازخرید سهام و بازخرید بدهی، قدرت پیش بینی مشابهی برای بازده آتی سهام دارند. همچنین، صرفاً زمانی بین خالص افزایش در تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام، رابطه‌ی منفی وجود دارد که عواید حاصل از تامین مالی، صرف سرمایه گذاری اضافی شود و زمانی این رابطه به بیش‌ترین حد خود می‌رسد که این عواید فوراً در فعالیت‌های عملیاتی، سرمایه گذاری شود. با این حال، رابطه‌ی بین خالص تغییر در دارایی‌های عملیاتی و بازده آتی سهام، به منبع تامین مالی بستگی ندارد؛

یعنی صرف نظر از این که این دارایی‌ها از محل منابع داخلی تامین شوند یا از محل منابع مالی خارجی، رابطه‌ی بین خالص تغییر در دارایی‌های عملیاتی و بازده آتی سهام، منفی است (ریچاردسن و اسلوان<sup>۶</sup>، ۲۰۰۳: ۴-۶).

### ۳. تاثیر روش‌های تامین مالی بر بازده سهام

در شکل شماره ۱ روش‌های مختلف تامین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل از این

روش‌ها منعکس شده است.



شکل ۱: جریان‌های نقدی شرکت (داینز و دیگران<sup>۲</sup>، ۱۹۹۰: ۳۳)

#### ۳-۱. تامین مالی داخلی

تاثیر تامین مالی داخلی بر بازده آتی سهام را می‌توان از طریق متغیر کاهشدهی آن، یعنی سود تقسیمی، به شکل نقدی توضیح داد. اکثر تحقیقات تجربی، بیان گر این هستند که اعلامیه‌ی سود تقسیمی، باعث افزایش بازده‌های اضافی سهام می‌شود. در این رابطه، دو فرضیه‌ی «علامت دهی- اطلاعاتی»<sup>۷</sup> و هزینه نمایندگی<sup>۸</sup> مطرح شده است. بر اساس فرضیه‌ی علامت دهی-اطلاعاتی، از آن جا که مدیران به اطلاعاتی دسترس دارند که در دسترس سرمایه گذاران برون سازمانی قرار ندارند، سیاست تقسیم سود ابزاری هزینه بر ولی تکرارپذیر برای انتقال اطلاعات خصوصی مثبت (اطلاعات مساعد) به بازار سرمایه است. باتاچاریا<sup>۹</sup> (۱۹۷۹) و میلر و روک<sup>۱۰</sup> (۱۹۸۵) بیان می‌کنند که افزایش سود تقسیمی، اطلاعاتی درباره‌ی جریان‌های نقدی جاری و آتی یک شرکت، به بازار سرمایه منتقل

می‌کند. جنسن (۱۹۸۶) در مورد تاثیر سود تقسیمی بر هزینه‌ی نمایندگی، بیان می‌کند مدیران از طریق محرک‌هایی مثل پاداش، دارای این انگیزه هستند که حتی در صورت فقدان فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری سودآور، وجوه نقد آزاد را صرف سرمایه‌گذاری کم بازده یا حتی زیان ده کنند. در این حالت، سیاست تقسیم سود ابزاری برای کنترل و ممانعت از سوء استفاده‌های احتمالی مدیریت از وجوه نقد آزاد است. بنابراین، واکنش مثبت بازار سهام به افزایش سود تقسیمی، به دلیل کاهش هزینه‌های نمایندگی است (به نقل از نیکولاس و دیگران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۱: ۹۲-۸۹).

علاوه بر این، توزیع سود، مدیران شرکت‌ها را وادار می‌سازد که برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بیش‌تر، به بازار روی آورند و در نتیجه، از قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار، بانک‌ها و سایر سرمایه‌گذاران برون سازمانی تبعیت کنند. این امر باعث صرفه‌جویی در برخی از هزینه‌های احتمالی، مثل هزینه به کارگیری افراد برون سازمانی به منظور نظارت بر مدیریت، می‌شود. بنابراین، انتظار می‌رود رابطه‌ی بین تامین مالی داخلی و بازده آتی سهام، منفی باشد (وونگ<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۵، ۱۱۵-۱۱۴).

### ۲-۳. تامین مالی خارجی

مدل میلر و مودیگلیانی (۱۹۵۸) فعالیت‌های تامین مالی شرکت را بر ارزش آن، بی‌تاثیر می‌دانند. در زمانی که مفروضات مدل میلر و مودیگلیانی نادیده گرفته شوند، فعالیت‌های تامین مالی خارجی، یک شرکت اطلاعاتی راجع به جریان‌های نقدی عملیاتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن، فراهم می‌آورند. در حالت اول (فراهم ساختن اطلاعاتی راجع به جریان‌های نقدی عملیاتی)، تامین مالی خارجی پیش‌بینی نشده، مبین این است که جریان وجوه نقد جاری و آتی شرکت، برای تامین نیازهای سرمایه‌گذاری آن کافی نیست. بنابراین، این رویداد از سوی سرمایه‌گذاران، نوعی خبر نامساعد تلقی می‌شود. از سوی دیگر، تامین مالی خارجی ممکن است معرف افزایش در سرمایه‌گذاری باشد. از آن جا که معمولاً مدیران، پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت را قبول می‌کنند، افزایش در تامین مالی را می‌توان به عنوان علامتی مثبت، تلقی کرد (کوهن و توماس<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۶: ۸۹).

در مورد تاثیر انتشار سهام جدید بر بازده آتی سهام، تحقیقات متعددی صورت گرفته است. مایرز و ماژلوف (۱۹۸۴) بیان می‌کنند که اعلامیه‌ی تامین مالی خارجی، حامل

اطلاعات نامطلوبی به بازار سرمایه است و بر قیمت بازار سهام، تاثیر منفی می‌گذارد. آن‌ها بیان می‌کنند که خریداران اوراق بهادار، افرادی نسبتاً ناآگاه (راجع به وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت ناشر اوراق بهادار) هستند و به منظور مصون سازی خود در مقابل ریسک قیمت گذاری بیش از واقع اوراق بهادار، مبلغی را بابت تخفیف، مطالبه می‌کنند. بر اساس مدل آن‌ها هر چه ریسک اوراق بهادار منتشر شده بیش‌تر باشد، تاثیر منفی انتشار این اوراق بر بازار، بیش‌تر است. بنابراین، تاثیر منفی سهام بر بازار، بیش‌تر از تاثیر منفی بدهی است (ماریا و گارسیا<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۶: ۲۱۴).

بیکر و وگلر<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۰) برای منفی بودن تاثیر انتشار سهام جدید بر بازده آتی سهام، دو دلیل عمده ذکر می‌کنند:

**اول**، هر چه سهام منتشر شده از سوی یک واحد اقتصادی بیش‌تر باشد، نسبت بدهی و در نتیجه ریسک مالی آن شرکت، کم‌تر است. از این رو، سرمایه گذاران، بازده مورد انتظار کم‌تری را مطالبه می‌کنند.

**دوم**، با فرض این که شرکت‌ها برای تامین منابع مالی، از مدل سلسله مراتبی<sup>۱۶</sup> تبعیت می‌کنند، سرمایه گذاران انتشار سهام جدید را نوعی خبر نامساعد راجع به وضعیت مالی و نتایج عملیات مورد انتظار شرکت‌های ناشر سهام، تلقی می‌کنند و سهام منتشر شده را کم‌تر از قیمت واقعی، ارزیابی نمایند و در نتیجه، این خبر باعث کاهش بازده آتی سهام می‌شود (بیکر و وگلر، ۲۰۰۰: ۲۲۲۱-۲۲۲۰).

نظریه پردازان مالی، در مورد تاثیر استفاده از ابزار بدهی بر بازده آتی سهام، دو دیدگاه ضد و نقیض را ارائه کرده اند. از یک سو، برخی از محققان و نظریه پردازان مانند جنسن (۱۹۸۶) بر این عقیده اند که چون بدهی، جریان نقد آزاد در دسترس مدیران شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد زیادی دارند، ولی فرصت‌های سرمایه گذاری سودآور ندارند، کاهش می‌دهد، موجب افزایش بازده آتی سهام می‌شود. همچنین بریک و راوید<sup>۱۷</sup> (۱۹۹۱) بدهی، و سود تقسیمی را به عنوان ابزارهای اطلاعاتی برابر مطرح می‌کنند. آن‌ها بیان می‌کنند که تقسیم سود و بدهی اطلاعات برابری را راجع به وضعیت مالی و سودهای آتی یک شرکت، فراهم می‌آورند؛ به گونه ای که هر چه سود تقسیمی یا بدهی بیش‌تر باشد، وضعیت مالی و نتایج عملیات جاری و مورد انتظار آن شرکت بهتر است (ماریا و گارسیا، ۲۰۰۶: ۲۱۴).

از سوی دیگر، برخی از محققان بر این عقیده اند که با افزایش اهرم مالی، هزینه‌های نمایندگی بدهی، شامل هزینه‌های ورشکستگی، افزایش می‌یابد. علاوه بر این، تاثیرات کنترلی بدهی در شرکت‌های با رشد زیاد و دارای پروژه‌های سرمایه گذاری سودآور که فاقد وجوه نقد آزاد هستند، اهمیت زیادی ندارد؛ زیرا این شرکت‌ها عمدتاً به منظور تامین مالی پروژه‌های سرمایه گذاری خود، به بازارهای سرمایه متوسل می‌شوند که در این وضعیت، بازار فرصت کافی را برای ارزیابی عملکرد شرکت، مدیریت آن و پروژه‌های سرمایه گذاری، به دست می‌آورد و تا حدودی، باعث کاهش مشکل نمایندگی می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶: ۳۲۴).

### ۳-۳. نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی

شرکت‌ها به دلایل زیر، تامین مالی داخلی را بر تامین مالی خارجی، ترجیح می‌دهند:  
**اول**، مدیران هنگام استفاده از منابع داخلی، از انعطاف پذیری بیشتری برخوردار هستند. برای مثال، مدیران می‌توانند منابع مورد نیاز پروژه‌های سرمایه گذاری را سریع‌تر تامین کنند و این طرح‌ها را به مرحله‌ی اجرا در آورند و بدین ترتیب، هم از هزینه‌های تاخیر در اجرای پروژه‌های سرمایه گذاری جلوگیری کنند و هم امتیاز افزایش وجوه از طریق منابع مالی خارجی را برای دوره‌های آتی، حفظ کنند.

**دوم**، شرکت‌ها در زمان استفاده از منابع خارجی، مجبور به تحمل هزینه‌های قانونی، حسابداری، حق الزحمه‌های ظهنویسی و مانند آن هستند که اغلب اوقات، این گونه هزینه‌ها در زمان استفاده از تامین مالی داخلی، وجود ندارند.

