

## بررسی تأثیر تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت های تجاری

حسین کامرانی<sup>۱</sup>

اطهره رهبری سکل<sup>۲</sup>

وحید بارانی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۰/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۱۲/۳۰

### چکیده

تجدید ساختار بدهی ها، باعث کاهش نیاز شرکت ها به تامین مالی خواهد شد. هر چه قدر درصد تجدید ساختار بدهی ها بالاتر باشد؛ نرخ رشد سرمایه گذاری مثبت و نرخ رشد تامین مالی نوسانات منفی را تجربه خواهد کرد بر مبنای الگوی تامین مالی، وجوه نقد می تواند برآمده از فعالیت های تامین مالی و سرمایه گذاری باشد. تجدید ساختار بدهی؛ 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 تأثیر تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی 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 سیاست های تامین مالی شرکت ها تأثیر مثبت و مستقیمی می گذارد.

### واژگان کلیدی

تجدید ساختار بدهی؛ سیاست های تامین مالی؛ شرکت های تجاری.

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

۲. شهرداری بندرعباس. [Athareh.rahbari@gmail.com](mailto:Athareh.rahbari@gmail.com)

۳. شهرداری بندرعباس. [Barani.vahid.89@gmail.com](mailto:Barani.vahid.89@gmail.com)

## مقدمه

نوسانات ارزش بازار سهام، حساسیت سرمایه گذاری نسبت به تامین مالی شرکت را تحت تاثیر قرار داده و نرخ رشد جریان های نقدی را به سمت مثبت سوق خواهد داد (جیانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). سرمایه اجتماعی مدیران به عنوان عاملی با اهمیت در بلندمدت عملکرد مالی را تحت تاثیر قرار داده و باعث افزایش فرصت های رشد شرکت خواهد شد (تان و یانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). ارزش بازار سهام، می تواند تحت تاثیر الگوهای مربوط به تجدید ساختار بدهی قرار گیرد و هر چقدر ارزش بازار سهام با توجه به نوسانات قیمت سهام، به سمت مثبت حرکت نماید، به همان نسبت نرخ رشد جریان های نقدی نیز بیشتر شده و در نهایت با افزایش اندازه شرکت، میزان هزینه های نمایندگی به حد قابل قبولی کاهش پیدا خواهد کرد. 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<sup>۳</sup>، 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<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷).

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### سیاست های تامین مالی<sup>۵</sup>:

سیاست های تامین مالی عبارت است از تامین نقدینگی شرکت ها با توجه به رتبه اعتباری از مؤسسات، بانکها و نهادهای مالی مختلف. در برخی از موارد مدیران به دنبال افزایش میزان سرمایه گذاری شرکت ها می باشند، اما نقدینگی در دسترس آنها کافی نبوده و در نهایت با توجه به سیاست های بلند مدت و کوتاه مدت نسبت به تامین مالی از نهادهای مختلف می نمایند. اگر میزان تامین مالی شرکت ها افزایش پیدا کند و به همان نسبت میزان سرمایه گذاری شرکت ها در حوزه های مختلف نیز افزایش پیدا کند، در بازه های زمانی بلند مدت، میزان بهره وری و سودآوری شرکت ها نیز افزایش پیدا خواهد کرد (تان و لیو<sup>۶</sup>، ۲۰۲۱).

1 Jiang et al

2 Tan and Yang

3 Chen et al

4 Tan and Yang

5 Financing policies

6 Tan and Luo

## 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 بیشینه 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 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<sup>۷</sup>، 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<sup>۸</sup>، 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<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰).

با توجه به آنچه بیان شد و همان گونه که واضح است، سمت چپ ترازنامه بین 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 میزانی 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 بالا است. در این رابطه، مدیران می توانند از دو طریق ارزش شرکت را

7 Rajan & Zingales

8 Kohher and Rahul

9 Dimitris and Maria

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<sup>۱۰</sup>، 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 مالی خارجی، منابعی است که از محل وجوه نقد خارج از شرکت تامین می شود. این موارد عبارتند از سهام عادی، سهام ممتاز و منابع استقراضی (مدینه، ۱۳۸۹).

