

تحلیل تأثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده سهام و عملکرد مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار ایران

علی طالب احمد الجحیش

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

محمدجواد ساعی^۱

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

محمدعلی باقرپور ولاشانی

استاد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

<https://doi.org/10.22067/mfe.2025.91415.1487>

نوع مقاله: پژوهشی

چکیده

توسعه و رشد شرکتها به شرطی به خلق ثروت منتهی می‌شود که رابطه هزینه-منفعت منطقی بین هزینه سرمایه و باردهی طرح برقرار باشد. هزینه سرمایه تحت تأثیر شیوه تأمین مالی، و بازدهی آن نیز در قالب سود حسابداری در عملکرد مالی و در نهایت در بازده سهام متبلور خواهد شد. در این پژوهش با روش تفاضلی و در نمونه‌ای متشکل از ۱۸۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازده سنوات ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ به بررسی این موضوع پرداخته شده است. یافته‌های این پژوهش با ارائه شواهد جدید در خصوص نظریه‌های رقیب، چنین نشان داد که در اقتصادهای نوظهور، از جمله ایران، عملکرد مالی و بازده بازار سهام شرکت‌های دارای طرح سرمایه‌ای تحت تأثیر شیوه تأمین مالی آنها قرار نمی‌گیرند. افزون بر این، روند عملکرد مالی و بازده بازار سهام نمونه پژوهش در بازه تحقیق الگوهای مشابهی را دنبال می‌کنند. در پژوهش حاضر نشان داده شده که ایجاد تنوع در منابع مالی و استفاده از ترکیب مناسب بدهی و سرمایه می‌تواند انعطاف‌پذیری شرکت‌ها را در برابر شرایط اقتصادی متغیر افزایش دهد. به سیاست‌گذاران نیز توصیه می‌شود که با اعمال سیاست‌های حمایتی مانند کاهش مالیات یا اعطای تسهیلات بانکی، شرایط مناسبی برای توسعه طرح‌های سرمایه‌ای شرکت‌ها فراهم آورند.

کلیدواژه‌ها: عملکرد مالی، بازده سهام، تأمین مالی، ساختار سرمایه

^۱ نویسنده مسئول: mj-saei@um.ac.ir

مقدمه

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای بر بازده بازار سهام و عملکرد مالی شرکت‌ها انجام شده است. یافته‌های این مطالعه می‌تواند به شرکت‌ها در مدیریت منابع مالی خود کمک کرده و برای سیاست‌گذاران اقتصادی و سرمایه‌گذاران نیز اطلاعات ارزشمندی فراهم نماید.

توسعه روزافزون بازارهای مالی در بسیاری از بسترهای اقتصادی نیازمند تمرکز قابل ملاحظه‌ای بر مقوله تأمین مالی است. در بسیاری از اقتصادهای نوظهور، تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای به عنوان یکی از چالش‌های اساسی شرکت‌ها مطرح است. شرکت‌ها برای رشد و توسعه پایدار، نیازمند استفاده کارآمد از منابع مالی هستند. در ایران، به دلیل شرایط خاص اقتصادی مانند تحریم‌های بین‌المللی، نوسانات نرخ ارز، تورم بالا، و محدودیت دسترسی به منابع مالی خارجی، اهمیت انتخاب شیوه مناسب تأمین مالی دوچندان می‌شود. این شرایط منجر به افزایش حساسیت شرکت‌ها نسبت به شیوه‌های تأمین مالی و تأثیر آن‌ها بر بازده بازار سهام و عملکرد مالی شده است. بازار سرمایه در ایران به دلیل پیچیدگی‌های اقتصادی و محدودیت‌های موجود، تفاوت‌های قابل توجهی با بازارهای مالی توسعه یافته دارد. از این رو، شرکت‌ها در اقتصاد ایران ناچار به استفاده از ترکیبی از منابع داخلی و خارجی برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای خود هستند. شناخت نحوه تأمین مالی مناسب، علاوه بر افزایش پایداری مالی شرکت‌ها، می‌تواند به بهبود ارزش سهام و بازدهی سرمایه‌گذاری منجر شود. در یک بازار کارا، رشد و سودآوری و در نهایت افزایش ثروت سهامداران در صورتی محقق می‌گردد که بازدهی ناشی از بکارگیری منابع مالی بیشتر از هزینه‌های فرصت ناشی از سایر شیوه‌های تأمین مالی باشد (Opler et al., 1999).

لذا شرکت‌ها در مواجهه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری، بحث هزینه منفعت را انجام داده تا بتوانند کاراتر سرمایه‌گذاری نمایند. کارایی سرمایه‌گذاری برای مدیر دو مفهوم کلیدی را رقم می‌زند: (۱) جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری و خوش بینی بیش از حد به بازدهی طرح‌های سرمایه‌گذاری و (۲) پرهیز از ذخیره نقدی بیش از حد در شرکت. تصمیمات مربوط بر سرمایه‌گذاری علاوه بر اینکه بر فرصت‌های رشد شرکت و ارزش شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند اگر به درستی مدیریت نشوند ریسک شرکت را افزایش داده و منجر به ورشکستگی شرکت خواهند شد (Qin et al., 2024). شناخت و بررسی اطلاعات ساختار سرمایه شرکت از سویی برای سرمایه‌گذاران بالقوه و سهامداران فعلی حائز اهمیت است و از سوی دیگر، این اطلاعات مورد استفاده اعتباردهندگان قرار خواهد گرفت. لذا بررسی بازده بازار سهام شرکت‌هایی که پروژه سرمایه‌ای داشتند و حتی نحوه تأمین مالی این پروژه‌ها حائز اهمیت می‌باشد.

نظریه سلسله مراتبی میرز و ملجوف (۱۹۸۴) بیان می‌کند؛ مدیران مالی شرکتها برای تأمین مالی خود ترجیح می‌دهند که به سراغ منابع داخلی بروند تا منابع خارجی. از نقطه نظر این تئوری، به دلیل اینکه مدیریت منابع داخلی به راحتی قابل وصول است؛ در وهله اول، شرکتها تأمین مالی خود را با سود انباشته انجام می‌دهند و بعد سراغ انتشار سهام و بدهی‌ها می‌روند (Akhtar et al., 2018). فلسفه اصلی رعایت این سلسله مراتب، کاهش هزینه‌های تأمین مالی است. در نتیجه، مدیرانی که به دنبال کسب مزیت رقابتی هستند و اهداف نوآورانه خود را دنبال می‌کنند، به دنبال پیگیری طرح‌های سرمایه‌گذاری خود، تمایل به سودآوری و افزایش سهام بیشتری دارند. مطابق با این نظریه، شرکتی که بخشی از سرمایه لازم را از طریق بدهی تأمین مالی می‌کند، به صورت اهرمی و به تناسب مبلغ بدهی به سرمایه‌ضربدر تفاوت نرخ بازده دارایی‌ها با نرخ بهره می‌تواند بازده مالکانه را افزایش دهد.

اقتصاد ایران به واسطه موقعیت جغرافیایی، اجتماعی و سیاسی که دارد به عنوان یک اقتصاد نوظهور تلقی می‌گردد که تحت تأثیر شرایطی از قبیل تحریم‌های چندجانبه، بحران‌های سیاسی و نظامی رخ داده در منطقه خاورمیانه و شوک‌های اقتصادی داخلی و خارجی متعددی از قبیل تورم حاد قرار گرفته است و این امر موجب گردیده است تا شرکتها نسبت به طرح‌های سرمایه‌ای خود از حساسیت بیشتری برخوردار باشند. بنابراین، در بسیاری از مواقع، مدیران ناگزیر هستند تا حداکثر ممکن از تمامی منابع تأمین مالی مختلفی برای پروژه‌های سرمایه‌ای بلندمدت خود استفاده کنند. این اقدام آنها جهت جلوگیری از پذیرش ریسک بالا که از طریق افزایش بدهی‌ها ایجاد می‌شود، با هدف برقراری تعادل بین تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام و بدهی صورت می‌پذیرد (Aflatooni et al., 2022).

از دیدگاه نظری، ترکیب تأمین مالی تحت تأثیر عوامل سیاسی، اقتصادی، قانونی قرار دارد. لذا، بکارگیری استراتژی ترکیب تأمین مالی شرکتها علاوه بر اینکه متاثر از برخی متغیرهای کلان اقتصادی همانند نرخ بهره، سیاست‌های بانکی و مالیات کشورها و برنامه‌های اعطای تسهیلات می‌باشد؛ متاثر از محدودیت‌های مالی، هزینه تأمین مالی و ریسک مالی نیز می‌باشد. از آنجا که یکی از وظایف مهم مدیران حداکثر کردن ثروت سهامدار است، تعیین ترکیب بهینه تأمین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل از این روش‌ها بر بازده آتی سهام، برای آنان از اهمیت بسزایی برخوردار است (Rasouli et al., 2019).

این پژوهش برای نخستین بار به مطالعه رابطه نوع تأمین مالی و میزان استفاده از هر یک، با بازدهی حاصل از طرح‌های سرمایه‌ای که در بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت منعکس شده، می‌پردازد و انتظار می‌رود از دو جنبه به بسط ادبیات موضوع کمک نماید: اول اینکه به پر شدن شکاف تحقیقاتی در خصوص

شناخت رفتار بازار سرمایه در مواجهه با انواع روش‌های تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای و میزان استفاده از هر یک کمک‌شایانی می‌کند. دوم اینکه شناسایی تفاوت بازدهی طرح‌های سرمایه‌ای در صنایع مختلف و بررسی نحوه واکنش بازار سرمایه به این تفاوت‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد که یافته‌های آن به استحکام نتایج افزوده است.

شیوه‌های تامین مالی

نظریه‌های متعددی در خصوص الگوی ساختار سرمایه مطرح شده است که هر کدام، عواملی را در تعیین نسبت بدهی (ساختار مطلوب سرمایه) مؤثر می‌داند:

نظریه سنتی بر این فرض استوار است که می‌توان با استفاده از اهرم ارزش شرکت را افزایش داد. اما در نظریه مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳)، ساختار سرمایه بهینه وجود ندارد. با این وجود آنها، هزینه تامین مالی از طریق بدهی را کمتر از هزینه تامین مالی از طریق سهام می‌دانند. از سوی دیگر، افزایش بدهی ریسک مالی شرکت و در نتیجه بازده مورد انتظار سهامداران را افزایش می‌دهد.

فرض اصلی در نظریه موازنه ایستا بر این است که ساختار سرمایه بهینه وجود دارد و توازن بین هزینه‌ها و منافع حاصل از انتشار سهام و بدهی، ساختار سرمایه بهینه را تعیین می‌کند. هزینه‌ها و منافع مذکور شامل صرفه جویی مالیاتی ناشی از بدهی، هزینه‌های نمایندگی تامین مالی از طریق بدهی یا سهام است (Jensen & Meckling, 1976). بر این اساس، شرکتها یک ساختار سرمایه هدف دارند که از طریق منافع حاصل از بدهی (صرفه جویی مالیاتی بدهی) و هزینه‌های بدهی (هزینه‌های ورشکستگی) تعیین می‌شود (Shyam-Sunder & Myers, 1999). آنها ساختار سرمایه هدف را در واکنش به شوک‌های موقتی تعدیل می‌کنند که باعث انحراف اهرم مالی شرکتها از اهرم هدف می‌شود (Mahajan & Tartaroglu, 2008؛ Jun et al., 2023).

