

بررسی اثر روش‌های مختلف تامین مالی بر بازده سهام و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران

مریم کرمی‌زرنندی، کارشناسی ارشد حسابداری
دکتر حمید سجادی، دکتری مدیریت مالی استادیار

چکیده - انجام سرمایه‌گذاری جدید لازمه رشد و پیشرفت و رقابت در جهان امروزی است. تامین وجوه مورد نیاز این سرمایه‌گذاری‌ها معمولاً از طریق ابزارهای متنوع تامین مالی صورت می‌گیرد. که هریک ویژگی خاص خود را داراست. هدف این تحقیق بررسی تاثیر روش‌های تامین مالی بر بازده و قیمت سهام می‌باشد. تحقیق موردنظر یک تحقیق توصیفی است که از لحاظ متغیرها از نوع همبستگی و به لحاظ هدف از نوع کاربردی است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ می‌باشد که با نمونه‌گیری حذف سیستماتیک تعداد ۱۳۸ شرکت در نمونه آماری قرار گرفتند. برای جمع‌آوری داده‌ها از آخرین اطلاعات منتشر شده در بازار بورس تهران (سایت کدال) و نرم افزار ره-آورد نوین گرفته شده است. نتایج تحقیق نشان داد که استفاده از روش‌های تامین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکت تاثیر مثبت دارد.

کلمات کلیدی: روش‌های تامین مالی - انتشار سهام - استقراض - سود انباشته - قیمت و بازده

مقدمه

گسترش فزاینده و پیچیدگی فعالیت‌های اقتصادی و تحول سریع و روزافزون معاملات بازرگانی در دنیای امروز اعم از تجارت داخلی و بین‌المللی^۱ و نیاز شرکت‌های تولیدی و بازرگانی برای حفظ ظرفیت با توسعه فعالیت‌ها و طرح‌ها، سرمایه‌گذاری در جهت حفظ یا افزایش قدرت رقابت از عرصه‌های داخلی و جهانی نیاز این شرکت‌ها را به منابع مالی^۲ را افزایش داده است و توانائی شرکت در تعیین منابع مالی بالقوه برای تهیه سرمایه‌گذاری‌ها و تهیه برنامه‌های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت به حساب می‌آید. در

1- International Trade

2- Financial Resources

چنین شرایطی بهره‌گیری از تکنیک‌های مدیران مالی در اداره امور شرکت‌ها بیشتر از هر زمانی ضرورت دارد. تهیه خط‌مشی صحیح مالی توان شرکت در نیل به هدف‌های استراتژیک را تقویت می‌کند. بدیهی است برای شرکت‌ها موفقیت درازمدت مستلزم تولید کالاهایی با کیفیت بالاتر، هزینه کمتر و فروش با قیمت مناسب است که امر تولید خود مستلزم تأمین منابع مالی با هزینه قابل قبول است. در اغلب کشورهای دنیا بازار سرمایه به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ابزارهای رسیدن به رشد و توسعه اقتصادی^۱ در نظر گرفته می‌شود. ایران اگرچه کشوری با قابلیت‌های پیدا و پنهان بسیار است ولی اغلب شرکت‌های ایران از کمبود سرمایه رنج می‌برند. علاوه بر این ساختار بازار سرمایه^۲ کشور در رابطه با تجهیز و تخصیص منابع مالی ضعیف بوده و به‌صورت مؤثر و کارآمد عمل نمی‌کند. با شکوفایی مجدد بورس اوراق بهادار تهران و گسترش بورس به سایر استان‌ها و با استقبال عمومی از اوراق بهادار موضوع چگونگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با توجه به میزان آگاهی عمومی نسبت به روش‌های تأمین مالی و فرایندهای تصمیم‌گیری مالی به موضوعی درخور اهمیت تبدیل شده است. عامل مهم افزایش سطح عمومی قیمت‌ها یا به عبارت دیگر تورم است که باعث شده سرمایه^۳ موردنیاز برای انجام فعالیت‌های در حال حاضر چندین برابر سرمایه موردنیاز در سال‌های قبل باشد. از این‌رو مدیریت شرکت‌ها همواره با مشکل تأمین مالی روبرو هستند. تصمیمات تأمین مالی شرکت باعث خواهد شد ساختار مالی آن تغییر کند که بر بازده ریسک^۴ سهام شرکت در بازار اثر خواهد گذاشت. به طور قطع سرمایه‌گذاران در هنگام ارزیابی شرکت این مطلب را مدنظر قرار خواهند داد در نتیجه منابع سهامداران شرکت تحت تأثیر قرار خواهند گرفت. به این دلیل مدیریت در تصمیم‌گیری درباره تأمین مالی کوتاه‌مدت و تأمین مالی بلندمدت باید با دقت آثار و نتایج هر کدام از روش‌های تأمین مالی را در نظر بگیرد و از ابزارهای مالی شناخت دقیقی پیدا کند تا بتواند ابزارهای مناسبی را در بازارهای مالی^۵ بکار گیرد و اقتصادی‌ترین شیوه تأمین مالی را که ریسک و بازده آن متناسب باشد را برگزیند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تردیدی وجود ندارد که انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید لازمه رشد و پیشرفت و رقابت در جهان امروزی است. تأمین وجوه موردنیاز این سرمایه‌گذاری‌ها معمولاً از طریق ابزارهای متنوع تأمین مالی صورت می‌گیرد

