

بررسی تاثیر تامین مالی از طریق بدهی و سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد حسین مظلومان^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۱۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۴/۱۸

چکیده

این پژوهش با هدف بررسی تاثیر تامین مالی از طریق بدهی و سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به انجام رسید. متغیر وابسته این پژوهش بازده سهام و متغیرهای مستقل تامین مالی از طریق بدهی و سهام شرکت‌ها در نظر گرفته شد. برای گردآوری اطلاعات، از تعداد ۱۳۹ شرکت در دوره مالی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ به عنوان نمونه آماری از شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران استفاده گردید. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون پانل دیتا و رگرسیون ترکیبی در نرم‌افزار Eviews10 تجزیه و تحلیل شد. تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان داد که تامین مالی از طریق بدهی تاثیر مثبت و معناداری بر بازده سهام شرکت دارد. تامین مالی از طریق سهام تاثیر مثبت و معناداری بر بازده سهام شرکت دارد.

واژگان کلیدی

بازده سهام، تامین مالی از طریق بدهی، تامین مالی از طریق سهام.

۱. دانش آموخته کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه غیرانتفاعی راهبرد شمال، رشت، گیلان، ایران. (Mohammadhn33.nmm@gmail.com)

مقدمه

در ادبیات جدید مدیریت مالی و حسابداری ساختار تامین مالی از پارادایم‌های نوین است که بر بستر تفکر ارزش آفرینی شکل گرفته است زیرا ساختار سرمایه نشان‌دهنده میزان استفاده از ابزار بدهی و ابزار سرمایه در تامین منابع مالی واحدهای تجاری است (حیدری و همکاران، ۱۳۹۷). با مراجعه به تحقیقات و ادبیات مالی مشاهده می‌شود که از عمده‌ترین دلایل ناکامی شرکت‌ها فقدان یا عدم کفایت سرمایه‌گذاری و تامین مالی نامناسب و ناکافی آنان است. به‌عنوان مثال، مالکان این‌گونه شرکت‌ها ممکن است ترکیب نامناسبی از منابع (بدهی در مقابل سرمایه) را انتخاب کنند، یا اینکه منابعی را تحصیل کنند که تعهدات و محدودیت‌های نقدینگی بالایی به دنبال داشته باشد و یا قراردادهایی منعقد کنند که تعهدات، هزینه‌های بالایی را برای آنان تحمیل نماید. حتی ممکن است برای تامین مالی به عرضه‌کنندگان منابعی مراجعه کنند که کار کردن با آن‌ها مشکل‌ساز باشد؛ بنابراین، ممکن است ضعف‌های موجود منجر به سرمایه‌گذاری نامناسبی شود که ادامه بقا و حیات شرکت را تهدید کند و در نهایت با بازده نامناسب مالی روبرو شوند (مردونس و گوئو، ۲۰۲۰).

تصمیمات تامین مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، تصمیم‌هایی هستند که هر دو با آینده‌نگری اتخاذ می‌شوند. مدیریت مالی با تصمیم‌گیری درباره بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام، منابع مالی را تامین می‌کند و با تصمیم‌گیری درباره دارایی‌های جاری، دارایی‌های بلندمدت و سرمایه‌گذاری‌ها، آن‌ها را بکار می‌برد. یکی از چالش‌های مدیریت مالی، ساختار سرمایه می‌باشد که به بررسی تاثیر ترکیب ساختار سرمایه شرکتها بر ارزش شرکت و به نوعی دیگر بر هزینه سرمایه می‌پردازد. اهرم مالی به کاربرد منابع و جوهی که برای شرکت هزینه ثابت مالی ایجاد می‌کند، اشاره دارد. هر چه اهرم مورد استفاده میزان بدهی‌ها و سهام ممتازی که برای شرکت هزینه ثابت ایجاد می‌کند بیشتر باشد؛ ریسک مالی بیشتر می‌شود. ریسک ناشی از تغییرات اهرم تقریباً در کنترل مدیریت است. به دلیل تاثیر اهرم بر سودآوری و ارزش شرکت، یک مدیر باید اطلاعات کافی از نحوه محاسبه و ارزیابی اهرم داشته باشد (اسدی و همکاران، ۱۳۹۳).

شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری و کسب انتفاع بیشتر (سود) نیازمند پول هستند؛ و می‌بایست این پول را از دو روش تامین کنند که عبارتست از؛ بدهی و سرمایه هرکدام از این روش‌ها مزایا و معایبی دارند که آن‌ها را بر می‌شماریم. بدهی یکی از اجزای اصلی ساختار سرمایه اکثر شرکت‌هاست که نقش مهمی در مدیریت تامین مالی شرکت‌ها ایفا می‌کند. در تامین مالی از طریق بدهی در تصمیم‌های تامین مالی، شرکت وجوه مورد نظر خود را در حال حاضر به کار می‌گیرد تا در آینده بتواند به تعهدات خود در قبال تامین‌کنندگان منابع مالی عمل کند و آنچه که در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نقش کلیدی را بازی می‌کند هزینه سرمایه شرکت است؛ زیرا هزینه سرمایه به عنوان نرخ تنزیل جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. وجود بدهی در ساختار مالی شرکت‌ها بدلیل مزیت مالیاتی، موجب افزایش سود حسابداری و به تبع آن افزایش نرخ سود هر سهم می‌گردد اما بدلیل وجود هزینه‌های بهره و احتمال عدم ایفای تعهدات در سررسید، سبب افزایش ریسک مالی و در نتیجه کاهش قیمت بازار سهام و به تبع آن کاهش بازده سهام می‌شود. در روش تامین مالی از طریق سهام شرکت مبادرت به انتشار سهام می‌کند که شامل سهام عادی می‌شود و همواره دارای مزایا و معایبی می‌باشد. از مزایای آن این است که سهام‌دار فقط از سود به ازای هر سهم (EPS) بهره‌مند

