

دهمین همایش ملی حسابداری ایران

جلد هفتم

مالیه و بازار سرمایه

۱۳۹۱ خرداد ۴ و ۳

تهران - دانشگاه الزهرا(س)



دهمین همایش ملی حسابداری ایران

۱۳۹۱ و ۴ خرداد ماه

مجموعه مقالات

جلد هفتم

مالیه و بازار سرمایه

شابک:

۹۷۸-۶۰۰-۵۰۰۲-۵۲-۲

فهرست مطالب

- بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر ایجاد ارزش افزوده اقتصادی..... ۱
زهره حاجیها مریم، قاسمپور فرهانی
- تأثیر سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی بر عملکرد مالی و عملیاتی بنگاه‌های مشمول واگذاری ۲۵
پرویز پیری، محمد ایمانی برنده، شهر و ز تویره ریزی
- بررسی رابطه بین نابرابری اطلاعاتی و تقسیم سود ۴۷
حامد همتی، سپیده همتی
- بررسی تاثیر جریان وجه نقد و نقدشوندگی سهام بر تصمیمات معاملاتی سرمایه‌گذاران ۶۳
محمد کاشانی پور، آیدا مهدوی لنجی
- بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گرددش و عملکرد شرکتها ۷۹
وحید تقی زاده، محسن اکبری خسروشاهی، الهام قنواتی
- ارتباط اهرم مالی با بازده سهام و سود تقسیمی سال جاری ۹۹
محمد حسین ودیعی، محمد رضا شورورزی، احمد مرادی
- بررسی رابطه ریسک سیستماتیک و ساختار مالی شرکت‌ها ۱۱۳
حسن همتی، هادی شفیعی دیزجی، سعید درخور، بهنام صمدیان

- بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار نسبت به اطلاعات حسابرسی
۱۲۹.....تداوم فعالیت شرکت‌ها
- محمد رضا رستمی، نازنین حکیمی فر
- بررسی برتری ارزش افزوده اقتصادی تعديل شده (REVA) نسبت به ارزش افزوده اقتصادی
۱۵۱.....(EVA) در ارزیابی عملکرد مدیران
- کریم قادرزاده، کاوه قادری
- مروری بر روند تکاملی مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای۱۷۳
- سید علی حسینی، هایله حکمت، معصومه کاشف
- مفاهیم بنیادی فروش استقراری و راهکارهای پیاده‌سازی آن در بازار سرمایه ایران۲۰۱
- فرزانه یوسفی، شهناز مشایخ، مژگان رباط میلی
- بررسی تاثیر سرمایه فکری بر روی عملکرد مالی شرکت‌ها، با استفاده از روش پالیک برای اندازه
گیری سرمایه فکری و استفاده از معیارهای ارزیابی عملکرد۲۲۹
- محمد رضا عباس‌زاده، فهیمه هادوی
- بررسی و آزمون فرضیه ارزیابی اشتباه در شرکت‌ها۲۵۱
- بهزاد کاردان، آرش خیر خواه
- تأثیر مالکیت نهادی بر نوسانات قیمت و حجم معاملات سهام۲۷۱
- حسین جباری، مهرزاد گلستانی
- ارزیابی درمانندگی مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران به وسیله الگوریتم ژنتیک۲۹۳
- محمد حسن قلیزاده، لیلا حاجی‌پور گلشنی

- مدلی اکتشافی برای پیش بینی بحرانهای مالی شرکتها ۳۰۷
سجاد عبدالپور، احمد ناصری، مجتبی اکبرپور، شهرزاد زمانی
- بررسی ساختار، وظایف و کارکردهای شرکت های تأمین سرمایه ۳۱۹
شهناز مشایخ، اعظم ولیزاده لاریجانی، حمیده اثی عشری
- جهانی شدن مالی و تامین مالی اسلامی ۳۴۱
شهناز مشایخ، زهرا فرشی
- تبیین حایگاه سرمایه فکری در بهبود عملکرد مالی شرکتها ۳۶۷
داریوش دموری، سمهیه نظری زاده
- بررسی تأثیر اخبار کاهشی سود فصلی هر سهم در روز چهارشنبه پر بازده روز یکشنبه ۳۸۷
فرزین رضایی، مصطفی طرینی، زهره شهسواری
- یکپارچه سازی روش های هوش مصنوعی جهت ارائه (گسترش) مدل پیش بینی قیمت سهام ۴۰۳
مهردی مرادزاده فرد، رویا دارابی، رامین شاهعلی زاده
- بررسی رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و نقدشوندگی سهام ۴۲۱
منیژه رامشه، داریوش فروغی
- تأثیر کارایی سرمایه فکری بر سودآوری شرکت ها ۴۴۱
وحید احمدیان، مهردی مرادزاده فرد، سیداصغر میرزاده
- ارزش گذاری سهام شرکت هایی که وارد بورس نشده اند ۴۶۳
میرحسین موسوی

بررسی آثار تکانه‌های نامتقارن قیمت نفت بر شاخص سهام صنایع مختلف ۴۸۵
محمد حسین ستایش، مهدی رضایی، حjt پارسا

ارزیابی تأثیر سیستم‌های مدیریت کیفیت مبتنی بر ایزو ۹۰۰۰ بر عملکرد مالی شرکت‌ها ۵۰۹
رضا تهرانی، سید محمد‌هاشمی نژاد، محسن صیقل، سید بابک ابراهیمی

بررسی اثر عوامل ریسک بر صرف ریسک سهام عادی ۵۳۳
بهزاد کاردان، محمد جواد ساعی، سمیه خلیلیان موحد

شاخص‌های کیفیت بازارهای مالی و تأثیر آن بر حد نوسان قیمت و نقدشوندگی بازار سرمایه ۵۵۳
حسن قالیاف اصل، زهرا طاهری



دهمین همایش ملی حسابداری ایران
۱۳۹۱ خرداد ۳ و ۴

بررسی و آزمون فرضیه ارزیابی اشتباه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