**سوم**، به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه گذاران برون سازمانی درباره‌ی فرصت‌های سرمایه گذاری شرکت، بازار ممکن است اوراق بهادار جدید شرکت‌ها را کم‌تر از واقع ارزیابی کند و موجبات انتقال ثروت را از سهام داران موجود به سهام داران جدید فراهم آورد (چل پارک و پینکس ۲۰۰۱: ۱۸، ۳۴).

بنابراین، هزینه‌های تامین مالی داخلی، کم‌تر از هزینه‌های تامین مالی خارجی است. از این رو، انتظار می‌رود بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و ضریب پاسخ سود، رابطه‌ی مثبت وجود داشته باشد.

شرکت‌ها باید تا زمان معینی، از افشای اطلاعات مربوط به فرصت‌های سرمایه گذاری و رشد آتی، خودداری کنند تا از این طریق، مانع سوء استفاده‌ی رقبای خود از این گونه

اطلاعات و در نتیجه، کاهش ارزش شرکت شوند. بنابراین، شرکت‌های با رشد بیش‌تر، در مقایسه با سایر شرکت‌ها، تمایل کم‌تری به افشای اطلاعات مربوط به فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری دارند و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران شرکت‌های رشدی، بیش‌تر است. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران خواستار بازده بالاتری هستند و در نتیجه، هزینه‌ی سرمایه‌ی تامین مالی خارجی در این گونه شرکت‌ها، بیش‌تر از شرکت‌های با رشد کم‌تر است. در نتیجه، انتظار می‌رود رابطه‌ی مثبت بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و ضریب پاسخ سود در شرکت‌های با رشد زیاد، قوی‌تر باشد (چل پارک و پینکس، ۲۰۰۱: ۳۵).

#### ۴. تاثیر نحوه‌ی مصرف عواید حاصل از روش‌های مختلف تامین مالی، بر بازده

##### آتی سهام

برک و دیگران<sup>۱۹</sup> (۱۹۹۹) بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاری سودآور باعث افزایش ارزش بازار شرکت و کاهش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام می‌شود. آن‌ها می‌گویند به طور متوسط، با اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری، ریسک سیستماتیک شرکت‌ها کاهش می‌یابد؛ زیرا ریسک سیستماتیک پروژه‌های سرمایه‌گذاری جدید، کم‌تر از ریسک سیستماتیک پرتفوی متشکل از دارایی‌های فعلی و پروژه‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار است و سرمایه‌گذاران در ازای ریسک سیستماتیک کم‌تر، بازده مورد انتظار کم‌تری را طلب می‌کنند. آن‌ها مدلی را ارائه کردند و نشان دادند که تغییرات در ریسک با متغیرهای خاص شرکت، مثل اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت، در ارتباط است. آن‌ها نشان دادند اخبار خوب، باعث کاهش ریسک سیستماتیک و اخبار بد، باعث افزایش ریسک سیستماتیک می‌شود. شرکت‌ها، پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ریسک سیستماتیک کم را به عنوان گزینه‌ی سرمایه‌گذاری برتر، اجرا می‌کنند. پس از اجرای سرمایه‌گذاری جدید، متوسط ریسک سیستماتیک جریان‌های نقدی شرکت، در دوره‌های آتی کاهش می‌یابد که این عامل باعث کاهش متوسط بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌شود. بنابراین، انتظار می‌رود بین مبلغ سرمایه‌گذاری در دارایی‌های عملیاتی و بازده آتی سهام، رابطه‌ی منفی وجود داشته باشد.



## ۵. پیشنهادی تحقیق

تاثیر روش‌های تامین مالی بر ارزش شرکت، اولین بار به وسیله‌ی مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸) مطرح شده است. این دو محقق با فرض کامل بودن بازار سرمایه (نبود هزینه‌های مبادلاتی و هزینه‌ی ورشکستگی و نبود مالیات) مدعی شدند که شیوه‌ی تامین مالی شرکت‌ها، بر ارزش بازار آن‌ها تاثیری ندارد. بعدها آن‌ها با در نظر گرفتن هزینه‌های ورشکستگی و مالیات بر درآمد، اظهار داشتند شیوه‌ی تامین مالی، بر ارزش شرکت‌ها تاثیر گذار است و بهتر است شرکت‌ها بخش اعظم پروژه‌های سرمایه گذاری خود را از طریق بدهی، تامین مالی کنند.

بعد از میلر و مودیگلیانی، در مورد تاثیر روش‌های مختلف تامین مالی و نحوه‌ی مصرف عواید حاصل از این روش‌ها بر بازده آتی سهام، تحقیقات متعددی صورت گرفته است. از جمله تحقیقات مرتبط با موضوع تحقیق حاضر، می‌توان تحقیقات لوگران و رایتر<sup>۲۰</sup> (۱۹۹۵) و آکیب و دیگران<sup>۲۱</sup> (۱۹۹۶) را نام برد. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که میانگین بازده خرید و نگه داری شرکت‌هایی که سهام جدید منتشر کرده اند، خیلی کم‌تر از میانگین بازده خرید و نگه داری شرکت‌های مشابهی است که اقدام به انتشار سهام نکرده‌اند. البته محققانی نظیر ماسولیس<sup>۲۲</sup> (۱۹۸۰)، ماسولیس و کوار<sup>۲۳</sup> (۱۹۸۶)، هاو و شیلینگ<sup>۲۴</sup> (۱۹۸۸) و رادرفورد<sup>۲۵</sup> و آلن (۲۰۰۴) به بررسی تاثیر عرضه‌ی سهام جدید را بر قیمت سهام و به این نتیجه رسیدند که انتشار سهام جدید، باعث کاهش معنی‌داری در قیمت سهام می‌شود (رادرفورد و آلن، ۲۰۰۴). تحقیقات دیگر نشان می‌دهد، بازده آتی سهام، پس از انتشار سهام جدید، به طور معنی‌داری کاهش می‌یابد که این رویداد با زمان بندی انتشار سهام به وسیله‌ی مدیران، مرتبط است (بیکر و وگلر، ۲۰۰۲).

علاوه بر این، محققانی مثل یانگ شیک چو<sup>۲۶</sup> (۲۰۰۵)، جی کای و ژی ژانگ<sup>۲۷</sup> (۲۰۰۵) و ماریا و گارسیا (۲۰۰۶)، به بررسی تاثیر بدهی بر بازده آتی سهام، پرداخته‌اند. یانگ به این نتیجه رسید که اولاً، بین بازده آتی سهام عادی و تامین مالی از طریق بدهی‌های کوتاه مدت، رابطه‌ی مثبت وجود دارد و ثانیاً، افزایش در بدهی‌های کوتاه مدت که به دلیل جایگزینی با مبلغ مشابهی از بدهی‌های بلندمدت ایجاد شده اند باعث افزایش بازده آتی سهام می‌شوند. جی کای و ژی ژانگ به این نتیجه رسیدند که بین تغییرات در اهرم مالی و بازده جاری سهام، رابطه‌ی منفی وجود دارد و تاثیر بدهی بلندمدت از بدهی

کوتاه مدت، در این رابطه بیش‌تر است. با این حال، تغییر در اهرم مالی، تاثیری بر بازده آتی سهام ندارد. ماریا و گارسیا به این نتیجه رسیدند که قیمت بازار سهام در شرکت‌های با نسبت پرداخت سود پایین، به اعلامیه‌ی انتشار بدهی، واکنش مثبت نشان می‌دهد. در حالی که در شرکت‌های با نسبت پرداخت سود بالا، واکنش معنی‌داری به این رویداد نشان نمی‌دهد (به نقل از ماریا و گارسیا، ۲۰۰۶).

اسلوان و ریچاردسون (۲۰۰۳) و برادشو و دیگران<sup>۲۸</sup> (۲۰۰۶) به این نتیجه رسیدند که بین خالص تغییر در کل تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام، رابطه‌ی منفی وجود دارد و این رابطه در مقایسه با رابطه‌ی هر یک از اجزای تامین مالی خارجی با بازده آتی سهام، قوی‌تر است. آگارال و آنگ (۲۰۰۶) به این نتیجه رسیدند که رابطه‌ی بین خالص تغییر در تامین مالی خارجی و هر یک از اجزای آن، یعنی خالص تغییر در سرمایه‌ی سهام تامین شده از محل منابع برون سازمانی و خالص تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تامین مالی، منفی و معنی‌دار بوده است. با این حال، این رابطه پس از کنترل اقلام تعهدی، معنی‌دار نبوده است.

گروه دیگری از محققان، تاثیر نحوه‌ی مصرف عواید حاصل از تامین مالی را بر بازده آتی سهام، مورد بررسی قرار داده‌اند که در این زمینه، می‌توان اسلوان و ریچاردسون (۲۰۰۳)، تیتمن و دیگران<sup>۲۹</sup> (۲۰۰۴)، ژانگ و دیگران<sup>۳۰</sup> (۲۰۰۴)، کوپر و دیگران<sup>۳۱</sup> (۲۰۰۵) و برادشو و دیگران (۲۰۰۶) را نام برد که نتیجه‌ی تحقیقات آن‌ها، رابطه‌ی منفی بین خالص تغییر در دارایی‌های عملیاتی و بازده آتی سهام را تایید می‌کند (به نقل از برادشو و دیگران، ۲۰۰۶).

در ایران، به دلیل نبود بازار سازمان یافته بدهی برای تامین مالی و محدودیت در انتشار اوراق مشارکت از سوی شرکت‌ها، مطالعات زیادی در زمینه‌ی موضوع این تحقیق انجام نشده است و تحقیقات موجود، بیش‌تر حول انتشار سهام جدید، متمرکز شده است. نتایج تحقیقات داخلی را می‌توان به سه دسته تقسیم کرد:

الف) شمس عالم (۱۳۷۵)؛ میر محرابی (۱۳۸۰) و یحیی زاده فر و ابونوری (۱۳۸۳)

در تحقیقات خود نشان دادند که افزایش سرمایه، تاثیری بر بازده سهام ندارد.

ب) دولت آبادی (۱۳۸۱)؛ رودپشتی و گل کاریان (۱۳۸۴) و گازران (۱۳۸۴) به این

نتیجه رسیدند که افزایش سرمایه، باعث افزایش قیمت و بازده سهام می‌شود.

ج) رحمانی (۱۳۷۴) به این نتیجه رسید که افزایش سرمایه، باعث کاهش قیمت و بازده سهام می‌شود؛ ولی این کاهش، کم‌تر از کاهش قیمت تئوری است.

