

بررسی تاثیر تجديد ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت های تجاری

حسین کامرانی^۱

اطهره رهبری سکل^۲

وحید بارانی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۰۹/۳۰

چکیده

تجدید ساختار بدهی؛ به اصول و موازینی اطلاق می شود که در طول بازه های زمانی کوتاه مدت و بلند مدت در ارتباط با متعادل ساختن میزان بدهی های شرکت ها انجام می شود. هر چقدر میزان بدهی های شرکت ها، با توجه به دارایی های شرکت ها در حد تعادل قابل قبولی باشد، به همان نسبت در بازه های زمانی بلندمدت، نرخ رشد سرمایه گذاری شرکت ها به سمت مثبت حرکت کرده و در نهایت باعث افزایش میزان سودآوری شرکت ها خواهد شد. هر چه قدر تخصص مدیران در ارتباط با الگوریتم های سرمایه گذاری پویا و موضوعات و زمینه های مختلف سرمایه گذاری بیشتر باشد، فرصت های رشد و سرمایه گذاری متنوع تری برای شرکت به وجود خواهد آمد. معیاری که می تواند باعث بهینه شدن تجدید ساختار بدهی بر مبنای معیارهای مربوط به سرمایه گذاری شود؛ نرخ رشد سودآوری با توجه به با توجه به الگوریتم های مربوط به کارایی و بهره وری می باشد. هدف این پژوهش، بررسی تاثیر تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویا شرکت ها است. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه ای و تحلیلی - علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ بررسی شده است. نتایج تحقیق در ارتباط با تایید فرضیه پژوهش نشان از آن داشت که تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد.

واژگان کلیدی

تجدید ساختار بدهی؛ سرمایه گذاری پویا؛ شرکت های تجاری

۱. گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران. (نویسنده مسئول: h.kamrani1987@iau.ac.ir)

۲. شهرداری بندرعباس. Athareh.rahbary@gmail.com

۳. شهرداری بندرعباس. Barani.vahid.89@gmail.com

مقدمه

در چارچوب نظری حسابداری و مالی کشورهای مختلف (که تعیین کننده هدف، وظیفه و محدودیت های حسابداری و گزارش گری مالی است)، توجه خاصی به جریان های نقدی حاصل از سرمایه گذاری پویا مبذول شده است. توجه خاص به جریان های نقدی ناشی از سرمایه گذاری پویا، به حدی بوده است که در اکثر کشورها این مهم به عنوان یکی از اهداف حسابداری و گزارش گری مالی بیان شده است، زیرا جریان نقد از نظر تئوریک در زمینه تصمیم گیری نظیر ارزیابی ریسک مربوط به مقدار و زمان وام و پیش بینی میزان اعتبار و ارزش گذاری شرکت و فراهم آوردن اطلاعات اضافی برای بازار سهام و می تواند مفید واقع شود (چن و همکاران^۱، ۲۰۲۰). سیاست های بلندمدت تامین مالی شرکت ها، بر روی حساسیت های سرمایه گذاری تاثیر داشته و در برخی موارد ممکن است باعث تحریک رشد جریان های نقدی در جهت مثبت باشد (تان و یانگ^۲، ۲۰۱۷). هر چه قدر تخصص مدیران در ارتباط با الگوریتم های سرمایه گذاری پویا و موضوعات و زمینه های مختلف سرمایه گذاری بیشتر باشد، فرصت های رشد و سرمایه گذاری متنوع تری برای شرکت به وجود خواهد آمد (تان و همکاران^۳، ۲۰۲۰). یکی از عوامل اساسی دستیابی شرکت ها به عملکرد بالا، اتخاذ تصمیمات بهینه سرمایه گذاری پویا توسط مدیران با تجربه شرکت ها می باشد (تان و همکاران^۴، ۲۰۲۰). مدیران با تجربه کاری بالا و اطلاعات به روز در ارتباط با مباحث سرمایه گذاری؛ به عنوان سرمایه اجتماعی و انسانی شرکت ها محسوب می شوند (جیانگ و همکاران^۵، ۲۰۱۹). اطلاعات منتشر شده مربوط به سرمایه گذاری پویا؛ می تواند در قضاوت نسبت به مبلغ، زمان و میزان اطمینان از تحقق جریان های وجوه نقد آتی حاص از سرمایه گذاری انجام شده، به استفاده کنندگان صورت های مالی کمک کند (مولرس و همکاران^۶، ۲۰۱۵).

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

- تجدید ساختار بدهی

توانایی شرکت ها در تعیین منابع مالی مناسب از عوامل اصلی بقا، رشد و پیشرفت یک شرکت به شمار می رود. مدیریت باید در زمان انتخاب روش تامین مالی به هدف پیشینه سازی ثروت سهامداران توجه کند و با توجه به هزینه منابع مختلف تامین مالی و آثار این منابع بر بازده و ریسک شرکت، به گزینش منابعی روی آورد که باعث به حداقل رساندن هزینه تامین مالی می شوند. در واقع ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که شرکت ها بوسیله آن به تامین مالی بلند مدت دارایی های خود می پردازند. هدف اصلی تصمیمات ساختار سرمایه، حداکثر نمودن ارزش بازار شرکت از طریق ترکیب مناسب منابع وجوه بلندمدت است. این ترکیب که ساختار بهینه سرمایه نام دارد، متوسط هزینه سرمایه شرکت را حداقل می کند. ساختار سرمایه می تواند حسب هدف پژوهش به صورت های

¹ - Chen et al

² - Tan and Yang

³ - Tan et al

⁴ - Tan et al

⁵ - Jiang et al

⁶ - Morellec et al

مختلف تعریف شود. برای نمونه در مطالعات مرتبط با مسائل نمایندگی، ساختار سرمایه می تواند به صورت نسبت کل بدهی به ارزش شرکت اندازه گیری شود. بدهی می توان به ارزش دفتری بازاری باشد (راجان و زینگلاس^۷، ۱۹۹۵).

تجدید ساختار بدهی ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام شرکت ها برای تامین مالی درازمدت دارایی هاست، این ساختار شامل بدهی های درازمدت، سهام ممتاز و سهام عادی است (کوهر و راهول^۸، ۲۰۰۷).

تجدید ساختار بدهی عبارت است از ترکیبی از سهام عادی، سهام ممتاز و زیرمجموعه های مرتبط با آن، سود انباشته و بدهی که واحد تجاری جهت تامین مالی دارایی های خود از آن استفاده می کند (دیمیتریس و ماریا^۹، ۲۰۱۰).

با توجه به آنچه بیان شد و همان گونه که واضح است، سمت چپ ترازنامه مبین نحوه تامین مالی منابع موجود در سمت راست آن است. به عبارت دیگر، سمت چپ ترازنامه انعکاسی از تجدید ساختار بدهی یک واحد تجاری است. بنابراین تجدید ساختار بدهی شامل ترکیبی از منابع مالی حاصل از بدهی ها، سهام عادی، سهام ممتاز و سود انباشته است. تصمیم گیری در این رابطه که تجدید ساختار بدهی یک شرکت چه ترکیبی داشته باشد، از وظایف اصلی مدیران است. مهمترین موضوع در تجدید ساختار بدهی، تعیین یک نسبت مناسب و مطلوب برای میزان بدهی ها و سهام است؛ زیرا به صورت مستقیم بر ارزش سهام شرکت در بازار اوراق بهادار اثرگذار است. با تعیین میزان سرمایه مورد نیاز شرکت، این مسئله مطرح است که تامین سرمایه مورد نیاز از کدام منبع و به چه ميزانی انجام شود. انتخاب بین میزان بدهی و یا سرمایه مورد استفاده در شرکت ها بستگی به عوامل مختلفی دارد که از آن جمله، تحت تاثیر قرار گرفتن تجدید ساختار بدهی بر اساس عوامل داخلی است که به طور کلی در جهت افزایش ارزش شرکت انجام می شود.

افزایش ارزش شرکت از جمله موضوع های مهم برای مدیران مالی شرکت است. برای دستیابی به این مهم، شرکت نیازمند استفاده بهینه منابع مالی و کسب بازدهی بالاست. در این رابطه، مدیران می توانند از دو طریق ارزش شرکت را بیشینه کنند، یک راه بالا بردن بازده شرکت است. افزایش اعتبار شرکت را به همراه دارد و راه دیگر، کاهش هزینه مربوط به تامین مالی شرکت و در پی آن، کاهش ریسک شرکت است. بر این اساس، ترکیب مناسب منابع مالی که می تواند منجر به دستیابی شرکت به سطح مطلوب ارزش شود، ساختار بهینه سرمایه نامیده می شود (چن و روگر^{۱۰}، ۲۰۰۵). به طور کلی منابع تامین مالی و عناصر تجدید ساختار بدهی شرکت ها از نظر محل تامین سرمایه مورد نیاز به دو دسته منابع داخلی (درون سازمانی) و منابع خارجی (برون سازمانی) تقسیم می شود. منظور از منابع تامین مالی داخلی، منابعی است که از محل وجوه داخلی شرکت تامین می شود که عبارتند از سود انباشته و اندوخته ها. منظور از منابع تامین

⁷ Rajan & Zingales

⁸ Kohher and Rahul

⁹ Dimitris and Maria

¹⁰ Chen and Roger

مالی خارجی، منابعی است که از محل وجوه نقد خارج از شرکت تامین می‌شود. این موارد عبارتند از سهام عادی، سهام ممتاز و منابع استقراضی (مدینه، ۱۳۸۹).

نظریه های تجدید ساختار بدهی

۱. رویکرد سنتی

به نظر می‌رسد که ماهیت رویکرد یا نظریه سنتی مالی اثباتی گرایانه^{۱۱} است (یعنی نشان دهنده تلاش برای شرح پدیده ها، به همان گونه ای که وجود دارند). به عبارت دیگر، در رویکرد اخیر بیشتر به بررسی مجموعه قواعد مورد استفاده در فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران و مدیران و کمتر به شرح دلایل به کارگیری قواعد مذکور و پیامدهای حاصل از آن پرداخته شده است. هدف رویکرد سنتی شناخت تصمیم گیریهای مالی ارزشمند در طی زمان و مشخص کردن ویژگیهای شرکتی بوده که اقدام به چنین تصمیم گیریهای کرده اند. زیرا در آن زمان تصور می کردند که اتخاذ چنین رویکردی به تدوین مجموعه قواعدی برای تصمیم گیریهای مالی خواهد انجامید (مرومار^{۱۲} و لئونکارسکی^{۱۳}، ۲۰۰۲).

در زمینه ساختار سرمایه شرکت ها نیز باور رایج در رویکرد سنتی این بوده که هر شرکت، با توجه به ویژگی هایش، از ظرفیتی «عادی» برای بدهی برخوردار است. منظور از ظرفیت مذکور سطحی از بدهی است که موجب کاهش هزینه های مالی شرکت می شود. در آن زمان، تصور بر این بود که تغییرات هزینه سرمایه شرکت تا آستانه ظرفیت مزبور بسیار کم است. چون تعیین ظرفیت بدهی شرکت نیز عملی نبود، تصمیم گیریهای مالی به تجربه و «حس درونی»^{۱۴} مدیران مالی شرکت بستگی داشت.