* بهزاد کاردان

استادیار دانشکده علوم اداری و اقتصادی دانشکاه فردوسی

آرش خیرخواه

کارشناس ارشد حسابداری دانشکده علوم اداری و اقتصادی دانشکاه فردوسی

چکیده

در این تحقیق تاثیر متغیرهای تامین مالی خارجی بر بازده آتی سهام مورد بررسی قرار گرفته است. در ارتباط با تاثیر روش‌های تامین مالی خارجی بر بازده آتی سهام فرضیه "ارزیابی اشتباه" مطرح شده است. بر اساس این فرضیه شرکت‌ها اوراق بهادار جدید خود را زمانی منتشر می‌کنند که قیمت آن‌ها بالا است. به عبارت دیگر ارزش بازار آن‌ها بیشتر از ارزش واقیعیان می‌باشد. بنابراین انتظار می‌رود انتشار اوراق بدھی و اوراق سهام به طور منفی با بازده آتی سهام رابطه داشته باشد. به جهت ارزیابی فرضیه‌های تحقیق، نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۷ ساله (۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸) انتخاب، که به منظور بررسی فرضیه ارزیابی اشتباه به دو گروه شرکت‌هایی که فعالیت‌های تامین مالی آن‌ها منجر به ورود وجه نقد به شرکت شده‌اند (گروه کنترل)، تقسیم شد. به طور کلی، نتایج تحقیق بیانگر وجود یک رابطه منفی، بین تامین مالی خارجی از طریق سرمایه و بازده آتی سهام بوده که مؤید فرضیه ارزیابی اشتباه است.

واژگان کلیدی: تامین مالی خارجی، بازده سهام، اقلام تعهدی کل

* نویسنده مسئول: bk@psig.info

مقدمه

با شکل گیری مبحث جدایی مالکیت از مدیریت و ایجاد تضاد منافع بین مالکان و مدیران، ارزیابی عملکرد و بازده شرکت‌ها و مدیران آنها از موضوعات مورد توجه قشرهای مختلف مثل اعتباردهندگان، مالکان، دولت و حتی مدیران گردید. در این تحقیق رابطه بین روش‌های مختلف تامین مالی خارجی بر بازده آتی سهام مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. منابع تامین مالی به دو دسته منابع تامین مالی داخلی و منابع تامین مالی خارجی تقسیم می‌شوند. توانایی شرکت‌ها در تعیین منابع مالی بالقوه برای استفاده در سرمایه‌گذاری‌ها و تهیه برنامه‌های مالی مناسب، از عوامل اصلی بقا و رشد پیشرفت یک شرکت به حساب می‌آید. مدیریت باید در انتخاب روش‌های تامین مالی به هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران توجه کرده و باید در راستای تعیین منابع مالی مناسب، هزینه منابع متعدد مالی را مشخص و آثاری را که این منابع مالی بر بازده و ریسک شرکت دارند تعیین نماید. به عبارت دیگر، هدف مدیریت شرکت باید به حداقل رساندن هزینه تامین مالی (پس از کسر مالیات) باشد. از آنجا که هزینه تهیه سرمایه موردنیاز شرکت مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، مدیریت شرکت در تامین این هدف باید سرمایه موردنیاز را به نرخی کمتر از نرخ رایج بازار تهیه کند.

مبانی نظری و رابطه‌ی بین متغیرهای تحقیق

در ادبیات مالی در ارتباط با تاثیر روش‌های مختلف تامین مالی خارجی بر بازدهی آتی سهام دو فرضیه ارزیابی اشتباه و انتقال ثروت مطرح شده است. فرضیه ارزیابی اشتباه فرض می‌کند که شرکت‌ها اوراق بهادر جدید خود را زمانی منتشر می‌کنند که آنها گرانند. به عبارت دیگر ارزش بازار آنها بیشتر از ارزش واقعی آنان است. بنابراین انتظار می‌رود انتشار اوراق بدھی و اوراق سهام به طور منفی با بازدهی آتی سهام در ارتباط باشد. به بیان دیگر فرضیه ارزیابی اشتباه اینگونه عنوان می‌کند که شرکت‌ها فعالیت‌های تامین مالی خود را طوری زمان‌بندی می‌کنند که باعث یک ارزیابی اشتباه موقتی از اوراق بهادرشان در بازار سرمایه شوند (Loughran, ۲۰۰۰).

.(Ritter,

فرضیه‌ی انتقال ثروت فرض، می‌کند که کاهش در اهرم مالی احتمال توقیف مالی را کاهش می‌دهد و بنابراین ثروت از سهامداران به دارندگان اوراق بدهی انتقال می‌باید. این فرضیه بیان می‌کند که ارزش بازار سرمایه به این تغییرات با تأخیر پاسخ می‌دهد بنابراین معاملاتی که اهرم مالی را افزایش می‌دهد فرض بر این است که به طور مثبت با بازدهی آتی سهام در ارتباط باشد. بنابراین با فرض ثابت بودن سایر فعالیت‌های تامین مالی فرضیه انتقال ثروت پیش‌بینی می‌کند که تغییرات در بدھی باید به طور مثبت با بازدهی آتی سهام در ارتباط باشد (Eberhart, 2002). با این حال هر دو فرضیه‌ی ارزیابی اشتباه و انتقال ثروت پیش‌بینی می‌کند که تغییرات در تامین مالی از طریق سرمایه با بازدهی آتی رابطه‌ی منفی دارند.

مایرز و مازلوف^۱ (۱۹۸۴) بیان می‌کنند که اعلامیه‌ی انتشار ابرارهای تامین مالی خارجی حامل اطلاعات نامطلوبی بوده و بر بازار تاثیری منفی می‌گذارد. این دو محقق در توضیح واکنش منفی بازار به تامین مالی خارجی یک شرکت این مطلب را بیان می‌کنند که معمولاً سرمایه‌گذاران موجود در بازار افرادی نسبتاً ناآگاه بوده و به منظور مصون سازی خود در مقابل ریسک قیمت گذاری بیش از واقع اوراق بهادر توسط شرکت‌های ناشر، از این شرکت‌ها مبلغ معینی را بابت تخفیف طلب می‌کنند. در مدل ارائه شده‌ی این دو محقق، هر چه میزان ریسک اوراق بهادر منتشر شده بیشتر باشد تاثیر منفی انتشار این اوراق بر ارزش بازار بیشتر است و از آنجا که سهام عادی دارای بیشترین ریسک هستند انتشار این اوراق بیشترین تاثیر را بر قیمت بازار شرکت و به تبع آن بر بازدهی سهام می‌گذارد.

