

## بررسی تأثیر تأمین مالی شرکت سهامی بر خرید و توسعه سهام شرکتهای فعال در بازار بورس

فاطمه حسینیانی<sup>۱</sup>، یدالله رجائی<sup>۲</sup>، نعمت فلیحی<sup>۳</sup>، محمد دالمن پور<sup>۴</sup>

### چکیده

روشهای تأمین مالی برای تداوم فعالیت و اجرای پروژههای سودآور در فرآیند رشد شرکتها بسیار مؤثرند و موجب ادامه حیات شرکتها در دنیای رقابتی امروز می‌شوند. لذا؛ هدف اصلی این پژوهش تعیین تأثیر تأمین مالی شرکت سهامی بر خرید و توسعه سهام بود. با توجه به هدف اصلی پژوهش، جهت‌گیری این تحقیق کاربردی می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ است که با استفاده از روش غیر تصادفی و بر حسب دسترس بودن اطلاعات شامل ۱۲۰ شرکت تعیین شد و با استفاده از نرم‌افزار Eviews10 مورد برآزش فرار گرفت. در بخش اول با استفاده آمار توصیفی و با استفاده روش اقتصادسنجی پانل دیتا فرضیه‌های پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. همه متغیرهای تحقیق در سطح I ایستا و رابطه بلند بین متغیرهای تعداد خرید سهام، خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی، خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت، خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام پس از کسر سود سهام پرداختی، اندازه شرکت، سودآوری شرکت و نقدینگی شرکت وجود دارد، در ادامه با استفاده از آزمون چاو هاسمن مشخص شد مدل‌های تحقیق برخی از نوع ترکیبی با اثرات ثابت و برخی از نوع اثرات تصادفی است. در ادامه فرضیه‌های تحقیق مورد بررسی قرار گرفت نتایج بدست آمده بیانگر این است؛ تأمین مالی شرکت سهامی بر خرید و توسعه بازار سهام تأثیرگذار است. یافته‌های تحقیق نیز بیانگر این می‌باشد، شرکتها می‌توانند منابع مالی موردنیاز خود را از داخل (برای نمونه، از محل سود انباشته)، یا خارج از شرکت (از طریق انتشار سهام یا اوراق قرضه، استقراض از نظام بانکی) تأمین کنند.

**کلید واژه:** تأمین مالی، انتشار سهام، اوراق قرضه، استقراض.

**طبقه بندی JEL :** O31، J11، G320،G120

<sup>۱</sup> گروه اقتصاد، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران fatemehosseini\_64@yahoo.com

<sup>۲</sup> گروه اقتصاد، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران (نویسنده مسئول) dr.yadollah.rajaei@gmail.com

<sup>۳</sup> گروه اقتصاد، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران. nfalishi@gmail.com

<sup>۴</sup> گروه اقتصاد، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران m.dalmanpor@gmail.com

## **Investigating the effect of joint stock company financing on the purchase and development of shares of active companies in the stock market**

**Fateme Hosseinkhani<sup>1</sup>, Yadullah Rajae<sup>2</sup>i, Nemat Falihi<sup>3</sup>, Mohammad Dalmanpour<sup>4</sup>**

abstract

Financing methods for the continuation of activity and the implementation of profitable projects are very effective in the process of growth of companies and cause the continuation of the life of companies in today's competitive world. . so; The main purpose of this research was to determine the effect of the financing of a joint stock company on the purchase and development of shares. According to the main purpose of the research, the orientation of this research is practical. The statistical population of this research includes all , ۲۰۱۹ to ۲۰۱۳ the companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the period from which was determined using a non-random method and according to the availability of were selected. In the ۱۰ companies, and using Eviews software, ۱۲۰ information, including first part, research hypotheses were investigated using descriptive statistics and panel data level and there is a long · econometric method. All research variables are static at the I\_ relationship between the variables of the number of stock purchases, net cash from financing activities, net cash from issuing long-term debt, net cash from the sale of shares after deducting dividends paid. There is company size, company profitability, and company liquidity. Further, by using the Chau-Hasman test, it was determined that some of the research models are mixed with fixed effects and some are random effects. In the following, the hypotheses of the research were examined and the results obtained show that; The financing of a joint-stock company has an effect on the purchase and development of the stock market. The research findings also show that companies can obtain the financial resources they need from within (for example, from the place of accumulated profits), or from outside. provide the company (through issuing shares or bonds, borrowing from the .banking system)

Keywords: financing, issuing shares, bonds, borrowing.

---

<sup>1</sup> Department of Economics, Zanzan Branch, Islamic Azad University, Zanzan, Iran  
fatemehosseini\_64@yahoo.com

<sup>2</sup> Department of Economics, Zanzan Branch, Islamic Azad University, Zanzan, Iran (corresponding author)  
dr.yadollah.rajaei@gmail.com

<sup>3</sup> Department of Economics, Zanzan Branch, Islamic Azad University, Zanzan, Iran. nfalihi@gmail.com

<sup>4</sup> Department of Economics, Zanzan Branch, Islamic Azad University, Zanzan, Iran m.dalmanpor@gmail.com

## ۱. مقدمه

در هزاره سوم، نقش و اهمیت نظام مالی و بازار پول و سرمایه، به عنوان ابزار رشد و توسعه اقتصادی کشورها کاملاً مشهود است؛ به طوری که توسعه اقتصادی پایدار بدون رشد و توسعه بازارهای مالی، عملاً امکان پذیر نیست. در این خصوص، نهادهای نظام مالی، وظایف مهمی را در اقتصاد به عهده دارند که شامل تجهیز سپرده‌ها، واسطه‌گری و تسهیل جریان‌های پرداخت، تخصیص اعتبارات و ... است (قاسمی، ۱۳۹۵). سرمایه‌گذاری یک امر ضروری و حیاتی در جهت رشد و توسعه اقتصادی هر کشور است. برای اینکه وجوه لازم جهت سرمایه‌گذاری فراهم آید، باید یک سری منابع برای تامین سرمایه وجود داشته باشد. اصلی ترین منبع برای تامین سرمایه، پس انداز مردم یک جامعه است. بنابراین باید یک مکانیزم قوی وجود داشته باشد که این پس اندازها را به سوی بخش های تولیدی سوق دهد. در اینجا است که چگونگی تبدیل پس اندازها به سرمایه مطرح می گردد و این وظیفه بر عهده بازارهای پولی و مالی است. بورس اوراق بهادار به عنوان بخشی از بازار مالی سعی می کند پس اندازهای سرگردان را به سمت تولید سوق دهد (داودی و همکاران، ۱۴۰۱). بازار سرمایه به عنوان یکی از مهم ترین بازارها در اقتصاد هر کشور، بازاری است که در آن وجوه اندک و پس انداز مردم در راستای اجرای طرح های بزرگ سرمایه گذاری به کار گرفته میشود. یکی از عوامل مهم در توسعه اقتصادی یک کشور، رونق بازار سرمایه به سبب نقش اساسی در گردآوری منابع موجود در اقتصاد ملی و هدایت آن به سمت فعالیت های اقتصادی بلندمدت میباشد. (محقق نیا و همکاران، ۱۴۰۱) آلن و گیل<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) در مطالعه خود مشخص کردند، سیستم های مالی در کشورهای مختلف، متفاوت است. در بازارهای بانک مرکزی مانند آلمان، تامین مالی سرمایه گذاری های شرکتها عمدتاً به بازارهای سرمایه عمومی وابسته نیست. ویژگی کلیدی این سیستم های مالی، تامین بودجه خارجی برای نیازهای سرمایه گذاری توسط بانکها و ارتباط نزدیک بین بانکها و سایر شرکتها است (لووری و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). برعکس، در سیستم های مبتنی بر بازار مانند انگلستان، بازارهای مالی سازمان یافته نقش مهمی در تخصیص منابع مالی بین شرکتها ایفا می کنند (ماکسیموویک<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۳). نظام مالی، در واقع شبکه ای از بازارها و مؤسساتی است که پس انداز کنندگان و قرض گیرندگان را کنار هم می آورد. این وظیفه اصلی نظام مالی است که می تواند هم از طریق تامین مالی مستقیم و هم از طریق تامین مالی غیرمستقیم انجام شود. تامین مالی مستقیم از طریق بازارهای مالی، همانند بازارهای سهام، بازارهای اوراق قرضه و بازارهای مشتقات رخ می دهد؛ اما تامین مالی غیرمستقیم از طریق واسطه های مالی، همانند بانکها، صندوق های تعاونی و شرکت های بیمه انجام می شود (یاوری و همکاران، ۱۳۹۵).

بازار سرمایه نقش مهمی در اقتصاد ایفا می کند زیرا منابع داخلی را تحریک نموده و به سوی سرمایه گذاری مولد [iv] روانه می سازد؛ اما برای انجام چنین نقشی باید رابطه معناداری با فعالیت اقتصادی داشته باشد. بازار سرمایه عنصر مهمی در سیستم اقتصادی مدرن بازارمدار ایفا می کند زیرا آن ها کانال جریانی بازارهای سرمایه کارا به عنوان عناصر مهم برای رشد اقتصادی می باشند (دهقان و کامیابی، ۱۳۹۸). چرخه تولید و توسعه و پیشرفت شرکت های سهامی به وسیله منابع مالی مناسب به حرکت درمی 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 روش تامین مالی می شود (سوندرس و استفن<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱). از جمله مهم ترین روش تامین مالی در میان شرکت های سهامی فعال در بورس اوراق بهادار، وام های بلندمدت بانکی و انتشار سهام عادی است. با توجه به

1. Allen and Gale

2. Lowry et al

3. Maksimovic et al

4. Saunders and Steffen

اینکه برای تأمین مالی شرکتها، هر دو منبع مذکور استفاده می‌شود و از طرفی، واکنش بازار سهام نسبت به درج هر نوع اطلاعات اساسی در نماد تغییرات قیمت و بازده متجلی می‌شود، لذا منابعی که شرکتها برای تأمین سرمایه استفاده می‌کنند، حائز اهمیت بسیار است. عوامل متعددی ممکن است بر تأمین مالی شرکتها تأثیر بگذارند؛ لذا با توجه 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 (سون<sup>1</sup> و همکاران، ۲۰۱۳).