1- Economic Development

2- Capital Market

3- Capital

4- Risk

5- Financial market

که هر یک ویژگی‌های خاص خود را داراست. در ایران این ابزارها بیشتر به وام و سهام عادی محدود می‌شود. در این میان بازار سرمایه با نقش انکارناپذیر خود در رشد و توسعه اقتصادی کشور، نسبت به فعالیت‌های تامین مالی در قالب تغییرات بازده سهام که عامل موثر در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود، واکنش نشان می‌دهد. تئوری‌ها و نظریه‌های موجود و مطالعات انجام شده در این رابطه، اثرات متفاوت فعالیت‌های تأمین مالی را بر بازده سهام پیش‌بینی می‌کند. ایجاد و توسعه روزافزون بنگاه‌های اقتصادی نیازمند تامین منابع مالی قابل ملاحظه‌ای بوده که از عهده موسسین خارج می‌باشد.

بازار سرمایه برای شرکت‌ها این امکان را فراهم می‌آورد که منابع مالی موردنیاز خود را از طریق عرضه اوراق بهادار تامین نمایند. به عبارت دیگر بازار سرمایه به صورت کانالی جهت انتقال منابع از پس‌اندازکنندگان به مصرف‌کنندگان منابع مالی عمل می‌نماید از طریق فراهم آوردن سرمایه موردنیاز بنگاه‌های اقتصادی و تخصیص بهینه منابع، نقش عمده‌ای در اقتصاد کشورها ایفا می‌نماید. مدیران شرکت‌ها با استفاده از منابع به دست آمده در جهت بقاء و رشد سازمان خود تلاش می‌نمایند. این در حالی است که شرایط رقابتی شدید، بحران‌های مالی - اقتصادی - سیاسی و الزامات مالکیتی و قانونی، شرکت‌ها را بر آن داشته، تا منابع بیشتری مطالبه نموده و گاه منابع حاصل از نتایج عملیات واحد اقتصادی را نیز که متعلق به مالکان است، درون واحد اقتصادی مجدد سرمایه‌گذاری نمایند. به طور کلی واحدهای فعال اقتصادی استفاده از منابع خارجی نظیر وجوه ناشی از افزایش سرمایه و استقراض را به دو دلیل مورد استفاده قرار می‌دهند:

۱- اجرای پروژه‌های سرمایه‌ای؛ نظیر طرح‌های توسعه و همچنین افزایش کارایی عملیات جاری در حال اجرا.

۲- اصلاح ساختار سرمایه در جهت کاستن از هزینه‌های مالی ناشی از بدهی‌ها و کمک به افزایش بازده سهام‌داران

تامین مالی یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در راستای افزایش ثروت سهامداران به شمار می‌رود. رشد و ادامه فعالیت شرکت‌ها نیازمند منابع مالی است که تامین این منابع معمولاً با محدودیت همراه است. بنابراین برای تداوم فرایند جذب منابع، نحوه استفاده از آن باید به گونه‌ای باشد که موجبات ایجاد سهم مناسبی از ارزش برای شرکت و همچنین تامین‌کنندگان وجوه را فراهم بیاورد.

هدف از تحقیق حاضر بررسی این مطلب است که آیا بین رویکردهای مختلف تامین مالی بر بازده سهام و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار است؟

سجادی و همکاران (۱۳۹۰) با بررسی ویژگی‌های شرکت بر روی ساختار سرمایه به این نتیجه رسیدند که نسبت آتی و نسبت پوشش بهره و رشد شرکت‌ها با اهرم دارای رابطه منفی و معنادار می‌باشد. اعتمادی و منتظری (۱۳۹۲) با بررسی تأثیر عوامل موثر بر ساختار سرمایه با تأکید بر رقابت در بازار تولید به این نتیجه رسیدند که سودآوری و معیار ارزش وثیقه‌گذاری دارایی‌ها در مدل ایستا با ساختار سرمایه رابطه‌ی منفی و معنادار می‌باشد.