تأثیر انتشار سهام بر بازدهی آتی سهام

بیکر^۲ و ورگلر^۳ (۲۰۰۰) دو دلیل اصلی را برای بیان رابطه‌ی منفی بین انتشار سهام و بازدهی آتی سهام مطرح نمودند:

۱. اولین و ساده‌ترین دلیل وجود تأثیر منفی انتشار سهام بر بازدهی آتی سهام این است که هر چه شرکتی سهام بیشتری منتشر کند نسبت بدھی و در نتیجه ریسک آن شرکت کاهش می‌باید. به این دلیل سرمایه‌گذاران آتی انتظار دریافت بازدهی کمتری را دارند.

۲. انتشار سهام از طریق سرمایه‌گذاری با بازدههای آتی در ارتباط است. در یک بازار سرمایه‌ی کارا، در زمانی که نرخ تنزیل به طور معقول کاهش می‌یابد، شرکت‌ها مبلغ سرمایه‌گذاری خود را افزایش می‌دهند. بر اساس این دیدگاه فرض بر این است که شرکت‌ها برای تامین منابع تامین مالی از مدل سلسله مراتبی تامین مالی تعیت می‌کنند. به عبارت دیگر، شرکت‌ها ابتدا به سراغ منابع مالی داخلی، سپس بددهی‌های فاقد ریسک، بعد از آن بددهی‌های ریسکی و درنهایت به سراغ سهام می‌روند که در این راستا سهام ممتاز را بر سهام عادی ترجیح می‌دهند. در این مدل فرض بر این است که سرمایه‌گذاران انتشار سهام را به عنوان یک نوع خبر نامطلوب به کمبود وجود نقد تلقی می‌کنند. حتی اگر هدف مدیریت از انتشار سهام سرمایه‌گذاری عواید حاصل در دارایی‌ها و پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت باشد. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران با انتشار سهام عادی به این نتیجه می‌رسند که وضعیت مالی و نتایج عملیات مورد انتظار شرکت‌های ناشر سهام آنقدر ضعیف است که بانک‌ها و سایر اعتباردهندگان قادر به تحمل ریسک شرکت نبوده و تن به اعطای وام نمی‌دهند. این عدم تقارن اطلاعاتی باعث می‌شود که قیمت سهام در نتیجه‌ی بازدهی آتی سهام کاهش یابد. این دیدگاه با فرضیه‌های ارزیابی اشتباہ و انتقال ثروت هماهنگ است (نجفی عمران، ۱۳۸۹).

تأثیر انتشار بددهی بر بازدهی آتی سهام

طبق فرضیه ارزیابی اشتباہ، شرکت‌ها زمانی اقدام به تامین مالی می‌کنند که ارزش آنها در بازار بیش از ارزش واقعی آنان ارزیابی می‌شود. بر این اساس برخی از محققان بر این عقیده هستند که با افزایش اهرم مالی هزینه‌های نمایندگی بددهی، شامل هزینه‌های ورشکستگی افزایش می‌یابد (کردستانی، ۱۳۸۹). با این وجود تأثیر منفی بددهی زمانی است که شرکت‌ها دارای بددهی‌های منتشر شده‌ی زیادی باشند که این امر باعث می‌شود تا مدیران از پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت صرف نظر کرده و وجوده در دسترس را به اعتباردهندگان پرداخت کنند و به این طریق از ریسک نکول شرکت بکاهند. از طرف دیگر طبق فرضیه انتقال ثروت تامین مالی از طریق بددهی، یک رابطه‌ی مثبت با بازدهی آتی سهام دارد. به عبارت دیگر فرضیه انتقال ثروت

تبیین کننده‌ی این مطلب است که انتشار هر نوع از اوراق بهادر، انتقال ثروت به گروه متقابل از ذینفعان را موجب خواهد شد. این بدان معناست که انتشار سهام، ثروت تامین کنندگان بدھی را افزایش می‌دهد و تامین مالی از نوع استقراض افزایش بازدهی سهامداران را در پی خواهد داشت. این فرضیه بیان می‌کند که عرضه‌ی اوراق بدھی و تامین مالی بدھی خطر ناتوانی در پرداخت را افزایش داده و باعث انتقال ثروت از دارندگان اوراق بدھی به سهامداران خواهد شد. لذا با بازدهی آتی سهام رابطه‌ی مثبت خواهد داشت (Eberhart, Siddique, 2002).

با توجه به مطالعات و پژوهش‌های انجام شده و فرضیه‌های مطرح فرضیات تحقیق به قرار زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول : رابطه‌ی منفی ای بین تغییر در خالص تامین مالی خارجی و تغییرات آتی بازده سهام وجود دارد.

فرضیه دوم : رابطه‌ی منفی ای بین تغییر در خالص تامین مالی از محل حقوق صاحبان سهام و تغییرات آتی بازده سهام وجود دارد.

فرضیه سوم : رابطه‌ی منفی ای بین تغییر در خالص تامین مالی از محل بدھی و تغییرات آتی بازده سهام وجود دارد.

مرواری بر تحقیقات انجام شده در ارتباط با فعالیت‌های تامین مالی خارجی

تأثیر روش‌های تامین مالی بر ارزش شرکت، اولین بار به وسیله‌ی مودیگلیانی و میلر^۴ (۱۹۵۸) مطرح شده است. این دو محقق با فرض کامل بودن بازار سرمایه (نبود هزینه‌های مبادلاتی و هزینه‌ی ورشکستگی و نبود مالیات) مدعی شدند که شیوه‌ی تامین مالی شرکت‌ها، بر ارزش بازار آنها تأثیری ندارد. بعدها آنها با در نظر گرفتن هزینه‌های ورشکستگی و مالیات بر درآمد، اظهار داشتند شیوه‌ی تامین مالی، بر ارزش شرکت‌ها تأثیرگذار است و بهتر است شرکت‌ها بخش اعظم پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را از طریق بدھی، تامین مالی کنند.