از جمله قرض‌گیرندگان نظام مالی، بنگاه‌ها یا شرکت‌های موجود در سطح کشور هستند که بسته به میزان استفاده از روش‌های مختلف تأمین مالی فوق، ساختار سرمایه، یا به عبارت دیگر، ترکیب بدهی و سهام خود را شکل می‌دهند. این فرایند تصمیم‌گیری در خصوص نحوه تأمین مالی، اهمیت قابل توجهی در اداره و در نتیجه، در توسعه موفقیت‌آمیز یک شرکت در آینده دارد. زیرا می‌تواند بازدهی و ریسک سهام-دار را تحت تأثیر قرار دهد. این اهمیت، باعث شده است تا پژوهش‌های زیادی در سراسر جهان بر روی شیوه‌های تأمین مالی (سرمایه) و ساختار سرمایه بنگاه‌ها و عوامل مؤثر بر آن انجام شود؛ اگرچه این مطالعات چندان به نقش توسعه بخش مالی توجه نکرده‌اند. در واقع تأمین مالی بنگاه‌ها ممکن است از طریق عوامل داخلی و خارجی مجزایی تحت تأثیر قرار گیرد که عوامل داخلی و اثراتشان می‌تواند از سوی شرکت مدیریت شود؛ اما عوامل بیرونی نمی‌تواند از طریق شرکت کنترل شود، درحالی که هر دو دسته، اثرات معناداری بر ساختار سرمایه شرکتها دارند و دانش در خصوص سطح، مسیر و قدرت اثرگذاری‌شان به شرکتها کمک می‌کند تا تصمیمات مؤثری را بر اساس ساختار سرمایه برای هدف ثبات مالی و رشد پایدار بگیرند (موخو و زاینیکر<sup>2</sup>، ۲۰۱۴).

تأمین مالی در بازار سرمایه از طریق روش‌های عرضه اولیه، افزایش سرمایه و انتشار اوراق قرضه و اوراق مشارکت صورت می‌پذیرد. این حوزه از بازار سرمایه در کشور به واسطه اجرائی نمودن سیاست‌های کلی اصل ۴۴ در سنوات اخیر جایگاه خاصی داشته است به طوری که ارزش سهام واگذار شده از طریق سازمان خصوصی‌سازی برابر با ۶۸۵.۱۶۵ میلیارد ریال در قالب ۳۴۱ شرکت است. از این میزان ۲۲۴.۴۱۵ میلیارد ریال سهم سرمایه‌گذاران بخش خصوصی بوده است و در حدود ۲۱۶.۰۰۰ میلیارد ریال آن از طریق واگذاری در بورس اوراق بهادار صورت پذیرفته است که در حدود ۲۱ درصد است. عملکرد بورس اوراق بهادار در بخش تأمین مالی از محل افزایش سرمایه شرکتها در سال ۱۳۹۵ برابر با ۱۰۴۱۳ میلیارد ریال بوده است که نسبت به کل ارزش بازار در حدود دو درصد است (شرکت بورس اوراق بهادار، ۱۳۹۶). با توجه به اهمیت و نقشی که نظام مالی در تأمین مالی شرکتها دارد، در تحقیق حاضر، تأثیر تأمین مالی بر توسعه شرکت‌های در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران که طی دوره ۱۳۹۶-۱۳۹۰ مشغول فعالیت هستند، مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در این راستا، با توجه به اینکه نظام مالی، شامل بازارهای سرمایه و واسطه‌های مالی است، از این رو، در این پژوهش نیز تأمین مالی به تفکیک توسعه بازار سهام (به عنوان نماینده بازارهای سرمایه) و توسعه بخش بانکی (به عنوان نماینده واسطه‌های مالی) کشور و از حیث اندازه و فعالیت مورد توجه قرار گرفته است؛ بنابراین، سؤال اصلی پژوهش حاضر، آن است که بازارهای تأمین مالی چه تأثیری بر توسعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟

## ۲. ادبیات تحقیق

### ۲.۱. تأمین مالی

روش‌های تأمین مالی برای تداوم فعالیت و اجرای پروژه‌های سودآور در فرآیند رشد شرکتها بسیار مؤثرند و موجب ادامه حیات شرکتها در دنیای رقابتی امروز می‌شوند. سیاست‌های تأمین مالی و تصمیمات مالی مناسب بر اساس آینده‌نگری و کسب منافع مورد انتظار آتی انجام می‌شود، در نتیجه، این گونه تصمیمات مالی می‌توانند بر عملکرد و ارزش شرکت مؤثر واقع شوند (فرامرزی، ۱۳۹۶).

هدف اصلی شرکتها، افزایش بازده حقوق صاحبان سهام است و به این منظور، از روش‌هایی استفاده می‌کنند که آن‌ها را در رسیدن به این مهم یاری کند. افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و در نتیجه، کاهش هزینه سرمایه، ارزش شرکت را بالا می‌برد. سرمایه‌گذاران، اعم از سهام‌داران یا تأمین‌کنندگان وام و تسهیلات بلندمدت با اعطای سرمایه یا پول خود به شرکت، ریسک عدم وصول آن را پذیرفته‌اند و بازدهی معادل هزینه سرمایه شرکت را

1. Sun et al

2. Mokhova and Zinecker

می‌خواهند (اروتیس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). بر این اساس، اگر هدف اصلی شرکت، حداکثر ساختن ثروت سهام‌داران است، باید ساختار سرمایه به گونه‌ای به کار گرفته شود که متضمن فعالیت بنگاه در بلندمدت و سودآوری آن با ترکیب مناسب منابع و همچنین، حداکثر کننده ثروت سهام‌داران باشد. در نتیجه، یک مدیر مالی می‌تواند از طریق ایجاد تغییر در مواردی مانند سود هر سهم، خط‌مشی تقسیم سود، ریسک سودآوری و انتخاب شیوه‌تأمین مالی، بر ثروت سهام‌داران اثر بگذارد (قیصریان، ۱۳۹۰).

## ۲.۲ روش‌ها و منابع تأمین مالی

توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه برای تهیه سرمایه در راستای سرمایه‌گذاری و تدوین برنامه‌های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکت محسوب می‌شود (احمدی منصورآبادی، ۱۳۸۶)؛ و به‌شدت تحت تأثیر تصمیماتی است که مدیران بنگاه‌های اقتصادی در راستای اتخاذ سایر تصمیمات (غیرمالی و مالی) به کار می‌برند.

شرکت‌ها می‌توانند منابع مالی موردنیاز خود را از داخل (برای نمونه، از محل سود انباشته)، یا خارج از شرکت (از طریق انتشار سهام یا اوراق قرضه، استقراض از نظام بانکی) تأمین کنند (ماریماتو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). در واقع، بدهی‌ها و سرمایه، دو منبع اصلی تأمین منابع مالی در ساختار سرمایه شرکت هستند. استفاده از هر یکی از این دو منبع مالی، تعهدات و هزینه‌های مختلفی را برای شرکت به همراه دارد و شرکت باید در راستای هدف افزایش ارزش شرکت، ترکیب مناسبی از سرمایه و بدهی را که دارای حداقل هزینه برای شرکت است، انتخاب کند.

از لحاظ زمانی نیز روش‌های تأمین مالی به دودسته تأمین مالی کوتاه‌مدت و تأمین مالی بلندمدت تقسیم می‌شوند. تأمین مالی کوتاه‌مدت، نوعی تأمین مالی است که حداکثر ظرف مدت کی سال یا کمتر بازپرداخت شود. تصمیمات تأمین مالی کوتاه‌مدت، مربوط به جریان نقدی ورودی و خروجی شرکت در مدت یکی سال و یا کمتر از آن است. در تأمین مالی، به روش کوتاه‌مدت، سه منبع اصلی وجود دارد که به تناسب نوع منبع، کارکردهای مختلفی دارند و عبارت‌اند از:

### - اعتبارات تجاری

هنگامی یک واحد انتفاعی (خریدار)، کالاهایی را از یک واحد انتفاعی دیگر (فروشنده) خریداری می‌کند، معمولاً ناگزیر از پرداخت فوری بهای کالاها نیست. در دوره‌ای که بهای کالای خریداری شده به فروشنده پرداخت نشده است، خریدار یک بدهی جاری به فروشنده دارد که در ترازنامه منعکس حساب‌های پرداختی تحت عنوان می‌شود. بنابراین، این قبیل معاملات واحدهای انتفاعی، منبعی برای تأمین مالی کوتاه‌مدت برای واحد انتفاعی خریدار ایجاد می‌کند. زیرا مدت‌زمانی بین تحویل کالا و پرداخت وجه فاصله وجود دارد. مبلغ تأمین مالی کوتاه‌مدت به صورت اعتبارات تجاری، به حجم خریده‌ها و دوره پرداخت وجه آن بستگی دارد (قیصریان، ۱۳۹۰).

### - استقراض از بانک‌های تجاری

دومین منبع تأمین مالی کوتاه‌مدت واحدهای انتفاعی، استقراض و دریافت تسهیلات از بانک‌های تجاری است. وام‌های کوتاه‌مدت بانک‌های تجاری، معمولاً بر اساس قراردادهای و عقود است که بین بانک و واحد انتفاعی وام‌گیرنده منعقد می‌شود. تسهیلات مالی و کوتاه‌مدت از بانک‌های تجاری اسلامی، معمولاً بر اساس عقود اجاره به شرط تملیک، مضاربه، مشارکت مدنی، فروش اقساطی، مساقات، مزارعه و جعاله انجام می‌پذیرد (آقایی و همکاران، ۱۳۹۳).

### - صدور اسناد تجاری

اسناد تجاری، معمولاً اوراق بهادار قابل مبادله‌ای است که از طریق واحد انتفاعی به سایر واحدهای انتفاعی، بانک یا مؤسسات مالی فروخته می‌شود. این اوراق را می‌توان از طریق واسطه‌های فروش یا به‌طور مستقیم، به سرمایه‌گذاران ارائه کرد و به فروش رساند. هزینه تأمین مالی اوراق بهادار کوتاه‌مدت، معمولاً در مقایسه با استفاده از تسهیلات بانکی کمتر است (یاوری و همکاران، ۱۳۹۵).

## ۲.۳ نقش تأمین مالی شرکت سهامی در خرید و توسعه بازار سهام

فازاری و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۸۸)، کپلن و زینگالس<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) و کامپلو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) نشان دادند که شرکت‌هایی که از لحاظ مالی با محدودیت روبرو هستند حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری بالاتری نسبت به شرکت‌هایی که از لحاظ مالی با محدودیت روبرو نیستند،

<sup>1</sup> . Eriotis et.al.

