

نوع مقاله: پژوهشی

صفحات ۳۶ - ۵

## بررسی متغیرهای منتخب کلان اقتصادی از منظر مخاطرات اخلاقی و محدودیت های مالی بر بازده و ساختار سرمایه در شرکت های بورسی

۱ معصومه ابراهیمی

۲ حسین پناهیان

۳ حسن قدرتی

۴ محسن رسولیان

### چکیده

هدف از این مقاله بررسی متغیرهای منتخب کلان اقتصادی از منظر مخاطرات اخلاقی و محدودیت های مالی بر بازده و ساختار سرمایه در شرکت های بورسی می باشد. پژوهش حاضر علاوه بر متغیرهای اثر گذار کلان اقتصادی، درصدد بررسی و تبیین مخاطرات اخلاقی و انتخاب نامناسب در بازار سرمایه و نقش اخلاق در کاهش آن بوده است. این تحقیق از نوع کیفی/ کمی است. تعدادی از خبرگان بورسی به عنوان نمونه ی پاسخ دهنده به سوالات مصاحبه انتخاب شده اند و از جمله مسائلی که جهت این تحقیق و سوالات مصاحبه را تعیین می کند ادبیات مربوط به متغیرهای منتخب کلان اقتصادی، محدودیت مالی و اثر آن بازده و ساختار سرمایه و فعالان شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. برای تجزیه و تحلیل نظرات خبرگان، ابتدا از روش گراند تئوری جهت شناسایی شاخص ها، از روش دلفی فازی و معادلات ساختاری برای ارزیابی متغیرهای منتخب کلان اقتصادی، محدودیت مالی و اثر آن بازده و ساختار سرمایه و فعالان شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و از روش دیمتال فازی برای اولویت بندی شاخص ها و پایش عوامل استفاده شد و معادلات ساختاری برای بررسی روابط بین متغیرها استفاده گردید. همچنین در پژوهش قصد داریم نشان دهیم که پیروی از اصول اخلاقی و تدوین دستورالعمل های اخلاقی و فرهنگ سازی برای حاکمیت ارزش های اخلاقی می تواند تا حد زیادی در کاهش مخاطرات بازارهای مالی و ایجاد شفافیت موثر باشد و هزینه نظارت را کاهش دهد و اجرای قوانین را نیز تضمین کند. یافته ها نشان داد محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری شکاف تولید اقتصادی بر ساختار سرمایه، بازده سهام، اندازه شرکت و مخاطرات اخلاقی بر بازده سهام تاثیر دارند.

### واژگان کلیدی

مخاطرات اخلاقی، محدودیت های مالی، بازده و ساختار سرمایه، بورس اوراق بهادار تهران.

۱. دانشجوی دکتری مدیریت صنعتی گرایش مالی - گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران.  
Email: ebrahimimasomeh54@yahoo.com
۲. دانشیار گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران. (نویسنده مسئول)  
Email: panahian@yahoo.com
۳. استادیار گروه مدیریت صنعتی (گرایش مالی)، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران.  
Email: Dr.Ghodrati42@gmail.com
۴. دانشیار گروه مدیریت تولید و عملیات، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران.  
Email: Mohras@gmail.com

پذیرش نهایی: ۱۴۰۰/۳/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱/۹

## طرح مسأله

در سال‌های گذشته تلاش‌های قابل توجهی در زمینه‌ی مطالعه عدم تقارن اطلاعاتی و مخاطرات اخلاقی در بازارهای مالی صورت گرفته است. از دلایل اهمیت مخاطرات اخلاقی در تئوری حسابداری این است که در بازارهای اوراق بهادار یکی از موضوعات اصلی مربوط به عدم تقارن اطلاعات مانند معاملات درون سازمانی و اطلاعات درون سازمانی هستند که در زمره مخاطرات اخلاقی طبقه بندی می‌گردد. (خلیفه سلطانی و خواجوی، ۱۳۹۵). این مورد به دلایل متفاوتی از جمله وجود معاملات و اطلاعات محرمانه به وقوع می‌پیوندد که همه ناشی از عدم رعایت اخلاقیات در معاملات است.

مطابق با ادبیات مالی، ریسک و بازده دو رکن اساسی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری است و همواره بیش‌ترین بازدهی با توجه به حداقل ریسک، معیار مناسبی برای سرمایه‌گذاری است. از این رو دارایی پر ریسک‌تر باید بازدهی بالاتری داشته باشد تا انگیزه نگهداری آن در سرمایه‌گذاران ایجاد شود (ریلی و براون<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM<sup>۲</sup>) و تئوری قیمت‌گذاری آربیتراژ مطرح شده توسط راس<sup>۳</sup> (۱۹۷۶) این مفهوم را برجسته می‌کنند که سرمایه‌گذاران ممکن است تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را با در نظر گرفتن منابع مختلف ریسک اتخاذ نمایند.

پس از مطرح شدن مدل CAPM و تئوری قیمت‌گذاری آربیتراژ، پژوهش‌های مختلفی به بررسی عوامل موثر بر ریسک سرمایه‌گذاری پرداختند و متغیرهای گوناگونی مانند عامل بازار، اندازه و ارزش دفتری به ارزش بازار (فاما و فرنچ<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵) و یا مومنتوم (روند حرکت قیمت سهام) (کارهارت<sup>۵</sup>، ۱۹۹۷) به عنوان عامل‌های ریسک معرفی شده‌اند. یکی از عوامل اصلی موثر بر بازده سهام، اندازه شرکت است. بنز<sup>۶</sup> (۱۹۸۱)، چان و چن<sup>۷</sup> (۱۹۹۱) و فاما و فرنچ (۲۰۱۵) نشان دادند که شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ بازده بالاتری دارند.

در توجیه این موضوع، فاما و فرنچ (۲۰۱۵) بیان می‌کنند که بازده بالاتر شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ، ناشی از ریسک بالاتر شرکت‌های کوچک است. این محققان یادآور می‌شوند که ریسک بالاتر شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های

- 
1. Reilly and Brown
  2. Capital Asset Pricing Model
  3. Ross
  4. Fama and French
  5. Carhart
  6. Banz
  7. Chan and Chen

بزرگ، صرفاً به دلیل کوچک بودن این شرکت‌ها نیست بلکه اندازه شرکت با عوامل ریسکی مرتبط است که بر بازده تاثیر دارند. وایتد و وو<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) نشان دادند که یکی از این عوامل، محدودیت مالی است. منظور از محدودیت‌های مالی، موانع مالی است که شرکت را از تامین مالی کلیه پروژه‌های سرمایه‌گذاری مطلوب باز می‌دارد. چنین ناتوانی در تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری ممکن است ناشی از محدودیت‌های اعتباری یا ناتوانی در استقراض، ناتوانی در انتشار سهام و یا فاقد نقدشوندگی بودن دارایی‌ها باشد (لامونت و همکاران،<sup>۲</sup> ۲۰۰۱).

در عدم تقارن اطلاعات گزینش نامناسب است و به این دلیل ایجاد میشود که برخی از اشخاص، مانند مدیران و افراد درون سازمان در مواردی از جمله وضعیت فعلی شرکت یا چشم انداز آینده‌ی آن نسبت به سرمایه‌گذاران خارجی مزیت اطلاعاتی دارند، بنابراین میتوانند به هزینه آنها از این مزیت اطلاعاتی بهره برداری نمایند (کامیابی و بوربوری، ۱۳۹۷). مخاطرات اخلاقی نوعی از اطلاعات نامتقارن است که در آن یک یا چند نفر از طرف قرارداد یا معامله میتواند شاهد انجام شدن خواسته‌های خود در معامله باشند ولی طرف مقابل نمیتواند شاهد چنین رخدادی باشد. مشکلات زیادی را میتوان در ارتباط با خطر اخلاقی یافت. (خلیفه سلطانی و خواجوی، ۱۳۹۵).

از آنجایی که محدودیت مالی و مخاطرات اخلاقی، ریسک شرکت را افزایش می‌دهد، انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران از شرکت‌هایی که محدودیت مالی بیشتری و خطرات اخلاقی کمتری دارند، توقع بازده بالاتری داشته باشند. اساس نظریه سنتی ساختار سرمایه، در صورتی که سطح بدهی شرکت از سقف معینی بیشتر گردد، ریسک شرکت و نهایتاً نرخ بازده مورد انتظار سهامداران افزایش می‌یابد (کردستانی و نجفی، ۱۳۸۷). با توجه به این که شرکت‌های دارای محدودیت مالی عموماً شرکت‌هایی هستند که از ظرفیت بدهی خود استفاده کرده اند، این شرکت‌ها ریسک بالاتر و نهایتاً بازده مورد انتظار بالاتری خواهند داشت. پژوهش‌های مختلفی شواهدی در تایید این دیدگاه ارائه داده اند (چان و چن، ۱۹۹۱؛ نژادی کلاریجانی، ۱۳۹۳؛ کنعانی امیری، ۱۳۸۶؛ سینیایی و همکاران، ۱۳۹۰).

همچنین اساس تئوری مخاطرات اخلاقی نیز مبتنی بر وجود پدیده عدم تقارن اطلاعاتی میان افراد برون سازمانی و درون سازمانی، ساختار سرمایه در شرکت‌ها نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد، تا جایی که باعث ایجاد اولویت بندی در تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها می‌گردد (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۹۰).