مطابق نظریه سلسله مراتبی که تحت تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی قرار دارد، شرکتها منابع مورد نیاز خود را ابتدا از طریق منابع داخلی و سپس از طریق استقراض و در نهایت از طریق انتشار سهام تامین مالی می‌کنند (Myers, 1977). در نظریه سلسله مراتبی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به عنوان معیاری برای فرصتهای سرمایه گذاری تلقی می‌گردد. بر اساس این نظریه، شرکتها با نسبت بالای فرصتهای رشد یا سرمایه گذاری، در ابتدا از منابع داخلی خود تامین مالی می‌کنند و پس از استفاده کامل از ظرفیت بدهی خود برای تامین مالی به انتشار سهام روی می‌آورند (Baker & Wurgler, 2002؛ DeMarzo & He, 2021؛ Adeneye et al., 2023).

در مجموع به طور کلی، نظریه‌های مبتنی بر ساختار سرمایه بهینه که بر فرض اصلی هزینه‌های نمایندگی استوار هستند، چنین بیان می‌کنند که از طریق اثر معکوس اهرم بر رشد، ارزش شرکت با رد پروژه‌های ضعیف توسط شرکت، افزایش می‌یابد. بنابراین این احتمال وجود دارد که رابطه منفی بین اهرم و رشد شرکت به دلیل ممانعت مدیر از پذیرش پروژه‌ای ضعیف باشد (Kordestani & Pirdavari, 2012). در بررسی سایر منابع ادبیات تأمین مالی در خصوص تأثیر ترکیب تأمین مالی (بدهی و صدور سهام) بر بازده غیرعادی دو فرضیه زمانبندی بازار و سرمایه‌گذاری مطرح است. این فرضیات در مورد تأثیر ترکیب تأمین مالی دیدگاه‌های متمایزی دارند.

فرضیه زمانبندی بازار

مطابق با این فرضیه، تصمیمات تأمین مالی شرکتها بیشتر به ارزش بازار سهام آنها بستگی دارد. تأمین مالی از طریق انتشار سهام به مراتب بهتر از تأمین مالی از طریق بدهی می‌باشد. به عبارت دیگر، براساس فرضیه زمانبندی بازار، رابطه بین انتشار سهام و بازده سهام، قوی‌تر از رابطه بین بدهی و بازده سهام است، زیرا قیمت سهام نسبت به تغییرات در ارزش شرکت، حساستر است (Baker & Wurgler, 2002). همچنین، هر یک از اجزای بدهی نیز دارای رابطه متمایزی با بازده سهام هستند. به عنوان نمونه پژوهش‌های، لیو و مو (۲۰۲۴)، دنیل و تیمن (۲۰۰۶) و ریچادسون و اسلوان (۲۰۰۳)، نشان دادند که سطوح بالای تأمین مالی با سطوح پایین‌تر از بازده آتی رابطه دارد. براساس نظریه زمانبندی بازار، مدیر می‌تواند از طریق تأمین مالی ترکیبی (بدهی و سرمایه) زمانی که قیمت سهام بالاتر از قیمت واقعی آن قیمت‌گذاری شده باشد از طریق صدور سهام اقدام به تأمین مالی نماید و زمانی که سهام زیر قیمت واقعی قیمت‌گذاری شده باشد به تأمین مالی از طریق بدهی روی آورد. با این حال اگر بازار بتواند این رفتار مدیر را پیش‌بینی نماید؛ در این صورت، افزایش تأمین مالی برون‌سازمانی می‌تواند همراه با کاهش بازده سهام باشد. زیرا از یک طرف سهام بیشتر از ارزش ذاتی خود ارزش‌گذاری شده است در نتیجه بازار آگاه ارزش سهام را کاهش خواهد داد و از طرف دیگر هدف از تأمین مالی سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت و افزایش سودآوری نبوده است (Titman & Wessels, 1988).

نظریه سرمایه‌گذاری

براساس نظریه سرمایه‌گذاری بین مبادلات خالص تأمین مالی خارجی شرکت از طریق سهام و بدهی شرکت‌ها (تأمین مالی داخلی) و طرح‌های سرمایه‌گذاری مدیران رابطه مستقیمی وجود دارد. بدین معنی که هرچه میزان تأمین مالی از سوی شرکتها بیشتر می‌شود، سرمایه‌گذاری آنها نیز بیشتر خواهد بود، به نحوی که در برخی از اوقات با پدیده سرمایه‌گذاری بیش از حد روبه‌رو می‌شویم. فرض اصلی این نظریه

براساس تضاد میان مدیران و سهامداران شکل می‌گیرد. مدیران تمایل دارند اندازه شرکت را بزرگ نمایند، گرچه مجبور باشند پروژه‌های ضعیف را پذیرفته و ثروت سهامداران را کاهش دهند، اگر جریان‌های نقدی مازاد در دست نباشد، توانایی مدیران در رسیدن به این هدف محدود شده ولی این محدودیت می‌تواند با تامین مالی از طریق بدهی و سرمایه برطرف شود. متعاقب آن، مدیر باید اصل و بهره این بدهی‌ها را با وجه نقد حاصل از بازده سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ضعیف پرداخت نماید. در این صورت، مدیر با کسری وجه نقد روبه‌رو خواهد شد. از این رو، تامین مالی از طریق بدهی می‌تواند به عنوان اهرم مکانیسمی برای غلبه بر مساله سرمایه‌گذاری بیش از اندازه به شمار رود (Richardson & Sloan, 2003).

علاوه بر این، بی‌قاعدگی‌ها و نابهنجاری‌های سرمایه‌گذاری‌ها را نیز می‌توان با استفاده از این نظریه توضیح داد. براساس این نظریه، مدیران، کارگزاران سهامداران هستند و این موضوع موجب تضاد منافع بین این دو گروه می‌گردد. بدین معنی که پرداخت وجوه به سهامداران منجر به کاهش منابع تحت کنترل مدیریت و در نتیجه کاهش قدرت وی شود. در این میان اگر نیاز به تامین مالی خارجی نیز وجود داشته باشد احتمال نظارت از سوی بازار برای مدیریت نیز مطرح می‌گردد. در حالیکه با تامین مالی از طریق منابع داخلی شرکت، مانند سود انباشته، می‌توان از این نظارت دوری جست. همین امر باعث می‌گردد تا مدیر انگیزه یابد که از تقسیم سود بین سهامداران اجتناب کرده و در طرح‌هایی حتی با ارزش فعلی منفی، سرمایه‌گذاری کند. این تصمیم مدیریت می‌تواند منجر به رشد شرکت، بیشتر از سطح بهینه آن شود. اما در صورتی که بازار این رفتار را پیش‌بینی نماید، بازده سهام با افزایش در سرمایه‌گذاری نه تنها افزایش نیافته بلکه به صورت معکوس عمل خواهد کرد که موجب برقراری رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری و بازده سهام خواهد شد (Jensen, 1986).

دادلی (۲۰۰۹) در مقاله‌ای تحت عنوان ساختار سرمایه و پروژه‌های سرمایه‌گذاری بزرگ به بررسی ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌ای می‌پردازد. در این تحقیق علاوه بر عواملی چون هزینه و منفعت، ریسک و عدم اطمینان، راهکارهای دستیابی به سرمایه‌گذاری جدید نیز مطرح شده است. این تحقیق از لحاظ نظری مطرح می‌سازد که شرکت‌ها تعدیلات ساختار سرمایه را با پروژه‌های سرمایه‌گذاری عظیم هماهنگ می‌سازند. شرکت‌ها زمانی که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، انتشار سرمایه را قبل از انتشار بدهی انجام می‌دهند که انتخاب شرکت برای انتشار بدهی در مقابل انتشار سرمایه، تئوری سلسه مراتب ساختار سرمایه را نقض می‌کند. چندین پژوهش تجربی در مورد رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت نتایج متفاوتی را

گزارش کرده اند، به عنوان مثال، چن و چن (۲۰۱۱) دریافته‌اند که طور کلی، اهرم تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد و همین یافته در برخی پژوهش‌ها مورد تایید قرار گرفت (Ambarwati & Stephanus, 2014؛ Dutta et al., 2018؛ Zuhroh, 2019). در مقابل در مطالعات دیگر، گزارش شده است که افزایش بخشی از بدهی در ساختار سرمایه شرکت می‌تواند باعث افزایش ارزش شرکت شود (Anton, 2016؛ Putri & Ukhriyawati, 2016؛ Cheng & Tzeng, 2011).

اوموتلو (۲۰۱۰) در پژوهش خود تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش وی نشان داد که اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است، زیرا ارزش شرکت از طریق جریان‌های نقدی مورد انتظار از سرمایه‌گذاری‌ها تعیین می‌شود. اما کانالی که از آن طریق با اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد، مشخص نیست. در پژوهش ما سعی بر آن بوده است که طرح‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یک کانال ارتباطی قوی در رابطه بین تأمین مالی از طریق بدهی و ارزش شرکت منعکس گردد.

پژوهش تیتو و همکاران (۲۰۲۱) رابطه بین ساختار سرمایه یک شرکت، عملکرد مالی و بازده سهام را بررسی می‌کند که عمدتاً بر روی شرکت‌های هندی متمرکز است. نویسندگان از تحلیل رگرسیون با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، بازده حقوق صاحبان سهام و سود به ازای هر سهم به عنوان متغیرهای مستقل استفاده می‌کنند تا تأثیر آنها را بر بازده سهام به عنوان متغیر وابسته تعیین کنند. این مطالعه ادبیات موجود را بررسی می‌کند که عوامل مختلف تأثیرگذار بر قیمت سهام را شامل ساختار مالکیت، متغیرهای کلان اقتصادی و ویژگی‌های خاص صنعت مورد بررسی قرار می‌دهد. در نهایت، تحقیق به دنبال درک این است که چگونه تغییرات در ساختار سرمایه و عملکرد مالی بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد و به بحث‌های جاری پیرامون نظریه‌های ساختار سرمایه کمک می‌کند.

