

## تأثیر روش‌های تأمین مالی خارجی بر بازده آتی شرکت‌ها با تأکید بر اقلام تعهدی سرمایه در گردش

فرزین رضایی<sup>۱</sup>

استادیار و عضو هیئت علمی دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین

فرناز کاظم تبریزی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی کار، واحد قزوین

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۱/۰۳

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۴/۲۵

### چکیده

در این تحقیق به بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی خارجی بر بازده آتی شرکت‌ها با تأکید بر اقلام تعهدی سرمایه در گردش پرداخته شد. برای این منظور، تعداد ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفت و از الگوی رگرسیون خطی چند متغیره به روش اثرات ثابت با رویکرد داده‌های تابلویی استفاده شد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تحت شرایط سطوح پایین اقلام تعهدی سرمایه در گردش، تأمین مالی خارجی از طریق سرمایه، ارتباط منفی و معناداری با بازده آتی سهام شرکت‌ها دارد. ولی این ارتباط میان فعالیت‌های تأمین مالی از طریق بدهی و بازده آتی سهام، در سطوح پایین و بالای اقلام تعهدی سرمایه در گردش معنادار نیست. در نتیجه، فعالیت‌های تأمین مالی از طریق بدهی، تأثیری در بازده آتی سهام ندارند.

**واژه‌های کلیدی:** فعالیت‌های تأمین مالی خارجی، اقلام تعهدی سرمایه در گردش، بازده آتی

سهام

طبقه بندی موضوعی: G10 , G32

---

<sup>۱</sup> نویسنده مسئول: farzinrezaei@yahoo.com

### مقدمه

واحدهای تجاری به دلایل مختلفی به منابع مالی نیازمند هستند. استفاده از شیوه‌های صحیح تامین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور می‌تواند در جهت افزایش ثروت سهامداران شرکت، نقش اساسی ایفا کند. هر شرکتی در تصمیمات تامین مالی با دو منبع تامین مالی داخلی و خارجی رو به رو است. منابع داخلی شامل وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فروش دارایی‌ها و سود انباشته و منابع خارجی شامل انتشار اوراق بهادار نظیر انتشار سهام، اوراق قرضه، اوراق مشارکت و دریافت تسهیلات مالی از بانکها و غیره هستند. انتشار سهام، واکنش متفاوت سهامداران را در بر دارد. همچنین، استفاده از وام و استقراض به علت ایجاد مشکلاتی مانند عدم پرداخت به موقع بدهی‌ها، ناتوانی مالی و در نهایت ورشکستگی، اثرات متفاوتی بر قیمت سهام خواهد داشت. منابع خارجی آن دسته از منابعی هستند که شرکت‌ها در صورت عدم کفایت منابع داخلی برای تامین مالی نیازهای شرکت به وسیله ایجاد بدهی یا انتشار سهام جدید، اقدام به جذب سرمایه می‌نمایند. منظور از ایجاد بدهی، استقراض یا انتشار اوراق قرضه و مشارکت است که شرکت در قبال آن متعهد می‌شود در زمان‌های معینی، سود تعیین شده و در تاریخ سررسید ارزش اسمی یا مبلغ وام اخذ شده را بپردازد. مشخص بودن مبلغ یا نرخ بهره دارندگان اوراق بدهی و اولویت بازپرداخت اصل و فرع آن نسبت به سهام، این اوراق را از دیدگاه سرمایه‌گذاران در ردیف اوراق بهادار دارای ریسک کم قرار می‌دهد و به دلیل ریسک کم، بازده کمتری نیز دارند (جهانخانی، ۱۳۷۳). تامین مالی از طریق تسهیلات بانکی در کاهش مسائل مربوط به نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی مؤثر است. وجود روابط بانکی علاوه بر ارائه تصویری مطلوب از وضع شرکت، توانایی آن برای دستیابی به تامین مالی خارجی را بیشتر می‌کند. از این مباحث می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌هایی با بدهی بانکی بیشتر با سهولت بیشتری به منابع خارجی دسترسی دارند و وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند (اوزکان و اوزکان، ۲۰۰۴). تامین مالی از طریق انتشار سهام گران‌ترین منبع مالی برای شرکت به‌شمار می‌رود؛ زیرا هزینه بالای انتشار سهام با هزینه‌های شناور<sup>۱</sup> ترکیب می‌شود. بازار سهام به انتشار سهام شرکت‌های بزرگ واکنش مثبت نشان می‌دهد. ممکن است مدیران شرکت‌ها فکر کنند که سهام شرکت کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده و تمایل به انتشار سهام جدید نداشته باشند و هنگامی که قیمت سهام افزایش یافت؛ سهام جدید را منتشر کنند. شرکتی که

تنها از طریق سهام تامین مالی می‌کند، از مزایای صرفه‌جویی مالیاتی هزینه بهره، محروم و ارزش بازار آن کمتر از یک شرکت اهرمی خواهد بود (سوندر و میر، ۱۹۹۹).