از آنجایی که پژوهش‌های پیشین به دفعات نشان داده‌اند که شرکت‌های دارای محدودیت

1. Wited and Wu

2. Lamont et al

مالی عموماً شرکت‌های کوچکی هستند (سینایی و همکاران، ۱۳۹۰)، این پرسش ایجاد می‌شود که آیا ریسک بالاتر شرکت‌های کوچک ناشی از محدودیت مالی بالای این شرکت‌ها است؟ وایتند و وو (۲۰۰۶) شواهدی ارائه دادند که نشان می‌دهد محدودیت مالی اثر اندازه بر بازده سهام را توضیح می‌دهد. به بیان دیگر اثر اندازه تا حدودی توسط ریسک محدودیت مالی توضیح داده می‌شود. از این رو در این پژوهش نیز به این موضوع پرداخته می‌شود که آیا محدودیت مالی قادر به توضیح اثر اندازه شرکت بر بازده سهام است؟

در طول سال‌های گذشته، محققان تلاش کرده‌اند عواملی را شناسایی نمایند که قادر به توضیح تغییرات عمده در بازده سهام باشند. هدف شناسایی عواملی است که بر ریسک سیستماتیک اثرگذار هستند و لذا منجر می‌شوند بازده سهام شرکت‌های مختلف باهم حرکت کنند. متغیرهایی مانند بازار، اندازه و یا ارزش دفتری به ارزش بازار، از جمله‌ی این عوامل هستند و تغییرات همگام (هم‌جهت و مشترک) بازده سهام گروهی از شرکت‌ها را توضیح می‌دهند. در این راستا، این پژوهش به بررسی وجود یک عامل محدودیت مالی در ساختار عاملی بازده سهام می‌پردازد. منظور از عامل، متغیری است که منجر به تغییرات همگام در بازده سهام عمده شرکت‌ها می‌شود.

در واقع بررسی می‌شود که آیا محدودیت مالی همانند عوامل بازار، اندازه و یا ارزش دفتری به ارزش بازار منجر به تغییرات همگامی در بازده سهام گروهی از شرکت‌ها می‌شود. در صورتی که ریسک محدودیت مالی غیرسیستماتیک باشد، دلیلی وجود ندارد که بازده شرکت‌های دارای محدودیت مالی با همدیگر حرکت کنند (بالمیر و وایتند<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). اما در صورتی که محدودیت مالی بیانگر یک بعد ریسک سیستماتیک باشد، باید تغییرات همگامی در بازده شرکت‌هایی با سطوح مشابه محدودیت مالی وجود داشته باشد (هان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). برای مثال، زمانی که یک سیاست پولی انقباضی، توانایی تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای را برای برخی از شرکت‌ها مشکل کند و این شرکت‌ها نتوانند به جریان نقد آتی مورد انتظارشان دست یابند، قیمت سهام آن‌ها همزمان با هم افت می‌کند. از این رو پرسش دومی که مطرح می‌شود این است که آیا محدودیت مالی منجر به تغییرات همگام در بازده سهام شرکت‌ها می‌شود؟

گرچه عمده‌ی پژوهش‌ها در حوزه‌ی محدودیت مالی به اثر نامساعد محدودیت مالی در افزایش ریسک شرکت توجه نموده اند اما جنسن<sup>۳</sup> (۱۹۸۶) اثرات مثبت محدودیت مالی را یادآور می‌شود. به عقیده او محدودیت مالی می‌تواند ابزار نظم‌دهی رفتار مدیر باشد. در شرکت‌هایی که

1. Buehlmaier and Whited

2. Hahn

3. Jensen

وجه نقد مازاد نگهداری می کنند، مدیر این انگیزه را دارد تا وجوه نقد را در پروژه های دارای ارزش فعلی منفی سرمایه گذاری کند. اما در صورتی که منابع نقدی به راحتی در دسترس مدیر نباشد و با محدودیت در تامین مالی مواجه باشد، باید به منظور تسویه تعهدات آتی برنامه ریزی کند (استیکلمن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). این موضوع مدیران را تشویق می کند تا صرفاً در پروژه های دارای NPV مثبت سرمایه گذاری نمایند و سایر پروژه های غیر سودآور را کنار گذارند. در نتیجه عملکرد شرکت بهبود می یابد. لذا انتظار می رود افزایش سرمایه گذاری در شرکت های دارای محدودیت های مالی نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی، بیشتر منجر به افزایش بازده آتی سهام می گردد (اسپینسا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). با توجه به مباحث مطرح شده این پرسش ایجاد می گردد که آیا اثر سرمایه گذاری بر بازده آتی سهام در شرکت های دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی متفاوت است؟

در ادامه پژوهش یکی دیگر از مباحث مهم در ادبیات محدودیت مالی یعنی رفتار متفاوت شرکت های دارای محدودیت مالی و شرکت های بدون محدودیت مالی در واکنش به تغییرات اقتصاد کلان مورد بررسی قرار می گیرد. پژوهشگران با این استدلال که اقتصاد کلان جریانهای نقد آتی شرکت را تغییر می دهند، انتظار دارند، متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده سهام اثرگذار باشند. اما اینکه تا چه میزان متغیرهای اقتصاد کلان می توانند جریانهای نقد آتی شرکت و نهایتاً بازده سهام را تحت تاثیر قرار دهند، به شدت محدودیت مالی شرکت بستگی دارد. عدم تقارن اطلاعات بین عرضه کنندگان سهام جدید، موسسات تأمین سرمایه و سرمایه گذاران بیرونی و مخاطرات اخلاقی از مشهورترین تئوری های مطرح شده در رابطه با عرضه های اولیه می باشند. همچنین تئوری های مالی پیش بینی کرده اند که هرچه یک شرکت با هزینه های نمایندگی بالاتر و مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی بیش تری مواجه باشد، بیش تر نسبت به شوک های منفی در اقتصاد که شرایط بازار اعتباری را کسادتر و نرخ های بهره را بالاتر می برد، آسیب پذیر است (برنک و گرتلر<sup>۳</sup>، ۱۹۸۹؛ گرین والد و استیگلیتز<sup>۴</sup>، ۱۹۹۳).

بعنوان مثال پژوهش کردستانی و فدائی کلورزی (۱۳۹۱) نشان از آن دارد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و تغییرات بدهی بلندمدت رابطه ی منفی معناداری وجود دارد و بین کسری مالی و تغییرات بدهی بلندمدت رابطه ی مثبت معناداری وجود دارد؛ از سوی دیگر بین عدم تقارن اطلاعاتی و اهرم مالی و همچنین بین عدم تقارن اطلاعاتی و تغییرات اهرم مالی ارتباط

1. Stikkelman
2. Espinosa
3. Bernanke and Gertler
4. Greenwald and Stiglitz

معناداری وجود ندارد؛ بر این اساس میتوان انتظار داشت با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تأمین مالی از طریق بدهی افزایش یابد.

براث و همکاران (۲۰۰۹) نیز به رابطه مثبت و معناداری میان عدم تقارن اطلاعاتی و میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها پی بردند.

آرسوس و همکاران در پژوهشی (۲۰۰۸) با عنوان تئوری نمایندگی در عرضه‌های اولیه سهام پرداختند. آنها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که نظارت هیات مدیره بر فرآیند عرضه و میزان سهام قابل عرضه، قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه را کاهش می‌دهد و نیز تخصص هیات مدیره در خصوص عرضه سهام موجب کاهش قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه میگردد.

گالوی و همکاران (۲۰۱۱) با انجام تحقیقی نشان دادند که هر چقدر میزان عدم تقارن اطلاعات و مخاطرات اخلاقی پذیره نویسان بیشتر باشد، قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه بیشتر است.

همچنین ریسک شرکت‌های دارای محدودیت‌ها مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت‌های مالی، با سخت‌تر شدن شرایط بازار اعتباری، بیشتر افزایش می‌یابد. بنابراین یک دوره رکود می‌تواند منجر شود که سرمایه‌گذاران از ریسک بالای شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی دوری کنند و به سمت شرکت‌های بدون محدودیت مالی متمایل شوند (برننک و گرتر، ۱۹۸۹). از این رو انتظار می‌رود بازده شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی بیشتر تحت تاثیر شرایط اقتصاد کلان و وضعیت چرخه تجاری قرار گیرد. با توجه به موارد بیان شده پرسش بعدی پژوهش به این صورت مطرح می‌شود که آیا محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری متغیرهای کلان اقتصاد بر بازده سهام، تاثیر دارد؟

بر اساس نظریه زمان سنجی بازار، شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار، به منظور تأمین مالی فعالیت‌های خود به شرایط بازار دقت می‌کنند. زمانی که سهام بالاتر از حد ارزش گذاری می‌شود، انتشار سهام و در غیر اینصورت استفاده از بدهی را ترجیح می‌دهند. لذا بازده سهام، عاملی است که بر ترکیب ساختار سرمایه اثرگذار است (بیکر و ورگلر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲) و عوامل موثر بر بازده، می‌توانند ساختار سرمایه را نیز تحت تاثیر قرار دهند. از این رو در این پژوهش در نهایت به اثر تعاملی محدودیت مالی و متغیرهای کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه پرداخته می‌شود. به عقیده دیسمساک<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۰۴) ساختار سرمایه تحت تاثیر محیط و فضایی است که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند.

1. Baker and Wurgler

2. Deesomsak

این پژوهش گران بیان می کنند که بحران سیاسی و اقتصادی از جمله بحران مالی ۱۹۹۷ و فضای متفاوت اقتصادی و رهنگی حاکم بر فعالیت شرکت ها، تعیین کننده نوع و میزان تاثیر متغیرهای حاکم بر عملکرد و تصمیمات تامین مالی شرکت ها است. کوراجچیک و لوی<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) عقیده دارند که در مورد شرکت هایی که به بازارهای مالی دسترسی دارند، انتشار سهام الگویی موافق ادواری<sup>۲</sup> دارد. به بیان دیگر افزایش (یا کاهش) انتشار سهام در دوره رونق (یا رکود) در چرخه تجاری اقتصاد اتفاق می افتد. همچنین انتشار بدهی الگویی مخالف ادواری<sup>۳</sup> دارد. بدین معنی که افزایش (یا کاهش) انتشار بدهی در دوره رکود (یا رونق) در چرخه تجاری اقتصاد صورت می گیرد.