<sup>2</sup> . Marimuthu

<sup>3</sup> . Fazzari, at el

دارند. این مطالعات بر این اشاره دارند، زمانی که محدودیت تأمین مالی خارجی برای شرکت کاهش یابد، اثر فزاینده‌ی تأمین مالی داخلی بر رشد شرکت کاهش می‌یابد. در نتیجه، شرکت اعتماد و تکیه کمتری بر منابع داخلی داشته و به‌عنوان منبع اولیه تأمین مالی برای رشد خود به سمت تأمین مالی خارجی روی می‌آورد. رحمان<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) بیان می‌کند که این الگوی انتقال بین منابع تأمین مالی داخلی و خارجی خصوصاً در شرکت‌های کوچکی که سهامشان در بازار سهام مبادله و خرید و فروش نمی‌شود، مشاهده می‌شود. این شرکت‌ها، در مراحل اولیه رشدشان با انباشت بیشتر سهام و اعتبار داخلی روبرو هستند، اگرچه نسبت دسترسی کمتری به تأمین مالی خارجی دارند، به همین دلیل به‌طور متوسط، رشد نامتناسب‌تری نسبت به رقبای متوسط و بزرگ خود دارند. همچنین وی بیان می‌کند که عملکرد اقتصادی بالاتر می‌تواند به تأمین مالی بیشتر برای شرکت‌ها تفسیر شود و عملکرد اقتصادی اثری معنادار بر رشد داشته اما قدرت این اثر نیز وابسته به سطوح محدودیت‌های تأمین مالی خارجی شرکت است. سرمایه و اعتبار داخلی نمی‌تواند به‌سادگی منبع مستقیمی از تأمین مالی باشد؛ اما می‌تواند تا حدی نشانه‌هایی درباره چشم‌انداز آتی فراهم آورد، به‌گونه‌ای که عملکرد گذشته اطلاعاتی راجع به فرصت‌های آینده ارائه می‌دهد. همچنین اعتبار داخلی می‌تواند ارزش وثیقه‌ای برای وام‌های بانکی در شرایطی با اطلاعات نامتقارن باشد؛ بنابر این دسترسی به منابع تأمین مالی داخلی ممکن است نقش معیاری دوگانه هم برای ظرفیت تأمین مالی داخلی و هم نشانه و سیگنالی برای کیفیت فرصت‌های رشد آتی بازی کند. این نشانه‌ها و سیگنال‌ها، محدودیت‌های تأمین مالی خارجی شرکت‌ها را در مواجهه و رویاروی با مشکلات اطلاعاتی کاهش می‌دهد. در مورد تأثیر دسترسی به تأمین مالی و محدودیت در تأمین مالی به‌طور خلاصه می‌توان سه موضوع مطرح کرد: اول اینکه سطوح تأمین مالی داخلی شرکت (عملکرد شرکت بر رشد تأثیر دارد. دوم، محدودیت‌های مالی شرکت (تأمین مالی خارجی هزینه‌اش بیشتر از تأمین مالی داخلی است) ابتدا موجب رشد مالی با اعتبار داخلی داشته و به سمت تأمین مالی خارجی روی می‌آورد. سوم، اعتبار داخلی، به‌سادگی منبع اصلی تأمین مالی نیست اما می‌تواند تا حدی فراهم آورنده‌ی سیگنال‌هایی درباره چشم‌انداز آتی باشد، به‌گونه‌ای که عملکرد گذشته اطلاعاتی درباره فرصت‌های آتی فراهم می‌آورد. همچنین تأمین مالی داخلی ارزش و نقش وثیقه‌ای برای تأمین مالی خارجی در شرایطی که اطلاعات نامتقارن حاکم است، دارد (رحمان، ۲۰۱۰).

#### ۲.۴ سوابق (پیشینه) تحقیق

داودی و همکاران (۱۴۰۱) در مقاله‌ای به بررسی سودمندی راهبردهای سرمایه‌گذاری مبتنی بر تناوب زمانی در بورس اوراق بهادار پرداختند. در این مقاله به بررسی سودآوری دو نوسانگر مبتنی بر تناوب زمان، شامل نوسانگر هارمونیک ساده و تناوب موج در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ پرداخته شده و نتیجه می‌گیرند که استراتژی مبتنی بر نوسانگر تناوب موج نسبت به شارپ ۰.۵۵+ می‌باشد که بالاتر از نوسانگر هارمونیک با نسبت شارپ ۰.۴۸+ است.

نوعی اقدام و همکاران (۱۳۹۹) در مقاله خود با عنوان اثر بخشی تأمین مالی از طریق مشارکت عمومی - خصوصی در تحقق اهداف توسعه‌ای تفاوت تأمین مالی از طریق مشارکت عمومی - خصوصی با سایر روش‌های تأمین مالی را تبیین نمودند. در این پژوهش با استفاده از روش دلفی فازی و آزمون‌های تحلیل واریانس یک طرفه، کروسکال - والیس و حداقل اختلاف معنادار آزمون شدند. یافته‌ها تفاوت معناداری بین تأثیر تأمین مالی از طریق مشارکت عمومی - خصوصی با روش تأمین مالی از طریق اخذ وام، فروش اوراق قرضه و فروش سهام بر اهداف توسعه‌ای را نشان می‌دهد. تفاوت معناداری بین تأمین مالی از طریق مشارکت عمومی - خصوصی و بودجه دولت از نظر تأثیر بر اهداف توسعه‌ای وجود ندارد. برای تحقق اهداف توسعه‌ای افزایش سهم روش تأمین مالی عمومی - خصوصی در بین سایر روش‌های تأمین مالی ضرورت دارد. آزادسازی منابع مالی دولت، امکان افزایش مشارکت بخش خصوصی را فراهم می‌آورد.

<sup>1</sup> . Kaplan and Zingales

<sup>2</sup> . Campello, at el

<sup>3</sup> . Rahaman

فرمان آرا و همکاران (۱۳۹۸) در مقاله ای با عنوان نقش بازار سرمایه در تامین مالی و رشد اقتصادی به بررسی نقش بازار سرمایه در تامین مالی و رشد اقتصادی طی سال‌های ۱۹۸۸-۲۰۱۷ برای ایران و منتخبی از کشورهای درحال توسعه پرداخته‌اند و با استفاده از روش آماری و اقتصادسنجی داده‌های تابلویی (Panel data) متغیرهای مدل را برآورد کرده و تاثیر آن‌ها بر روی رشد اقتصادی را بررسی نموده‌اند. نتایج حاکی از آن است که تامین مالی از طریق بازار سرمایه در رشد اقتصادی در کوتاه‌مدت و بلندمدت از لحاظ آماری معنی‌دار بوده و اثر مثبتی دارد و همچنین درجه توسعه بازار مالی به اثربخشی بیشتر بازار سرمایه در رشد اقتصادی منجر می‌گردد.

دهقان کامیابی (۱۳۹۸) در تحقیق خود اثرگذاری متغیرهای اقتصادی بر بازدهی شرکت‌های بورسی را بررسی کردند و نتیجه گرفتند بین شاخص قیمت مصرف کننده و شاخص کل قیمت بورس رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

باقری و پورسعید (۱۳۹۷) در مقاله‌ای به بررسی تأثیرگذاری روش‌های تامین مالی داخلی و خارجی بر بازده کل واقعی سهام پرداختند. هدف اصلی از این تحقیق، بررسی تأثیر روش‌های تامین مالی بر نرخ بازدهی کل واقعی شرکت‌های پذیرفته‌شده منتخب گروه صنعت شیمیایی و نفتی، کک و سوخت هسته‌ای (۹۳ شرکت نمونه از ۳۹ شرکت این گروه با استفاده از روش حذف سیستماتیک به دست آمد) طی دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۰ در بازار بورس و اوراق بهادار تهران با رویکرد اقتصادسنجی داده‌های تابلویی با استفاده از نرم‌افزار ایویوز ۱۰ انجام گرفت. در گام بعدی تصریح و برآورد مدل تحقیق بر اساس آزمون‌های تشخیصی مربوطه به روش اثرات ثابت انجام گرفت که نتایج آن بیانگر تائید رابطه مثبت و معنادار تمام متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق (هزینه سرمایه، سود انباشته، اهرم مالی، ظرفیت سودآوری و اندازه شرکت) بر متغیر وابسته (نرخ بازده کل واقعی سهام) شرکت‌های تحت بررسی به دست آمد.

اسلام‌دوست و غلامی (۱۳۹۶) در مقاله‌ای به بررسی تأثیر توسعه مالی بر تامین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این منظور، تأثیر چهار شاخص توسعه مالی به همراه متغیرهای کنترلی، نظیر سودآوری، نقدینگی و اندازه شرکت در قالب دو مدل رگرسیون بر دو متغیر مربوط به تامین مالی، یعنی نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها بررسی شده است. به این ترتیب که این دو مدل، با اطلاعات تابلویی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ مربوط به ۵۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار که در صنعت خودروسازی وجود دارند، با روش اثرات ثابت برآورد شده است. نتایج نشان می‌دهد که توسعه بازار سهام، اثر مثبت و معناداری بر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها دارد و در این بین، میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت بازار سهام، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن است. این در حالی است که اثر توسعه بخش بانکی بر نسبت مذکور منفی است که میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت سیستم بانکی، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن بوده است. همچنین، تمامی شاخص‌های توسعه مالی، تأثیر معنادار و مثبت بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها دارد، به طوری که تأثیر شاخص‌های بانکی بیش از شاخص‌های بازار سهام است.