سود حسابداری مهم‌ترین منبع اطلاعاتی در مورد ارزیابی توان سودآوری و جریان‌های نقد آتی محسوب و به اجزای نقدی و تعهدی تقسیم و بر اساس مبنای تعهدی اندازه‌گیری می‌شود. تعبیر عمومی از اقلام تعهدی این است که اقلام تعهدی زائیده‌ی اعمال متهورانه مدیریت در ثبت و شناسایی رویدادها است (چن و همکاران، ۲۰۰۱). نابهنجاری تامین مالی خارجی به ارتباط منفی بین فعالیت‌های تامین مالی خارجی و بازده سهام بر می‌گردد. فعالیت‌های تامین مالی خارجی، بازده آتی سهام را کاهش می‌دهند. فعالیت‌های کاهش سرمایه، منجر به افزایش بازده آتی سهام می‌شوند. همچنین مطالعات بسیاری، ارتباط منفی بین سطحی از اقلام تعهدی حسابداری و بازده آتی سهام را تایید کردند و آن را نابهنجاری اقلام تعهدی می‌نامند. شرکت‌هایی با اقلام تعهدی بالا (پایین)، بازده‌های آتی پایین (بالایی) را تجربه می‌کنند. طبق نظریه سلسله مراتب تامین مالی، شرکت‌ها در درجه اول تامین مالی از محل سود انباشته را ترجیح می‌دهند و در صورت نیاز به تامین مالی خارجی بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند. به عبارتی، مدیریت شرکت‌ها، تامین مالی از منابع داخلی را بر منابع خارجی مقدم می‌دانند (کیم و همکاران، ۲۰۱۱؛ فریدا و ویلا، ۲۰۰۴). مودیلیانی و میلر در سال ۱۹۵۸ در مقاله خود تحت عنوان «هزینه سرمایه، امور مالی شرکت‌ها و تئوری سرمایه‌گذاری» نشان دادند که سیاست تامین مالی شرکت‌ها تأثیری بر ارزش جاری بازار شرکت‌ها ندارد. فرضیه عدم ارتباط آن‌ها بیانگر این امر است که انتخاب خط مشی تامین مالی شرکت نمی‌تواند ارزش شرکت را تغییر دهد مگر زمانی که تغییری در جریان‌های نقدی شرکت ایجاد کند. در ارتباط با تأثیر تامین مالی خارجی بر بازده آتی سهام، فرضیه‌های ارزشیابی نادرست اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری بیش از حد مطرح شده است. هر دو فرضیه تأکید بر ارتباط منفی بین تامین مالی خارجی و بازده سهام دارند. بر اساس فرضیه ارزشیابی نادرست اوراق بهادار، ارتباط بین انتشار سهام و بازده آتی سهام قوی‌تر از ارتباط بین بدهی و بازده آتی سهام است. فرضیه سرمایه‌گذاری بیش از حد تأکید بر ارتباط بین مبادلات تامین مالی خارجی شرکت‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیران رابطه مستقیم وجود دارد. هرچه میزان انتشار اوراق بهادار از سوی شرکت‌ها بیشتر باشد؛ سرمایه‌گذاری آن‌ها بیشتر است. در نتیجه، بازده آتی سهام بیشتر کاهش می‌یابد (نجفی عمران، ۱۳۸۷).

### پیشینه پژوهش

پاپاناستاسپلوز و همکاران (۲۰۱۱)، به دنبال تحقیقات برادشاو و همکاران در سال ۲۰۰۶ و کوهن و لایز در همان سال، طی پژوهشی ارتباط نابهنجاری تامین مالی و بازده سهام را با تمرکز بر ارقام تعهدی سرمایه در گردش و بلندمدت، بررسی کردند. نتایج آنها در سطح پرتفوی و شرکت نشان می‌دهد که توانایی معیارهای تامین مالی خارجی در پیش بینی بازده آتی سهام بعد از کنترل ارقام تعهدی سرمایه در گردش قوی است. اما این توانایی بعد از کنترل ارقام تعهدی بلندمدت به طور قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌یابد.

باتلر و همکاران (۲۰۰۹)، طی تحقیق خود دریافتند که خالص تامین مالی خارجی، قدرت پیش بینی بازده‌های آتی سهام را دارد و ارتباط بین آنها منفی است؛ اما مؤلفه‌های خالص تامین مالی خارجی این قدرت را ندارند. آنها علت بروز نابهنجاری را فعالیت‌های تامین مالی شرکت‌هایی دانستند که با تغییرات در سیاست‌های سرمایه‌گذاری خود، بازده شرکت به طور منفی نسبت به مدیریت زمان‌بندی بازار واکنش نشان می‌دهد.

لام و وی (۲۰۰۹)، در تحقیق خود با عنوان «تامین مالی خارجی، دستیابی به بازارهای بدهی و بازده سهام» دریافتند که یک ارتباط منفی معنادار بین خالص تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام وجود دارد و بخش اساسی نابهنجاری تامین مالی خارجی با ترکیبی از نابهنجاری ارقام تعهدی و نابهنجاری رشد دارایی‌ها شرح داده نمی‌شود.

هان و لی (۲۰۰۹)، به بررسی تاثیر تامین مالی از طریق بدهی بر بازده سهام پرداختند. آنها دریافتند، شرکت‌هایی که از بیشتر از طریق بدهی تامین مالی دارند؛ دستیابی به سرمایه‌گذاری‌های تضمین شده‌ای را منعکس می‌کنند و مبلغ سرمایه‌گذاری در قیمت سهام منعکس می‌شود. شرکت‌های با ظرفیت بیشتر بدهی (بعد از کنترل سایر ویژگی‌های ریسک که در تعیین بازده سهام نقش دارند)، بازده بیشتری از شرکت‌های با ظرفیت پایین بدهی به دست می‌آورند. دلیل این امر آن است که شرکت‌های با ظرفیت بیشتر، اعتبار بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند.

برادشاو و همکاران (۲۰۰۶)، در تحقیق خود به بررسی این دیدگاه پرداختند که شرکت‌ها، رویدادهای تامین مالی خود را زمان‌بندی می‌کنند تا از قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادارشان در بازارهای مالی سود ببرند. آن‌ها رابطه بین فعالیت‌های تامین مالی (از طریق تغییرات سهام و بدهی) و بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند و برای کنترل رویدادهای تامین مالی مجدد از

معیار خالص وجوه نقد ناشی از سهام و بدهی استفاده کردند. آن‌ها دریافتند که معیار خالص تامین مالی نسبت به معیارهای تامین مالی از طریق سهام و بدهی، قدرت بیشتری در پیش‌بینی بازده آتی سهام دارد.

