

فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال سوم، شماره سوم، شماره پیاپی (دهم) پاییز ۱۳۹۴
تاریخ دریافت: ۹۳/۵/۲۷ تاریخ پذیرش: ۹۳/۱۲/۲
صص: ۲۱ - ۳۶

تصمیم‌های تأمین مالی و زمان سنجی مدیریت، شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

رضا داغانی^۱، حسین اعتمادی^{۲*}، مسعود عزیز خانی^۳، علی اصغر انواری رستمی^۴

۱- دانشجوی دکتری حسابداری دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران
reza.daghani@gmail.com

۲- هیأت علمی گروه حسابداری دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران
etemadiah@modares.ac.ir

۳- هیأت علمی گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه ایلام، ایلام، ایران
mazizkhani53@yahoo.com

۴- هیأت علمی گروه مدیریت دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران
anvary@modares.ac.ir

چکیده

از جمله عوامل برجسته در ادبیات مالی، پیگیری تصمیم‌های مدیریت هنگام تأمین منابع مورد نیاز و بررسی شرایط متفاوت مالی شرکت در هنگام این رویداد است. به طوری که این پرسش مطرح شده است که آیا با پی‌جویی تصمیم مدیریت در هنگام تأمین منابع مالی، می‌توان وضعیت شرکت (از نظر ساختار مالی و عملکرد آن) را پی‌گیری نمود. در این پژوهش با بررسی وضعیت تأمین مالی، برای توصیف شرایط شرکت‌ها از مبانی نظری و ادبیات مالی نظیر زمان سنجی مدیریت و نظریه ترجیحی استفاده شده است. با استفاده از نمونه شامل بر ۱۵۰۶ سال - شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۱ - ۱۳۹۰ نتایج پژوهش شواهدی را در مورد پذیرش فرضیه زمان سنجی مدیریت برای شرکت‌های مورد مطالعه فراهم نکرده است. همچنین، نتایج نشان دهنده تأثیر منفی تأمین مالی بر بازده بازار، برای شرکت‌های با خالص تأمین مالی منفی بود. در بررسی شرایط شرکت‌ها در عرضه اولیه و کنترل آنها در مدل پژوهش، نتایج مشخص ساخته است که تأمین مالی خالص مثبت این شرکت‌ها، تأثیر با اهمیتی بر بازده آنها داشته است. همچنین سایر نتایج پژوهش نشان داده است شرکت‌هایی که توانایی بهتری در استفاده از منابع داخلی دارند، عملکرد بهتری نیز در بازار داشته‌اند.

واژه‌های کلیدی: فرضیه زمان سنجی، تأمین مالی، انتخاب، عملکرد شرکت.

مقدمه

مشخص با حداقل هزینه مالی کنند، عملکرد مطلوب سرمایه گذاری است.

در این راستا، نحوه عمل مدیران در انتخاب رویکردهای مختلف تأمین مالی، زمینه مساعد را برای دستیابی به هدف افزایش ثروت سهامداران، فراهم خواهد کرد.

بنابراین در این پژوهش به بررسی تأثیر خالص تأمین مالی شرکت، بر عملکرد آن در بازار پرداخته می شود. این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش است که آیا شیوه تأمین مالی انتخاب شده توسط مدیریت بر عملکرد شرکت تأثیر گذار بوده است و در پرسش دیگر مطرح می شود که آیا فرضیه زمان سنجی می تواند به توصیف شرایط خاص شرکت پردازد؟. به همین علت در مسیر پژوهش های گذشته [۴۳، ۱۱، ۲۸] با بررسی عملکرد شرکت در بازار سرمایه در هنگام تأمین مالی، رویکرد انتخاب مدیریت مورد تحلیل قرار می گیرد و تأثیر تصمیم وی بر عملکرد شرکت بررسی خواهد شد.

پیشینه و ادبیات پژوهش

تأمین مالی شرکت از محل منابع برون و درون سازمانی همواره از جمله چالش های تصمیم گیری مدیریت است.

بسیاری از نظریه های مالی در دو دهه اخیر، سعی داشته اند که به توضیح و پیش بینی رفتار مدیریت در مورد انتخاب شیوه تأمین منابع مالی پردازند. از جمله نتایج این پژوهش ها این بوده است که برای دستیابی به عملکرد مورد انتظار سهامداران، ساختار سرمایه شرکت از طریق تصمیم های مناسب و به موقع مالی، مدیریت شود. ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی بلند مدت، سهام

بحث انتخاب منابع مالی و توجیه انتخاب بهترین ساختار سرمایه در شرایط مختلف تجاری، زمینه را برای بررسی نگرش مدیریت در انتخاب و توزیع مناسب منابع مالی در ادبیات مالی گشوده است [۳۸، ۳۳، ۹، ۲۹، ۴۳].

به طوری که برخی از پژوهشگران انتخاب بهترین نوع منابع مالی را بر عهده مدیریت براساس درک وی از شرایط فعلی و نیاز مالی شرکت می دانند [۴۳، ۹] و برخی شرایط بازار را در انتخاب بین منابع مالی موجود موثر می دانند [۳۳، ۱۸]. طبق مطالعات بیکر و ورگلر^۱ (۲۰۰۲) و وانگ^۲ و همکاران (۲۰۱۳)، انتخاب و بررسی میزان منابع مالی در سبد تأمین مالی شرکت از وظایف اصلی مدیریت است. انتخاب از بین منابع مالی علاوه بر آنکه در کسب بازده مناسب برای شرکت و سرمایه گذاران نقش دارد، مسلماً تعهداتی برای شرکت به همراه خواهد داشت. نوع تأمین مالی و تعهدات ایجاد شده، خود می تواند مدیریت را با محدودیت در تصمیم گیری مواجه سازد. به طوری که حد انتخاب منابع، تأثیر با اهمیتی عملکرد شرکت خواهد داشت. اگر به بررسی وضعیت شرکت در هنگام تأمین مالی پرداخته شود، می توان به مهمترین عواملی که مدیریت شرکت در انتخاب بین منابع مالی در نظر می گیرد را مشخص نمود و نیز به این پرسش پاسخ داد که چگونه شرکت می تواند با بکارگیری مناسب منابع مالی (از نظر سطح و نوع آن)، ثروت سهامداران را حفظ و یا حتی گسترش دهد [۱۰]. از طرفی دیگر مودیگلیانی و میلر^۳ [۳۱] مطرح کرده اند آنچه که تأمین کنندگان منابع مالی را تشویق می کند تا منابع خود را صرف فعالیت

1. Baker & Wurgler

2. Wang

3. Modigliani & Miller

آتی است. از آن به عنوان یک رویداد مالی تأثیر گذار بر عملکرد شرکت نام برده می‌شود [۲۸، ۱۰، ۲۱، ۳۹، ۹].