¹ - Mardones and Cuneo

می‌شود و تاثیری روی سود مجموع ندارد. از معایب آن این است که سهام داران در ازای ریسک بیشتری که نسبت به صاحبان بدهی تحمل می‌کنند، خواهان سود بیشتری بوده، موجب بیان نظرهای غیر تخصصی شده و مشکلات نمایندگی را به وجود می‌آورد (ایمنی و علیزاده، ۱۳۹۸).

شناسایی راه‌های مختلف تامین مالی از طریق بدهی و بهره‌گیری از ابزارهای مناسب مالی، مدیریت را در اتخاذ تصمیمات صحیح‌تر و کسب منابع بیشتر یاری خواهد نمود. منابع تامین مالی به دو بخش منابع مالی داخلی و منابع مالی خارجی تقسیم می‌شود. در بخش منابع داخلی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تامین مالی می‌کند؛ یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیتهای عمدتاً عملیاتی شرکت جهت کسب بازدهی بیشتر به کار می‌گیرد. در بخش منابع خارجی نیز شرکت از محل بدهی‌ها و انتشار سهام اقدام به تامین مالی می‌کند. یکی از اهداف مدیران شرکت کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه حداکثر کردن ثروت سهامداران می‌باشد. ساختار سرمایه یکی از ابزارهای مؤثر مدیران در جهت مدیریت هزینه سرمایه می‌باشد. ساختار سرمایه بهینه زمانی ایجاد می‌شود که مدیران بتوانند هزینه سرمایه شرکت را به حداقل برسانند (اسدی و همکاران، ۱۳۹۳). در طول بحران مالی سال ۲۰۰۷ ورشکستگی شرکت‌های بزرگ و بانک‌ها به ذینفعان آسیب رساند. این امر موجب شد که عموم مردم شک کنند که آیا هدف شرکت‌ها هنوز هم به حداکثر رساندن منافع سهامداران است. به گفته برخی از محققان بر اساس نظریه ذینفعان، نگاه‌ها نه تنها باید منافع سهامداران را به حداکثر برسانند، بلکه باید منافع ذینفعان را نیز مورد توجه قرار دهند (یانگ و همکاران^۱، ۲۰۱۸). مسئله‌ی بررسی تاثیر تامین مالی از طریق بدهی و سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به معنای بررسی رابطه‌ی بین منابع تامین مالی شرکت‌ها و بازده سهام آن‌ها است. این مسئله در واقع به دنبال پاسخ به این سوالات است آیا تامین مالی از طریق بدهی و سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مثبت یا منفی دارد؟ آیا شرکت‌هایی که از طریق بدهی تامین مالی می‌کنند، بازده سهام پایین‌تری نسبت به شرکت‌هایی دارند که از طریق صدور سهام تامین مالی می‌کنند؟ آیا تغییرات در سطح بدهی و سهام شرکت‌ها، تاثیر مستقیم بر بازده سهام آن‌ها دارد؟ به طور کلی، بررسی تاثیر تامین مالی از طریق بدهی و سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به منظور ارائه راهکارهای بهبود عملکرد شرکت‌ها و بهبود بازده سهام آن‌ها انجام می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

محدودیت‌های تامین مالی، شرکت‌ها را به شدت به لحاظ اقتصادی تحت تاثیر قرار می‌دهد. بحران اعتباری سال ۲۰۰۸ احتمالاً تحت تاثیر هر دو بازار بدهی‌ها و سیاست‌های بانکی در تامین مالی توسط بدهی به وسیله شرکت‌ها قرار گرفته بود. این امر مشخص کرد که تجزیه و تحلیل بیشتری در ارتباط با تاثیر هزینه بدهی با بحران مالی در جهان باید صورت پذیرد. با این حال، این ایده که شرکت همچنان به سرمایه‌گذاری در طول زمان‌های بحران مالی ادامه می‌دهد می‌تواند شواهدی از اثرگذاری تامین مالی توسط بدهی ارائه دهد (لاروسا و همکاران^۲، ۲۰۱۸). با بروز بحران‌های مالی در چند دهه اخیر، بر نقش محیط نهادی کشورها و به عنوان عامل مهم در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها تاکید شده است. تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها به محیط نهادی و سیاست‌های دولت در کشوری که در آن فعالیت دارند، بیش‌تر

¹ - Yang et al

² - La Rosa et al

بستگی دارد تا به صنعتی که در آن فعالیت می‌کنند. افزایش نااطمینانی اقتصاد منجر به افزایش نرخ‌های تنزیل (صرف ریسک) شده و اوضاع نقدینگی آینده را بدتر می‌کند. این امر، سبب کاهش ارزش تنزیل یافته منافع مالیاتی مورد انتظار شده و مزیت‌های سهام وصول نشده بدهی را کاهش می‌دهد. در نتیجه، با کاهش میزان بدهی معوق شرکت‌ها در شرایط رکودی، عملکردشان نیز کاهش می‌یابد (صادقی، ۱۴۰۰).