### بازار سهام

همانطوریکه قبلا عنوان گردید، در بازارهای ثانویه اوراق بهاداری که قبلاً "صادر و فروخته شده است مورد داد و ستد قرار می گیرد. در حال حاضر فعالترین و مهمترین بازار ثانویه، بازار بورس است. قیمت سهام شرکتها در این بازار تعیین می گردد یا به عبارت دیگر بازار فوق، آینه رفتار قیمت سهام است. بنابراین در تحقیقاتی که در زمینه کارایی بازار سرمایه انجام می شود باید به نوع بازار نیز توجه داشت و مشخص نمود که کدام یک از بازارها را در بررسی خود مد نظر خواهیم داشت. بازارهای سرمایه عمدتاً به سه گروه تقسیم می شوند:

#### ۱- بازار تخصیص سرمایه

در این بازار وجوهی که از طرف سرمایه گذاران وارد بازار می شود به استفاده کنندگان از آن تخصیص داده می شود.

#### ۲- بازارهای مالی اوراق بهادار

در این بازار اوراق بهاداری که توسط تهیه کنندگان سرمایه خریداری شده است به خریداران جدید فروخته می شود، به عبارت دیگر انتقال مالکیت اوراق بهادار صورت می گیرد.

#### ۳- بازار اطلاعات مالی

در این بازار اطلاعات مالی مابین استفاده کنندگان سرمایه و تهیه کنندگان آن مبادله می شود.

در تحقیق حاضر هدف، بررسی جریان اطلاعات می باشد بنابراین بیشتر با این نوع بازار سرو کار داریم.

سرمایه گذاری و روشهای آن:

سرمایه گذاری عبارت است از به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده<sup>۱۱</sup> تصمیمات سرمایه گذاری در سهام شامل خرید، فروش و یا نگهداری سهام شرکتها می باشد و تصمیمات سرمایه گذاری را می توان بدین صورت تعریف کرد: خرید، فروش و یا نگهداری یک قلم دارایی واقعی یا مالی که میزان

بازده آن با ریسک مورد انتظار متناسب باشد. سرمایه گذاری در اوراق بهادار به طور عام و در سهام شرکتها به طور خاص، یکی از مواردی است که در زمره تصمیمات تحت موقعیت عدم اطمینان<sup>۱۲</sup> قرار می گیرد و این مقوله از دیرباز توجه متخصصین مدیریت مالی را به خود جلب کرده است.

با توجه به سیستم اقتصادی و تغییرات مداوم در عوامل محیطی، موضوع مدیریت سرمایه گذاری ها و مدیریت ریسک در تصمیمات سرمایه گذاران و اداره سرمایه گذاریها از اهمیت ویژه ای برخوردار گشته است و همیشه خطرات فراوانی سرمایه اشخاص را تهدید کرده که این تهدیدات باعث گردیده که در موقعیتهای و استراتژی ریسک به صورت یکی از مزایای عمده و مهم در آید.

### تامین مالی

دستیابی به تجدید ساختار بدهی ای بهینه جهت دستیابی به حداکثر سودآوری، ارزش و حداقل هزینه سرمایه از جمله موضوعات مهم در مورد پژوهش توسط متخصصان مالی است. در حوزه رابطه میان تصمیمات تامین مالی و سودآوری شرکت ها به طور عمده از چهار نظریه میلر و مودیگلیانی، نظریه نمایندگی، نظریه توازن ایستا و نظریه سلسله مراتبی مطرح است. پژوهشگران اقتصاد مالی دریافته اند که تجدید ساختار بدهی و سودآوری به یکدیگر وابسته اند ولیکن رابطه میان آنها حسب عملیات مالی شرکت های سهامی در حیطه بین المللی یکسان نبوده و حسب نوع کشور وابسته به ساختارهای مالی و شرایط اقتصادی است. از اینرو محققان حسب نوع کشورها به تحلیل رابطه میان تجدید ساختار بدهی در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟ در صورت وجود رابطه معنادار، این رابطه در چه جهتی (مثبت یا منفی) است و با کدامیک از نظریه ها در خصوص رابطه میان سودآوری و ساختار سرمایه مطابقت دارد؟ عوامل متعددی از جمله ماهیت فعالیت، دارایی ها و شرایط اقتصادی حاکم بر جامعه می تواند بر تامین مالی شرکت ها و به تبع سودآوری آنها تأثیر گذارد که شناسایی نتایج حاصل از این کنش های اقتصادی با کاربرد روش های تحلیلی کارا و پویا، می تواند فراهم کننده اخذ تصمیمات دانش محور توسط دولتمردان، مدیران و سرمایه گذاران باشد (شاهدانی و همکاران ۱۳۹۱، ۱۸).