شکل گیری حس درونی مذکور نیز براساس مجموعه ای از «قواعد طلایی»^{۱۵} صورت می گرفت که در تصمیم گیریهای مالی (برای مثال، تطابق تاریخ سررسید بدهیها و عمر مفید داراییها) و عواملی مانند ارزش داراییهای شرکت (عمدتاً املاک و مستغلات)، توانایی بازپرداخت بدهیها در آینده، روش مدیریت بدهیها در گذشته و غیره از آنها استفاده می شد (دونالدسون^{۱۶}، ۱۹۶۱).

۲. نظریه مودیلیانی و میلر

نظریه های نوین ساختار مالی از اواخر دهه ۱۹۵۰ و به عبارت دقیق تر از زمان انتشار مقاله معروف مودیلیانی و میلر در سال ۱۹۵۸ و ارائه نظریه استقلال ارزش شرکت از ساختار سرمایه آن^{۱۷} مطرح شدند. آنان در نظریه خود چنین فرض کرده اند که هر شرکت دارای مجموعه معینی از جریانهای نقدی

¹¹Positivistic

¹²Mromar

¹³Loncarsky

¹⁴Gut Feeling

¹⁵Golden Rules

¹⁶Donaldson

¹⁷Irrelevance Proposition

مورد انتظار است. هنگامی که شرکت نسبت مشخصی از بدهیها و حقوق صاحبان سهام را برای تأمین مالی داراییهای خود تعیین می کند، در واقع، درباره چگونگی تقسیم جریانهای نقدی پیش گفته در میان سرمایه گذاران گوناگون تصمیم می گیرد. همچنین، فرض می شود از آنجا که میزان دسترسی سرمایه گذاران و شرکتها به بازارهای مالی یکسان است، به گونه ای که سرمایه گذاران می توانند کلیه نیازهای مالی شرکت (فارغ از میزان آن) و تسویه تمام بدهیهای ناخواسته ای را، که شرکت متعهد به ایفای آنهاست، تأمین کنند با توجه به مفروضات بالا، مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) نتیجه گیری کردند که بدهیها و ساختار سرمایه هر شرکت تأثیری در ارزش بازار آن ندارد.

انتشار مقاله آنها هم بسیاری از مسائل موجود در حوزه مربوط را تبیین کرد و هم موجب شکل گیری مباحث و ابهامات جدیدی در آن شد. از دیدگاه نظری، استقلال ساختار سرمایه شرکت از ارزش آن را می توان تحت شرایط گوناگونی به اثبات رساند.

در این راستا، می توان به دو نظریه اساسی و متفاوت اشاره کرد. فرضیه اول، که مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) آن را تدوین و صاحب نظرانی چون هیر شلیفر^{۱۹} (۱۹۶۶) و اشتیگلitz^{۲۰} (۱۹۶۹) تکمیل کردند، مبتنی بر آربیتراژ کلاسیک^{۲۱} است. براساس این نظریه، آربیتراژ سرمایه گذاران به استقلال ارزش شرکت از ساختار سرمایه آن می انجامد. نوع دوم نظریه های تدوین شده در زمینه استقلال ارزش شرکت از ساختار سرمایه آن مبتنی بر شرایط تعادل چندگانه^{۲۲} است. در این الگوها فرض می شود که شرایط تعادل به وجود آمده موجب ثابت ماندن

مجموع مبالغ بدهی و حقوق صاحبان سهام در بازار می شود. براساس الگوهای مذکور نیز نمی توان سهم هر شرکت را از مجموع مبالغ مورد اشاره تعیین کرد. میلر (۱۹۷۷) در مقاله کلاسیک خود، با فرض وجود مالیات بر درآمد برای شرکتها و افراد حقیقی، به محاسبه نسبت بدهی مشخص برای سطح کل اقتصاد پرداخته است؛ هرچند که اذعان می دارد تعیین نسبت مذکور برای هر یک از شرکتهای فعال در نظام اقتصادی مستلزم وجود نقاط تعادل متعددی است.

علاوه بر میلر (۱۹۷۷)، آوئرباخ^{۲۳} و کینگ^{۲۴} (۱۹۸۳) نیز با مطالعه ساختار سرمایه شرکت ها، نظریه مشابهی را در زمینه استقلال ارزش شرکت از ساختار سرمایه آن ارائه کرده اند.

^{۱۸} گفتنی است که درباره تاریخ آغاز مباحث مربوط به نظریه های نو ساختار مالی اختلاف نظرهایی وجود دارد، به گونه ای که، مصلاً ویلیامز (۱۹۸۱) بیان نسبتاً واضحی را از موضوع ارائه کرده، ولی موفق به اثبات آن نشده است. در مقاله روبینشتین (۲۰۰۳) نیز بحث مفصل و جالبی درباره پیشینه اندیشه های پشتوانه نظریه های مذکور مطرح شده است.

^{۱۹} Hirshleifer

^{۲۰} Stiglitz

^{۲۱} Classic Arbitrage

^{۲۲} Multiple Equilibria

^{۲۳} Auerbach

^{۲۴} King

یکی دیگر از پیامدهای انتشار مقاله مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) برانگیخته شدن پژوهشگران بسیاری برای رد ادعاهای مطرح شده در آن بوده است.

مطالعات نشان می دهد که نظریه دو صاحب نظر مزبور در برخی از شرایط نمی تواند پدیده های مشاهده شده را تبیین کند. تعدادی از موارد مذکور عبارت اند از در نظر گرفتن عواملی مانند انواع مالیات، هزینه های معاملاتی، هزینه های ورشکستگی، تضادهای نمایندگی، مخالف گزینی، عدم تفکیک فعالیتهای، تأمین مالی از سایر فعالیتهای عملیاتی شرکت^{۲۵} فرصتهای موجود در بازارهای مالی در طی زمان^{۲۶} و آثار مشتری گونه سرمایه گذاران^{۲۷}. بنابراین، با توجه به کثرت این عوامل، تعجبی ندارد که الگوهای متعددی در زمینه بررسی و تحلیل ساختار سرمایه شرکت ها طراحی شده باشد. پرداختن به همه نظریه ها و الگوهای تدوین شده از حوصله مقاله حاضر خارج است و مجال دیگری را می طلبد.

از دیدگاه تجربی نظریه مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) به سادگی قابل آزمون نیست؛ زیرا از آنجا، که تجدید ساختار بدهی و ارزش شرکت برونزا و تابع عوامل دیگری مانند سودآوری، ارزش وثایق^{۲۸} (داراییهای ثابت مشهود)، فرصتهای رشد و غیره است، نمی توان رابطه آنها را از طریق حل معادلات رگرسیون بررسی کرد (فاما و فرنچ، ۱۹۹۸؛ کمسلی^{۲۹} و نیسیم^{۳۰}، ۲۰۰۲). البته، باید توجه داشت که هر چند وجود روابط تجربی قابل اتکاء در میان برخی از عوامل و ساختار سرمایه شرکت موجب ابطال نظریه مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) نمی شود، آن را به نوعی گزاره غیر محتمل در زمینه چگونگی تأمین مالی شرکت ها تبدیل می کند. در مقابل، طرفداران نظریه مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) نیز اعتقاد دارند که گرچه این نظریه نمی تواند

چگونگی تأمین مالی فعالیتهای شرکتها را به طور واقعی شرح دهد، ابزاری را برای یافتن دلایل اهمیت آن فراهم می آورد. نکته آخر، در مورد بیشتر نظریه هایی که تا دهه ۱۹۸۰ در این حوزه تدوین شده اند، تفسیر مناسبی به شمار می آید. با این حال، در مطالعاتی که هم اکنون درباره تجدید ساختار بدهی و بسط نظریه های مربوط به آن صورت می گیرد، دیگر به بررسی مجدد فهرست مفروضات مطرح شده در نظریه مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) و یافتن مفروضات جدیدی که قبلاً از قلم افتاده اند، نمی پردازند (فرانک و گویال، ۲۰۰۵).

۳. نظریه توازن

عنوانی عمومی است که «نظریه توازن» اصطلاح صاحب نظران گوناگون برای تشریح مجموعه ای از نظریه های مرتبط با هم از آن استفاده می کنند. براساس نظریه های مزبور، تصمیم گیرندگانی که راهبری شرکت را بر عهده

^{۲۵}Lack of Separability Between Financing and Operations

^{۲۶}Time Varying Financial Market Opportunities

^{۲۷}Investor Clientele Effects

^{۲۸}Collaterals

^{۲۹}Kemsley

^{۳۰}Nissim

دارند هزینه ها و منافع گزینه های مختلف تأمین مالی را در تصمیم گیریهای مالی گوناگون خود مقایسه و ارزیابی می کنند.

نسخه اولیه نظریه توازن برخاسته از مباحثاتی است که پس از تدوین نظریه مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) در میان صاحب نظران به وجود آمد. با اضافه شدن بحث مالیات بر درآمد شرکت ها به الگوی اولیه آنها (مودیلیانی و میلر، ۱۹۶۳)، موضوع مزایای مالیاتی بدهیها و سپر مالیاتی ایجاد شده توسط آنها مطرح شد. با فرض خطی بودن تابع هدف شرکت و نبود هزینه های بحران مالی نیز این نظریه که ۱۰۰٪ تأمین مالی شرکت باید از محل بدهیها باشد تقویت شد.

باید توجه داشت که پرهیز از چنین پیش بینی های افراط گرایانه ای مستلزم در نظر گرفتن فرض مربوط به وجود هزینه های بحران مالی است که بارزترین نمونه آن هزینه ورشکستگی است. کراوس^{۳۲} و لیتزن برگر^{۳۳} (۱۹۷۳)، با دادن تعریفی از نظریه توازن، اظهار داشته اند که وجود ساختار سرمایه بهینه بیانگرو وجود نوعی توازن میان مزایای مالیاتی حاصل از بدهیها و هزینه های ورشکستگی است. به اعتقاد مایرز (۱۹۸۴)، در شرکت هایی که از الگوی نظریه توازن استفاده می کنند، نسبتی برای بدهی هدف تعیین و جهت حرکت شرکت به سوی آن تنظیم می شود. وی بر این باور است که این نسبت از طریق ایجاد نوعی تعادل در میان منافع حاصل از سپر مالیاتی بدهی ها و هزینه های ورشکستگی معین می شود.

با این حال، جنبه های متعددی از تعریف مایرز (۱۹۸۴) جای بحث دارد. نکته اول اینکه نسبت بدهی هدف قابل مشاهده نیست و تنها از روی شواهد موجود و در نظر گرفتن ساختاری مشخص برای آن قابل محاسبه است.

نکته دوم آنکه قانون مالیاتها در عمل پیچیده تر از آن است که در مفروضات نظری تصور می شود.

