

## ارزیابی ارتباط میان سیاست‌های تأمین مالی و اهرم مالی با بازده سهام شرکت‌ها (مورد مطالعه: شرکتهای حاضر در صنعت خودروسازی)

مهدی تقی‌زاده

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه دانش البرز، البرز، ایران.

sarmadins1462@gmail.com

فرناز ضیاء

دکتری تخصصی حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

farnazzia@yahoo.com

### چکیده

مطالعه حاضر به ارزیابی ارتباط میان سیاست‌های تأمین مالی و اهرم مالی با بازده سهام شرکت‌ها (مورد مطالعه: شرکتهای حاضر در صنعت خودروسازی پرداخت. بدین منظور؛ اطلاعات ۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ده ساله (از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۴۰۲)، استخراج، متغیرهای پژوهش محاسبه و آزمون‌های آماری لازم صورت گرفت. روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی-همبستگی بوده و طرح آن از نوع تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است که به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده که با استفاده از روش‌های آماری و اقتصادسنجی به بررسی و آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده است. یافته‌های پژوهش؛ حاکی از آن بود که بین سیاست‌های تأمین مالی با بازده سهام رابطه معکوس وجود داشته و بین اهرم مالی با بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** سیاست‌های تأمین مالی، اهرم مالی، بازده سهام.

### مقدمه

با توجه به منابع تأمین مالی، شرکت‌ها دارای بازده و ریسک متفاوتی در عرصه بازارهای تأمین سرمایه هستند. بنابراین تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه نقش مؤثری در کارایی و اعتبار شرکت‌ها نزد مؤسسات تأمین سرمایه خواهد داشت. اما اهمیت شرکت‌ها از لحاظ وسعت عملکرد، سودآوری، امکانات رشد، اندازه و نوع فعالیت، تعیین کننده نیاز مالی متنوع آنان خواهد بود. در این میان منابع حاصل از بدهی ضمن افزایش هزینه ثابت موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک سیستماتیک آنان خواهد بود. ضمن این که توجه به هزینه سرمایه روش‌های مختلف تأمین مالی و توجه به آن باعث پیدایش فرصت‌های مناسب سودآوری و یا پیش آمدن وضعیت بحران مالی شرکت خواهد گردید. بر این با توجه به ویژگی‌های حاکم بر تفکر مالی مدیران، موجب ثبت جایگاه اصلی شرکت‌ها در بازارهای مالی و اعتباربندی صحیح آنان از سوی اعتباردهندگان بازارهای سرمایه خواهد گردید (گراهام و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵). تعیین عوامل مرتبط با ارزش شرکت یکی از مسائل پر چالشی است که همواره مورد توجه پژوهشگران، خبرگان حوزه حسابداری و مدیران امور مالی شرکت‌ها قرار گرفته است. این اهمیت سبب شده است، تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل برای یافتن روش‌های نوین ارزشگذاری شرکت‌ها تلاش‌های زیادی در طی دهه‌های گذشته انجام دهند که اگر به درستی فراهم و پردازش

<sup>1</sup> Graham et al

نشود، اثرات منفی برای تصمیم گیرندگان در پی خواهد داشت (محمدزاده قاهره، ۱۴۰۰). از عوامل مهم و اثر گذار در توسعه اقتصادی و رفاه اجتماعی، عامل سرمایه می باشد؛ با ایجاد و توسعه بازارهای سرمایه، چرخهای اقتصادی هر جامعه ای به حرکت درآمده و رونق اقتصادی را در پی می آورد. در این راستا توسعه بازار بورس اوراق بهادار و حضور فعالانه کارشناسان و تحلیل گران مالی در این بازار، عاملی پیش برنده در برقراری مکانیزم تخصیص کارآمد سرمایه و رونق اقتصادی در کشور می باشد. بی شک کسب شناخت دقیق تر از قواعد و مکانیزم های حاکم بر بازار سرمایه به شفافیت بیشتر بازار و افزایش اعتماد سرمایه گذاران منجر خواهد شد (نیکولاس و داریو<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). سرمایه گذاران وجوه نقد خود را اساساً بخاطر دستیابی به وجوه نقد بیشتر و کسب سود بیشتر در سهام عادی واحدهای انتفاعی سرمایه گذاری می کنند. اگر سرمایه گذاران بدون توجه به یکسری از عوامل اقدام به سرمایه گذاری نمایند، نتایج مطلوبی از سرمایه گذاری عاید آنها نخواهد شد. در این تحقیق ارتباط بین تغییرات اهرمهای عملیاتی و مالی با تغییرات بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار می گیرد. هدف کلی این تحقیق این است که با تجزیه و تحلیل اهرمها و پیدا کردن ارتباط بین آنها با بازده سهام، مبادرت به استخراج معیارهایی نماید تا از این طریق سرمایه گذاران را قادر نماید سهام شرکتهای را با یکدیگر مقایسه کرده و در نهایت سهام مورد نظر خود را با اطمینان بیشتری خریداری یا تعویض نماید (ساریخانی، ۱۴۰۱). چرخه تولید و توسعه و پیشرفت شرکت های سهامی به وسیله منابع مالی مناسب به حرکت در می آید. برای اجرا و تکمیل پروژه های صنعتی و اجرایی منابع مالی لازم است منابع سرمایه مناسب تهیه و تدارک دیده شود و همین امر باعث اهمیت مقوله نسبت های مالی می شود. از جمله مهمترین روش تأمین مالی در میان شرکت های سهامی فعال در بورس اوراق بهادار، وام های بلندمدت بانکی و انتشار سهام عادی است. با توجه به اینکه برای تأمین مالی شرکت ها، هر دو منبع مذکور استفاده می شود و از طرفی، واکنش بازار در بازده سهام نسبت به درج هر نوع اطلاعات اساسی در نماد تغییرات قیمت و بازده متجلی می شود. یکی از ابزارهایی که برای تعیین موقعیت مالی شرکت ها مورد استفاده قرار می گیرد، تجزیه و تحلیل نسبت های بدهی مالی است. در واقع نسبت های بدهی مالی واقعیت های مهمی را در ارتباط با عملیات و وضعیت مالی یک شرکت آشکار می سازد. فایده محاسبه نسبت ها آن است که رابطه بین اقلام عمده صورت های مالی دقت پیدا می کند. همچنین با استفاده از آن مشکلات و نقاط ضعف و قوت مالی شرکت ها تعیین می گردد. البته نسبت ها وقتی بیشتر مفهوم پیدا می کنند که با سایر نسبت ها در گذشته همان شرکت و یا با موسسات مشابه و یا با استانداردهای مطلوب صنعت مربوطه مقایسه شوند (کلاسن و همکاران، ۲۰۲۳). از این رو بر اساس طرح این مبانی نظری؛ این سؤال بوجود می آید که چه ارتباطی میان سیاست های تأمین مالی و اهرم مالی با بازده سهام شرکت ها (مورد مطالعه: شرکتهای حاضر در صنعت خودروسازی) وجود دارد؟