اما شرکت هایی که محدودیت های مالی زیادی دارند، از این الگوی مخالف ادواری انتشار بدهی تبعیت نمی کنند. به بیان دیگر شرکت های بدون محدودیت های مالی تصمیمات ساختار سرمایه خود را به گونه ای زمان بندی می کنند تا در دوره هایی که شرایط اقتصادی مساعد است به تامین مالی بپردازند. اما شرکت های دارای محدودیت های مالی این توانایی را ندارند. از این رو در ادامه پژوهش، نقش شرایط اقتصاد کلان و محدودیت های مالی بر تعیین انتخاب ساختار سرمایه شرکت بررسی می گردد. انتظار می رود در شرکت های بدون محدودیت های مالی نسبت به شرکت های دارای محدودیت های مالی، انتشار بدهی یا سهام بیشتر به شرایط اقتصاد کلان حساس باشد. زیرا این شرکت ها راحت تر قادر هستند از ساختار سرمایه بودجه شده خود انحراف داشته باشند و تامین مالی خود را در دوره هایی انجام دهند که شرایط بازار مساعدتر است (یعنی در دوره هایی که هزینه های تامین مالی پایین تر است). لذا پرسش بعدی پژوهش اینگونه مطرح می شود که آیا محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری متغیرهای کلان اقتصاد بر ساختار سرمایه، تاثیر دارد؟

گرچه در پژوهش های قبلی رابطه محدودیت مالی و بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است، در این پژوهش ابعاد دیگر تاثیر محدودیت مالی بر بازده سهام مورد بررسی قرار می گیرد و به طور خاص تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بازده سهام با اندازه های شرکت، سرمایه گذاری و متغیرهای کلان اقتصادی، آزمون می گردد. به علاوه در این پژوهش محدودیت مالی به عنوان یک بعد ریسک سیستماتیک که منجر به تغییرات هم جهت در بازده شرکت های مختلف می شود، مورد بررسی قرار می گیرد. با توجه به مطالب بیان شده، به طور کلی این پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال که آیا ضمن در نظر گرفتن اندازه شرکت، سرمایه گذاری شرکت و

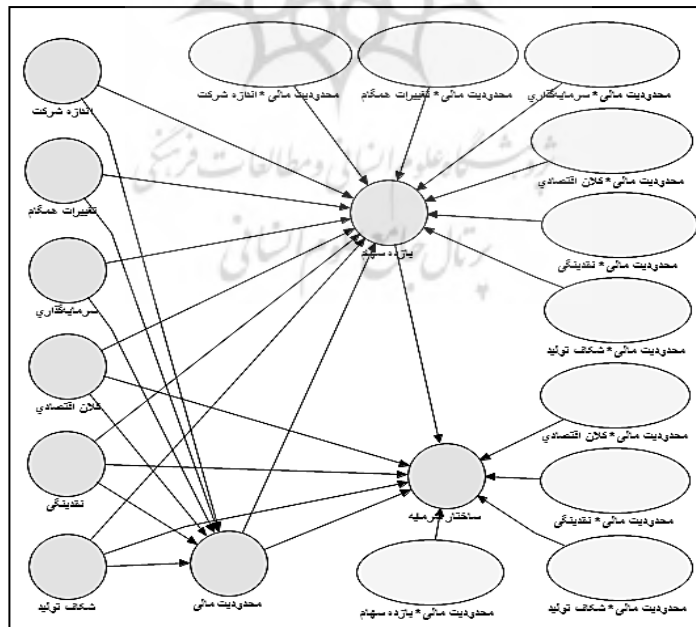
1. Korajczyk and levy
2. Proccyclical
3. Countercyclical

متغیرهای منتخب کلان اقتصادی، محدودیت مالی بر بازده سهام و ساختار سرمایه شرکت تاثیر دارد؟ همچنین در نهایت این پژوهش به دنبال این مسئله می باشد که آیا مخاطرات اخلاقی در بازده سهام شرکت ها تاثیر دارد؟

### روش تحقیق

روش تحقیق حاضر، بر اساس هدف از نوع تحقیق کاربردی است و بر اساس نحوه گردآوری داده‌ها از نوع روش توصیفی از شاخه پیمایشی محسوب می‌شود (سرمد و دیگران، ۱۳۹۰). بر این اساس ابتدا جوانب و موضوعات مطالعاتی مربوط به تحلیل تاثیر نقش متغیرهای منتخب کلان اقتصادی با تاکید بر محدودیت مالی بر بازده و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نیز مطالعات و تحقیقات مشابه انجام شده، در مورد موضوع تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد، سپس با استفاده از مطالعات میدانی، اقدام به تبیین فرضیات مطابق با عنوان و هدف تحقیق خواهد شد.

با توجه به روش‌های چهارگانه‌ی دیدگاه تئوری‌پردازی، یعنی بسط یا بهبود تئوری‌های موجود، مقایسه‌ی دیدگاه‌های تئوریک مختلف، بررسی پدیده‌ای خاص با استفاده از دیدگاه‌های تئوریک مختلف و بالاخره بررسی پدیده‌ای مستند و تکراری در محیط و شرایط جدید (Feldman, 2004)، تحقیق حاضر در گروه چهارم قرار می‌گیرد. در این پژوهش از روش مدل معادلات ساختاری و نرم افزار اسمارت PLS برای آزمون فرضیات استفاده خواهد شد.



نمودار ۱ مدل مفهومی



## تحلیل داده ها

## تحلیل اکتشافی

قبل از انجام هرگونه تحلیل بر روی داده های جمع آوری شده و استنباط آماری، نخست باید از پایایی و روایی ابزار اندازه گیری اطمینان حاصل کرد. پایایی پرسشنامه توسط آزمون آلفای کرونباخ سنجیده شد و نتایج آزمون نشان داد که پرسشنامه های مورد استفاده از پایایی و دقت لازم برخوردارند. به منظور سنجش روایی نیز روش های گوناگونی وجود دارد که در این پژوهش با توجه به اینکه متغیرهای پژوهش از چند بُعد (مؤلفه) تشکیل شده اند، از آزمون تحلیل عاملی تاییدی بهره گرفته شده است. لذا همان طور که در فصل سوم نیز بیان شد، در انجام تحلیل عاملی باید از این مسأله اطمینان حاصل شود که آیا می توان داده های موجود را برای تحلیل مورد استفاده قرارداد یا نه. به عبارت دیگر؛ آیا تعداد داده های مورد نظر برای تحلیل عاملی مناسب هستند یا خیر؟ بدین منظور از شاخص KMO و آزمون بارتلت استفاده گردیده است. براساس این دو آزمون داده ها زمانی برای تحلیل عاملی مناسب هستند که شاخص KMO بیشتر از (۰/۶) و نزدیک به یک و sig آزمون بارتلت کمتر از (۰/۰۵) باشد. خروجی این آزمون ها در جداول زیر ارائه گردیده است.

۰/۹۲۴	آزمون KMO	
۲۱۰۴	22	آزمون بارتلت
۹۱	درجه آزادی	
۰/۰۰۰	Sig	

جدول ۱ آزمون KMO و بارتلت برای سؤالات پرسشنامه

باتوجه به جدول ۱؛ مقدار شاخص KMO برابر ۰/۹۲۴ است (بیشتر از ۰/۶)، لذا تعداد نمونه (تعداد پاسخ دهندگان) برای تحلیل عاملی کافی می باشد. همچنین مقدار sig آزمون بارتلت، کوچکتر از ۰/۰۵ است؛ که نشان می دهد تحلیل عاملی برای شناسایی ساختار مدل عاملی مناسب است و فرض شناخته شده بودن ماتریس همبستگی، رد می شود.

در تحلیل عاملی اکتشافی برای استخراج عامل ها از روش مؤلفه های اصلی<sup>۱</sup> و برای چرخش عامل ها از روش واریماکس<sup>۲</sup> با نرمال سازی کیسر<sup>۳</sup> بهره گرفته شده است. ملاک تصمیم-

1. Principle Component
2. Varimax Rotation
3. Kaiser Normalization

گیری در مورد بقا یا حذف سؤالات پرسشنامه از تحلیل عاملی؛ مقادیر اشتراک استخراجی آن - هاست. بدین ترتیب که اگر مقدار اشتراک استخراجی هر یک از سؤالات کمتر از (۰/۵) باشد، آن سؤال را از تحلیل عاملی کنار می‌گذاریم. همچنین ملاک تصمیم‌گیری در مورد دسته‌بندی سؤالات، مقادیر ویژه بالاتراز (۱) و نمرات عاملی بالاتر از (۰/۴) در نظر گرفته شده‌است. نتایج آزمون تحلیل اکتشافی در جداول (۳) نمایان است. جهت اینکه نشان دهیم هر سؤال پرسشنامه در کدام عامل جای گرفته‌است، بیشترین بار عاملی آن سؤال با رنگی دیگر در جداول تحلیل عاملی اکتشافی مشخص شده‌است.

### تحلیل عاملی اکتشافی سؤالات پرسشنامه

سؤالات	عامل اول	عامل دوم	سؤالات
	عوامل بنیادی	عوامل درونی	
جریان نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت	.530	.363	.513
تغییر بدهی و دارایی های شرکت	.712	.135	.525
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	.558	.407	.577
سود تقسیمی بر دارایی	.586	.332	.654
نسبت بدهی به دارایی	.478	.419	.504
موجودی نقد	.603	.339	.579
تامین منابع از طریق منابع داخل شرکت	.566	.556	.629
عدم تحصیل داراییهای جدید	.208	.709	.545
عدم سرمایه گذاری در فعالیتهای تجاری جدید	.367	.596	.590
کاهش پرداخت سود سهام	.116	.707	.514
حفظ سطح معینی از سرمایه در گردش	.267	.636	.576
حاصل جمع سود عملیاتی و استهلاک	.141	.763	.603
هزینه های تحقیق و توسعه	.280	.742	.628
تغییر در دارایی های غیر نقد	.174	.783	.643
مخاطرات اخلاقی بر بازده سهام	.۰,۲۴۸	.۰,۶۶۲	.۵۹۸.