### ۶. فرضیات تحقیق

در این تحقیق، به منظور تبیین روابط بین روش‌های مختلف تامین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل از این روش‌ها و بازده آتی سهام، ۵ فرضیه اصلی و ۴ فرضیه فرعی به شرح زیر، مورد بررسی قرار گرفته است:

**فرضیه اصلی اول:** رابطه‌ی بین خالص تغییر در تامین مالی کل و بازده غیر عادی انباشته‌ی سهام، منفی است.

**فرضیه اصلی دوم:** بازده غیرعادی انباشته سهام شرکت‌هایی که پس از تامین مالی خارجی خالص دارایی‌های عملیاتی خود را افزایش داده اند، منفی است.

**فرضیه اصلی سوم:** بازده غیرعادی انباشته سهام شرکت‌هایی که پس از تامین مالی داخلی، خالص دارایی‌های عملیاتی خود را افزایش داده‌اند، منفی است.

**فرضیه اصلی چهارم:** شرکت‌هایی که نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی بزرگ‌تری دارند، ضریب پاسخ سود بزرگ‌تری دارند.

**فرضیه اصلی پنجم:** رابطه‌ی بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و ضریب پاسخ سود، در شرکت‌های با رشد زیاد، قوی‌تر است.

در ارتباط با فرضیه‌ی اصلی اول، چهار فرضیه‌ی فرعی به شرح زیر آزمون شده است:  
**فرضیه فرعی اول:** رابطه‌ی بین خالص تغییر در تامین مالی خارجی و بازده غیر عادی انباشته سهام، منفی است.

**فرضیه فرعی دوم:** رابطه‌ی بین خالص تغییر در تامین مالی داخلی و بازده غیر عادی انباشته سهام، منفی است.

**فرضیه فرعی سوم:** رابطه‌ی بین خالص تغییر در تامین مالی خارجی از محل سهام و بازده غیرعادی انباشته سهام، منفی است.

**فرضیه فرعی چهارم:** رابطه‌ی بین خالص تغییر در بدهی ایجاد شده به منظور تامین مالی و بازده غیرعادی انباشته سهام منفی، است.

## ۷. روش تحقیق

## ۷-۱. جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری مورد مطالعه، کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از سال ۱۳۷۸ است.

نمونه‌ی تحقیق بر اساس محدودیت‌های زیر، انتخاب شده است:

۱. شرکت‌هایی که از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ در تابلوی بورس اوراق بهادار باشند.

۲. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد.

۳. وقفه معاملاتی سهام شرکت‌ها، بیش‌تر از سه ماه نباشد.

بر اساس محدودیت‌های در نظر گرفته شده، نمونه‌ی تحقیق شامل، ۶۵ شرکت (۴۵۵

مشاهده) است. تعداد شرکت‌های انتخاب شده به عنوان نمونه‌ی آماری، در جدول شماره ۱ منعکس شده است.

## جدول ۱: طبقه بندی تعداد شرکت‌های نمونه، بر اساس نوع صنعت

تعداد نمونه	نوع صنعت	تعداد نمونه	نوع صنعت
۲	ماشین آلات دستگاه‌های برقی	۱	منسوجات
۹	خودرو و ساخت قطعات	۱	محصولات چوبی
۱	قند و شکر	۱	انتشار و چاپ و تکثیر
۶	محصولات غذایی و آشامیدنی بجز قند و شکر	۲	فرآورده‌های نفتی
۱۰	مواد و محصولات دارویی	۴	لاستیک و پلاستیک
۶	محصولات شیمیایی	۴	فلزات اساسی
۲	کاشی و سرامیک	۲	ساخت محصولات فلزی
۸	سیمان، آهک و گچ	۶	ماشین آلات و تجهیزات

## ۷-۲. مدل‌های مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های تحقیق

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، از مدل‌های ۱ تا ۵ استفاده شده است:

- مدل آزمون فرضیه‌ی اصلی اول

$$CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 * \Delta Fin_{i,t} + \beta_2 * UX_{i,t} + \beta_3 * BETA_{i,t} + \beta_4 * SIZE_{i,t} + e_{i,t+1}$$

مدل (۱)

- مدل آزمون فرضیه‌های فرعی اول و دوم

$$CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 * \Delta XFin_{i,t} + \beta_2 * \Delta IFin_{i,t} + \beta_3 * UX_{i,t} + \beta_4 * BETA_{i,t} + \beta_5 * SIZE_{i,t} + e_{i,t+1} \quad \text{مدل (۱-۱)}$$

- مدل آزمون فرضیه‌های فرعی سوم و چهارم

$$CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 * \Delta Equity_{i,t} + \beta_2 * \Delta Debt_{i,t} + \beta_3 * \Delta IFin_{i,t} + \beta_4 * UX_{i,t} + \beta_5 * BETA_{i,t} + \beta_6 * SIZE_{i,t} + e_{i,t+1} \quad \text{مدل (۱-۲)}$$

- مدل آزمون فرضیه‌های اصلی دوم و سوم

$$CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 * \Delta EXNOA_{i,t} + \beta_2 * \Delta INOA_{i,t} + \beta_3 * \Delta CASH_{i,t} + e_{i,t+1} \quad \text{مدل (۲)}$$

- مدل آزمون فرضیه‌ی اصلی چهارم

$$CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 * UX_{i,t} + \beta_2 * I/XF_{i,t} * UX_{i,t} + \beta_3 * LEV_{i,t} * UX_{i,t} + \beta_4 * BETA_{i,t} * UX_{i,t} + \beta_5 * PERS_{i,t} * UX_{i,t} + \beta_6 * HI_{i,t} * UX_{i,t} + \beta_7 * SIZE_{i,t} * UX_{i,t} + e_{i,t+1} \quad \text{مدل (۳)}$$

- مدل آزمون فرضیه‌ی اصلی پنجم

$$CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 * UX_{i,t} + \beta_2 * I/XF_{i,t} * UX_{i,t} + \beta_{2,H} * HI_{i,t} * I/XF_{i,t} * UX_{i,t} + \beta_3 * LEV_{i,t} * UX_{i,t} + \beta_4 * BETA_{i,t} * UX_{i,t} + \beta_5 * PERS_{i,t} * UX_{i,t} + \beta_6 * HI_{i,t} * UX_{i,t} + \beta_7 * SIZE_{i,t} * UX_{i,t} + e_{i,t+1} \quad \text{مدل (۴)}$$

### ۳-۷. تعریف متغیرهای مورد مطالعه

متغیرهای توضیحی مدل‌های (۱)، (۱-۱) و (۱-۲)، (۲)، (۳)، (۴)، بر اساس دو

رویکرد ترازنامه و جریان وجوه نقد، به شرح زیر محاسبه شده است.

$CAR_{i,t}$  = بازده غیرعادی انباشته سهام شرکت  $i$  در زمان  $t$ ، به عبارت دیگر  $CAR$

برابر میانگین هندسی بازده‌های غیر عادی شرکت  $i$ ، در زمان  $t$  است.

فرمول محاسبه‌ی این متغیر، به صورت زیر است:

$$AR = R_{i,t} - R_{m,t}$$

$$CAR = \prod_{t=1}^{12} (1 + AR_{i,t}) - 1$$

$AR$  برابر بازده غیر عادی،  $R_{i,t}$  برابر بازده واقعی شرکت  $i$  در زمان  $t$  و  $R_{m,t}$  برابر

بازده شاخص بازار سهام است. در این تحقیق، شاخص بازده نقدی و قیمت، به عنوان

نماینده‌ی بازار، در نظر گرفته شده است.

تاریخ محاسبه‌ی بازده بعد از مجمع زمان  $t$  تا قبل از مجمع عمومی عادی سالیانه، زمان  $t+1$  در نظر گرفته شده است.

$\Delta Fin_{i,t}$  = خالص تغییر در تامین مالی کل شرکت  $i$  در زمان  $t$ ، این متغیر بر متوسط کل دارایی‌ها، تقسیم و همگن شده است.

$\Delta IFin_{i,t}$  = خالص تغییر در تامین مالی داخلی شرکت  $i$  در دوره  $t$ ، تغییرات این متغیر بر متوسط کل دارایی‌ها تقسیم و همگن شده است.

$\Delta XFin_{i,t}$  = خالص تغییر در تامین مالی خارجی شرکت  $i$  در زمان  $t$ ، این متغیر شامل تغییر در تامین مالی خارجی از محل سهام و تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تامین مالی است.

$\Delta Equity_{i,t}$  = خالص تغییر در سرمایه‌ی تامین شده از محل منابع برون سازمانی شرکت  $i$  در زمان  $t$ ؛

$\Delta Debt_{i,t}$  = تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تامین مالی شرکت  $i$  در زمان  $t$ ؛  
 $\Delta NOA_{i,t}$  = درصد تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی شرکت  $i$  در زمان  $t$ ، منظور از دارایی‌های عملیاتی (OA)، کل دارایی‌های شرکت پس از کسر موجودی نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت است. هر گاه از دارایی‌های عملیاتی، بدهی‌هایی که با هدف تامین مالی ایجاد نشده‌اند، کسر شود، خالص دارایی‌های عملیاتی به دست می‌آید (اسلوان و ریچارد سن، ۲۰۰۳: ۱۱).

$\Delta EXNOA_{i,t}$  = تغییر در دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی خارجی شرکت  $i$  در زمان  $t$ ؛

$\Delta INOA_{i,t}$  = تغییر در دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی داخلی شرکت  $i$  در زمان  $t$ ؛

$I/XF_{i,t}$  = تامین مالی داخلی، تقسیم بر تامین مالی خارجی شرکت  $i$  در زمان  $t$ ؛

CASH = موجودی نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت.