## مبانی نظری پژوهش

شرکت ها هنگام نیاز به منابع مالی جدید می توانند یا از راه استقراض وجوه مورد نظر را بدست آورند و یا اینکه با واگذاری قسمتی از مالکیت شرکت به وجوه مورد نیاز دست یابند. هر شرکت هنگام تصمیم گیری برای استفاده از منابع مالی جدید باید هزینه منابع مختلف تأمین مالی را مشخص کرده و آثاری را که هر کدام از این منابع بر بازده و ریسک عملیاتی شرکت می گذارد، تعیین نماید. استفاده از شیوه های صحیح تأمین مالی برای اجرای پروژه های سودآور می تواند در جهت افزایش ثروت سهامداران شرکت نقش اساسی ایفا نمایند. افزایش ثروت سهامداران هدف نهایی موسسات انتفاعی است. به دست آوردن سود بیشتر و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران از طریق تغییر ترکیب ساختار سرمایه، به خصوص استفاده از استقراض برای دوره های زمانی بلندمدت یکی از مواردی است که شرکت ها به عنوان یک راهکار برای دستیابی به

<sup>1</sup> Nicolas & Dario

اهداف خود مد نظر قرار می‌دهند (دلسوز مرغوب، ۱۴۰۰). حسابداری به عنوان یک سیستم اطلاعاتی، دارای محصولاتی جهت دستیابی به مجموع‌های از هدف هاست. هدف اصلی سیستم حسابداری تهیه اطلاعات مالی مفید برای تصمیم‌گیری است و شاید این منطقی‌ترین و دقیق‌ترین غایت است که بتوان برای حسابداری ترسیم کرد و صورتهای مالی اساسی (محصول اساسی سیستم حسابداری)، ابزار اصلی انتقال اطلاعات به استفاده‌کنندگان است. اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه خاص قرار می‌دهد، نرخ بازده است. یعنی سرمایه‌گذاران به دنبال پربازده‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاری مازاد منابع خود در بازارهای سرمایه هستند (استفان و نورهیم، ۲۰۲۲). یکی از مهم‌ترین معیاری که سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی براساس آن بازارهای سرمایه‌ای را مورد سنجش قرار می‌دهند بازده سهام می‌باشد. اقتصاددانان برحسب اطلاعاتی که در بازارهای مالی توزیع می‌شود و پل ارتباطی که بین بازده سهام و نوع اطلاعات منتشرشده وجود دارد تا حدودی قادر هستند بازده‌های آتی را پیش‌بینی نمایند. تاکنون تلاش‌های بسیاری از سوی جوامع مالی برای تدوین نمودن یک الگوی مناسب جهت شناسایی بازده سهام صورت گرفته شده است و با استدلال به مطالعات و مقالات صورت‌گرفته مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مناسب‌ترین معیار برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران در نظر گرفته شده است (هنیواتی و همکاران، ۲۰۲۱). هر تصمیم‌ساز در یک بنگاه تجاری پیامدهای مالی به دنبال دارد و به طور مستقیم و یا غیرمستقیم بر منابع مالی آن بنگاه اثر می‌گذارد. از این جهت بحث تأمین مالی شرکت‌ها جایگاه ویژه‌ای در بین محققان مالی پیدا کرده است. اما به طور خاص می‌توان گفت که هدف اصلی تأمین مالی شرکتی، مطالعه و جست‌وجوی راه‌های کارا برای رفع تنگناهای مالی یک شرکت است. درواقع، یک معیار سرمایه‌گذاری شرکتی برای خرید یک دارایی سرمایه‌ای یا یک دارایی ثابت و تصمیم‌سازی‌های مالی است که توسط مدیران شرکت از طریق ارزیابی کلیه پروژه‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از هزینه متوسط وزنی نرخ بازگشت سرمایه مورد نیاز (رایج در شرکت) و پذیرش تمام پروژه‌های دارای خالص جریان نقدی مثبت و سپس تأمین منابع نقدی بودجه سرمایه‌ای بر مبنای جریان نقدی داخلی (عایدات و درآمدهای نگهداری شده) و انتشار اوراق بهادار (غالباً بدهی) انجام می‌گیرد (آوری و همکاران، ۲۰۲۲). نظر به اهمیت این موضوع، ارزیابی و تحلیل ارتباط میان سیاست‌های تأمین مالی و اهرم مالی با بازده سهام شرکت‌ها (مورد مطالعه: شرکتهای حاضر در صنعت خودروسازی) اهمیت و ضرورت خود را نشان می‌دهد.