جدول ۲ ماتریس عوامل چرخش یافته با روش تحلیل مولفه اصلی و روش چرخش واریمکس با نرمال سازی کیسر سؤالات

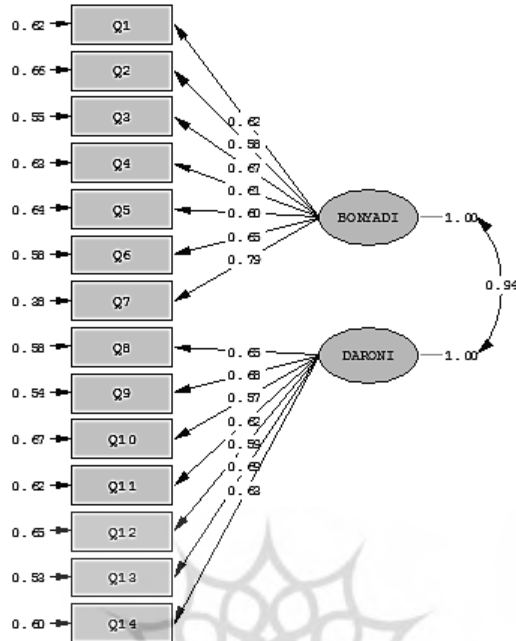
## 1. Communalities Extraction

باتوجه به جدول ۲، مقدار اشتراک استخراجی برای تمام سؤالات بیشتر از (۰/۵) می باشد و هیچ سؤالی از پرسشنامه لازم نیست که کنار گذاشته شود. باتوجه به جدول، دو عامل با مقدار ویژه بالاتر از یک استخراج شده اند که تمام سؤالات مربوط به این متغیر در این دو عامل جای گرفته اند. همچنین باتوجه به بارهای عاملی سؤالات؛ هریک از سؤالات بیشترین بار عاملی را در همان عاملی که از پیش تعیین شده بود، دارا هستند. پس هر سؤال دقیقاً همان عاملی را اندازه گیری می کند که برای آن طراحی شده است، بنابراین سؤالات پرسشنامه از روایی لازم برخوردار می باشد.

### تحلیل عاملی تاییدی

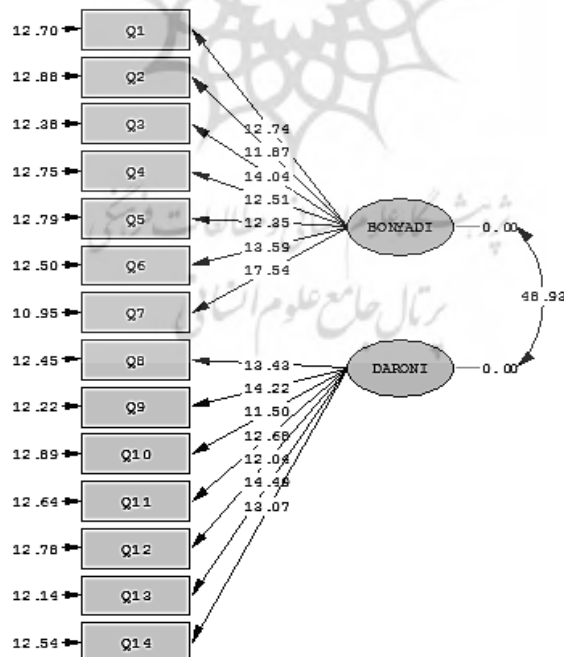
در تجزیه تحلیل استنباطی، پیش از آزمون فرضیه ها می بایست با استفاده از آزمون تحلیل عاملی تاییدی روایی سازه را مورد آزمون قرار دهیم. آزمون برازندگی در تحلیل تاییدی و مسیر، شاخص RMSEA، یا جذر برآورد واریانس خطای تقریب کمتر از هشت درصد شاخص  $\frac{\chi^2}{df}$  کمتر از سه و (GFH, CFL, IFI, NNFI) بالاتر از ۹۰ درصد می باشد. مقدار (T-Value) ضرایب معنی داری هر متغیر نیز بزرگتر از ۲ و کوچکتر از -۲ باشد، مدل از برازش خوبی برخوردار است یا به عبارتی تقریبی معقولی از جامعه برخوردار می باشد.

نمودارهایی که در بخش زیر آورده ایم مدل ابعاد محدودیت ها در حالت استاندارد و معناداری را نشان می دهد. همان طور که این نمودارها نشان می دهد، عضویت کلیه عوامل بررسی شده در این متغیر تایید شده است.



Chi-Square=210.20, df=76, P-value=0.00000, RMSEA=0.070

نمودار ۲ مدل اندازه‌گیری ابعاد محدودیت‌ها با استفاده از تحلیل عاملی در حالت استاندارد

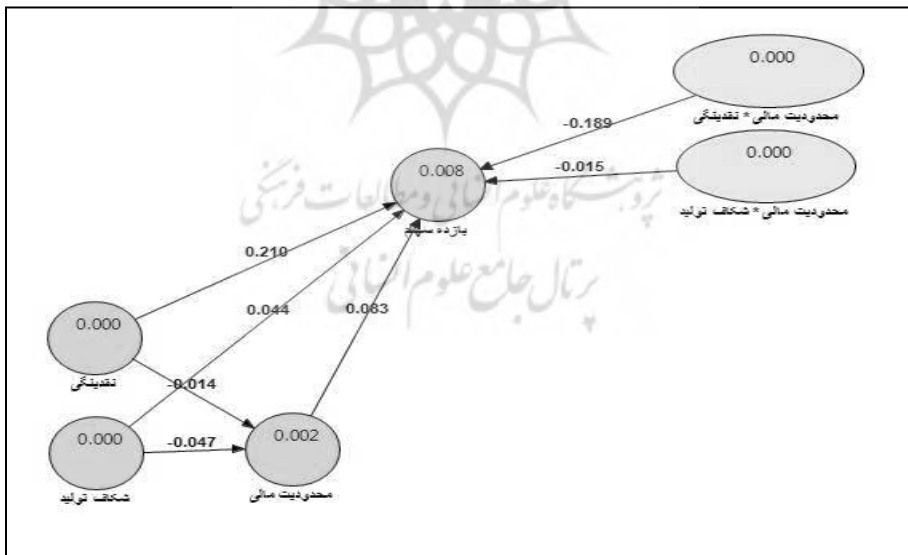
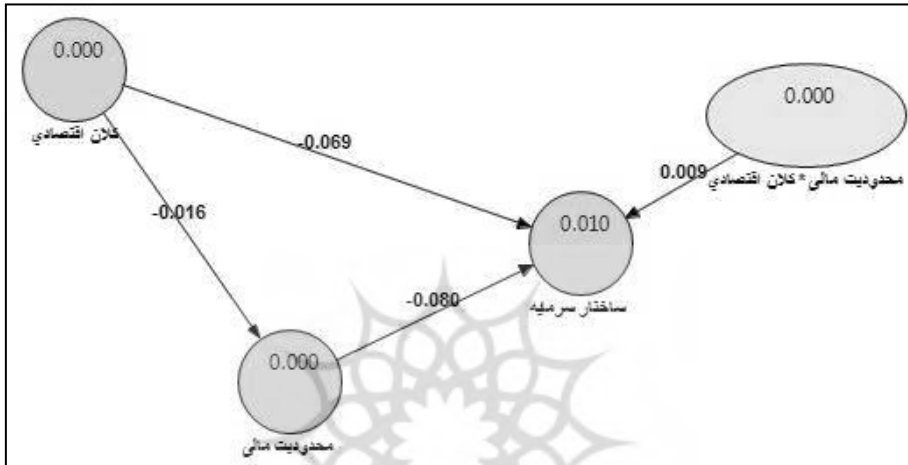


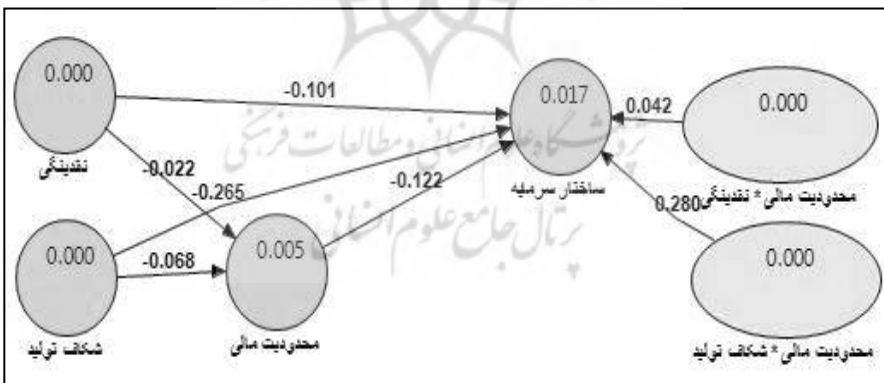
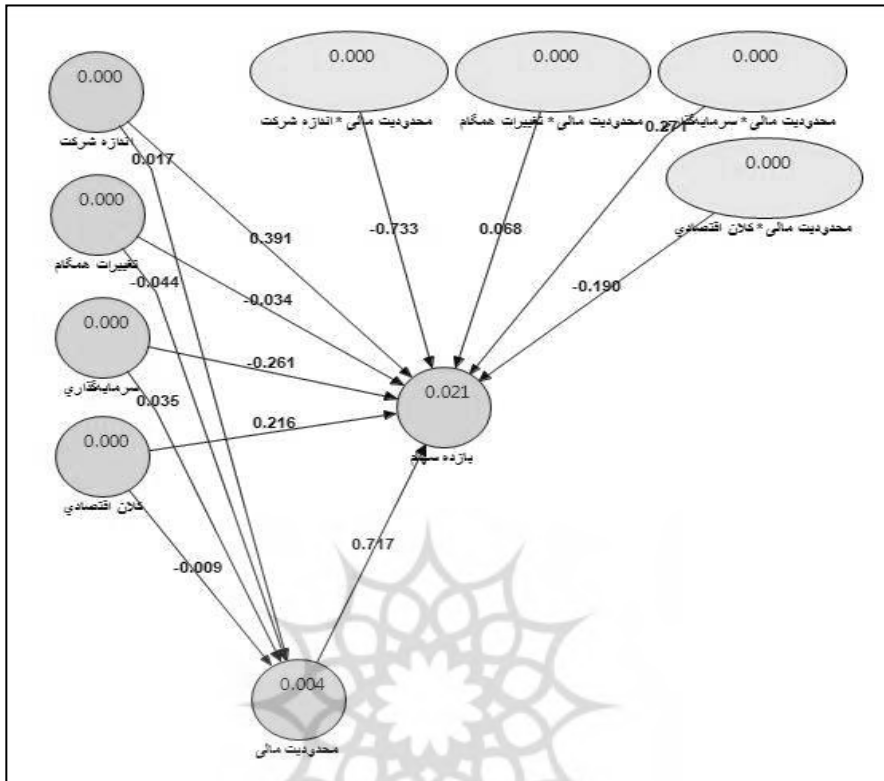
Chi-Square=210.20, df=76, P-value=0.00000, RMSEA=0.070