#### ۴-۷. متغیرهای کنترلی

از آن جایی که بازده غیر عادی سهام ممکن است تحت تاثیر عوامل دیگری بجز روش تامین مالی قرار گیرد، به منظور بررسی دقیق‌تر تاثیر روش‌های تامین مالی بر بازده غیر عادی سهام، متغیرهای اثرگذار بر بازده، مانند سود غیر عادی، رشد شرکت، اهرم مالی،

ضریب تغییرات سود هر سهم، پایداری سود و اندازه‌ی شرکت، وارد مدل شده تا اثر آن‌ها کنترل و فرضیه‌های تحقیق، دقیق‌تر آزمون شود.

$$UX_{i,t} = \text{سودهای غیر عادی شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$HI_{i,t} * UX_{i,t}$  = یک متغیر مجازی ضرب در  $UX$ ؛ فرضیه‌ی پنجم این تحقیق در رابطه با شدت و ضعف رابطه‌ی بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و بازده غیر عادی انباشته سهام به عنوان متغیر جانشین ضریب پاسخ سود، در دو گروه شرکت‌های با رشد زیاد و شرکت‌های با رشد کم، است. برای آزمون این فرضیه، شرکت‌ها به دو گروه فوق تقسیم شده‌اند. در این تحقیق، منظور از شرکت‌های با رشد زیاد، آن دسته از شرکت‌هایی است که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام آن‌ها در پایان دوره‌ی کوچک‌تر از میانه‌ی این نسبت باشد؛ در غیر این صورت، آن شرکت جزو شرکت‌های با رشد کم به شمار می‌رود. در صورتی که شرکتی در گروه شرکت‌های با رشد زیاد قرار گیرد،  $HI$  برابر یک و در غیر این صورت، برابر صفر است.

$$LEV_{i,t} = \text{اهرم مالی شرکت } i \text{ در زمان } t \text{ که از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها به}$$

دست آمده است.

$$BETA_{i,t} = \text{ضریب تغییرات سود عادی هر سهم، منظور از سود عادی، سود هر سهم}$$

قبل از ارقام غیر عادی است و برای محاسبه‌ی ضریب تغییرات، یک دوره‌ی ۵ ساله در نظر گرفته شده است. به عنوان مثال، برای محاسبه‌ی ضریب تغییرات سود عادی هر سهم سال ۱۳۷۸ از داده‌های سود عادی سال‌های ۱۳۷۴ تا ۱۳۷۸ استفاده شده و برای محاسبه‌ی ضریب تغییرات سود سال ۱۳۷۹، داده‌های سود عادی سال‌های ۱۳۷۵ تا ۱۳۷۹ مورد استفاده قرار گرفته است. ضریب تغییرات از طریق تقسیم انحراف معیار سود هر سهم بر میانگین آن، محاسبه شده است.

$$PERS_{i,t} = \text{یک متغیر مجازی که برای آن دسته از شرکت‌هایی که دارای پایداری سود}$$

زیاد هستند، برابر یک و در غیر این صورت، برابر صفر است. در این حالت، شرکت‌ها به ده گروه مساوی تقسیم شده‌اند و اگر نسبت سود عادی به قیمت بازار هر سهم، در پایان سال مالی قبل یک شرکت، در شش گروه میانی قرار گیرد، آن شرکت دارای پایداری سود زیاد است و بنابراین،  $PERS$  برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر است (چل پارک و پینکس، ۲۰۰۱: ۳۸).

$SIZE_{i,t}$  = اندازه‌ی شرکت که برابر است با تعداد سهام منتشر شده ضرب در ارزش بازار هر سهم در پایان سال مالی است. در این تحقیق، لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت به عنوان متغیر جانشین اندازه‌ی شرکت، به کار رفته است (چل پارک و پینکس، ۲۰۰۱: ۳۸).

جدول ۲: اطلاعات مربوط به متغیرهای تحقیق و نحوه‌ی محاسبه‌ی آن‌ها

ردیف	عنوان	نحوه‌ی محاسبه
۱	خالص تغییر در تأمین مالی کل ( $\Delta Fin$ )	خالص تغییر در تأمین مالی داخلی + خالص تغییر در تأمین مالی خارجی
۲	خالص تغییر در تأمین مالی داخلی ( $\Delta IFin$ )	از دیدگاه ترازنامه: مابه‌التفاوت سود انباشته <sup>۱</sup> ابتدا و انتهای دوره‌ی قبل از تعدیلات از دیدگاه صورت جریان نقد: وجوه نقد حاصل از عملیات + وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها
۴	خالص تغییر در سرمایه تأمین شده از محل منابع خارجی ( $\Delta Equity$ )	از دیدگاه ترازنامه: افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی + خالص تغییر در سرمایه‌های اهدایی + خالص تغییر در سود سهام پیشنهادی و پرداختی از دیدگاه صورت جریان وجوه نقد: آورده نقدی صاحبان سهام - سود پرداختی
۵	خالص تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تأمین مالی ( $\Delta Debt$ )	از دیدگاه ترازنامه: خالص تغییر در کل بدهی‌ها پس از کسر پیشنهادی و پرداختی از دیدگاه صورت جریان وجوه نقد: خالص افزایش وجوه نقد از محل بدهی‌ها از بخش فعالیت‌های تأمین مالی - مالیات بر درآمد پرداختی
۶	تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی ( $\Delta NOA$ )	جمع کل بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت و سهام عادی پس از کسر موجودی نقدی و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان
۷	تغییر در دارایی‌های عملیاتی تأمین شده از محل منابع مالی خارجی ( $\Delta EXNOA$ )	تغییر در دارایی‌های عملیاتی - خالص تغییر در تأمین مالی داخلی



ردیف	عنوان	نحوه ی محاسبه
۸	تغییر در دارایی های عملیاتی تأمین شده از محل منابع مالی داخلی ( $\Delta INOA$ )	تغییر در خالص دارایی های عملیاتی - خالص تغییر در تامین مالی خارجی
۹	سودهای غیر عادی ( $UX$ )	مابه التفاوت سود خالص قبل از اقلام غیر مترقبه و عملیات متوقف شده تقسیم بر ارزش کل شرکت در پایان دوره مالی قبل
۱۰	ضریب تغییرات سود عادی ( $BETA$ )	میانگین سود عادی هر سهم / انحراف معیار سود عادی هر سهم
۱۱	اهرم مالی ( $LEV$ )	کل دارایی ها / کل بدهی ها
۱۲	پایداری سود ( $PERS$ )	نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم در پایان دوره مالی قبل (چل پارک و بینکس، ۲۰۰۱)
۱۳	اندازه شرکت ( $SIZE$ )	لگاریتم (قیمت بازار هر سهم $\times$ تعداد سهام)
۱۴	بازده غیر عادی انباشته سهام ( $CAR$ )	میانگین هندسی مابه التفاوت بازده هر سهم و بازده بازار در طی یک دوره دوازده ماهه
$\{ \text{درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات (قیمت اسمی - قیمت بازار)} + \text{سود سهمی} + \text{سود نقدی} + \text{افزایش قیمت هر سهم} \}$ $(ri,t) = \frac{\text{بازده هر سهم در یک دوره}}{\text{قیمت هر سهم در ابتدای دوره}}$ <p>مابه التفاوت شاخص قیمت و بازده نقدی در ابتدا و انتهای دوره مالی</p> $(rm,t) = \frac{\text{شاخص قیمت و بازده نقدی در ابتدای دوره مالی}}{\text{بازده بازار}}$		

۱. سود انباشته، شامل اندوخته هاست

## ۸. یافته های تحقیق

### ۸-۱ آمار توصیفی

جدول شماره ۳، آمار توصیفی متغیرهای تحقیق را نشان می دهد. به دلیل محدودیت در حجم مقاله، آمار توصیفی صرفاً از دیدگاه ترازنامه ارائه شده و از آرایه های دیدگاه صورت جریان نقدی، صرف نظر شده است:

جدول ۳: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	داده‌های مقطعی			داده‌ها ترکیبی			
	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانگین	بیشینه	کمینه
CAR	-۰/۰۲۴	۰/۳۵	۰/۲۹	۰/۱۲۴	-۰/۰۲۴	۰/۹۹	-۰/۷۹
$\Delta Fin_{BS}^{32}$	۰/۲۰۸	۰/۳۲	۰/۰۲	۰/۰۷	۰/۲۰۸	۱/۲۱	-۰/۶۶
$\Delta IFin_{BS}$	۰/۲۰۸۳	۰/۳۸	۰/۰۸	۰/۰۷۴	۰/۲۰۸۳	۰/۵۳	-۰/۲۲
$\Delta XFin_{BS}$	۰/۱۴۹	۰/۱۸	-۰/۰۲	۰/۰۳۶	۰/۱۴۹	۱/۰۷	-۰/۶۳
$\Delta Equity_{BS}$	۰/۰۴۵	۰/۱۶	-۰/۰۱	۰/۰۴۳	۰/۰۴۵	۰/۵۸	-۰/۴۳
$\Delta Debt_{BS}$	۰/۱۰۴	۰/۳	-۰/۰۲	۰/۰۶	۰/۱۰۴	۱/۰۹	-۰/۶۶
$\Delta INOA$	۰/۰۵۹	۰/۰۴	۰/۱	۰/۰۲۹	۰/۰۵۹	۰/۵۳	-۰/۲۲
$\Delta EXNOA$	۰/۱۳	۰/۲۹	۰	۰/۰۶۲	۰/۱۳	۰/۸۷	-۰/۶۶
UX	۰/۰۲۵	۰/۵۷	-۰/۲۴	۰/۱۳۲	۰/۰۲۵	۰/۲۳	-۰/۱۶

CAR: میانگین هندسی مابه التفاوت بازده هر سهم و بازده بازار، در طی یک دوره‌ی دوازده ماهه؛  $\Delta Fin$ : خالص تغییر در تامین مالی داخلی + خالص تغییر در تامین مالی خارجی؛  $\Delta IFin$ : مابه التفاوت سود انباشته ۱ ابتدا و انتهای دوره‌ی قبل از تعدیلات؛  $XFin$ : خالص تغییر در تامین مالی خارجی شرکت  $i$  در زمان  $t$ ، تامین مالی است،  $\Delta Equity$ : افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی + خالص تغییر در سرمایه اهدایی + خالص تغییر در سود سهام پرداختنی؛  $\Delta EXNOA$ : تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی - خالص تغییر در تامین مالی داخلی؛  $\Delta INOA$ : تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی - خالص تغییر در تامین مالی خارجی؛  $\Delta Debt$ : خالص تغییر در کل بدهی‌ها پس از کسر خالص تغییر در ذخیره‌ی مزایای پایان خدمت کارکنان و سود سهام پرداختنی، UX: مابه التفاوت سود خالص قبل از اقلام غیر عادی تقسیم بر ارزش کل شرکت، در پایان دوره‌ی مالی قبل.

## ۲-۸. نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی اصلی اول

نتایج برآورد مدل (۱) برای آزمون فرضیه‌ی اصلی اول، در جدول شماره ۴ منعکس شده است. آماره  $t$  مرتبط با خالص تغییر در تامین کل ( $\Delta TFin$ ) بر اساس رویکرد ترازنامه و جریان وجوه نقد، برای داده‌های ترکیبی<sup>۳۳</sup> به ترتیب، برابر ۳/۸۲ و ۰/۵۶۱۶ و برای داده‌های مقطعی<sup>۳۴</sup> به ترتیب برابر ۰/۴۳ و -۱/۴۹۸ و  $p$ -value برای داده‌های ترکیبی برابر ۰/۰۰۰۲ و ۰/۵۷۴۷ و برای داده‌های مقطعی، برابر ۰/۶۶۹ و ۰/۱۳۹۴ نشان می‌دهند که صرفاً بین خالص تغییر در تامین مالی کل بر اساس داده‌های ترکیبی رویکرد ترازنامه و

بازده غیرعادی انباشته سهام، رابطه‌ی مثبت معنی‌داری وجود دارد و بر اساس داده‌های مقطعی و همچنین داده‌های ترکیبی، رویکرد جریان وجوه نقد، بین خالص تغییر در تامین مالی کل و بازده غیرعادی انباشته سهام، رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. از این رو، فرضیه‌ی اول تحقیق مبنی بر وجود رابطه منفی معنی‌دار بین خالص تغییر در تامین مالی کل و بازده غیرعادی انباشته‌ی سهام در سطح خطای ۵٪، تایید نمی‌شود. آماره  $R^2$  تعدیل شده بر اساس دو رویکرد ترازنامه و جریان وجوه نقد، برای داده‌های ترکیبی، به ترتیب برابر ۰/۱۴۲۶ و ۰/۱۰۷۹ و برای داده‌های مقطعی، به ترتیب برابر ۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۰ نشان می‌دهد که صرفاً خالص تغییر در تامین مالی کل، بر اساس داده‌های ترکیبی، از توان بالایی برای تبیین تغییرات متغیر وابسته برخوردار نیستند. آماره دوربین واتسون، بیان گر نبود خود همبستگی بین اجزای خطاست.