خزائی و همکاران (۱۳۹۵) در مقاله‌ای به بررسی تأثیر تامین مالی داخلی بر بهره‌وری بنگاه‌ها پرداختند. برای این منظور از داده‌های تابلویی ۲۶ شرکت فعال در صنعت خودرو و ساخت قطعات با استفاده از روش حذف سیستماتیک بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۹۲ تعیین شد و از طریق نرم‌افزار ایویوز ۱۰ مورد بررسی قرار گرفت. ابتدا با استفاده از روش لوینسون و پترین (۲۰۰۳) بهره‌وری کل عوامل تولید برآورد شده و سپس با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) تأثیر جریان نقدی داخلی بر بهره‌وری کل عوامل تولید شرکت‌ها با استفاده از نرم‌افزار استاتا مورد آزمون قرار گرفت. نتایج به دست آمده نشان می‌دهند که دسترسی به منابع مالی داخلی به‌طور منفی و قویاً معنی‌دار بهره‌وری کل عوامل تولید صنعت خودرو را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین تامین مالی از طریق ابزارهای بدهی تأثیر مثبت و درجه دوم بر بهره‌وری کل عوامل تولید صنعت خودرو داشته است. با عنایت به یافته‌های پژوهش، دلایل و شواهد تجربی حاکی از تائید فرضیه تأثیر منفی جریان نقدی بر بهره‌وری به دلیل وجود هزینه‌های نمایندگی می‌باشد.

یآوری و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهش خود، به بررسی اثر توسعه مالی بر ساختار سرمایه بنگاه‌های غیرمالی حاضر در سازمان بورس و اوراق بهادار ایران پرداختند. برای این منظور، روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته عملی (FGLS) و داده‌های مربوطاً ۲۰۰ بنگاه غیرمالی طی دوره ۱۳۹۱-۱۳۷۸ استفاده از روش حذف سیستماتیک تعیین گردید و طریق از نرم‌افزار ایویوز ۱۰ و اکسل مورد آزمون قرار گرفت. نتایج

پژوهش نشان می‌دهد که توسعه بازار سهام، اثر مثبت و معناداری بر نسبت بدهی بنگاه‌های غیرمالی در ایران دارد و در این بین، میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت بازار سهام، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن است. برخلاف انتظار، اثر توسعه بخش بانکی بر نسبت بدهی بنگاه‌ها، منفی و معنادار به دست آمده است که در این بین نیز میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت سیستم بانکی، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن بوده است. به علاوه، نتایج پژوهش، حاکی از آن است که متغیرهای بررسی شده، مربوط به ویژگی بنگاه‌ها، شامل سودآوری، نقدینگی، سپر مالیاتی غیربدهی، اندازه، ساختار دارایی و فرصت‌های رشد، تعیین‌کننده‌های معنادار ساختار سرمایه بنگاه‌های غیرمالی در ایران هستند.

**ویلیام برون و همکاران (۲۰۱۵)، در تحقیقی با عنوان رابطه بین عملکرد بازده سهام و نرخ تورم پرداختند. نتایج نشان داد که ارزش سهام به شدت تحت تاثیر تورم بوده و همچنین ارزش سهام نیز تحت تاثیر تورم است. کومار و همکاران (۲۰۱۵) رابطه بین عملکرد بازده سهام و نرخ تورم را آزمون کردند و دریافتند که در کوتاه مدت بین تورم و بازده سهام رابطه وجود دارد اما در بلندمدت این امر صادق نیست.**

نیها<sup>۱</sup> و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) در مقاله‌ای به بررسی نقش تأمین مالی بر توسعه بازار سهام کشورهای اروپایی توسعه‌یافته پرداختند. در این پژوهش ۹۰۰ شرکت IPO از ۱۶ کشور اروپایی در طول دوره ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۴ از طریق روش حذف سیستماتیک تعیین گردید. با استفاده از نرم‌افزار اس پی اس اس مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. با استفاده ضریب همبستگی پیرسون ارتباط بین فعالیت‌های تأمین مالی با ارقام تعهدی و بازده سهام پرداختند و نقش اوراق بهادار را به عنوان یک منبع تأمین مالی با مقایسه شرکت‌ها از کشورها با درجات مختلف از توسعه بازار سهام مورد بررسی قرار گرفت با تمرکز بر روی سرمایه‌گذاری‌های خصوصی، نتایج ما نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که در اقتصادهای در حال توسعه با یک بازار سهام توسعه‌یافته بیشتر سود می‌برند تأثیر تأمین مالی در شرکت‌های از کشورهای توسعه‌یافته در بازار سهام سود کم‌تر است.

مسعود<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای تعیین‌کننده‌های ساختار سرمایه بنگاه‌های ثبت‌شده در بازار سهام لیبی را مورد ارزیابی قرار می‌دهد. بررسی با استفاده از دو مدل گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) داده‌های پانل و رویکرد رگرسیون مقطعی حداقل مربعات معمولی (OLS) برای هشت بنگاه طی دوره ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳ انجام شده است و از طریق نرم‌افزار ایویوز ۱۰ و اکسل مورد تجزیه و تحلیل انجام گرفت. مطالعه علاوه بر متغیرهای ویژگی بنگاه، متغیرهای دیگری همچون شاخص‌های توسعه بازار سهام و بخش بانکی و نیز متغیرهای اقتصاد کلان را مورد آزمون قرار می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای ویژگی بنگاه شامل نقدینگی، اندازه بنگاه، درجه مشهود بودن دارایی، فرصت‌های رشد، نسبت قیمت به سود و نرخ‌های بهره اثر معناداری بر نسبت اهرم بنگاه‌ها دارند. بر اساس نتایج، نرخ رشد اقتصادی و نرخ تورم نقشی در تعیین نسبت بدهی به سهام بنگاه‌های لیبی ندارند. شاخص‌های بازار سهام تأثیر منفی و معناداری بر نسبت‌های اهرم دارند؛ این نتیجه حاکی از آن است همان‌طور که بازار سهام توسعه‌یافته‌تر می‌شود و نقدینگی آن بهبود می‌یابد، اهمیتش نیز به عنوان ابزاری برای تأمین مالی بنگاه‌ها بیشتر می‌شود. در واقع توسعه بازار سهام این امکان را برای بنگاه‌ها فراهم می‌سازد که سهام بیشتری منتشر کنند و تکیه خود به بدهی را کاهش دهند.

سان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) در پژوهش خود به بررسی مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیم‌گیری تأمین مالی پرداختند. در این پژوهش، بررسی شده است که آیا میزان اختلاف‌هایی که از نظر ساختار مالکیت وجود دارد، بر نسبت‌های اهرم مالی و تصمیم‌گیری‌های مالی خارجی تأثیر می‌گذارد؟ برای این منظور، ۱۰۰۰ شرکت‌های انگلستان از طریق روش سیستماتیک در طول سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۲ انتخاب گردید و داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار ایویوز ۱۰ با رویکرد اقتصادسنجی داده‌های تابلویی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. برای ساختار مالکیت، از دو معیار، یعنی مالکیت سهام مدیریت و مالکیت نهادی استفاده شد. نتایج تجربی نشان داد که رابطه غیریکنواختی میان مالکیت سهام شرکتی و نسبت بدهی وجود دارد که از دو نظریه تطابق بهره و نظریه جبهه‌گیری مدیریت پشتیبانی می‌کند. با وجود این، مالکیت سازمانی

1. Nihat et al

2. Masoud

3. Sun et al



رابطه‌ای مثبت با سطوح اهرم مالی شرکت دارد. نتایج حاصل نشان داد که شرکت‌هایی که دارای مالکیت سهام مدیریتی متمرکز هستند، اهرم مالی خود را با افزایش احتمال صدور سهام بیش از اوراق قرضه، افزایش می‌دهند.

اتودایی موhtar و احمد<sup>1</sup> (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای اثر توسعه بخش بانکی بر تصمیمات ساختار سرمایه ۲۴۴ بنگاه عمومی ثبت‌شده در بازار سهام ژوهانسبورگ را طی دوره ۲۰۱۲-۲۰۰۳ با به‌کارگیری داده‌های تابلویی پویا با استفاده از نرم‌افزار ایپویز ۱۰ با رویکرد اقتصادسنجی داده‌های تابلویی آزمون کردند. نتایج مطالعه نشان می‌دهد همان‌طور که بخش بانکی توسعه می‌یابد، بنگاه‌های ثبت‌شده در آفریقای جنوبی، بدهی کمتری را در ساختار سرمایه‌شان بکار می‌گیرند. این مطالعه این نحوه اثرگذاری را ناشی از این می‌داند که همین‌طور که بخش بانکی در بازارهای نوظهور توسعه می‌یابد فرآیند مدیریت ریسک نیز بهبود پیدا می‌کند. بهبود مدیریت ریسک باعث می‌شود بانک‌ها بتوانند ریسک را بهتر قیمت‌گذاری کرده و متناسب با ریسک موجود، برای وام‌های پرداختی به بنگاه‌ها بهره درخواست نمایند؛ این امر افزایش هزینه دریافت اعتبار بانکی یا به عبارت دیگر افزایش هزینه استقراض را برای بنگاه‌ها به دنبال خواهد داشت و لذا اثر منفی بر نسبت بدهی بنگاه‌ها بر جای خواهد گذاشت.

### ۳. روش تحقیق

این تحقیق کاربردی و از نوع توصیفی پس‌رویدادی است و برای آزمون فرضیه‌های پژوهشی از رگرسیون چند متغیره برای فرضیات استفاده می‌گردد که با استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از صورت مالی شرکت‌ها در بازار معاملات به تحلیل رابطه می‌پردازد. انجام این پژوهش در چهارچوب استدلال قیاسی-استقرایی صورت گرفت. در پژوهش حاضر ابتدا همبستگی بین متغیرهای تأمین مالی شرکت سهامی (خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی، وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی، وجوه تأمین مالی از طریق استقراض شرکت‌های سهامی) و خرید و توسعه بازار سهام پژوهش را مورد آزمون قرار داده و در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد مدل‌های رگرسیونی چندگانه خواهیم کرد.

#### ۳.۱ فرضیه‌های تحقیق

##### - فرضیه اصلی تحقیق:

۱- تأمین مالی شرکت سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است.

۲- تأمین مالی شرکت سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است

##### - فرضیه‌های فرعی تحقیق

۱- خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است.

۲- خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است

۳- وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است.

۴- وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است

۵- وجوه تأمین مالی از طریق استقراض شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است.

۶- وجوه تأمین مالی از طریق استقراض شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است.