یافته‌های پژوهش زینالی و محمد شیلان (۱۳۹۰) نشان داد که شرکت‌های موجود در صنعت دارو در طول سال‌های تحقیق (۱۳۸۸-۱۳۸۶)، دارای ساختار مالی یکسانی هستند و همچنین بین ساختار مالی این شرکت‌ها و اندازه آنها ارتباط معناداری وجود دارد و از طرفی میان ساختار مالی آنها با نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری و عایدی هر سهم رابطه معنادار وجود ندارد.

کوپر و همکاران (۲۰۰۸) در تحقیق خود نشان دادند بین رشد دارایی و بازده سهام رابطه منفی وجود دارد. آن‌ها این یافته را به بیش سرمایه‌گذاری مدیران شرکت‌ها و سوگیری (جهت‌گیری) زیاد توسط سرمایه‌گذاران هنگامی که ارزیابی سهام را بر پایه رشد گذشته شرکت‌ها انجام می‌دهند، نسبت دادند. به دنبال آن یائو و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی اثر رشد دارایی شرکت‌ها بر روی بازده سهام با استفاده از داده‌های ۹ بازار سهام در آسیا پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند یک رابطه منفی فراگیر بین رشد دارایی‌ها و بازده سهام متعاقب آن وجود دارد. این رابطه در بازارهایی که در آن نرخ رشد دارایی شرکت‌ها همگن و مداوم است، و یا در بازارهایی که شرکت‌ها بر تأمین مالی بانکی برای رشد تکیه می‌کنند، ضعیف‌تر است. در ایران مطالعات زیادی در مورد موضوع این تحقیق انجام نشده است و تحقیقات موجود، بیشتر حول ارتباط تغییرات اقلام صورت‌های مالی با بازده آتی سهام متمرکز شده‌اند.

گنزالز (۲۰۱۳) نشان داد که اگر درماندگی مالی، پرهزینه‌تر و بااهمیت‌تر از نقش انضباطی بدهی باشد، شرکت‌هایی که بدهی‌های بیشتری دارند، مشکلات عملکردی بیشتری خواهند داشت. در مقابل، اگر درماندگی مالی شرکت را مجبور سازد که کارایی و بهره‌وری عملیات خود را به سطحی بالاتر از هزینه‌های درماندگی مالی گسترش دهد، آنگاه شرکت‌هایی که بدهی‌های بیشتری دارند، عملکرد بهتری خواهند داشت.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش براساس طبقه‌بندی بر مبنای هدف، کاربردی است و از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش از نوع همبستگی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی، انجام شده است. از آنجایی که هدف از این تحقیق مطالعه

میزان همبستگی و برآورد ضرایب برای متغیرهای مورد بررسی و در نهایت کشف رابطه بین آن‌ها می‌باشد؛ مبانی نظری پژوهش از کتب و مقالات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شده است. داده‌های خام مربوط به صورت‌های مالی با استفاده از نرم‌افزار تدبیرپرداز و همچنین با مراجعه به سایت‌های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی و استفاده از شبکه جامع اطلاع‌رسانی (کدال) بورس اوراق بهادار جمع‌آوری گردید. همچنین در برآورد مدل از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۹ استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۱۳۸۹ تا سال ۱۳۹۴ (دوره ۶ ساله) است. در این پژوهش، نمونه‌ها از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب گردید. به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری بوده که حائز این شرایط باشند:

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
 ۲. در دوره (۵ ساله) مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.
 ۳. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.
 ۴. سهام آن‌ها در بازار معامله شده باشد.
- در نتیجه‌ی اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۳۸ شرکت به عنوان جامعه آماری پژوهش حاضر انتخاب شده‌اند.