برای مثال، با توجه به اینکه کدام یک از ویژگیهای قانون مذکور مد نظر است، می توان به نتیجه گیریهای

متفاوتی درباره نسبتهای هدف شرکت دست یافت. (گراهام^{۳۴}، ۲۰۰۳).

سوم اینکه باید، به جای انتقال هزینه های ورشکستگی از یک مدعی^{۳۵} به مدعی دیگر، آنها را زیانهایی به شمار آورد که قابل بازیافت نیستند. ماهیت هزینه های ورشکستگی نیز حائز اهمیت است. آیا هزینه های مذکور جزء هزینه های ثابت شرکت تلقی می شود؟ آیا مبلغ آنها، با توجه به گسترش دامنه ورشکستگی، افزایش می یابد؟ آیا هزینه های ورشکستگی از نوع هزینه های دفعی^{۳۶} شرکت (مانند حق الزحمه وکیل) محسوب می شود یا از هزینه های ماندگار^{۳۷}

³¹ Tax Shield

³² Kraus

³³ Litzenberger

³⁴ Graham

³⁵ Claimant

³⁶ One-time Costs

³⁷ Permanent Costs

آن (مانند بهای از بین رفتن حُسن شهرت شرکت) به شمار می آید؟ گفتنی که هاگن^{۳۸} و سن بت^{۳۹} (۱۹۷۸) در این زمینه بحث جالبی کرده اند.

چهارم اینکه، برای تحلیل هزینه های معاملاتی، باید آنها را در قالب ساختار مشخصی نشان داد. همچنین، به منظور پرهیز از تعدیل ناگهانی نسبتهای بدهی شرکت در جهت اهداف مشخص شده، هزینه نهایی تعدیل^{۴۰} باید با اندازه آن متناسب باشد. البته، استفاده از چنین الگویی قدری دور از انتظار به نظر می رسد؛ زیرا همگان انتظار دارند که با هزینه های ثابت نسبتاً کلان و هزینه های نهایی تقریباً ثابتی روبه رو شوند. لیری و رابرتز (۲۰۰۶) از پیامدهای مختلف مفروضات گوناگون مربوط به هزینه های تعدیل بحث و درباره آنها بررسی کرده اند. با توجه به دلایلی که از نظر گذشت، بهتر است تعریف مایرز (۱۹۸۴) در دو بخش مطالعه شود:

بخش اول، نظریه توازن ایستا و، بخش دوم، رفتار تعدیل اهداف^{۴۱} (فرانک و گویال، ۲۰۰۵).

تعریف اول: هنگامی که ساختار سرمایه شرکت از طریق موازنه تکدوره ای^{۴۲} مزایای مالیاتی بدهی و هزینه های ورشکستگی تعیین می شود، می گوئیم ساختار سرمایه شرکت مطابق با الگوی نظریه توازن ایستا شکل گرفته است.

تعریف دوم: هنگامی که برای شرکت ساختار سرمایه هدف تعریف و مشاهده می شود، انحرافات ساختار سرمایه فعلی نسبت به ساختار سرمایه هدف مذکور به تدریج و در طی زمان حذف می شود، گوئیم شرکت رفتار تعدیل اهداف را در پیش گرفته است.

نظریه توازن ایستا

نسخه اولیه نظریه توازن ایستا را بردلی^{۴۳} و همکاران (۱۹۸۴) عرضه کرده اند. اما ساختار مالیاتی مفروض در الگوی مذکور انطباق دقیقی با واقعیتهای موجود ندارد. برای مثال، قانون مالیاتها شامل ویژگیهای پویایی است که نمی توان آنها را به روش مطلوبی در الگویی تک دوره ای و ایستا (مانند آنچه صاحب نظر مزبور مطرح کرده است) نمایش داد. براساس الگوی بردلی و همکاران (۱۹۸۴)، سرمایه گذاران خطر خنثی^{۴۴} فرض می شوند و، بابت اوراق قرضه ای که در پایان دوره در اختیار دارند، مشمول مالیاتی با نرخ تصاعدی می شوند. سود سهام دریافتی و عواید حاصل از داد و ستد سهام نیز مشمول مالیاتی با نرخ ثابت است. خطر خنثی بودن سرمایه گذاران حاکی از آن است که سرمایه گذاری آنان در اوراق بهاداری صورت گرفته که خالص عواید حاصل از آن (پس از کسر مالیات) بیش از سایر انواع اوراق بهادار است.

³⁸ Haugen

³⁹ Senbet

⁴⁰ Marginal Cost of Adjustment

⁴¹ Target Adjustment Behavior

⁴² Single Period Trade-Off

⁴³ Bradley

⁴⁴ Risk-Neutral

روشهای سرمایه گذاری پویا

برای سرمایه گذاری سه روش عمده وجود دارند که عبارتند از :

۱- روش اصولی^{۴۵}

۲- روش نموداری^{۴۶}

۳- روش مبتنی بر نظریه نوین مجموع اوراق بهادار^{۴۷}

روش اصولی

اساس روش اصولی در سرمایه گذاری بر این فرض بنا شده است که یک سرمایه گذار برای خریدن سهام ، وضع صنعت مربوطه به وضع کلی شرکت را تجزیه و تحلیل کند . سرمایه گذار باید تا زمانی که سهام ، بازده بالایی دارد آنها را نگه داشته و زمانی آنها را بفروشد که قیمت آن به بیش از ارزش واقعی رسیده باشد و احتمال اینکه دوره نگهداری آنها طولانی باشد ، نسبتاً زیاد است . در پیروی از این روش ، برخی از سرمایه گذاران اصول گرا سهامی را با کیفیت بالا می خرند و برای دوره نسبتاً طولانی آنها را نگهداری می نمایند . همچنین اکثر سازمانهای مالی از روش اصولی پیروی می کنند .

روش نموداری

در این روش از طریق مطالعه رفتار قیمت و حجم معامله سهام در گذشته ، نسبت به خرید یا فروش و یا نگهداری سهام تصمیم گیری می شود . در اجرای روش نموداری ، منحنی تغییر قیمت سهم مورد نظر را رسم و با توجه به مسیر حرکت قیمت در گذشته ، روند تغییر آینده را تعیین می کنند ، بنابراین شخصی که از این روش استفاده می کند بر اساس تجزیه و تحلیل نمودار مزبور ، سهم مورد نظر را انتخاب و آنرا خریداری می کند . عمده کسانی که از این روش استفاده می کنند سرمایه گذارانی هستند که قصد به دست آوردن بازده ، از طریق افزایش قیمت سهام را دارند یعنی سهامی را خریداری می کنند که قیمت آنها در یک دوره کوتاه مدت افزایش یابد .

نظریه نوین پرتفوی اوراق بهادار

این نظریه بر اساس دو فرض استوار است .

۱- بازار سرمایه کارا می باشد .

۲- اطلاعات مربوط به بازار و یکایک سهام در دسترسی همه قرار می گیرد .

اطلاعات تازه به سرعت به بازار منتقل می شود و در نتیجه قیمتهای سهام با توجه به اطلاعات تازه تعیین می شود . با توجه به کارایی بازار و این نکته که قیمت سهام در هر لحظه با قیمت در لحظه بعد از آن هیچ رابطه ای ندارد و اصطلاحاً " تغییرات قیمت سهام کاملاً مستقل از همدیگر هستند ، پیش بینی قیمتهای آینده ممکن نیست . اطلاعات به

۲- Fundamental Analysis

۳- Technical Analysis

۴- Modern Portfolio theory Approach

همه مردم می رسد و بطور کلی هیچ کس نمی تواند مرتب بازده اضافی بدست آورد، گذشته از این بازده اوراق بهاداری که دارای ریسک مشابه هستند در چنین بازاری یکسان است.

مدلهای مختلف رفتار قیمت سهام

در مقالات و تحقیقات مختلفی که در طول سالیانه گذشته، در خصوص کارایی بازار سرمایه انجام شده مدلهای گوناگونی جهت طبقه بندی رفتار قیمت سهام ارائه شده است و فرمولهای مختلفی جهت آزمون کارایی دیده می شود. مهمترین مدلهای به کار گرفته شده عبارتند از:

۱- مدل بازده مورد انتظار یا Fair game که کارایی را به عنوان زمینه مناسب برای سفته بازان جهت بدست آوردن بازده اضافی معرفی می نماید.

۲- مدل Submartingale

۳- مدل گشت تصادفی

مدل بازده مورد انتظار یا مدل Fair game

از نظر این مدل قیمت تعادلی یا بازده مورد انتظار اوراق بهادار به توجه به اطلاعات گذشته، تابعی از ریسک موجود در آن و به صورت زیر نشان داده می شود:

$$E(P_{j,t+1}/I_t) = P_{j,t} + E(R_{j,t+1}/I_t)P_{j,t}$$

قیمت اوراق بهادار j

$$I_t = \text{اطلاعات در زمان } t$$

مجموعه بازده یکدوره اوراق بهادار (شامل سود سهام)

$$R_j = (P_{j,t+1} - P_{j,t}) / P_{j,t}$$

$$E(P_{j,t+1} / I_t) = I_t (E(R_{j,t+1} / I_t) P_{j,t})$$

E ارزش مورد انتظار می باشد، انتظارات مشروطه (مشروط به اطلاعات I) در معادله بالا بدین معنی است که

نتیجه مدل بازده مورد انتظار هر چه که باشد، از اطلاعات I_t در تعیین بازده مورد انتظار تعادلی کاملاً استفاده شده است. به عبارت دیگر I_t در شکل گیری $P_{j,t}$ بطور کامل اثر دارد. معادله فوق این موضوع را بیان می کند که به شرط مجموعه ای از اطلاعات، قیمت تعادلی اوراق بهادار j در زمان $t+1$ تابع قیمت آن اوراق در زمان t به اضافه یک دوره بازده مورد انتظار روی اوراق بهادار می باشد. از آنجائیکه مجموعه اطلاعات I_t بطور کامل به $P_{j,t}$ اثر گذاشته است و قیمت منعکس کننده کامل اطلاعات می باشد، می توان گفت بازار کارا می باشد. در مدل Submartingale و گشت تصادفی در واقع موارد خاصی برای مدل Fair game می باشند، این دو مدل توجه دقیق به نتایج تغییرات قیمت در طول زمان دارند.