## مروری بر پیشینه پژوهش

### مطالعات داخلی

عبود سهر (۱۴۰۲)، به ارزیابی رابطه بین درآمد قبل از بهره و مالیات و بازده سهام با میانجیگری اهرم مالی پرداخت. مطابق با فرضیه اول درآمد قبل از بهره و مالیات رابطه منفی و معناداری با اهرم مالی دارد. فرضیه دوم نشان داد درآمد قبل از بهره و مالیات رابطه مثبت و معناداری با بازده سهام دارد. فرضیه سوم نشان داد اهرم مالی رابطه مثبت و معناداری با بازده سهام دارد در نهایت فرضیه چهارم نشان داد متغیر میانجی اهرم مالی، رابطه درآمد قبل از بهره و مالیات و بازده سهام را تحت تاثیر قرار نمی‌دهد.

ساریخانی (۱۴۰۱)، به ارزیابی تاثیر اندازه شرکت، اهرم مالی شرکت‌ها و نقدینگی بر قیمت‌گذاری دارایی‌ها: شواهدی از بازار سهام پرداخت. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش معیار اندازه شرکت بر قیمت‌گذاری دارایی‌ها بر اساس بازده سهام تاثیرگذار است. نشان داد، معیار اندازه شرکت بر قیمت‌گذاری دارایی‌ها بر اساس بازده سهام تاثیرگذار است. معیار اهرم

<sup>1</sup> Stéphane & Norheim

<sup>2</sup> Heniwati et al

<sup>3</sup> Averi et al

مالی بر قیمت گذاری دارایی ها بر اساس بازده سهام تاثیرگذار است. معیار نقدینگی بر قیمت گذاری دارایی ها بر اساس بازده سهام تاثیرگذار است.

گلاب نیا (۱۴۰۱)، به ارزیابی اهرم های مالی بر سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که اهرم مالی بر سودآوری شرکت (شاخص بازده کل دارایی ها) تأثیر معناداری دارد ولی بر سودآوری شرکت (شاخص حقوق صاحبان سهام) تأثیر معناداری ندارد.

محمدزاده قاله‌ری (۱۴۰۰)، به ارزیابی ارتباط درآمد غیرمنتظره و بازده غیرعادی سهام با اهرم مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت با توجه به نتایج پژوهش اهرم مالی با درآمد غیرمنتظره، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری نداشته و اهرم مالی با بازده غیر عادی سهام، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت معناداری دارد.

دلسوز مرغوب (۱۴۰۰)، به ارزیابی رابطه میان اهرم های مالی و عملیاتی با بازدهی سهام شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. آنان بیان داشتند سرمایه گذاران وجوه نقد خود را اساساً بخاطر دستیابی به وجوه نقد بیشتر و کسب سود بیشتر در سهام عادی واحدهای انتفاعی سرمایه گذاری می کنند. اگر سرمایه گذاران بدون توجه به یکسری از عوامل اقدام به سرمایه گذاری نمایند، نتایج مطلوبی از سرمایه گذاری عاید آنها نخواهد شد. در نهایت با ارزیابی صورت گرفته فرض وجود ارتباط معنادار میان اهرم های عملیاتی و مالی با بازده سهام در دوره زمانی مورد مطالعه تایید نگردید.

## مطالعات خارجی

کلاسن و همکاران (۲۰۲۳)، به ارزیابی ارتباط میان سیاست های تأمین مالی و اهرم مالی با بازده سهام شرکتهای پرداختند. آنان دریافتند بین سیاست های تأمین مالی با بازده سهام رابطه معناداری وجود داشته و بین اهرم مالی با بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

نیکولاس و داریو<sup>۱</sup> (۲۰۲۲)، به ارزیابی تاثیر اهرم مالی و اندازه شرکت بر بازده سهام پرداختند. در این پژوهش، به منظور آزمون فرضیه ها از مدل داده های تابلویی و روش حداقل مربعات استفاده شده است. با استفاده از دو متغیر مستقل اهرم مالی و اندازه شرکت، برای فرضیه های اول و دوم و سه متغیر سود هر سهم، نسبت سود به قیمت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار برای فرضیات سوم تا پنجم به آزمون فرضیات پرداخته شده است. نتایج حاصل از فرضیات تحقیق نشان دهنده آن است که فرضیه اول، ارتباط بین اهرم مالی و بازده سهام، منفی و معنادار حاصل شد. نتایج به دست آمده از فرضیه دوم، ارتباط بین اندازه شرکت و بازده سهام مثبت و نامعنادار حاصل شد، بنابر این فرضیه رد میشود. فرضیه سوم ارتباط بین سود هر سهم و بازده سهام، مثبت و معنا دار حاصل شد. فرضیه چهارم بین نسبت سود به قیمت و بازده سهام رابطه منفی معنی داری وجود دارد. در نهایت در فرضیه آخر، بین نسبت ارزش دفتری به قیمت سهام و بازده سهام رابطه معنی داری حاصل شد.

استفان و نورهیم<sup>۲</sup> (۲۰۲۲)، به ارزیابی تاثیرات اهرم مالی (نسبت بدهی به دارائی خالص مالی) و اندازه بازار بر بازده سهام پرداختند. در این مسیر با کمک مدل رگرسیون چندگانه فرضیات تحقیق ارزیابی شده که نتایج حاکی از تاثیر گذار بودن عواملی مانند اهرم مالی، بازده دارایی، اندازه بازار و خطرپذیری مالی بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار می باشد. نتایج این تحقیق در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه شرکت ها اعم از داخلی یا خارجی به منظور سرمایه گذاری ها و تهیه برنامه های مالی مناسب در جهت رشد و پیشرفت آن ها حائز اهمیت می باشد. اهرم مالی، نمایانگر تمایل شرکت به تامین