#### ۳.۲ جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق، کلیه شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ (دوره هفت‌ساله) است. علت انتخاب شرکت‌ها از بازار سرمایه ایران (بورس اوراق بهادار تهران) آن است که امکان دسترسی آسان به داده‌ها و صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نسبت به سایر شرکت‌های فعال در سطح کشور وجود دارد و همچنین با توجه به نظارت مستمر حساب‌رسان و بازرسان، این اطلاعات قابلیت اتکا، اعتبار و شفافیت بالایی را در مقایسه با اطلاعات سایر شرکت‌ها دارا است. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و وجود برخی ناهماهنگی‌ها

<sup>1</sup> . Etudaiye- Muhtar and Ahmad

میان اعضا جامعه، شرکت‌های قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ که دارای ویژگی‌ها و شرایط زیر می‌باشند به‌عنوان جامعه آماری در دسترس در نظر گرفته شده است.

۱. طی سال‌های مورد مطالعه تحقیق ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹، نماد معاملاتی آن‌ها از تابلوی بورس خارج نشده باشد (فعالیت مستمر و پایدار در بازار سرمایه).  
 ۲. شرکت‌های مورد مطالعه نبایستی سال مالی و فعالیت خود را طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند (همگن بودن سال مالی و فعالیت در طول دوره مطالعه).

۳. اطلاعات مالی مورد نیاز، به خصوص یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی در دسترس باشد.  
 شرکت مورد نظر طی دوره تحقیق فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد و وقفه معاملاتی<sup>۱</sup> نداشته باشد

### ۳.۳ مدل تحقیق

در این تحقیق؛ برای بررسی نقش تأمین مالی شرکت سهامی در خرید و توسعه بازار سهام است. مدل ریاضی برگرفته از مقاله نیهات و همکاران (۲۰۱۹) است که به شکل زیر می‌باشد:

Number of Acquisitions

$$= \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Xfin_{it} + \alpha_2 \Delta Equity_{it} + \alpha_3 \Delta Debt_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Pro_{it} + \alpha_6 Liq_{it} + u_{it} \quad (1)$$

Acquisition dummy

$$= \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Xfin_{it} + \alpha_2 \Delta Equity_{it} + \alpha_3 \Delta Debt_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Pro_{it} + \alpha_6 Liq_{it} + u_{it}$$

(۲)

معرفی متغیرهای تحقیق

Number of Acquisitions: تعداد خرید سهام.

Acquisition dummy: توسعه بازار سهام.

$\Delta Xfin_{it}$ : خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی.

$\Delta Equity_{it}$ : خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام پس از کسر سود سهام پرداختی.

$\Delta Debt_{it}$ : وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت (استقراض).

$Size_{it}$ : اندازه شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$Pro_{it}$ : سودآوری شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$Liq_{it}$ : نقدینگی شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$u_{it}$ : جمله اختلال

جدول (۳-۱): تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

تعریف متغیرهای تحقیق	نام متغیرهای تحقیق
تعداد کل معاملات یک شرکت داده‌شده در یک سال معین انجام می‌دهد.	Number of Acquisitions: تعداد خرید.
یک متغیر ساختگی است، اگر شرکت حداقل یک معامله را در سال مربوطه انجام دهد برابر با ۱ است و در غیر این صورت برابر با صفر است.	Acquisition dummy: توسعه بازار سهام
$\Delta Xfin_{it} = \Delta Equity_{it} + \Delta Debt_{it}$	$\Delta Xfin_{it}$ : خالص و خالص‌قد حاصل از

<sup>۱</sup> منظور از وقفه معاملاتی این است که در داد و ستد سهام شرکت در دوره مورد مطالعه بیشتر از ۶ ماه وقفه ایجاد شده باشد.

فعالیت‌های تأمین مالی	با استفاده از متوسط دارایی‌های شرکت (میانگین دارایی‌های ابتدا و انتهای دوره) مورد تعدیل قرار گرفته و همچنین اطلاعات مربوط از صورت جریان وجوه نقد شرکت استخراج گردیده که از این حیث، صرفاً رویکرد نقدی تغییرات ساختار سرمایه مورد بررسی قرار خواهد گرفت.
$\Delta Debt_{it}$ : خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت (استقراض)	با استفاده از متوسط دارایی‌های شرکت (میانگین دارایی‌های ابتدا و انتهای دوره) مورد تعدیل قرار گرفته و همچنین اطلاعات مربوط از صورت جریان وجوه نقد شرکت استخراج گردیده که از این حیث، صرفاً رویکرد نقدی تغییرات ساختار سرمایه مورد بررسی قرار خواهد گرفت.
$\Delta Equity_{it}$ : خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام پس از کسر سود سهام پرداختی	با استفاده از متوسط دارایی‌های شرکت (میانگین دارایی‌های ابتدا و انتهای دوره) مورد تعدیل قرار گرفته و همچنین اطلاعات مربوط از صورت جریان وجوه نقد شرکت استخراج گردیده که از این حیث، صرفاً رویکرد نقدی تغییرات ساختار سرمایه مورد بررسی قرار خواهد گرفت.
$Size_{it}$ : اندازه شرکت $i$ در زمان $t$	از طریق لگاریتم کل دارایی‌های شرکت محاسبه خواهد شد.
$Pro_{it}$ : سودآوری شرکت $i$ در زمان $t$	به صورت بازدارایی‌ها اندازه‌گیری خواهد شد.
$Liq_{it}$ : نقدینگی شرکت $i$ در زمان $t$	به صورت نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری محاسبه خواهد شد.

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌های و اطلاعات ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده و سپس داده‌های تحقیق از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های منتخب با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی صورت خواهد گرفت. اطلاعات و داده‌های آماری مربوط به شرکت‌های قرار گرفته شده در نمونه آماری در فاصله زمانی بین ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ جمع‌آوری شده است؛ و اطلاعات مربوط به آزمون فرضیه‌ها، به منظور تحقق اهداف و در نهایت پاسخ‌گویی به سؤال‌های مطرح شده و پیش روی این تحقیق، با توجه به مدل‌های تدوین شده و متغیرهای مورد مطالعه از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران و در مواردی نیز با استفاده از نرم‌افزارهای اطلاعاتی ره‌آوردنویس و وبسایت‌های مرتبط با بورس اوراق بهادار تهران که حاوی داده‌های بازار سرمایه‌ای تهران می‌باشند، گردآوری می‌شود. ابزار گردآوری فیش می‌باشد.

#### ۴. تجزیه و تحلیل

این بخش مقاله مربوط به تجزیه و تحلیل داده‌های گردآوری شده است. تجزیه و تحلیل به عنوان فرآیندی از روش علمی، یکی از پایه‌های اساسی هر روش تحقیقی است. به طور کلی تجزیه و تحلیل روشی است که از طریق آن کل فرآیند پژوهشی از انتخاب مسئله تا دسترسی به یک نتیجه هدایت می‌شود. هدف اساسی از تجزیه و تحلیل داده‌ها، بررسی دقیق پدیده‌ها و روابط بین متغیرهای موضوع تحقیق است.

##### ۴.۱ بررسی مانایی

جدول (۲-۴) نشان می‌دهد از آزمون فیشر بررسی ایستایی یا مانایی متغیره استفاده شده است. و آزمون را برای سطح داده‌ها و با انتخاب گزینه مقدار ثابت و روند انجام گرفت. با توجه به جدول (۲-۴) آماره آزمون محاسبه شده برای متغیرهای پژوهش؛ تعداد خرید سهام (Number of Acquisitions)، خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی ( $\Delta X_{fin}$ )، خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت ( $Debt$ )، خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام پس از کسر سود سهام پرداختی ( $\Delta Equity$ )، اندازه شرکت ( $Size$ )، سودآوری شرکت ( $Pro$ )، نقدینگی شرکت ( $Liq$ ) مقدار آزمون  $t$  استاندارد بزرگتر ۱/۹۶ سطح خطا کمتر از ۰/۰۵ درصد می‌باشد، بنابراین فرض صفر این آزمون مبنی بر وجود نالیستایی رد می‌شود و پس فرض یک آزمون ایستا بودن متغیرها در سطح صفر مورد قبول واقع می‌شود. پس تمام متغیرهای پژوهش در سطح صفر ایستا هستند و از لحاظ آماری مورد تأیید می‌باشند. بنابر این فرض  $H_0$  مورد قبول می‌باشد.

##### جدول ۲-۴: بررسی مانایی (ایستایی) متغیرهای تحقیق

نام متغیر	نوع آزمون	آماره t	سطح معنی داری	نتایج
تعداد خرید سهام (Number of Acquisitions)	فیشر	۷۴۷/۰۰۵	۰/۰۰۰	مانا در سطح صفر
خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی ( $\Delta X_{fin}$ )	فیشر	۹۹۶/۷۰۳	۰/۰۰۰	مانا در سطح صفر
خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت ( $Debt$ )	فیشر	۱۳۸۰/۵۲	۰/۰۰۰	مانا در سطح صفر
خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام پس از کسر سود سهام پرداختی ( $\Delta Equity$ )	فیشر	۱۲۷۴/۴۸	۰/۰۰۰	مانا در سطح صفر
اندازه شرکت ( $Size$ )	فیشر	۱۶۳۳/۰۹	۰/۰۰۰	مانا در سطح صفر
سودآوری شرکت ( $Pro$ )	فیشر	۹۶۷/۴۴۰	۰/۰۰۰	مانا در سطح صفر
نقدینگی شرکت ( $Liq$ )	فیشر	۱۰۷۰/۱۴	۰/۰۰۰۰	مانا در سطح صفر

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۴.۲ آزمون همجمعی

در ادامه پژوهش بایستی از همجمع بودن متغیرهای مدل اطمینان حاصل کرد. زیرا در صورت همجمع نبودن متغیرهای مدل، رابطه بدست آمده بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل مدل جعلی و ساختگی خواهد بود. در این پژوهش، برای اطمینان از همجمع بودن متغیرها، از آزمون همجمعی کائو استفاده می‌شود.

جدول ۴-۲ آزمون همجمعی کائو

سطح معنی داری	آماره t
۰/۰۰۰	-۱۱/۹۱۲
	ADF

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۲-۴) نشان می‌دهد آماره t همجمعی کائو بزرگتر از ۱/۹۶ است. سطح خطا (سطح معنی داری) برابر ۰۰۰۰۰ و کوچکتر از ۰۰۰۵ است می‌توان نتیجه گرفت رابطه بلند مدت بین متغیرهای تعداد خرید سهام (Number of Acquisitions)، خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی ( $\Delta X_{fin}$ )، خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت ( $Debt$ )، خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام پس از کسر سود سهام پرداختی ( $\Delta Equity$ )، اندازه شرکت ( $Size$ )، سودآوری شرکت ( $Pro$ )، نقدینگی شرکت ( $Liq$ ) وجود دارد.