با توجه به مباحث مطرح شده، فرضیه این پژوهش بدین صورت قابل طرح خواهد بود که سطح و ترکیب منابع مالی داخلی و خارجی تأثیر با اهمیتی بر عملکرد بازار شرکت، نسبت به ساختار مالی فعلی آن در زمان وقوع این رویداد مالی دارد. بدین ترتیب در این پژوهش عوامل تأثیر گذار بر عملکرد بازار شرکت برای تفکیک بین سطح و نوع تأمین مالی، مورد تحلیل قرار خواهد گرفت. در توضیح طرح این فرضیه می‌توان بیان داشت هنگامی که شرکت ترکیبی از منابع برون و درون سازمانی را در سبد تأمین مالی خود قرار داده باشد، باید بتواند تعادلی بین میزان منابع مالی دریافتی و عملکرد شرکت نیز ایجاد نماید و به نوعی اقدام به زمان سنجی این رویداد مالی نماید [۱۹]، زیرا در تأمین مالی خارجی، دو گروه از ذی‌نفعان بطور خاص (تأمین کنندگان خارجی منابع)، تحت تأثیر قرار خواهند گرفت. سهامداران فعلی و بستانکاران، همواره مدیریت شرکت را در تأمین مالی برون سازمانی با محدودیت مواجه خواهند ساخت [۱۵، ۱۸]. در بخش دیگر این مقاله، به بررسی نظریه‌های مالی پرداخته می‌شود که به تشریح وضعیت ساختار مالی شرکت در بازار سرمایه می‌پردازند. در تفسیر رفتارهای مدیریت در تشکیل ساختار سرمایه، می‌توان به سه نظریه در مورد شیوه تأمین مالی رجوع نمود که عبارتند از؛ زمان‌سنجی بازار، خوش‌بینی مدیریت و ترجیحی.^۱ طبق فرضیه زمان‌سنجی بازار، مدیران بر پایه روند بازار، انتشار سهام یا دریافت بدهی را در سبد تأمین مالی خود قرار می‌دهند [۹، ۴].

عادی و میزان منابع متعلق به سهامداران تشکیل شده است [۲۱].

بنابراین می‌توان گفت فرآیند تأمین مالی و ترکیب بهینه ساختار سرمایه، تحت تأثیر تصمیم‌های خاص مدیریت قرار دارد که براساس وضعیت و نیاز شرکت اتخاذ شده است.^۱

در مورد منابع خارجی، انتشار سهام، افزایش سرمایه، انتشار اوراق مشارکت، اوراق صکوک و دریافت تسهیلات را می‌توان نام برد. در این خصوص دو منبع برون سازمانی انتشار سهام و بدهی‌های مالی از اهمیت بیشتری در ساختار سرمایه شرکت برخوردار است [۹، ۲۳، ۳۳] استفاده کنندگان از اطلاعات مالی برای قضاوت درباره واحد تجاری مشخصاً رویدادها و فعالیت‌هایی مرتبط با ورود منابع مالی به شرکت را مورد توجه قرار می‌دهند. سرمایه‌گذاران نیز همواره به خرید سهام آن گروه از واحدهای تجاری که ساختار مالی متوازنی دارند، علاقه نشان داده و از سرمایه‌گذاری در آن گروه از واحدهای انتفاعی که ساختار سرمایه مدیریت نشده دارند، پرهیز می‌نمایند. آنچه که در مطالعات گذشته به آن تأکید شده است پیگیری تصمیم مدیریت در نحوه تأمین منابع مالی و نحوه شکل‌دهی ساختار سرمایه در جهت بهبود وضعیت مالی و بهره‌برداری از آنها برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی است [۲۸، ۱۰، ۲۱، ۳۹، ۹]. آنچه که در مطالعات گذشته به آن تأکید شده است پیگیری تصمیم مدیریت در نحوه تأمین منابع مالی و نحوه شکل‌دهی ساختار سرمایه در جهت بهبود وضعیت مالی و بهره‌برداری از آنها برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری

۱ برای مثال، افزایش ثروت سهامداران زمانی محقق خواهد شد که بازده حاصل از به کارگیری منابع مالی ناشی از انتشار سهام بیش از هزینه‌های فرصت ناشی از پروژه‌های سرمایه‌ای مورد اجرا و نیز هزینه تأمین مالی باشد [۲۱، ۲۹، ۳۱]

اشاره کرد. به طوری که لافوان و ریتز^۳ [۲۸] (۱۹۹۵) در بررسی بازده بلند مدت شرکت، شواهدی را مبنی بر کاهش بازده در هنگام انتشار سهام و افزایش آن در هنگام بازخرید سهام ارائه داده‌اند که نشان از موفقیت مدیران در زمان‌سنجی سهام در بازار دارد

مال‌مندی و همکاران^۴ (۲۰۱۱)، بیان می‌دارند در زمانی که مدیران ارزش شرکت را بیشتر ارزیابی نمایند از تأمین مالی خارجی (به طور خاص انتشار سهام) استفاده می‌کنند و در زمان رکود به جای اخذ بدهی بر تأمین مالی داخلی تأکید دارند. از سوی دیگر، ریچاردسون و اسلوان^۵ (۲۰۰۶) [۳۶] بر ارتباط منفی بین تغییرات در خالص تأمین مالی و بازده سهم تأکید دارند. هگاب^۶ (۲۰۰۹) [۲۱] نیز در بررسی تأثیر تأمین مالی خارجی بر عملکرد بازار آمریکا، فرضیه خوش-بینی مدیریت را تأیید نموده است، شواهد این پژوهش نشان می‌دهد افزایش سطح بدهی، دارای تأثیر منفی و با اهمیت بر عملکرد بازار شرکت است. علاوه بر این، وانگ^۷ و همکاران (۲۰۱۳) [۴۲] در بررسی عملکرد شرکت و تأمین مالی از محل بدهی با انتشار سهام در تایوان، شواهدی در تأیید نظریه خوش‌بینی مدیریت در تصمیم‌گیری مالی نسبت به فرضیه زمان‌سنجی فراهم نموده‌اند.

با توجه به مجموعه مطالعات و پژوهش‌های فوق می‌توان پیش‌بینی نمود که فرضیه زمان‌سنجی مدیریت، مبانی مناسبی برای تشریح وضعیت شرکت در هنگام تأمین مالی برای شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود. بنابراین، در ارتباط با بررسی فرضیه زمان‌سنجی و نظریه ترجیحی در بورس اوراق بهادار

برخی از اهداف که در فرضیه زمان‌سنجی مدیریت در مطالعات گذشته [۲۸، ۱۰، ۲۰، ۹، ۲۹، ۳۹] مطرح شده است به شرح زیر قابل طبقه‌بندی است: تعیین میزان منابع مالی مورد نیاز از داخل و خارج شرکت، بررسی و ارزیابی ابزارهای موجود تأمین مالی بر عملکرد شرکت، تعیین سطح تأمین مالی مورد نیاز، تعیین هزینه هر یک از منابع مالی موجود، تعادل بین هزینه هر منبع مالی و عملکرد شرکت برای پاسخگویی به تعهدات، تعیین طرح تأمین مالی مناسب شرکت و نیز پیش‌بینی زمان تحقق این رویداد. از سویی دیگر در نظریه خوش‌بینی مدیریت، در انتخاب منابع مالی، انتشار بدهی نسبت به انتشار سهام ارجحیت دارد و مدیریت از بدهی بیشترین استفاده را خواهد کرد [۲۱، ۴۳]. همچنین در مطالعات بسیاری، ساختار سرمایه شرکت را محصولی از تاریخچه تصمیم‌های مدیریت، مورد بحث در نظریه ترجیحی می‌دانند [۲۶]. البته فرانک و گویال (۲۰۰۳)^۱ [۱۸] و فاما و فرنچ (۲۰۰۵)^۲ [۱۶] به این نظریه نقدهایی را وارد نموده‌اند. به طور مثال فرانک و گویال بیان می‌دارند، تأمین مالی شرکت از محل افزایش سرمایه به عنوان یک منبع مالی جایگزین، در شرایط عدم دسترسی به بازار بدهی صورت می‌گیرد نه ترجیح مدیریت و یا بررسی هزینه‌ای که منابع مالی بر شرکت تحمیل می‌کنند. همچنین فاما و فرنچ در نقد دیگر، اخذ بدهی یا افزایش سرمایه را در شرایط نامناسب مالی، تأیید نمی‌کنند. در خصوص تأثیر تصمیم‌های مالی مدیریت بر عملکرد بازار شرکت می‌توان به پژوهش‌های اخیر که شواهدی را برای فرضیه زمان‌سنجی [۲۸، ۲۲] و نیز پذیرش نظریه خوش‌بینی مدیریت [۲۱، ۴۳] در تأمین مالی فراهم شده است،