<sup>1</sup> Nicolas & Dario

<sup>2</sup> Stéphane & Norheim

مالی از طریق ایجاد بدهی در مقابل سرمایه است. نسبت‌های اهرمی، همواره ابزارهایی جهت تعیین میزان احتمال قصور و ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مربوط به دیون و بدهی آن به شمار رفته و افزایش آن خطر بروز بحران مالی و ورشکستگی شرکت را تشدید خواهد کرد. بنابراین شرکت‌هایی که اهرم مالی بالایی دارند عملکرد ضعیف‌تری نسبت به شرکت‌هایی که اهرم پایین‌تری دارند، خواهند داشت. از دیگر عوامل تاثیر گذار می‌توان به اندازه شرکت، ریسک پذیری و بازده دارایی‌ها اشاره کرد. بازده دارایی‌ها تاثیر مستقیم و مثبت بر بازده سهام دارند و در عامل اندازه، شرکت‌های بزرگ با برخورداری از تنوع محصول و تصاحب سهم بیشتری از بازار و نیز صرفه جویی در مقیاس، ریسک تجاری خود را کاهش داده و سودآوری را افزایش می‌دهند. بالا بودن تعداد سهام و دارا بودن سهام شناور آزاد بیشتر، ریسک قدرت نقدشوندگی سهام را برای سرمایه گذاران این شرکت‌ها کاهش می‌دهد.

آوری و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۲)، به ارزیابی رابطه اهرم مالی و اهرم عملیاتی با بازده سهام تعدیل شده پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در بعضی سال‌ها روابط معناداری بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد اما در مجموع هیچ گونه رابطه معناداری بین متغیرها وجود ندارد. از این روی اهرم‌های مالی، عملیاتی و مرکب قابلیت توضیح دهندگی بازده های سهام تعدیل شده بر اساس معیارهای مختلف ریسک (نسبت شارپ و نسبت ترینر) را نداشته، اما تحلیل روند سری‌های زمانی می‌تواند به پیش‌بینی سایر متغیرها کمک کند.

هنیواتی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۱)، به ارزیابی تاثیر اهرم مالی بر سودآوری و بازده سهام پرداختند. نتایج آماری نشان می‌دهد که رابطه معنادار و منفی بین اهرم مالی و سودآوری و بازده سهام شرکتها وجود دارد. این بدان معناست که با افزایش اهرم مالی شرکتها، هم سودآوری و هم بازده سهام آنها کاهش خواهد یافت.

### فرضیه‌های پژوهش

بین سیاستهای تأمین مالی با بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد.

بین اهرم مالی با بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد.

مدل تحلیلی و متغیرهای پژوهش

به اقتباس از پژوهش کلاسن و همکاران (۲۰۲۳)، مدل ریاضی پژوهش جهت آزمون فرضیه‌های تدوین شده؛ بصورت زیر می‌باشد.

$$H1: R_{it} \cong \varepsilon_0 \cdot \varepsilon_1 F_{it} \cdot \varepsilon_2 CFO_{it} \cdot \varepsilon_3 PROFIT_{it} \cdot \varepsilon_4 TANG_{it} \cdot \varepsilon_5 OWN_{it} \cdot \varepsilon_6 S_{it} \cdot \varepsilon_7 GROWTH_{it} \cdot \eta_{it}$$

$$H2: R_{it} \cong \varepsilon_0 \cdot \varepsilon_1 L_{it} \cdot \varepsilon_2 CFO_{it} \cdot \varepsilon_3 PROFIT_{it} \cdot \varepsilon_4 TANG_{it} \cdot \varepsilon_5 OWN_{it} \cdot \varepsilon_6 S_{it} \cdot \varepsilon_7 GROWTH_{it} \cdot \eta_{it}$$

در روابط فوق متغیرهای پژوهش بشرح زیر تعریف عملیاتی می‌شوند.

### جدول (۱): تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

نام	نماد	نوع	شیوه ارزیابی
بازده سهام	R	وابسته	تفاوت قیمت ابتدا و انتهای قیمت سهام + اثرات سود نقدی قیمت ابتدایی سهام
سیاستهای تأمین مالی	F	مستقل	مبلغ سهام عادی منتشر شده کل دارایی‌ها
اهرم مالی	L	مستقل	کل بدهی‌ها کل دارایی‌ها

<sup>1</sup> Averi et al

<sup>2</sup> Heniwati et al



جریان‌های نقدی عملیاتی کل دارایی‌ها	کنترلی	CFO	جریان‌های نقدی آزاد
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام حقوق صاحبان سهام عادی	کنترلی	P	سودآوری
دارایی‌های مشهود کل دارایی‌ها	کنترلی	TANG	دارایی‌های مشهود
درصد کل تعداد سهام مالکیت مدیرعامل به تعداد کل سهام موجود.	کنترلی	OWN	ساختار مالکیت
لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال.	کنترلی	S	اندازه شرکت
رشد سال قبل - رشد سال فعلی رشد سال قبل	کنترلی	GROWTH	رشد شرکت

منبع: کلاسن و همکاران (۲۰۲۳)

### روش شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی-همبستگی است که طرح آن از نوع تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چند گانه که مبتنی بر داده‌های پانل و ترکیبی از سری‌های مقطعی و زمانی بوده، استفاده شده است که با استفاده از روش‌های آماری و اقتصادسنجی به ارزیابی تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته می‌پردازد.

در ابتدا با رجوع به بانک‌های اطلاعاتی نظیر پایان‌نامه‌ها، مقالات و پژوهش‌های مشابه، ادبیات مورد نیاز در جهت نگارش مبانی نظری و پیشینه پژوهش، گردآوری می‌گردد.

در ادامه، اطلاعات بانک‌های مورد ارزیابی انتخاب شده بعنوان نمونه آماری، که اطلاعات آنها، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده گردآوری خواهد شد.

مرحله مربوط به تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها، بواسطه آنکه نشان دهنده تلاش‌ها و زحمات گذشته می‌باشد، مهمترین بخش در یک پژوهش علمی است. آنچه که در این بخش، اهمیت خود را نشان می‌دهد، این مطلب می‌باشد که پژوهشگر می‌بایست اطلاعات و داده‌ها را در مسیر هدف پژوهش، پاسخگویی به سوالات و ارزیابی فرضیه‌ها، مورد تجزیه و تحلیل قرار دهد. بطور کلی روش‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش حاضر بشرح زیر تشریح می‌گردد.