#### ۳-۸. نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌های فرعی اول و دوم

در این فرضیه‌های رابطه‌ی بین خالص تغییر در تامین مالی خارجی و تامین مالی داخلی با بازده غیرعادی انباشته سهام، آزمون شده است. همان طور که در جدول ۵ منعکس شده است، بر اساس داده‌های ترکیبی و با توجه به دو رویکرد ترازنامه و جریان وجوه نقد، رابطه‌ی منفی معنی‌داری بین خالص تغییر در تامین مالی داخلی و بازده غیرعادی انباشته سهام، وجود ندارد. همچنین، بین خالص تغییر در تامین مالی خارجی، بر اساس رویکرد ترازنامه و بازده غیرعادی انباشته سهام، رابطه‌ی مثبت وجود دارد که این رابطه در سطح خطای ۵٪، معنی‌دار است. با این حال، بر اساس رویکرد جریان وجوه نقد، بین این دو متغیر، رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد.

جدول ۴: نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی اصلی اول

متغیر وابسته: CAR

مدل (۱) $CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 \Delta Fin_{i,t} + \beta_2 UX_{i,t} + \beta_3 BETA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + e_{i,t+1}$							
بر اساس داده‌های مقطعی			بر اساس داده‌های ترکیبی			متغیرهای توضیحی	
<i>p-value</i>	آماره <i>t</i>	ضریب متغیر	<i>p-value</i>	آماره <i>t</i>	ضریب متغیر		
۰/۶۶۹	۰/۴۳	۰/۱۱۲۴	۰/۰۰۰۲	۳/۸۲	۰/۲۹۰۴*	$\Delta Fin_{BS}$	رویکرد ترازنامه
۰/۳۹۳۱	۰/۸۶۰۲	۰/۵۹۱	۰/۶۳۶۸	-۰/۴۷۲۵	-۰/۷	UX	
۰/۴۳۹۳	-۰/۷۷۸۵	-۰/۵۹۴۹	۰/۴۴۱۵	-۰/۷۷۰۴	-۰/۱۵۹۸	BETA	
۰/۳۸۸۳	-۰/۸۶۹	-۰/۰۳۲۲	۰/۵۳۲۶	۰/۶۲۴۵	۰/۰۸۱۵	SIZE	
۰/۱۳۹۴	-۱/۴۹۸	-۰/۲۹۵۹	۰/۵۷۴۷	۰/۵۶۱۶	۰/۰۵۵	$\Delta Fin_{CF}$	رویکرد جریان وجوه نقد
۰/۲۳۷۴	۱/۱۹۳	۰/۸۱۱۳	۰/۸۵۸۲	۰/۱۷۸۸	۰/۲۶۵۴	UX	
۰/۲۶۵	-۱/۱۲۵	-۰/۸۵۸۴	۰/۲۲۸۵	-۱/۲۰۶	-۰/۲۵۱۶	BETA	
۰/۹۱۷۱	۰/۱۰۴۵ -	-۰/۰۰۳۸	۰/۹۹۸۹	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۲	SIZE	
		دیدگاه جریان وجوه نقد	دیدگاه ترازنامه	دیدگاه جریان وجوه نقد	دیدگاه ترازنامه	آماره <i>f</i>	
		۰/۸۷۶	۰/۳۵۱	-	-		
		۰/۴۸۳۷	۰/۳۸۸۳	-	-	<i>p-value</i>	
		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۰۷۹	۰/۱۴۲۶	$R^2$ تعدیل شده	
		۱/۸۶۴	۱/۹۵۲	۱/۹۴۸	۱/۹۴۷	<i>D.W</i>	

\* در سطح خطای ۵٪ معنی‌دار است.  $\Delta Fin_{BS}$ : خالص تغییر در تامین مالی کل، بر اساس رویکرد ترازنامه،  $\Delta Fin_{CF}$ : خالص تغییر در تامین مالی کل بر اساس رویکرد جریان وجوه نقد، UX: سود غیرعادی، BETA: ضریب تغییرات سود عادی، SIZE: اندازه شرکت

بر اساس داده‌های مقطعی و با توجه به دو رویکرد ترازنامه و جریان وجوه نقد، بین خالص تغییر در تامین مالی خارجی و بازده غیرعادی انباشته سهام در سطح خطای ۵٪، رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. همچنین، بر اساس رویکرد ترازنامه، بین خالص تغییر در تامین مالی داخلی و بازده غیرعادی انباشته سهام، رابطه‌ی مثبت وجود دارد که این رابطه در سطح خطای ۵٪، معنی‌دار است. با این حال، بر اساس رویکرد جریان وجوه نقد، بین خالص تغییر در تامین مالی داخلی و بازده غیرعادی انباشته سهام در سطح خطای ۵٪،

رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. آماره‌های  $R^2$  برای دو رویکرد ترازنامه و جریان وجوه نقد، براساس داده‌های ترکیبی به ترتیب، برابر ۱۱/۲۵٪ و ۱۰/۵۹٪ و بر اساس داده‌های مقطعی به ترتیب برابر ۲/۷٪ و ۰/۰۰۰ بیان‌گر این هستند که متغیرهای توضیحی این مدل، از توان بالایی برای تبیین تغییر در متغیر وابسته، برخوردار نیستند. آماره  $D.W$  بیان‌گر نبود خود همبستگی بین اجزای خطاست. بنابراین، فرضیه‌های فرعی اول و دوم تحقیق، در سطح خطای ۵٪ تایید نمی‌شوند.

جدول ۵: نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌های فرعی اول و دوم متغیر وابسته: CAR

مدل (۱-۱) $CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 * \Delta XFin_{i,t} + \beta_2 * \Delta IFin_{i,t} + \beta_3 * UX_{i,t} + \beta_4 * BETA_{i,t} + \beta_5 * SIZE_{i,t} + e_{i,t+1}$								
داده‌های مقطعی			داده‌های ترکیبی			متغیرهای توضیحی		
<i>p-value</i>	آماره <i>t</i>	ضریب بتا	<i>p-value</i>	آماره <i>t</i>	ضریب بتا			
۰/۵۶۴۷	-۰/۵۷۹	-۰/۱۳۹۶	۰/۰۴۶	۲/۰۰۱	۰/۱۸۹۵*	$\Delta XFin_{BS}$	فرضیه‌ی فرعی اول	رویکرد ترازنامه
۰/۰۳۷۸	۲/۱۲۵	۰/۹۷۳۶*	۰/۱۸۲۷	۱/۳۳۵	۰/۲۰۷۵	$\Delta IFin_{BS}$	فرضیه‌ی فرعی دوم	
۰/۷۴۱۶	۰/۳۳۱۳	۰/۲۲۷۵	۰/۹۵۹	۰/۰۵۱۴	۰/۰۷۶	UX	متغیرهای کنترلی	
۰/۸۰۸	-۰/۲۴۴	-۰/۱۸۵۶	۰/۱۸	-۱/۳۴۳	-۰/۲۷۷۷	BETA		
۰/۳۳۴۴	-۰/۹۷۳	-۰/۰۳۵	۰/۸۹۶۷	۰/۱۳	۰/۰۱۷	SIZE		
۰/۱۰۵۲	-۱/۶۴۵	-۰/۴۱۷۶	۰/۶۵۷۷	۰/۴۴۳۳	۰/۰۵۶۲	$\Delta XFin_{CF}$	فرضیه‌ی فرعی اول	رویکرد جریان وجوه نقد
۰/۱۵	-۱/۴۵۸	-۰/۲۸۹۴	۰/۵۹۸۶	۰/۵۲۶۸	۰/۰۵۴۱	$\Delta IFin_{cf}$	فرضیه‌ی فرعی دوم	
۰/۲۴۲۲	۱/۱۸۱	۰/۸۰۵۹	۰/۸۵۷۶	۰/۱۷۹۶	۰/۲۶۸۳	UX	متغیرهای کنترلی	
۰/۲۹۷۹	-۱/۰۵	-۰/۸۰۷۱	۰/۲۲۹	-۱/۲۰۵	-۰/۲۵۱۶	BETA		
۰/۸۱۶۹	-۰/۲۳۳	-۰/۰۰۸۶	۰/۹۹۹۵	-۰/۰۰۰۶	-۰/۰۰۰۱	SIZE		
رویکرد جریان وجوه نقد		رویکرد ترازنامه	رویکرد جریان وجوه نقد		رویکرد ترازنامه	آماره <i>f</i>		
۰/۸۱۴۱		۱/۳۵۶	-		-			

۰/۵۴۴۴	۰/۲۵۴۱	-	-	<i>p</i> - value
۰/۰۰۰	۰/۰۲۷	۰/۱۰۵۹	۰/۱۱۲۵	$R^2$ تعدیل شده
۱/۹۳۷	۲/۰۶۵	۱/۹۴۸	۱/۹۳۲	<i>D.W</i>

\* در سطح خطای ۵٪ معنی‌دار است.

$\Delta XFin_{BS}$ : خالص تغییر در تامین مالی خارجی (رویکرد ترازنامه)؛

$\Delta XFin_{CF}$ : خالص تغییر در تامین مالی داخلی (رویکرد صورت جریان وجوه نقد)؛

$\Delta IFin_{BS}$ : خالص تغییر در تامین مالی داخلی (رویکرد ترازنامه)؛

$\Delta IIn_{CF}$ : خالص تغییر در تامین مالی داخلی (رویکرد صورت جریان وجوه نقد)؛

#### ۴-۸. نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی فرعی سوم و چهارم

در فرضیه‌ی فرعی سوم، تاثیر خالص تغییر در سرمایه‌ی تامین شده از محل صدور سهام بر بازده غیرعادی انباشته سهام، بررسی شده است. در فرضیه‌ی فرعی چهارم، رابطه‌ی بین خالص تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تامین مالی و بازده غیرعادی انباشته سهام، بررسی شده است. اطلاعات مربوط به آزمون این فرضیه‌های در جدول ۶ منعکس شده است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها بر اساس داده‌های ترکیبی و مقطعی و در سطح خطای ۵٪، بیانگر این هستند که این دو متغیر توضیحی، رابطه‌ی معنی‌داری با بازده غیرعادی انباشته سهام ندارند؛ بنابراین، فرضیه‌های فرعی سوم و چهارم، تایید نشده‌اند.