دامنه تحقیقات انجام گرفته در حوزه ساختار سرمایه بسیار وسیع بوده و دارای اهمیت زیادی برای متخصصین حوزه مالی است. حصول به نظریه ای برای دستیابی به تجدید ساختار بدهی بهینه همواره مورد چالش بوده است و نظریه های ارائه شده در این حوزه همواره سعی داشته اند تا رفتار واقعی تامین مالی شرکت ها را به طور واضح و روش تبیین نمایند. در این میان، شناخت رابطه میان سودآوری و ساختار سرمایه از جایگاه خاصی برخوردار است. در مورد ساختار سرمایه تا کنون دیدگاههای مختلفی نظیر نظریه مودیگلیانی و میلر، نظریه نمایندگی، نظریه توازن ایستا و نظریه سلسله مراتبی

۱۲- در وضعیت عدم اطمینان میزان احتمال نتیجه گرفتن غیر ممکن می باشد، به عبارت دیگر اطلاعات ما نسبت به موضوع ناچیز است. در واقع افراد برای کارهایی که در آینده باید انجام شود و اهدافی که باید کسب شود در زمان حال تصمیم می گیرند.

ارائه شده است که در این تحقیق با الگوگیری از پژوهش های خارجی مشابه جهت بررسی مصداق پذیری آنها را در بازار سرمایه کشورمان داریم.

نظریه سپر مالیاتی مودیگلیانی و میلر<sup>۱۳</sup> (۱۹۶۳) در مالی شرکتی در خصوص استفاده از بدهی در تجدید ساختار بدهی از شهرت زیادی برخوردار است. مودیگلیانی و میلر استدلال می کنند که چون پرداخت های بهره کاهنده میزان مالیات بر درآمد شرکت است، به هر میزان که بدهی در تجدید ساختار بدهی بیشتر باشد، بدهی مالیاتی شرکت کمتر و جریان نقدی بعد از مالیات بیشتر می شود که در نهایت ارزش بازار شرکت افزایش خواهد یافت. این نظریه بیان می کند شرکت های سودآور از استقراض بیشتری بهره می گیرند تا از صرفه های مالیاتی ناشی از هزینه های بهره استفاده کنند. بنابراین نظریه سپر مالیاتی پیش بینی کننده وجود رابطه مثبت میان سودآوری و تجدید ساختار بدهی است. براندر و لوئیس<sup>۱۴</sup> (۱۹۸۶) نیز در پژوهش خود استدلال می کنند که شرکت ها در شرایط سودآوری بالا از اهرم بیشتری استفاده می کنند. شرکت هایی که سطوح پایینی از سودآوری را دارند بایستی بیشتر از منابع داخلی نسبت به منابع خارجی بهره گیرند زیرا منابع خارجی به نسبت گران بوده و سپر مالیاتی غیر بدهی (نظیر استهلاك) بیشتر از صرفه های مالیاتی ناشی از استقراض خواهد بود. در حالیکه شرکت های با سودآوری بالا از منابع خارجی بیشتری استفاده می کند تا با بکارگیری موثر دارایی ها، خروجی بیشتری داشته و از سپر مالیاتی ناشی از بدهی برای سودآوری خود استفاده نمایند (ماسولیس و دی آنجیلو<sup>۱۵</sup>، ۱۹۸۰).