✓ انجام آمار توصیفی (جهت ارزیابی وضعیت عمومی و نمایش عمومی وضعیت متغیرها بر اساس شاخص‌های پراکندگی).

✓ آزمون جاک برا (ارزیابی نرمال بودن جملات خطای مدل آزمون فرضیه‌ها).

✓ آزمون نبود همخطی (ارزیابی نبود همخطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی بر اساس شاخص‌های تلورانس و عامل تورم واریانس).

✓ آزمون نبود واریانس ناهمسانی (برای ارزیابی همسانی واریانس‌ها با استفاده از آزمون وایت).

✓ آزمون چاو (برای ارزیابی انتخاب داده‌های تابلویی در برابر داده‌های تلفیقی).

✓ آزمون هاسمن (برای ارزیابی انتخاب روش اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی).

✓ انجام رگرسیون چند گانه.

جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه آماری در این پژوهش، شرکتهای حاضر در صنعت خودروسازی از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۴۰۲ به مدت ده سال می باشد. با توجه به آنکه در پژوهش فعلی، کل نمونه آماری مورد ارزیابی قرار میگیرد؛ مفهوم نمونه گیری مصداق ندارد.

### یافته های پژوهش

#### بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۲) نشان داده شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	مشاهدات
ساختار مالکیت	OWN	۰,۲۹۱	۰,۲۵۶	۰,۴۸۶	۰,۱۲	۰,۰۴۴	۱,۶۶۱	۴,۶۵۲	۴۴۰
بازده سهام	R	۰,۳۰۶	۰,۲۸۲	۰,۷۱۴	-۰,۱۲	۱,۱۲۴	۰,۴۵۶	۲,۰۲۶	۴۴۰
سیاستهای تأمین مالی	F	۰,۳۰۴	۰,۳۹۱	۰,۷۳۹	۰,۰۸۷	۲,۲۵۲	-۳,۲۵۷	-۳,۳۹۷	۴۴۰
اهرم مالی	L	۰,۶۳۸	۰,۶۷۵	۰,۸۸۸	۰,۳	۰,۲۴۱	-۰,۶۵۹	-۲,۶۰۹	۴۴۰
جریانهای نقدی آزاد	CFO	۰,۶۰۲	۰,۵۸۳	۰,۸۵۵	-۰,۱۴۳	۰,۱۳	۰,۱۹۶	۲,۳۹۳	۴۴۰
سودآوری	PROFIT	۰,۵۸۹	۰,۵۷۳	۰,۷۸۴	-۰,۱۸۶	۳,۸۳۷	۲,۴۷۳	۳,۱۲۷	۴۴۰
داراییهای مشهود	TANG	۰,۴۲	۰,۳۵	۰,۸۱	۰,۱۹	۰,۱۹۴	۰,۴۰۳	۲,۴۹۹	۴۴۰
اندازه شرکت	S	۱۵,۸۳۵	۱۵,۷۴۵	۲۱,۸۴۶	۱۱,۳۶۸	۰,۸۵۵	۰,۶۲۲	۴,۱۳۸	۴۴۰
رشد شرکت	GROWTH	۰,۱۲۵	۰,۱۳۳	۰,۲۰۲	-۰,۰۹۶	۱,۲۶۹	۲,۹۵۸	۱,۳۲۳	۴۴۰

#### آزمون نرمال بودن متغیر وابسته پژوهش

بدین منظور، برای بررسی نرمال بودن داده ها از آزمون جارک - برا در محیط نرم افزاری ایویوز استفاده شده است. توزیع آماری آزمون مذکور بصورت زیر است:

متغیر وابسته پژوهش دارای توزیع نرمال است: H0

متغیر وابسته پژوهش دارای توزیع نرمال نیست: H1

نتایج آزمون مذکور در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته فرضیه های پژوهش

متغیر	نماد	آماره جارک برا	احتمال آماره جارک برا
بازده سهام	R	۷۷۸,۳۵۹	۰,۰۵۷

با توجه به آنکه مقدار احتمال آماره جارک - برا، بیشتر از سطح خطای ۵٪ می باشد، می توان نتیجه گرفت متغیر وابسته پژوهش، دارای توزیع نرمال است.

### بررسی همخطی میان متغیرهای پژوهش

نتایج بررسی همخطی میان متغیرهای پژوهش در جدول (۴) نشان داده شده است. چنانچه تلورانس<sup>۱</sup> کوچکتر از ۰/۲ یا مقدار عامل تورم واریانس<sup>۲</sup> در بازه یک تا پنج قرار نگیرد، در آن صورت می توان نتیجه گرفت همخطی محتمل است.

جدول (۴): بررسی همخطی میان متغیرهای پژوهش

آماره‌های همخطی		متغیر	
عامل تورم واریانس	تلرانس	نماد	نام متغیر
۲,۰۶۲	۰,۴۸۵	F	سیاستهای تأمین مالی
۲,۱۹۸	۰,۴۵۵	L	اهرم مالی
۲,۰۳۷	۰,۴۹۱	CFO	جریان‌های نقدی آزاد
۲,۰۷۹	۰,۴۸۱	PROFIT	سودآوری
۲,۱۲۳	۰,۴۷۱	TANG	دارایی‌های مشهود
۲,۴۸۸	۰,۴۰۲	OWN	ساختار مالکیت
۱,۵۲۲	۰,۶۵۷	S	اندازه شرکت
۲,۰۹۲	۰,۴۷۸	GROWTH	رشد شرکت

با توجه به آنکه مقدار تلرانس در همه متغیرها، بیشتر از ۰/۲ بوده و مقدار عامل تورم واریانس کمتر از پنج قرار دارد، لذا می توان نتیجه گرفت که میان متغیرهای مذکور، همخطی وجود ندارد.