در زمینه پیش‌بینی بازده سهام که یکی از موضوع‌های مطلوب سرمایه‌گذاران و پژوهشگران مالی است، تاکنون تلاش‌های زیادی انجام شده است تا الگویی ارائه شود که بازده سهام را به شکل درخور اتکایی پیش‌بینی کند. براساس بررسی‌های انجام‌شده، الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، پرکاربردترین الگویی است که در حوزه‌های مختلف مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری به‌ویژه برآورد بازده سهام شرکت‌ها در عمل استفاده شده است. اگرچه آزمون‌های تجربی اولیه، پیش‌بینی محوری الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را مبنی بر وجود رابطه خطی مثبت بین ریسک نظاممند و بازده سهام تأیید می‌کند، نتایج مطالعات اخیر نشان می‌دهد ضریب بتا به‌عنوان شاخص ریسک نظاممند، توانایی تشریح اختلاف میانگین بازده سهام را ندارد و غیر از ریسک نظاممند، متغیرهای دیگری که در چارچوب این الگو قرار ندارند، در تبیین اختلاف بازده سهام، نقش مؤثری دارد (عسگرنژاد نوری، ۱۳۹۷).

اصولاً سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در طرح‌ها و پروژه‌ها، متغیرهای کلیدی آنها را تحلیل می‌کنند. در گرفتن تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار نیز اولین و مهم‌ترین عاملی که فراروی سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد، بازده و بررسی روند تغییرات قیمت سهام است. از آنجا که قیمت سهام با تأثیر گرفتن از عوامل مختلف تغییر می‌کند و هرکدام از این عوامل به‌نوعی سبب کاهش یا افزایش قیمت سهام می‌شوند، بررسی و تحلیل هر یک از عوامل ضروری است. با تجزیه و تحلیل نسبت‌های مالی می‌توان شناخت بهتری از وضعیت مالی یک شرکت به دست آورد و تغییرات در قیمت سهام را بررسی کرد. سودمندی نسبت‌های مالی برای سرمایه‌گذاری در سهام عادی نشان داد که نسبت بازده سرمایه‌گذاری‌ها یکی از عوامل مهم در تصمیم‌گیری است و رتبه‌بندی اوراق بهادار بر مبنای نرخ بازده سرمایه‌گذاری برای کمک به تصمیم‌گیرندگان مفید است (چهارمحالی و همکاران، ۱۳۹۸).

زیتون و گوئید (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان رابطه بین ساختار بدهی، عملکرد شرکت و بحران مالی: شواهد داده‌های تابلویی غیرخطی از ژاپن به تجزیه و تحلیل رابطه غیر خطی بین ساختار بدهی و عملکرد شرکت بر اساس شواهدی از ژاپن از طریق استفاده از مدل اثرات ثابت داده‌های تابلویی برای نمونه‌ای از ۱۶۷۰ شرکت ژاپنی پرداختند. این اولین مطالعه‌ای است که به تأثیر آستانه بدهی کوتاه مدت بر عملکرد شرکت و همچنین تأثیر بحران مالی جهانی ۲۰۰۸ (GFC) بر تأثیر غیرخطی ساختار بدهی بر عملکرد شرکت می‌پردازد. یافته‌های این مطالعه وجود تأثیر غیرخطی بدهی با سررسید کوتاه‌مدت را بر عملکرد شرکت نشان می‌دهد. علاوه بر این، یک رابطه U شکل بین عملکرد شرکت و بدهی کوتاه‌مدت وجود دارد که نشان می‌دهد سود شرکت در سطوح پایین‌تر بدهی کوتاه‌مدت (زیر ۴۵٫۲ درصد) کاهش می‌یابد و در سطوح بالاتر بدهی با سررسید کوتاه‌مدت افزایش می‌یابد. علاوه بر این، این آستانه بدهی کوتاه مدت به طور قابل توجهی تحت تأثیر بحران مالی قرار گرفت.

ژیا و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی بدهی دولت بر تصمیمات تامین مالی شرکت‌های چینی طی دوره زمانی ۲۰۱۸-۲۰۰۰ در ۲۱ استان چین با استفاده از رویکرد داده‌های تلفیقی پرداختند. نتایج وجود اثر برون‌رانی مالی در شرکت‌ها را تایید

نمود؛ به عبارت دیگر، بین بدهی دولت و اهرم مالی شرکت رابطه منفی و معنادار وجود دارد. همچنین شدت این رابطه در شرکت‌های بزرگ و در مناطق توسعه یافته، بزرگ‌تر است.

دمیرسی و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی نقش بدهی دولت بر تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها در ۴۰ کشور طی دوره زمانی ۲۰۱۴-۱۹۹۰ با استفاده از رویکرد داده‌های تلفیقی پرداختند. نتایج وجود رابطه منفی بین بدهی دولت و بدهی شرکت‌ها را تایید می‌کند؛ به عبارت دیگر، بدهی دولت سبب برون‌رانی بدهی شرکت شده است. هم‌چنین، اثر برون‌رانی مالی برای شرکت‌ها با اندازه بزرگ‌تر و سودآوری بالاتر که به راحتی می‌توانند ساختار سرمایه خود را تعدیل نمایند، بزرگ‌تر است.