پژوهش اولاکی و آرکانا (۲۰۲۱) همبستگی بین نسبت‌های مختلف عملکرد مالی و بازده سهام شرکت‌های فهرست شده در بورس اوراق بهادار ملی هند را مورد بررسی قرار می‌دهد. با استفاده از داده‌های ده ساله و مدل‌سازی رگرسیون داده‌های پنل، نویسندگان تأثیر ده متغیر مستقل (از جمله بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و نسبت قیمت به سود هر سهم) را بر بازده سهام تحلیل می‌کنند. یافته اصلی مطالعه این است که تنها چند نسبت مالی رابطه‌ای معنادار و آماری با بازده سهام نشان می‌دهند، که فرضیه تحلیل صورت‌های مالی به عنوان ابزاری قابل اعتماد برای پیش‌بینی عملکرد بازار سهام را به چالش می‌کشد. مقاله

با بحث در مورد پیامدهای استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و کارایی بازار به پایان می‌رسد و پیشنهاد می‌کند که برای ارزیابی دقیق سهام و تصمیمات سرمایه‌گذاری، نیاز به درک دقیق از نسبت‌های مالی است. پژوهش رزاق و همکاران (۲۰۲۰) رابطه بین عملکرد مالی و بازده سهام شرکت‌های ماشین‌آلات و تجهیزات سنگین اندونزی فهرست شده در بورس اوراق بهادار اندونزی (IDX) را بین سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۸ بررسی می‌کند. با استفاده از تحلیل رگرسیون داده‌های پنل، مطالعه تأثیر چهار نسبت مالی کلیدی—نسبت جاری (CR)، گردش کل دارایی‌ها (TAT)، بازده دارایی‌ها (ROA)، و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (DER)—را بر بازده سهام بررسی می‌کند. جالب توجه است که این مطالعه هیچ رابطه معناداری بین این شاخص‌های عملکرد مالی و بازده سهام نمی‌یابد و پیشنهاد می‌کند که این عوامل محرک‌های اصلی تصمیمات سرمایه‌گذاری در این بخش خاص نیستند. نویسندگان یافته‌های خود را با تحقیقات قبلی مقایسه کرده و ناهماهنگی‌ها در ادبیات موجود را برجسته کرده و پیشنهاد می‌کنند که متغیرهای کلان اقتصادی ممکن است نقش مهم‌تری در تأثیرگذاری بر قیمت سهام در این زمینه ایفا کنند. مک‌نایت و همکاران (۲۰۰۹) نیز اهرم مالی را به عنوان فاکتوری برای ارزیابی عملکرد مدیریت شرکت و کاهش احتمالی سوء رفتار مدیریت معرفی نمودند. نتایج تحقیق ايسدورفر و همکاران (۲۰۱۳) در بررسی رابطه بین ساختار سرمایه، کارایی سرمایه‌گذاری و پاداش هیئت مدیره نشان داد که افزایش اهرم مالی، موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شده و سرمایه‌گذاری کمتر از حد با پاداش مدیرانی که وابسته به میزان بدهی هاست در ارتباط بوده و مدیرانی که پاداش آنها وابسته به حقوق صاحبان سهام است، سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام می‌دهند. برادشو و همکاران (۲۰۰۶) نیز در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین تامین مالی و بازده سهام و پیش‌بینی تحلیلگران دریافتند که رابطه منفی بین تغییرات بدهی و بازده سهام وجود دارد. این نتایج در تحقیق آزودو و همکاران (۲۰۲۳) با عنوان ناهنجاری‌های بازار سهام و مکانیزم‌های یادگیری مورد تأکید قرار گرفت.

بازده سهام و طرح‌های سرمایه‌ای

بازده سهام خود به تنهایی محتوای اطلاعاتی دارد و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌کنند. از طرفی جهانی شدن اقتصاد، جریان آزاد سرمایه، افزایش دانش اقتصادی صاحبان سهام، باعث علاقه فزاینده سرمایه‌گذاران به موضوع فرصت‌های سرمایه‌گذاری شده است (Sundqvist, 2017). این معیار دارای بار اطلاعاتی زیادی می‌باشد، زیرا ارزیابی سرمایه‌گذاران بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات مربوطی را در مورد شرکت منعکس می‌سازد. بازده در فرآیند تصمیمات سرمایه‌گذاران به مثابه سیگنال ملموسی است که ایجاد انگیزه می‌کند. اطلاعات مربوط به بازده سهام، آسان‌ترین

راه تحلیل بازار سرمایه برای سرمایه‌گذارانی است که می‌توانند برای مقایسه سرمایه‌گذاری جایگزین و متفاوت از هم انجام دهند و منظور از بازده کل مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می‌گیرد (Haka, 2006). دلیل دیگر اهمیت تبیین رابطه میان ریسک و بازده سهام فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران این است که همیشه فرصت‌های سرمایه‌گذاری مؤثر از تناسب میان ریسک و بازده حاصل می‌شوند.

طرح‌های سرمایه‌ای در واقع فرآیند بودجه‌ریزی وجوه شرکت برای دستیابی به برنامه‌های بلندمدت یک شرکت است. برای اطمینان از موفقیت مستمر، شرکت‌ها نیاز به نوآوری و بهبود مزیت‌های رقابتی دارند که به نوبه خود مستلزم سرمایه‌گذاری مستمر در دارایی‌ها است. این امر بسیار محتمل است که شرکت‌ها، درگیر تلاش برای ارضای انتظارات سهامداران از طریق به حداکثر رساندن کوتاه مدت ثروت باشند، با وجود اینکه این موضوع منجر به نوآوری و بهبود بهره‌وری نمی‌شود. با این وجود، از دست دادن مزیت رقابتی یک شرکت را می‌توان تا حدی به شکست در طرح‌های سرمایه‌ای و فرآیند سرمایه‌گذاری نسبت داد (Deo, 2022).

چندین پژوهش در مورد اثرات طرح‌های سرمایه‌ای یا تحصیل دارایی‌های ثابت بر صورت‌های مالی، نقطه سربه‌سر مالی و حسابداری و معیارهای عملکرد مالی، مانند بازده دارایی‌ها، گردش دارایی‌ها و معیارهای اقتصادی (مانند ارزش افزوده اقتصادی) صورت گرفته‌اند که در تمامی این تحقیقات بر اهمیت انگیزه‌های طرح‌های سرمایه‌ای تمرکز شده است (Haka, 2006؛ Mubyarto, 2020).

همان‌طور که قبلاً بیان شد چندین تئوری ساختار سرمایه برای توضیح الگوی رابطه بین بازده سهام، ساختار سرمایه و ارزش شرکت وجود دارد. از آن جمله می‌توان به تئوری ساختار سرمایه مودیلیانی و میلر، تئوری نمایندگی، سلسله‌مراتبی، تئوری علامت‌دهی و تئوری‌های معامله یا تعادل اشاره نمود:

اول اینکه مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳) در خصوص مالیات بر درآمد شرکت و هزینه سرمایه بیان نمودند که استفاده از بدهی ناشی از صرفه‌جویی مالیاتی به دلیل ماهیت کسر مالیات از پرداخت‌های بهره، مزایایی دارد. بهره بدهی در محاسبات مالیاتی کسر می‌شود و این منجر به افزایش ارزش شرکت در راستای افزایش مقدار بدهی می‌شود. دوم، تئوری نمایندگی توسط جنسن و مک‌کلینگ (۱۹۷۶) پیشنهاد می‌کند که ساختار سرمایه یک شرکت باید حاوی بخش بزرگی از بدهی باشد که به عنوان مکانیزم کنترلی در برابر تمایل فرصت طلبانه مدیران عمل می‌کند. استدلال جنسن در مورد تئوری نمایندگی ساختار سرمایه نشان می‌دهد که استفاده از بدهی همراه با اصل احتیاط توانایی افزایش ارزش شرکت را دارد. ثالثاً، توضیح

نظریه سلسله مراتبی از میرز و ملجوف (۱۹۸۴) برخلاف نظر مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳) و همچنین نظریه نمایندگی جنسن (۱۹۸۶) در مورد اهمیت بدهی در ساختار سرمایه شرکت نشان می دهد که مشکل عدم تقارن اطلاعات و تفسیر مختلف بین سرمایه گذاران در مورد سیاست های مالی شرکت از طریق بدهی و انتشار سهام جدید به عنوان خبر بد وجود دارد. به گفته اسمارت و همکاران (۲۰۰۴) شرکت با سود بالا منابع مالی داخلی فراوانی دارد و این منجر به سطح پایین بدهی می شود. بنابراین، این بدان معناست که هیچ ساختار سرمایه بهینه‌ای در تئوری سلسله مراتبی وجود ندارد. چهارم، تئوری سیگنال دهی نیز در تضاد با تئوری سلسله مراتبی اشاره به تمایل به اجتناب از استفاده از بدهی به عنوان ابزار اصلی ساختار سرمایه شرکت دارد. از جنبه حل تعارض نمایندگی، و نظریه مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳) که استفاده از بدهی را از جنبه های کسر مالیات از پرداخت بهره پشتیبانی می کند. این نظریه سعی می کند ساختار سرمایه یا اهرم شرکت را از جنبه اطلاعات نامتقارن توضیح دهد که وجود اطلاعات مختلف برای طرف های مختلف در مورد چشم انداز و خطرات شرکت در یک بازار واقعی را نشان می دهد. فقدان اطلاعات توسط طرف های خارجی منجر به تمایل به محافظت از خود با قیمت گذاری روبه پایین به شرکت می شود. بنابراین، شرکت ها باید عدم تقارن اطلاعاتی را به عنوان تلاشی برای افزایش ارزش شرکت برای سرمایه گذاران و اعتباردهندگان به حداقل برسانند (Mubyarto, 2020).

با توجه به مطالب گفته شده، تضاد بین نظریه ها یا وجود شکاف های نظری برای تبیین بهترین ساختار سرمایه وجود دارد و این امر منجر به توسعه مفهوم تئوری مبادله گشته است. این تئوری توضیح می دهد که چگونه یک شرکت بهترین ترکیب را بین حقوق صاحبان سهام و تامین مالی خارجی در ساختار سرمایه خود تعیین می کند (Myers & Majluf, 1984). تئوری مبادله که اغلب نظریه تعادل نیز نامیده می شود؛ رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت مرتبط با مالیات، خطر ورشکستگی و بخشی از استفاده از بدهی ناشی از تصمیمات اتخاذ شده توسط شرکت را مورد بحث قرار می دهد. بر اساس این تئوری، دستیابی به ساختار سرمایه بهینه با متعادل کردن مزایای صرفه جویی مالیاتی و هزینه های ورشکستگی برای استفاده از بدهی امکان پذیر است. در صورتی که از اهرم در شرکت استفاده شود، بهره به صورت صرفه جویی مالیاتی یا سپر مالیاتی عمل می کند. با این حال، هزینه های استفاده از اهرم ها مانند ورشکستگی و هزینه های نمایندگی نیز باید در بازار سرمایه ناقص در نظر گرفته شود. شرکت هایی که با بازار مالی ناکارآمد مواجه هستند، انتشار سهام را در اولویت قرار می دهند تا نسبت های اهرمی بهینه را دنبال کنند (Keown et al., 2014).

فرضیه اول و دوم تحقیق بشرح زیر تبیین شده است:

فرضیه اول: هر چه تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای از محل بدهی بیشتر باشد، بازده بازار سهام شرکت بالاتر خواهد بود.

فرضیه دوم: هر چه تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای از محل بدهی بیشتر باشد، عملکرد مالی شرکت بالاتر خواهد بود.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع تحقیقات نیمه تجربی و پس رویدادی است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. گردآوری داده‌ها به روش سند کاوی و از طریق مطالعه صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران منتشره بر روی سایت کدال صورت پذیرفته است. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌ها با نرم افزار Stata 12 صورت گرفته است.

جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه به روش حذف سیستماتیک یا حذف نظام‌مند انتخاب شده و شامل شرکتهایی است که واجد شرایط زیر باشند:

- (۱) اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها جهت انجام پژوهش برای دوره مورد مطالعه موجود باشد؛
- (۲) طی دوره مورد نظر سال مالی و یا فعالیت خود را تغییر نداده باشند؛
- (۳) جزء شرکتهای سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و بیمه‌ها نباشند؛
- (۴) به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد. پس از تعیین جامعه آماری با اعمال محدودیت‌های یاد شده؛ جامعه آماری پژوهش متشکل از (۹۱۰ مشاهده سال - شرکت) شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ بوده که با توجه به محدود بودن تعداد، تمامی شرکت‌ها در نمونه استفاده شده‌اند. با توجه به اینکه برخی از متغیرهای پژوهش با وقفه زمانی (t-2) و (t-1) محاسبه شده اند بازه تحقیق از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ می باشد.