بعد از میلر و مودیگلیانی، در مورد تأثیر روش‌های مختلف تامین مالی بر بازدهی آتی سهام، تحقیقات متعددی صورت گرفته است. ریتر در سال ۱۹۹۱ رابطه بین عرضه‌ی عمومی اولیه سهام و بازده آتی سهام را بررسی کرد وی بیان کرد پیروی اندکی از انتشار سهام دارد. لاگران و ریتر در

سال ۱۹۹۷ رابطه‌ی بین عرضه سهام فصلی و بازده آتی سهام را مورد پژوهش قرار دادند. اس پی یس^۵ و افبیک_گراوز^۶ در سال ۱۹۹۹ رابطه بین عرضه بدھی و بازده آتی سهام را مورد آزمون قرار دادند، و بیلت و دیگران در سال ۲۰۰۱ رابطه بین وامهای بانکی و بازده آتی سهام را بررسی کردند. در تمامی تحقیقات انجام گرفته فوق به این نتیجه رسیده شد که بازده آتی سهام بطور غیر معمول در حال پیروی کمی از رویدادهای تامین مالی فوق می‌باشد. البته محققانی نظریه ماسولیس^۷ (۱۹۸۰)، ماسولیس و کوار^۸ (۱۹۸۶)، هاو^۹ و شیلینگ^{۱۰} (۱۹۸۸) و رادفورد و آلن^{۱۱} (۲۰۰۴) به بررسی تاثیر عرضه‌ی سهام جدید را بر قیمت سهام و به این نتیجه رسیدند که انتشار سهام جدید، باعث کاهش معنی‌داری در قیمت سهام می‌شود (Rutherford, Allen, 2004). تحقیقات دیگر نشان می‌دهد بازدهی آتی سهام پس از انتشار سهام جدید به طور معنی‌داری کاهش می‌باید که این رویداد با زمان بندی انتشار سهام به وسیله‌ی مدیران مرتبط است (Baker,Wurgler,2002). ریتر در سال ۲۰۰۳ رابطه بین فعالیتها مالی و بازده آتی سهام را بررسی کرد و نشان داد که این رابطه با انواع مختلف فعالیتها تامین مالی سازگار است . بخصوص او به این نتیجه رسید که فعالیتها که وجه نقد را بالا می‌برند با بازده آتی سهام کمتر ارتباط دارند. از طرفی ایکن بروی و دیگران و همچنین ریتر در سال ۲۰۰۳ نشان دادند که بازده آتی سهام بطور غیر معقول پیروی زیادی از بازخرید سهام می‌کند.

علاوه بر این، محققانی مثل یانگ شیک چو^{۱۲} (۲۰۰۵) و جی کای^{۱۳} و ژی ژانگ^{۱۴} (۲۰۰۵)، به بررسی تاثیر بدھی بر بازدهی آتی سهام پرداخته اند. یانگ به این نتیجه رسید که اولاً، یعنی بازدهی آتی سهام عادی و تامین مالی از طریق بدھی‌های کوتاه مدت، رابطه‌ی مثبت وجود دارد و ثانیاً، افزایش در بدھی‌های کوتاه مدت که به دلیل جایگزینی با مبلغ مشابهی از بدھی‌های بلند مدت ایجاد شده اند باعث افزایش بازدهی آتی سهام می‌شوند. جی کای و ژی ژانگ به این نتیجه رسیدند که بین تغییرات در اهرم مالی و بازدهی جاری سهام، رابطه‌ی منفی وجود دارد و تاثیر بدھی بلند مدت از بدھی کوتاه مدت، در این رابطه بیشتر است.

اسلون و ریچاردسون^{۱۵} (۲۰۰۳) و برادشو^{۱۶} و دیگران (۲۰۰۶) به این نتیجه رسیدند که بین خالص تغییر در کل تامین مالی خارجی و بازدهی آتی سهام، رابطه‌ی منفی وجود دارد و این رابطه در مقایسه با رابطه‌ی هر یک از اجزای تامین مالی خارجی با بازدهی آتی سهام، قوی‌تر است. از

طرف دیگر کوهن^{۱۷} و لايس^{۱۸} در سال ۲۰۰۶ پیرو تحقیقات برادشاو و همکارانش، یک رابطه منفی را بین تامین مالی خارجی و اجزای آن با بازده آتی سهام بیان کردند.

در ایران به دلیل نبود بازار سازمان یافته‌ی بدھی برای تامین مالی و محدودیت در انتشار اوراق مشارکت از سوی شرکت‌ها، مطالعات زیادی در زمینه‌ی موضوع این تحقیق انجام نشده است و تحقیقات موجود، بیشتر حول انتشار سهام جدید متتمرکز شده است.

شمس عالم (۱۳۷۵)؛ میرمحرابی (۱۳۸۰) و یحیی زاده فروابونوری (۱۳۸۳) در تحقیقات خود نشان دادند که افزایش سرمایه، تاثیری بر بازدهی سهام ندارد.

عبدی دولت‌آبادی (۱۳۸۱) اثر منابع خارجی تامین مالی (انتشار سهام و وام بلندمدت) را برقیمت و بازده سهام شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران در فاصله سالهای ۷۵ الی ۷۹ بررسی کرد. نتایج نشان می‌دهد که تاثیر انتشار سهام نسبت به وام بلندمدت بر قیمت سهام بیشتر است. همچنین نشان داد که افزایش سرمایه در مقایسه با استقرار اخص بانکی تاثیر بیشتری بر روی بازده دارد و باعث افزایش قیمت و بازدهی سهام می‌شود.

رودپشتی و گل کاریان (۱۳۸۴) و گازران (۱۳۸۴) به این نتیجه رسیدند که افزایش سرمایه، باعث افزایش قیمت و بازده سهام می‌شود. رحمانی (۱۳۷۴) به این نتیجه رسید که افزایش سرمایه، باعث کاهش قیمت و بازده سهام می‌شود. ولی این کاهش کمتر از کاهش قیمت تئوری است.

کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹) به این نتیجه رسیدند که بین خالص تغییر در تامین مالی خارجی و بازده غیر عادی ابانته سهام، بر اساس رویکرد ترازنامه‌ای رابطه مثبت وجود داشته و بر اساس رویکرد جریان وجود نقد رابطه معناداری وجود ندارد.

روش تحقیق

روش مورد نظر برای انجام این تحقیق شبه تجربی و از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) است. مراحل کلی این تحقیق به این صورت می‌باشد که ابتدا جامعه آماری تحقیق که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران که از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا پایان سال ۱۳۸۸ در بورس فعال بوده‌اند مورد بررسی قرار گرفت. آزمون در مورد اطلاعات ۷ ساله یعنی

۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ انجام می‌شود، لیکن برای محاسبه تغییرات بازده هر مشاهده سال قبل شرکت‌ها نیز مورد بررسی قرار گرفت و لذا جمع آوری اطلاعات از سال ۱۳۸۱ تا سال ۱۳۸۸ گسترش یافت، درنتیجه عملاً ۸ سال ملاک قرار می‌گیرد. شرکت‌هایی که ویژگی موردنظر برای انجام این تحقیق را نداشتند حذف شده و در نهایت شرکت‌های باقی مانده به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

جامعه آماری

جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که این شرکت‌ها باید حائز شرایط زیر باشند:

- شرکت بین سال‌های (۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸) تغییر سال مالی نداشته باشند.
- اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها در دسترس باشد.
- سال مالی آنها متوجه به ۲۹ اسفند باشد.
- جزء شرکت‌های تولیدی باشند.

نمونه آماری

با توجه به شرایط مذکور فوق جامعه آماری شامل ۱۷۲۲ شرکت-سال، از ۲۸۴ شرکت، بوده است که با روش نمونه گیری تصادفی ۶۷۳ شرکت-سال (۱۱۹ شرکت) انتخاب گردید. نگاره شماره ۱ شرکت‌های نمونه انتخابی را به تفکیک صنعت نشان می‌دهد.

معرفی مدل‌ها

مدلهای رگرسیونی نهایی برای آزمون فرضیات به طریق زیر بیان می‌شود:

برای آزمون فرضیه ۱ از مدل زیر استفاده می‌کیم:

$$\Delta RET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta XFIN_t + \gamma_2 SIZE + \gamma_3 EP + \gamma_{ind1-9} IND + v_t$$

تعداد	نوع صنعت
۱۱	انواع فراورده های غذایی و آشامیدنی
۲۱	خودرو و ساخت قطعات
۱۷	سایر محصولات کانی غیر فلزی
۱۸	معدن و فلزات اساسی
۸	لاستیک و پلاستیک
۲۲	ماشین آلات و تجهیزات
۱۱	مواد و محصولات شیمیایی
۸	دارویی
۳	منسوجات
۱۱۹	جمع

نگاره شماره ۱: شرکت های نمونه انتخابی به تفکیک صنعت

به جهت مقایسه و بررسی میزان اثرگذاری هریک از متغیرهای تامین مالی بر تغییرات بازده از مدل زیر استفاده می کنیم:

$$\Delta RET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta EQUITY_t + \gamma_2 \Delta DEBT_t + \gamma_3 SIZE_t + \gamma_4 EP_t + \gamma_{ind1-9} IND_t + v_t$$

برای آزمون فرضیهای ۲ و ۳ به ترتیب از مدل های زیر استفاده می کنیم:

$$\Delta RET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta EQUITY_t + \gamma_2 SIZE_t + \gamma_3 EP_t + \gamma_{ind1-9} IND_t + v_t$$

$$\Delta RET_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta DEBT_t + \gamma_2 SIZE_t + \gamma_3 EP_t + \gamma_{ind1-9} IND_t + v_t$$

تعریف متغیرهای تحقیق

تغییر و نوآوری طرح این تحقیق استفاده از داده های صورت جریان وجوه نقد برای اندازه گیری جامع از مقادیر خالص وجوه نقد تولید شده توسط فعالیتهای تامین مالی شرکت می باشد . در مقابل تحقیقات قبلی که بر گروه خاصی از معاملات تامین مالی شرکت تمرکز داشتند، این خصیصه تحقیق به ما این اجازه را می دهد که رابطه بین فعالیتهای تامین مالی شرکت و بازده آتی سهام را به طور دقیقت بررسی کنیم.

متغیرهای مستقل: در تحقیق حاضر $\Delta XFIN$ معرف خالص مقادیر وجه نقد ناشی از کل فعالیتهای تامین مالی است که اطلاعات آن از صورت جریان وجوده نقد استخراج می‌گردد. این متغیر حاصل جمع دو متغیر مستقل دیگر می‌باشد:

$$\Delta XFIN = \Delta EQUITY + \Delta DEBT$$

$\Delta EQUITY$ ، خالص جریان‌های نقدی ناشی از فعالیتهای تامین مالی از طریق سهام و $\Delta DEBT$ خالص جریان‌های نقدی ناشی از فعالیتهای تامین مالی از طریق بدھی می‌باشد که این دو متغیر نیز از صورت جریان وجوده نقد استخراج می‌گردد.

$\Delta DEBT$ و $\Delta EQUITY$ توسط میانگین کل دارایی‌ها به ارزش بازار تعديل می‌شوند. به این معنی که مقادیر فعالیتهای تامین مالی به نسبت پایه‌ی دارایی‌های موجود می‌باشند.

متغیر وابسته: در این تحقیق، تغییرات بازده آتی سهام، متغیر وابسته است. این متغیر از طریق زیر محاسبه می‌شود:

$$\Delta RET_{t+1} = RET_{t+1} - RET_t$$

در رابطه فوق متغیر بازده، همان بازده سالانه سهام (RET) می‌باشد که برای محاسبه آن از

رابطه زیر استفاده می‌گردد:

$$RET_t = \frac{(1+a_1+a_2)P_1 + D - P_0 - a_1(1000)}{P_0 + a_1(1000)}$$

که در این رابطه داریم:

RET_t : بازده سالانه سهام

P_1 : قیمت بازار سهام در پایان سال

P_0 : قیمت بازار سهام در ابتدای سال

D : سود تقسیمی هر سهم در طی سال

a_1 : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده‌های نقدی

a_2 : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها یا سود ایاشته

متغیر کنترل. در این تحقیق از ۳ متغیر کنترلی اندازه واحد تجاری، نسبت سود به قیمت و

نوع صنعت استفاده شده است.