3. Loughran & Ritter

4. Malmendier

5. Richardson & Sloan

6. Hegab

7. Wang

1. Frank & Goyal

2. Fama & French

به طور خلاصه نتایج پژوهش‌های قبلی، فرضیه‌زمان سنجی و خوش بینی مدیریت، مبانی مناسبی برای توجیه تصمیم‌های مالی در هنگام انتشار سهام یا اخذ بدهی هستند. به طوری که دو فرضیه مذکور نقش اطلاعات مالی و حسابداری را در پیگیری عملکرد بازار شرکت پررنگ نموده و ارتباط بین تصمیم‌گیری مالی شرکت و رفتار مدیریت را در عرصه تأمین منابع مالی توجیه نموده است. براساس مباحث مذکور، در این پژوهش، به بررسی رفتار مدیریت در هنگام تأمین منابع مالی پرداخته خواهد شد، البته این امر به نوعی ارزیابی وی نیز محسوب می‌شود. بنابراین با توجیه رفتار مدیریت در قالب سه فرضیه مطرح شده، علاوه بر آنکه به ارزیابی وی در استفاده از فرصت‌های موجود در بازار سرمایه در جهت کسب بازده معقول و مناسب برای سرمایه‌گذاران پرداخته می‌شود، از سوی دیگر به کاهش رفتارهای فرصت طلبانه وی نیز، پس از پی‌گیری شرایط شرکت کمک خواهد نمود.

متغیرها و مدل پژوهش

جهت پی‌گیری فرضیه زمان‌سنجی مدیریت طبق پژوهش‌های گذشته [۱۹، ۲۹، ۲۱] در بررسی نوع تأمین مالی نسبت به ساختار فعلی و وضعیت بازار شرکت، مدل پژوهش ارائه شده است. در این مدل متغیرهایی مورد بهره برداری قرار گرفته است که معرف وضعیت مالی فعلی و گذشته شرکت از یک سو باشد و از سوی دیگر موقعیت آن در بازار در هنگام تأمین مالی از منابع داخلی و خارجی را نشان دهد. در این پژوهش با بهره‌گیری از متغیرهای مورد استفاده در پژوهش‌های گذشته [۲۱، ۱۰، ۹، ۲۹] عملکرد مدیریت شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته است.

تهران می‌توان به پژوهش‌های باقرزاده (۱۳۸۲) [۲]، نصیرزاده و مستقیمیان (۱۳۸۹) [۵]، ایزدی‌نیا و دستجردی (۱۳۸۸) [۱] و کردستانی و پیرداوری (۱۳۹۱) [۴] و خانی و همکاران (۱۳۹۲) [۳] اشاره کرد.

کردستانی و پیرداوری (۱۳۹۱) با به کارگیری مدل موزون تأمین مالی بیکر و وگلر (۲۰۰۲)، نشان دادند که ارتباط مثبت بین ارزش‌های گذشته با ساختار سرمایه و تغییرات در ساختار سرمایه وجود ندارد که این نتایج شواهدی در تأیید فرضیه زمان‌سنجی بازار مدیریت نشان نمی‌دهد. خانی و همکاران (۱۳۹۲)، نظریه‌های زمانبندی بازار و سرمایه‌گذاری واقعی در مورد ارتباط بین تأمین مالی برون سازمانی از طریق بدهی و سرمایه با بازده سهام براساس روش پژوهش باتلر و همکاران (۲۰۱۱) در طی دوره ۵ ساله تا ۱۳۸۹ بررسی کردند چنان که مشخص شده است رابطه منفی بین تأمین مالی برون سازمانی و بازده سهام وجود دارد، به طوری که فرضیه زمان‌سنجی در این دوره مالی مورد پذیرش قرار نگرفته است.

باقرزاده (۱۳۸۲)، شواهدی در مورد تأیید فرضیه سلسله مراتب روش‌های تأمین مالی (براساس ارتباط مثبت بین سودآوری و نسبت بدهی) ارائه نموده است. با این وجود نصیرزاده و مستقیمیان (۱۳۸۹)، شواهد متقاعدکننده‌ای در مورد فرضیه این فرضیه به دست نیاورده‌اند. ایزدی‌نیا و دستجردی (۱۳۸۸) نیز، ارتباط معناداری بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و بدهی به کل دارایی‌ها با تغییرات بازده سهم پیدا نکردند. اما به طور منفرد در مورد متغیر بدهی به حقوق صاحبان سهام و بازده سهم، ارتباط معناداری در این پژوهش مشاهده شده است.

سرمایه شرکت و تغییرات در خالص بدهی شرکت است به شرح زیر بهره‌برداری شده است.

$$NF_t = ND_t + NQ_t$$

ND_t خالص بدهی که برابر است با تغییرات کل بدهی در طی دوره $t-1$ و t ، NQ_t خالص ارزش ویژه: افزایش سرمایه در طی دوره (افزایش در بازار سرمایه) - سود سهام پرداختی بین سهامداران پس از تعدیل هر گونه تغییرات ناشی از تصمیم‌های مدیریت در سرمایه شرکت؛ $POSN$ متغیر مجازی است برابر یک خواهد بود هنگامی که خالص تأمین مالی مثبت باشد و در غیر این صورت صفر، استفاده از این متغیر برای بررسی اثر تعامل تغییرات در بدهی و تغییرات در سرمایه است. $NF \times POSN$ نیز برای پیگیری شرایط شرکت‌هایی که خالص تأمین مالی مثبت داشته‌اند از تعامل این دو متغیر استفاده شده است طبق نظریه زمان‌سنجی انتظار می‌رود ارتباط بین بازده بلندمدت با سطح تأمین مالی منفی باشد [۲۹، ۴۳]. RE_{it} نشان‌دهنده منابع داخلی شرکت است که طبق نظریه ترجیحی، مدیریت در ابتدا از منابع داخلی و سپس منابع برون سازمانی استفاده می‌کند. در این پژوهش از منابع داخلی شرکت در ساختار سرمایه، سود انباشته و ذخایر به جمع حقوق صاحبان سهام استفاده شده است. دیانجلو و استولز^۱ (۲۰۰۶) [۱۳] بیان می‌دارند میزان منابع داخلی در دسترس در هنگام توزیع منابع شرکت، رویکرد شرکت را در انتخاب شیوه تأمین مالی مشخص می‌کند. CH_{it} سطح نگهداشت وجوه نقد، این نسبت میزان جریان نقد در دسترس شرکت در طی دوره مالی نشان می‌دهد که شامل وجوه نقد، سرمایه‌گذاری‌های جاری قابل تبدیل به نقد و شبه نقد است. براساس پژوهش‌های میکلسن و پارتیج^۲

$$CRET_{it} = b_{it} + b_1 NF_{it} + b_2 NF_{it} \times POSN + b_3 POSN + b_4 RE_{it} + b_5 CH_{it} + b_6 IPO_{it} + b_7 ISSUER_{it-1} + b_8 ROA_{it-1} + b_9 GROWTH_{it-1} + b_{10} PTS_{it-1} + \sum IND + Year_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل $CRET$ معرف بازده تجمیعی شرکت در سال مالی و NF نیز نشان‌دهنده خالص تأمین مالی که در ادامه توضیح داده خواهد شد؛ $POSN$ برابر یک است اگر خالص تأمین مالی مثبت باشد و در غیر این صورت صفر؛ RE میزان منابع انباشته داخلی است؛ CH معرف سطح نگهداشت وجه نقد؛ $ISSUE$ متغیر مصنوعی در مورد افزایش با اهمیت سرمایه است؛ IPO نیز متغیر مجازی برای عرضه اولیه است؛ ROA معرف میزان سودآوری شرکت است؛ $Growth$ نیز بیان‌گر رشد شرکت و در نهایت PTS بازده قیمتی، IND و $Year$ نیز به ترتیب برای کنترل صنعتی که شرکت در آن فعالیت دارد و سال مالی استفاده شده است.