الحیدر و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان مالکیت دولتی، محدودیت مالی، فساد و عملکرد شرکت: شواهد بین‌المللی با استفاده از نمونه‌ای از ۸۲۳۲ شرکت از ۸۱ کشور، به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر محدودیت مالی و تأثیر محدودیت مالی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند. علاوه بر این، به نقش مدون فساد در سطح کشورها در ارتباط با این دو رابطه پرداخته شد. نتایج نشان داد که شرکت‌های دولتی با محدودیت‌های مالی کمتری مواجه هستند و شرکت‌هایی که محدودیت‌های مالی کمتری دارند عملکرد بهتری دارند. علاوه بر این، نتایج نشان داد که ارتباط بین مالکیت دولتی و محدودیت مالی و ارتباط بین محدودیت مالی و عملکرد شرکت‌ها برای شرکت‌هایی که در کشورهای دارای سطح پایین‌تر فساد هستند، کم‌تر است.

رسفیانجی و دهقان (۱۴۰۰) در تحقیقی با عنوان تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی پایداری شرکت (مورد مطالعه: بانک‌های خصوصی کشور) کارکنان بانک‌های خصوصی ایران را مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از فرمول کوکران ۳۸۴ نفر به عنوان نمونه انتخاب شده و مورد بررسی قرار گرفتند. در نهایت تحلیل داده‌های مورد نیاز جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق با استفاده از مدل معادلات ساختاری و نرم افزار **plis3** انجام شد. نتایج نشان داد حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و پایداری شرکت تاثیرگذار است. همچنین پایداری شرکت بر عملکرد مالی تاثیرگذار است. نتایج همچنین نشان داد حاکمیت شرکتی با توجه به نقش میانجی پایداری شرکت بر عملکرد مالی تاثیرگذار است. نقش میانجی کارایی زیست محیطی و سیستم مدیریت سلامتی و ایمنی در رابطه میان حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی تایید شد؛ اما توسعه جامعه و مدیریت محیط زیست، تعهد و ظرفیت توسعه اجتماعی این رابطه را میانجی نمی‌کنند.

صادقی (۱۴۰۰) در تحقیقی با عنوان بدهی دولت و ساختار سرمایه شرکت‌ها در ایران: آزمون فرضیه برون‌رانی مالی به بررسی رابطه بین بدهی دولت و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های بورسی در ایران طی دوره زمانی ۹۸-۱۳۹۰ با استفاده از رویکرد داده‌های تلفیقی پرداختند. نتایج نشان داد بین بدهی دولت و اهرم مالی (بر حسب هر دو ارزش دفتری و ارزش بازاری) شرکت‌های بورسی ایران رابطه منفی و معنادار وجود دارد. البته ضرایب برآوردی نسبتاً کوچک هستند؛ به عبارت دیگر، فرضیه برون‌رانی مالی در شرکت‌های بورسی ایران تایید می‌گردد. هم‌چنین، نتایج نشان داد شرکت‌هایی که از اندازه بزرگ‌تر و سودآوری بالاتری برخوردارند، بیش‌تر به تغییرات بدهی دولت واکنش نشان می‌دهند؛ به عبارت دیگر، هر چه اندازه و سودآوری شرکت‌ها بیش‌تر باشد، اثر برون‌رانی مالی بزرگ‌تر است. بر اساس نتایج، پیشنهاد می‌شود، مدیران شرکت‌ها در مواجهه با سیاست‌های بدهی دولت، راهبردهای تنوع درآمدزایی و سودآوری را در اولویت شرکت قرار دهند.

مومنی طاهری و صادقی (۱۳۹۶) در تحقیقی با عنوان رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی با تاکید بر ادوار تجاری: تحلیلی از شرکت‌های سهام‌محور و بدهی‌محور به بررسی رابطه ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با تاکید بر وضعیت اقتصاد کلان در ایران پرداختند. بدین منظور، شرکت‌های مورد بررسی بر حسب الگوی تامین مالی به دو گروه شرکت‌ها با ساختار سرمایه بدهی‌محور و سهام‌محور تفکیک شده‌اند. نتایج با استفاده از الگوی GMM نشان داد در هر دو گروه از شرکت‌ها، ساختار سرمایه اثر منفی و معناداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد. البته این اثر منفی در شرکت‌های بدهی‌محور، بزرگ‌تر است. همچنین واکنش عملکرد مالی شرکت‌ها نسبت به رکود اقتصادی در شرکت‌ها با ساختار سرمایه بدهی‌محور نسبت به سهام‌محور، شدیدتر است؛ به عبارت دیگر، در دوران رکود اقتصادی شرکت‌ها با ساختار سرمایه سهام‌محور از عملکرد بهتری برخوردارند. بر اساس نتایج، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها به منظور داشتن الگوی تامین مالی مناسب به ویژه در شرایط رکود اقتصادی، از میزان سهام بیشتری در تامین منابع مالی مورد نیاز خود استفاده نمایند.

فرضیات پژوهش

هدف تحقیق بررسی تاثیر تامین مالی از طریق بدهی و سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بر اساس مبانی بیان شده فرضیات پژوهش به صورت زیر طراحی شدند:

فرضیه اول: تامین مالی از طریق بدهی تاثیر معناداری بر بازده سهام شرکت دارد.