اندازه شرکت: اندازه شرکت که با شاخص SIZE در مدل تحقیق وارد شده است، با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت بدست می‌آید.

نسبت سود به قیمت: باسو(۱۹۹۷)، روتبرگ و همکارانش (۱۹۸۴)، فاما و فرنچ (۱۹۹۲ و ۱۹۹۵) و لاکونیشوک و شیفر و ویشنی (۱۹۹۴) در تحقیقات خود نشان داده اند نسبت سود به قیمت شاخص خوبی برای پیش‌بینی بازده آتی هستند. نسبت سود به قیمت که با شاخص EP در مدل تحقیق وارد شده است از تقسیم سود هر سهم (EPS) بر قیمت پایان سال آن به دست می‌آید.

صنعت: این متغیر کنترلی با شاخص IND در تحقیق نشان داده می‌شود، که به صورت «۱» و «۰» تحت عنوان متغیر مجازی در مدل‌های مورد استفاده در تحقیق وارد شده‌اند.

آزمون فرضیه‌ها

باتوجه به خصوصیت متغیرهای تامین مالی تحقیق (منفی و مثبت بودن) ابتدا فرضیات را برای کل مشاهدات نمونه آزمون می‌کنیم، سپس به جهت بررسی فرضیه ارزیابی اشتباہ، مشاهدات نمونه را به دو گروه زیر تقسیم کرده و آزمون فرضیات را برای هر دو گروه انجام می‌دهیم.

۱. شرکت‌هایی که هردو نوع فعالیت تامین مالی آنها (بدھی و سرمایه) منجر به ورود وجه نقد به شرکت شده‌اند. به این ترتیب متغیرهای ΔDEBT و ΔEQUITY و حاصل جمع جبری آنها ΔXFIN مثبت هستند. این گروه به عنوان گروه آزمون مطرح می‌گردد.

۲. شرکت‌هایی که هردو نوع فعالیت تامین مالی آنها (بدھی و سرمایه) منجر به ورود وجه نقد به شرکت نشده‌اند. به این ترتیب متغیرهای ΔDEBT و ΔEQUITY و حاصل جمع جبری آنها ΔXFIN منفی یا صفر هستند. این گروه به عنوان گروه کنترل مطرح می‌گردد. نتایج آمار توصیفی متغیرها در نگاره شماره ۲ و نتایج حاصل از آزمون فرضیات هر یک از گروه‌های فوق (کل مشاهدات نمونه، گروه آزمون و گروه کنترل) در جداول شماره ۳ و ۴ ارائه شده است.

متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشته
RETt+1 - RETt	.۰۰۰۳۹۷	۱.۴۲۷۹۳۸	-۱۴.۲۳۷۰۰۶	۱۴.۵۵۹۱۸۳
ΔDEBT	.۰۳۲۰۹۳	.۰۹۰۶۸۲	-.۲۳۴۲۳۴	۸۱۴۸۲۹
ΔEQUITY	.۰۰۵۵۸۷	.۰۲۴۰۹۱	-.۰۴۴۸۰۱	۳۱۴۲۲۸
ΔXFIN	.۰۳۷۶۸۰	.۰۹۲۹۲۰	-.۲۱۲۶۶۴	۸۱۴۸۲۹
size	۲۶.۱۷۰۵۲۲	۱.۶۷۸۰۳۷	۲۲.۶۳۱۳۲۶	۳۱.۵۵۳۵۵۷
e/p	.۱۱۷۶۳۷	.۳۶۴۹۸۴	-.۳۰۲۳۱۳۹	۲.۴۷۴۵۰۰
جدول شماره ۲ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق				

فرضیه	متغیر	ضریب	معناداری	نتیجه	جهت رابطه
فرضیه اول	ΔXFIN	.۰۱۲	.۷۶۶	رد	-
فرضیه فرعی اول	ΔDEBT	-.۰۰۳	.۹۴۵	رد	-
فرضیه دوم	ΔEQUITY	-.۰۰۸	.۸۳۸	رد	-
فرضیه سوم	ΔEQUITY	-.۰۰۴	.۹۱۳	رد	-
جدول شماره ۳ کل مشاهدات نمونه					

فرضیه	گروه	متغیر	ضرب	معناداری	نتیجه	جهت رابطه	فرضیه از زیبایی لشتباه
فرضیه اول	گروه آزمون	ΔXFIN	-.۰۲۵۲	.۰۲۱	رد	-	منفی تایید
	گروه کنترل	ΔXFIN	-.۰۳۳	.۶۵۲	رد	-	منفی
فرضیه فرعی اول	گروه آزمون	ΔDEBT	-.۰۹۷	.۳۵۴	رد	-	منفی تایید در مورد
	گروه کنترل	ΔEQUITY	-.۳۲۰	.۰۰۲	رد	-	منفی
فرضیه دوم	گروه آزمون	ΔDEBT	-.۰۳۳	.۶۵۲	رد	-	منفی تایید
	گروه کنترل	ΔEQUITY	-.۰۰۰۴	.۹۵۲	رد	-	منفی
فرضیه سوم	گروه آزمون	ΔDEBT	-.۰۸۷	.۴۲۴	رد	-	منفی
	گروه کنترل	ΔDEBT	-.۰۳۲	.۶۵۴	رد	-	منفی
جدول شماره ۴: گروه آزمون و کنترل							

تحلیل یافته‌ها و نتایج تحقیق

بررسی فرضیه اول

در بررسی این فرضیه نتایج حاصل از آزمون کل مشاهدات نمونه نشان داد که رابطه معناداری بین جمع خالص فعالیتها تامین مالی خارجی و تغییرات آتی بازده سهام وجود ندارد. این در حالی است که نتیجه در گروه آزمون یانگر این است که این دو متغیر به صورت منفی و معنادار با

یکدیگر مرتبطند، بدین صورت که با افزایش خالص وجود نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی خارجی بازده آتی سهام کاهش خواهد یافت. با توجه به معنادار نبودن رابطه بین دو متغیر مذکور در گروه کنترل می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه ارزیابی اشتباه مورد تایید قرار می‌گیرد.