در ادامه به تشریح استفاده از این متغیرها پرداخته می‌شود. شایان ذکر است متغیرهای اصلی این پژوهش سطح تأمین مالی و منابع مالی داخلی و سایر متغیرها، نقش کنترل در مدل را دارند و همچنین برای پیگیری ساختار مالی شرکت مورد استفاده قرار گرفته‌اند. در این پژوهش همانند پژوهش‌های گذشته [۴۲، ۲۰، ۴۳] بازده سهام در یک سال مالی ($CRET$) برای بررسی فرضیه زمان‌سنجی مدیریت استفاده شده است، زیرا برای پیگیری رفتار مدیریت در بازار و نیز بهترین شاخص برای بررسی عملکرد بازار شرکت، بازده تجمیعی شرکت در یک سال مالی مناسب خواهد بود. از سوی دیگر، برای بررسی خالص تأمین مالی طبق پژوهش‌های گذشته [۲۱، ۲۹، ۴۳] از متغیر تأمین مالی خالص استفاده شده است. علت استفاده از این متغیر، بررسی ترکیب منابع مالی است، زیرا در محاسبه این متغیر از خالص تأمین مالی که ترکیبی از تغییرات در

1. DeAngelo & Stutz
2. Michelson & Pertch

پایین این نسبت، چشم‌انداز بهتری را برای افزایش قیمت در آینده داشته باشند [۸] متغیر IND بر اساس طبقه‌بندی صنایع توسط سازمان بورس اوراق بهادار و YEAR به تفکیک هر سال در مدل پژوهش وارد شده است.

روش پژوهش

برای آزمون مدل پژوهش از اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره مالی ۱۳۸۱ الی ۱۳۹۰ استفاده شده است. شرکت‌های گروه بانک‌ها و مؤسسات مالی به علت متفاوت بودن نوع تأمین مالی (به طور خاص در مورد بدهی‌ها) و نیز نسبت‌های مالی مورد استفاده در این پژوهش برای مثال در مورد سطح نگهداشت وجوه نقد (CH)، نسبت قیمت به فروش (PTS) و در نهایت میزان اثر گذاری هر یک از این مؤسسات در هنگام افزایش سرمایه بر بازده بازار شرکت در نمونه پژوهش قرار نگرفته است. پس از جمع‌آوری متغیرهای بازار شرکت، تجمیع آنها و با حذف داده‌های از دست رفته که مرتبط با وقفه‌های طولانی یک شرکت در بازار و محاسبات متغیرهای حسابداری پژوهش بود در نهایت ۱۵۰۶ سال-شرکت در مدل، استفاده شده است. در جدول ۱، آمار توصیفی متغیرها ارائه شده است. از آنجایی که به بررسی عملکرد بازار هر شرکت در دوره زمانی فوق پرداخته می‌شود، بنابراین تحلیل داده‌ها براساس روش ترکیبی خواهد بود.

بخش اول، نتایج آماری مدل پژوهش

طبق اطلاعات جدول ۱، میانگین متغیر خالص تأمین مالی مشخص ساخته است که در نمونه پژوهش شرکت‌ها، بطور میانگین ۳۷ درصد کل دارایی، تأمین

(۲۰۰۳) [۳۰] و سیموتین^۱ (۲۰۱۰) [۳۹] شرکت‌های که سطح وجوه نقد مناسب دارند، امکان دستیابی به بازده دارایی‌های عملیاتی و بازده بازار بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها برای آنها وجود دارد. ریچاردسن (۲۰۰۶) [۳۶] میزان وجوه نقد در دسترس شرکت را در عملکرد آتی مدیریت مورد بررسی قرار داده است و بیان می‌دارد مدیریت در هنگام بهره برداری از جریان نقد بیشتر و با فرض عدم وجود مسایل نمایندگی، تمایل به سرمایه گذاری بیشتر خواهد داشت. IPO در جهت کنترل اولین عرضه عمومی و تأثیر آن بر بازده شرکت در طی دوره مالی، شرکت‌های که اولین عرضه عمومی را داشته‌اند عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود [۴۳، ۱۵]. $ISSUER_{it-1}$ همانند پژوهش‌های گذشته [۲۵، ۱۲] در جهت در نظر گرفتن میزان افزایش سرمایه با اهمیت شرکت نسبت به ساختار مالی آن از میزان افزایش سرمایه به جمع دارایی‌های شرکت استفاده شده است؛ به طوری که این افزایش سرمایه بیشتر از پنج درصد ارزش دارایی‌های شرکت باشد، به عنوان افزایش با اهمیت سرمایه شرکت در نظر گرفته می‌شود. ROA_{it-1} معیار سودآوری شرکت است که براساس میزان سود عملیاتی شرکت قبل از مالیات و هزینه مالی به جمع دارایی‌هاست که پیش بینی می‌شود شرکت‌های سودآور، توانایی کسب بازده بیشتری داشته باشند، از طرفی این شرکت‌ها از منابع داخلی بیشتر بهره خواهند برد [۹]. $Growth_{it-1}$ میزان رشد شرکت، نیاز به منابع مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، رشد شرکت براساس تغییرات در جمع دارایی شرکت نظیر پژوهش‌های پیشین [۹، ۱۰] محاسبه شده است. PTS_{it-1} میزان رشد قیمتی شرکت را در قبال فروش‌های آن نشان می‌دهد. انتظاری می‌رود شرکت‌های با میزان

1. Simotin

داخلی شامل سطح نگهداشت وجوه نقد و سود انباشته برای شرکت‌های نمونه پژوهش به ترتیب ۹ و ۳۷ درصد بوده است. بنابراین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیشترین سطح تأمین مالی داخلی را از محل سود انباشته داشته‌اند. همچنین بطور میانگین ۲۱ درصد نمونه دارای افزایش سرمایه با اهمیت بوده است. در مورد سایر متغیرهای پژوهش میانگین رشد دارایی‌ها، در حدود ۲۲ درصد است و میانگین سودآوری شرکت در حدود ۱۶ درصد کل دارایی بوده است که با شرکت‌های بورس نیویورک مشابه است. در ادامه با توجه به مفروض‌های پژوهش، نسبت به ارایه نتایج حاصل از اجرای مدل پژوهش پرداخته می‌شود.