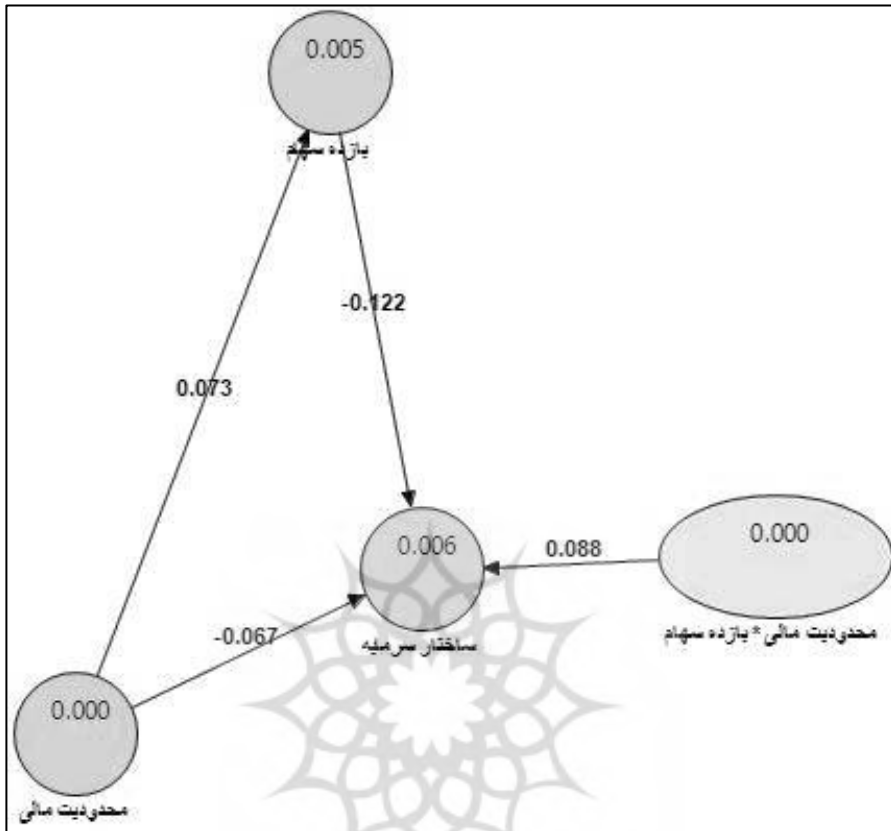
نمودار ۳ مدل اندازه‌گیری ابعاد محدودیت‌ها با استفاده از تحلیل عاملی در حالت معنی‌داری

## آزمون فرضیه ها با استفاده از روابط ساختاریافته خطی

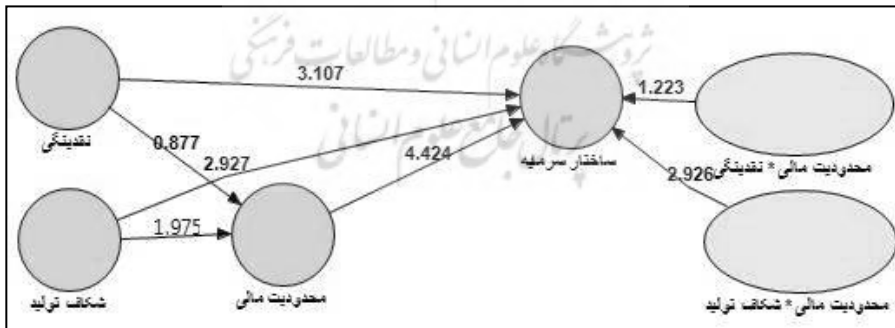
پس از تعیین مدل های اندازه گیری به منظور ارزیابی مدل مفهومی تحقیق و همچنین اطمینان یافتن از وجود یا عدم وجود رابطه علی میان متغیرهای تحقیق و بررسی تناسب داده های مشاهده شده با مدل مفهومی تحقیق، فرضیه های تحقیق با استفاده از مدل معادلات ساختاری نیز آزمون شدند. نتایج آزمون فرضیه ها در نمودار منعکس شده اند.

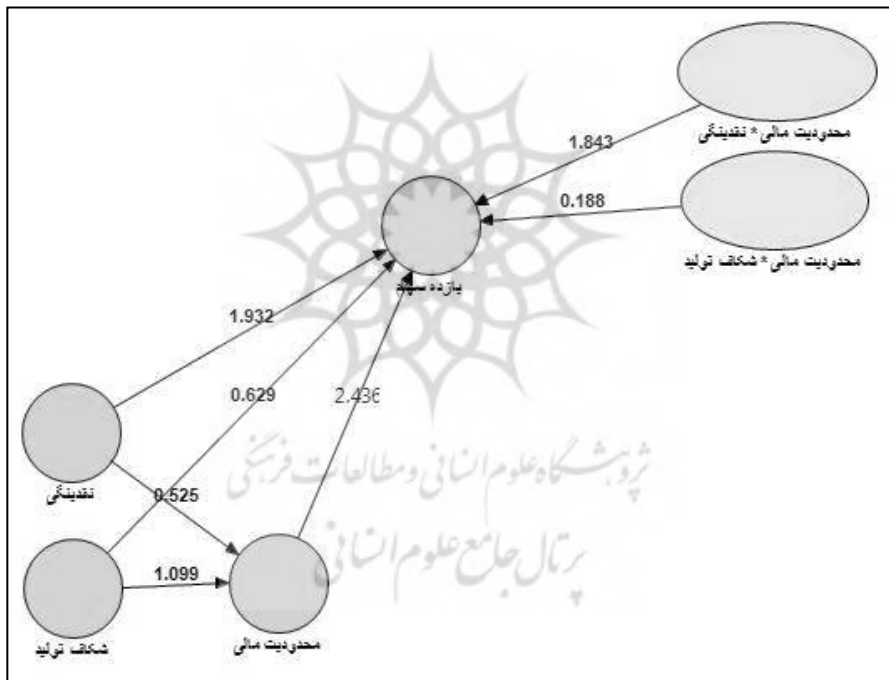
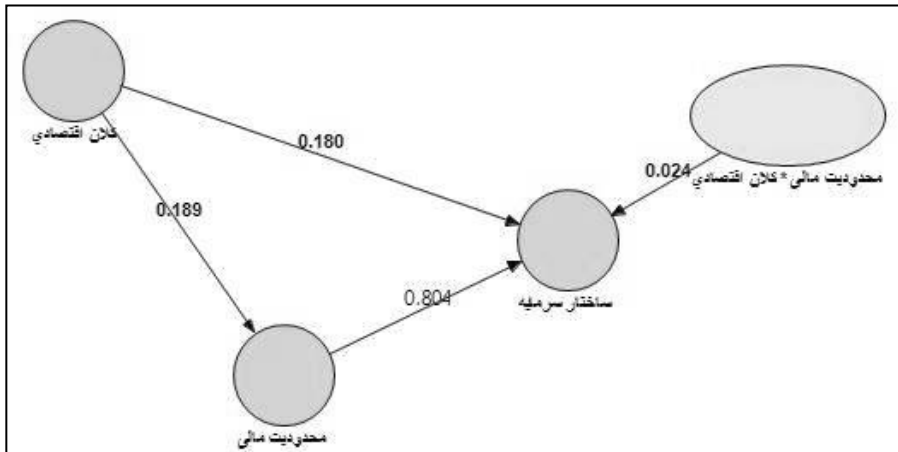




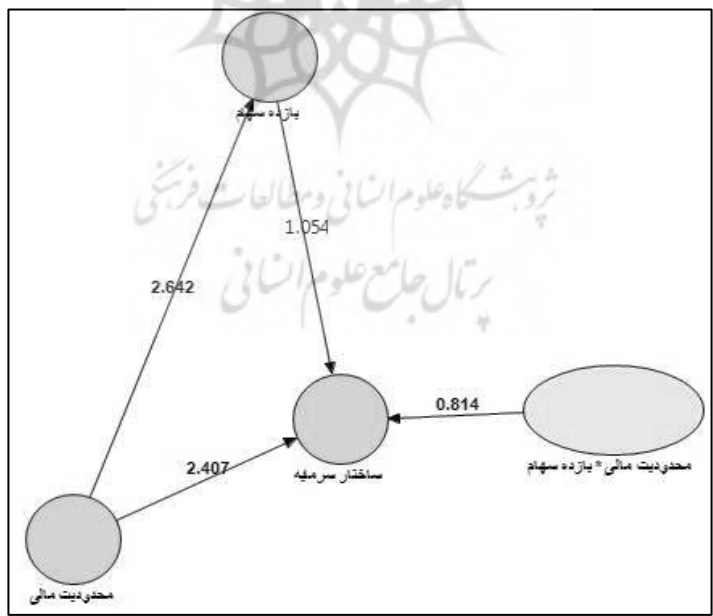
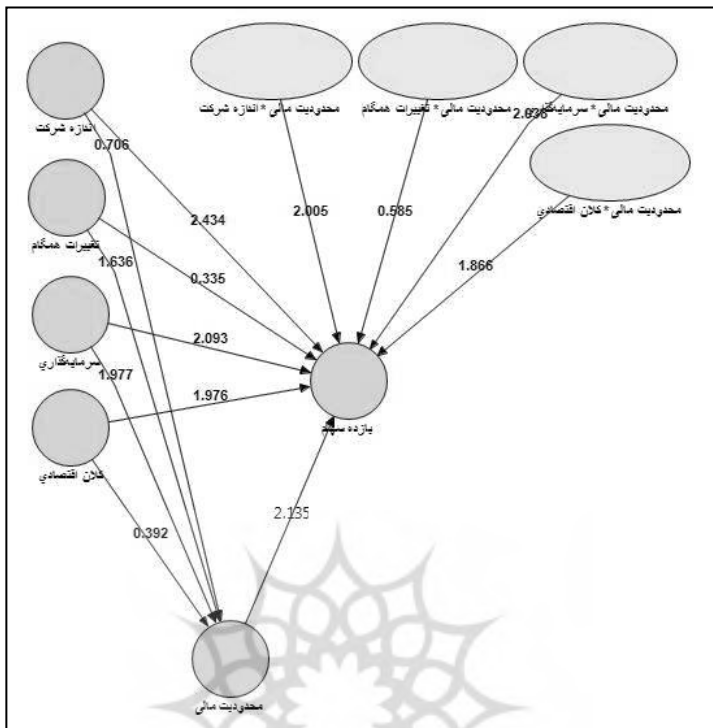