متغیرها و مدل اصلی پژوهش

مدل فرضیه اول پژوهش

$$\begin{aligned}
SME_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 CP_{i,t} + \beta_2 CP_{i,t} \times FCP_{i,t} + \beta_3 CP_{i,t} \times CAP_{i,t} \\
& + \beta_4 CP_{i,t-1} + \beta_5 CP_{i,t-1} \times FCP_{i,t-1} \\
& + \beta_6 CP_{i,t-1} \times CAP_{i,t-1} + \beta_7 CP_{i,t-3} \\
& + \beta_8 CP_{i,t-2} \times FCP_{i,t-2} + \beta_9 CP_{i,t-2} \times CAP_{i,t-2} \\
& + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} LEV_{i,t} + \beta_{12} MTB_{i,t} + \beta_{13} ROA_{i,t} \\
& + \beta_{14} LOSS_{i,t} + \beta_{15} LIQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned}$$

مدل فرضیه دوم پژوهش

$$\begin{aligned}
FE_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 CP_{i,t} + \beta_2 CP_{i,t} \times FCP_{i,t} + \beta_3 CP_{i,t} \times CAP_{i,t} \\
& + \beta_4 CP_{i,t-1} + \beta_5 CP_{i,t-1} \times FCP_{i,t-1} \\
& + \beta_6 CP_{i,t-1} \times CAP_{i,t-1} + \beta_7 CP_{i,t-3} \\
& + \beta_8 CP_{i,t-2} \times FCP_{i,t-2} + \beta_9 CP_{i,t-2} \times CAP_{i,t-2} \\
& + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} LEV_{i,t} + \beta_{12} MTB_{i,t} + \beta_{13} ROA_{i,t} \\
& + \beta_{14} LOSS_{i,t} + \beta_{15} LIQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned}$$

انتظار می‌رود در مدل فوق β_2 بزرگتر از β_3 و β_5 بزرگتر از β_6 و β_8 بزرگتر از β_9 باشد.

متغیر وابسته:

۱- بازده بازار سهام طرح‌های سرمایه‌ای (SME): اولین متغیر وابسته این پژوهش بازده بازار سهام شرکت‌های نمونه پژوهش می‌باشد که با استفاده از بازده سالانه سهام و به روش ذیل محاسبه می‌گردد:

$$SME_{i,t} = (AR_{i,t} - AR_{i,t-1}) - IND(AR_{j,t} - AR_{j,t-1})$$

که در آن:

$$SME_{i,t} = \text{بازده بازار سهام طرح‌های سرمایه‌ای شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$(AR_{i,t} - AR_{i,t-1}) = \text{تغییر بازده سهام شرکت } i \text{ نسبت به سال قبل و}$$

$$IND(AR_{j,t} - AR_{j,t-1}) = \text{متوسط تغییر بازده سهام کل شرکت‌های بدون طرح سرمایه‌ای آن}$$

صنعت می‌باشد.

۲- عملکرد مالی طرح‌های سرمایه‌ای (FE): دومین متغیر وابسته این پژوهش عملکرد مالی منعکس

در صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه پژوهش می‌باشد که با استفاده از EPS و به روش ذیل محاسبه می‌گردد:

گردد:

$$FE_{i,t} = \left(\left[\frac{EPS_t}{P_{t-1}} \right] - \left[\frac{EPS_{t-1}}{P_{t-2}} \right] \right) - IND \left(\frac{EPS_t}{P_{t-1}} - \frac{EPS_{t-1}}{P_{t-2}} \right)$$

که در آن:

$FE_{i,t}$ = عملکرد مالی طرح های سرمایه ای شرکت i در سال t ,

$$\left[\frac{EPS_t}{P_{t-1}} \right] - \left[\frac{EPS_{t-1}}{P_{t-2}} \right] = \text{تغییر } \left[\frac{EPS_t}{P_{t-1}} \right] \text{ شرکت } i \text{ نسبت به سال قبل و}$$

$IND \left(\frac{EPS_t}{P_{t-1}} - \frac{EPS_{t-1}}{P_{t-2}} \right)$ = متوسط تغییر $\left[\frac{EPS_t}{P_{t-1}} \right]$ کل شرکت های بدون طرح سرمایه ای آن صنعت می باشد.

در دو متغیر فوق شرکت i ، شرکتی است که در سال t دارای پروژه سرمایه ای می باشد.

متغیرهای مستقل

۳- طرح های سرمایه ای (CP): اولین متغیر مستقل این پژوهش طرح های سرمایه ای است که از درصد افزایش در ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات بدست می آید. بدین صورت که اگر درصد تغییرات بیش از پروژه های در جریان باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ در نظر گرفته می شود.

۴- سهم بدهی در تأمین مالی طرح های سرمایه ای (FCP): شرکت ها به منظور اجرای پروژه های سودآور و دستیابی به حداکثر بازدهی در جهت افزایش منافع سهامداران، از منابع مالی مختلف استفاده می کنند و توانایی شرکت در دستیابی به این منابع داخلی و خارجی یکی از عوامل رشد سودآوری شرکت ها محسوب می شود. در نتیجه دومین متغیر مستقل این پژوهش سهم بدهی در تأمین مالی طرح های سرمایه ای می باشد که از طریق ذیل بدست خواهد آمد:

$$FCP_{it} = \frac{\Delta LOWN_{i,t}}{FP_{i,t}}$$

که در آن:

$\Delta LOWN_{i,t}$ = تغییرات وام های شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$ و

$FP_{i,t}$ = مجموع تأمین مالی طرح های سرمایه ای می باشد.

سهم سرمایه و سود انباشته در تأمین مالی طرح های سرمایه ای (CAP): شرکت ها به منظور اجرای پروژه های سودآور و دستیابی به حداکثر بازدهی در جهت افزایش منافع سهامداران، از منابع مالی مختلف استفاده می کنند و توانایی شرکت در دستیابی به این منابع داخلی و خارجی یکی از عوامل رشد سودآوری

شرکت‌ها محسوب می‌شود. در نتیجه سومین متغیر مستقل این پژوهش سهم سرمایه و سود انباشته در تامین مالی طرح‌های سرمایه‌ای می‌باشد که از طریق فرمول ذیل بدست می‌آید:

$$CAP_{i,t} = \frac{\Delta CP_{i,t} + \Delta AP_{i,t}}{FP_{i,t}}$$

که در آن:

$$\Delta CP_{i,t} = \text{تغییرات سرمایه شرکت } i \text{ در سال } t \text{ نسبت به سال } t-1,$$

$$\Delta AP_{i,t} = \text{تغییرات سود انباشته شرکت } i \text{ در سال } t \text{ نسبت به سال } t-1 \text{ و}$$

$$FP_{i,t} = \text{مجموع تامین مالی طرح‌های سرمایه‌ای می‌باشد.}$$

در محاسبه این دو متغیر چند نکته حائز اهمیت است که لازم به توضیح می‌باشد:

- ۱- شرکت‌هایی که طرح‌های سرمایه‌ای آنها از مجموع تامین مالی بیشتر باشد، حذف خواهند شد.
- ۲- شرکت‌هایی که سود انباشته آنها کاهش یافته (به هر دلیل) در محاسبه متغیر تامین مالی، از سود انباشته استفاده نخواهد شد.

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت (SIZE): پژوهشگران معیارهای گوناگونی برای اندازه شرکت‌ها در نظر گرفته‌اند. در این تحقیق جهت وارد نمودن اندازه شرکت‌ها در الگوی آزمون فرضیه‌ها از لگاریتم طبیعی ارزش بازار دارایی‌ها در پایان سال مالی استفاده می‌شود. به‌طور کلی شواهد تجربی نشان می‌دهند که شرکت‌های با اندازه بزرگ‌تر، ارزش بازاری بزرگ‌تر و ریسک کمتری دارند؛ از این رو متغیر اندازه شرکت می‌تواند در تبیین بهتر روابط بین متغیرهای مستقل و وابسته مؤثر واقع شود (Saei et al., 2016).

اهرم مالی (LEV): نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها به‌عنوان معیاری برای تعیین ساختار سرمایه در شرکت‌ها استفاده می‌شود. این معیار که به آن اهرم مالی گفته می‌شود، شاخصی برای ریسک مالی شرکت و توانایی پرداخت بدهی‌ها نیز محسوب می‌گردد. شواهد تجربی نشان می‌دهند که بازار سرمایه اهرم مالی را به‌عنوان یکی از متغیرهای مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار می‌دهد و ارزیابی متفاوتی از شرکت‌های با اهرم مالی بالا دارد؛ بنابراین به نظر می‌رسد که اهرم مالی می‌تواند در تبیین تغییرات ریسک و ارزش شرکت‌ها مؤثر باشد (Saei et al., 2016).

رشد شرکت (MTB): پژوهش‌های زیادی در راستای مشخص کردن متغیری که بهتر بتواند معرف رشد شرکت باشد انجام شده است. آدام و گویال (۲۰۰۸) اعتقاد دارند که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

حقوق صاحبان سهام دارای بیشترین محتوای اطلاعاتی در ارتباط با فرصت‌های رشد شرکت است. که در پژوهش حاضر نیز از این متغیر به‌عنوان متغیر معرف رشد شرکت استفاده شده است. که با توجه به فرمول ذیل محاسبه می‌گردد:

$$MTB = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}$$

بازده دارایی‌ها (ROA): تقسیم مبلغ سود خالص بر جمع کل دارایی‌ها.
نسبت نقدینگی (LIQ): برابری با مجموع سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و وجه نقد شرکت تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها.

(LOSS): متغیر موهومی که در صورت زیان دهی شرکت مقدار یک و در غیراین صورت مقدار صفر را در برمی‌گیرد.

با توجه به تئوری‌های بیان شده در خصوص تأمین مالی و این واقعیت که هدف اولیه شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران از به‌کارگیری اهرم، افزایش بازده بالقوه یک سرمایه‌گذاری است با بسط ساده معادله حسابداری می‌توانیم تأثیر شگرف تخصیص اهرمی بدهی در بازده صاحبان سرمایه را به روشی اثباتی به تصویر بکشیم که برای پرداختن به فرضیه‌های پژوهش جاری الزامی است:
معادله حسابداری را بر اساس مبلغ سرمایه‌به‌عنوان متغیر وابسته شروع می‌کنیم و در نتیجه چنین خواهیم داشت:

$$E_t = A_t - L_t$$

که در آن: E ، A و L به ترتیب نشانگر سرمایه مالکان، دارایی‌ها و بدهی‌های یک شرکت در زمان t می‌باشند. برای سادگی محاسبات فرض شده است که این شرکت در زمان t تاسیس، و در طی یک دوره بعد هیچ افزایش سرمایه، و تأمین مالی جدید از محل بدهی وجود نداشته، و همچنین برداشتی از سوی سهامداران به انجام نرسیده باشد. لذا دارایی‌ها در پایان دوره معادل دارایی اول دوره بعلاوه سود حاصله است و بدهی‌ها نیز معادل بدهی اول دوره بعلاوه بهره محقق شده در طی دوره باشد. لذا رابطه فوق در پایان دوره مساوی است با:

$$E_{t+1} = (A_t + A_t \times ROA) - (L_t + L_t \times i)$$

نمادهای جدید این معادله، یعنی ROA و i بترتیب نشانگر نرخ بازده داراییها (سود خالص تقسیم بر داراییهای اول دوره) و نرخ بهره بدهی می‌باشند. برای محاسبه نرخ بازده مالکانه (ROE) تغییر سرمایه در طی دوره (تفاضل معادله دوم با اول) را بر سرمایه اول دوره تقسیم می‌شود و چنین خواهد شد:

$$ROE = \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t} = \frac{(A_t \times ROA) - (L_t \times i)}{E_t}$$

با جای گذاری مبلغ سرمایه بعلاوه بدهی به جای A در معادله فوق چنین خواهد شد:

$$ROE = \frac{(E_t + L_t) \times ROA - (L_t \times i)}{E_t}$$

و با ساده سازی این معادله به معادله نهایی زیر تغییر پیدا می‌کند:

$$ROE = ROA + \frac{L_t}{E_t} (ROA - i)$$

معادله فوق خصیصه اهرمی بدهی در متناهی‌علیه سمت راست خود نشان می‌دهد. شرکتی که بخشی از سرمایه لازم را از طریق بدهی تامین مالی می‌کند، به صورت اهرمی و به تناسب مبلغ بدهی به سرمایه ضربدر تفاوت نرخ بازده داراییها با نرخ بهره می‌تواند بازده مالکانه را افزایش دهد.