پیشینه تحقیق

تان و لیو^{۴۸} (۲۰۲۱)، در پژوهشی تحت عنوان "تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویا و سیاست های تامین مالی" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق پرداختند. نتایج تحقیق آن ها در ارتباط با تایید فرضیه اول نشان داد که سرمایه اجتماعی مدیران بر حساسیت سرمایه گذاری نسبت به وجوه نقد شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد. همچنین نتایج تحقیق آن ها در ارتباط با فرضیه دوم حاکی از آن بود که سرمایه اجتماعی مدیران بر حساسیت سرمایه گذاری نسبت به تامین مالی شرکت ها تاثیر منفی و معکوسی می گذارد. در ادامه نتایج تحقیق آن ها در ارتباط با فرضیه سوم نشان از آن داشت که سرمایه اجتماعی مدیران بر حساسیت سرمایه گذاری نسبت به عملکرد مالی شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد. در نهایت نتایج تحقیق آن ها در ارتباط با فرضیه چهارم حاکی از آن بود که سرمایه اجتماعی مدیران بر حساسیت سرمایه گذاری نسبت به عملکرد بازده سهام شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد. همچنین نتایج تحقیق آن ها نشان داد که تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد. در نهایت نتایج تحقیق آن ها نشان داد که تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها تاثیر منفی و معکوسی می گذارد.

چن و همکاران^{۴۹} (۲۰۲۰)، در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین سیاست های تامین مالی و نحوه رویارویی آن ها با مشکلات مالی تاثیرگذار بر تصمیم های مربوط به ذخیره سازی وجه نقد و سرمایه گذاری در مخارج تحقیق و توسعه شرکت ها" به بررسی روابط بین متغیرهای تجربیات کاری مدیران، مشکلات مالی و ذخیره سازی وجه نقد شرکت ها پرداخته اند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که شرکت هایی که رییس هیات مدیره آن ها تجربه مشکلات مالی را در گذشته داشته است، نسبت به دیگر شرکت ها سطح بیشتری از وجه نقد، نگهداری کرده و کمتر در مخارج تحقیق و توسعه سرمایه گذاری می کنند. همچنین نتایج تحقیق آن ها نشان داد که سیاست های تامین مالی بر روی سرمایه گذاری در مخارج تحقیق و توسعه شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد.

لیو و همکاران^{۵۰} (۲۰۲۰)، در پژوهشی تحت عنوان "محدودیت های مالی و سرمایه گذاری در مخارج تحقیق و توسعه و تاثیر آن بر تجدید ساختار بدهی: شواهدی از روی شرکت های تولیدی هند" به بررسی روابط بین این متغیرها بین سال های ۲۰۱۸-۲۰۱۱ پرداختند. آن ها با استفاده از مدل پویا نشان دادند که سرمایه گذاری در مخارج تحقیق و توسعه رابطه مثبت معنادار با جریان های نقدی داخلی دارد. همچنین نتایج تحقیق آن ها نشان داد که محدودیت های تامین مالی با نشان دادن حساسیت جریان نقدی بالاتر برای شرکت های کوچک و جوان نسبت به شرکت های پیرتر مشهودتر است. علاوه بر این، آن ها به بررسی اثر وابستگی گروه کسب و کار و نقدینگی بازار مالی در رابطه بین عوامل مالی و سرمایه گذاری در R&D پرداخته و موفق به پیدا کردن مزیت قابل توجه برای شرکت های گروه وابسته شدند و نتایج آن ها

⁴⁸ - Tan and Luo

⁴⁹ - Chen et al

⁵⁰ - Luo et al

نشان داد که ناکارآمدی گروه‌های کسب و کار در کاهش محدودیت‌های مالی وجود دارد. علاوه بر این، آن‌ها اثبات کردند که شرکت‌های نمونه برای تامین مالی R&D نیاز به افزایش فروش و جریان‌های نقدی داشته و حتی در طول دوره از بازار داغ حقوق صاحبان سهام استفاده نمی‌کنند و درگیری خودشان در سرمایه‌گذاری در R&D را مصادف با استفاده از ذخایر نقدی می‌دانند و در نهایت انجام این مأمور باعث افزایش نوسانات تجدید ساختار بدهی در جهت مثبت خواهد بود.

تان و همکاران^{۵۱} (۲۰۲۰)، در پژوهشی تحت عنوان "سیاست‌های تامین مالی از طریق بدهی، ریسک سرمایه و عملکرد مالی پس از عرضه عمومی اولیه سهام" به بررسی روابط بین این متغیرها در یک نمونه بیش از ۶۰۰۰ شرکت‌های IPO طی سال‌های ۱۹۸۰ الی ۲۰۱۲ پرداختند. آن‌ها در دو نقش و از منظر واسطه‌های مالی، وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران این موضوع را بررسی و نشان دادند که سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان به طور کلی انواع مختلف صندوق شرکت‌ها محسوب شده و به طور متوسط، جایگزین یکدیگر هستند. با این حال، در برخی موارد مشاهده کردند که بین این دو تعاملات همسانی ایجاد شده و نقش مکملی بین دو منابع مالی سیاست‌های تامین مالی از طریق بدهی و عرضه عمومی اولیه سهام ایجاد شده است. همچنین آن‌ها نشان دادند که شرکت با بدهی بالا عدم قطعیت ارزیابی پایین‌تری نسبت به ریسک سرمایه داشته، و بازده پایین‌تر ناشی از حمایت اولیه کمتری از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های IPO بوده و عملکرد این شرکت‌ها پس از عرضه اولیه رشد داشته است. با این حال، شرکت‌های با سطح بالای بدهی در بلندمدت، به خصوص کسانی که بدون سرمایه‌گذاری شواهدی را ارائه می‌کنند ریسک سرمایه بیشتری توسط سرمایه‌گذاران معتبر تجربه خواهد کرد.

آنتیل و گراندیر^{۵۲} (۲۰۱۹)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر نظام راهبری شرکتی بر محدودیت‌های مالی سرمایه‌گذاری پویا" به بررسی رابطه بین نظام راهبری شرکتی بر محدودیت‌های مالی را بر داده‌های ۱۴ کشور انجام دادند. نتایج تحقیق به صورت زیر عنوان شد که حاکمیت شرکتی بهتر، وابستگی شرکت‌ها به جریان‌های نقدی داخلی را کاهش داده و محدودیت‌های مالی ناشی از سرمایه‌گذاری پویا را می‌کاهد.

جیانگ و همکاران^{۵۳} (۲۰۱۹)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه بین اثر جریان‌های نقدی مثبت یا منفی سرمایه‌گذاری پویا بر سطح نگهداری وجه نقد و سیاست‌های تامین مالی شرکت‌ها" به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. آن‌ها اظهار کردند بر مبنای ادبیات موجود، در وضعیتی که واحد تجاری جریان‌های نقدی مثبت (منفی) ناشی از سرمایه‌گذاری پویا دارد، تمایل کمتری به نگهداری وجه نقد خواهد داشت. همچنین، شرکت‌های دارای محدودیت تامین مالی در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت تامین مالی، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید و تامین وجوه مورد نیاز پروژه‌های غیر سودآور خواهند داشت.

⁵¹ - Tan et al

⁵² - Antill and Grenadier

⁵³ - Jiang et al

فتاحی و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی پایداری بدهی و تامین مالی از طریق بدهی" به بررسی پایداری بدهی دولت در اقتصاد ایران در طی دوره ۱۳۹۹ تا ۱۳۹۰ پرداختند. روش تحقیق آن ها از نوع همبستگی و با استفاده از رگرسیون چند متغیره انجام شده است. نتایج تحقیق به صورت زیر عنوان شد که در کوتاه مدت پایداری بدهی به صورت ضعیف در اقتصاد ایران وجود دارد، اما در بلندمدت بدهی پایدار نیست، بنابراین برای اینکه دولت در آینده بتواند خطر بحران بدهی را کاهش دهد می بایست تلاش کند تا اقتصاد و منابع درآمدی را متنوع کند و از وابستگی بودجه به درآمدهای نفتی بکاهد.

صالحی نیا و تامرادی (۱۳۹۹)؛ در پژوهشی تحت عنوان «تاثیر ارتباطات سیاسی بر سیاست های تامین مالی» به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش آماری پنل دیتا پرداختند. نتایج تحقیقات آنها نشان داد، با توجه به محیط به شدت رقابتی شرکت ها؛ اگر شرکتی موقع نیاز نتواند منابع مالی لازم را تامین کند ممکن است در فعالیت هایش با مشکل روبرو شود. شرکت ها عموماً از دو جنبه نگران شرایط تامین مالی خود هستند نخست آیا در موقع نیاز، توانایی تامین منابع مالی لازم را با هزینه پایین دارند و دوم، آیا توانایی بازپرداخت بدهی هایشان را دارند یا خیر. نتایج تحقیقات نشان داد یکی از عوامل تاثیرگذار و شرایط تامین مالی شرکت ها و ارتباطات سیاسی است که در ادبیات پژوهشی کمتر به آن توجه شده است همچنین نتایج تحقیقات نشان داد که ارتباطات سیاسی بر نسبت به دوره های کوتاه مدت، نسبت بدهی های بلندمدت، نسبت مجموع بدهی ها و هزینه بدهی تاثیر مثبت و معناداری می گذارند. همچنین نتایج یافته های آنها نشان داد که ارتباطات سیاسی بر رتبه اعتباری شرکت ها تاثیر منفی و معناداری دارد.

دموردی و قدرک فروشان (۱۳۹۸)؛ در پژوهشی تحت عنوان «سیاست های تامین مالی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی و روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش آماری پنل دیتا پرداختند. هدف آنها در این پژوهش بررسی تاثیر الگوریتم های مربوط به سیاست های تامین مالی بر معیارهای کارایی سرمایه گذاری بوده و آنچه در این پژوهش آن را از سایر پژوهش در حوزه کارهای سرمایه گذاری متمایز می کند متغیر سیاست های تامین مالی است که با استفاده از مدل مک نایت مورد استفاده قرار گرفته و نسبت بدهی، اهرم مالی و سود تقسیم سود سهام نقدی سنجیده می شود و برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری از مدل ریچاردسون استفاده شده است. نمونه پژوهش آنها با استفاده از روش حذفی سیستماتیک و با اعمال شرایط متغیرهای پژوهش به تعداد ۷۵ نمونه شرکت انتخاب شده و فرضیه ها با استفاده از ۶ مدل رگرسیون و با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی ارزش شرکت و بازده سود آوری و بازده حقوق صاحبان سهام و سرمایه در گردش خالص و ناخالص و با تکنیک آماری رگرسیون داده های تابلویی مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است که سیاست های تامین مالی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر منفی معناداری دارد. علاوه بر این سیاست های تامین مالی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های با ارزش و با ارزش متفاوت تاثیر متفاوتی دارد.

شکرخواه و قاصدی دیزجی (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان "تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تامین مالی مدیران" به بررسی روابط بین متغیرهای پژوهش در بازه زمانی ۱۳۷۵ تا ۱۳۹۰ با استفاده از مدل های رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر داده های ترکیبی پرداخته اند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که از بین متغیرهای کلان اقتصادی سه متغیر نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی و نرخ بهره بانکی با نسبت بدهی به عنوان شاخصی جهت تصمیمات تامین مالی مدیران رابطه ای معنادار و با جهت منفی دارد، ولی متغیرهای نرخ برابری ارز و میزان اعتبارات بانکی با نسبت بدهی رابطه ای معنادار ندارد.