نمودار ۴ اندازه گیری مدل کلی و نتایج فرضیه ها در حالت استاندارد









نمودار ۵ اندازه گیری مدل کلی و نتایج فرضیه ها در حالت معنی دار

## پایایی

پایایی شاخص نیز خود توسط دو معیار مورد سنجش واقع می‌گردد:

۱. آلفای کرونباخ

۲. پایایی ترکیبی

### آلفای کرونباخ

معیاری کلاسیک برای سنجش و سنج‌های مناسب برای ارزیابی پایداری درونی محسوب می‌گردد. یکی از مواردی که برای سنجش پایایی در روش مدل‌سازی معادلات ساختاری به کار می‌رود، پایداری درونی (سازگاری درونی) مدل‌های اندازه‌گیری است. پایداری درونی نشانگر میزان همبستگی بین سازه و شاخص‌های مربوط به آن است. مقدار بالای واریانس بیان شده بین سازه و شاخص‌های آن در مقابل خطای اندازه‌گیری مربوط به هر شاخص، پایداری درونی بالا را نتیجه می‌دهد. مقدار آلفای کرونباخ بالاتر از ۰/۷، نشانگر پایایی قابل قبول است (cronbach, 1951). برخی از محققان در مورد متغیرهای با تعداد سؤالات اندک، مقدار ۰/۶ را به عنوان سرحد ضریب آلفای کرونباخ معرفی کرده‌اند (داوری و رضاده، ۱۳۹۲، ۷۹).

	Cronbachs Alpha
تغییرات همگام	1.000000
بازده سهام	1.000000
ساختار سرمایه	1.000000
محدودیت مالی	0.872605
اندازه شرکت	1.000000
سرمایه گذاری	1.000000
شکاف تولید	1.000000
نقدینگی	۱,۰۰۰۰۰۰
مخاطرات اخلاقی	1.000000

جدول ۳ ضرایب آلفای کرونباخ

### پایایی ترکیبی

از آنجایی که معیار آلفای کرونباخ یک معیار سنتی برای تعیین پایایی سازه‌ها می‌باشد، روش PLS معیار مدرن‌تری نسبت به الفای ترکیبی به کار می‌رود و برتری آن نسبت به آلفای کرونباخ در این است که پایایی سازه نه به صورت مطلق بلکه با توجه به همبستگی

سازه هایشان با یکدیگر محاسبه می گردد. در نتیجه برای سنجش بهتر پایایی در روش PLS، هر دوی این معیارها به کار برده می شوند. مقدار پایایی ترکیبی یک سازه از یک نسبت حاصل می شود که در صورت این کسر، واریانس بین یک سازه با شاخص هایش به اضافه مقدار خطای اندازه گیری می آید. در صورتی که مقدار CR برای هر سازه بالای ۰/۷ شود، نشان از پایداری درونی مناسب برای مدل اندازه گیری دارد و مقدار کمتر از ۰/۶ عدم وجود پایایی را نشان می دهد (داوری و رضازاده، ۱۳۹۲، ۷۹).

	Composite Reliability
تغییرات همگام	0.719557
بازده سهام	0.728124
ساختار سرمایه	0.733000
محدودیت مالی	0.745017
اندازه شرکت	0.772385
سرمایه گذاری	0.755000
شکاف تولید	0.775720
نقدینگی	0.795500
مخاطرات اخلاقی	۰,۷۸۵۸۶۳

جدول ۴ پایایی ترکیبی

### روایی همگرا

روایی همگرا دومین معیاری است که برای برازش مدل های اندازه گیری در روش PLS به کار برده می شود. معیار AVE نشان دهنده میانگین واریانس به اشتراک گذاشته بین هر سازه با شاخص های خود است. AVE میزان همبستگی یک سازه با شاخص های خود را نشان می دهد که هر چه این همبستگی بیشتر باشد، برازش نیز بیشتر است. مقدار AVE بالای ۰/۵ روایی همگرای قابل قبول را نشان می دهد (Fornell & Larcker, 1981). برخی از محققان مقدار حداقل قابل قبول را ۰/۴ در نظر گرفته اند.

	AVE
تغییرات همگام	0.519557
بازده سهام	0.528350
ساختار سرمایه	0.772124
محدودیت مالی	0.593683
اندازه شرکت	0.672385
سرمایه گذاری	0.428124
شکاف تولید	0.775720
نقدینگی	0.795500
مخاطرات اخلاقی	۰,۵۶۳۶۹

جدول ۵: روایی همگرا

### برازش مدل کلی

معیار GOF مربوط به بخش کلی مدل‌های معادلات ساختاری است که توسط این معیار محقق می‌تواند پس از بررسی برازش بخش اندازه‌گیری و بخش ساختاری مدل کلی پژوهش خود، برازش بخش کلی را نیز کنترل نماید. برای بررسی برازش در یک مدل کلی تنها یک معیار به نام GOF استفاده می‌شود. سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵، ۰/۳۶ به عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای GOF معرفی شده است (وتزلس و همکاران، ۲۰۰۹). این معیار از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{GOF} = \sqrt{\text{communalities} \times R^2} \quad (\text{فرمول ۴-۲})$$

	Communality	R Square
تغییرات همگام	1.000000	
بازده سهام	1.000000	0.014153
ساختار سرمایه	1.000000	0.009529
محدودیت مالی	0.992648	0.005854
اندازه شرکت	1.000000	
سرمایه گذاری	1.000000	
شکاف تولید	1.000000	
نقدینگی	1.000000	
مخاطرات اخلاقی	۱,۰۰۰۰۰۰	

جدول ۶: معیار GOF

در نتیجه communalities برابر است با ۰/۸۰. با توجه به مقادیر  $R^2$  که در جدول بالا آمده در نتیجه  $R^2$  برابر است با: ۰/۴۸

بدین ترتیب مقدار GOF محاسبه شده به شرح زیر می باشد:

$$GOF = \sqrt{0.48 \times 0.80} = 0.62$$

با توجه به سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ به عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای GOF، حاصل شدن ۰/۶۲ نشان از برازش قوی مدل دارد.

### نتیجه بدست آمده از تحلیل آماری

تحلیل مسیر در این پژوهش با استفاده از نرم افزار اسمارت PLS انجام شده است. جدول زیر ضریب معناداری و نتایج فرضیه های مطرح شده را به طور خلاصه نشان می دهد.

فرضیه ها	استاندارد	معناداری	نتیجه
محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری اندازه شرکت بر بازده سهام تاثیر دارد.	-۰,۷۳	۲,۰۰	تایید
با افزایش محدودیت مالی، تغییرات همگام بازده سهام شرکت ها افزایش می یابد.	۰,۰۶	۰,۵۸	رد
محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری سرمایه گذاری بر بازده سهام تاثیر دارد.	۰,۲۷	۲,۰۳	تایید
محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری متغیرهای منتخب کلان اقتصادی بر بازده سهام تاثیر دارد.	-۰,۱۹	۱,۸۶	رد
محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری نقدینگی بر بازده سهام تاثیر دارد.	-۰,۱۸	۱,۸۶	رد
محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری شکاف تولید اقتصادی بر بازده سهام تاثیر دارد.	-۰,۰۱	۰,۱۸	رد
محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری متغیرهای منتخب کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه تاثیر دارد.	۰,۰۰	۰,۰۲	رد
محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری نقدینگی بر ساختار سرمایه تاثیر دارد.	۰,۰۴	۱,۲۲	رد
محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری شکاف تولید اقتصادی بر ساختار سرمایه تاثیر دارد.	۰,۲۸	۲,۹۲	تایید
محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری بازده بازار سهام بر ساختار سرمایه تاثیر دارد.	۰,۰۸	۰,۸۱	رد
محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری مخاطرات اخلاقی بر بازده سهام تاثیر دارد.	۰,۷۸	۲,۰۱	تایید

جدول ۷ نتایج فرضیه ها

در فرضیه شماره ۱ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری اندازه شرکت بر بازده سهام تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۷؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر بزرگتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه مورد تایید قرار می گیرد. از طرفی چون عدد معنی داری به دست آمده مثبت می باشد این اثر

مستقیم می باشد.

در فرضیه شماره ۲ پژوهش ادعا شده بود که با افزایش محدودیت مالی، تغییرات همگام بازده سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می‌دهد با توجه به جدول ۷؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر کوچکتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه رد شده است.

در فرضیه شماره ۳ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری سرمایه‌گذاری بر بازده سهام تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می‌دهد با توجه به جدول ۷؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر بزرگتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه مورد تایید قرار می‌گیرد. از طرفی چون عدد معنی داری به دست آمده مثبت می باشد این اثر مستقیم می باشد.

در فرضیه شماره ۴ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری متغیرهای منتخب کلان اقتصادی بر بازده سهام تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می‌دهد با توجه به جدول ۷؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر کوچکتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه رد شده است.