مدل رگرسیونی پژوهش جهت آزمون فرضیات

$$SR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EQUITY_{i,t} + \beta_2 DEBT_{i,t} + \beta_3 IFIN_{i,t} + \mu_{i,t}$$

$$SP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EQUITY_{i,t} + \beta_2 DEBT_{i,t} + \beta_3 IFIN_{i,t} + \mu_{i,t}$$

متغیرهای مستقل تحقیق حاضر، وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی به همراه اجرای تشکیل دهنده

آن می‌باشد که در رابطه ذیل منعکس شده است:

$$XFIN = EQUITY + DEBT$$

XFIN: خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی

در این تحقیق متغیر مستقل سهام عادی و سود انباشته (اندوخته) و استقراض می‌باشند که به ترتیب با

علامت اختصاری EQUITY و IFIN و DEBT در مدل مورد آزمون قرار خواهند گرفت.

جدول (۱) اندازه‌گیری متغیرها

ردیف	نماد	عنوان متغیر	نحوه اندازه‌گیری
۱	$\Delta Equity$	خالص تغییر در سرمایه تامین شده از محل منابع خارجی	آورده نقدی صاحبان سهام - سود پرداختی
۲	$\Delta dept$	خالص تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تامین مالی	خالص تغییر در کل بدهی‌ها پس از کسر خالص تغییر در ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان و سود سهام پیشنهادی و پرداختنی
۳	$\Delta IFIN$	خالص تغییر در تامین مالی داخلی	مابه‌التفاوت سود انباشته ابتدا و انتهای دوره قبل از تعدیلات
۴	SR	بازده سهام	با توجه به قیمت سهام در ابتدا و پایان دوره و اعمال آثار سود نقدی و افزایش سرمایه
۵	SP	قیمت سهام	لگاریتم قیمت سهام

یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نتایج تحلیل توصیفی داده‌ها را می‌توان در قالب موارد زیر خلاصه نمود:

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
تغییرات سهام عادی	۸۲۸	۰,۲۶۶	۰,۷۳۲	-۰,۷۸۱	۸,۸۹۸
تغییرات تامین مالی خارجی	۸۲۸	۰,۲۱۹	۰,۵۹۱	-۰,۷۶۵	۱۰,۳۰۶
تغییرات تامین مالی داخلی	۸۲۸	۰,۰۱۰	۱,۲۰۴	-۹,۲۸۲	۸,۶۶۳
بازده سهام	۸۲۸	۰,۵۳۰	۰,۹۹۲	-۰,۶۴۴	۸,۵۹۴
قیمت سهام	۸۲۸	۸,۴۰۸	۰,۹۰۳	۶,۰۳۳	۱۱,۰۷۴

در جدول (۲) متغیر تغییر در سهام عادی (خالص تغییر در سرمایه تامین شده از محل منابع خارجی) دارای کمترین مقدار ۷۸۱- است که مربوط به شرکت فولاد مبارکه اصفهان در سال ۱۳۹۱ می‌باشد که تغییر کاهشی داشته است. بیشترین تغییر نیز مربوط به شرکت رادیاتور ایران در سال ۱۳۹۱ است که بیشترین تغییر مثبت برابر با ۸,۸۹۸ را دارا می‌باشد. متغیر تغییرات تامین مالی خارجی که از طریق خالص تغییر در بدهی‌ها حساب شده است دارای کمترین مقدار ۷۶۵- و بیشترین مقدار ۱۰,۳۰۶ است که به ترتیب مربوط به شرکت‌های کاغذسازی کاوه در سال ۱۳۹۰ و کالسیمین در سال ۱۳۹۳ است که نشان می‌دهد این دو شرکت به ترتیب کمترین و بیشترین تامین مالی خارجی را در بین شرکت‌های مورد بررسی داشته‌اند. کمترین و بیشترین مقدار تغییرات در تامین مالی داخلی نیز مربوط به شرکت‌های آبادگران در سال ۱۳۸۹ و داده‌پردازی ایران در سال ۱۳۹۰ است که نشان می‌دهد این دو شرکت به ترتیب کمترین و بیشترین تامین مالی داخلی را در بین شرکت‌های مورد بررسی داشته‌اند. بیشترین مقدار بازده سهام برابر با ۸,۵۹۴ است که مربوط به شرکت مهر کامپارس در سال ۱۳۹۳ است که نشان می‌دهد این شرکت بیشترین بازده سهام را در بین شرکت‌های مورد بررسی دارد. کمترین و بیشترین قیمت سهام نیز مربوط به شرکت‌های فرآوری مواد معدنی در سال ۱۳۹۴ و سیمان خزر در سال ۱۳۹۱ می‌باشد.

آزمون مانایی متغیرها

برای بررسی وجود ریشه واحد در داده‌های پانل، می‌توان از آزمون لیون، لین و چو، آزمون هاریس و... استفاده کرد که نتایج آن به صورت جدول شماره ۴-۲ خلاصه عرضه می‌گردد.