فرضیه دوم: تامین مالی از طریق سهام تاثیر معناداری بر بازده سهام شرکت دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از جنبه هدف، از نوع تحقیقات کاربردی بشمار می‌رود، از بعد نحوه استنباط، در گروه تحقیقات توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای تحقیق، از تکنیک‌های رگرسیون و همبستگی استفاده شد که به این ترتیب از نظر استدلالی، استدلال استقرایی است. همچنین، از آنجایی که از طریق آزمایش به نتیجه می‌رسیم. همچنین این تحقیق در گروه تئوری‌های اثباتی قرار خواهد گرفت. از آنجاکه در این پژوهش به منظور بررسی روابط بین متغیرها، از اطلاعات گذشته استفاده شده، در ردیف مطالعات پس رویدادی قرار می‌گیرد. در پژوهش پس رویدادی، داده‌ها از محیطی که به گونه‌ای طبیعی وجود داشته است و یا از وقایع گذشته جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌شوند. در این پژوهش گردآوری اطلاعات در ارتباط با مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش مبتنی بر روش کتابخانه‌ای است. گردآوری اطلاعات متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه حاضر در بورس تهران به عنوان روش میدانی مطرح می‌گردد. به دلیل اینکه در این پژوهش از اطلاعات مربوط به گذشته استفاده گردید، در زمره پژوهش‌های پس رویدادی قرار می‌گیرد. همچنین به علت اینکه این پژوهش به دنبال یافتن ارتباط میان متغیرها است بر حسب استراتژی یک پژوهش همبستگی برشمرده می‌شود؛ و در نهایت چون نتایج این پژوهش می‌تواند مورد استفاده بسیاری از پژوهشگران، مدیران، تحلیلگران، شرکت‌های بورسی و سازمان بورس اوراق بهادار قرار گیرد، یک پژوهش کاربردی است.

جامعه تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. به منظور انجام تحقیق، در هر سال از سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰، اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، که دارای ویژگی‌های زیر می‌باشند جمع‌آوری گردید:

۱. برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آنها، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.
۲. طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچ‌گونه توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
۳. کلیه اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌ها برای پژوهش در دسترس باشد.
۴. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ، لیزینگ‌ها و بیمه) نباشند.
۵. شرکت‌ها قبل از ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده باشند.

جدول (۱): روند انتخاب نمونه

۵۵۷	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۰
	معیارها:
(۱۷۷)	سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه هر سال نیست.
(۸۹)	قلمرو زمانی پژوهش، توقف فعالیت داشته و دوره مالی خود را تغییر داده است.
(۶)	کلیه اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌ها برای پژوهش در دسترس نیست.
(۶۵)	جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ، لیزینگ‌ها و بیمه) نباشند.
(۸۱)	شرکت‌ها بعد از ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده باشند.
۱۳۹	تعداد نمونه

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۳۹ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است؛ که همه آن‌ها به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. از این رو مشاهدات ما طی بازه زمانی ۱۳۹۱ لغایت ۱۴۰۰ به ۱۳۹۰ سال - شرکت (۱۰ سال × ۱۳۹۰ شرکت) می‌رسد.

مدل عملیاتی و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

این تحقیق چون به بررسی روابط میان متغیرها می‌پردازد از نوع تحقیقات همبستگی می‌باشد. بر این اساس هر یک از متغیرهای تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه محاسبه شده و به وسیله مدل‌های رگرسیونی متناظر با هر فرضیه در نرم‌افزار EViews10 تجزیه و تحلیل می‌گردد مدل رگرسیونی فرضیات عبارتند از:

$$RE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FDEBT_{it} + \beta_2 FE_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 LOSS_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 INDB_{it} + \beta_7 AUDIT_{it} + \epsilon_{it}$$

$$RE_{it} = \text{بازده سهام شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$$FDEBT_{it} = \text{تامین مالی از طریق بدهی شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$FE_{it} = \text{تامین مالی از طریق سهام شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$$MB_{it} = \text{ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$$LOSS_{it} = \text{زیان شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$$SIZE_{it} = \text{اندازه شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$INDB_{it}$ = استقلال هیئت مدیره شرکت i در زمان t

$AUDIT_{it}$ = اندازه حسابرس شرکت i در زمان t

β = ضرایب رگرسیونی

ϵ_{it} = جمله خطا

محاسبه متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

بازده سهام: از رابطه زیر محاسبه می‌گردد:

$$RE_{it} = \frac{D_{it} + P_{it}(1 + \alpha + \beta) - (P_{i,t-1} + c\alpha)}{P_{i,t-1} + c\alpha} \times 100$$

که:

RE_{it} = بازده سهام

D_{it} = سود نقدی تقسیمی هر سهم طی سال

P_{it} = قیمت بازار سهم در پایان سال

$P_{i,t-1}$ = قیمت بازار سهم در اول سال

α = نشان دهنده درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی

β = به معنای افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود انباشته

C = مبین مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سهامدار از محل آورده نقدی یا مطالبات است.

متغیرهای مستقل:

تأمین مالی از طریق بدهی: یک متغیر مصنوعی بوده و در صورتی که واحد تجاری در دوره ای بیشتر از ۵ درصد

بدهی‌های بلندمدت خود در ابتدای دوره تأمین مالی کرده باشد برابر ۱ و در غیر اینصورت صفر خواهد بود.