در نظریه نمایندگی بیان می شود که مالکان شرکت (سهامداران) اختیارات خود را به مدیران تفویض می نمایند تا آنها تصمیم های لازم را اتخاذ نمایند. ولی مدیران دارای هدف هایی شخصی هستند که با دیدگاه سهامدار مبنی بر به حداکثر رساندن ثروت، مغایر است. جنسن و مک لینگ<sup>۱۶</sup> (۱۹۷۶) دو نوع مصداق شامل تضاد بین سهامداران و اعتبار دهندگان (مرتبط با بدهی) و تضاد بین مدیریت و سهامداران (مرتبط با سهام) شناسایی کردند. دلیل اصلی شکل گیری تضاد بین سهامداران و اعتبار دهندگان آن است که قرار داد بدهی این فرصت را برای سهامداران فراهم می کند که در صورت به موفقیت رسیدن پروژه های سرمایه گذاری، بخش اعظم سودهای تحصیل شده را تصاحب کنند. با این وجود، اگر طرح های سرمایه گذاری با شکست مواجه شوند، به خاطر مسئولیت محدود سهامداران، این امکان وجود دارد که اعتبار دهندگان حتی اصل طلب خود را وصول نکنند. ازسوی دیگر تضاد بین مدیریت و سهامداران می تواند بوسیله سوء مدیریت منابع توسط مدیر به منظور افزایش رفاه خود شناخته می شود. جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) استدلال می کنند که استفاده از بدهی تضمین شده ممکن ست هزینه نمایندگی بدهی را کاهش دهد. بدین ترتیب شرکت های با سودآوری بالا باید از اهرم مالی بیشتری برای حداقل کردن مشکلات نمایندگی بهره گیرند. همچنین اندازه شرکت

13 Modigliani F., and M.H. Miller

14 Brander, J. A., & Lewis, T. R

15 Masulis & DeAngelo

16 Jensen & Meckling

ممکن است شاخصی برای هزینه های نمایندگی بدهی (هزینه نظارت) ناشی از تضاد بین مدیران و سرمایه گذاران باشد. از آنجاییکه هزینه نظارت شرکت های بزرگ کمتر از شرکت های کوچک است. بنابراین شرکت های بزرگ بیشتر به استفاده از بدهی ترغیب می شوند. در نظریه توازن ایستا رابطه بین سودآوری و نسبت بدهی از طریق هزینه های ورشکستگی تبیین می شود. به عبارت دیگر با کاهش میزان سود آوری یک شرکت هزینه های مورد انتظار ورشکستگی آن افزایش می یابد و افزایش هزینه های ورشکستگی، شرکت ها با سودآوری کمتر را به استفاده کمتر از اهرم مالی سوق می دهد (فاما و فرنچ<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۳). بر این اساس، پس از کنترل فرصت های سرمایه گذاری انتظار می رود نسبت پرداخت سود و نسبت بدهی به ارزش دفتری با سودآوری رابطه مثبتی داشته باشند.

نظریه سلسله مراتبی تجدید ساختار بدهی بیان می دارد که شرکت ها ابتدا از منابع داخلی استفاده می نمایند و سپس در صورت نیاز از تأمین مالی خارجی استفاده می کنند. فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی مایرز (۱۹۷۷) و مایرز و ماجلوف<sup>۱۸</sup> (۱۹۸۴)، مدل سیگنالیینگ تحت عدم تقارن اطلاعاتی را پیشنهاد می کنند و بیان می دارند که شرکت های با سودآوری بالا صرف نظر از قدرت بازار، بایستی دارای یک نسبت بدهی پایین باشند. بنابراین طبق این نظریه میان تجدید ساختار بدهی و سودآوری رابطه منفی وجود دارد. بنابراین به طور خلاصه می توان گفت که نظریه های میلر و مودیگلیانی، نمایندگی و توازن ایستا قائل به وجود رابطه مثبت میان سودآوری و ساختار سرمایه هستند. این درحالی است که نظریه سلسله مراتبی رابطه میان سودآوری و ساختار سرمایه را منفی ترسیم می کند. آزمون تعمیم پذیری نظریات مذکور در بازار سرمایه کشورمان می تواند ارائه کننده بعد تحلیلی وسیع تر به سیاستگذاران اقتصادی و سرمایه گذاران باشد (شاهدانی و همکاران ۱۳۹۱، ۲۰).

### پیشینه تحقیق

سیلاگی<sup>۱۹</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهشی با عنوان "بررسی دوره تبدیل وجه نقد و محدودیت های مالی بر تجدید ساختار بدهی واحد تجاری در شرکت های ژاپنی" به بررسی روابط بین متغیرهای دوره تبدیل وجه نقد بر تجدید ساختار بدهی واحد تجاری پرداخته اند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که مدیریت سرمایه در گردش شرکت های ژاپنی می تواند تجدید ساختار بدهی شرکت ها را به وسیله کاهش دوره تبدیل وجه نقد و محدودیت های مالی افزایش دهد.