جدول (۳): آزمون مانایی (لوین لین و چو) برای تمامی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	t تعدیل نشده	t تعدیل شده	سطح معناداری	نتیجه
سهام عادی	-۳۱,۵۴۴	-۳۳,۷۸۲	۰,۰۰۰	مانا است
تامین مالی خارجی	-۳۴,۲۵۳	-۳۵,۴۷۳	۰,۰۰۰	مانا است
تامین مالی داخلی	-۵۸,۶۸۴	-۶۱,۵۱۶	۰,۰۰۰	مانا است
بازده سهام	-۲,۱	-۲,۲	۰,۰۰۰	مانا است
قیمت سهام	-۱,۲	-۱,۳	۰,۰۰۰	مانا است

توجه به جدول شماره (۳) و (۴) مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری تمامی متغیرها، کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرها است.

جدول (۴): آزمون مانایی (هاریس) برای تمامی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
سهام عادی	-۲۲,۵۹۶	۰,۰۰۰	مانا است
تامین مالی خارجی	-۲۲,۳۰۸	۰,۰۰۰	مانا است
تامین مالی داخلی	-۲۰,۹۹۰	۰,۰۰۰	مانا است
بازده سهام	-۲۴,۹۲۳	۰,۰۰۰	مانا است
قیمت سهام	-۱۸,۳۲۳	۰,۰۰۰	مانا است

آزمون تشخیص توزیع نرمال

نرمال بودن متغیرها (به‌خصوص متغیر وابسته در مدل‌های رگرسیونی)، شرط اولیه انجام کلیه آزمون‌های پارامتریک می‌باشد. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون جارکوبرا و شاپیرو و ویلک استفاده شده است. در این آزمون‌ها هرگاه سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ باشد ($Sig < 0.05$)، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

نتایج آزمون تشخیص توزیع نرمال در جدول (۴-۴) ارائه شده است:

جدول شماره (۵) نتایج آزمون جارکوبرا

نام متغیر	معناداری جارکوبرا	نتیجه
سهام عادی	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
تامین مالی خارجی	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
تامین مالی داخلی	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
بازده سهام	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
قیمت سهام	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد

با توجه به نتایج بدست آمده در جدول شماره (۵) سطح معنی‌داری طبق آزمون تشخیص توزیع نرمال جارکوبرا برای متغیرها کمتر از ۵ درصد می‌باشد. لذا داده‌ها از توزیع نرمال برخوردار نیستند.

جدول (۶) نتایج آزمون تبدیلات جانسون برای متغیر وابسته

نام متغیر	نرمال سازی قبل از تبدیلات	نرمال سازی پس از تبدیلات	نتیجه
قیمت سهام	۰,۰۰۵	۰,۲۲۸	توزیع نرمال دارد
بازده سهام	۰,۰۰۵	۰,۵۰۲	توزیع نرمال دارد

با توجه به جدول شماره (۶) مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری متغیر وابسته قیمت سهام و بازده سهام قبل از انجام آزمون تبدیلات جانسون برابر با ۰/۰۰۵ و ۰/۰۰۵ می‌باشد که کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر نرمال نبودن متغیر وابسته قبل از عملیات نرمال‌سازی جانسون می‌باشد. در صورتی که سطح معنی‌داری متغیر پس از انجام آزمون تبدیلات جانسون برابر با ۰/۲۲۸ و ۰/۵۰۲ می‌باشد که بیش از ۵ درصد بوده و بیانگر نرمال بودن توزیع متغیر وابسته پس از عملیات نرمال‌سازی جانسون می‌باشد.

آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن^۱

بعد از انجام آزمون F لیمر (چاو) و انتخاب مدل اثرات ثابت مقطعی برای انتخاب روش آزمون داده‌ها از بین دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. بعد از این که مشخص شد ناهمگنی در مقاطع وجود دارد و تفاوت‌های فردی قابل لحاظ کردن است به منظور اینکه مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول (۷): نتایج آزمون اف لیمر

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
فرضیه (مدل) اول	۰,۵۴	۰,۹۹۹	رویکرد تلفیقی
فرضیه (مدل) دوم	۰,۷۶	۰,۹۷۳	رویکرد تلفیقی

با توجه به جدول (۷) چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در مدل اول و دوم بیش از ۵ درصد است، از این‌رو داده‌های تلفیقی (پول) در مقابل داده‌های تابلویی (پنل دیتا) مورد پذیرش قرار می‌گیرند.