#### ۴.۳-۱ آزمون‌های تشخیصی<sup>۱</sup>

##### ۱-۳-۴-۳ آزمون چاو

نتایج جدول (۳-۴) بیانگر این مطلب است برای اگر سطح معناداری آزمون F و آزمون  $\chi^2$  بالای ۰/۰۵ درصد باشد داده‌های تحقیق از نوع تلفیقی و اگر سطح معناداری آزمون F و آزمون  $\chi^2$  کمتر از ۰/۰۵ درصد باشد داده‌های تحقیق از نوع پانل می‌باشد. در نتیجه فرضیه

<sup>1</sup> Diagnostic Test

$H_0$  رد می‌شود (یعنی داده‌های مدل از نوع تلفیقی بودن رد می‌شود) و فرضیه مقابل  $H_1$  داده‌های تحقیق از نوع پانل پذیرفته می‌شود. در این پژوهش برای فرضیه اصلی و برای سه فرضیه فرعی فرضیه  $H_0$  رد و فرضیه مقابل  $H_1$  تأیید است داده‌های تحقیق از نوع پانل پذیرفته می‌شود. در ادامه کار براینکه مشخص شود مدل نهایی پانل از نوع اثرات ثابت هست یا از نوع اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول ۴-۳- آزمون چاو برای تشخیص الگوی داده‌های ترکیبی یا تلفیقی

نتیجه	سطح معنی‌داری	D.F	مقدار محاسبه شده‌ی F	آزمون (چاو)	
$H_0$ رد	۰/۰۰۰۴	(۱۱۹ و ۹۵۰)	۱/۵۳۳	آزمون F	فرضیه اصلی یک
$H_0$ رد	۰/۰۰۰	۱۱۹	۱۸۹/۱۰۶	آزمون $\chi^2$	
$H_0$ رد	۰/۰۰۰	(۱۱۹ و ۹۵۱)	۳/۰۰۰۸	آزمون F	فرضیه اصلی دو
$H_0$ رد	۰/۰۰۰	۱۱۹	۳۴۳/۰۴۸۳	آزمون $\chi^2$	
$H_0$ رد	۰/۰۰۶	(۱۱۹ و ۹۵۲)	۱/۵۱۵	آزمون F	فرضیه فرعی یک
$H_0$ رد	۰/۰۰۰	۱۱۹	۱۸۶/۶۳۲	آزمون $\chi^2$	
$H_0$ رد	۰/۰۰۰	(۱۱۹ و ۹۵۲)	۲/۷۳۶	آزمون F	فرضیه فرعی دو
$H_0$ رد	۰/۰۰۰	۱۱۹	۳۱۶/۵۹۷	آزمون $\chi^2$	
$H_0$ رد	۰/۰۰۰۷	(۱۱۹ و ۹۵۲)	۱/۵۱۳	آزمون F	فرضیه فرعی سه
$H_0$ رد	۰/۰۰۰۱	۱۱۹	۱۸۶/۳۸۸	آزمون $\chi^2$	
$H_0$ رد	۰/۰۰۰	(۱۱۹ و ۹۵۲)	۲/۷۹۰	آزمون F	فرضیه فرعی چهار
$H_0$ رد	۰/۰۰۰	۱۱۹	۳۲۱/۹۴۶	آزمون $\chi^2$	
$H_0$ رد	۰/۰۰۰۴	(۱۱۹ و ۹۵۲)	۱/۵۳۵	آزمون F	فرضیه فرعی پنج
$H_0$ رد	۰/۰۰۰	۱۱۹	۱۸۸/۹۷۰	آزمون $\chi^2$	
$H_0$ رد	۰/۰۰۰	(۱۱۹ و ۹۵۲)	۲/۹۸۶	آزمون F	فرضیه فرعی شش
$H_0$ رد	۰/۰۰۰	۱۱۹	۳۴۱/۳۱۷	آزمون $\chi^2$	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۲-۳-۴- آزمون هاسمن

همان‌طور که نتایج جدول (۴-۴) نشان می‌دهد؛ مقدار سطح معناداری به دست آمده برای Cross-section random فرضیه اصلی یک، فرضیه فرعی یک، فرضیه فرعی سه و فرضیه فرعی پنج بیشتر از ۰/۰۵ درصد می‌باشد پس فرض فرضیه  $H_0$  (داده‌های ترکیبی- اثرات تصادفی) و مقدار سطح معناداری به دست آمده برای Cross-section random برای فرضیه اصلی دو، فرضیه فرعی دو، فرضیه فرعی چهار و فرضیه فرعی شش کمتر از ۰/۰۵ درصد می‌باشد پس فرض  $H_1$  قبول (داده‌های ترکیبی- اثرات ثابت) می‌باشد.

جدول ۴-۴- آزمون هاسمن برای تشخیص الگوی داده‌های اثرات ثابت یا تصادفی

نتیجه	سطح معنی‌داری	درجه آزادی	مقدار محاسبه شده‌ی F	آزمون هاسمن (جهت تشخیص تصادفی)
-------	------------------	------------	-------------------------	-----------------------------------

				یا ثابت)	
قبول $H_0$ (تصادفی)	۰/۴۹۱	۶	۵/۴۱۶	Cross-section	فرضیه اصلی یک
قبول $H_1$ (ثابت)	۰/۰۰۰	۶	۱۶۸/۲۷۷	Cross-section	فرضیه اصلی دو
قبول $H_0$ (تصادفی)	۰/۴۸۸	۴	۳/۴۳۳	Cross-section	فرضیه فرعی یک
قبول $H_1$ (ثابت)	۰/۰۰۰	۴	۱۴۸/۴۷۸	Cross-section	فرضیه فرعی دو
قبول $H_0$ (تصادفی)	۰/۴۷۱	۴	۳/۵۴۲	Cross-section	فرضیه فرعی سه
قبول $H_1$ (ثابت)	۰/۰۰۰	۴	۱۵۳/۸۱۸	Cross-section	فرضیه فرعی چهار
قبول $H_0$ (تصادفی)	۰/۲۹۴	۴	۴/۹۲۷	Cross-section	فرضیه فرعی پنج
قبول $H_1$ (ثابت)	۰/۰۰۰	۴	۱۵۳/۸۱۸	Cross-section	فرضیه فرعی شش

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴-۴- برآورد مدل

۱- فرضیه فرعی یک: خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است.

جدول ۴-۵- برآورد مدل برای فرضیه یک

نام متغیر	ضریب $\beta$	آماره t	سطح معنی داری	نتایج
خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی ( $\Delta X_{fin}$ )	۱/۶۵	۶/۲۵۷	۰/۰۰۰	تأیید
اندازه شرکت ( $Size$ )	۲۹/۲۹۲	۲/۲۲۱	۰/۰۲۶	تأیید
سودآوری شرکت ( $Pro$ )	۱/۵۹	۲/۲۰۳	۰/۰۳۷	تأیید
نقدینگی شرکت ( $Liq$ )	۲/۶۴	۳/۲۵۶	۰/۰۲۳	تأیید
عرض از مبداء	۳۸۸/۸۵۵	۴/۹۵۰	۰/۰۰۰	تأیید
شاخص‌های برازندگی مدل				
$R^2 = ۰/۹۲$ Durbin-Watson		$F = ۱/۸۸$		$Prob(F-statistic): ۱۰/۵۳۲$

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۴-۵) نشان می‌دهد خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیر مثبت دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ چون t بدست آمده از ۱/۹۶ بزرگتر و سطح خطا کمتر از ۰/۰۵ درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است.

۲- فرضیه فرعی دو: خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است.

جدول ۴-۶- برآورد مدل برای فرضیه دو

نام متغیر	ضریب $\beta$	آماره t	سطح معنی داری	نتایج
خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی ( $\Delta X_{fin}$ )	۴/۰۲	۳/۳۶۳	۰/۰۰۰	تأیید
اندازه شرکت ( $Size$ )	۰/۰۴۳	۱۸/۳۴۷	۰/۰۰۰	تأیید
سودآوری شرکت ( $Pro$ )	۱/۶۱	۲/۲۴۸	۰/۰۲۴	تأیید
نقدینگی شرکت ( $Liq$ )	۴/۳۹	۴/۷۲۲	۰/۰۰۸	تأیید
عرض از مبداء	۰/۷۴۱	۵۲/۷۸۲	۰/۰۰۰	تأیید
شاخص‌های برازندگی مدل				
Durbin-Watson $R^2 = ۰/۹۴$		F=:۱/۸۸		Prob(F-statistic):۴/۰۳۵
۰/۰۰۰۰				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۴-۶)- نشان می‌دهد خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیر مثبت دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ چون t بدست آمده از ۱/۹۶ بزرگتر و سطح خطا کمتر از ۰/۰۵ درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است.

۳- فرضیه فرعی سه: وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است.

جدول ۴-۷- برآورد مدل برای فرضیه سه

نام متغیر	ضریب $\beta$	آماره t	سطح معنی داری	نتایج
خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام پس از کسر سود سهام پرداختی ( $\Delta Equity$ )	۷/۲۹	۱۴/۴۶۸	۰/۰۰۰۰	تأیید
اندازه شرکت ( $Size$ )	۲۹/۹۱۹	۲/۲۷۹۹	۰/۰۲۲۸	تأیید
سودآوری شرکت ( $Pro$ )	۱/۴۹	۲۵/۴۱۴۷	۰/۰۰۰۰	تأیید
نقدینگی شرکت ( $Liq$ )	۲/۲۳	۳۰/۱۴۱۱	۰/۰۰۰۰	تأیید
عرض از مبداء	۳۹۲/۵۰۳۱	۵/۰۱۷۳	۰/۰۰۰۰	تأیید
شاخص‌های برازندگی مدل				
Durbin-Watson $R^2 = ۰/۹۱$		F=:۱/۷۸		Prob(F-statistic):۱۰/۵۷۱
۰/۰۰۰۰				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۴-۷) نشان می‌دهد وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیر مثبت دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ چون  $t$  بدست آمده از  $1/96$  بزرگتر و سطح خطا کمتر از  $0/05$  درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است

**۴- فرضیه فرعی چهارم: وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است.**

جدول ۴-۸- برآورد مدل برای فرضیه چهارم

نام متغیر	ضریب $\beta$	آماره $t$	سطح معنی داری	نتایج
خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام پس از کسر سود سهام پرداختی ( $\Delta Equity$ )	۱/۰۹	۴/۷۵۷	۰/۰۰۰۰	تأیید
اندازه شرکت ( $Size$ )	۰/۰۴۳	۴۷۶.۱۸	۰/۰۰۰	تأیید
سودآوری شرکت ( $Pro$ )	۳/۳۳	۹/۶۱۵	۰/۰۰۰۰	تأیید
نقدینگی شرکت ( $Liq$ )	۵/۷۳	۲/۴۲۰	۰/۰۱۵۷	تأیید
عرض از مبداء	۰/۷۳۸	۵۲/۳۹۹	۰/۰۰۰۰	تأیید
شاخص‌های برازندگی مدل				
$R^2 = 0/94$ Durbin-Watson	$F = 1/77$	$Prob(F\text{-statistic}) = 4/078$		۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۴-۸) نشان می‌دهد وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیر مثبت دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ چون  $t$  بدست آمده از  $1/96$  بزرگتر و سطح خطا کمتر از  $0/05$  درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است.