ریچاردسون و اسلوان (۲۰۰۳)، اولین کسانی بودند که ارتباط بین فعالیت‌های تامین مالی خارجی و نابهنجاری اقلام تعهدی را بررسی کردند و نشان دادند که جریان منفی در بازده شرکت‌ها به دنبال فعالیت‌های تامین مالی خارجی و با افزایش اقلام تعهدی، قوی‌تر می‌شود و بعد از کنترل مبادلات تامین مالی مجدد، ارتباط منفی و معناداری میان تامین مالی خارجی و بازده آتی سهام وجود دارد.

رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۸۸)، طی تحقیقی به بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های تامین مالی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۴ پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد؛ وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های تامین مالی رابطه معناداری با بازده سهام ندارد.

سلیمی آقا لطفعلی (۱۳۸۸)، به بررسی ارتباط بین روش‌های تامین مالی خارجی و بازده سهام در ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ پرداخت. نتایج تحقیق او نشان داد که جذب منابع مالی از طریق بدهی و سرمایه بر بازده آتی سهام، تأثیر منفی داشته و با افزایش آن‌ها بازده آتی سهام کاهش می‌یابد.

نجفی عمران (۱۳۸۷)، در تحقیق خود به بررسی رابطه بین روش‌های تامین مالی و بازده آتی سهام در ۶۵ شرکت پذیرفته شده بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ پرداخت. او دریافت که هیچ یک از روش‌های تامین مالی خارجی، تأثیری بر بازده آتی سهام ندارد و اثرات تامین مالی، مستقل از ارزش شرکت است. همچنین، خالص دارایی‌های عملیاتی تامین شده از محل منابع خارجی بر بازده آتی سهام اثر معناداری ندارد (نجفی عمران، ۱۳۸۷).

خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴)، رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام را با تأکید بر نقش اقلام تعهدی در ۹۶ شرکت پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۲ بررسی کردند. نتیجه پژوهش آن‌ها نشان داد که بازده شرکت‌ها تحت تأثیر میزان و اجزای اقلام تعهدی قرار نمی‌گیرد. به عبارتی، بین بازده شرکت‌هایی که دارای سطوح بالا و پایین اقلام تعهدی هستند؛ تفاوت معناداری وجود ندارد.

### پرسش‌ها و فرضیه‌های تحقیق

سؤال‌های اصلی تحقیق به صورت زیر مطرح می‌شود:

۱. آیا اقلام تعهدی سرمایه در گردش توان پیش‌بینی بازده سهام شرکت‌ها پس از تامین مالی خارجی آنها را دارد؟
  ۲. آیا اقلام تعهدی بلندمدت توان پیش‌بینی بازده سهام شرکت‌ها پس از تامین مالی خارجی آنها را دارد؟
- فرضیه‌های تحقیق عبارتند از:
۱. تاثیر خالص تامین مالی خارجی بر بازده آتی پس از کنترل کل اقلام تعهدی، معنادار است.
  ۲. تاثیر خالص تامین مالی خارجی بر بازده آتی در سطوح بالا و پایین اقلام تعهدی سرمایه در گردش، معنادار است.
  ۳. تاثیر خالص تامین مالی از طریق سرمایه بر بازده آتی پس از کنترل کل اقلام تعهدی، معنادار است.
  ۴. تاثیر خالص تامین مالی از طریق سرمایه بر بازده آتی در سطوح بالا و پایین اقلام تعهدی سرمایه در گردش، معنادار است.
  ۵. تاثیر خالص تامین مالی از طریق بدهی بر بازده آتی پس از کنترل کل اقلام تعهدی، معنادار است.
  ۶. تاثیر خالص تامین مالی از طریق بدهی بر بازده آتی در سطوح بالا و پایین اقلام تعهدی سرمایه در گردش، معنادار است.

### روش تحقیق

این تحقیق براساس هدف از نوع کاربردی و داده‌های آن، رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) دارند. تحقیق از لحاظ روش گردآوری اطلاعات از نوع تحقیقات توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌هایی است که در سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته‌اند. فقط شرکت‌هایی در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است که دارای تمام ویژگی‌های زیر باشند:

۱. پایان سال مالی شرکت‌های نمونه منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.

۲. شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها، بیمه، سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، عضو نمونه نباشند.
۳. شرکت‌ها قبل از سال ۸۴ در بورس پذیرفته شده و طی سال‌های ۸۴ تا ۸۸ در بورس حضور فعال داشته باشند.
۴. شرکت‌ها باید طی دوره پژوهش، وقفه معاملاتی بیش از ۵ ماه نداشته باشند.
۵. طی دوره تحقیق، تامین مالی خارجی از طریق انتشار سهام یا استقراض از بانک‌ها یا انتشار اوراق مشارکت داشته باشد.

### روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

تجزیه و تحلیل نهایی با استفاده از الگوهای رگرسیون چندمتغیره و با استفاده از نرم افزار ای‌وی‌یوز انجام می‌شود. برای بررسی رابطه هم‌خطی میان متغیرهای توضیحی از عامل تورم وایانس (VIF) استفاده می‌شود. همچنین، برای تحلیل اطلاعات از آزمون‌های لیمر، هاسمن و برای تحلیل کلی الگوی رگرسیونی از آماره  $F$  و برای معناداری ضرایب الگوی رگرسیون از آماره  $t$  استفاده می‌شود.