روش شناسی پژوهش

روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی: در این پژوهش از این رو که در پی یافتن رابطه معناداری بین متغیرهای تحقیق هستیم و همین طور به مطالعه حدود تغییرات متغیر وابسته با توجه به حدود تغییرات متغیرهای مستقل می پردازیم، در زمره پژوهش های همبستگی قرار دارد، بنابراین روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی یک پژوهش از نوع همبستگی می باشد که برای کشف همبستگی بین متغیرها به روش پس رویدادی عمل خواهد شد.

روش پژوهش از نظر هدف: تحقیق حاضر از لحاظ نوع کار تحقیقاتی و از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی است که از اطلاعات واقعی و روش های مختلف آماری برای رد یا عدم رد فرضیه ها استفاده می گردد، و در حوزه تئوری اثباتی قرار می گیرد.

روش انجام پژوهش: انجام این پژوهش در چارچوب استدلالات قیاسی - استقرائی می باشد، بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه ای، مقالات و سایت ها در قالب قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه ها در قالب استقرائی می باشد.

روش و ابزار جمع آوری اطلاعات

در هر تحقیق، تهیه اطلاعات واقعی با توجه به اهداف تحقیق از اهمیت اساسی برخوردار است. در این پژوهش برای مطالعه مبانی نظری و بررسی پیشینه تحقیق، از روش کتابخانه ای با بهره گیری از کتب و مقالات تخصصی فارسی و لاتین و پایان نامه ها استفاده می گردد از آنجایی که اطلاعات مربوط به متغیرهای این پژوهش شامل بسیاری از اقلام حسابداری مندرج در صورت های مالی حسابرسی شده شرکت ها می باشد، داده های مورد نیاز از صورت های مالی موجود در سایت های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به سازمان بورس و اوراق بهادار^{۵۴} و شبکه کدال، سیستم های جامع اطلاع رسانی ناشران^{۵۵}، مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران^{۵۶} و لوح های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار به صورت دستی استخراج می شود، که به نظر می رسد نسبت به سایر منابع موجود از اعتبار بیشتری برخوردار است. هم چنین سایر اطلاعات مورد نیاز مربوط به صورت های مالی شرکت ها، در بانک اطلاعاتی بورس اوراق بهادار و

⁵⁴ - www.rdis.ir

⁵⁵ - www.codal.ir

⁵⁶ - www.fipiran.com

از نرم افزار ره آورد نوین که بصورت فایل های Pdf و Excel می باشد گردآوری شده است. این اطلاعات شامل سود و زیان، ترازنامه، صورت جریان وجوه نقد و ... می باشد.

تجزیه و تحلیل داده ها فرایندی چند مرحله ای است که طی آن داده هایی که به طرق مختلف جمع آوری شده اند؛ خلاصه، دسته بندی و در نهایت پردازش می شوند تا زمینه برقراری انواع تحلیل ها و ارتباط بین داده ها به منظور آزمون فرضیه ها فراهم آید. در این فرایند، داده ها هم از لحاظ مفهومی و هم از جنبه تجربی پالایش می شوند و تکنیک های گوناگون آماری نقش به سزایی در استنتاج ها و تعمیم به عهده دارند (خاکی، ۱۳۸۴، ص ۳۰۵). در این فصل با استفاده از داده های جمع آوری شده از نمونه آماری تحقیق که شامل ۱۰۴ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۴۰۰ می باشد، فرضیه های تحقیق مورد آزمون قرار می گیرند. روش آزمون فرضیات در مطالعه حاضر روش داده های پانل می باشد که با بهره گیری از نرم افزارهای Eviews 8.1، Spss 22 و Minitab 17.1، انجام خواهد شد. در ادامه ابتدا به منظور کسب شناخت بیشتر درباره جامعه آماری و متغیرهای مورد مطالعه، خلاصه ای از آمار توصیفی متغیرهای تحقیق ارائه و نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته آزمون می گردد. سپس بر اساس طبقه بندی صورت گرفته در خصوص فرضیه های تحقیق، به گزارش آزمون فرضیه ها و تجزیه و تحلیل نتایج حاصل پرداخته می شود.

متغیرها و مدل تحقیق

تعاریف عملیاتی متغیرهای وابسته:

سرمایه گذاری پویای شرکت i در سال t: $(V(X, C, C))_{i,t}$

جهت محاسبه سرمایه گذاری پویای شرکت از فرمول انحراف از سرمایه گذاری مورد انتظار متوسط با استفاده از مدل پیش بینی سرمایه گذاری به عنوان تابعی از رشد درآمد استفاده می شود. بنابراین سرمایه گذاری متوسط (انحراف متوسط از سرمایه گذاری مورد انتظار) به عنوان عدم سرمایه گذاری پویا در نظر گرفته می شود (سیلاگی^{۵۷}، ۲۰۱۸).

$$V(X, C, C)_{i,t} = a_0 + a_1 NEG_{i,t} + a_2 \%RevGrowth_{i,t-1} + a_3 NEG * \%RevGrowth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$CI/TA_{i,t}$: جمع سرمایه گذاری متوسط در ماشین آلات، تجهیزات، زمین، ساختمان، مخارج تحقیق و توسعه منهای درآمد حاصل از فروش داراییهای ثابت تقسیم بر کل داراییهای شرکت i در سال t.

$NEG_{i,t}$: متغیر ساختگی که برای مقادیر منفی رشد درآمد شرکت مقدار یک می گیرد و در غیر این صورت مقدار صفر می گیرد.

$\%RevGrowth_{i,t-1}$: نرخ رشد سالانه درآمد شرکت i در سال t-1.

$\varepsilon_{i,t}$: خطای باقی مانده

a_1 تا a_3 : ضرایب متغیرها (شیب)

a_0 : مقدار ثابت محاسبه شده توسط مدل رگرسیون

مقدار انحراف از سرمایه گذاری مورد انتظار (مقدار خطای باقی مانده)^{۵۸} به عنوان عدم کارایی سرمایه گذاری در نظر گرفته می شود. سرمایه گذاری بیش از اندازه بیانگر مقدار متوسط آن می باشد.

در نهایت اگر خروجی نهایی مدل صفر بود سرمایه گذاری متوسط محسوب خواهد شد (سیلاگی^{۵۹}، ۲۰۱۸).

تعاریف عملیاتی متغیرهای مستقل:

تجدید ساختار بدهی شرکت i در سال t : $(maxEF(C)_{i,t})$

در این پژوهش تجدید ساختار سرمایه بدهی از طریق نرخ رشد نسبت اهرم مالی ترکیبی اندازه گیری خواهد شد و نسبت اهرم مالی ترکیبی از دو طریق ارزش دفتری اهرم مالی یا ارزش بازار اهرم مالی به صورت زیر قابل محاسبه خواهد بود (تان و لیو^{۶۰}، ۲۰۲۱):

ارزش دفتری اهرم مالی:

$$maxEF(C)_{i,t}B = \frac{\text{ارزش دفتری کل بدهی ها}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی ها}}$$

ارزش بازار اهرم مالی:

$$maxEF(C)_{i,t}V = \frac{\text{ارزش بازار کل بدهی ها}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی ها}}$$

نسبت اهرم مالی:

حاصل تقسیم مجموع میزان بدهی های بلندمدت و غیر جاری و کوتاه مدت بر ارزش دفتری دارایی های ثابت و بلندمدت. نرخ رشد نسبت اهرم مالی نیز به صورت زیر محاسبه خواهد شد: نرخ رشد نسبت اهرم مالی برابر است با (میزان نسبت اهرم مالی در پایان سال مالی جاری منهای میزان نسبت اهرم مالی در پایان سال مالی ماقبل سال جاری) تقسیم بر نسبت اهرم مالی در پایان سال مالی ماقبل سال جاری.

تعاریف عملیاتی متغیرهای کنترلی

هزینه های نمایندگی شرکت i در سال t : $(exp(cdt)_{i,t})$

در این پژوهش هزینه های نمایندگی؛ از طریق کیفیت ارقام تعهدی محاسبه شده و مدل برآورد شده آن به صورت زیر می باشد (جیانگ و همکاران^{۶۱}، ۲۰۱۹):

⁵⁸ -Residual Value.

⁵⁹ - Silaghi

⁶⁰ - Tan and Luo

⁶¹ - Jiang et al

$$\begin{aligned} & \sup(X/X_{i,t}) \left(\frac{w_i + c}{r} \right)_{i,t} \\ & = \alpha_0 + \beta_1 DLoss_{i,t} + \beta_2 CFO_{i,t-1} + \beta_3 CFO_{i,t-1} * DLoss_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} \\ & + \beta_5 CFO_{i,t} * DLoss_{i,t} \\ & + \beta_6 DLoss_{i,t+1} * DLoss_{i,t} + \beta_7 \Delta Sales_{i,t} + \beta_8 GPPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

که در این مدل:

$$\sup(X/X_{i,t}) \left(\frac{w_i + c}{r} \right)_{i,t} = \text{برابر است با کیفیت اقلام تعهدی.}$$

$$DLoss_{i,t} = \text{برابر است با متغیر مصنوعی ای زیان شرکت.}$$

$$CFO_{i,t-1} = \text{برابر است با جریان های نقدی عملیاتی سال ماقبل سال جاری شرکت.}$$

$$\Delta Sales_{i,t} = \text{برابر است با نرخ رشد فروش شرکت.}$$

$$GPPE_{i,t} = \text{برابر است با نرخ رشد اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت.}$$

اندازه شرکت i در سال t: $(L(\Delta X))_t$

برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی های شرکت (تان و همکاران^{۶۲}، ۲۰۲۰).

نرخ رشد جریان های نقدی شرکت i در سال t: $(D(x, s))_{i,t}$

برای محاسبه نرخ رشد جریان های نقدی؛ در ابتدا جریان های نقدی را به صورت زیر محاسبه می نماییم (لیو و همکاران^{۶۳}، ۲۰۲۰):

حاصل تقسیم جریان های نقدی ناشی از فعالیت های عملیاتی تقسیم بر میانگین ارزش دفتری کل دارایی های شرکت در سال ماقبل سال جاری.

و در ادامه نرخ رشد جریان های نقدی بصورت زیر محاسبه خواهد شد:

(میزان جریان های نقدی در پایان سال جاری منهای میزان جریان های نقدی در پایان سال ماقبل سال جاری) تقسیم بر جریان های نقدی در پایان سال ماقبل سال جاری.

نوسانات قیمت سهام شرکت i در سال t: $(\pi(x, s))_{i,t}$

نوسانات قیمت سهام، برابر است با نرخ رشد قیمت سهام که به صورت زیر محاسبه خواهد شد (گربایی و درامو^{۶۴}، ۲۰۱۷):

$$\pi(x, s)_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

$\pi(x, s)_{i,t}$ = نوسانات قیمت سهام نسبت به سال ماقبل سال جاری شرکت i در سال t.