تأمین مالی از طریق سهام: یک متغیر مصنوعی بوده و در صورتی که واحد تجاری در دوره‌ای بیشتر از ۵ درصد

سهام خود در ابتدای دوره تأمین مالی کرده باشد برابر ۱ و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

متغیرهای کنترلی:

ارزش بازار به ارزش دفتری: از نسبت ارزش بازار ارزش دفتری به حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.

زیان: اگر شرکت زیان داشته میشود (یک)، در غیر اینصورت میزان زیان صفر است.

اندازه شرکت: از لگاریتم ارزش دفتری دارایی‌ها بدست می‌آید.

استقلال هیئت مدیره: که از تقسیم اعضای غیر موظف به کل هیئت مدیره بدست می‌آید.

اندازه حسابرس: اگر سازمان حسابرسی حسابرسی شرکت را انجام داده باشد مقدار آن یک و در غیر اینصورت مقدار

آن صفر می‌باشد.

یافته‌های پژوهش

در بخش تحلیل آماری پژوهش با استفاده از ابزارهای مناسب، اطلاعات مورد نیاز جهت آزمون فرضیه‌ها به شیوه تجربی

گردآوری می‌گردد، سپس با استفاده از تکنیک‌های مناسب آماری که با روش پژوهش، نوع متغیرها و ... سازگاری

دارد، دسته‌بندی و تجزیه و تحلیل شده و در نهایت فرضیه‌ها آزمون می‌گردد. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار EViews10 که یک نرم افزار اقتصادسنجی است، استفاده گردید. آزمون‌های آماری مورد نیاز در این قسمت عبارتند از آزمون نرمال بودن خطاها توسط آزمون جاکرک برا؛ آزمون مانایی توسط آزمونهای Levin, Lin & Chu؛ تشخیص نوع داده‌های ترکیبی آزمون اف لیمر؛ معنادار بودن مدل رگرسیون آزمون F؛ آزمون معنادار بودن ضرایب آماره T؛ همسانی واریانس خطاها آزمون بارتلت؛ تعیین نوع روش برآورد (در صورت نیاز) آزمون هاسمن؛ آزمون هم خطی ضریب همبستگی و عدم خودهمبستگی جملات خطا آزمون دورین واتسون است. جدول (۲) نشان‌دهنده آمار توصیفی متغیرهای پژوهش می باشد که شامل ۱۳۹۰ مشاهده است. در این جدول شاخص‌های میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی بیان می‌گردد.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
RE	۰,۹۳۳	۰,۳۰۱	۱۸,۳۸۷	-۰,۸۱۹	۱,۸۶۴	۳,۲۵۳	۱۸,۳۱۶
FDEBT	۰,۲۸۸	۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۴۵۳	۰,۹۳۳	۱,۸۷۱
FE	۰,۹۸۹	۱,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۱۰۳	-۹,۴۶۹	۲۰,۶۷۷
MB	۴,۸۴۳	۲,۸۸۳	۹۸,۱۹۸	-۴۹,۷۰۳	۷,۴۵۱	۳,۳۵۲	۳۸,۰۰۵
LOSS	۰,۰۸۴	۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۲۷۸	۲,۹۷۸	۹,۸۷۲
SIZE	۱۴,۶۵۱	۱۴,۴۱۸	۲۱,۳۲۷	۱۰,۶۷۱	۱,۶۰۴	۰,۹۰۱	۴,۳۲۲
INDB	۰,۶۵۸	۰,۶۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۱۸۵	-۰,۳۰۱	۳,۳۹۴
AUDIT	۰,۱۸۰	۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۳۸۴	۱,۶۶۰	۳,۷۵۸
مشاهدات	۱۳۹۰	۱۳۹۰	۱۳۹۰	۱۳۹۰	۱۳۹۰	۱۳۹۰	۱۳۹۰

جدول (۲) دربردارنده آمار توصیفی متغیرهای تحقیق است. در این جدول، کمترین میانگین مربوط به متغیر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت و بیشترین میانگین مربوط به متغیر اندازه شرکت می‌باشد. همچنین در بین متغیرهای تحقیق کمترین انحراف معیار مربوط به متغیر کارایی سرمایه‌گذاری و بیشترین انحراف معیار مربوط به اندازه شرکت است. براس کسب اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن ارتباطات موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به اجرای آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای تحقیق در مدل پژوهش گردید. آزمون مورد نظر توسط نرم‌افزار EViews و روش‌های آزمون لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین، آزمون ریشه واحد فیشر-دیکی فولر تعمیم‌یافته و آزمون ریشه واحد فیشر-فیلپس انجام گردید. در آزمون ریشه واحد فرضیه صفر بیانگر وجود ریشه واحد بوده و در صورتی که احتمال آزمون‌ها پایین‌تر از ۰,۰۵ باشد، به احتمال ۹۵ درصد فرضیه صفر پذیرفته نمی‌شود. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرهای مدل‌ها به شرح جدول ۳ است.