#### جدول ۶: نتیجه‌ی آزمون فرضیات فرعی سوم و چهارم

متغیر وابسته: CAR

مدل (۱-۲) $CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 \Delta Equity_{i,t} + \beta_2 \Delta Debt_{i,t} + \beta_3 \Delta IFin_{i,t} + \beta_4 UX_{i,t} + \beta_5 (1 - BETA_{i,t} + \beta_6 * SIZE_{i,t} + e_{i,t+1})$							
بر اساس داده‌های مقطعی			بر اساس داده‌های ترکیبی			متغیرهای توضیحی	
<i>p</i> -value	آماره <i>t</i>	ضریب بتا	<i>p</i> -value	آماره <i>t</i>	ضریب بتا		
۰/۰۴۲۲	۲/۰۷۸*	۰/۹۶۰۵	۰/۱۳۹۵	۱/۴۸	۰/۲۳۵۷	IFin <sub>BS</sub>	فرضیه‌ی فرعی دوم
۰/۴۹۲۲	-۰/۶۹۲	-۰/۲۷۰۷	۰/۰۶۹۸	۱/۸۱۸	۰/۳۰۸۳	Equity <sub>BS</sub>	فرضیه‌ی فرعی سوم
۰/۷۳۴۹	-۰/۳۴	-۰/۰۹۱۲	۰/۱۵۰۷	۱/۴۴	۰/۱۵۱۹	Debt <sub>BS</sub>	فرضیه‌ی فرعی چهارم

رویکرد ترازنامه

بررسی تاثیر روش های تامین مالی بر بازده آتی سهام						۹۷	
۰/۷۷۴	۰/۲۸۹	۰/۲۰۳	۰/۹۹۵۱	-۰/۰۰۶۱	-۰/۰۰۹	UX	متغیرهای کنترلی
۰/۸۴۰۴	-۰/۲۰۲	-۰/۱۵۵۶	۰/۱۷۱۹	-۱/۳۶۸	-۰/۲۸۲۹	BETA	
۰/۳۷۳۵	-۰/۸۹۷	-۰/۰۳۲۸	۰/۸۵۳۴	۰/۱۸۴۹	۰/۰۲۴۱	SIZE	
۰/۲۰۱۴	-۱/۲۹۲	-۰/۲۵۵۳	۰/۳۸۵	۰/۸۷	۰/۰۹۰۴	IFin <sub>CF</sub>	فرضیه‌ی فرعی دوم
۰/۶۰۶۶	-۰/۵۱۸	-۰/۲۰۸۱	۰/۳۴۷۵	۰/۹۴۰۴	۰/۲۱۶۱	Equity <sub>CF</sub>	فرضیه‌ی فرعی سوم
۰/۱۳۸۲	-۱/۵۰۳	-۰/۵۶۶۷	۰/۶۹۲۴	۰/۳۹۵۹	۰/۰۶۰۷	Debt <sub>CF</sub>	فرضیه‌ی فرعی چهارم
۰/۲۳۸۵	۱/۱۹۱	۰/۸۱۹۵	۰/۸۳۵۲	۰/۲۰۸۱	۰/۳۱۰۷	UX	متغیرهای کنترلی
۰/۲۶۸۵	-۱/۱۱۷	-۰/۸۷۸۴	۰/۲۲۰۷	۱/۲۲۶	-۰/۲۵۵۸	BETA	
۰/۹۰۹۹	-۰/۱۱۴	-۰/۰۰۴۳	۰/۹۷۳۲	-۰/۰۳۳۷	-۰/۰۰۴۴	SIZE	
رویکرد جریان وجوه نقد		رویکرد ترازنامه	رویکرد جریان وجوه نقد	رویکرد ترازنامه	آماره $f$		
۰/۶۹۷		۱/۱۴۴	-	-	$p$ -value		
۰/۶۵۳		۰/۳۴۸۷	-	-	$R^2$ تعدیل شده		
۰/۰۰۰		۰/۰۱۳۳	۰/۱۰۵۵	۰/۱۱۱۷	$D.W$		
۱/۹۴۸		۲/۰۱	۱/۹۴۴	۱/۹۳۷			

\* در سطح خطای ۵٪ معنی دار است.  $Equity_{BS}$ : خالص تغییر در سرمایه تامین شده از محل منابع خارجی (رویکرد ترازنامه)؛

$Equity_{CF}$ : خالص تغییر در سرمایه‌ی تامین شده از محل منابع خارجی (رویکرد جریان وجوه نقد)؛  
 $Debt_{BS}$ : خالص تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تامین مالی (رویکرد ترازنامه)؛  $Debt_{CF}$ : خالص تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تامین مالی (رویکرد جریان وجوه نقد)؛

### ۵-۸. نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌های اصلی دوم و سوم

وجوه تامین شده از محل منابع مالی داخلی و خارجی را می‌توان به دو صورت کلی تغییر در دارایی‌های مالی (موجودی نقد و سرمایه گذاری‌های کوتاه مدت) و تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی، در شرکت سرمایه گذاری کرد. تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی را می‌توان بر اساس منبع تامین مالی، به دو دسته‌ی تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی داخلی و تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی خارجی، تقسیم کرد. مدل (۲) که نتیجه‌ی برآورد آن در جدول

شماره ۷ ارائه شده، نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌های دوم و سوم را نشان می‌دهد.

جدول ۷: نتایج آزمون فرضیه‌ی اصلی دوم و سوم

متغیر وابسته: CAR

مدل (۲) $CAR_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 * \Delta EXNOA_{i,t} + \beta_2 * \Delta INOA_{i,t} + \beta_3 * \Delta CASH_{i,t} + e_{i,t+1}$						
داده‌های مقطعی			داده‌های ترکیبی			متغیر توضیحی
p-value	آماره t	ضریب متغیر	p-value	آماره t	ضریب متغیر	
۰/۹۱۷۳	۰/۱۰۴۳	۰/۰۲۶۵	۰/۲۷۱۷	۱/۱۰۱	۰/۰۹۰۸	EXNOA
۰/۰۰۹۸	۲/۶۶۸*	۱/۰۷۵	۰/۰۱۲۴	۲/۵۱*	۰/۲۵۳۳	INOA
۰/۹۷۹۸	-۰/۰۲۵۵	-۰/۰۱۸۱	۰/۱۸۴۷	۱/۳۲۹	۰/۳۲۳۷	CASH
۳/۱۴*			-			آماره f
۰/۰۳۱۶			-			p-value
۰/۰۹۱۲			۰/۱۲۳۵			R <sup>2</sup> تعدیل شده
۱/۸۷			۱/۸۹۳			D.W

\* در سطح خطای ۵٪ معنی‌دار است. EXNOA: تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی خارجی؛ INOA: تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی داخلی؛ CASH: تغییر در موجودی نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت

در فرضیه‌ی اصلی دوم، تاثیر تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی خارجی بر بازده غیرعادی انباشته سهام، بررسی شده است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه، در جدول ۷ منعکس شده است. بر اساس داده‌های ترکیبی آماره t متغیر مورد مطالعه یعنی تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی خارجی (EXNOA) برابر ۱/۱۰۱ و p-value برابر ۰/۲۷۱۷ بیان گر این است که بین این متغیر توضیحی و بازده غیرعادی انباشته سهام در سطح خطای ۵٪، رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. براساس داده‌های مقطعی، آماره t این متغیر و p-value به ترتیب، برابر ۰/۱۰۴۳ و ۰/۹۱۷۳ بیان گر عدم رابطه‌ی معنی‌دار بین این دو متغیر در سطح خطای ۵٪ است. بنابراین، فرضیه اصلی دوم مبنی بر وجود رابطه منفی معنی‌داری بین تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی خارجی و بازده غیرعادی انباشته سهام



در سطح خطای ۵٪، تایید نمی‌شود.

در فرضیه‌ی اصلی سوم، تاثیر تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی داخلی بر بازده غیرعادی انباشته سهام، بررسی شده است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه، بیان گر وجود رابطه‌ی مثبت بین خالص تغییر در دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع مالی داخلی و بازده غیرعادی انباشته سهام است که این رابطه در سطح خطای ۵٪، معنی‌دار است. جدول ۷ آماره  $t$  متغیر INOA را برای داده‌های ترکیبی و مقطعی به ترتیب ۲/۵۱ و ۲/۶۶۸ و سطح معنی‌داری آن را به ترتیب ۰/۰۰۹۸ و ۰/۰۱۲۴ نشان می‌دهد. بنابراین، فرضیه‌ی اصلی سوم مبنی بر وجود رابطه‌ی منفی معنی‌دار بین تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده غیرعادی انباشته سهام در سطح خطای ۵٪، تایید نمی‌شود. آماره‌ی دوربین واتسون بیان گر نبود همبستگی بین اجزای خطاست. آماره  $F$  بر اساس داده‌های مقطعی، برابر ۳/۱۴ است که  $p$ -value برابر ۰/۰۳۱۶، بیان گر کفایت کلی مدل در سطح خطای ۵٪ است.

#### ۶-۸. نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی اصلی چهارم

در فرضیه‌ی اصلی چهارم، رابطه‌ی بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و بازده غیرعادی انباشته سهام بررسی شده است. نتایج آزمون فرضیه‌ی اصلی چهارم، در جدول ۸ منعکس شده است. آماره  $t$  متغیر نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی ( $I/EXF^*UX$ ) و  $P$ -value بر اساس داده‌های ترکیبی، برابر ۰/۶۶۵۹ و ۰/۵۰۵۸ و بر اساس داده‌های مقطعی، برابر ۱/۵۹۲ و ۰/۱۱۷ بیان گر این است که ضریب بتای برآوردی برای متغیر توضیحی نسبت تامین مالی داخلی، به تامین مالی خارجی در سطح خطای ۵٪، معنی‌دار نیست. بنابراین، فرضیه‌ی چهارم تحقیق مبنی بر وجود رابطه‌ی مثبت معنی‌دار بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و بازده غیرعادی انباشته سهام در سطح خطای ۵٪ تایید نمی‌شود.