مالی داشته‌اند. در حالی که طبق پژوهش لوئیس و تن^۱ (۲۰۱۴) [۲۷] در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیویورک، نزدک و آمکس برابر با ۶ درصد، باتلر و همکاران (۲۰۱۱) [۱۰] در بورس نیویورک ۸ درصد و طبق پژوهش آدمانیا (۲۰۱۳) [۷] در بریتانیا در حدود ۴/۶ درصد و در آلمان ۰/۸ درصد دارایی‌ها را شامل می‌شود. (شایان ذکر است که مجموعه مشاهده‌ها در پژوهش‌های مورد بررسی به ترتیب لوئیس و تن (۲۰۱۴) ۱۰۳/۵۵۷، باتلر و همکاران (۲۰۱۱) ۱۱۶/۷۷۸ و آدماندیا (۲۰۱۳) در بریتانیا ۱۰۸۴ و در آلمان ۲۳۷ مشاهده بوده است) همچنین در شرایطی که تأمین مالی از محل بدهی منفی بوده است، کمترین میزان تأمین مالی با مقدار ۰/۷۱- است که در بورس نیویورک در حدود ۰/۱۱- بوده است. میزان تأمین مالی از منابع

جدول (۱) آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میان	انحراف معیار	بیشترین مقدار	کمترین مقدار
بازده تجمیعی	۱/۳۲	۱/۱۳	۰/۷۶	۴/۷۱	-۰/۰۱
خالص تأمین مالی	۰/۱۶	۰/۱۱	۰/۲۷	۱/۷۱	-۰/۷۱
میزان منابع انباشته داخلی	۰/۳۷	۰/۳۷	۰/۲۱	۰/۸۹	۱- ^۴
نگهداشت وجه نقد	۰/۰۹	۰/۰۵	۰/۱۳	۰/۹۴	۳- ^۴
انتشار با اهمیت سهام	۰/۲۱	-	-	۱	۰
رشد در دارایی‌ها	۰/۲۲	۰/۱۶	۰/۳	۱/۷۷	-۰/۴
نسبت قیمت به فروش	۱/۷۵	۰/۸۵	۲/۲۹	۳/۱۵	۰/۰۷
سودآوری	۰/۱۶	۰/۱۴	۰/۱۱	۰/۵۱	-۰/۱۳

مدل استفاده شده است^۲. به منظور بررسی اثر سطح خالص تأمین مالی بر عملکرد بازار شرکت مدل پژوهش یکبار براساس متغیر خالص تأمین مالی که نتایج آزمون در ستون سوم جدول ۲ ارایه شده و بار

در راستای بررسی فرضیه پژوهش، با استفاده از داده‌های ترکیبی و با کنترل نمودن اثر نوع صنعت و سال مالی مدل پژوهش برآورد شده است. البته یکی از مسائلی مربوط به استفاده از داده‌های ترکیبی در رگرسیون، مسأله خود همبستگی زمانی و ناهمسانی واریانس‌ها است، بنابراین در این پژوهش از روش خطای استاندارد در رگرسیون خوشه‌ای برای برآورد

^۲ لازم به ذکر است آماره دورین واتسن با مقدار ۲/۰۹ و ۱/۵۳ برای بررسی وجود خود همبستگی بین باقی مانده‌ها در مدل‌ها گزارش شده است که در سطح مطلوبی قرار دارد. همچنین قابل ذکر است برای اطمینان بیشتر نسبت به نتایج مدل (جهت دستیابی به بهترین تخمین خطی بدون تورش (BLUE) از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) نیز استفاده شده است که نتایج در مورد متغیرهای پژوهش پایدار است.

نتایج این مدل با پژوهش‌های کردستانی و پیرداوری (۱۳۸۹) [۱۹،۲۹] مطابقت نداشته، اما با پژوهش خانی و همکاران (۱۳۹۲) [۲۱،۴۳] در مورد عدم پذیرش فرضیه زمان سنجی سازگار است. این نتایج همچنین نشان می‌دهد که کسب منابع مالی از طریق بازار بدهی و سرمایه، موجب افزایش ریسک برای سهامداران خواهد شد [۳۱]. این افزایش ریسک ناشی از استفاده بیشتر از منابع مالی برونی، بازده بیشتر را به همراه داشته است. از سوی دیگری می‌توان بیان داشت تأمین مالی شرکت به نوعی تابع بازار سرمایه است، زیرا ارتباط این متغیر و بازده بازار شرکت نشان دهنده آن است که مدیریت فرصت‌های بازارهای بدهی و سرمایه را زمان سنجی نموده است.

دیگر نتایج برآورد مدل پژوهش برای شرکت‌های با تأمین مالی خالص مثبت و اثر تعامل آنها طبق متغیرهای تعریف شده، اجرا شده است که نتایج آزمون در ستون ششم در جدول ۲ قابل مشاهده^۱ نتایج برآورد مدل پژوهش نشان می‌دهد که علاوه بر معناداری مدل (F)، ضریب تعدیل شده آنها به ترتیب برای مدل اول ۱۵/۵۴ درصد و برای مدل دوم ۱۶/۲۳ درصد بوده که قابل مقایسه با پژوهش‌های گذشته است^۲. براساس نتایج مدل پژوهش، مشخص شده است که میزان تأمین مالی خالص در مدل (۱) دارای تأثیر مثبت بر بازده تجمیعی شرکت است (ضریب ۰/۲۸ و معنادار). بنابراین می‌توان بیان داشت که با افزایش در سطح تأمین مالی، بازده تجمیعی شرکت نیز افزایش یافته است. این نتایج برخلاف شرایط پیش بینی شده فرضیه پژوهش است.

جدول (۲) نتایج آزمون‌های پژوهش

متغیرها	علامت پیش بینی شده	ضریب	مقدار آماره	سطح معنادار	ضریب	مقدار آماره	سطح معناداری
مقدار ثابت		۱/۴۳	۹/۴۵	۰/۰۰۰	۱/۴۲۷	۱۰/۱۹	۰/۰۰۰
خالص تأمین مالی (۱)	-	۰/۲۸	۳/۷۲	۰/۰۰۰	-۰/۹۵۳	-۲/۶۹	۰/۰۰۷
اثر تداخل متغیرهای ۱ و ۲	-	-	-	-	۱/۳۵	۳/۶۸	۰/۰۰۰
متغیر مجازی تأمین مالی مثبت (۲)	-	-	-	-	۰/۰۶۹	۱/۱۸	۰/۲۳۹
سطح نگهداشت وجه نقد	+	۰/۹۴	۵/۸۳	۰/۰۰۰	۰/۸۸۸	۵/۴۸	۰/۰۰۰
سود انباشته	+	۰/۲۹	۲/۹۱	۰/۰۰۴	۰/۲۷۲	۲/۷۸	۰/۰۰۵
عرضه اولیه	?	۰/۴۲	۰/۸۲	۰/۴۱۳	۰/۳۶۳	۰/۷۲	۰/۴۷۳
انتشار سهام با اهمیت	?	-۰/۰۹	-۱/۸۷	۰/۰۶۲	-۰/۰۷۷	-۱/۶۸	۰/۰۹۴
سودآوری	+	۰/۱	۰/۵۱	۰/۶۰۹	۰/۱۵۶	۰/۷۷	۰/۴۴۲
قیمت به فروش	-	-۰/۰۴	-۴/۵۳	۰/۰۰۰	-۰/۰۴۷	-۴/۸۸	۰/۰۰۰
رشد خالص دارایی‌ها	-	۰/۰۰۰	۰/۱۳	۰/۸۹۷	-۰/۰۱۷	-۰/۲۶	۰/۷۹۴
اثر سال				لحاظ شده		لحاظ شده	
اثر صنعت				لحاظ شده		لحاظ شده	
مشاهدات		۱۵۰۶			۱۵۰۶		
احتمال آماره (F)		۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیل شده		٪۱۵/۵۴			٪۱۶/۲۳		

1. Cluster

۲. نظیر پژوهش‌های بیلت و همکاران ۲۰۱۱، گنو و همکاران ۲۰۱۱، باتلر و همکاران، ۲۰۱۱.