در فرضیه شماره ۵ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری نقدینگی بر بازده سهام تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می‌دهد با توجه به جدول ۷؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر کوچکتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه رد شده است.

در فرضیه شماره ۶ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری شکاف تولید اقتصادی بر بازده سهام تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می‌دهد با توجه به جدول ۷؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر کوچکتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه رد شده است.

در فرضیه شماره ۷ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری متغیرهای منتخب کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می‌دهد با توجه به جدول (۴-۱۷)؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر کوچکتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه رد شده است.

در فرضیه شماره ۸ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری نقدینگی بر ساختار سرمایه تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می‌دهد با توجه به جدول ۷؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر کوچکتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه رد شده است.

در فرضیه شماره ۹ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری شکاف تولید اقتصادی بر ساختار سرمایه تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۷؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر بزرگتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه مورد تایید قرار می گیرد. از طرفی چون عدد معنی داری به دست آمده مثبت می باشد این اثر مستقیم می باشد.

در فرضیه شماره ۱۰ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری بازده بازار سهام بر ساختار سرمایه تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۷؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر کوچکتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه رد شده است.

در فرضیه شماره ۱۱ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری مخاطرات اخلاقی بر بازده سهام تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۷؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر بزرگتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه مورد تایید قرار می گیرد.



## نتیجه گیری

اهمیت سرمایه گذاری و ثبات محیط سرمایه‌گذاری برای توسعه و رشد اقتصادی بر کسی پوشیده نیست و عدم توجه به اهمیت آن می‌تواند منجر به افول اقتصاد شده و در بلندمدت رفاه عمومی و توسعه تولید را تحت تاثیر قرار دهد. همچنین توسعه بازارهای سرمایه و شناسایی و به کارگیری عواملی که کارایی این بازارها را افزایش می‌دهند، گامی مهم در جهت افزایش رونق در اقتصاد است. هرچه بازارهای سرمایه کارآتر باشند و سرمایه‌گذاران بهتر قادر به تعیین ارزش‌های واقعی باشند، سرمایه‌های بیش‌تری به سمت این بازارها جذب می‌شود. سرمایه‌گذاران مایلند متناسب با ریسک‌پذیری خود به بازده مناسب دست پیدا کنند. یعنی به صورت همزمان به دو پدیده‌ی ریسک و بازده توجه می‌کنند.

از طرفی هرچه بازارهای مالی دارای شفافیت بیشتری در اطلاع‌رسانی باشند، اطلاعات بی‌پرده و روشن و واضح در اختیار عموم قرار می‌گیرد و تعداد معاملات انجام شده افزایش می‌یابد و هزینه نظارت کاهش یافته و اجرای قوانین تضمین می‌گردد (ابریشمی و همکاران، ۱۳۹۶).

از اینرو می‌توان عوامل ریسک موثر بر بازده سهام را شناسایی نمایند. از این رو شناسایی و بررسی عوامل ریسک موثر بر بازده از جمله‌ی مهم‌ترین مسائل مالی است که باید مورد توجه فراوان صاحب‌نظران و پژوهش‌گران باشد. به علاوه با توجه به این‌که ریسک به دو بعد سیستماتیک و غیرسیستماتیک قابل تفکیک است، برای یک سرمایه‌گذار تعیین این‌که یک عامل ریسک صرفاً بر بازده سهام یک شرکت تاثیر دارد و غیر سیستماتیک است یا این‌که ریسک از نوع سیستماتیک و مشترک است اهمیت فراوانی دارد. زیرا ریسک سیستماتیک و مشترک، غیر قابل حد است، اما ریسک غیر سیستماتیک را می‌توان از طریق تنوع بخشی پرتفوی سهام حذف نمود (بادی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۰).

این پژوهش با تعیین این‌که آیا ریسک محدودیت مالی از نوع سیستماتیک یا غیرسیستماتیک است، سرمایه‌گذاران را در تنوع بخشی پرتفوی سهامشان یاری می‌رساند. از سوی دیگر، این پژوهش چگونگی واکنش بازار به سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی را مورد بررسی قرار می‌دهد تا به سهامداران این دو طیف از شرکت‌ها، برای ارزیابی دقیق‌تر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران کمک کند. به علاوه، امروزه با بزرگتر شدن شرکت‌ها و توسعه تکنولوژی، نیز به منابع مالی هنگفت سرمایه شدت گرفته و این موضوع را به یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران تبدیل کرده است (شعری و محسنی، ۱۳۹۴).



با توجه به یافته ها و نتایج بدست آمده، پیشنهادهای کاربردی که می توان در این بخش ارائه نمود شامل موارد زیر می باشد:

در فرضیه شماره ۱ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری اندازه شرکت بر بازده سهام تاثیر دارد که این فرضیه تایید شده است از این رو توصیه می شود، با توجه به نتایج این پژوهش که بیانگر اهمیت محدودیت مالی شرکت بر بازده سهام است، به سرمایه گذاران پیشنهاد میشود در زمان اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری و قیمت گذاری سهام، محدودیت مالی شرکت را نیز در نظر بگیرند و در هنگام تشکیل پرتفوی سهام، سیستماتیک بودن ریسک محدودیت مالی را مدنظر قرار دهند. با توجه به تنوع مدل های قیمتگذاری دارایی و عدم امکان بررسی کلیه آنها، در این پژوهش، مدل کاپلان زینگالس و وایت و وو انتخاب گردید و نقش محدودیت مالی بر توان تبیین بازده سهام از طریق اندازه شرکت توسط این مدلها موردبررسی قرار گرفت.

در فرضیه شماره ۲ پژوهش ادعا شده بود که با افزایش محدودیت مالی، تغییرات همگام بازده سهام شرکتها افزایش می یابد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می دهد با توجه به جدول (۵-۲)؛ عدد معنی داری مسیر مابین دو متغیر کوچکتر از ۱,۹۶ می باشد، از این رو این فرضیه رد شده است. . نتایج نشان داد که با افزایش محدودیت های مالی، همگام سازی بازده سهام کاهش خواهد یافت که منجر به افزایش محتوای مطالعاتی قیمت سهام خواهد شد و همزمانی بازه سهام کاهش خواهد یافت. از اینرو می توان با کاهش شاخص های محدودیت های مالی در مسیر همگام سازی گام برداشت و موجبات افزایش بازده سهام را فراهم نمود.

در فرضیه شماره ۳ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری سرمایه گذاری بر بازده سهام تاثیر دارد و نتایج فرضیه این مورد را تایید کرده است. پیشنهاد کاربردی در این راستا می تواند به این صورت باشد که با رفع موانع مالی و کاهش آن سرمایه گذاری را در این شرکت ها افزایش داد و از طرفی موجبات بهبود بازده سهام را فراهم نمود.

در فرضیه شماره ۴ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری متغیرهای منتخب کلان اقتصادی بر بازده سهام تاثیر دارد که این فرضیه رد شده است و نشان داد که محدودیت مالی بر اثرگذاری متغیرهای همچون نرخ تورم، حجم نقدینگی، نرخ سود بانکی و نرخ ارز بر بازده سهام نمی تواند اثرگذار باشد.

در فرضیه شماره ۵ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری نقدینگی بر بازده سهام تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو از رد این فرضیه نتیجه گرفته شد و نشان داده شد که شاخص های محدودیت مالی نمی تواند بر شدت اثرگذاری نقدینگی بر بازده سهام تاثیر گذار باشد.

در فرضیه شماره ۶ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری شکاف تولید اقتصادی بر بازده سهام تاثیر دارد که نتایج یافته‌ها این رابطه را رد کرده است. اینگونه استنباط شد که شاخص‌های محدودیت مالی نمی‌تواند بر شدت اثرگذاری شکاف تولید اقتصادی بر بازده سهام اثرگذار باشد.

در فرضیه شماره ۷ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری متغیرهای منتخب کلان اقتصادی بر ساختار سرمایه تاثیر دارد که این فرضیه نیز رد شده است و نشان داده که متغیرهای همچون نرخ تورم، حجم نقدینگی، نرخ سود بانکی و نرخ ارز به تنهایی می‌تواند ساختار سرمایه شرکت‌ها را تعیین کند و نیازی به دخالت دادن شاخص‌های محدودیت مالی در این رابطه نیست.

در فرضیه شماره ۸ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری نقدینگی بر ساختار سرمایه تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو فرضیه را رد کرده و پیشنهاد خاصی با رد شدن فرضیه قابل بیان نیست.

در فرضیه شماره ۹ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری شکاف تولید اقتصادی بر ساختار سرمایه تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان می‌دهد، فرضیه مورد تایید قرار می‌گیرد. از دیرباز روند تغییرات تولید و علل ایجاد این نوسانات ذهن اقتصاددانان را به خود معطوف ساخته و هر یک از زاویه‌ای به توجیه آن پرداخته‌اند. در قرن اخیر توجه به عوامل طرف تقاضا بیش از پیش مورد توجه قرار گرفته و اقتصاددانان متعددی سعی در توجیه ادوار تجاری به کمک چرخه‌های متغیرهای مصرف، سرمایه‌گذاری، مخارج دولت و تراز تجاری نموده‌اند. لذا در مجموع میتوان دریافت که برای کنترل ادوار تجاری و کاهش پیامدهای منفی آن در اقتصاد ایران، مدیریت چرخه‌های متغیرهای سمت تقاضای از اهمیت بالایی برخوردار بوده و مدیریت این متغیرها توسط سیاستگذاران اقتصادی جهت مصون ماندن از آثار منفی ادوار تجاری، بویژه در دوران رکود، توصیه میشود.

در فرضیه شماره ۱۰ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری بازده بازار سهام بر ساختار سرمایه تاثیر دارد که تجزیه تحلیل آماری بین این دو نشان از رد این روابط دارد و بیان می‌دارد که بازده بازار سهام خودش می‌تواند ساختار سرمایه شرکت‌ها را جهت بیخشد.