### آزمون واریانس ناهمسانی

در تحلیل رگرسیون های خطی چند متغیره، هنگامی این مشکل بوجود می آید که فرض کلاسیک تساوی واریانس جملات خطا، با واقعیت منطبق نباشد. وجود رابطه میان واریانس جملات خطا و یکی از متغیرهای مستقل، تنها یکی از عواملی است که فرض تساوی واریانس جملات خطا را نقض می نماید. در پژوهش حاضر، برای تشخیص واریانس ناهمسانی از آزمون وایت<sup>۳</sup> استفاده شده است و نتایج در جدول (۵) بیان شده است. توزیع آماری آزمون مذکور بصورت زیر است:

H0: همسانی واریانس:

H1: ناهمسانی واریانس:

جدول (۵): نتایج بررسی واریانس ناهمسانی

نام آزمون	فرضیه	آماره وایت	درجه آزادی	احتمال آماره وایت
وایت	اول	۲,۲۶۹	(۳,۱۵۷)	۰,۰۷۴۱
	دوم	۲,۷۰۰	(۳,۲۱۱)	۰,۰۷۱۲

نتایج به دست آمده حاکی از آن است مقدار احتمال آزمون مذکور، بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا حاکی از همسانی واریانس بوده و ملاحظه شد که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

<sup>1</sup> Tolerance

<sup>2</sup> VIF

<sup>3</sup> White Test



## آزمون F لیمر و هاسمن

قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، به انتخاب الگوی رگرسیونی مناسب پرداخته شده است. در مرحله نخست، با استفاده از آزمون F لیمر، به انتخاب الگوی داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های تابلویی پرداخته شده است. فرض‌های مربوط به این آزمون بصورت زیر تبیین می‌گردند:

H0: پذیرش داده‌های تلفیقی

H1: پذیرش داده‌های تابلویی

نتیجه آزمون مذکور در جدول (۶) نشان داده شده است.

جدول (۶): انتخاب الگوی داده‌های تابلویی در مقابل داده‌های تلفیقی در فرضیه‌های پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره F لیمر	درجه آزادی	احتمال آماره F لیمر
F لیمر	اول	۱۲,۴۲۴	(۱۲۲,۴۸۵)	۰,۰۰۰۰
	دوم	۱۰,۹۷۲	(۱۲۲,۴۸۵)	۰,۰۰۰۰

بر طبق داده‌های جدول فوق، مقدار احتمال آماره F لیمر، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا الگوی مناسب برای فرضیه‌های پژوهش، استفاده از روش داده‌های تابلویی می‌باشد.

به دلیل انتخاب مدل داده‌های تابلویی در برابر داده‌های تلفیقی، به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی تصادفی، جهت انجام رگرسیون داده‌های ترکیبی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. فرض‌های مربوط به این آزمون بصورت زیر تبیین می‌گردند:

H0: استفاده از روش اثرات تصادفی

H1: استفاده از روش اثرات ثابت

نتیجه آزمون مذکور در جدول (۷) نشان داده شده است.

جدول (۷): انتخاب الگوی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی در فرضیه‌های پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره هاسمن	درجه آزادی	احتمال آماره هاسمن
هاسمن	اول	۳۷,۰۲۴	۷	۰,۰۰۰۰
	دوم	۱۱,۶۹۸	۷	۰,۰۰۰۰

همانگونه که مشخص است، مقدار احتمال آماره آزمون هاسمن کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا استفاده از الگوی ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی در فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌گردد.

## آزمون فرضیه‌های پژوهش

### آزمون فرضیه اول

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول (۸) به نمایش گذاشته شده است.

جدول (۸): مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه اول

آماره ها متغیر ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	C	۵,۸۵۵	۰,۷۵۴	۰,۴۵۱۱
سیاستهای تأمین مالی	F	-۴,۹۲۰	-۳,۹۳۵	۰,۰۰۱۳
جریان‌های نقدی آزاد	CFO	-۲,۱۹۹	-۰,۹۲۷	۰,۳۵۴۳
سودآوری	PROFIT	-۱,۰۱۴	-۳,۱۲۷	۰,۰۱۱۸

۰,۷۲۸۷	۰,۳۴۷	۱,۱۲۶	TANG	دارایی‌های مشهود
۰,۰۰۹۳	۳,۰۱۶	۷,۳۳۳	OWN	ساختار مالکیت
۰,۳۴۱۲	۰,۹۵۲	۱,۰۷۹	S	اندازه شرکت
۰,۰۰۱۴	-۳,۲۲۲	-۱۱,۳۱۱	GROWTH	رشد شرکت
احتمال آماره F	آماره F	دوربین واتسون	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین
۰,۰۰۰۰	۹,۶۵۲	۲,۰۰۵	۰,۵۰۳	۰,۵۶۷

بر اساس مندرجات جدول فوق در می‌یابیم که:

بین سیاستهای تأمین مالی با بازده سهام رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. زیرا ضمن منفی بودن علامت ضریب رگرسیونی (-۴,۹۲۰) سطح معنی‌داری آن (۰,۰۰۱۳)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد که یافته‌های فوق در راستای فرضیه اول؛ بوده و حاکی از تأیید آن دارد.

بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۵۰٪ تغییرات متغیر وابسته، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای توضیحی که در مدل مذکور پیش بینی شده بود، قابل توضیح است.

برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است که چون مقدار آن در بازه بهینه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیان کننده این مطلب است که همبستگی بین واریانس جملات خطا دارای تأثیر گذاری جدی نبوده؛ دارای استقلال بوده و فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد.

در نهایت به منظور بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون اف استفاده شد و چون احتمال آماره آزمون مذکور (۰,۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، معنادار بودن رگرسیونی برازش شده تأیید می‌گردد؛ بعبارت دیگر؛ کلیت رگرسیون بصورت خطی، قابل اعتماد است.