تأثیر این ضریب تحت الشعاع عوامل مهم دیگری است. اولاً بهره بعنوان هزینه و با تأثیر کاهشی در مبلغ مالیات در محاسبه سود و در نتیجه ROA لحاظ شده است. لذا هر چه نرخ موثر مالیات بر درآمد یک شرکت (یا کشور) بالاتر باشد، خصیصه اهرمی بدهی بیشتر می‌شود، زیرا تأثیر منفی هزینه بهره در محاسبه سود، به دلیل صرفه جویی مالیاتی بالاتر، کمتر خواهد بود. ثانیاً ROA تحت بازده پروژه‌هایی است که اجرا شده و بازده پروژه‌ها تحت تأثیر ریسک‌های خاص شرکت و ریسک کلان اقتصادی است. لذا ضریب اهرمی بدهی، برای همه شرکت‌ها یکنواخت نیست. با توجه به این واقعیت که پروژه‌ها در مقطع تصویب، بشرطی باید انتخاب و اجرا شوند که نرخ بازدهی آنها از نرخ هزینه سرمایه بالاتر باشد، لذا انتظار منطقی بر آن است که هر چه میزان استفاده از بدهی در تامین مالی بیشتر باشد، نرخ بازده سهامداران بیشتر باشد.

تجزیه و تحلیل نتایج

آمار توصیفی

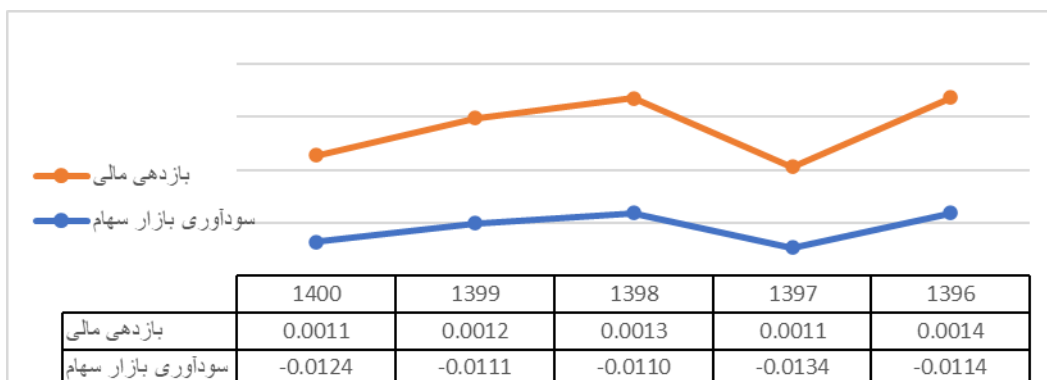
یافته‌های توصیفی تحقیق به شرح جدول ۱ ارائه می‌گردد. تعداد مشاهدات در متغیرهای مذکور ۹۱۰ سال-شرکت می‌باشد که شامل ۱۸۲ شرکت از سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ است. برای متغیر بازده داراییها در نمونه پژوهش حداقل مقادیر ارائه شده در جدول منفی می‌باشد که فراوانی این رشد منفی بیشتر در صنعت دارویی است. باین وجود نسبت نقدینگی این شرکت‌ها در این سال‌ها با حداقل مقدار ۵.۹۵ مثبت است.

همچنین بیشترین مقدار نسبت ارزش بازار به دفتری که بیانگر رشد شرکت می باشد به صنعت محصولات فلزی نمونه پژوهش تعلق دارد. با توجه به مقادیر جدول ۱، انحراف معیار متغیرهای پژوهش نشانگر تغییرپذیری مناسب آن ها می باشد. نزدیک بودن مقادیر میانگین و میانه بیان می کند متغیرهای پژوهش، توزیع مناسبی دارند و قابل به کارگیری در برازش مدل هستند.

جدول (۱): شاخص های توصیفی متغیرها

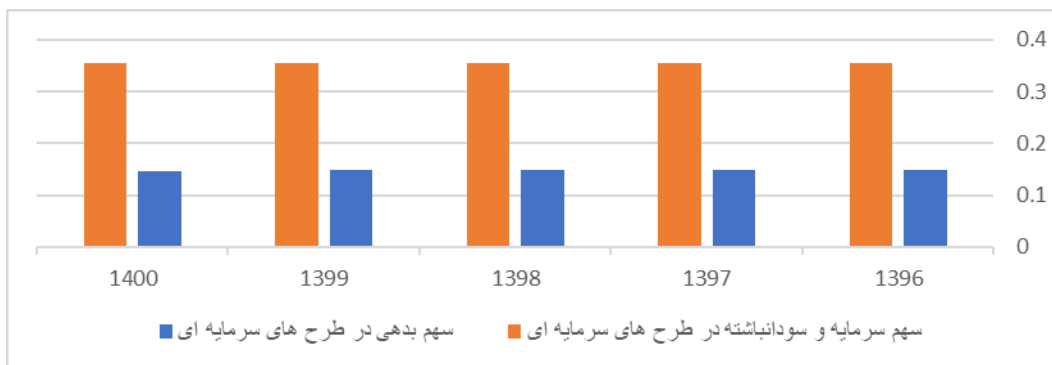
متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
وابسته	بازده بازار سهام	SME	-۰/۰۱۰	۰/۰۱۵	۱۹/۷۲۱	۲/۵۶۴
	عملکرد مالی	FE	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۲/۳۷۳	-۲/۰۹۰
مستقل	طرح های سرمایه ای	CP	۰/۵۲۵	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۴۹۹
	سهام سودناشته و تغییرات سرمایه در طرح سرمایه ای	CP*CAP	۰/۳۵۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۴۲۸
	سهام بدهی در تامین مالی طرح سرمایه ای	CP*FCP	۰/۱۴۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۲۸۵
کنترا ی	طرح های سرمایه ای (t-1)	CPT-1	۰/۴۳۱	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۴۰۸
	سهام بدهی در تامین مالی طرح سرمایه ای (t-1)	CPT-1*FCPT-1	۰/۱۳۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۲۸۰
	سهام سودناشته و تغییرات سرمایه در طرح سرمایه ای (t-2)	CPT-1*CAPt-1	۰/۲۷۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۴۰۸
	طرح های سرمایه ای (t-2)	CPT-2	۰/۳۳۹	۰/۴۸۶	۱/۰۰۰	۰/۴۷۳
	سهام بدهی در تامین مالی طرح سرمایه ای	CPT-2*FCPT-2	۰/۱۰۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۲۶۴
	سهام سودناشته و تغییرات سرمایه در طرح سرمایه ای (t-2)	CPT-2*CAPt-2	۰/۲۰۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۳۶۷
	رشد شرکت	MB	۱۲/۵۰۵	۷/۱۶۷	۱۰۴/۸۱	-۲/۱۶۷
اهرم مالی	LEV	۰/۵۲۸	۰/۵۱۲	۱/۸۳۰	۰/۰۳۱	
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۲۷۸	۱۳/۲۳	۱۵/۶۷	۱۱/۲۲	
بازده دارایی ها	ROA	۰/۱۷۸	۰/۱۵۲	۰/۷۸۸	-۰/۳۷۱	
زیان دهی	LOSS	۰/۰۷۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	
نسبت نقدینگی	LIQ	۰/۱۰۱	۰/۰۶۱	۰/۸۲۱	۵/۹۵	

همانگونه که در شکل ۱ ملاحظه می گردد، به طور متوسط عملکرد مالی و بازده بازار سهام برای شرکت های نمونه پژوهش در بازه تحقیق روندی مشابه داشته اند. با این وجود روند کاهشی عملکرد مالی شرکتها به طور متوسط در سال ۱۳۹۷ بیشتر از بازده بازار سهام همان شرکتها در سال ۱۳۹۷ بوده است. همچنین، در سال ۱۳۹۶ یک روند افزایشی برای بازده بازار سهام و عملکرد مالی شرکت های نمونه پژوهش را مشاهده می نماییم که این روند افزایشی در عملکرد مالی با شیب تندتری برای شرکت های نمونه پژوهش قابل رویت است.



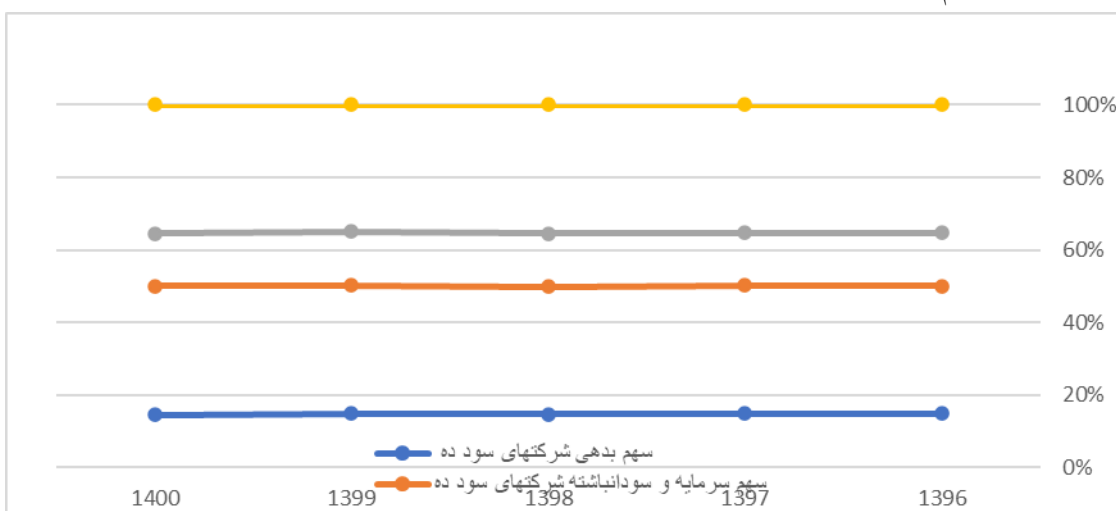
شکل ۱: مقایسه بازدهی مالی و سودآوری بازار سهام

همانگونه که در شکل ۲ ملاحظه می گردد، به طور متوسط سهم بدهی در طرح های سرمایه ای شرکت های نمونه پژوهش در بازه تحقیق نسبت به سهم سرمایه و سود انباشته در طرح های سرمایه ای شرکتها کمتر است. علیرغم تمایل بیشتر شرکتها به تامین مالی برای پروژه های سرمایه ای خود از محل سرمایه و سود انباشته در هیچکدام از سال های بازه تحقیق به طور متوسط سهم بدهی در تامین مالی طرح های سرمایه ای حذف نگردیده است.