در فرضیه شماره ۱۱ پژوهش ادعا شده بود که محدودیت مالی بر شدت اثرگذاری مخاطرات اخلاقی بر بازده سهام تاثیر دارد از این رو تجزیه و تحلیل آماری نشان از تایید فرضیه دارد. برای ایجاد شفافیت در بازار سرمایه و عملکرد اخلاقی شرکت‌ها، در دسترس بودن اطلاعات مهمترین عامل است. هر چه اطلاعات در بازار سرمایه شفاف‌تر باشد که به آن

اطلاعات متقارن می گویند، بشتر باشد تاثیر بیشتری بر رشد اقتصادی خواهد داشت (ابریشمی و همکاران، ۱۳۹۸). مخاطرات اخلاقی به خطر رفتار غیر اخلاقی مدیریت اشاره دارد. در همچنین وضعیتی، سهامداران تلاش میکنند از طرق متعدد مدیر را به عمل مسئولانه تر تشویق کنند (لی، ۲۰۰۹؛ به نقل از به نقل از خلیفه سلطانی و خواجوی، ۱۳۹۵). عدم تقارن اطلاعات که از جمله مخاطرات اخلاقی بین شرکت ها و سرمایه گذاران است، سبب میشود که هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی متفاوت باشد، به نحوی که تأمین مالی هزینه زیادی به شرکت تحمیل خواهد کرد (قربانی و عدیلی، ۱۳۹۱؛ به نقل از خلیفه سلطانی و خواجوی، ۱۳۹۵).

ضمناً هر چه خطر اخلاقی بین کارفرما و مدیر بیشتر باشد، سهامدار کمتر امکان ملاحظه جهت اقدام و عملیات مدیر را دارد، بنابراین برای تأمین منافع خود در برابر ریسک خطر اخلاقی، بازده بالاتری را انتظار دارد و طلب میکند.



### پیشنهادها پژوهشی

- ۱- به صنعت بورس کشور توصیه می‌گردد با توجه به اهمیت شاخص‌های محدودیت‌های مالی و عوامل اثرگذار بر آن در این صنعت اولویت‌های پژوهشی مورد نیاز در امر سازمانی به طور خاص را برای دانشگاه و مراکز علمی-تحقیقاتی تهیه نمایند.
- ۲- تحلیل یافته‌های این پژوهش و مقایسه آن با مدل‌های ارائه شده در این زمینه و در سایر پژوهش‌ها به عنوان پژوهشی تحلیلی مقایسه‌ای.
- ۳- تحلیل روند انجام کار در حالت معمولی و قطعی.
- ۴- ارائه روشی مبتنی بر هوش مصنوعی و بر اساس شاخص‌های بدست آمده جهت بهبود شرایط موجود شرکت‌های مورد مطالعه
- ۵- پیشنهاد می‌گردد از سایر روش‌های وزن‌گیری نیز استفاده شده و برای رتبه‌بندی پیشنهاد می‌شود از سایر روش‌های رتبه‌بندی مانند روش‌های تاپسیس و الکتراه و کوپراس و اورسته و پرومته و تئوری خاکستری و روش‌های جدید در علم تصمیم‌گیری چند معیاره برای رتبه‌بندی استفاده کرده و بین نتایج آن با نتایج پژوهش حاضر همبستگی گرفته شود.
- ۶- پیشنهاد می‌گردد الگوریتم انجام این پایان‌نامه در فضای عادی اجرا شود.
- ۷- اولویت‌بندی ابعاد و شاخص‌های محدودیت‌های مالی بر اساس تاثیر گذاری بر بازده سهام.

۸- در نظر گرفتن اصل کرامت انسانی در انجام معاملات

۹- پرهیز از تبانی و ائتلاف جهت افزایش قیمت

۱۰- تدوین دستورالعمل‌های اخلاقی و فرهنگ‌سازی برای حاکمیت ارزش‌های اخلاقی

در معاملات

### محدودیت‌های پژوهش

از عمده‌ترین ارکان تحقیق و پژوهش دسترسی به آمار و اطلاعات است، در این زمینه مشکلاتی وجود دارد که موجب شده خدمات تحقیقاتی از قبیل دسترسی به کتب، مجلات، آمار، بانک‌های اطلاعاتی و ... در کشور به راحتی ممکن نباشد.

بخشی از این مشکل ناشی از فقدان یا کمبود هریک از خدمات تحقیقات فوق است و از سوی دیگر فرهنگ غلط، سبب خصوصی تلقی کردن این موارد شده و در نتیجه افراد و موسسات به نوعی از انتقال یافته‌های خویش به دیگران خودداری می‌کنند.

از سوی دیگر متغیرهای ناخواسته که ممکن است حاصل طرح‌ها و روش‌های ویژه‌ای باشند که در تحقیق به کار گرفته می‌شوند، غالباً به گونه‌های مختلف، اعتبار درونی و بیرونی

تحقیق را به مخاطره می اندازند.

باید آگاه بود که در پژوهش ها، کنترل یا حذف کامل این نوع عوامل غیر ممکن است. اما به هر حال سعی پژوهشگران بر آن است که این عوامل را حد الامکان پیش بینی شناسایی و تمام احتیاط های لازم را به منظور کاهش آنها بکار برند.

هر پژوهشی در کنار بدیع بودن و داشتن نقاط قوت، دارای برخی محدودیت های روش شناختی نیز می باشد. البته باید توجه داشت که محدودیت های پژوهش به معنی نارسایی پژوهش در مراحل تدوین، اجرا، تحلیل و تبیین نتایج نمی باشد به عبارت دیگر از زاویه روش شناختی محدودیت های اعمال شده، بیانگر توانمندی پژوهش است.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## فهرست منابع

۱. ابریشمی، ح.، و توحیدی نیا، ا.، و خزایی، ف. (۱۳۹۶). بررسی و تبیین مخاطرات اخلاقی و انتخاب نامناسب در بازار سرمایه و نقش اخلاق در کاهش آن. مدیریت مخاطرات محیطی، ۴(۴)، ۴۱۸-۴۰۳. <https://www.sid.ir/fa/journal/ViewPaper.aspx?id=۳۴۵۹۹۹>
۲. خلیفه سلطانی، سید احمد، خواجهی، سیمین. (۱۳۹۵). تاثیر مخاطرات اخلاقی بر ساختار سرمایه. مطالعات تجربی حسابداری مالی، 12(49), 171-189. doi: 10.22054/qjma.2016.4198
۳. کاشانی پور، محمد و ابوالفضل مؤمنی یانسری (۱۳۹۰)، «بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس تهران». فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی. شماره ۹. ص ۹۵.
۴. کامیابی، یحیی، بوربوری، فاطمه. (۱۳۹۷). مخاطرات اخلاقی و عدم تقارن اطلاعاتی در قیمتگذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام. حسابداری، پاسخگویی و منافع جامعه، 6(1), 21-42. doi: 10.22051/ijar.2016.2361
۵. سینایی، حسنعلی. (۱۳۹۰). بررسی ارتباط بین بازده سهام و محدودیت مالی در شرکت‌های تولیدی، رساله کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران اهواز.
۶. کردستانی، غلامرضا و عمران نجفی. (۱۳۸۷). مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه، مجله حسابداری، شماره ۱۹۸، ۴۰-۴۸.
۷. کنعانی امیری، منصور. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین محدودیت مالی و بازده سهام در بازار سرمایه ایران، دو ماهنامه دانشور، شماره ۲۶، ۱۷-۳۰.
۸. نژادی کلاریجانی، علی، (۱۳۹۳)، رابطه بین محدودیت‌های مالی نقدینگی سهام و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، همایش ملی تحلیل راهبردی دیدگاه‌های مقام معظم رهبری در اقتصاد و مدیریت حماسه اقتصادی / اقتصاد مقاومتی، بابل.
۹. سرمد، زهره؛ بازرگان، عباس و الهه حجازی (۱۳۹۰). روش‌های تحقیق در علوم رفتاری. چاپ بیست و یکم، تهران، نشر آگه، ۱۸۸-۱۸۶.
۱۰. داوری، علی و رضازاده، آرش (۱۳۹۲). مدلسازی معادلات ساختاری با نرم افزار PLS، سازمان انتشارات جهاد دانشگاهی.
11. شعری آناقیز، صابر، محسنی رستاقی، بهرام. (۱۳۹۴). انعطاف پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۲(۴۶)، ۲۶-۹.

12. Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
13. Bernanke, B, and M. Gertler,(1989), Agency Cost, Net Worth, and Business Fluctuations, *American Economic Review*, 79(1), 14-31.
14. Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1986). Agency costs, collateral, and business fluctuations.
15. Buehlmaier, M. M., & Whited, T. M. (2018). Are financial constraints priced? Evidence from textual analysis. *The Review of Financial Studies*, 31(7), 2693-2728.
16. Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of finance*, 52(1), 57-82.
17. Chan, K. C., and N. Chen, 1991, Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms, *Journal of Finance*. 46(4), 1467-1484.
18. Cronbach, L. J. (1951). Coefficient alpha and the internal structure of tests. *Psychometrika*, 16, 297-324.
19. Espinosa, R, (2015), Financial Constraints, Corporate Investment and Future Profitability, Phd Thesis on Business Administration, University of California, Berkeley.
20. Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of financial economics*, 116(1), 1-22.
21. Fama, E., French, k. (2015), " A Five-factor Asset Pricing Model", *Journal of Financial Economic* 116(1), 1-22.
22. Feldman, M. S. (2004). Resources in emerging structures and processes of change. *Organization Science*, 15(3), 295-309.
23. Greenwald, B. C., & Stiglitz, J. E. (1993). Financial market imperfections and business cycles. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(1), 77-114.
24. Hahn, jaehoon,(2003), Asset Pricing Implications of Capital Market Imperfections, Phd Thesis on Business Administration, Columbia University.
25. Lamont, O., Polk, C., & Saaá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The review of financial studies*, 14(2), 529-554.
26. Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2011). *Investment Analysis and Portfolio Management (Text Only)*. Cengage Learning



شرویش گاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتمال جامع علوم انسانی