$P_{i,t}$ = قیمت سهام شرکت i در سال t.

⁶² - Tan et al

⁶³ - Luo et al

⁶⁴ - Corbae and Derasmo

$P_{i,t-1}$ = قیمت سهام در سال ماقبل سال مورد بررسی.

ارزش بازار سهام شرکت i در سال t : $(R(x, s)_{i,t})$

برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در سال ماقبل سال جاری (سیلاگی^{۶۵}، ۲۰۱۸).

نسبت سودآوری شرکت i در سال t : $(Kf(x, s)_{i,t})$

برابر است با میزان سود خالص شرکت در سال جاری تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها (تان و لیو^{۶۶}، ۲۰۲۱).

$\varepsilon_{i,t}$ = خطای تصادفی شرکت i در پایان سال t .

مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه به شرح زیر بهره گرفته خواهد شد. در این مدل اگر ضرایب β_i (ضرایب مربوط به متغیرهای

مستقل) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد

مدل پژوهش برگرفته از پژوهش تان و لیو^{۶۷} (۲۰۲۱)؛ به صورت زیر برآورد شده‌اند:

مدل مربوط به فرضیه پژوهش:

$$V(X, C, C)_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \max EF(C)_{i,t} + \beta_2 \exp(cdt)_{i,t} + \beta_3 L(\Delta X) + \beta_4 D(x, s)_{i,t} \\ + \beta_5 \pi(x, s)_{i,t} + \beta_6 R(x, s)_{i,t} + \beta_7 Kf(x, s)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل داریم:

i ، بیان گر شرکت (واحدهای مقطعی) و t بیان گر سال می‌باشد.

$\varepsilon_{i,t}$ = خطای تصادفی شرکت i در سال t .

یافته‌های پژوهش

هدف از آزمون فرضیه تحقیق بررسی تاثیر تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت‌ها می‌باشد و فرضیه

آماري آن به صورت زیر تعریف می‌شود:

H_0 : تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت‌ها تاثیر گذار نیست.

H_1 : تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت‌ها تاثیر گذار است.

این فرضیه با استفاده از مدل به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب β_1 در سطح اطمینان ۹۵٪

معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$V(X, C, C)_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \max EF(C)_{i,t} + \beta_2 \exp(cdt)_{i,t} + \beta_3 L(\Delta X) + \beta_4 D(x, s)_{i,t} \\ + \beta_5 \pi(x, s)_{i,t} + \beta_6 R(x, s)_{i,t} + \beta_7 Kf(x, s)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

⁶⁵ - Silaghi

⁶⁶ - Tan and Luo

⁶⁷ - Tan and Luo

(۱)

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل موردنظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در نگاره ارائه شده است.

نگاره نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۲۴	F	۱/۳۵۳۶	(۱۰۳،۵۰۷)	۰/۰۱۸۸
هاسمن	۶۲۴	χ^2	۸/۲۰۷۰	۱۰	۰/۰۰۸۶

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۱۸۸)، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. هم‌چنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن (۰/۰۰۸۶) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون‌هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده‌ها، همسانی واریانس‌ها، استقلال باقیمانده‌ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون جارکیو- برا می‌باشد که در این تحقیق نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو- برا حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به‌طوری که احتمال مربوط به این آزمون (۰/۶۹۸۲) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد. یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد. در صورتی که واریانس‌ها ناهمسان باشند برآورد کننده خطی ناریب نبوده و کم‌ترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۳۲۲)، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. هم‌چنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود از آزمون دورین واتسون (D-W) استفاده شده

است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون برابر با $2/40$ بوده و از آنجایی که مابین $1/5$ و $2/5$ می باشد می توان نتیجه گرفت باقیمانده ها مستقل از هم می باشند. علاوه بر این، برای آزمون این که مدل دارای رابطه خطی است و این که آیا مدل مورد نظر تحقیق از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی ($0/2783$) بزرگتر از $0/05$ می باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی باشد. خلاصه نتایج آزمون های فوق در نگاره ارائه شده است.

نگاره نتایج آزمون های مربوط به مفروضات آماری مدل

آماره جاکو برا		آماره برش پاگان		آماره دوربین واتسون		آماره رمزی	
χ^2	P-Value	F	P-Value	D	F	P-Value	F
۱/۷۲۱۱	۰/۶۹۸۲	۳/۵۷۸۴	۰/۰۳۲۲	۲/۴۰	۲/۵۵۷۷	۰/۲۷۸۳	

با توجه به نتایج حاصل از آزمون های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) تحقیق با استفاده از روش داده های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می شود. نتایج برآورد مدل در نگاره ۴-۷ ارائه شده است. شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم افزار *Eviews 7* به صورت زیر خواهد بود:

نگاره نتایج آزمون فرضیه تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: سرمایه گذاری پویای شرکت				
تعداد مشاهدات: ۶۲۴ سال - شرکت				
روش آماری برآوردی: پانل دیتا - اثرات ثابت GLS				
سال مورد بررسی: ۱۴۰۰-۱۳۹۵				
عنوان متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	۰/۲۵۲۶	۲/۱۷۰۳	۰/۰۳۰۴	مثبت
تجدید ساختار بدهی	۰/۰۰۱۴	۳/۲۳۹۹	۰/۰۱۰۵	مثبت
هزینه های نمایندگی	۰/۲۷۳۹	۴/۷۰۸۵	۰/۰۰۸۲	مثبت
اندازه شرکت	۰/۰۵۱۶	۲/۰۳۸۵	۰/۰۴۲۰	مثبت
نرخ رشد جریان های نقدی	۰/۱۳۶۷	۴/۰۱۵۵	۰/۰۰۰۱	مثبت
نوسانات قیمت سهام	۰/۰۰۸۶	۳/۲۹۰۳	۰/۰۰۱۶	مثبت
ارزش بازار سهام	-۰/۰۴۸۲	۵/۲۴۹۲	۰/۰۰۰۲	منفی
نسبت سودآوری	-۰/۰۷۳۴	۲/۵۴۳۵	۰/۰۱۱۳	منفی
ضریب تعیین مدل				
آماره F				
(P-Value)				
۱۱/۵۷۵۱				
(۰/۰۰۰۰)				

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از $0/05$ کوچک تر می باشد ($0/0000$) با اطمینان 95% معنی دار بودن مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که $65/98\%$ درصد از سرمایه گذاری پویای شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ، از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر تجدید ساختار بدهی کوچک تر از $0/05$ می باشد ($0/0105$)، در نتیجه وجود تاثیر معنی داری تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها در سطح اطمینان 95% درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه اول تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان 95% درصد می توان گفت تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها، تاثیر معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر ($0/0014$) حاکی از وجود تاثیر مستقیم تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها می باشد به طوری که با افزایش 1 واحدی تجدید ساختار بدهی؛ سرمایه گذاری پویای شرکت ها نیز به میزان $0/0014$ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه پژوهش می توان نتیجه گرفت که تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد.

۷. بحث و نتیجه گیری

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره بالا از آنجایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر تجدید ساختار بدهی کوچک تر از $0/05$ می باشد ($0/0105$)، در نتیجه وجود تاثیر معنی داری تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها در سطح اطمینان 95% درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه اول تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان 95% درصد می توان گفت تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها، تاثیر معناداری وجود دارد. مثبت بودن ضریب این متغیر ($0/0014$) حاکی از وجود تاثیر مستقیم تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها می باشد به طوری که با افزایش 1 واحدی تجدید ساختار بدهی؛ سرمایه گذاری پویای شرکت ها نیز به میزان $0/0014$ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش می توان نتیجه گرفت که تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد.

نتیجه حاصل از فرضیه ، نظر وجود ارتباط معنی دار رابطه متغیر مستقل و وابسته با پژوهش آناند و ونکاترامن (2019)، آتیکن و همکاران (2020) و چوردیا و همکاران (2021)، مطابقت دارد و با پژوهش آچاریا و ویسانادان (2022) در تضاد است.

جدول مقایسه‌ای نتایج آزمون فرضیه:

عنوان فرضیه	تفسیر فرضیه	نتایج موافق	نتایج مخالف
تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها تاثیر گذار است.	نتایج تحقیق در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش نشان از آن داشت که تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد.	آنانند و ونکاترامن (۲۰۱۹)، آتیکن و همکاران (۲۰۲۰) و چوردیا و همکاران (۲۰۲۱)	پژوهش آچاریا و ویسانادان (۲۰۲۲)

منابع

- ابزری، مهدی؛ دستگیر، محسن و قلی پور، علی (۱۳۸۶). فصلنامه بررسی های اقتصادی. دوره ۴، شماره ۴، زمستان ۱۳۸۶، ص ۷۳-۸۹.
- آذر، ع. و منصور مؤمنی، ۱۳۸۵، «آمار و کاربرد آن در مدیریت»، انتشارات سمت، جلد دوم، چاپ نهم، تهران، ص ۲۱۲-۱۸۳.
- اریان، علی اکبر . صفری گرایلی، مهدی. (۱۳۸۸). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت، شماره 33.
- اسدی، غلامحسین. محمدی، شاپور، خرم، اسماعیل. (۱۳۹۰). رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت. مجله دانش حسابداری، سال دوم، شماره ۴، ۲۹-۴۸.
- اشرف زاده، حمیدرضا . مهرگان، نادر. (۱۳۸۷). اقتصاد سنجی پانل دیتا، انتشارات موسسه تحقیقات تعاون.
- انصاری، عبدالمهدی. عباسی، عباس. (۱۳۹۱). تاثیر مالیات بر ارزش افزوده بر ساختار سرمایه و سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال اول، شماره ۴، ۲۴-۴۱.
- ایزدی نیان، ۱۳۸۲، «ارزشیابی واحدهای تجاری با استفاده از مدل های ارزش افزوده اقتصادی و جریان های نقدی آزاد (FCF) و تعیین شکاف قیمت و ارزش سهام»، رساله دکترا دانشگاه علامه طباطبائی، ص ۲۰۶-۱۶۸.
- بادآور نهندی، یونس و درخور، سعید (۱۳۹۲). "بررسی رابطه بین محدودیت های مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه گذاری"، فصلنامه پژوهش های حسابداری. سال دوم، شماره ۸، ص ۱۶۷-۱۸۹.

بت شکن، محمد هاشم و سیف الدینی، جلال (۱۳۸۹). مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاست های اقتصادی، شماره ۹ و ۱۰، آذر و دی ۱۳۸۹، ص ۸۷-۱۱۶.

پارسیان، ع، ۱۳۸۴، «تئوری حسابداری»، تهران: دفتر پژوهش های فرهنگی، ص ۳۸۶.

پناهیان، ح، ۱۳۸۳، «کاربرد ارزش افزوده اقتصادی در تصمیم گیری مالی». نشریه سرمایه، سال سوم، شماره سوم، ص ۳۵.