جدول ۸: نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌ی اصلی چهارم

متغیر وابسته: CAR

$$CAR_{t+1} = \alpha + \beta_1 * UX_t + \beta_2 * I/XF_t * UX_t + \beta_3 * LEV_t * UX_t + \beta_4 * BETA_t * UX_t + \beta_5 * PERS_t * UX_t + \beta_6 * HI_t * UX_t + \beta_7 * SIZE_t * UX_t + e_{t+1}$$

(مدل B<sub>5</sub> مدل (۳))

بر اساس داده‌های مقطعی			بر اساس داده‌های ترکیبی			متغیرهای توضیحی
p-value	آماره t	ضریب بتا	p-value	آماره t	ضریب بتا	
۰/۴۹۲	۰/۶۹۱	۳/۰۸۶	۰/۹۸۶۷	۰/۰۱۶۶	۰/۰۲۷۲	UX
۰/۱۱۷	۱/۵۹۲	۰/۰۵۹	۰/۵۰۵۸	۰/۶۶۵۹	۰/۱۲۰۸	I/EXF*UX
۰/۸۳	-۰/۲۱۶	-۰/۶۷۲	۰/۹۸۰۸	۰/۰۲۴۲	۰/۰۱۷۱	LEV*UX
۰/۵۹۶	-۰/۵۳۳	-۰/۶۳۷	۰/۱۵۲	-۱/۴۳۵	-۰/۴۷۳۴	BETA*UX
۰/۳۸	۰/۸۸۵	۰/۰۸۴	۰/۱۵۵۴	۱/۴۲۳	۰/۳۳۹۸	PERS*UX
۰/۳۴۱	-۰/۹۶	-۰/۵۳۵	۰/۸۶۳۷	۰/۱۷۱۸	۰/۰۳۶	HI*UX
۰/۷۰۵	-۰/۳۸۱	-۰/۱۶۵	۰/۹۱۳۷	۰/۱۰۸۵	۰/۰۱۵۲	SIZE*UX
۱/۰۰۸			-			آماره f
۰/۴۳۵			-			p-value
۰/۰۰۱			۰/۱۰۸۸			R <sup>2</sup> تعدیل شده
۱/۹۸۵			۱/۹۷۷۲			D.W

\* در سطح خطای ۵٪ معنی دار است. UX: سود غیرعادی؛ I/XF: نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی؛ LEV: اهرم مالی (نسبت کل بدهی به جمع کل دارایی)؛ BETA: ضریب تغییرات سود عادی هر سهم؛ PERS: متغیر جانشین پایداری سود؛ HI: متغیر جانشین فرصت‌های رشد؛ SIZE: لگاریتم ارزش بازار شرکت در پایان دوره‌ی مالی.

#### ۷-۸. نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی اصلی پنجم

در فرضیه‌ی پنجم، شدت و ضعف رابطه‌ی بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و بازده غیرعادی آتی انباشته سهام، در دو نوع شرکت‌های با رشد زیاد و شرکت‌های با رشد کم، بررسی شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل (۴) برای آزمون این فرضیه، در جدول ۹ منعکس شده است. انتظار می‌رود ضریب بتای متغیر توضیحی I/EXF\*UX\*HI بزرگ‌تر از صفر و معنی‌دار باشد. یافته‌ها بیان‌گر این است که ضریب بتای متغیر فوق در سطح خطای ۱٪، بر اساس داده‌های ترکیبی، مثبت و معنی‌دار است (آماره t برابر با ۲/۸۳۳). بنابراین، فرضیه‌ی پنجم تحقیق مبنی بر وجود رابطه‌ی قوی‌تر بین

نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و بازده غیرعادی انباشته سهام در شرکت‌های با رشد زیاد در مقایسه با شرکت‌های با رشد کم، در سطح خطای ۱٪ تایید می‌شود. با این وجود، آماره t و p-value براساس داده‌های مقطعی، به ترتیب برابر ۱/۰۰۷ و ۰/۳۱۸ بیانگر نبود تفاوت در رابطه‌ی بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و بازده غیرعادی انباشته سهام در دو نوع شرکت‌های رشدی و غیررشدی است. بنابراین، بر اساس داده‌های مقطعی، در سطح خطای ۵٪، فرضیه‌ی اصلی پنجم تایید نمی‌شود.

جدول ۹: نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌ی اصلی پنجم

متغیر وابسته: CAR

$CAR_{t+1} = \alpha + \beta_1 * UX_t + \beta_2 * I/EXF_t * UX_t + \beta_{2,H} * HI * I/EXF_t * UX_t + \beta_3 * LEV_t * UX_t + \beta_4 * BETA_t * UX_t + \beta_5 * PERS_t * UX_t + \beta_6 * HI_t * UX_t + \beta_7 * SIZE_t * UX_t + e_{t+1}$ مدل (۴)						
بر اساس داده‌های مقطعی			بر اساس داده‌های ترکیبی			متغیرهای توضیحی
p-value	آماره t	ضریب بتا	p-value	آماره t	ضریب بتا	
۰/۴۱۵	۰/۸۲۲	۳/۷۰۲	۰/۶۵۳۶	-۰/۴۴۹۱	-۰/۷۴۲۹	UX
۰/۰۹۲	۱/۷۱۷	۰/۰۶۴	۰/۳۳۰۹	-۰/۹۷۳۳	-۰/۲۰۸۷	I/EXF*UX
۰/۳۱۸	۱/۰۰۷	۳/۲	۰/۰۰۴۸	۲/۸۳۳*	۱/۱۸۷۸	HI*I/EXF*UX
۰/۷۹۴	۰/۲۶۳	۰/۹۱۶	۰/۸۲۳۷	۰/۲۲۲۹	۰/۱۵۷۹	LEV*UX
۰/۵۲۱	-۰/۶۴۶	-۰/۷۷۸	۰/۴۵۰۹	-۰/۷۵۴۵	-۰/۲۵۴۳	BETA*UX
۰/۷۱۴	-۰/۳۶۸	-۰/۰۶۵	۰/۹۹۳۷	-۰/۰۰۷۹	-۰/۰۰۲۱	PERS*UX
۰/۲۸۲	-۱/۰۸۵	-۰/۶۱	۰/۷۶۴۴	۰/۳	۰/۰۶۲۵	HI*UX
۰/۴۸۷	-۰/۷	-۰/۳۲۳	۰/۵۸۳۴	۰/۵۴۸۸	۰/۰۷۷۸	SIZE*UX
۱/۰۰۹			-			آماره f
۰/۴۴			-			p-value
۰/۰۰۱			۰/۱۲۴۵			R <sup>2</sup> تعدیل شده
۱/۹۳۹			۱/۹۶۵۴			D.W

\* در سطح خطای ۱٪ معنی دار است. HI\*I/EXF: نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی در شرکت‌های رشدی.

### ۹. محدودیت‌های تحقیق

متغیر وابسته‌ی تحقیق بازده غیر عادی انباشته سهام (CAR) است. با توجه به عدم ثبات بازار سرمایه طی دوره‌ی زمانی تحقیق و تاثیر پذیری قیمت و به تبع آن بازده غیر عادی سهام از شرایط حاکم بر بازار سرمایه که متأثر از شرایط سیاسی و اقتصادی کشور بوده است، لازم است در تعمیم نتایج تحقیق، این محدودیت در نظر گرفته شود.

### ۱۰. نتیجه‌گیری

۱. با توجه به رد فرضیه‌ی اصلی اول و فرضیه‌های فرعی آن، می‌توان دریافت که هیچ یک از روش‌های تامین مالی، بر بازده غیرعادی آتی انباشته سهام، تاثیری منفی ندارند. با این وجود، با توجه به وجود رابطه‌ی مثبت بین دو متغیر مستقل خالص تغییر در تامین مالی کل و خالص تغییر در تامین مالی خارجی بر اساس داده‌های ترکیبی و وجود رابطه‌ی مثبت بین خالص تغییر در تامین مالی داخلی بر اساس داده‌های مقطعی، می‌توان به این نتیجه رسید که هر چه میزان استفاده شرکت‌ها از منابع تامین مالی، بیش‌تر باشد، بازده آتی سهام بیش‌تر است. این نتیجه با نتیجه‌ی تحقیقات لوگران و رایتر (۱۹۹۵)؛ آکب و دیگران (۱۹۹۶)؛ اسلوان و ریچاردسن (۲۰۰۳)؛ یانگ شیک چو (۲۰۰۵)؛ برادشو و دیگران (۲۰۰۶)؛ کوهن و لیس (۲۰۰۶) و دولت آبادی (۱۳۸۱) مطابقت ندارد. با این حال، با نتیجه‌ی تحقیقات شمس عالم (۱۳۷۵)؛ میرمحرابی (۱۳۸۰) و یحیی زاده فر و ابونوری (۱۳۸۳)، مطابقت دارد.

۲. با توجه به عدم تایید فرضیه‌ی اصلی دوم، می‌توان نتیجه گرفت که تامین مالی خالص دارایی‌های عملیاتی از محل منابع مالی خارجی بر بازده آتی سهام و در نتیجه ثروت سهامداران تاثیر معنی‌داری ندارد. همچنین، تایید فرضیه‌ی سوم، یعنی وجود رابطه‌ی مثبت و معنا دار بین خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع داخلی و بازده غیرعادی انباشته سهام، بیان‌گر این است که هر چه شرکت‌ها منابع مالی داخلی بیش‌تری را صرف دارایی‌های عملیاتی کنند، ارزش شرکت افزایش بیش‌تری می‌یابد. نتیجه‌ی آزمون این فرضیه‌ها با نتیجه‌ی تحقیقات اسلوان و ریچاردسون (۲۰۰۳)؛ تیمن و دیگران (۲۰۰۴)؛ ژانگ و دیگران (۲۰۰۵) و کوپر و دیگران (۲۰۰۵)، مطابقت ندارد.

۳. نتیجه به دست آمده از آزمون فرضیه‌ی اصلی چهارم، حاکی از نبودن رابطه‌ی

مثبت معنی‌دار بین نسبت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام است. بنابراین، تئوری سلسله مراتبی که بیانگر برتری نسبت تامین مالی داخلی بر تامین مالی خارجی است، در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مصداق ندارد. بر طبق این تئوری، نیاز شرکت‌ها به منبع تامین مالی خارجی از سوی شرکت کنندگان در بازار سرمایه، خبر نامطلوبی تلقی می‌شود و به آن واکنش منفی نشان می‌دهند که در نتیجه، بازده سهام در این حالت، باید کاهش بیشتری یابد. نتیجه‌ی آزمون این فرضیه با نتیجه تحقیق چل پارک و پینکس مطابقت ندارد. تایید فرضیه‌ی پنجم نیز بیانگر این است که بازده سهام دو نوع شرکت‌های با رشد زیاد و شرکت‌های با رشد کم، به نوع منبع تامین مالی، واکنش متمایزی نشان می‌دهد. به عبارت دیگر، شرکت‌های با رشد زیاد در مقایسه با شرکت‌های با رشد کم، باید به منظور بیشینه سازی ارزش خود، از منبع تامین مالی داخلی بیش‌تری استفاده کنند. این نتیجه با نتیجه‌ی تحقیق چل پارک و پینکس، مطابقت دارد.