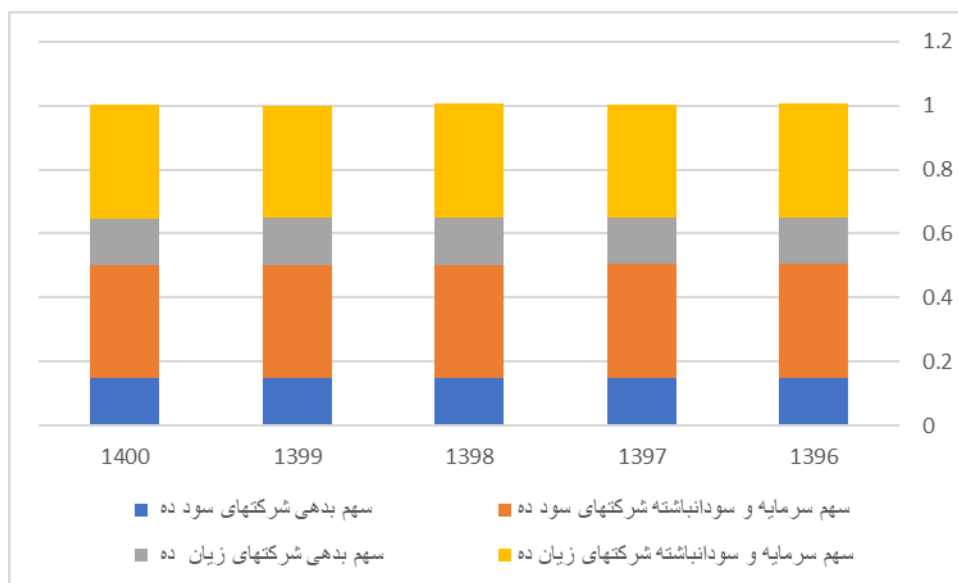
شکل ۲: سهم سرمایه و سودانباشته و بدهی در طرح های سرمایه ای

در ادامه در شکل ۳ ملاحظه می گردد که برای دو متغیر وابسته بازده بازار سهام و عملکرد مالی شرکت های دارای طرح سرمایه ای به تفکیک سودده بودن یا زیان ده بودن روند زیر طی سال های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ قابل مشاهده است. به طور متوسط بازده بازار سهام شرکت های دارای طرح سرمایه ای به تفکیک سودده بودن یا زیان ده بودن کاملاً روندی معکوس داشته اند. این در حالی است که عملکرد مالی برای شرکت های سودده نمونه پژوهش تقریباً به جز سال ۱۳۹۹ روندی کم نوسان را تجربه می نمایند. همچنین روند نوسانات افزایشی و کاهش متغیرهای عملکرد مالی برای شرکت های زیان ده و بازده بازار سهام برای شرکت های سودده در بازه تحقیق مشابه می باشد. این نمودارها در تحلیل های تکنیکال اطلاعات ارزشمندی را در اختیار تحلیلگران بازار سهام قرار خواهد داد.



شکل ۳: سهم سرمایه و سودانباشته و بدهی شرکت های سودده

در نهایت در شکل ۴ ملاحظه می‌گردد که برای دو متغیر سهم بدهی در تامین مالی و سهم سرمایه و سود انباشته در تامین مالی برای شرکتهای دارای طرح سرمایه ای به تفکیک سودده بودن یا زیان ده بودن روند زیر طی سال های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ قابل مشاهده است. همان طور که ملاحظه می‌گردد به طور متوسط سهم سرمایه و سود انباشته برای تامین مالی طرح های سرمایه ای طی سال های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ بیشتر از سهم بدهی برای تامین مالی شرکتهای بوده است. همچنین سهم بدهی در تامین مالی شرکتهای زیان ده در هر سال کمترین سهم سبد را به خود اختصاص داده است.



شکل ۴: نمودار تجمیعی سهم سرمایه و سود انباشته و بدهی

آزمون همبستگی اسپیرمن برای بررسی روابط میان متغیرهای پژوهش انجام گرفته و نتایج آن در جدول ۲ گزارش شده است. همبستگی متغیرهای کلیدی پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

سهم سود انباشته و تغییرات سرمایه در طرح‌های سرمایه‌ای: (CP*CAP)

این متغیر با "طرح‌های سرمایه‌ای (CP)" همبستگی بالایی برابر با ۰.۸۵۶ دارد که نشان‌دهنده رابطه نزدیک میان تأمین مالی از طریق سود انباشته و اجرای پروژه‌های سرمایه‌ای است. زیرا شرکت‌ها معمولاً از منابع داخلی مانند سود انباشته برای پروژه‌های خود استفاده می‌کنند.

طرح‌های سرمایه‌ای با وقفه یک‌ساله: (CPT-1)

	22 ** *	94 ** *	33 ** *												
CPT_1*CA Pt_1	0.3 32 ** *	0.3 25 ** *	0.2 16 ** *	0.8 78 ** *	1										
CPt_1*FC Pt_1	0.2 38 ** *	0.1 80 ** *	0.2 54 ** *	0.6 61 ** *	0.4 02 ** *	1									
CPt-2	0.1 91 ** *	0.1 69 ** *	0.1 21 ** *	0.2 67 ** *	0.2 74 ** *	0.1 84 ** *	1								
CPt- 2*CAPt-2	0.1 96 ** *	0.1 94 ** *	0.1 16 ** *	0.2 87 ** *	0.3 05 ** *	0.1 81 ** *	0.8 79 ** *	1							
CPt_2*FC Pt_2	0.1 19 ** *	0.0 79 ** *	0.1 32 ** *	0.2 03 ** *	0.1 87 ** *	0.2 2* ** *	0.6 84 ** *	0.4 99 ** *	1						
LEV	- 0.1 37 ** *	- 0.2 66 ** *	- 0.0 33	- 0.0 89 ** *	- 0.1 86 ** *	0.0 25	- 0.0 47	0.1 35 ** *	0.0 19	1					
LIQ	0.1 24 ** *	0.1 45 ** *	0.0 20	0.0 48 30 2	0.1 01 ** *	- 0.0 54	0.0 27 64 4	0.0 80 ** *	- 0.0 38	- 0.3 85 ** *	1				
loss	- 0.1 06 ** *	- 0.1 62 ** *	- 0.0 87 ** *	- 0.0 45	- 0.1 21 ** *	- 0.0 42	- 0.0 44	- 0.1 18 ** *	- 0.0 38	0.2 83 ** *	- 0.1 76 ** *	1			
MTB	- 0.1 15 ** *	- 0.0 65 ** *	- 0.1 15 ** *	- 0.0 84 ** *	- 0.0 80 ** *	- 0.0 92 ** *	- 0.1 09 ** *	- 0.1 17 ** *	- 0.0 87 ** *	0.1 60 ** *	0.0 68 ** *	- 0.0 12	1		
ROA	0.2 31 **	0.3 39 **	0.0 71 **	0.1 27 **	0.2 21 **	0.0 33	0.0 55 *	0.1 45 **	- 0.0 04	- 0.6 36	0.4 50 **	- 0.4 55	0.0 46	1	

	*	*	*	*	*			*		**	*	**			
										*		*			
SIZE	0.2 66 ** *	0.2 67 ** *	0.1 46 ** *	0.1 98 ** *	0.2 36 ** *	0.1 05 ** *	0.2 05 ** *	0.2 33 ** *	0.1 18 ** *	- 0.2 18 ** *	0.2 50 ** *	- 0.1 87 ** *	0.0 44	0.4 33 ** *	1

معناداری ضرایب در سطوح ۱، ۵ و ۱۰ درصد، به ترتیب با علامت‌های *، ** و *** و بالاتر از ۱۰ درصد بدون علامت مشخص شده است.

در جدول همبستگی، مشاهده می‌شود که برخی شاخص‌ها علیرغم داشتن ضرایب همبستگی بسیار ضعیف، از نظر آماری در سطح معناداری سه ستاره تأیید شده‌اند. این پدیده به‌ویژه در پژوهش‌هایی با حجم نمونه بزرگ، رایج است. در این شرایط، حتی ضرایب همبستگی کوچک نیز به دلیل قدرت بالای آزمون‌های آماری و افزایش دقت محاسبات در حجم بالای داده‌ها، می‌توانند از نظر آماری معنادار شوند. با این حال، لازم به ذکر است که معناداری آماری همیشه به معنای معناداری کاربردی یا اهمیت عملی نیست. به عبارت دیگر، ضرایب همبستگی ضعیف (مثلاً کمتر از ۰.۲ یا نزدیک به صفر) نشان‌دهنده روابط کم‌اثر یا تقریباً خنثی میان متغیرها هستند، حتی اگر آزمون‌های آماری آن‌ها را معنادار نشان دهند. این بدان معناست که اگرچه این ضرایب ممکن است بر اساس سطح خطای تعریف شده (مثلاً ۱٪) به‌طور آماری معنادار باشند، اما در عمل تأثیر قابل توجهی بر تفسیر یا نتیجه‌گیری‌های مدیریتی یا اقتصادی ندارند. علت اصلی این وضعیت در پژوهش حاضر، اندازه بزرگ نمونه است. در چنین شرایطی، آزمون‌های آماری حساس‌تر می‌شوند و کوچک‌ترین تغییرات در داده‌ها می‌توانند به معناداری آماری منجر شوند. بنابراین، در تفسیر این ضرایب باید دقت بیشتری به خرج داده شود و علاوه بر معناداری آماری، به بزرگی ضرایب نیز توجه شود.

آمار استنباطی

با توجه به اینکه در نرم افزار Eviews برای بررسی خودهمبستگی سریالی در داده‌های ترکیبی آزمونی تعیبه نشده است با استفاده از رگرسیون کمکی (که متغیر وابسته آن معادل باقی مانده‌های مدل اصلی است) آزمون براش گادفری برآزش داده شده و نتایج نشان می‌دهد که خودهمبستگی سریالی مرتبه اول وجود ندارد. همچنین، برای آزمون ناهمسانی واریانس برای داده‌های ترکیبی می‌توان از آزمون ویگینز و پوی استفاده کرد. با توجه به معناداری آزمون ویگینز و پوی و ناهمسانی واریانس مدل با رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته و انحراف استاندارد نیرومند در برابر ناهمسانی برآورد گردید.

جدول (۳): نتایج آزمون های خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس

مقدار اماره راستنمایی	اماره	p-valu راستنمایی	p-valu اماره فیشر	p-valu اماره کای دو
۱۱۱.۶۵۵		۰.۰۰۰	۱.۰۱۳	۳.۳۳۰

جدول ۳ روند بازده بازار سهام و عملکرد مالی شرکت های دارای طرح های سرمایه ای را به تفکیک سودده و زیانده بودن نشان می دهد. نتایج حاکی از آن است که شرکت های سودده در طول دوره مورد بررسی عملکرد باثبات تری از نظر مالی داشته اند. به طور خاص، نوسانات بازده بازار سهام در شرکت های سودده کمتر بوده و این شرکت ها در سال های مختلف روندی متعادل تر و پایدارتر داشته اند. در مقابل، شرکت های زیانده تغییرات چشم گیری در بازده بازار سهام نشان داده اند، به ویژه در سال هایی که اقتصاد تحت تأثیر بحران های داخلی یا خارجی قرار گرفته است. این مسئله نشان می دهد که شرکت های زیانده بیشتر تحت تأثیر ریسک های کلان اقتصادی قرار دارند و بازده بازار سهام آن ها حساسیت بیشتری به تغییرات خارجی دارد.