**۵- فرضیه فرعی پنجم: وجوه تأمین مالی از طریق استقراض شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است.**

جدول ۴-۹- برآورد مدل برای فرضیه پنجم

نام متغیر	ضریب $\beta$	آماره $t$	سطح معنی داری	نتایج
-----------	--------------	-----------	---------------	-------



خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت ( <i>Debt</i> )	-۴/۶۳۳	-۹/۸۷۲	۰/۰۰۰۰	تأیید
اندازه شرکت ( <i>Size</i> )	۲۳/۶۲۲	۲/۰۲۳	۰/۰۳۸۵	تأیید
سودآوری شرکت ( <i>Pro</i> )	۹/۹۶	۷/۳۱۶	۰/۰۰۰	تأیید
نقدینگی شرکت ( <i>Liq</i> )	۳/۶۱	۸/۸۵۵	۰/۰۰۰۰	تأیید
عرض از مبداء	۶۸۱۰/۱۹۴	۱/۹۸۳	۰/۰۴۷۵	تأیید
شاخص‌های برازندگی مدل				
$R^2 = ۰/۹۵$ Durbin-Watson	$F = ۱/۸۹$	Prob(F-statistic): ۱۲/۳۹۸	۰/۰۰۰۰	

#### منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۹-۴) نشان می‌دهد خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت بر خرید سهام تأثیر منفی دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ چون  $t$  بدست آمده از  $۱/۹۶$  بزرگتر و سطح خطا کمتر از  $۰/۰۵$  درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است اما بصورت منفی.

#### ۶- فرضیه فرعی شش: وجوه تأمین مالی از طریق استقراض شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است.

جدول ۴-۱۰ برآورد مدل برای فرضیه شش

نام متغیر	ضریب $\beta$	آماره $t$	سطح معنی داری	نتایج
خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت ( <i>Debt</i> )	۷/۴۴	۸/۰۰۶	۰/۰۰۰۰	تأیید
اندازه شرکت ( <i>Size</i> )	۰/۰۶۰	۲۴/۰۰۲	۰/۰۰۰۰	تأیید
سودآوری شرکت ( <i>Pro</i> )	۲/۵۳	۴/۹۶۵	۰/۰۰۰۰	تأیید
نقدینگی شرکت ( <i>Liq</i> )	۳/۸۸	۲/۷۴۵	۰/۰۳۱۱	تأیید
عرض از مبداء	۰/۶۳	۴۲/۲۸۰	۰/۰۰۰۰	تأیید
شاخص‌های برازندگی مدل				
$R^2 = ۰/۹۵$ Durbin-Watson	$F = ۱/۷۷$	Prob(F-statistic): ۵/۹۴۹	۰/۰۰۰۰	

#### منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۱۰-۴) نشان می‌دهد خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت بر توسعه بازار سهام تأثیر مثبت دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ چون  $t$  بدست آمده از  $۱/۹۶$  بزرگتر و سطح خطا کمتر از  $۰/۰۵$  درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است.

#### ۷- فرضیه اصلی یک تحقیق: تأمین مالی شرکت سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است.

جدول ۴-۱۱- برآورد مدل برای فرضیه اصلی

نام متغیر	ضریب $\beta$	آماره t	سطح معنی داری	نتایج
خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی ( $\Delta X_{fin}$ )	۷/۹۹	۳۳/۸۶	۰/۰۰۰	تأیید
خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام پس از کسر سود سهام پرداختی ( $\Delta Equity$ )	۴/۹۳	۵/۸۶	۰/۰۰۰۰	تأیید
خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت ( $Debt$ )	-۱/۴۹	-۱۳۵/۴۷	۰/۰۰۰۰	تأیید
اندازه شرکت ( $Size$ )	۳۴/۵۳۴	۲/۵۲۵	۰/۰۱۱۷	تأیید
سودآوری شرکت ( $Pro$ )	۷/۲۱	۱۱/۶۲	۰/۰۰۰۰	تأیید
نقدینگی شرکت ( $Liq$ )	۱/۹۸	۲/۳۸۰	۰/۰۲۴۱	تأیید
عرض از مبداء	۱۴۸/۹۶۴	۵/۱۵۴	۰/۰۰۰۰	تأیید
شاخص‌های برازندگی مدل				
$R^2 = ۰/۹۱$	Durbin-Watson	F=۱/۵۹	Prob(F-statistic): ۷/۴۰۸	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۴-۱۱) نشان می‌دهد

- ۱- خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیر مثبت دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ چون t بدست آمده از ۱/۹۶ بزرگتر و سطح خطا کمتر از ۰/۰۵ درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است.
  - ۲- وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیر مثبت دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ چون t بدست آمده از ۱/۹۶ بزرگتر و سطح خطا کمتر از ۰/۰۵ درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است.
  - ۳- می‌دهد خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت بر خرید سهام تأثیر منفی دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ چون t بدست آمده از ۱/۹۶ بزرگتر و سطح خطا کمتر از ۰/۰۵ درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر خرید سهام تأثیرگذار است اما بصورت منفی.
- $R^2$  ضریب تعدیل شده شد داد درصد ۹۱ درصد متغیرهای مستقل توسط متغیر وابسته توضیح داده می‌شود. دوربین واتسون بدست آمده برابر ۱/۵۹ است. نشان می‌دهد بین متغیرهای رابطه هم خطی یا ضریب خود همبستگی وجود ندارد.

آماره F بدست آمده برابر با ۴/۳۴ است و سطح معنی دار برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد. آمار F معنادار بودن کل رگرسیون تأیید می‌شود.

۱- فرضیه اصلی دو تحقیق: تأمین مالی شرکت سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است.

جدول ۴-۱۲ - برآورد مدل برای فرضیه پنج

نام متغیر	ضریب $\beta$	آماره t	سطح معنی داری	نتایج
خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی ( $\Delta X_{fin}$ )	۶/۷۲	۵/۰۴	۰/۰۰۰۰	
خالص وجه نقد حاصل از فروش سهام پس از کسر سود سهام پرداختی ( $\Delta Equity$ )	۴/۳۸	۲/۱۰	۰/۰۴۱	
خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت ( $Debt$ )	۶/۴۳	۴/۷۵	۰/۰۰۰۰	تأیید
اندازه شرکت ( $Size$ )	۰/۰۴۷	۱۹/۴۵	۰/۰۰۰۰	تأیید
سودآوری شرکت ( $Pro$ )	۲/۰۰	۱/۹۹	۰/۰۴۶۵	تأیید
نقدینگی شرکت ( $Liq$ )	۲/۶۴	۲/۶۱	۰/۰۳۳۱	تأیید
عرض از مبداء	۰/۷۱۸	۴۹/۸۲۶	۰/۰۰۰۰	تأیید
شاخص‌های برازندگی مدل				
$R^2 = ۰/۹۵$	Durbin-Watson	F=۱/۷۷	Prob(F-statistic): ۴/۳۴۱	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۴-۱۲) نشان می‌دهد؛

- ۱-خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیر مثبت دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ چون t بدست آمده از ۱/۹۶ بزرگتر و سطح خطا کمتر از ۰/۰۵ درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است.
- ۲-وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیر مثبت دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی-داری وجود دارد؛ چون t بدست آمده از ۱/۹۶ بزرگتر و سطح خطا کمتر از ۰/۰۵ درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است.
- ۳-خالص وجه نقد حاصل از انتشار بدهی بلندمدت بر توسعه بازار سهام تأثیر مثبت دارد. از لحاظ آمار رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ چون t بدست آمده از ۱/۹۶ بزرگتر و سطح خطا کمتر از ۰/۰۵ درصد است. پس نتیجه گرفته می‌شود وجوه تأمین مالی از طریق انتشار سهام شرکت‌های سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است.

$R^2$  ضریب تعدیل شده شد داد درصد ۹۵ درصد متغیرهای مستقل توسط متغیر وابسته توضیح داده می‌شود. دوربین واتسون بدست آمده برابر ۱/۷۷ است. نشان می‌دهد بین متغیرهای رابطه هم خطی یا ضریب خود همبستگی وجود ندارد.

آماره F بدست آمده برابر با ۴/۳۴۱ است و سطح معنی دار برابر ۰/۰۰۰۰ می‌باشد. آمار F معنادار بودن کل رگرسیون تأیید می‌شود.