## ۱۱. پیشنهادها

### ۱۱-۱. پیشنهادهای برگرفته از تحقیق

شرکت‌های با رشد زیاد، بهتر است سودهای تحصیل شده و وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها (منابع تامین مالی داخلی) را به جای پرداخت به سهام داران، در شرکت ذخیره سازند و در دارایی‌های عملیاتی، سرمایه گذاری کنند تا از این طریق، باعث افزایش ارزش شرکت و در نتیجه، افزایش ثروت سهام داران شوند.

از آن جا که توزیع سود نقدی متغیر، کاهنده‌ی منبع تامین مالی داخلی است، بهتر است سرمایه گذاران در تصمیمات خود، نسبت پرداخت سود را مورد توجه قرار دهند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد، هر چه نسبت پرداخت سود بیش‌تر باشد، ارزش آتی شرکت کم‌تر است.

### ۱۱-۲. پیشنهاد برای تحقیقات آینده

با توجه به نتایج به دست آمده از این تحقیق و به منظور شناخت بهتر عملکرد بازار سرمایه در ایران، موارد زیر برای تحقیقات آینده پیشنهاد می‌شود:

۱. تاثیر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بر قیمت و بازده مورد انتظار سهام

عادی، بررسی شود.

۲. تاثیر هر یک از اجزای اصلی تشکیل دهنده‌ی دارایی‌های عملیاتی، شامل موجودی کالا، اموال، ماشین آلات و تجهیزات و سایر دارایی‌ها بر قیمت و بازده مورد انتظار سهام، بررسی شود.

۳. اهرم مالی را می‌توان بر دو مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار، محاسبه کرد (فاما و فرنچ، ۲۰۰۲). تاثیر اهرم مالی مبتنی بر ارزش بازار بر قیمت و بازده مورد انتظار سهام می‌تواند به وسیله‌ی علاقه‌مندان مورد بررسی شود.

#### یادداشت‌ها

- |                                    |                                |
|------------------------------------|--------------------------------|
| 1. Frank & Goyal                   | 2. Daines et al.               |
| 3. Security Mispricing Explanation | 4. Over-Investment Explanation |
| 5. Refinancing Transactions        | 6. Sloan & Richardson          |
| 7. Information-Signaling           | 8. Agency Costs                |
| 9. Bhattacharyya                   | 10. Miller & Rock              |
| 11. Nicholas                       | 12. Wong                       |
| 13. Cohen & Thomas                 | 14. Maria & Garcia             |
| 16. Baker & Wurgler                | 17. Brick & Ravid              |
| 18. Chula Park & Pincus            | 19. Berks et al.               |
| 20. Loughran & Ritter              | 21. Akhigbe et al.             |
| 22. Masulis                        | 23. Masulis & Kurwar           |
| 24. Howe & Shilling                | 25. Allen & Rutherford         |
| 26. Yang Shik Chow                 | 27. Jie Cai & Zhe Zhang        |
| 28. Bradshaw et al.                | 29. Titman et al.              |
| 30. Zhang et al.                   | 31. Cooper et al.              |
| 32. Balance Sheet (BS)             |                                |

۵: مبادلات تامین مالی مجدد به آن دسته از مبادلاتی گفته می‌شود که باعث تغییر درخالص عواید حاصل از تامین مالی نشود. برای مثال، انتشار سهام جدید و استفاده از عواید حاصل از آن برای بازخرید بدهی، نوعی مبادله‌ی تامین مالی مجدد است.

۱۵. بر اساس مدل سلسله مراتبی، شرکت‌ها به منظور تامین منابع مالی مورد نیاز خود، ابتدا از منابع مالی داخلی استفاده می‌کنند و در صورتی که این منابع برای تامین نیازهای شرکت کافی نباشد، به ترتیب به سراغ بدهی‌های فاقد ریسک، بدهی‌های ریسکی و سهام می‌روند. به عبارت دیگر، شرکت‌ها صرفاً زمانی اقدام به انتشار سهام می‌کنند که از حداکثر ظرفیت استقراضی خود

استفاده کرده باشند. اعتباردهندگان، نیز بنا به دلایلی چون نامطلوب بودن وضعیت مالی شرکت‌ها، تمایلی به اعطای وام به این شرکت‌ها ندارند.

۳۳. ماتریس داده‌های ترکیبی، یک ماتریس  $n \times m$  است که ۶۵ سطر به تعداد شرکت‌های نمونه و ۸ ستون به ازای هر متغیر دارد.

۳۴. ماتریس داده‌های مقطعی، یک ماتریس  $n \times m$  است که ۶۵ سطر به تعداد شرکت‌های نمونه و ۱ ستون به ازای هر متغیر دارد. مقدار هر متغیر، میانگین داده‌های ۸ ساله همان متغیر است.

### منابع

#### الف. فارسی

دولت آبادی، میرکریم. (۱۳۸۱). بررسی تاثیر شیوه‌های مختلف تامین مالی (منابع خارجی) بر قیمت و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه مازندران.

رحمانی، محمود. (۱۳۷۴). تاثیر روش‌های تامین مالی (وام‌های بلند مدت و انتشار سهام عادی) بر روی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه تهران.

رهنمای رودپشتی، فریدون و گل کاریان، سعید. (۱۳۸۴). ارزیابی آثار شیوه‌های افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه‌ی مدیرساز*، ۱۷: ۷۹-۸۸.

شمس عالم، حسام. (۱۳۷۵). تاثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه تهران.

گازران، منیره. (۱۳۸۴). بررسی و مقایسه‌ی آثار ناشی از روش‌های مختلف افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده‌ی علوم اجتماعی و اقتصاد*، دانشگاه الزهرا.

میر محرابی، هادی. (۱۳۸۰). بررسی رابطه بین افزایش سرمایه و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه شهید بهشتی.

یحیی‌زاده‌فر، محمود ابونوری، اسماعیل. (۱۳۸۳). بررسی اثر انتشار حق تقدم بر بازده سود

سهام در بازار اوراق بهادار تهران. مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران،  
۱۵: ۱۲۹-۱۴۶.

ب. انگلیسی

- Aggarwal, R, Kyaw, A. N. Zhaq, X. (2006). *Leverage and Firm Value: A Global Perspective*. <http://www.docstoc.com/docs/11687406>.
- Akhgibe, A. M, Jeff and P. Z Stephen (1996). Corporate Performance following Stock Offering. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 7: 221-38
- Baker, M., Jeffrey, and Wurgler. (2000). The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns. *Journal of Finance*, 55 (5): 2219-2257.
- Baker, M. and Jeffrey, Wurgler. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance, American Finance Association*, 57(1), 1-32.
- Bhattacharya, Sudipto. (1979). Financial Markets and Business Finance: Discussion. *Journal of Finance*, 34(2): 342-45.
- Berks, J. B, Green, R. C. and Naik, V. (1999). Optimal Investment, Growth Options and Security Returns. *Journal of Finance*, 54: 1153-1160.
- Bradshaw, T. M, Scott, A. R. and Richard, G. S. (2006). The Relation between Corporate Financing, Analytic's Forecasts and Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42: 53-85.
- Chul, P. and Pincus, M. (2001). Internal vs External Funding Sources and Earnings Response Coefficients, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 16: 33-52.
- Cohen, D. A and Thomas, Z. L. (2006). Weighing the Evidence on the Relation between External Corporate Financing Activities, Accruals and Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42: 87-10
- Cooper, Gulen and Schill. (2005). What Best Explains the Cross-Section of Stock Returns?, Working paper, [www.fep.up.pt/investigacao/cempre/actividades/sem\\_fin/sem\\_fin\\_01\\_05/PAPERS\\_PDF/paper\\_se\\_m\\_fin\\_21set06.pdf](http://www.fep.up.pt/investigacao/cempre/actividades/sem_fin/sem_fin_01_05/PAPERS_PDF/paper_se_m_fin_21set06.pdf)
- Daines, R. H, Roger, G. C. and Nadauld, S. D. (1990). *Strategic Financial Management*. Toppan CO. Ltd
- Fama, Eugene, and Kenneth, French. (2002). Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15: 1-33.



- Frank, M. Z. and Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67: 217-248
- Howe, J. S. and Shilling, J. D. (1988). Capital Structure Theory and REIT Security Offerings. *Journal of Finance*, 43: 983-93.
- Ivan E. Brick and S. Abraham Ravid. (1991). Interest Rate Uncertainty and the Optimal Debt Maturity Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26: 63-81
- Jensen, C. M. (1986). Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 71-92.
- Jie, C. and Zhang, Z. (2005). Capital Structure Dynamics and Stock Returns. *Journal of Political Economy*, 112: 106-132 .
- Loughran & Ritter. (1995). The New Issue Puzzle. *Journal of Finance*, 50: 23-51.
- Maria, T. and Garcia, M. (2006). *Capital Structure and Debt Maturity: Evidence from Emerging Markets*, 13th Annual Conference of the Multinational Finance Society, June 25-27,- Edinburgh, UK.
- Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital structure under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, 8: 3. 30.
- Masulis, R. and Korwar, A. (1986). Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation. *Journal of Financial Economics*, 1 (15): 91-118.
- Miller H. Merton, Kevin Rock. (1985). The Effect of Asymmetric Information on Firm Capital Structure and Investment. *The Journal of Finance*, 40: 1031-51.
- Modigliani, F., Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 48 (3,): 261-297.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39: 575-592.
- Myers, Stewart, and Nicholas Majluf. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information those Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Nicholas B. and Richard H. Thaler. (2001). Corporate Finance: Capital Structure & Payout Policies, *eJournal*.
- Rutherford, R. C. and Allen, T. M. (2004). Impact of Financing Decision on the Security Returns of Real Estate Corporations. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 5(4), December 1992, 393-400.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G. (2003), External Financing, Capital Investment and Future Stock Returns, Working Paper, University of

- Pennsylvania and University of Michigan, working paper, The Warton School, University of Pennsylvania .
- Titman, S. K, Wed, C. & Xie, F. (2004). Capital Investments and Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, 677-700.
- Wong, Y. (2005). The Effects of Dividend Initiations on Stock Returns: A Propensity Score Matching Approach. *Journal of Accounting and Economics*, 40: 112-126.
- Yong, S. C. (2005). The Substitution Effects of Short-Term Debt for Long Term Debt on the Expected Returns of Common Stock. *Asia Pacific Journal of Management*, 11 (2): 187-203.