از طرفی، عملکرد مالی شرکت های سودده، همان طور که از شاخص EPS قابل مشاهده است، کمترین میزان نوسانات را داشته و به جز سال ۱۳۹۹، تقریباً روندی ثابت و مثبت داشته اند. این یافته ها نشان می دهد که سودده بودن شرکت ها نه تنها بر پایداری بازده بازار سهام تأثیر مثبت دارد، بلکه به بهبود ثبات عملکرد مالی نیز منجر می شود. در مقابل، شرکت های زیانده، علاوه بر بازده منفی در برخی سال ها، کاهش معناداری در عملکرد مالی خود نشان داده اند، که می تواند ناشی از کمبود منابع داخلی و ناتوانی در استفاده بهینه از سرمایه باشد.

نتایج حاصل از برازش مدل آزمون فرضیه اول به شرح جدول ۴ ارائه شده است. با عنایت به اینکه ضرایب مربوط به متغیرهای ضربی در هیچکدام از سطوح معناداری آماری قرار ندارند فرضیه اول پژوهش (هر چه تامین مالی پروژه های سرمایه ای از محل بدهی بیشتر باشد، بازده بازار سهام شرکت بالاتر خواهد بود) پذیرفته نمی شود. با این وجود سطح معنی داری آماره فیشر (۰.۰۰۰) گویا این مطلب است که مدل پژوهش برای فرضیه اول معنادار است. آماره دورین واتسن با رقم ۲/۷۴ بیانگر عدم خودهمبستگی بین خطاهای مدل است. از میان متغیرهای کنترلی، متغیر بازده شرکت در سطح ده درصد و متغیر اندازه شرکت در سطح پنج درصد معنادار است. با افزودن متغیر سال و صنعت، اثرات سال و صنعت نیز در مدل رگرسیون

تمامی فرضیه ها ثابت فرض گردیده و در برازش آزمون فرضیه ها خطاهای استاندارد در سطح شرکت کلاستر شده است.

جدول (۴): نتایج تخمین فرضیه اول

متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	معناداری
طرح های سرمایه ای	CP	۰/۷۹۵	۱/۴۱۰	۰/۱۵۸
سهام سودناشته و تغییرات سرمایه در طرح سرمایه ای	CP*CAP	-۰/۵۲۳	-۰/۹۱۰	۰/۳۶۲
سهام بدهی در تأمین مالی طرح سرمایه ای	CP*FCP	-۰/۶۹۰	-۱/۱۴۷	۰/۲۵۱
طرح های سرمایه ای (t-1)	CPt-1	-۰/۸۳۳	-۱/۷۱۱	۰/۱۲۲
سهام بدهی در تأمین مالی طرح سرمایه ای (t-1)	CPt-1*FCPt-1	۰/۶۱۳	۱/۱۲۲	۰/۲۶۲
سهام سودناشته و تغییرات سرمایه در طرح سرمایه ای (t-2)	CPt-1*CAPt-1	۰/۷۲۲	۱/۴۳۳	۰/۱۵۲
طرح های سرمایه ای (t-2)	CPt-2	۰/۱۴۲	۰/۲۹۶	۰/۷۶۶
سهام بدهی در تأمین مالی طرح سرمایه ای	CPt-2*FCPt-2	۰/۲۷۸	۰/۵۱۷	۰/۶۰۵
سهام سودناشته و تغییرات سرمایه در طرح سرمایه ای (t-2)	CPt-2*CAPt-2	-۰/۴۱۹	-۰/۸۳۵	۰/۴۰۳
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۰/۰۱۴	۲/۹۷۸	۰/۰۰۳
اهرم مالی	LEV	۰/۱۶۰	۰/۳۳۸	۰/۷۳۴
اندازه شرکت	SIZE	۰/۳۲۷	۲/۴۸۴	۰/۰۱۳
بازده دارایی ها	ROA	۱/۲۳۶	۱/۶۹۹	۰/۰۸۹
زیان دهی	LOSS	۰/۱۳۶	۰/۳۸۳	۰/۷۰۱
نسبت نقدینگی	LIQ	-۰/۵۳۹	-۰/۷۰۱	۰/۴۸۳
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۴	آماره فیشر (F)	۱۴/۵۳۱
آماره دورین واتسن		۲/۷۴۷	سطح معنی داری (F)	۰/۰۰۰

جدول ۴ نتایج مدل فرضیه اول را نمایش می دهد که به بررسی تأثیر شیوه تأمین مالی پروژه های سرمایه ای بر بازده بازار سهام می پردازد. نتایج نشان می دهد که ضرایب مربوط به متغیرهای مستقل (مانند سهم بدهی

و سهم سود انباشته) در هیچ سطح آماری معنادار نیستند. به عنوان مثال، ضریب متغیر "سهم بدهی در تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌ای" برابر با $-0/690$ و سطح معناداری آن 0.251 است، که حاکی از تأثیر منفی این متغیر بر بازده بازار سهام است، اما این اثر معنادار نیست. این موضوع بیانگر آن است که تأمین مالی از محل بدهی، حتی اگر تأثیر منفی بر بازده سهام داشته باشد، در نمونه مورد بررسی به طور سیستماتیک قابل اثبات نیست.

از میان متغیرهای کنترلی، متغیر "اندازه شرکت (SIZE)" با ضریب 0.327 و سطح معناداری 0.013 نشان می‌دهد که شرکت‌های بزرگ‌تر به طور معناداری بازده سهام بالاتری دارند. این یافته قابل انتظار است، زیرا شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً دسترسی بهتری به منابع مالی داشته و از ریسک‌های پایین‌تری برخوردارند. همچنین، متغیر "بازده دارایی‌ها (ROA)" با ضریب 1.236 و سطح معناداری 0.089 نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با بهره‌وری بالاتر در استفاده از دارایی‌ها، بازده بازار سهام بهتری دارند. این یافته تأکیدی بر نقش مدیریت کارآمد دارایی‌ها در بهبود بازده سهام است.

نتایج حاصل از برازش مدل آزمون فرضیه دوم به شرح جدول ۵ می‌باشد. با توجه به اینکه ضرایب متغیرهای ضریبی در هیچکدام از سطوح معناداری آماری قرار ندارند، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه هر چه تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای از محل بدهی بیشتر باشد، عملکرد مالی شرکت بالاتر خواهد بود؛ مورد تایید واقع نمی‌گردد. با این وجود سطح معنی داری آماره فیشر (0.000) گویا این مطلب است که مدل پژوهش برای فرضیه اول معنادار است. آماره دوربین واتسن با رقم $2/55$ بیانگر عدم خودهمبستگی بین خطاهای مدل است. از میان متغیرهای کنترلی، متغیر بازده دارایی‌های شرکت، متغیر زیان دهی و متغیر اهرم مالی در سطح یک درصد معنادار است.

جدول (۵): نتایج تخمین فرضیه دوم

متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	معناداری
طرح‌های سرمایه‌ای	CP	$-0/026$	$-1/071$	$0/284$
سهم سودانباشته و تغییرات سرمایه در طرح سرمایه‌ای	CP*CAP	$0/032$	$1/277$	$0/201$
سهم بدهی در تأمین مالی طرح سرمایه‌ای	CP*FCP	$0/006$	$0/234$	$0/814$
طرح‌های سرمایه‌ای (t-1)	CPT-1	$0/015$	$0/654$	$0/850$
سهم بدهی در تأمین مالی طرح سرمایه‌ای (t-)	CPT-1*FCPT-1	$-0/004$	$-0/188$	$0/838$

(1)

۰/۳۴۷	-۰/۹۴۰	-۰/۰۲۳	CPT-1*CAPt-1	سهام سودانباشته و تغییرات سرمایه در طرح سرمایه ای (t-2)
۰/۴۰۲	۰/۸۳۸	۰/۰۱۷	CPT-2	طرح های سرمایه ای (t-2)
۰/۷۵۳	-۰/۳۱۴	-۰/۰۰۷	CPT-2*FCPT-2	سهام بدهی در تأمین مالی طرح سرمایه ای
۰/۴۷	-۰/۷۱۰	-۰/۰۱۶	CPT-2*CAPt-2	سهام سودانباشته و تغییرات سرمایه در طرح سرمایه ای (t-2)
۰/۵۰۵	۰/۶۶۵	۰/۰۰۰	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۰۰۱	۳/۱۰۸	۰/۷۲۴	LEV	اهرم مالی
۰/۴۴۵	-۰/۷۶۲	-۰/۰۰۴	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۳/۴۶۴	۰/۱۲۵	ROA	بازده دارایی ها
۰/۰۲۶	-۲/۲۲۴	-۰/۰۳۳	LOSS	زیان دهی
۰/۴۹۰	-۰/۶۹۰	-۰/۰۲۶	LIQ	نسبت نقدینگی
۳/۶۲۶	آماره فیشر (F)		۰/۰۶	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	سطح معنی داری (F)		۲/۵۵۱	آماره دورین واتسن

جدول ۵ نتایج مدل فرضیه دوم را بررسی می کند که به تأثیر شیوه تأمین مالی پروژه های سرمایه ای بر عملکرد مالی شرکت ها می پردازد. نتایج حاکی از آن است که ضرایب متغیرهای مستقل، نظیر سهم بدهی (CPFCP) و سهم سود انباشته (CPCAP)، در هیچ سطح آماری معنادار نیستند. به عنوان نمونه، ضریب سهم بدهی برابر با ۰.۰۰۶ و سطح معناداری آن ۰.۸۱۴ است که نشان می دهد تأثیر آن بر عملکرد مالی معنادار نیست. همچنین، سهم سود انباشته با ضریب ۰.۰۳۲ و سطح معناداری ۰.۲۰۱ نیز تأثیر قابل توجهی بر عملکرد مالی ندارد. این یافته ها بیانگر این است که در نمونه مورد بررسی، ساختار تأمین مالی شرکت ها به تنهایی عامل تعیین کننده ای در عملکرد مالی آن ها نبوده است.

با این حال، متغیرهای کنترلی نتایج جالبی را نشان می دهند. متغیر "اهرم مالی (LEV)" با ضریب مثبت ۰.۷۲۴ و سطح معناداری ۰.۰۰۱ نشان دهنده اثر مثبت و قوی بدهی بر عملکرد مالی است. این نتیجه حاکی از آن است که استفاده از بدهی می تواند با کاهش هزینه های مالیاتی و افزایش بازده دارایی ها، عملکرد مالی شرکت ها را بهبود بخشد. همچنین، متغیر "زیان دهی (LOSS)" با ضریب -۰/۰۳۳ و سطح معناداری ۰.۰۲۶ نشان می دهد که شرکت های زیان ده به طور قابل توجهی عملکرد مالی ضعیف تری دارند.