۴. نتایج و پیشنهادات

مقدمه شرکت ها به منظور اجرای پروژه های سودآور و دستیابی به حداکثر بازدهی واقعی در جهت افزایش ثروت سهامداران خود، از منابع مالی مختلفی بهره می برند. توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع درونی و بیرونی سازمان در فراهم ساختن سرمایه و تهیه برنامه های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکت محسوب می شود. یکی از دغدغه های همیشگی مدیران مالی شرکت ها تأمین مالی می باشد. مدیران مالی شرکت ها برای انجام طرح های توسعه ای و یا تأمین سرمایه در گردش روزمره خود نیاز به تأمین مالی پیدا می کنند. با رشد و توسعه علم مالی و طراحی انواع و اقسام ابزارهای تأمین مالی در دنیا جهت انجام تأمین مالی شرکت ها، مدیران مالی جهت تأمین مالی شرکت خود با انبوهی از ابزارها و روش ها و قراردادهای تأمین مالی مواجه هستند؛ بنابراین مدیران مالی برای تصمیم گیری جهت انتخاب روش تأمین مالی بنگاه اقتصادی خود همواره با این سؤال جدی مواجه هستند که کدام روش یا ابزار تأمین مالی می تواند بهترین و بهینه ترین تأمین مالی را برای شرکت مزبور انجام دهد. فلذا برای کمک به مدیران مالی جهت تصمیم گیری درست برای تأمین مالی بهینه در فرآیند تأمین مالی بنگاه اقتصادی لازم است تا یک سری معیارهای کمی و کیفی ارائه شود تا مدیران بتوانند با توجه به معیارهای اشاره شده در خصوص ابزار تأمین مالی تصمیم گیری نمایند نیهای و همکاران (۲۰۱۹)، مسعود (۲۰۱۶)، اتوموهتار (۲۰۱۴)، باقری (۱۳۹۷)، اسلامی دوست (۱۳۹۶)، خزائی و همکاران (۱۳۹۶)، یآوری (۱۳۹۶) در مطالعات خود نشان دادند تأمین مالی شرکت سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است. نتایجی که در این پژوهش بدست آمده است همسو و همراستا با مطالعات انجام شده می باشد. پس نتیجه گرفته می شود تأمین مالی شرکت سهامی بر توسعه بازار سهام تأثیرگذار است جلوگیری از قفل شدن منابع بانکی و تسویه بدهی دولت به پیمانکاران، ایجاد تناسب بین ریسک و بازده، جذب نقدینگی های سرگردان از بازارهای دارایی، تقسیم وظایف تأمین مالی در بازار پول و بازار سرمایه بر اساس اندازه بنگاه ها، تزریق غیر تومی منابع مالی به اقتصاد و افزایش شفافیت در فضای کسب و کار از جمله مزایای توسعه بازار بدهی در کشور می باشد. سابقه کم شکل گیری بازار بدهی در ایران و عدم شناخت کامل شرکت ها و سرمایه گذاران از آن، حاکم نبودن نظام عرضه و تقاضا بر نرخ گذاری اوراق منتشر شده، عدم امکان تغییر قیمت و بازدهی اوراق با درآمد ثابت، عدم اجرای رتبه بندی اعتباری اوراق بدهی، نیاز به انتشار اطلاعات مالی و ریز اطلاعات تأمین مالی بنگاه ها، گران بودن تأمین مالی از طریق بازار بدهی، دشواری و زمان بر بودن تأمین مالی از طریق بازار بدهی، زمان بر بودن فرآیند تهیه گزارش توجیهی، دیدگاه سنتی موجود مبنی بر اعتماد بیشتر به سیستم بانکی، فشار بر شرکت ها به منظور باز پرداخت اصل مبالغ اوراق در سررسید، از جمله دلایل عدم توسعه بازار بدهی در ایران است.

براساس نتایج به دست آمده و همچنین، باتوجه به نقش مثبت توسعه بازار سهام بر تأمین مالی، پیشنهاد می شود، سازوکارهای الزم برای استفاده از نوآوری های مالی و ابزارهای نوین تأمین مالی در بازار سرمایه فراهم شود. از جمله این اقدامات، می توان به به کارگیری اوراق مشارکت، انتشار برگه گواهی سبد سهام و گواهی فروش متری مسکن اشاره کرد. علاوه بر این، به منظور گوناگون سازی ترکیب ریسک و بازده و ایجاد فرصت های متنوع سرمایه گذاری، زمینه های همکاری با سایر نهادهای پولی و مالی، از جمله بانک ها، بیمه ها، صندوق بازنشستگی و تأمین اجتماعی فراهم شود.

منابع و مأخذ

احمدی منصورآبادی، م. (۱۳۸۶). بررسی روش های تأمین مالی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت دولتی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات.

اسلام دوست، ن. و غلامی، ا. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، سال هشتم، شماره ۱۵-۲۶: ۱۵.

آقایی، م.؛ احمدیان، و. و جهاز آتشی، ا. (۱۳۹۳). عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت های کوچک و متوسط ایران، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۶: ۲۱۲-۱۷۵.

باقری، ا.؛ رضانی، ع. و پورسعید، ع. (۱۳۹۷). آزمون مدل تاثیرگذاری روش های تأمین مالی داخلی و خارجی بر بازده کل واقعی سهام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری سال هفتم، شماره بیست و ششم: ۲۱۰-۱۸۷.

پهلوانی قمی، ع. (۱۳۹۶). تأثیر همگرایی مالی و اقتصادی بر ارتباط پویای میان نرخ ارز واقعی و شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران.

خزائی، ا.؛ طهرانچیان، ا.؛ جعفری صمیمی، ا. و طالبو، ر. (۱۳۹۵). تأثیر تأمین مالی داخلی بر بهره‌وری بنگاه‌ها (شواهد تجربی از صنعت خودرو در ایران)، فصلنامه مطالعات و سیاست‌های اقتصادی، سال ۹۵، شماره ۱: ۱۰۱-۱۲۸.

داودی، سید محمدرضا، عبدالباقی عطاآبادی، عبدالمجید، یوسفی، جواد. (۱۴۰۱). سودمندی راهبردهای سرمایه گذاری مبتنی بر تناوب زمانی در بورس اوراق بهادار تهران: تحلیل محتوایی نوسانگرهای هارمونیک و تناوب موج. فصلنامه اقتصاد مالی، سال ۱۶، شماره ۵۸، ۱۲۹-۱۵۲.

دهقان، عبدالمجید، کامیابی، منیره. (۱۳۹۸). چگونگی اثرگذاری متغیرهای اقتصادی بر بازدهی شرکت‌های بورسی در شرایط رونق و رکود بازار سرمایه ایران. فصلنامه اقتصاد مالی، سال ۱۳، شماره ۴۸، ۱۴۷-۱۶۶.

فرامرزی، م. (۱۳۹۶). تأثیر بازارهای موازی در قالب بازار سهام و ارز بر تقاضای پول در ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.

قاسمی، ح. (۱۳۹۵). بررسی و شناسایی عوامل مؤثر بر کارایی اقتصادی بانک‌های خصوصی و دولتی در ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد امارات.

قیصریان، ج. (۱۳۹۰). تحلیل ساختار سرمایه بانک ملی ایران و ارائه الگویی برای آن، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج.

محقق نیا، محمد جواد، ضیاچی، علی اصغر، سرگلزائی، مصطفی، خاشعی، وحید. (۱۴۰۱). ارزیابی اثر نوسانات ارزی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سنجش وقفه‌های زمانی آن، فصلنامه اقتصاد مالی، سال ۱۶، شماره ۵۹، ۱۲۷-۱۵۴.

یاوری، ک.؛ شهیدی، آ.؛ دهقان دهنوی، م.؛ حیدری، ح. (۱۳۹۵). اثر توسعه مالی بر ساختار سرمایه بنگاه‌های غیرمالی حاضر در سازمان بورس و اوراق بهادار ایران، مجله علمی پژوهشی سیاستگذاری اقتصادی، سال هشتم، شماره: ۱۵-۲۵.

Allen, F. , Gale, D. (2000). Comparing Financial Systems. MIT press, Cambridge, MA .

Antzoulatos, A. Koufopoulos, K. Lambrinouidakis, C. Tsiritakis E. (2016). Supply of Capital and Capital Structure: The Role of Financial Development. Journal of Corporate Finance 38, 166-195.

Aslan, H. , Kumar, P. , (2011). Lemons or cherries? Growth opportunities and market temptations in going public and private. Journal of Financ QuantAnal. 46 (2), 489 .

Campello, M., Graham, J., Harvey, C (2010); The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis, Journal of Financial Economics, . 97, 470-487.

1- Etudaiye-Muhtar, O.F., Ahmad, R. (2014). Banking Sector Development and Corporate Leverage: Empirical Evidence from South African Firms. International Journal of Economics and Finance 6(8): 278-288.

- 2- Eriotis, N, Vasilou, D. and Neokosmidi, Z.V.( 2007) ; How firm characteristics affect capital structure:an empirical study,*Managerial Finance*, 1.33,(5), 321-331.
- 3- Fazzari, S., Hubbard, R., and Petersen, B (1988); Financing constraints and corporate Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141–206.
- 4- Kaplan, S., and Zingales, L (1997); Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?, *Quarterly Journal of Economics*. 112, 169– 215.
- 5- Lowry, M. , Michaely, R. , Volkova, E. , (2017). Initial public offerings: A synthesis of the literature and directions for future research. *Foundat. Trend. Financ.* 11 (3-4), 154–320 .
- 6- Maksimovic, V. , Phillips, G. , Yang, L. , (2013). Private and public merger waves. *J. Fi- nanc.* 68 (5), 2177–2217 .
- 7- Masoud, N. (2016). “The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Libyan Firms”, *Research Journal of Finance and Accounting* 5(1), 67-83.
- 8- Marimuthu,Maran.(2009), Corporate Restructuring, Firm Characteristics and Implications on Capital Structure, *Journal of Business and Management*,Vol.4, No.1
- 9- Modigliani, F., Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review* 48: 261-297.
- 10- Mokhova, N., Zinecker, M. (2014). "Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure". *Procedia-Social and Behavioral Sciences* 110: 530-540.
- 11- Nihat ,A. Kathleen ,A .Ettore ,C . and Ozdakaka,A.(2019). Stock market development and the financing role of IPOs in acquisitions, *Journal of Banking and Finance* 98 (2019) 25–38.
- 12- Rahaman, M. M (2011); “Access to financing and firm growth”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35, No. 3, pp 709-723.
- 13- Saunders, A. , Steffen, S. , (2011). The costs of being private: evidence from the loan market. *Rev. Financ. Stud.* 24 (12), 4091–4122 .
- 14- Sun, J.; Ding, L.; Guo, J.; Li, Y. (2015). “Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK”, *The British Accounting Review*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001>.
- 15- Sun, J. Mohanty, S.K., Nandha, M., Turkistani, A.Q. and Alaitani, M.Y. (2013). Oil price movements and stockmarket returns: Evidence from Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Global Finance Journal*22, 42–55.