1- Limmer&Hausman

آزمون ناهمسانی واریانس مدل‌های پژوهش

اگر واریانس خطاها به شکل مثبتی با مجذور یک متغیر توضیحی در ارتباط باشد، انحراف معیار ضریب آن متغیر، بسیار بزرگ خواهد بود. چون حالت داده‌های تلفیقی مورد پذیرش قرار گرفته از این رو برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون بریوش پاگان استفاده شده است.

جدول (۸): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس - بریوش پاگان

مدل‌های پژوهش	آماره آزمون	سطح معنی داری
فرضیه (مدل) اول	۱۱۴,۹۶	۰,۰۰۰
فرضیه (مدل) دوم	۸,۲۴	۰,۰۰۴

نتایج حاصل در جدول (۸) نشان می‌دهد که سطح معنی داری آزمون والد تعدیل شده در مدل اول و دوم کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال می‌باشد. لازم به توضیح است که این مشکل در تخمین نهایی مدل‌ها از طریق دستور GLS و وزن‌دهی به داده‌ها توسط نرم‌افزار استاتاستیک رفع گردیده است مدل قبل از رفع ناهمسانی واریانس در پیوست خروجی‌های نرم‌افزار تحت عنوان برآورد اولیه ارائه شده است.

آزمون خودهمبستگی سریالی

یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده توسط معادله رگرسیون) از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. در رویکرد پنل دیتا به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون والد ریدج استفاده می‌شود. با توجه به نتیجه این آزمون، اگر سطح معنی داری بیشتر از ۵٪ باشد، بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی در بین جملات اخلال می‌باشد (دیوید دروکر، ۲۰۰۳). در این پژوهش چون حالت داده‌های تلفیقی مورد پذیرش قرار گرفته از این رو از آزمون بریوش گودفری برای تست خودهمبستگی سریالی استفاده شده است.

جدول (۹): نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی - بریوش گودفری

مدل‌های پژوهش	آماره آزمون	سطح معنی‌داری
فرضیه (مدل) اول	۱۵,۳۵۷	۰,۰۰۰
فرضیه (مدل) دوم	۰,۱۸۰	۰,۶۷۱

با توجه به نتایج جدول شماره (۹) مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون بریوش گودفری برای مدل اول کمتر از ۵ درصد بوده که بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل می‌باشد که از طریق دستور Auto Correlation رفع شده است. در صورتی که سطح معناداری آزمون برای مدل دوم بیش از ۵ درصد بوده که بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی در مدل می‌باشد.

آزمون فرضیات پژوهش

جدول (۱۰): تخمین نهایی ((مدل) اول) - بازده سهام

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
سهام عادی	۰,۲۳۸	۰,۰۸۲	۲,۹۱	۰,۰۰۴
تامین مالی خارجی	۰,۰۱۹	۰,۰۳۹	۰,۵۰	۰,۶۱۸
تامین مالی داخلی	۰,۰۸۶	۰,۰۲۹	۲,۹۰	۰,۰۰۴
عرض از مبدا	۰,۴۶۱	۰,۰۳۳	۱۳,۸۱	۰,۰۰۰
ضریب تعیین	۰,۰۴۵ درصد			
آماره فیشر	۶,۱۸			
سطح معناداری	(۰,۰۰۰)			
دوربین واتسون	۲,۲۷۲			

طبق نتایج جدول (۱۰) مشاهده می‌شود که متغیر سهام عادی دارای ضریب مثبت است بنابراین می‌توان گفت که این متغیر تاثیر مستقیم بر بازده سهام دارد. به لحاظ اینکه سطح معناداری این متغیر کمتر از ۵ درصد است از این رو در سطح اطمینان ۹۵ درصد این رابطه معنادار می‌باشد و می‌توان گفت که تغییرات سهام عادی تاثیر مستقیم و معناداری بر بازده سهام دارد. تامین مالی خارجی دارای سطح معناداری بیش از ۵ درصد است از

این‌رو تاثیر معناداری بر بازده سهام ندارد. متغیر تامین مالی داخلی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این‌رو می‌توان گفت که تامین مالی داخلی تاثیر مستقیم و معناداری بر بازده سهام دارد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۴ درصد است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره فیشر برابر با ۶,۱۸ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این‌رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آماره دوربین واتسون در بازه ۱,۵ الی ۲,۵ قرار دارد که نشان می‌دهد مشکل خودهمبستگی در مدل نهایی وجود ندارد.