تهرانی، رضا و باجلان، سعید (۱۳۸۸). پژوهشنامه علمی پژوهشی مدیریت اجرایی. سال نهم، نیمه اول ۱۳۸۸، شماره ۱. جباری حسین، رحمانی حلیمه وفا پور محمدعلی (۱۳۹۲). تاثیر سیاست های تامین مالی بر هزینه های نمایندگی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۵، شماره ۹ از صفحه ۱۵۳ تا صفحه ۱۷۲.

جلیلی، م و محمد طالبی، ۱۳۸۱، «کاربرد اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی در ارزیابی عملکرد مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پیام مدیریت. شماره های ۳ و ۴، ص ۱۴۱-۱۵۸.

جمشیدی، خ، ۱۳۸۱، «آمار و کاربرد آن در مدیریت»، تهران، انتشارات دانشگاه پیام نور، ص ۲۵۳.

جهانخانی، ع و احمد ظرفیت فرد، ۱۳۷۴، «آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده می کنند؟». فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی، ص ۱۲۶-۷۶.

جهانخانی، ع و سعید عبدالله زاده، ۱۳۷۳، «نقد بر چگونگی قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی، ص ۹۴-۷۵.

حاتمی، ل، ۱۳۸۶، «بررسی تطبیقی ارزیابی عملکرد شرکتهای با استفاده از شاخص های ARR, ROE, ROI, EVA»، پایان کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اراک، ص ۱۱۸ - ۱.

حجازی، ر، ۱۳۸۶، «مقایسه رابطه ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی با معیارهای حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهشنامه اقتصادی، ص ۲۵۱-۲۳۷.

حسینی، ع، ۱۳۸۵، «بررسی رابطه ارزش افزوده بازار با معیارهای حسابداری و ارزش افزوده اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی تهران، ص ۱۳۹-۱.

خاکی، غ، ۱۳۷۵، «روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی»، انتشارات بازتاب، چاپ هشتم، ص ۱-۴۲۹.

خالقی مقدم، حمید. باغومیان، رافیک. (۱۳۸۵). مروری بر نظریه های ساختار سرمایه. پیک نور، سال پنجم، شماره چهارم، ۸۲-۵۸.

خدای پور، احمد و امینی نیا، میثم (۱۳۹۵). پژوهشنامه مالیات. شماره ۱۹، مسلسل ۶۷، پاییز ۱۳۹۲.

خلیلی، ی. ع، ۱۳۸۰، «ارتباطات بین ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم در بورس اوراق بهادار ایران» پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز، ص ۳.

خورشیدی، م و حمید قریشی، ۱۳۸۱، «مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته»، انتشارات نشر آگاه، چاپ دوم، ص ۲۵۴.

داریوش دموردی، مریم قدک فروشان، (۱۳۹۷). سیاست‌های تامین مالی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی. سال ششم شماره بیست و سوم زمستان ۱۳۹۷ تا ۱۵۷-۱۷۵.

- دلاور، ع، ۱۳۷۴، «مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی»، انتشارات رشد تهران.
- دوانی، غ، ح، ۱۳۸۱، «بورس سهام (نحوه قیمت گذاری سهام)»، نشر مؤسسه حسابرسی، ص ۷۳.
- رحیمیان، نظام الدین و جان فدا، رضا (۱۳۹۳). "نظام راهبری شرکتی و محدودیت های مالی (حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقد"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری. سال سوم، شماره دهم، ص ۲۵-۴۵.
- رستگاری، ن، ۱۳۸۶، «محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی برای پیش بینی سود»، مجله اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره بیست و ششم، شماره اول، بهار (پیاپی ۵۰)، ص ۱-۱۵۶.
- رضایی، فرزین و کاظم تبریزی، فرناز (۱۳۹۲). "تاثیر روش های تامین مالی خارجی بر بازده آتی شرکت ها با تاکید بر اقلام تعهدی سرمایه در گردش"، فصلنامه پژوهش حسابداری. شماره ۹، تابستان ۱۳۹۲.
- رضایی، غ، ۱۳۸۰، «تاثیر وجود همبستگی بین ارزش افزوده اقتصادی و ROE در ارزیابی عملکرد شرکتهای صنعت وسایط نقلیه بورس اوراق بهادار تهران» پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، ص ۱۶۲.
- رهنمای رود پستی، ف، ۱۳۸۵، «بررسی و ارزیابی کارکرد ارزشی افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار جهت ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکتها»، پژوهشنامه اقتصادی، ص ۱۷۵-۱۵۶.
- رهنمای رود پستی، ف. و دیگران، ۱۳۸۶، "مدیریت مالی راهبردی"، انتشارات MCG، ص ۳۶۰ و ۳۷۲.
- ریوداد، ف، ۱۳۸۸، «بررسی رابطه بین ارزش افزوده بازار (MVA)، با ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و معیارهای متداول حسابداری»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، ص ۳.
- سراجی، ح، ۱۳۸۳، «بررسی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی، سود قبل از بهره و مالیات، جریان نقدی فعالیتهای عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم-شماره ۳۷، ص ۳۰-۲۱.
- سرمد، ز. و همکاران، ۱۳۸۱، "روش تحقیق در علوم رفتاری"، تهران، نشر آگاه.
- سعید جبارزاده کنگرلویی، محمد نورزاد دولت آبادی و سمیه فیضی (۱۳۹۱). فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران. شماره ۲۰، زمستان ۱۳۹۱، ص ۶۴-۴۷.
- سعیدی، علی. فروغی، داریوش. رستایان، امیر. (۱۳۹۰). نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهشها و سیاست های اقتصادی، سال نوزدهم، شماره ۵۸، ۱۹۱-۲۱۴.
- شباهنگ، ر، ۱۳۸۲، «تئوری حسابداری، جلد اول از انتشارات مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی»، سازمان حسابرسی، صفحه ۸۶.

- شکرخواه، جواد و قاصدی دیزجی، کیوان (۱۳۹۵). "تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تصمیمات تامین مالی مدیران"، فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی. سال ۱۳، شماره ۵۱، پاییز ۱۳۹۵، ص ۷۹ تا ۱۱۱.
- شیخ، محمد جواد؛ دهقانی، جلال و راعی غزآبادی، محمد ابراهیم (۱۳۹۵). فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی. سال اول، شماره دوم، پاییز ۱۳۹۲، ص ۵۱-۶۸.
- صادقی شاهدانی، مهدی. چاوشی، کاظم. محسنی، حسین. (۱۳۹۲). مدل سازی رابطه ی میان سودآوری و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد پانل گشتاوری تعمیم یافته. مهندسی مالی و مهندسی اوراق بهادار، شماره ۱۱، ۴۲-۱۷.
- صالحی صدقیانی، جمشید (۱۳۸۹). فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات مدیریت صنعتی. سال ششم، شماره ۱۷، تابستان ۱۳۸۹، ص ۱۸۳-۲۰۰.
- طالب نیا، قدرت اله. سپهری، پترو. (۱۳۷۵). بررسی مقایسه ای ارتباط بین نسبت بدهی با بازده دارایی ها در صنایع مختلف، تحقیقات مالی، دوره ۸، شماره ۱.
- عالی پور، م. ر، ۱۳۸۳ «بررسی رابطه همبستگی بین اندازه شرکت عملکرد مرتبط با EVA در شرکتهای فعال در صنعت سیمان»، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران، ص ۱۱۵.
- فتاحی، شهرام؛ حیدری دیزگرانی، علی و عسکری، الناز (۱۴۰۰). فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی. سال دوم، شماره ۶، تابستان ۱۳۹۳، ص ۸۶-۶۷.
- فدایی واحد، میثم؛ مایلی، محمدرضا (۱۳۹۳). "بررسی اولویت بندی عوامل موثر بر تامین مالی در ایران با استفاده از روش تحلیل سلسله مراتبی"، فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی. سال دوم، شماره ۶، تابستان ۱۳۹۳، ص ۱۶۰-۱۴۱.
- فدایی واحد، میثم؛ مایلی، محمدرضا (۱۳۹۴). "بررسی اولویت بندی عوامل موثر بر تامین مالی در ایران با استفاده از روش تحلیل سلسله مراتبی"، فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی. سال دوم، شماره ۶، تابستان ۱۳۹۳، ص ۱۶۰-۱۴۱.
- فروغی، داریوش و فرزادی، سعید (۱۳۹۳). "بررسی تاثیر تغییرات جریان های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی. سال دوم، شماره چهارم، بهار ۱۳۹۳، ص ۳۶-۲۱.
- فروغی، داریوش و فرزادی، سعید (۱۳۹۳). "بررسی تاثیر تغییرات جریان های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی. سال دوم، شماره چهارم، بهار ۱۳۹۳، ص ۳۶-۲۱.
- فروغی، داریوش و محمدی، هاجر (۱۳۹۰). فصلنامه پژوهش حسابداری. شماره ۱، تابستان ۱۳۹۰.
- قربانی، س، ۱۳۷۷، «تغییرات سود در قبال تغییرات ارزش افزوده و در شرکتهای تولیدی تابع سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران»، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران، ص ۱۵۲.

قنبری، ع، ۱۳۸۶، بررسی رابطه بین EVA و نسبتهای مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران ص ۱۸۱.

کاووسی، ع، ۱۳۸۲، «ارتباط بین Q توبین و EVA در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، ص ۱۴۴-۱.

محسن صالحی نیا، تامرادی علی (۱۳۹۸). ارتباطات سیاسی و سیاست های تامین مالی. پژوهش های حسابداری مالی سال یازدهم شماره دوم پیاپی ۴۰، تابستان ۱۳۹۸، صفحه ۶۰ تا صفحه ۳۹ الی ۶۰.

مرادی، محمد و سپهوندی، سعیده (۱۳۹۴). "تاثیر استراتژی های رقابتی بر پایداری عملکرد مالی و ریسک"، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی. سال هفتم، شماره سوم، پاییز ۱۳۹۴، ص ۷۵-۹۰.

مشایخ، شهناز؛ رامشه، منیژه و قاسمی، مهسا (۱۳۹۲). "بررسی رابطه بین پایداری سود و یکنواختی نرخ مالیات پرداختی در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری. سال سوم، شماره ۱۰، ص ۱۴۷-۱۶۶.

مهدوی، غ، ۱۳۸۶، «محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی برای پیش بینی سود»، مجله اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره بیست و ششم، شماره اول، ص ۱۵۶-۱۳۷.

نظریه، ز، ۱۳۷۹، «ارزیابی رابطه بین سود هر سهم و ارزش افزوده اقتصادی در شرکتهای محصولات کانی غیرفلزی»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، ص ۱۵۴.

نمازی، محمد. شیرزاد، جلال. (۱۳۸۴). بررسی رابطه ساختار سرمایه و سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر نوع صنعت)، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲.