پژوهش به دو بخش تفکیک شده است که تعداد مشاهده‌ها در این دو گروه پژوهش به ترتیب ۱۱۴۶ سال- شرکت برای شرایط خالص تأمین مالی مثبت ($NF > 0$) و برای شرکت‌های با خالص تأمین مالی منفی ($NF < 0$) ۳۶۰ سال- شرکت است. نتایج این آزمون در جدول ۳ ارائه شده است همانطور که مشاهده می‌شود. در مورد شرکت‌های با تأمین مالی خالص مثبت و منفی رفتارهای متفاوتی از نظر تأثیر تغییرات در نحوه تأمین مالی بر عملکرد آنها در بازار مشاهده شده است. به طوری که شرکت‌های با تأمین مالی مثبت، افزایش متغیر سطح تأمین مالی دارای تأثیر مثبت و بااهمیت بر بازده داشته است و در مورد سایر شرکت‌ها در گروه دوم، اثر منفی بر بازده شرکت مشاهده می‌شود. این نتایج طبق پیش‌بینی فرضیه زمان‌سنجی است. در بحث متغیرهای دیگر میزان سطح نگهداشت وجه نقد و منابع داخلی در ساختار سرمایه در هر دو نمونه تأثیر مثبت بر بازده تجمیعی داشته‌اند که نشان دهنده تأثیر منابع داخلی شرکت بر عملکرد شرکت در بازار است. رشد شرکت نیز، دارای تأثیر منفی بر بازده شرکت‌های با تأمین مالی منفی است و در مورد متغیر قیمت به فروش در هر دو گروه نمونه، تأثیر منفی بر بازده طبق انتظار قبلی مشاهده می‌شود. این نتایج گویای این است شرکت‌های که رشدی قیمتی بیشتری را نسبت به رشد فروش تجربه کرده‌اند، در دوره بعد بازده کمتری را بدست آورده‌اند نتایج مدل پژوهش، نشان داده است که در شرکت‌های که خالص تأمین مالی منفی بوده است، منابع مالی داخلی تأثیر با اهمیت و مثبتی بر بازده شرکت داشته‌اند. در حالی که در نمونه دیگر، فقط وجه نقد انباشته که احتمالاً ناشی از منابع مالی دریافتی بوده است بر بازده شرکت تأثیر گذار است.

در مدل ۲، در پی‌گیری شرایط بازار شرکت‌های با تأمین مالی مثبت و منفی، نتایج نشان می‌دهد که با آنکه متغیر خالص تأمین مالی دارای اثر منفی و معنادار بر بازدهی شرکت است، اما ارتباط معناداری بین متغیر مجازی تأمین مالی و بازده تجمیعی وجود ندارد. در مورد متغیرهای کنترل میزان منابع داخلی در ساختار سرمایه و میزان سطح نگهداری وجوه نقد، بر بازده شرکت در هر دو مدل دارای تأثیر با اهمیت و معنادار بوده‌اند. بنابراین شرکت‌های با منابع داخلی بیشتر، بازده مناسبی کسب کرده‌اند و در شرکت‌های که میزان سطح نگهداشت وجوه نقد بیشتری داشته‌اند با احتمال بالا بازده بازار بهتری را کسب نموده‌اند که نشان‌دهنده توانایی این شرکت‌ها برای پرداخت سود سهام یا امکان عمل به تعهدات خود در شرایط نامناسب مالی است. ضریب متغیر انتشار با اهمیت سهام با مقدار 0.09 - در مدل اول و 0.07 - در مدل دوم، با اهمیت و معنادار است، بنابراین شرکت‌هایی که افزایش سرمایه بالایی نسبت به جمع دارایی‌های خود در دوره گذشته داشته‌اند، ارتباط منفی با بازده آنها مشاهده شده است. طبق این شواهد و براساس ارجاع به پژوهش گریگری و همکاران (۲۰۱۰) [۲۰] می‌توان شواهدی برای برقراری فرضیه زمان‌سنجی را پی‌گیری نمود. در مورد سایر متغیرهای پژوهش نظیر عرضه اولیه، مقدار ضریب متغیر در مدل معنادار نبوده است.

بخش دوم، اجرای مدل پژوهش براساس متغیر خالص تأمین مالی

به منظور بررسی وضعیت شرکت‌هایی که در طی دوره مالی اقدام به تسویه بدهی نموده‌اند. به طوری که متغیر خالص تأمین مالی منفی شده است و در شرکت‌هایی که خالص تأمین مالی مثبتی داشته‌اند، نمونه

جدول (۳) خلاصه نتایج آزمون براساس متغیر تأمین مالی خالص

خالص تأمین مالی منفی			خالص تأمین مالی مثبت			
NF<0			NF>0			
سطح معناداری	مقدار آماره	ضریب در مدل	سطح معناداری	مقدار آماره	ضریب در مدل	
۰/۰۰۸	-۲/۶۷	-۰/۹۷۱۱۱	۰/۰۰۰	۴/۰۶	۰/۳۸۴۴۹۲	سطح تأمین مالی
۰/۰۱۹	۲/۳۵	۰/۸۹۵۱۴۱	۰/۰۰۰	۴/۶۷	۰/۸۵۱۲۹۷	سطح نگهداشت وجه نقد
۰/۰۰۴	۲/۹۲	۰/۵۷۱۵۷۴	۰/۱۴۶	۱/۴۵	۰/۱۶۷۹۲۵	سود انباشته
-		-۱	۰/۴۴۴	۰/۷۷	۰/۳۹۷۱۱۱	عرضه اولیه
۰/۸۵۱	۰/۱۹	۰/۰۱۸۲۷۱	۰/۰۴۲	-۲/۰۴	-۰/۱۰۹۱۴	انتشار با اهمیت سهام
۰/۵۵۸	۰/۵۹	۰/۲۴۹۶۲۹	۰/۶۶۸	۰/۴۳	۰/۱۰۱۵۹۴	سودآوری
۰/۰۰۶	-۲/۷۶	-۰/۰۵۴۰۳	۰/۰۰۰	-۴/۵۳	-۰/۰۵۲۵	قیمت به فروش
۰/۰۱۴	-۲/۴۶	-۰/۰۳۰۳۰۲	۰/۳۱۸	۱/۰۰	۰/۰۸۲۷۲۱	رشد در دارایی‌ها
۰/۰۰۰	۳/۷	۱/۱۳۷۰۱۵	۰/۰۰۰	۷/۱۲	۱/۰۷۰۱۷	مقدار ثابت
		لحاظ شده	لحاظ شده			اثر صنعت
		لحاظ شده	لحاظ شده			اثر سال
		۳۶۰		۱۱۴۶		مشاهدات
		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره (F)
		٪۱۹/۸۷		٪۱۵/۲۵		ضریب تعیین تعدیل شده

بخش سوم، آزمون‌های تکمیلی و حساسیت

برای بررسی اثرات تداخل بین متغیرهای پژوهش، در شرایط عرضه عمومی، نحوه استفاده از منابع داخلی و میزان سطح نگهداشت وجوه نقد، آزمون‌های تکمیلی زیر صورت گرفته است^۱.