جدول (۱۱): تخمین نهایی ((مدل دوم) - قیمت سهام

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
سهام عادی	۰,۰۵۳	۰,۰۴۹	۱,۰۷	۰,۲۸۷
تامین مالی خارجی	۰,۱۷۷	۰,۰۵۸	۳,۰۳	۰,۰۰۲
تامین مالی داخلی	۰,۰۹۶	۰,۰۲۷	۳,۵۴	۰,۰۰۰
عرض از مبدا	۸,۳۵۴	۰,۰۳۵	۲۳۷,۰۵	۰,۰۰۰
ضریب تعیین	۰,۰۳۲ درصد			
آماره فیشر	۷,۹۱			
سطح معناداری	(۰,۰۰۰)			
دوربین واتسون	۱,۹۶۸			

طبق نتایج جدول (۱۱) مشاهده می‌شود که متغیر سهام عادی دارای سطح معناداری بیش از ۵ درصد است از این‌رو تاثیر معناداری بر قیمت سهام ندارد و تامین مالی خارجی و داخلی دارای ضرایب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد هستند از این‌رو در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که تامین مالی خارجی و داخلی تاثیر مستقیم و معناداری بر بازده سهام دارند. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۳ درصد است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره فیشر برابر با ۷,۹۱ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این‌رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

تامین مالی یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در راستای افزایش ثروت سهامداران به‌شمار می‌رود. رشد و ادامه فعالیت شرکت‌ها نیازمند منابع مالی است که تامین این منابع معمولاً با محدودیت همراه است. بنابراین برای تداوم فرایند جذب منابع، نحوه استفاده از آن باید به گونه‌ای باشد که موجبات ایجاد سهم مناسبی از ارزش برای شرکت و همچنین تامین‌کنندگان وجوه را فراهم بیاورد. این پژوهش به بررسی اثر روش‌های مختلف تامین مالی بر بازده سهام و قیمت سهام در ۱۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفت. نتایج تحقیق نشان داد که استفاده از روش‌های تامین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکت تاثیر مثبت دارد. نتایج پژوهش مطابق با پژوهش ستایش و جمالیان‌پور (۱۳۹۰) که به بررسی ساختار سرمایه و تغییرات آن بر نوع و میزان پیشبرد راهبردهای مالی شرکت‌ها پرداختند و به این نتیجه رسیدند که ساختار سرمایه و تغییرات آن بر نوع و میزان پیشبرد راهبردهای مالی شرکت‌ها تاثیر دارد. همچنین غلامحسین اسدی (۱۳۹۰) در تحقیقی با عنوان (رابطه رویکردهای تامین مالی با بازده آتی سهام) به بررسی این مطلب است که آیا بازدهی سهام شرکت‌ها، از روش‌های تامین مالی اتخاذ شده توسط آنها، تاثیر می‌پذیرد یا خیر؛ و در صورت وجود تاثیر، این اثر چگونه است؟ نتایج تحقیق نشان داد که بین وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی و بازده آتی سهام و همچنین بین وجوه حاصل از استقراض و بازده آتی سهام رابطه‌ای معکوس وجود دارد. همچنین بررسی‌ها بیانگر آن بود که بین وجوه حاصل از انتشار سهام و بازده آتی سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

استنباط بر این است که ساختار سرمایه، با استفاده از اهرم، می‌توان ارزش شرکت را افزایش داد و برای کاهش هزینه سرمایه، به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود میزان بدهی‌های خود را افزایش دهند. هر چند، با افزایش بدهی، میزان ریسک نیز افزایش می‌یابد و در نتیجه بازار، نرخ بهره بالاتری را برای بدهی‌ها مطالبه می‌نماید. با توجه به نتایج پژوهش حاضر پیشنهاداتی در راستای بهره‌گیری از پژوهش حاضر به شرح زیر ارائه می‌گردد:

پیشنهاد می‌گردد سازمان بورس اوراق بهادار تهران سمینارها و کلاس‌های آموزشی به منظور آشنایی سرمایه‌گذاران با پدیده‌ی روش‌های مختلف تامین مالی بر بازده سهام و قیمت سهام اجرا کنند. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود برای اینکه با نوسانات بالای قیمت روبرو نشوند از سهام شرکت‌هایی استفاده کنند که از طریق استقراض بانکی کوتاه مدت و افزایش سرمایه اقدام به تامین مالی نموده‌اند.