برای آزمون فرضیه (۱)، مبنی بر تاثیر خالص تامین مالی خارجی بر بازده آتی پس از کنترل کل ارقام تعهدی، معنادار است؛ از الگوی رگرسیونی زیر استفاده می‌نماییم.

$$RET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta XFIN_t + \gamma_4 TACC_t + u_{t+1}$$

برای آزمون فرضیه (۲) مبنی بر تاثیر خالص تامین مالی خارجی بر بازده آتی در سطوح بالا و پایین ارقام تعهدی سرمایه در گردش، معنادار است؛ از الگوی رگرسیونی زیر استفاده می‌نماییم.

$$RET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta XFIN_t + u_{t+1}$$

برای آزمون فرضیه‌های (۳) و (۵)، مبنی بر تاثیر خالص تامین مالی از طریق سرمایه بر بازده آتی پس از کنترل کل ارقام تعهدی، معنادار است و خالص تامین مالی از طریق بدهی بر بازده آتی پس از کنترل کل ارقام تعهدی، معنادار است؛ از الگوی رگرسیونی زیر استفاده می‌نماییم.

$$RET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta EQUITY_t + \gamma_4 \Delta DEBT_t + \gamma_5 TACC_t + u_{t+1}$$

برای آزمون فرضیه‌های (۴) و (۶)، ابتدا CACC برای هر سال - شرکت، محاسبه می‌شود؛ سپس میانگین آن‌ها برای هر شرکت محاسبه و براساس میانه این متغیرها اقدام به طبقه‌بندی شرکت‌ها به دو گروه بالا و پایین می‌شود و از الگوی رگرسیونی زیر استفاده می‌نماییم.

$$RET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta EQUITY_t + \gamma_4 \Delta DEBT_t + u_{t+1}$$

### تعریف عملیاتی متغیرها

نوع متغیر	نام متغیر	نماد	نحوه اندازه‌گیری
مستقل	خالص جریان وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی از محل حقوق صاحبان سهام	$\Delta EQUITY_t$	$\Delta EQUITY_t = \Delta (TA_t - TL_t) - NI_t$ TA: مجموع دارایی‌ها TL: مجموع بدهی‌ها NI: سود خالص
	خالص جریان وجوه نقد فعالیت‌های تامین مالی بدهی	$\Delta DEBT_t$	اختلاف بین جریان وجوه نقد دریافت شده از محل انتشار بدهی بلندمدت و جریان وجوه نقد پرداخت شده برای بازپرداخت بدهی بلندمدت، به همراه حصة جاری بدهی بلندمدت
	خالص تامین مالی خارجی شرکت	$\Delta XFIN_t$	$\Delta XFIN_t = \Delta EQUITY_t + \Delta DEBT_t$
	اقلام تعهدی سرمایه در گردش	CACC	$CACC_t = \Delta (CA_t - C_t) - \Delta (CL_t - STD_t)$ CA: دارایی جاری C: وجوه نقد CL: بدهی‌های جاری STD: حصة جاری بدهی بلند مدت
	اقلام تعهدی بلند مدت	NCACC	$NCACC_t = \Delta (TA_t - CA_t) - \Delta (TL_t - CL_t)$
وابسته	بازده سهام	RET	$RET = \frac{((1+a+b) P_t - (1+ca) P_{t-1} + D)}{(1+ca) P_{t-1}}$ a: درصد افزایش سرمایه از محل آورده: ۱۰۰۰ ریال b: درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته D: سود تقسیمی هر سهم
کنترلی	اندازه	SIZE	لگاریتم طبیعی مجموع داراییها
	ارزش دفتری به ارزش بازار	BVMV	لگاریتم طبیعی نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار سهام

منبع: پاپاناستاسپلوز و همکاران (۲۰۱۱)



## یافته‌های پژوهش

## آمار توصیفی

شاخص‌های گرایش مرکزی و پراکندگی متغیرهای تحقیق در نگاره‌های ۱ و ۲ به نمایش درآمده است.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای الگوی رگرسیونی ۱، ۳ و ۵

نام متغیرها	RET	SIZE	BVMV	$\Delta$ XFIN	$\Delta$ EQUITY	$\Delta$ DEBT	TACC
میانگین	۰/۲۳۷	۲۷/۰۱۲	۰/۶۱۳	۰/۰۸۹۵	۰/۰۳۰۸	۰/۰۵۸۷۵	۰/۶۱۹
میانه	۰/۱۱۵	۲۶/۸۸۸	۰/۴۶۰۴	۰/۰۸۲۹	۰/۰۳۵۱	۰/۰۲۴۷۵	۰/۵۷۲
ماکزیمم	۷/۳۴۱	۳۱/۹۲۷	۴/۳۴۹۵	۶/۹۰۳	۰/۷۸۴۸	۱۰/۷۸۶۶	۹/۸۵۳
مینیمم	-۰/۷۴۴	۲۴/۶۲۹	۰/۰۰۹۷	-۵/۴۷۶۸	-۴/۱۹۷۵	-۵/۱۳۸۶	۰/۰۳۸۷
انحراف معیار	۰/۶۹۸	۱/۳۱۸	۰/۴۹۱۵	۰/۶۱۴۸	۰/۳۱۴۸	۰/۶۷۹	۰/۶۷۳۷

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای الگوی رگرسیونی ۲، ۴ و ۶

دسته‌بندی شرکتها	نام متغیرها	RET	SIZE	BVMV	$\Delta$ XFIN	$\Delta$ EQUITY	$\Delta$ DEBT
سطوح پایین ارقام تهیدی سرمايه در گردش	میانگین	۰/۱۶۵	۲۷/۳۴	۰/۵۶	۰/۰۷۰۶	۰/۰۳۷۵	۰/۰۳۳
	میانه	۰/۰۷۵	۲۷/۱۴۶	۰/۴۲۹	۰/۴۲۸۸	۰/۰۴	۰/۰۲۴۲
	ماکزیمم	۲/۵۷۴	۳۱/۹۲۷	۴/۳۴۹	۰/۹۵۷۵	۰/۵۸۰۶	۰/۵۱۰۲
	مینیمم	-۰/۵۷	۲۴/۷۲۴	۰/۰۱۶	-۴/۰۵۱	-۴/۱۹۷۵	-۰/۴۰۱۸
	انحراف معیار	۰/۴۷	۱/۴۷۴	۰/۵۰۷	۰/۳۴۸	۰/۳۱۶	۰/۱۴۹۷
سطوح بالای ارقام تهیدی سرمايه در گردش	میانگین	۰/۳۰۹	۲۶/۶۸۲	۰/۶۶۶	۰/۱۰۸	۰/۰۲۴	۰/۰۸۴
	میانه	۰/۱۴۳۶۵	۲۶/۵۹۵	۰/۴۹۶	۰/۰۹۵۵	۰/۰۲۴۸	۰/۰۳۳
	ماکزیمم	۷/۳۴۱	۳۰/۴۳	۰/۳۲۰۶	۶/۹۰۳	۰/۷۸۴۸	۱۰/۷۸۶۶
	مینیمم	-۰/۷۴۴	۲۴/۶۲۸۷	۰/۰۰۹۷	-۵/۴۷۷	-۳/۸۸۳۶	-۵/۱۳۸۶
	انحراف معیار	۰/۸۶۲	۱/۰۴۶	۰/۴۷	۰/۷۹۷	۰/۳۱۴	۰/۹۴۹