الف- در بررسی شرایط تأمین مالی شرکت‌هایی که اولین عرضه عمومی در بورس اوراق بهادار داشته‌اند با استفاده از متغیرهای فوق و افزودن آن در مدل مشخص شده است که شرکت‌ها که در طی دوره عرضه اولیه دارای تأمین مالی خالص مثبتی بوده‌اند، بازده تجمیعی بیشتری را تجربه نموده کرده‌اند (ضریب متغیر فوق به همراه سایر متغیرها مثبت و معنادار بوده است).

ب- براساس نظریه ترجیحی، مدیریت تأمین منابع مالی از داخل را نسبت به منابع خارج شرکت ترجیح می‌دهد [۱۴]. بنابراین، منابع مورد نیاز ابتدا از منابع داخلی و سپس از منابع خارجی (بدهی و سرمایه) تأمین می‌شود، در راستای بررسی نظریه فوق، از تداخل متغیرهای منابع داخلی و تأمین مالی مثبت مشخص شده است که شرکت‌هایی که تأمین مالی مثبت داشته‌اند و از منابع داخلی نیز استفاده کرده‌اند، به بازده مناسبی در بازار دست نیافته‌اند (ضریب متغیر فوق در مدل ۰/۳۴ معنادار و مثبت بوده است). ج- طبق مطالعات گذشته [۶، ۱۷] زمان‌بندی تسویه تعهدات می‌تواند بر تصمیم‌گیری مربوط به دارایی‌های مالی نقدی تأثیر گذار باشد، به طوری که شرکت‌هایی که تأمین مالی کوتاه مدت دارند، در هنگام وقوع بحران مالی تمایل به

۱ به دلیل همبستگی خطی در هنگام ورود کلیه متغیرهای تعریف شده در بخش‌های "الف"، "ب" و "ج" با سایر متغیرها، بنابراین متغیرهای هر مرحله به طور منفرد به مدل وارد و نتایج تفسیر شده است.

شواهدی در مورد فرضیه خوش بینی مدیریت فراهم شده است که سازگار با مطالعه وانگ و همکاران (۲۰۱۳) [۴۳] و هگاب (۲۰۰۹) [۲۰] است. نتایج دیگری که در این پژوهش که به آن می‌توان استناد نمود، در مورد تأثیر میزان منابع داخلی در ساختار سرمایه بر بازده شرکت است، به طوری که طبق پیش-بینی نظریه ترجیحی مشخص شده شرکت‌هایی که توانایی بهتری در استفاده از منابع داخلی دارند، به احتمال بالایی در بازار عملکرد بهتری را خواهند داشت. البته نتایج این پژوهش در مورد شرکت‌های با عرضه اولیه هم مصداق دارد، به طوری که مشاهده شده است شرکت‌هایی که عرضه اولیه در طی دوره پژوهش داشته‌اند به بازده مناسبی طی دوره دست نیافته‌اند، اما تأمین مالی خالص مثبت مرتبط با عرضه‌های اولیه تأثیر با اهمیتی بر بازده تجمعی این شرکت‌ها داشته است، بنابراین توجه به سطح و میزان بدهی این شرکت‌های قبل و بعد از رویداد تأمین مالی دارای اهمیت است. با توجه به ادبیات مالی و نتایج این پژوهش می‌توان بیان داشت، انتخاب منابع مالی، محدودیت‌هایی برای شرکت‌های بورس اوراق بهادار نسبت به تمرکز بر بازار بدهی ایجاد نموده است. محدودیت‌هایی که می‌توان برای این شرکت‌ها قایل شد عبارتند از عدم گسترش بازار اوراق مشارکت و صکوک، عدم رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها توسط یک نهاد مستقل از سازمان-های نظارتی و عدم گسترش ابزارهای مالی پیچیده در بحث تأمین مالی است. البته با توجه به آنکه کاهش سرمایه طبق طبق ماده ۱۸۹ اصلاحی قانون تجارت در دو شیوه (دستیابی به اهداف شرکت (برداشت) و کاهش اجباری سرمایه در هنگامی که زیان‌های وارده به اندازه نصف سرمایه شرکت باشد) مجاز است، اما در مورد سایر روش‌های کاهش سرمایه بطور خاص در

نگهداری وجوه نقد بیشتری خواهند داشت. همچنین میر و ماجلوف (۱۹۸۴) [۳۳] با رجوع به نظریه ترجیحی، شرکت‌ها را در انتخاب منابع مالی، متمایل به استفاده از وجوه نقد ایجاد شده در درون واحد تجاری می‌دانند. برای بررسی این دیدگاه از تداخل متغیرهای تأمین مالی مثبت و سطح نگهداشت وجه نقد در مدل پژوهش، اثر معناداری بین تأمین مالی مثبت و سطح نگهداشت وجه نقد با عملکرد بازار شرکت مشاهده نشده است.

برای پی‌گیری شرایط جاری شرکت از متغیرهای بازده دارایی‌های شرکت، رشد دارایی‌ها و قیمت به سود سالجاری در مدل استفاده شده است و نتایج پژوهش، نسبت به این تغییر پایدار بوده است.

بحث نتیجه گیری و پیشنهادها

در این پژوهش، با ارجاع به نظریه و فرضیه‌های مالی زمان سنجی و ترجیحی در هنگام تأمین منابع مالی شرکت در پژوهش‌های گذشته [۳۷، ۱۹، ۲۹، ۴۳، ۲۷] سعی شد به بررسی و ارزیابی تصمیم‌های تأمین مالی مدیریت و پی‌گیری وضعیت شرکت در هنگام این رویداد مالی پرداخته شود. طبق نتایج پژوهش، فرضیه زمان سنجی مدیریت برای شرکت‌های مورد مطالعه اثبات نشد، اما تأثیر منفی تأمین مالی بر بازده بازار، برای شرکت‌های با خالص تأمین مالی منفی برقرار بود که می‌توان فرضیه زمان سنجی، برای پیگیری تصمیم‌های مدیریت را در هنگام افزایش سرمایه و تسویه تعهدات مالی مورد توجه قرار داد. نتایج فوق سازگار با نتیجه پژوهش کردستانی و پیر داوری (۱۳۹۱) [۴] بود، البته در پژوهش ایشان بر حقوق مالکانه در ساختار سرمایه نظیر بیکر و ورگلر (۲۰۰۲) [۹] تأکید شده است که متفاوت با این پژوهش است. همچنین، در این پژوهش

است بازخرید سهام را به پرداخت سود سهام بالاتری که احساس اطمینان نسبت به تداوم آن وجود ندارد، ترجیح دهد یا در هنگام ادغام شرکت‌ها، باز خرید سهام و کاهش تعداد سهام در بازار می‌تواند مؤثر باشد. بنابراین می‌توان امکان‌پذیری کاهش سرمایه در بورس تهران مورد مطالعه و نقاط ضعف یا قوت آن را بررسی نمود. در پایان پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به وضعیت اعتباری شرکت و تأمین مالی خارج از ترازنامه پرداخته شود.^۲

منابع

- [۱] ایزدی‌نیا، ناصر؛ رحیمی‌دستجردی، محسن. (۱۳۸۸). تاثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم، *تحقیقات حسابداری*، ۱ (۳): ۱۶۱-۱۳۶
- [۲] باقرزاده، سعید. (۱۳۸۲). تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهش‌های مالی*، ۱: ۲۳-۴۸
- [۳] خانی، عبدالله؛ افشاری، حمیده؛ حسینی، میرهادی. (۱۳۹۲). آزمون تصمیمات تأمین مالی، زمانبندی بازار و سرمایه‌گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران، *مدیریت‌داری و تأمین مالی*، ۱ (۱): ۱۰۹-۱۲۲
- [۴] کردستانی، غلامرضا؛ پیرداوری، طنناز. (۱۳۹۱). ساختار سرمایه، آزمون تجربی نظریه زمانبندی بازار، *دانش حسابداری*، ۳ (۹): ۱۴۲-۱۲۳