به مدیران توصیه می‌شود برای کاهش نوسانات قیمت، جهت تامین مالی از روش استقراض کوتاه مدت و افزایش سرمایه استفاده نمایند. شرکت‌های با رشد زیاد بهتر است سودهای تحصیل شده و وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها (منابع تامین مالی داخلی) را بجای پرداخت به سهامداران در شرکت ذخیره سازند و در دارایی‌های عملیاتی، سرمایه‌گذاری کنند تا از این طریق باعث افزایش ارزش شرکت و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران شوند. از آنجا که توزیع سود نقدی، کاهنده منبع تامین مالی داخلی است، بهتر است سرمایه‌گذاران در تصمیمات خود، نسبت پرداخت سود را مورد توجه قرار دهند.

منابع

۱. ابزری، مهدی، دستگیر، محسن و علی قلی‌پور (۱۳۸۶)، "بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه اقتصاد مقداری، شماره ۴، صص ۷۳-۸۴.
۲. احمدی، م. (۱۳۸۰). ارتباط بین ساختار سرمایه و بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد، واحد تهران مرکز.
۳. پورباقریان، علیرضا. (۱۳۹۰) رابطه رویکردهای تامین مالی با بازده سهام آتی. فصلنامه مطالعات حسابداری. شماره ۲۹. بهار ۱۳۹۰. صص ۱۳۹-۱۵۳.
۴. جعفری صمیمی، احمد، یحیی‌زاده‌فر، محمود و میرکریم عبادی‌دولت‌آبادی (۱۳۸۳)، "بررسی رابطه روش‌های تأمین مالی
۵. خانی عبدالله، افشاری حمیده، حسینی کندلجی میرهادی. (۱۳۹۲). بررسی تصمیمات تامین مالی، زمان‌بندی بازار و سرمایه‌گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، سال اول، شماره اول، شماره پیاپی (۱)، ۱۰۹-۱۲۲.
۶. دستگیر محسن، سلیمانان غلامرضا (۱۳۸۶) تامین مالی برون ترازنامه‌ای، مجله حسابداری، سال ۲۱، شماره ۱۸۲.
۷. سیاری، محمدصادق. (۱۳۹۴) نقش منابع تامین مالی بر رابطه بین رشد دارایی‌ها و بازده سهام شرکت‌ها. فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری. شماره ۱۷. پاییز ۱۳۹۴. صص ۹۵-۱۱۸.
۸. سیاری محمدصادق، رضایی فرزین، (۱۳۹۴). نقش منابع تامین مالی بر رابطه بین رشد دارایی‌ها و بازده سهام شرکت‌ها. پژوهش‌های تجربی حسابداری

۹. شباهنگ، رضا، ۱۳۷۳، مدیریت مالی، جلد اول، تهران، انتشارات سازمان حسابرسی.
۱۰. عبادی دولت آبادی، میرکریم، ۱۳۸۱، بررسی تاثیر روش‌های تامین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
۱۱. کردستانی، ۱۳۸۹، بررسی تاثیر روش‌های تامین مالی بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۱۲. میرمحرابی، م. (۱۳۸۰). بررسی رابطه بین افزایش سرمایه و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۴-۷۸، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
12. Bevan, Alan A., & Danbolt, Jo., (2002), "Capital structure and its determinants in the UK-A decomposition analysis", *Applied Financial Economics*, 12, 159-170.
13. Campello, M. (2005). Debt financing: does it boost or hurt firm performance in product markets? *Journal of Financial Economics*, 82(6), pp.135-172.
14. Edman, B., (2011), "Leases: Off-Balance Sheet Financing and the Strive for Transparency Today" Senior Honors Thesis, Honors Program of Liberty University.
15. Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 26(May). pp.323.
16. Margaret M. Fogarty, 1998, "Corporate capital and equity market development in Latin American" the sis of Ph. D, George town university.
17. Matthias, b; lawrenz, j. (2005). informational asymmetry between manager and investors in the optimal capital structure decision.
18. Miller, P., & Bahnsen, P. (2010). "Off-Balance-Sheet Financing: Holy grail or holey pail?" *Accounting*
19. Ongena, Steven, Roscovan, viorel and Werker, Bas, J. M. (2007). "Banks and Bonds. The impact of bank loan announcements on bond and equity prices", available at www.google.com.
20. Titman, S; Wessels, R. (1988). The Determinate of Capital Structure Choice. *Journal of Finance* 43(1). pp.1-19.