## آزمون فرضیات و نتایج حاصل از آن

نگاره (۳) : نتایج آزمون فرضیه ۱

RET <sub>t+1</sub> = γ <sub>0</sub> + γ <sub>1</sub> SIZE <sub>t</sub> + γ <sub>2</sub> BVMV <sub>t</sub> + γ <sub>3</sub> ΔXFIN <sub>t</sub> + γ <sub>4</sub> TACC <sub>t</sub> + u <sub>t+1</sub>				
متغیرها	ضرایب	آماره t	P-Value	VIF
γ <sub>0</sub>	۲۲/۲۱۸	۷/۰۱۹	۰	-
SIZE	-۰/۸۲۶	-۷/۰۱۳	۰	۱/۰۱۲
BVMV	۰/۸۶۱	۷/۵۵۹	۰	۱/۰۰۷
ΔXFIN	-۰/۰۲۳	-۰/۳۷۹	۰/۷۰۵	۱/۱۹۵
TACC	-۰/۲۱۹	-۲/۰۰۹	۰/۰۴۵۷	۱/۲۰۴
	مقدار	آزمون	مقدار	P-Value
R <sup>2</sup>	۰/۵۷۴	F لیمر	۲/۶	۰
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۴۲	هاسمن	۶۴/۹۳	۰
DW	۲/۳۷	F	۳/۷۷	۰

با توجه به نتایج نگاره شماره ۳، مقدار معنی داری آزمون F لیمر کمتر از ۰.۰۱ است؛ در سطح اطمینان ۹۹٪، فرضیه صفر رد و از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. مقدار معنی داری آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است. در نتیجه فرضیه صفر که استفاده از روش آثار تصادفی است؛ رد می‌شود و برای تخمین داده‌ها از روش آثار ثابت استفاده شده است. عامل تورم واریانس (VIF) برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ است که نشان می‌دهد؛ هم خطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی وجود ندارد. ضریب تعیین حدود ۵۷٪ است. این امر نشان می‌دهد که ۵۷٪ از تغییرات بازده سهام توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این الگو توضیح داده می‌شود. آماره دورین واتسون با مقدار ۳۷.۲، عدم خود همبستگی میان اجزای خطا را تایید می‌کند. احتمال آماره F کمتر از ۰/۰۱ است و در سطح اطمینان ۹۹٪، مدل رگرسیون به طور کلی تایید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون که در این نگاره ملاحظه می‌شود؛ احتمال متغیرهای اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و کل ارقام تعهدی در سطح اطمینان ۹۵٪، کمتر از ۰/۰۵ و ضرایب متغیرهای اندازه شرکت و کل ارقام تعهدی منفی است که نشان می‌دهد رابطه معکوس و معناداری بین این متغیرها و بازده سهام وجود دارد. احتمال متغیر تأمین مالی خارجی در سطح اطمینان ۹۵٪، بیشتر از ۰/۰۵ است و این متغیر ارتباط معناداری با بازده سهام ندارد؛ اما ضریب آن منفی است. در نتیجه تحت

شرایط کنترل کل ارقام تعهدی، انجام فعالیت‌های تامین مالی خارجی تأثیری در بازده سهام ندارد.

نگاره (۴): نتایج آزمون فرضیه ۲

RET <sub>t+1</sub> = γ <sub>0</sub> + γ <sub>1</sub> SIZE <sub>t</sub> + γ <sub>2</sub> BVMV <sub>t</sub> + γ <sub>3</sub> ΔXFIN <sub>t</sub> + u <sub>t+1</sub>									
شرکتهایی با مقدار CACC بالا					شرکتهایی با مقدار CACC پایین				
VIF	P-Value	آماره t	ضرایب	متغیرها	VIF	P-Value	آماره t	ضرایب	متغیرها
-	۰	۵/۵۵۵	۳۱/۰۹۸	γ <sub>0</sub>	-	۰	۵/۲۶۱	۱۶/۰۵۸	γ <sub>0</sub>
۱/۰۰۷	۰	-۵/۵۸۴	-۱/۱۸۴	SIZE	۱/۰۰۳	۰	-۵/۲۵۷	-۰/۵۸۹	SIZE
۰/۰۱۴	۰	۶/۱۲۹	۱/۲۵۸	BVMV	۰/۰۱۰	۰	۵/۰۸۶	۰/۵۲۸	BVMV
۱/۰۰۷	۰/۸۸	-۰/۱۴۴	۰/۰۱۱	ΔXFIN	۱/۰۱۱	۰/۰۴۱۱	-۲/۰۶۶	-۰/۳۷۷	ΔXFIN
P-Value	مقدار	آزمون	مقدار		P-Value	مقدار	آزمون	مقدار	
۰	۳/۲۹	F لیمر	۰/۶۱	R <sup>2</sup>	۰/۰۰۳۵	۱/۸۸	F لیمر	۰/۵۳	R <sup>2</sup>
۰	۴۴/۵۹	هاسمن	۰/۴۶۶	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰	۲۷/۳۵	هاسمن	۰/۳۵۵	R <sup>2</sup> تعدیل شده
۰	۴/۲۳	F	۲/۳۲	DW	۰	۳/۰۴	F	۲/۴۴	DW