جدول (۳): نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیرها	Levin, Lin & Chu		Im, Pesaran and Shin W-stat		ADF - Fisher Chi-square		PP - Fisher Chi-square	
	آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری
RE	-۲۶,۹۰۰	۰,۰۰۰	-۱۲,۵۵۹	۰,۰۰۰	۶۵۵,۳۹۴	۰,۰۰۰	۷۵۴,۷۰۳	۰,۰۰۰
MB	-۱۶,۲۵۰	۰,۰۰۰	-۷,۶۱۲	۰,۰۰۰	۵۰۲,۴۴۱	۰,۰۰۰	۳۶۵,۹۱۰	۰,۰۰۰
SIZE	-۱۲,۰۸۴	۰,۰۰۰	-۴,۸۵۱	۰,۰۰۰	۴۴۱,۴۳۴	۰,۰۰۰	۳۶۶,۰۳۷	۰,۰۰۰
INDB	-۱۶,۲۵۰	۰,۰۰۰	-۷,۶۱۲	۰,۰۰۰	۵۰۲,۴۴۱	۰,۰۰۰	۳۶۵,۹۱۰	۰,۰۰۰

نتایج در جدول (۳) بیانگر این است که معناداری محاسبه شده آزمون‌های مانایی برای کلیه متغیرها کم‌تر از ۰,۰۵ است لذا کلیه متغیرهای تحقیق مانا هستند. قبل از تخمین مدل رگرسیونی پژوهش جهت آزمون فرضیات می‌بایستی هم خطی متغیرها مورد بررسی قرار گیرد. برای بررسی وجود یا عدم وجود هم خطی میان متغیرهای پژوهش از تحلیل همبستگی پیرسون استفاده شده است. جدول (۴) ضرایب همبستگی پیرسون میان متغیرها را نشان می‌دهد.

جدول (۴): نتایج آزمون عدم هم خطی متغیرها

AUDIT	INDB	SIZE	LOSS	MB	FEQU	FDEBT	RE	Correlation
							۱,۰۰۰	RE
						۱,۰۰۰	-۰,۰۰۲	FDEBT
					۱,۰۰۰	۰,۰۳۵	-۰,۰۰۲	FE
				۱,۰۰۰	۰,۰۹۱	-۰,۰۰۴	۰,۴۱۵	MB
			۱,۰۰۰	-۰,۰۶۴	-۰,۱۱۸	-۰,۰۶۲	-۰,۰۵۵	LOSS
		۱,۰۰۰	-۰,۱۱۸	-۰,۰۰۸	۰,۰۲۹	۰,۰۱۱	-۰,۰۲۴	SIZE
	۱,۰۰۰	-۰,۱۰۳	-۰,۱۳۲	-۰,۰۶۲	۰,۰۷۸	۰,۰۰۱	-۰,۰۴۱	INDB
۱,۰۰۰	-۰,۱۴۸	۰,۲۴۷	۰,۰۱۱	-۰,۰۷۶	-۰,۰۰۵	۰,۱۴۶	-۰,۰۲۴	AUDIT

براساس نتایج آزمون هم خطی متغیرها در جدول (۴) مشخص می‌گردد که مقادیر ضریب همبستگی خیلی زیاد یا خیلی کم (نزدیک به +۱ و -۱) که نتایج تحلیل رگرسیونی را تحت تأثیر قرار دهد، وجود ندارد، در نتیجه هم خطی میان متغیرهای پژوهش وجود ندارد. نتایج حاصل از تخمین مدل آزمون فرضیات تحقیق با استفاده از روش EGLS در جدول (۵) به نمایش درآمده است.

جدول (۵): نتایج تخمین مدل

متغیر	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
FDEBT	۰,۰۰۴	۰,۰۶۶	۰,۰۶۸	۰,۹۴۵
FE	۰,۸۱۷	۰,۴۰۵	۲,۰۱۵	۰,۰۴۴
MB	۰,۱۱۳	۰,۰۰۶	۱۸,۳۸۸	۰,۰۰۰
LOSS	-۰,۲۴۱	۰,۱۲۹	-۱,۸۷۱	۰,۰۶۱
SIZE	-۰,۰۱۵	۰,۰۱۶	-۰,۹۴۴	۰,۳۴۵
INDB	-۰,۲۵۸	۰,۱۶۱	-۲,۲۲۴	۰,۰۲۶
AUDIT	۰,۰۱۰	۰,۰۷۷	۰,۱۳۶	۰,۸۹۱
عرض از مبدأ (C)	۱,۵۷۶	۰,۴۸۱	۳,۲۷۰	۰,۰۰۱

ضریب تعیین = ۰,۴۰۸

ضریب تعیین تعدیل شده = ۰,۴۰۴

آماره دوربین واتسون = ۲,۱۷۲

آماره آزمون F = ۵۱,۹۴۹

احتمال آزمون F = ۰,۰۰۰

نتایج در جدول (۵) نشان می‌دهد که معناداری آزمون F برابر با ۰,۰۰۰ و کوچک‌تر از ۰,۰۵ است. آماره F نشان دهنده‌ی اعتبار کلی می‌باشد در نتیجه می‌توان بیان نمود مدل آزمون فرضیات با احتمال ۹۵٪ معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل آزمون برابر با ۰,۲۸۴ است. این عدد نشان می‌دهد که حدود ۲۸ درصد تغییرات متغیر وابسته، به وسیله متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است و از آنجائی که آماره دوربین - واتسون مدل برابر با ۱,۹۳۰ است و این عدد بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، می‌توان گفت که در مدل خودهمبستگی وجود ندارد.

تحلیل فرضیه اول: نتایج مندرج در جدول (۵) بیانگر این است که معناداری (Prob) محاسبه شده برای متغیر مستقل تامین مالی از طریق بدهی (۰,۹۴۵)، بزرگ تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۰,۰۰۴) مثبت است. در نتیجه می‌توان بیان کرد که تامین مالی از طریق بدهی تاثیر معناداری بر بازده سهام شرکت ندارد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه تامین مالی از طریق بدهی تاثیر معناداری بر بازده سهام شرکت دارد، پذیرفته نمی‌گردد.