## آزمون فرضیه دوم

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول (۹) به نمایش گذاشته شده است.

جدول (۹): مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه دوم

آماره ها / متغیر ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	C	۱,۸۷۶	۲,۶۰۷	۰,۰۰۹۴
اهرم مالی	L	-۰,۴۱۳	-۱۲,۹۹۸	۰,۰۰۰۰
جریان‌های نقدی آزاد	CFO	-۰,۶۷۵	-۱,۷۱۶	۰,۰۸۶۸
سودآوری	PROFIT	-۰,۰۹۴	-۱,۲۴۶	۰,۲۱۳۰
دارایی‌های مشهود	TANG	۰,۵۵۳	۱,۷۵۶	۰,۰۷۹۶
ساختار مالکیت	OWN	۰,۵۱۰	۹,۴۷۷	۰,۰۰۰۰
اندازه شرکت	S	۰,۰۰۸	۰,۶۴۱	۰,۵۲۱۵
رشد شرکت	GROWTH	۰,۰۸۵	۰,۴۳۶	۰,۶۶۳۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین شده	دوربین واتسون	آماره F	احتمال آماره F
۰,۶۱۵	۰,۶۰۹	۲,۰۱۸	۹,۲۰۶	۰,۰۰۰۰

بر اساس مندرجات جدول فوق در می‌یابیم که:

بین اهرم مالی با بازده سهام رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. زیرا ضمن منفی بودن علامت ضریب رگرسیونی (۰,۴۱۳-) سطح معنی‌داری آن (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد که یافته‌های فوق در راستای فرضیه دوم؛ بوده و حاکی از تأیید آن دارد.

بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۶۱٪ تغییرات متغیر وابسته، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای توضیحی که در مدل مذکور پیش بینی شده بود، قابل توضیح است. برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است که چون مقدار آن در بازه بهینه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیان کننده این مطلب است که همبستگی بین واریانس جملات خطا دارای تأثیر گذاری جدی نبوده؛ دارای استقلال بوده و فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد. در نهایت به منظور بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون F استفاده شد و چون احتمال آماره آزمون مذکور (۰,۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، معنادار بودن رگرسیونی برازش شده تأیید می‌گردد؛ عبارت دیگر؛ کلیت رگرسیون بصورت خطی، قابل اعتماد است.

### بحث و نتیجه گیری حاصل از فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش حاضر، بدنبال پاسخی برای این سؤال بود که آیا در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سیاستهای تأمین مالی با بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد؟ به منظور آزمون فرضیه مذکور، با توجه به نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن، از مدل رگرسیونی اثرات ثابت استفاده شد که نتایج آن به اختصار بشرح زیر تبیین می‌گردد:

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش، بیانگر این مطلب بود که بین سیاستهای تأمین مالی با بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد. این تأثیر، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده (۰,۵۰) نسبتاً قوی، و با توجه به احتمال آماره t (۰,۰۰۱۳)، معنادار می‌باشد. با توجه به معنادار بودن این تأثیر؛ فرضیه اول پژوهش تأیید گردید.

بر این اساس میتوان بیان داشت شرکت‌ها هنگام نیاز به منابع مالی جدید می‌توانند یا از راه استقراض وجوه مورد نظر را بدست آورند و یا اینکه با واگذاری قسمتی از مالکیت شرکت به وجوه مورد نیاز دست یابند. هر شرکت هنگام تصمیم‌گیری برای استفاده از منابع مالی جدید باید هزینه منابع مختلف تأمین مالی را مشخص کرده و آثاری را که هر کدام از این منابع بر بازده و ریسک عملیاتی شرکت می‌گذارد، تعیین نماید. استفاده از شیوه‌های صحیح تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور می‌تواند در جهت افزایش ثروت سهامداران شرکت نقش اساسی ایفا نمایند. افزایش ثروت سهامداران هدف نهایی موسسات انتفاعی است. به دست آوردن سود بیشتر و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران از طریق تغییر ترکیب ساختار سرمایه، به خصوص استفاده از استقراض برای دوره‌های زمانی بلندمدت یکی از مواردی است که شرکت‌ها به عنوان یک راهکار برای دستیابی به اهداف خود مد نظر قرار می‌دهند.

### بحث و نتیجه گیری حاصل از فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش حاضر، بدنبال پاسخی برای این سؤال بود که آیا در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین اهرم مالی با بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد؟ به منظور آزمون فرضیه مذکور، با توجه به نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن، از مدل رگرسیونی اثرات ثابت استفاده شد که نتایج آن به اختصار بشرح زیر تبیین می‌گردد:

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش، بیانگر این مطلب بود که بین اهرم مالی با بازده سهام رابطه معکوس وجود دارد. این تأثیر، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده (۰.۶۱) قوی، و با توجه به احتمال آماره  $t(0,000)$ ، معنادار می‌باشد. با توجه به معنادار بودن این تأثیر؛ فرضیه دوم پژوهش تأیید گردید.