بررسی فرضیه دوم

در بررسی فرضیه دوم نتایج حاصل از آزمون کل مشاهدات نمونه نشان داد که رابطه معناداری بین تامین مالی از طریق سرمایه با تغییرات آتی بازده سهام وجود ندارد. اما در ارتباط با گروه آزمون نتیجه ییانگر این است که این دو متغیر به صورت منفی و معنادار با یکدیگر مرتبطند، بدین صورت که با افزایش خالص وجود نقد حاصل از تامین مالی از طریق سرمایه، بازده آتی سهام کاهش خواهد یافت. با توجه به معنادار نبودن رابطه بین دو متغیر مذکور در گروه کنترل می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه ارزیابی اشتباه در مورد این جزء فعالیتهای تامین مالی خارجی مورد تایید قرار می‌گیرد.

علت این موضوع را می‌توان این گونه بیان کرد که افزایش سرمایه طبق فرضیه ارزیابی اشتباه زمانی انجام می‌پذیرد که ارزش بازار شرکت‌ها بیش از ارزش واقعی آنها می‌باشد و از طرفی خبر افزایش سرمایه به راحتی و به سادگی از طریق منابع مختلف اطلاعاتی از جمله بورس اوراق بهادار در اختیار سرمایه‌گذاران، اعتباردهنده‌گان و سایر استفاده‌کنندگان قرار خواهد گرفت و تأثیر فرضیه مذکور مشهودتر خواهد بود.

بررسی فرضیه سوم

آزمون کل مشاهدات نمونه در بررسی فرضیه سوم نشان داد که رابطه معناداری بین تامین مالی از طریق بدھی با تغییرات آتی بازده سهام وجود ندارد. در ارتباط با گروه آزمون و گروه کنترل نیز نتیجه ییانگر این است که این دو متغیر رابطه معناداری با یکدیگر ندارند، با توجه به نتایج فوق می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه ارزیابی اشتباه در مورد این جزء فعالیتهای تامین مالی خارجی تایید نمی‌گردد. با توجه به اینکه در ایران تامین مالی شرکت‌ها از محل بدھی عمدتاً از طریق سیستم بانکی انجام می‌شود، و لحاظ نمودن این نکته که در شرایط اعطای تسهیلات بانک‌ها،

سطح قیمت بازار سهام مطرح نمی باشد، لذا نمی توان انتظار تایید فرضیه ارزیابی اشتباه را در خصوص تامین مالی از محل بدھی را داشت.

فرضیه	شرح فرضیه	نتیجه تحقیق	نتایج موافق	نتایج مخالف
اول	مجموع فعالیت های رابطه منفی و معنادار تامین مالی خارجی	-	جی کای و رژی ڈانک (۲۰۰۵)، برادشو و دیگران (۲۰۰۶)، دائل کوہن و توماس لایس (۲۰۰۶)	
دوم	تامین مالی از طریق رابطه منفی و معنادار سرمایه	یکرو و گلر (۲۰۰۲)، برادشو و دیگران (۲۰۰۶)، دائل کوہن و توماس لایس (۲۰۰۶)، رحمانی (۱۳۸۱)، عبادی (۱۳۷۴)	رتر (۱۹۹۱)، شمس عالم (۱۳۷۵)، میرمحربی (۱۳۸۰)، یحیی زاده فروابنوری (۱۳۸۳) دولت آبادی (۱۳۸۱)، روپیشی و گل کاریان (۱۳۸۴) و گازران (۱۳۸۴)	
سوم	تامین مالی از طریق بدون رابطه بلندی	کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹)	اسلون و ریچاردسون (۲۰۰۳)، برادشو و دیگران (۲۰۰۶)، دائل کوہن و توماس لایس (۲۰۰۶)	
جدول ۴: خلاصه نتایج تحقیق و تحقیقات مشابه				

محدودیت‌های تحقیق

در فرآیند انجام یک پژوهش علمی، شرایط و مواردی وجود دارد که چندان در کنترل پژوهشگر نمی‌باشند. از جمله محدودیت‌های حاکم بر تحقیق حاضر می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱. از محدودیت‌های این تحقیق ادغام تعدادی از صنایع با یکدیگر است. از آنجا که تعداد شرکت‌های موجود در برخی از صنایع مانند محصولات چوبی، چاپ و انتشار محدود بود یا پس از اعمال محدودیت‌های تحقیق تعداد زیادی از شرکت‌های موجود در برخی از صنایع حذف شد، مجبور به حذف یا ادغام این شرکت‌ها در صنایع دیگر شدیم.
۲. با توجه به محدودیت‌های جامعه آماری، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها باید با در نظر گرفتن محدودیت‌ها انجام شود.

۳. متغیرهای کنترلی زیاد دیگری نیز می‌توانست بر بازده سهام تاثیرگذار باشد که در این پژوهش تنها اثر سه مورد از آنها کنترل گردید.

پیشنهادات تحقیق

پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

با توجه به نتیجه بدست آمده در فرضیه اول تا سوم در گروه آزمون و تایید فرضیه ارزیابی اشتباہ می‌توان گفت شرکت‌ها بهتر است زمانی را برای تامین مالی از طریق سرمایه انتخاب کنند که ارزش سهام آنها در بازار بیش از ارزش واقعی نباشد چرا که این موضوع در آینده با کاهش بازده آتی سهام آنها همراه خواهد شد.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱. جامعه آماری این پژوهش مشتمل از شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، پیشنهاد می‌شود تحقیق حاضر در جامعه آماری مشتمل از کلیه شرکت‌ها اعم از تولیدی و غیر تولیدی انجام شود و همچنین می‌توان با انجام پژوهش‌های مشابه رابطه بین عملکرد آتی شرکت و فعالیت‌های تامین مالی را در شرکتهای تولیدی و غیرتولیدی مقایسه نمود.