تحلیل فرضیه دوم: تحلیل فرضیه اول: نتایج مندرج در جدول (۵) بیانگر این است که معناداری (Prob) محاسبه شده برای متغیر مستقل تامین مالی از طریق سهام (۰,۰۴۴)، کوچک تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۰,۸۱۷) مثبت است. در نتیجه می‌توان بیان کرد که تامین مالی از طریق سهام تاثیر مثبت و معناداری بر بازده سهام شرکت دارد. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه تامین مالی از طریق سهام تاثیر معناداری بر بازده سهام شرکت دارد، پذیرفته می‌گردد.

نتیجه گیری

در این پژوهش به بررسی تاثیر تامین مالی از طریق بدهی و سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها نشان داد تامین مالی از طریق بدهی تاثیر معناداری بر بازده سهام شرکت ندارد. این نتیجه بر خلاف نتیجه تحقیق زیتون و گوئید (۲۰۲۲) است. این مسئله به دلیل تاثیرات مختلف و پیچیده‌ای که تامین مالی از طریق بدهی بر عملکرد شرکت‌ها و بازده سهام آن‌ها دارد، قابل پاسخ دقیق نمی‌باشد. تامین مالی از طریق سهام تاثیر مثبت و معناداری بر بازده سهام شرکت دارد. این نتیجه مطابق نتیجه تحقیق زیتون و گوئید (۲۰۲۲) است. تامین مالی از طریق سهام می‌تواند تاثیر مثبت و فزاینده‌ای بر بازده سهام شرکت‌ها داشته باشد زیرا با افزایش سرمایه شرکت، می‌توان به بهبود عملکرد و رشد شرکت کمک کرد که ممکن است باعث افزایش بازده سهام شرکت شود. به اداره‌کنندگان شرکت‌های بورسی پیشنهاد می‌گردد با کنترل و برنامه ریزی بر تامین مالی از طریق سهام و اختصاص مناسب آن به بخشهای ناکارآمد میزان عملکرد شرکت، بازده سهام را ارتقا دهند. بر اساس نتیجه فرضیه‌های پژوهش پیشنهاد می‌گردد که هیئت مدیره شرکت‌ها با افزایش مکانیزم‌های نظارتی بر مصرف منابع تامین شده از طریق بدهی در بخشهای مختلف توسط مدیران بازده سهام را ارتقا دهند.

منابع

۱. اسدی، غلامحسین؛ بیات، مرتضی و نقدی، سجاد. (۱۳۹۳). عوامل مالی و غیرمالی مؤثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۲)، ۱۸۷-۲۰۳.
۲. ایمنی، محسن و علیزاده، حسام. (۱۳۹۸). حساسیت جریان نقدی و تامین مالی خارجی با در نظر گرفتن محدودیتهای مالی (مطالعه‌ای براساس تئوری سلسله مراتبی). پنجمین کنفرانس بین‌المللی علوم مدیریت و حسابداری، تهران.
۳. حیدری، مهدی؛ منصورفر، غلامرضا و قاسم زاده، مرتضی. (۱۳۹۷). عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه و نقش تعدیلگری در ماندگی مالی؛ رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۰(۲)، ۲۳-۴۴.
۴. چهار محالی، علی اکبر؛ زاهدی، جواد و محمدی، رضا. (۱۳۹۸). نقش ارزش بازار در رابطه بین بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام با قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۷(۴)، ۱۷-۳۰.
۵. رسفیعانی، سعید و دهقان، عبدالمجید. (۱۴۰۰). تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی پایداری شرکت (مورد مطالعه: بانک‌های خصوصی کشور). مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۲(۴۷)، ۱۸۸-۲۰۹.
۶. صادقی، سمیه. (۱۴۰۰). بدهی دولت و ساختار سرمایه شرکت‌ها در ایران: آزمون فرضیه برون‌رانی مالی. فصلنامه علمی مدل‌سازی اقتصادی، ۱۵(۵۵)، ۴۷-۶۳.
۷. عسگرزاد نوری، باقر. (۱۳۹۷). عوامل مؤثر در بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد فراتحلیل. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۶(۱)، ۲۹-۵۰.

8. Demirci, I. Huang, J. and Sailm, C. (2019). Government Debt and Corporate Leverage: International Evidence. *Journal of Financial Economics*, 133 (2), 337-356.

9. La Rosa, F. Liberatore, G. Mazzi, F. and Terzani, S. (2018). The impact of corporate social performance on the cost of debt and access to debt financing for listed European non-financial firms. *European Management Journal*, 36(4), 519-529.
10. Mardones, J.G. and Cuneo, G.R. (2020). Capital structure and performance in Latin American companies. *Economic Research*, 33(1), 2171-2188.
11. Xia, X. Liao, J. and Shen, Z. (2021). The Crowd-Out Effect of Government Debt on Firm Leverage, E3S Web of Conferences 235, 01023.
12. Yang, S. He, F. Zhu, Q. and Li, S. (2018). How does corporate social responsibility change capital structure? *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-36.
13. Zeitun, R. and Goaid, M. (2022). The nexus between debt structure, firm performance, and the financial crisis: non-linear panel data evidence from Japan. *Applied Economics*, <https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2033680>.