هنگام ترکیب، تلفیق یا ادغام شرکت‌ها و شرایط جاری بازار، بحث نشده است. طبق مباحث ارائه شده، که از بازار سرمایه ایران انتظار می‌رود، که اقدام به متنوع سازی روش‌های تأمین مالی برای شرکت‌های بورسی که برای انجام پروژه‌های سرمایه‌ای نماید، به صورتی که دسترسی سریع به ابزارهای مالی متنوع برای تأمین مالی نسبت به سطح ریسک قابل تحمل شرکت فراهم شود. در پژوهش‌های آتی می‌توان به بررسی سطح ریسک اعتباری شرکت‌ها بر شیوه تأمین مالی و بررسی این رتبه بندی در مدیریت منابع مالی پرداخته شود [۲۹]، [۲۶]. از نکاتی است که این پژوهش را در حیطه بررسی این متغیرها با محدودیت مواجه ساخته است. موضوع دیگر افشای اطلاعات در مورد منحنی زمانی بدهی شرکت‌هاست به صورتی که در بانک‌های اطلاعاتی به طور جامع در دسترس نیست. از دلایل این امر می‌توان به عدم وجود شرکت رتبه بندی اعتباری مستقل که زمینه ساز تهیه بانک جامع اطلاعاتی است، اشاره نمود. مورد دیگر که در این پژوهش به آن پرداخته نشده است و به صورت پیشنهاد مطرح شده است، بررسی باز خرید سهام است.^۱ بسیاری از پژوهشگران به بررسی باز خرید سهام در شرایط مختلف بازار پرداخته‌اند. به طوری که در پژوهش بیل و همکاران (۲۰۱۱) [۱۱] و باتلر و همکاران (۲۰۱۱) [۱۰] در محاسبه متغیرها مطرح شده است. البته باز خرید سهام، مزایای را نیز به همراه دارد. به طور مثال اگر در شرکت به صورت موقت جریان نقد مازادی وجود داشته باشد، مدیریت ممکن

۲ تأمین مالی از محل انتشار صکوک و سایر ابزارهای مالی در حدود ۳ درصد کل شرکت‌های پذیرفته شده است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۱). شایان ذکر است در هنگام انجام این پژوهش، دو مطالعه در سازمان بورس و اوراق بهادار و نیز دانشگاه الزهراء در مورد رتبه بندی اعتباری شرکت‌ها در حال انجام است که در صورت تلفیق نتایج این پژوهش و رتبه‌های اعتباری شرکت‌ها به عنوان یک متغیر مستقل می‌تواند بر پایایی این پژوهش بیفزاید.

۱ باز خرید سهام دارای اهداف متنوعی است. صندوق بین المللی پول از جمله اهداف باز خرید سهام را حفظ قیمت سهام در شرایط بحرانی می‌داند. این شرایط به دلیل انتشار اطلاعات نامطلوب یا فعالیت‌های هیجانی بازار روی می‌دهد. در سال‌های اخیر در بازار پیشرفته (نظیر نیویورک، هلند، انگلیس و آلمان) و در حال توسعه (نظیر هند، تایوان و مالزی) مورد استفاده قرار گرفته است. همچنین مقررات مالی در این کشورها اجازه استفاده از سهام خزانه را به شرکت‌ها داده‌اند.

- Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies, *Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733.
- [17]. Mikkelson, W., and M. Partch. (2003). Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance? *Journal of Financial And Quantitative Analysis* 32(2),275-294
- [18]. Modigliani, F and Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, *American Economical Review*, 261-297.
- [19]. Modigliani, F. And Miller M. H. (1963). Corporate Income Taxes And The Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53: 433-443
- [20]. Myers, S. C. (2001). Capital Structure, *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2); 81-102.
- [21]. Myers, S. C. And Majulf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221
- [22]. Neck H. M. (2001). Firm Growth Following The Initial Public Offering: The Impact of Organizational Slack on the Productive Opportunity of High-Technology Entrepreneurial Firms, University of Colorado at Boulder, *Dissertations Publishing*, No3034333.
- [23]. Richardson S. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow, *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189
- [24]. Richardson S. A. And Sloan R. G. (2003). External Financing And Future Stock Returns, Working Paper, The Rodney L. White Center For Financial Research, Wharton School, University of Pennsylvania, *Philadelphia*.US.
- [25]. Schultz, P. (2003). 'Pseudo Market Timing and The Long-Run Underperformance of Ipos', *Journal Of Finance*, 58(2); 483-518.
- [26]. Simutin, M. (2010). Excess Cash and Stock Returns. *Financial Management*, 39 (3): 1197 1222.
- [27]. Sloan R.G., Scott A. R. (2003) External Financing and Future Stock Returns, the Rodney L. White Centre for Financial Research University of Pennsylvania, *Philadelphia*, USA.
- [28]. Sodjahn, William R. (2013) Change in Cash-Holding Policies and Stock Return Predictability in the Cross Section, *Financial Analysts Journal* 69(1).
- [۵] نصیرزاده، فرزانه؛ مستقیمیان، علیرضا. (۱۳۸۹). آزمون نظریه‌های ساختار سرمایه تراز ایستا (مصالحه ایستا) و سلسله مراتبی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پیشرفت‌های حسابداری، ۲: ۱۳۳-۱۵۸
- [6]. Acharya, A. H. Almeida, and M. Campello. (2007) Is Cash Negative Debt? Ahedging Perspective on Corporate Financial Policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16, 515-554.
- [7]. Admandia R. (2013). Q Comparison Between Timing and Pseudo Timing, *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5-6), 612-647.
- [8]. Hegab B.C. (2009). External Financing: Market Timing or Magerial Optimism, A Dissertation Presented In For The Degree Doctor of Business Administration - Finance, College of Business Louisiana Tech University.
- [9]. Hovakimian, A., G. Hovakimian and H. Tehranian. (2004). Determinants of Target Capital Structure: The Case of Dual Debt and Equity Issues, *Journal of Financial Economics*, 71,517-540.
- [10]. Jensen, Michael C. And William H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- [11]. Kevin K. Li. (2008). Expected Holding of Cash, Future Performance and Stock Return, Working Paper, University of Toronto.
- [12]. Leary, M.T. And M.R. Roberts. (2005). Do Firms Rebalance Their Capital Structures? *Journal of Finance*, 60(6), 2575-2619.
- [13]. Lemmon M L. and Zender J. F. (2010). Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories., 45(5), 1161-1187.
- [14]. Lewis, Craig M. and Tan, Y. (2014). Debt-Equity Choices, Growth Options and Market Timing, Working Paper, Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University, United States.
- [15]. Loughran, T. And Ritter, J.R. (1995). 'The New Issues Puzzle', *Journal of Finance*, 50, 23-51.
- [16]. Malmendier, U. G. Tate, J. Yan. (2011). Overconfidence and Early-Life

- [30]. Welch L. (2004). Capital Structure and Stock Returns, *Journal of Political Economy*, 112(1), 106-131.
- [31]. Van Horn, J.C., (1995). Fundamentals of Financial Management, *Practice Hall*, 9th Edition.
- [29]. Wang Chih-Yung, Yu-Fen Chen, Chia-Wen Yu. (2013), Managerial Optimism and Post-Financing Stock Performance in Taiwan: A Comparison of Debt and Equity Financing, *Economics Letters*, 119 (3), 332-335.