۲. در این پژوهش فعالیت‌های تامین مالی خارجی مورد بررسی قرار گرفت. در تحقیقات آتی می‌توان از فعالیت‌های تامین مالی داخلی نیز به جهت متغیر مستقل استفاده کرد. رویکرد این پژوهش استفاده از اطلاعات صورت جریان وجوه نقد برای متغیرهای تامین مالی می‌باشد. در تحقیقات آتی می‌توان از رویکرد ترازنامه ای نیز استفاده نمود.

پی‌نوشت

¹Myers, Mazholof

²Baker

³Wurgler

⁴Modigliani & Miller

⁵Spiess

⁶Affleck-Graves

- ⁷ Masulis
⁸ Korwar
⁹ Howe
¹⁰ Shilling
¹¹ Rutherford & Allen
¹² Yong
¹³ Jie Cai
¹⁴ Zhang
¹⁵ Sloan & Richardson
¹⁶ Bradshaw
¹⁷ Cohen
¹⁸ Lys

منابع

1. رحمانی، محمود (۱۳۷۴)، "تأثیر روش‌های تامین مالی (وام‌های بلندمدت و انتشار سهام عادی) بر روی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
2. رهنماei روپشتی، فریدون و گل کاریان، سعید (۱۳۸۴)، "ارزیابی آثار شیوه‌های افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مدیرساز، شماره ۱۷، صص ۷۹-۸۸.
3. شمس‌عالی، حسام (۱۳۷۵)، "تأثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۰-۱۳۷۴، پایان نامه کارشناسی ارشد"، دانشگاه تهران.
4. عبادی دولت‌آبادی، میرکریم (۱۳۸۱)، "بررسی تأثیر روش‌های تامین مالی (منابع خارجی) بر بازده و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.
5. کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاہر (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر روش‌های تامین مالی بر بازده آتی سهام"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم، شماره دوم، صص ۷۵-۱۰۸.

۶. گازران، منیره (۱۳۸۴)، "بررسی و مقایسه‌ی آثار ناشی از روش‌های مختلف افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده‌ی علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهرا.
۷. میرمحرابی، هادی (۱۳۸۰)، "بررسی رابطه بین افزایش سرمایه و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۴-۱۳۷۸"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
۸. نجفی عمران، مظاہر (۱۳۸۹)، "بررسی تاثیر روش‌های تامین مالی بر بازده آتی سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی.
۹. یحیی‌زاده فر، محمود و ابونوری، اسماعیل (۱۳۸۳)، "بررسی اثر انتشار حق تقدیم بر بازده سود سهام در بازار اوراق بهادار تهران"، مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران، شماره ۱۵، صص ۱۴۶-۱۲۹.

10. Baker, M. and Jeffrey, Wurgler. (2002)." Market Timing and Capital Structure". Journal of Finance, American Finance Association, 57(1), 1-32.
11. Baker, M., Jeffrey, and Wurgler. (2000)."The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns". Journal of Finance, 55 (5): 2219-2257.
12. Billett, M.T., Flannery, M.J., Garfinkel, J.A.,(2001)." The long-run performance of firms following loan announcements", Working Paper, University of Iowa.
13. Bradshaw, M., Richardson, S.A., Sloan, R.G., (2006)." The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns". Journal of Accounting and Economic 46, pp 53-85.
14. Daniel A. Cohen, Thomas Z. Lys,(2006)."Weighing the evidence on the relation between external corporate financing activities, accruals and stock returns". Journal of Accounting and Economics 42, 87-105.
15. Eberhart, A., Siddique, A., (2002)." The long-term performance of corporate bonds (and stocks) following seasoned equity offerings". The Review of Financial Studies 15, 1385-1406.

16. Howe, J. S. and Shilling, J. D. (1988)." Capital Structure Theory and REIT Security Offerings". *Journal of Finance*, 43: 983-93.
17. Ikenberry, D.L., Lakonishok, J., Vermaelen, T., (1995)." Market underreaction to open market share repurchases". *Journal of Financial Economics* 39, 181–208.
18. Jie, C. and Zhang, Z. (2005)." Capital Structure Dynamics and Stock Returns". *Journal of Political Economy*, 112: 106-132 .
19. Loughran, T., J.R Ritter,(2000)," Uniformly Least Powerful ,Tests of Market Efficiency", *Journal of Financial Economics*, 55, 361-389.
20. Loughran, T., Ritter, J.R., (1997)". The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings". *The Journal of Finance* 52, 1823–1850.
21. Masulis, R. and Korwar, A. (1986)." Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation". *Journal of Financial Economics*, 1(15): 91-118.
22. Masulis, R. W. (1980)". Optimal Capital structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, 8: 3. 30.
23. Modigliani, F., Miller, M. (1958)." The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review*, 48 (3): 261–297.
24. Myers, S. C. (1984)." The Capital Structure Puzzle". *Journal of Finance*,39: 575–592.
25. Myers, Stewart, and Nicholas Majluf. (1984)". Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information those Investors do not have". *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
26. Richardson, S.A., Sloan, R.G., (2003)." External financing, capital investment and future stock returns". Working Paper, University of Pennsylvania and University of Michigan.
27. Ritter, J.R., (1991)." The long run performance of initial public offerings". *Journal of Finance* 46, 3–27.
28. Ritter, J.R.,(2003)." Investment banking and securities issuance. In: Constantinides", G., Harris, M., Stulz, R. (Eds.), *Handbook of Economics and Finance*. North-Holland, Amsterdam pp.
29. Rutherford, R. C. and Allen, T. M. (2004)." Impact of Financing Decision on the Security Returns of Real Estate Corporations". *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 5(4), December 1992, 393-400.
30. Spiess, D.K., Affleck-Graves, J., (1999)." The long-run performance of stock returns following debt offerings". *Journal of Financial Economics* 54, 45–73.

- 31.Yong, S. C. (2005)." The Substitution Effects of Short-Term Debt for Long Term Debt on the Expected Returns of Common Stock". *Asia Pacific Journal of Management*, 11 (2): 187-203.