بر این اساس میتوان بیان داشت یکی از مهم‌ترین معیاری که سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی براساس آن بازارهای سرمایه‌ای را مورد سنجش قرار می‌دهند بازده سهام می‌باشد. اقتصاددانان برحسب اطلاعاتی که در بازارهای مالی توزیع می‌شود و پل ارتباطی که بین بازده سهام و نوع اطلاعات منتشرشده وجود دارد تا حدودی قادر هستند بازده‌های آتی را پیش‌بینی نمایند. تاکنون تلاش‌های بسیاری از سوی جوامع مالی برای تدوین نمودن یک الگوی مناسب جهت شناسایی بازده سهام صورت گرفته شده است و با استدلال به مطالعات و مقالات صورت‌گرفته مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مناسب‌ترین معیار برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران در نظر گرفته شده است. هر تصمیم‌سازی در یک بنگاه تجاری پیامدهای مالی به دنبال دارد و به طور مستقیم و یا غیرمستقیم بر منابع مالی آن بنگاه اثر می‌گذارد. از این جهت بحث تأمین مالی شرکت‌ها جایگاه ویژه‌ای در بین محققان مالی پیدا کرده است. اما به طور خاص می‌توان گفت که هدف اصلی تأمین مالی شرکتی، مطالعه و جست‌وجوی راه‌های کارا برای رفع تنگنای مالی یک شرکت است. درواقع، یک معیار سرمایه‌گذاری شرکتی برای خرید یک دارایی سرمایه‌ای یا یک دارایی ثابت و تصمیم‌سازی‌های مالی است که توسط مدیران شرکت از طریق ارزیابی کلیه پروژه‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از هزینه متوسط وزنی نرخ بازگشت سرمایه مورد نیاز (رایج در شرکت) و پذیرش تمام پروژه‌های دارای خالص جریان نقدی مثبت و سپس تأمین منابع نقدی بودجه سرمایه‌ای بر مبنای جریان نقدی داخلی (عایدات و درآمدهای نگهداری شده) و انتشار اوراق بهادار (غالباً بدهی) انجام می‌گیرد.

## پیشنهادات

### پیشنهادات مبتنی بر فرضیه اول

- \* به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌گردد از طریق مدیریت سیاست‌های تأمین مالی، زمینه‌های بهبود بازده سهام را در واحدهای تجاری تحت کنترل، تقویت نمایند.
- \* به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس پیشنهاد می‌گردد، شرکت‌های هدف سرمایه‌گذاری خود را بر اساس سیاست‌های تأمین مالی رتبه‌بندی نموده و در واحدهایی اقدام به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نمایند که در سطح پایینی از نظر فاکتور یاد شده قرار داشته باشند؛ زیرا به تبع این امر، در اینگونه واحدها؛ بازده سهام در سطح مطلوبی بوده و این امر می‌تواند تسهیل‌کننده انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری موفق باشد.
- \* به مراجع استانداردگذاری پیشنهاد می‌گردد استانداردهای مشخص، مدون و لازم‌الاجرای را برای سنجش صحیح سیاست‌های تأمین مالی تدوین نمایند.

### پیشنهادات مبتنی بر فرضیه دوم

- \* به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌گردد از طریق کاهش میزان تسویه بدهی‌ها از محل دارایی‌ها، بصورت جدی زمینه‌های بهبود بازده سهام را در واحدهای تجاری تحت کنترل، تقویت نمایند.
- \* به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس پیشنهاد می‌گردد، شرکت‌های هدف سرمایه‌گذاری خود را بر اساس میزان اهرم مالی رتبه‌بندی نموده و در واحدهایی اقدام به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نمایند که در سطح پایینی از نظر فاکتور یاد شده

قرار داشته باشند؛ زیرا به تبع این امر، در اینگونه واحدها؛ بازده سهام در سطح مطلوبی بوده و این امر می‌تواند تسهیل کننده انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری موفق باشد.

\* به مراجع استانداردگذاری پیشنهاد می‌گردد استانداردهای مشخص، مدون و لازم الاجرای را برای سنجش صحیح بازده سهام تدوین نمایند.

### پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

- ✓ ارزیابی ارتباط میان سیاست‌های تأمین مالی و اهرم مالی با بازده سهام شرکت‌ها به تفکیک صنایع.
- ✓ ارزیابی ارتباط میان سیاست‌های تأمین مالی و اهرم مالی با بازده سهام در سیکل تجاری شرکت‌ها.
- ✓ ارزیابی ارتباط میان سیاست‌های تأمین مالی و اهرم مالی با بازده سهام در دوره بیماری کرونا.

### منابع

- ✓ دلسوز مرغوب، کاوه، (۱۴۰۰)، ارزیابی رابطه میان اهرم‌های مالی و عملیاتی با بازدهی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، پارسای داخل کشور کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ✓ ساریخانی، مرجان، (۱۴۰۱)، ارزیابی تاثیر اندازه شرکت، اهرم مالی شرکت‌ها و نقدینگی بر قیمت گذاری دارایی‌ها: شواهدی از بازار سهام، پارسای داخل کشور کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد صفادشت.
- ✓ عبود سهر، ایاد، (۱۴۰۲)، ارزیابی رابطه بین درآمد قبل از بهره و مالیات و بازده سهام با میانجیگری اهرم مالی، پارسای داخل کشور کارشناسی ارشد، دانشگاه ارومیه، دانشکده اقتصاد و مدیریت.
- ✓ گلاب نیا، نازنین، (۱۴۰۱)، ارزیابی اهرم‌های مالی بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پارسای داخل کشور کارشناسی ارشد، دانشگاه ایوان‌کی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ✓ محمدزاده قاهر، ملیحه، (۱۴۰۰)، ارزیابی ارتباط درآمد غیرمنتظره و بازده غیرعادی سهام با اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پارسای داخل کشور کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی علامه فیض کاشانی، دانشکده علوم انسانی.
- ✓ Averı, Jubra, Lien Duong, Grantley, Taylor, Baban Eulaiwi. (2022). Outside directors, firm life cycle, corporate financial decisions and firm performance Emerging Markets Review, <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100820>.
- ✓ Classen. M, Sun, Fung. (2023). The Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance. Universal Journal of Management 2(2): 72-80, <http://www.hrpub.org>
- ✓ Graham, J., Harvey, C. and Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting, Journal of Accounting and Economics, Vol 40, No 1-3,
- ✓ McNichols, M. (1989). Evidence of Informational Asymmetries from Management Earning Forecasts and Stock Returns, The Accounting Review, Vol. 64, No. 1, pp. 1-27.
- ✓ Stephan, M, Nordehim, I. (2022). Bank risk-taking and misconduct. Bank of Lithuania Working Paper Series 53, Bank of Lithuania. <https://ideas.repec.org/p/lie/wpaper/53.html> (Accessed 10 September 2020).