نوروش، الف، ۱۳۸۳، «بررسی رابطه جریانهای نقد عملیاتی، سود عملیاتی و ارزش افزوده اقتصادی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران»، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم - شماره ۳۷، ص ۱۴۶-۱۱۲.

نوروش، الف و بیتا مشایخی، ۱۳۸۳، «محتوای افزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی در مقابل سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات»، تحقیقات مالی، شماره ۱۷، ص ۱۵۰-۱۲۲.

هاشمی، سیدعباس و جلالی مقدم، حسین (۱۳۹۲). "تاثیر اقلام تعهدی بر رابطه تامین مالی خارجی با بازده آتی سهام"، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی سال پنجم، شماره دوم، تابستان ۱۳۹۲، ص ۷۲-۵۳.

Abor, Joshua (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. The journal of risk finance, Vol. 6, No 5.pp: 438-445.

Anderson, R.W., Sundaresan, S., 1996. Design and valuation of debt contracts. Review of Financial Studies 9, 37-68.

Baker, M., Wurgler, J., 2002. Market timing and capital structure. Journal of

Antill, S., Grenadier, S.R., 2019. Optimal capital structure and bankruptcy choice: dynamic bargaining versus liquidation. J. Financ. Econ. 133 (1), 198-224.

Baker, H.K. Nofsinger, J.R., 2015. Socially Responsible Finance and Investing: Financial Institutions, Corporations, Investors, and Activists. John Wiley & Sons, Hoboken.

- Baker, H.K., Nofsinger, J.R., 2012. Socially Responsible Finance and Investing: Financial Institutions, Corporations, Investors, and Activists. John Wiley & Sons, Hoboken.
- Baltagi, Badi H. Econometric Analysis of Panel Data. John Wiley & Sons Ltd, 2008
- Bayulken, B., Huisingh, D., 2015. A literature review of historical trends and emerging theoretical Approaches for developing sustainable cities (Part 1). J. Clean. Prod. 109, 11-24.
- Booth L, V. et. al, (2001). Capital Structure in Developing Countries. The Journal of Finance, Vol. LVI, No 1, pp: 87-130.
- Cales, R., 2014. Shenzhen Low carbon City: a Transformation of Concept and Planning Process (Master). University of Amsterdam, Amsterdam. Retrieved from.
- Changjie Zhan, Martin de Jong. (2018). Financing eco cities and low carbon cities: The case of Shenzhen International Low Carbon City. Journal of Cleaner Production 180 (2018) 116-125.
- Chen, H., Maslar, D.A., Serfling, M., 2020. Asset redeployability and the choice between bank debt and public debt. J. Corp. Finance 64, 101678.
- Chen, S. and Dodd, J. L. (2001). "Operating Income, Residual Income and EVA (TM): Which Metric Is More Value Relevant?". Journal of Managerial Issues. 13(1), p: 65-87.
- Corbae, P.D., Derasmo, P., 2017. Reorganization or Liquidation: Bankruptcy Choice and Firm Dynamics. National Bureau of Economic Research.
- Dani, A. Rettl, D.A. & Whited, T.M. (2014). Refinancing, profitability, and capital structure. Journal of Financial Economics.
- de Jong, M., Joss, S., Schraven, D., Zhan, C., Weijnen, M., 2015. Sustainable-Smart-Resilient-Low Carbon-Eco-Knowledge Cities: making sense of a multitude of concepts promoting sustainable urbanization. J. Clean. Prod. 109, 25-38.
- de Jong, M., Yu, C., Joss, S., Wennersten, R., Yu, L., Zhang, X.L., Ma, X., 2016. Eco city development in China: addressing the policy implementation challenge. J. Clean. Prod. 134, 31-41.
- De Villiers, E. (1998), "Economic Value Added as a Management Tool", P: 31.
- De Wet, J. (2004), "Strategic Approach in Managing Shareholder Wealth for Companies Listed on the JSE Securities Exchange South Africa", Doctoral Thesis, University of Pretoria, p: 234.
- DeAngelo, H., Roll, R., 2014. How stable are corporate capital structures? Journal of Finance, forthcoming.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1998), "Taxes, financing decisions, and firm value", Journal of Finance, Vol. 53, pp. 819-43
- Ferguson, R., & Rentzler, J., & Yu, S. (2005), "Does Economic Value added Improve Stock Performance Profitability?", Journal of Applied Finance, Fall - winter, NO.1, PP: 14, 101-113.
- Fernandez, P. (June 2001), "Economic Profit and Cash Value Added do NOT Measure Shareholder Value Creation", SSRN, Working Paper. P: 1-17. Finance 57, 1-32.
- Finegan, P.T. (1991) "Maximizing Shareholder Value at the Private Company", Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 4 No. 1, pp 30-45.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K., 2009. Profits and capital structure. Unpublished working paper. University of Minnesota and Hong Kong University of Science and Technology. Frank,

- M.Z., Goyal, V.K., 2012. The profits-leverage puzzle revisited. Unpublished working paper. University of Minnesota and Hong Kong University of Science and Technology.
- Fweston,J, Copeland.T.E.,(1992),”Weighted Average Cost of Capital” Managerial Finance. Dryden Press. 9th ed,pp:42-71
- J. H. V. H. Dewet, (2001), “A Strategic Approach in Managing Shareholder Wealth for Companies Listed on the JSE Securities Exchange South Africa”, Doctoral Thesis, PP:21-28.
- Jeffery M, Baaidor&et.al(1997) ,”the search for the best financial performance measure, financial analysts” . may / Hun,P11.
- Jiang, J.L., Liu, B., Yang, J.Q., 2019. The impact of debt restructuring on firm investment: evidence from China. *Econ. Modell.* 81, 325–337.
- Kamwyama, Y., Morita, K., Kubota, I., 2016. Finance for achieving low- carbon development in Asia: the Past, Present, and Prospects for the future. *J. Clean. Prod* 128.201-208.
- Kazaima. J.K &Turetsky ,H.F,(2004).”The MVA-EVA. Relationship Separation of Market Driuen Versus FhrmDriuen Effects”, New York :Harper Business Publisher. P:74.
- Keramer,J.K&Pashner,G. (1997)”An Empricial Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added”.,*Financial Practice and Education*, P:41-49.
- Key, Thomas. (2002) “Fair Market Value of Stock”.,Availabel :<http://WWW.taxes.yaho.com/stateformes.htm> ,p:31.
- Lee ,Scotte.(1996) “The Correlation Between Economic Value Added and the Market Value of Companies”.MDDisserrtation, California State University., p:86.
- Leiman, R.T.(1999)”Some New Evidence on EVA Companies”.,*Journal of Applied Finance*,NO.1, p:80-91.
- Luo, P., Tian, Y., Yang, Z., 2020. Real option duopolies with Quasi-hyperbolic discounting. *J. Econ. Dynam. Contr.* 111, 103829.
- Medriess, d.,(2005) “Using Economic Value Added Analysis For Measuring Financial Performance”,*Journal of Applied Finance*,No.1, P: 14 ,80-113.
- Melbourn, M. et.al .(1997), “The search for the best financial performance measure, financial analysts” , New York :Harper Business Publisher., may /Hun P:11.
- Meltzer, J.P., 2016. Financing Low Carbon, Climate Resilient Infrastructure: the Role of Climate inance and Green Financial System. Retrieved from Washington D.
- Morellec, E., Valta, P., Zhdanov, A., 2015. Financing investment: the choice between bonds and bank loans. *Manag. Sci.* 61 (11), 2580–2602.
- Morris, Robert. (2001)” Economic Value Added”.,Availabel: <http://WWW.FODreams.com>,p:1-16.
- Nishihara, M., Shibata, T., 2016. Asset sale, debt restructuring, and liquidation. *J. Econ. Dynam. Contr.* 67, 73–92.
- Ooi.J.T.L.&Liow, K.H.(2002), “Real state corporations:the Quest for Value”.., *Journal of Property Investment& Finance*, Vol.20 ,No.1.
- Panayiotis, G., (2008),”Wealth Added Financial Management Research”, University of Piraeus ,Department of Business Administration. Mibes E-Book,p,P :2-17.
- Raina, Aman,(2002).”Using Economic Value Added Analysis for Measuring Finaceial Performance”.,Availabel :<http://WWW.Formeraboutguides .com>, p:47.

- SeokiLee ,WooGon Kim, (2009), "EVA, Refined EVA ,MVA or traditional performance measures", *International Journal Management* 28 ,No.1,p: 442 ,437.
- Silaghi, F., 2018. The use of equity financing in debt renegotiation. *J. Econ. Dynam. Contr.* 86, 123–143.
- Stern, B. & Stewart, G. (1989), "The Quest for Value : A Guide for Senior Managers", New York :Harper Business Publisher ,P: 216.
- Stern, B. & Stewart, G. , (2004), "What is EVA?". Availabel: «<http://WWW.sternstewart.com>». P:52.
- Stern, B. & Stewart, G., (1991), "The Quest for Vaieue". U.S.A :Harper-Collins.,P60-91.
- Tan, Y.X., Luo, P.F., Yang, J.Q., Ling, A.F., 2020. Investment and capital structure decisions under strategic debt service with positive externalities. *Finance Res. Lett.* 33, 101193.
- Tan, Y.X., Yang, Z.J., 2017. Growth option, contingent capital and agency conflicts. *Int. Rev. Econ. Finance* 51, 354–369.
- Uymeura, D. G., Kantor, C. C. and Petit, J. M. (1996). "EVA for Banks, Value Creation, Risk Management and Profitability Measurement". *Journal of Applied Corporate Finance*. P 94-109.
- Worthington, A., & West, T., (2004), "Australina Evidence Concerning the Information Content of Economic Value Added," *Australian Journal of Management*, p:211.
- Yingxian Tan a,c,d, Pengfei Luo (2021). The impact of debt restructuring on dynamic investment and financing policies☆- *Economic Modelling* 102 (2021) 105583.
- Zhan, C., de Jong, M., 2017. Financing Sino-Singapore Tianjin eco-city: what lessons can Be drawn for other large-scale sustainable city-projects? *Sustainability* 9 (2), 201.

Investigating the impact of debt restructuring on dynamic investment of commercial companies

Abstract

The latest debt structure refers to the principles and trade-offs that are made over short-term and long-term time frames in relation to the structure of a company's payment amounts. The more expertise managers have in dynamic investment algorithms and different investment themes and areas, the more diverse growth and investment opportunities will be available to the company. A measure that can optimize debt restructuring based on investment-related criteria. Profitability growth rate is based on efficiency and productivity algorithms. The purpose of this research is to investigate the effect of debt restructuring on dynamic investment of companies. This research is a library and causal-analytical study and is based on panel data analysis. In this research, the financial information of 104 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 1395 to 1400 has been examined. The results of the research, in relation to the confirmation of the research hypothesis, showed that debt restructuring has a positive and direct effect on the dynamic investment of companies.

Keywords

Debt restructuring; Dynamic investment; Commercial companies