با توجه به نتایج به دست آمده از نگاره (۴)، در سطوح پایین و بالای CACC مقدار معنی‌داری آزمون F لیمر کمتر از ۰/۰۱ است، در سطح اطمینان ۹۹٪، فرضیه صفر رد و از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. مقدار معنی‌داری آزمون هاسمن برای سطوح پایین و بالای CACC کمتر از ۰۵.۰ است و برای تخمین داده‌ها از روش آثار ثابت استفاده شده است. عامل تورم واریانس (VIF) برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ است که نشان می‌دهد؛ هم‌خطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی وجود ندارد. ضریب تعیین در سطوح پایین و بالا به ترتیب حدود ۵۳٪ و ۶۱٪ است. این امر نشان می‌دهد که ۵۳٪ و ۶۱٪ از تغییرات بازده سهام توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این الگو توضیح داده می‌شود. آماره دورین واتسون در سطوح پایین و بالا با مقدار ۲/۴۴ و ۲/۳۲، عدم همبستگی میان اجزای خطا را تأیید می‌کند. احتمال آماره F برای هر دو سطوح پایین و بالای ارقام تعهدی سرمایه در گردش، کمتر از ۰/۰۱ است و در سطح اطمینان ۹۹٪، مدل رگرسیون به طور کلی تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون که در این نگاره ملاحظه می‌شود؛ احتمال متغیر تامین مالی خارجی در سطوح پایین، کمتر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن منفی است. در نتیجه این متغیر ارتباط معنی‌دار و معکوسی با بازده سهام دارد. اما احتمال این متغیر در سطوح بالای ارقام

تعهدی سرمایه در گردش، بیشتر از ۰/۰۵ بوده ولی ضریب آن منفی است. در نتیجه، در شرایطی که سطح ارقام تعهدی سرمایه در گردش شرکت‌ها پایین باشد؛ با کاهش تامین مالی خارجی، بازده سهام افزایش می‌یابد. اما تحت شرایطی که سطح ارقام تعهدی سرمایه در گردش بالا باشد؛ انجام فعالیت‌های تامین مالی خارجی تاثیری بر بازده سهام ندارد.

نگاره (۵): نتایج آزمون فرضیه‌های ۳ و ۵

$RET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 SIZE_t + \gamma_2 BVMV_t + \gamma_3 \Delta EQUITY_t + \gamma_4 \Delta DEBT_t + u_{t+1}$				
VIF	P-Value	آماره t	ضریب	متغیرها
-	۰	۶/۸۷۳	۲۱/۴۳۴	$\gamma_0$
۱/۰۱۳	۰	-۶/۸۴۸	-۰/۷۹۶	SIZE
۱/۰۰۸	۰	۷/۷۱۴	۰/۸۵۹	BVMV
۱/۲۵۶	۰/۰۴۰۲	-۲/۰۶۳	-۰/۳۷	$\Delta EQUITY$
۱/۵۲۳	۰/۳۶۵۹	-۰/۹۰۶	-۰/۰۵۵	$\Delta DEBT$
۱/۴۱۷	۰/۰۱۴۱	-۲/۴۷۳	-۰/۲۷۳	TACC
P-Value	مقدار	آزمون	مقدار	
۰	۳/۸۲	F لیمر	۰/۵۸۲	R <sup>2</sup>
۰	۸۰/۷۶	هاسن	۰/۴۳	R <sup>2</sup> تعدیل شده
۰	۳/۸۳	F	۲/۴	DW

با توجه به نتایج نگاره شماره ۵، مقدار معنی‌داری آزمون F لیمر کمتر از ۰/۰۱ است؛ در سطح اطمینان ۰/۹۹، فرضیه صفر رد و از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. مقدار معنی‌داری آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است. در نتیجه برای تخمین داده‌ها از روش آثار ثابت استفاده شده است. عامل تورم واریانس (VIF) برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ است که نشان می‌دهد؛ هم‌خطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی وجود ندارد. ضریب تعیین حدود ۵۸٪ است. این امر نشان می‌دهد که ۵۸٪ از تغییرات بازده سهام توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این الگو توضیح داده می‌شود. آماره دوربین واتسون با مقدار ۲/۴، عدم خود همبستگی میان اجزای خطا را تأیید می‌کند. احتمال آماره F کمتر از ۰/۰۱ است و در سطح اطمینان ۰/۹۹، مدل رگرسیون به‌طور کلی تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون که در این نگاره ملاحظه می‌شود، احتمال متغیرهای تامین مالی از طریق سرمایه و کل ارقام تعهدی در سطح اطمینان ۰/۹۵، کمتر از ۰/۰۵ و ضریب این متغیرها منفی است. در

نتیجه این متغیرها با بازده سهام ارتباط معکوس و معناداری دارند. احتمال متغیر تامین مالی از طریق بدهی در سطح اطمینان ۹۵٪، بیشتر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن منفی است و این متغیر ارتباط معناداری با بازده سهام ندارد. فرضیه ۳ در سطح اطمینان ۹۵٪، تأیید و فرضیه ۵، رد می‌شود. بنابراین، تحت شرایط کنترل کل ارقام تعهدی، با کاهش تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، بازده سهام افزایش می‌یابد.