بحث و نتیجه گیری

هدف اصلی این پژوهش بررسی نقش تعاملی شیوه تامین مالی شرکتهای دارای طرح های سرمایه ای و عملکرد مالی و بازده بازار سهام این شرکتهاست. نتایج حاصل از بررسی تجربی تحقیق نشان داد که شیوه تامین مالی شرکتهای دارای طرح سرمایه ای از محل بدهی و یا از محل سرمایه و سود انباشته بر بازده بازار سهام این شرکتهای در فرضیه اول تاثیر معناداری ندارد. همچنین، بین تامین مالی شرکتهای دارای طرح سرمایه ای از محل بدهی یا از محل سرمایه و سود انباشته تفاوت معناداری در شرایط ایران ایجاد نشده است. این نتایج همچنین نشان می دهد که عوامل دیگری مانند مدیریت ریسک، محیط اقتصادی و سیاست های کلان مالی نیز می توانند به طور قابل توجهی بر عملکرد مالی شرکت ها و بازده بازار سهام آنها تأثیرگذار باشند. به عبارتی دیگر، صرف نظر از نوع تامین مالی، عوامل داخلی و خارجی مختلفی وجود دارند که می توانند بر روی تصمیمات سرمایه گذاری و در نهایت بر سودآوری شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران اثر بگذارند.

از سوی دیگر، این تحقیق به طور خاص تأثیر ساختار مالی بر وام های بانکی و منابع داخلی را مورد بررسی قرار داده است. یافته های ما نشان می دهد که در شرایط ناپایدار اقتصادی ایران، شرکت ها به دلیل نوسانات و عدم قطعیت ها، بیشتر به تامین مالی از طریق وام ها گرایش دارند که این موضوع خود می تواند سبب بروز چالش هایی در مدیریت نقدینگی و هزینه های مالی شود.

به علاوه، نتایج این پژوهش به شرکت ها توصیه می کند که در راستای بهبود عملکرد مالی خود، نیازمند ایجاد یک استراتژی عملیاتی متوازن میان منابع مالی مختلف هستند. این استراتژی باید به گونه ای باشد که علاوه بر اطمینان از تامین مالی پروژه ها، ریسک های ناشی از وابستگی به یک منبع خاص را نیز به حداقل برساند. در نهایت، این پژوهش بر لزوم بررسی های بیشتر در حوزه تامین مالی و عملکرد مالی شرکت ها تأکید دارد. با توجه به متغیرهای خاص اقتصادی ایران، لازم است که محققان به بررسی دقیق تر این روابط بپردازند تا درک بهتری از عوامل مؤثر بر سودآوری و بازده بازار به دست آورند.

بر مبنای نتایج آزمون فرضیه ها می توان استدلال نمود که؛ شرکتهای حاضر در اقتصاد ایران به عنوان یک اقتصاد نوظهور تحت تاثیر شرایط تحریم و رکود تورمی نتایجی متفاوت از پژوهش ايسدورفر و همکاران (۲۰۱۳) مبنی بر ارتباط منفی بین سهم بدهی در تامین مالی و بازده بازار سهام و نیز پژوهش تیتیه و همکاران (۲۰۲۰) مبنی بر اینکه نسبت بدهی به سرمایه، بازده سرمایه، و سود هر سهم تأثیر مثبتی بر بازده سهام دارند، را نشان داده اند. مطابق با پژوهش رسولی و همکاران (۱۳۹۸) ترکیب تامین مالی تحت تاثیر عوامل سیاسی، اقتصادی، قانونی قرار دارد، طبق نظر اولاکي و آرکانا (۲۰۲۱) عملکرد خوب شرکت ها،

سیاست‌های حاکمیت شرکتی مناسب و غیره همگی بر روانشناسی بازار تأثیر گذاشته و می‌توانند سرمایه‌گذاری در سهام را تشویق کنند. رزاق و همکاران (۲۰۲۰) نشان داده‌اند که نسبت جاری، گردش کل دارایی‌ها، بازده دارایی‌ها و نسبت بدهی تأثیری بر بازده سهام ندارند. همچنین این پژوهش نشان داده است که قیمت سهام به شدت تحت تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی مانند نرخ ارز، تورم، نرخ بهره و قیمت نفت قرار دارد. این دیدگاه از نتیجه پژوهش حاضر که استدلال می‌کند ساختار مالی در ایران تحت تأثیر عوامل سیاسی، اقتصادی و قانونی منحصر به فرد است، حمایت می‌کند. لذا، بکارگیری استراتژی ترکیب تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط ایران به احتمال زیاد متاثر از متغیرهای کلان اقتصادی همانند نرخ بهره، سیاست‌های بانکی و مالیات کشورها و برنامه‌های اعطای تسهیلات می‌باشد که به نوبه خود محدودیت‌های مالی ریسک مالی را به شرکتها تحمیل می‌نمایند. پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها به جای تمرکز صرف بر انتخاب شیوه تأمین مالی، بر بهینه‌سازی فرآیند انتخاب و اجرای پروژه‌های سرمایه‌ای تمرکز کنند، چرا که یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد شیوه تأمین مالی تأثیر معناداری بر بازده بازار سهام یا عملکرد مالی ندارد. استفاده از مدل‌های ارزیابی دقیق‌تر و در نظر گرفتن ریسک‌های کلان اقتصادی می‌تواند به کارایی بیشتر پروژه‌ها منجر شود. همچنین، ایجاد تنوع در منابع مالی و استفاده از ترکیب مناسب بدهی و سرمایه می‌تواند انعطاف‌پذیری شرکت‌ها را در برابر شرایط اقتصادی متغیر افزایش دهد. برای سیاست‌گذاران نیز توصیه می‌شود که با اعمال سیاست‌های حمایتی مانند کاهش مالیات یا اعطای تسهیلات بانکی، شرایط مناسبی برای توسعه طرح‌های سرمایه‌ای شرکت‌ها فراهم آورند.

از محدودیت‌های بالقوه این پژوهش غیرقابل کنترل بودن تمامی متغیرهای مربوط به شرایط اقتصادی ایران در خصوص ترکیب تأمین مالی شرکتها است بنابراین پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی چگونگی تأثیرگذاری موارد مذکور بر این رابطه و فراتحلیل یافته‌های پژوهش‌های مختلف در خصوص شیوه تأمین مالی شرکت‌های دارای طرح سرمایه‌ای با استفاده از داده‌های یادداشت‌های توضیحی نیز مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- Adam, T., & Goyal, V. K. (2008). The investment opportunity set and its proxy variables. *Journal of Financial Research*, 31(1), 41-63.
- Adeneye, Y. B.; Fasihi, S.; Kammoun, I., & Albitar, K. (2024). Does earnings management constrain ESG performance? The role of corporate governance. *International Journal of Disclosure and Governance*, 21(1), 69-92.
- Adeneye, Y. B.; Kammoun, I., & Ab Wahab, S. N. A. (2023). Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(5), 945-977.
- Aflatooni, A.; Ghaderi, K., & Mansouri, K. (2022). Sanctions against Iran, political connections and speed of adjustment. *Emerging Markets Review*, 51, 100889. (In persian)
- Aflatooni, A.; Nikbakht, Z., & Mansouri, K. (2022). Corporate business strategy, cash holdings, and speed of adjustment. *Experimental Studies in Financial Accounting*, 19(73), 57-84.
- Akhtar, T.; Tareq, M. A.; Sakti, M. R. P., & Khan, A. A. (2018). Corporate governance and cash holdings: the way forward. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(2), 152-170.
- Ambarwati, I. E., & Stephanus, D. S. (2014). Struktur kepemilikan, kebijakan dividen, dan leverage sebagai determinan atas nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 5(2), 170-184.
- Anton, S. G. (2016). The impact of dividend policy on firm value: A panel data analysis of Romanian listed firms. *Journal of Public Administration, Finance and Law*, 10, 107-112.
- Azevedo, V.; Kaiser, G. S., & Mueller, S. (2023). Stock market anomalies and machine learning across the globe. *Journal of Asset Management*, 24(5), 419-441.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Bradshaw, M. T.; Richardson, S. A., & Sloan, R. G. (2006). The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 53-85.
- Chen, L.-J., & Chen, S.-Y. (2011). The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as

- moderators. *Investment Management and Financial Innovations*, 8(3), 121-129.
- Cheng, M.-C., & Tzeng, Z.-C. (2011). The effect of leverage on firm value and how the firm financial quality influence on this effect. *World Journal of Management*, 3, 30-53.
- Daniel, K., & Titman, S. (2006). Market reactions to tangible and intangible information. *The Journal of Finance*, 61(4), 1605-1643.
- DeMarzo, P. M., & He, Z. (2021). Leverage dynamics without commitment. *The Journal of Finance*, 76(3), 1195-1250.
- Deo, P. (2022). Capital planning. *Journal of Accounting and Finance*, 22(1).
- Dudley, E. (2009). Capital structure and large investment projects. *University of Florida-Warrington College of Business*, February.
- Dutta, S. R.; Mukherjee, T., & Sen, S. S. (2018). Impact of financial leverage on the value of firm: Evidence from some NSE listed companies. *Journal of Finance and Economics*, 4, 42-52.
- Eisdorfer, A.; Giaccotto, C., & White, R. (2013). Capital structure, executive compensation, and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 549-562.
- Haka, S. F. (2006). A review of the literature on capital budgeting and investment appraisal: Past, present, and future musings. *Handbooks of Management Accounting Research*, 2, 697-728.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jun, C.; Qiyuan, L.; Xiaofang, M., & Zhang, F. F. (2023). Board gender diversity and cost of equity: Evidence from mandatory female board representation. *International Review of Economics & Finance*, 88, 501-515.
- Keown, A. J.; Martin, J. D., & Petty, J. W. (2014). *Foundations of finance: The logic and practice of financial management* (8th ed.). Boston: Pearson.
- Kordestani, G., & Pirdavari, T. (2012). Capital structure: An empirical test of the market timing theory. *Accounting Knowledge*, 3(9), 123-142. (In persian)
- Mahajan, A., & Tartaroglu, S. (2008). Equity market timing and capital structure: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 32(5), 754-766.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 433-443.
- Mubyarto, N. (2020). The influence of profitability on firm value using capital structure as the mediator. *Jurnal Ekonomia*, 16(2).
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Opler, T.; Pinkowitz, L.; Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- Putri, R. W., & Ukhriyawati, C. F. (2016). Pengaruh likuiditas, leverage dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014. *Bening*, 3(1).
- Qin, Z.; Cui, M.; Yan, J., & Niu, J. (2024). Managerial sentiment and corporate risk-taking: Evidence from Chinese listed companies' annual reports. *Management Research Review*, 47(4), 485-511.
- Rasouli, M.; Piri, P., & Ashtab, A. (2019). The relationship between financing costs and abnormal returns with the moderating effect of investment opportunities. *Financial Accounting Knowledge*, 6(2), 161-183. (In persian)
- Richardson, S. A., & Sloan, R. G. (2003). External financing and future stock returns. *Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper*, (03-03).
- Saei, M. J.; Lari, M., & Rezaei, F. (2016). Comparison of financial reporting quality of companies listed on the stock exchange and OTC market. *Securities Exchange*, 9(34), 135-148. (In persian)
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.
- Smart, S. B.; Megginson, W. L., & Gitman, L. J. (2004). *Corporate finance*. South-Western: Thomson.
- Sundqvist, T. (2017). Tests of a Fama-French five-factor asset pricing model in the Nordic stock markets.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.

Umutlu, M. (2010). Firm leverage and investment decisions in an emerging market. *Quality & Quantity*, 44, 1005-1013.

Zuhroh, I. (2019). The effects of liquidity, firm size, and profitability on the firm value with mediating leverage. *KnE Social Sciences*, 203–230.