#### نگاره (۶): نتایج آزمون فرضیه‌های ۴ و ۶

شرکتهایی با مقدار CACC بالا					شرکتهایی با مقدار CACC پایین				
VIF	P-Value	آماره t	ضرایب	متغیرها	VIF	P-Value	آماره t	ضرایب	متغیرها
-	۰	۵/۲۲۱	۳۰/۸۷	$\gamma_0$	-	۰	۵/۱۶۲	۱۶/۲۷۳	$\gamma_0$
۱/۰۱۱	۰	-۵/۲۴۷	-۱/۱۷	SIZE	۱/۰۱۰	۰	-۵/۱۶۳	-۰/۵۹۷	SIZE
۱/۰۲۰	۰	۶/۰۳۱	۱/۲۵	BVMV	۱/۰۲۸	۰	۵/۲۳۸	۰/۵۵۶	BVMV
۱/۶۰۱	۰/۸۲۳۷	-۰/۲۲۳	-۰/۰۵۹	EQUITY $\Delta Y$	۱/۰۰۶	۰/۰۲۳۲	-۲/۳۰۱	-۰/۶۸۸	$\Delta EQUITY$
۱/۵۹۶	۰/۸۳۴	-۰/۲۱۰	-۰/۰۱۷	$\Delta DEBT$	۱/۰۲۹	۰/۵۵۶۷	-۰/۵۹۰	-۰/۱۴۷	$\Delta DEBT$
P-Value	مقدار	آزمون	مقدار		P-Value	مقدار	آزمون	مقدار	
۰	۳/۲۳	F لیمر	۰/۶۱	$R^2$	۰/۰۰۴	۱/۸۶	F لیمر	۰/۵۳۷	$R^2$
۰	۴۲/۱۵	هاسمن	۰/۴۶	$R^2$ تعدیل شده	۰	۲۶/۸۳	هاسمن	۰/۳۶	$R^2$ تعدیل شده
۰	۴/۰۹	F	۲/۳۱	DW	۰/۰۰۰۰	۳/۰۳۵	F	۲/۴۷	DW

با توجه به نتایج به دست آمده از نگاره (۶): در سطوح پایین و بالای CACC (ارقام تعهدی سرمایه در گردش) پایین: مقدار احتمال آزمون F لیمر کمتر از ۰/۰۱ است؛ در سطح اطمینان ۹۹٪، فرضیه صفر رد و از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. مقدار احتمال آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است و برای تخمین داده‌ها از روش آثار ثابت استفاده شده است. عامل تورم واریانس (VIF) برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ است که نشان می‌دهد؛ هم‌خطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی وجود ندارد. ضریب تعیین در سطوح پایین و بالا به ترتیب حدود ۵۴٪ و ۶۱٪ است. این امر نشان می‌دهد که ۵۴٪ و ۶۱٪ از تغییرات بازده سهام توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این الگو توضیح داده می‌شود. آماره دوربین واتسون در سطوح پایین و بالا با مقدار ۲/۴۷ و ۲/۳۱، عدم خودهمبستگی میان اجزای خطا را تأیید می‌کند. احتمال آماره F برای هر دو سطوح کمتر از ۰/۰۱ است و در سطح اطمینان ۹۹٪، مدل رگرسیون به طور کلی

تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون که در این نگاره ملاحظه می‌شود؛ احتمال متغیرهای اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام در سطح اطمینان ۹۹٪، کمتر از ۰/۰۱ است و این متغیرها با بازده سهام ارتباط معناداری دارند. ضریب متغیر اندازه شرکت منفی و ضریب متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار مثبت است که نشان می‌دهد؛ اندازه شرکت با بازده سهام رابطه معکوس و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام رابطه مستقیم و معنادار دارند. احتمال متغیر تامین مالی خارجی از طریق سرمایه در سطوح پایین ارقام تعهدی سرمایه در گردش در سطح اطمینان ۹۵٪، کمتر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن منفی است. در نتیجه این متغیر ارتباط معکوس و معناداری با بازده سهام دارد. احتمال متغیر تامین مالی خارجی از طریق سرمایه در سطوح بالا و احتمال متغیر تامین مالی خارجی از طریق بدهی در سطوح پایین و بالای ارقام تعهدی سرمایه در گردش در سطح اطمینان ۹۵٪، بیشتر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن‌ها منفی است. در نتیجه این متغیرها ارتباط معناداری با بازده سهام ندارند. در نتیجه، در شرایطی که سطح ارقام تعهدی سرمایه در گردش شرکت‌ها پایین باشد؛ با کاهش تامین مالی خارجی از طریق حقوق صاحبان سهام، بازده سهام افزایش می‌یابد. اما انجام فعالیت‌های تامین مالی خارجی از طریق بدهی، تاثیری در بازده سهام ندارد. نتایج فرضیه در سطوح پایین با مطالعات پاپاناستاسپلوز و همکاران (۲۰۱۱) و سلیمی آقا لطفعلی (۱۳۸۸) مطابقت دارد؛ اما با تحقیقات باتلر و همکاران (۲۰۰۹)، برادشاو و همکاران (۲۰۰۶)، ریچاردسون و اسلوان (۲۰۰۳)، رودپشتی و همکاران (۱۳۸۸)، نجفی عمران (۱۳۸۷) و خواجه‌وی و ناظمی (۱۳۸۴) در تضاد است. تحت شرایطی که سطح ارقام تعهدی سرمایه در گردش بالا باشد؛ انجام فعالیت‌های تامین مالی خارجی از طریق حقوق صاحبان سهام یا بدهی تاثیری در بازده سهام ندارد. نتایج فرضیه ۴ و ۶ در سطوح بالای ارقام تعهدی سرمایه در گردش با تئوری سلسله مراتبی، فرضیه‌های ارزشیابی نادرست شرکت و سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیران مطابقت ندارد؛ اما با فرضیه عدم ارتباط مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) مطابقت دارد. همچنین، با مطالعات باتلر و همکاران (۲۰۰۹)، برادشاو و همکاران (۲۰۰۶)، رودپشتی و همکاران (۱۳۸۸)، نجفی عمران (۱۳۸۷) و خواجه‌وی و ناظمی (۱۳۸۴) مطابقت دارد. ولی با تحقیقات پاپاناستاسپلوز و همکاران (۲۰۱۱)، ریچاردسون و اسلوان (۲۰۰۳) و سلیمی آقا لطفعلی (۱۳۸۸) در تضاد است.

### نتیجه‌گیری

در این تحقیق به بررسی تأثیر روش‌های تامین مالی خارجی بر بازده آتی شرکت‌ها با تأکید بر اقلام تعهدی سرمایه در گردش طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸، با در نظر گرفتن ۴۰۰ مشاهده سال-شرکت، پرداخته شد. به‌طور خلاصه، در تحقیق حاضر فرضیه‌های شماره ۳، ۲ و ۴ تحت شرایط سطوح پایین اقلام تعهدی سرمایه در گردش تایید می‌شوند. شرکت‌ها وجوه حاصل از تامین مالی صورت گرفته را در جهت توسعه و افزایش کارایی عملیات فعلی و آتی خود و به منظور افزایش ثروت سهامداران به کار می‌برند. اما با توجه به بررسی‌ها، شرکت‌های مورد مطالعه در خلق ارزش و بازده برای سهامداران نه تنها موفقیتی به دست نمی‌آورند بلکه آزمون‌های انجام گرفته بیانگر کاهش بازده و ثروت سهامداران می‌باشد. به عبارتی، شرکت‌ها وجوه حاصل از فعالیت‌های تامین مالی را در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کرده‌اند که بازده و منافع آن‌ها کمتر از بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران بوده است. سایر فرضیه‌های تحقیق، رد می‌شوند. عدم توجه بازار سرمایه به اطلاعات مربوط به فعالیت‌های تامین مالی گزارش شده در صورت‌های مالی، وجود عوامل دیگر که ممکن است؛ رابطه میان فعالیت‌های تامین مالی و بازده آتی سهام را تحت تأثیر قرار دهند و عدم اطمینان نسبت به استفاده بهینه از وجوه تامین شده توسط مدیریت می‌تواند از علت‌های واکنش نامشخص بازار به پدیده تامین مالی باشد.

### پیشنهادات کاربردی حاصل از نتایج تحقیق

- باتوجه به یافته‌های این تحقیق مبنی بر حضور سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بازار سرمایه، پیشنهاد می‌شود؛ سرمایه‌گذاران با دقت بیشتری نسبت به تغییرات اقلام تعهدی واکنش نشان داده و از تحلیل گران مالی در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری کمک بگیرند.
- به سرمایه‌گذاران و تحلیل گران توصیه می‌شود؛ هنگام تحلیل اطلاعات حسابداری، تامین مالی شرکت‌ها از طریق سرمایه را با دقت بیشتری ارزیابی کنند و مدیران شرکت‌ها نیز در استفاده از این منبع احتیاط کنند.

### پیشنهادها برای تحقیقات آتی

- تحقیق حاضر با تمرکز بر اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری صورت گیرد.

- تحقیق حاضر به تفکیک صنایع مختلف انجام و نتایج به دست آمده در صنایع مختلف بررسی و تجزیه و تحلیل شود

## پی نوشت

۱ Floating cost

## منابع

- جهانخانی، علی. (۱۳۷۳). «استراتژی تأمین مالی بلندمدت شرکتهای»، فصلنامه تحقیقات مالی، ش ۲، تهران.
- خواجوی، شکرالله و ناظمی، امین. (۱۳۸۴). «بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۰، تهران.
- رهنمای رود پستی، فریدون، طالب نیا، قدرت الله و سلیمانی فر، روح الله. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه بین وجوه نقد ناشی از فعالیتهای تأمین مالی و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ش ۸، تهران.
- سلیمی آقا لطفعلی، محمد حسین. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه بین روشهای تأمین مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور بهشهر، دانشکده علوم انسانی.
- نجفی عمران، مظاهر. (۱۳۸۷). «بررسی تأثیر روشهای تأمین مالی بر بازده سهام»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره)، قزوین.
- Bradshaw, M. , Richardson, S. & Sloan, R. , (2006) . "The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns", *Journal of Accounting and Economics*, 42, PP 53-85.
- Butler, A. W. , Cornaggia, J. , Grullon, G. , & Weston, J. P. (2009) . "Corporate financing decision and managerial market timing", *Working paper, available on the internet at www. google. com*
- Chan, K. , Chan, L. K. C. , Jegadeesh, N. and Lakonishok, J. (2001) , "Earnings quality and stock returns", *working paper, Department of Finance, College of Commerce and Business Administration, University of Illinois, Urbana-Champaign, IL.*



- Ferreira, M. A. & Vilela, A. (2004) , "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management*, 10, No. 2, PP 295-319.
- Hahn, J. & Lee, H. (2009) . "Financial constraints, Debt capacity and the cross-section of stock returns", *Journal of Finance*, 64, PP 891-921.
- Kim, J, Kim. H & Wood. D. (2011) . "Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry", *International Journal of Hospitality Management*, 30, PP 568-574.
- Lam, F. Y. Eric C. & Wei, K. C. J. (2009) , "External Financing, Access to Debt Markets, and Stock Returns", *Working paper, available on the internet at [www. google. com](http://www.google.com)*
- Modigliani. F & Miller. M. (1958) . "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *American Economic Review*, PP 261-291.
- Ozkan. A & Ozkan. N. (2004) , "Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK companies", *Journal of Banking & Finance*, 28, PP 2103-2134.
- Papanastasopoulos, G. , Thomakos, D. & Wang, T. (2011) , "Accruals and The Performance of Stock Returns following External Financing Activities", *Journal of The British Accounting Review*, PP 214-229.
- Richardson, S. , Sloan, R. (2003) . "External financing and future stock returns" (Working Paper, University of Pennsylvania) , *available on the internet at [http://papers. ssrn. com/sol3/papers. cfm?abstract\\_id=383240](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=383240). Accessed 17. 12. 2010.*
- Sunder, S. L. & Myers. S. C. (1998) . "Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 51, PP 219-244.