ژان و جانگ<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهشی تحت عنوان "اثربخشی تأمین مالی پایدار بین المللی بر بازخورد فعالیت های شرکت ها" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش آماری پنل دیتا پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که هرچقدر تأمین مالی بین المللی پایدار افزایش پیدا کند به همان نسبت نفوذ سهامداران نهادی شرکت ها نیز افزایش پیدا خواهد کرد. همچنین نتایج تحقیق آنان نشان داد که با افزایش تأمین مالی بین المللی پایدار، توسعه رتبه اعتباری

17 French & Fama

18 Myers, S. and Majluf, N

19 Silaghi

20 Zhan & Jong.

شرکت ها نیز به سمت مثبت حرکت خواهد کرد. در نهایت نتایج تحقیق آنان در ارتباط با میزان تأثیرگذاری تأمین مالی بین المللی بر نوسانات سرمایه گذاری حاکی از آن بود که با افزایش تأمین مالی بین المللی پایدار نسبت سرمایه گذاری شرکت ها نیز افزایش پیدا خواهد کرد.

گربایی و درامو<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر نظام سرمایه گذاری پویای شرکت ها بر محدودیت های مالی سرمایه گذاری" با استفاده از اطلاعات مالی شرکت های سهامی عام برزیلی طی سال های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۲ به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. تعداد نمونه تحقیق آن ها شامل ۵۳۲ شرکت-سال می باشد. آن ها به این نتیجه رسیدند که تمرکز بر روی سرمایه گذاری پویا و کنترل بالاتر، موجب محدودیت های مالی بیشتر می گردد.

ژان و همکاران<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی تحت عنوان "الگوهای توسعه تأمین مالی بین المللی نفوذ سهامداران نهادی و توسعه رتبه اعتباری شرکت ها" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش آماری پنل دیتا پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که اگر میزان نفوذ سهامداران نهادی شرکت ها افزایش پیدا کند به همان نسبت الگوهای مربوط به تأمین مالی بین المللی شرکت ها افزایش پیدا کرده و با افزایش توسعه رتبه اعتباری شرکت ها شاهد افزایش نوسانات سرمایه گذاری مثبت خواهیم بود. همچنین نتایج تحقیق آنان در ارتباط با افزایش توسعه رتبه اعتباری شرکت ها حاکی از آن بود که با افزایش این متغیر میزان توسعه مالی بین المللی شرکت ها نیز افزایش پیدا خواهد کرد.

تان و یانگ<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان "بررسی تاثیر سرمایه گذاری پویای در مخارج تحقیق و توسعه بر اختراعات و رشد اقتصادی و سیاست های تامین مالی، در قالب مطالعه مقایسه ای بین کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه" به بررسی روابط بین متغیرهای مخارج تحقیق و توسعه و اختراعات و رشد اقتصادی پرداخته اند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که سرمایه گذاری در بخش تحقیق و توسعه در هر دو گروه از کشورهای مورد مطالعه موجب افزایش جریان اختراعات می شود و تاثیر رشد سرمایه گذاری پویای در مخارج تحقیق و توسعه بر رشد در جریان سیاست های تامین مالی در کشورهای در حال توسعه شش برابر کشورهای توسعه یافته است. همچنین نتایج این مطالعه بیان می کند که سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه اثر مثبت و معناداری بر افزایش تولید ناخالص داخلی و سیاست های تامین مالی در هر دو گروه از کشورهای مورد بررسی داشته است.

نیسههارا و سیبهارا<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه تجدید ساختار بدهی با محدودیت های مالی سرمایه گذاری" به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. او نشان داد که شرکت های با تجدید ساختار بدهی در قیاس با شرکت های دیگر، با همان اندازه و سود تقسیمی، ثبات مالی بیشتری دارند. و همچنین شرکت های دارای تجدید

21 Corbae and Derasmo

22 Zhan et al.

23 Tan and Yang

24 Nishihara and Shibata

ساختار بدهی دچار محدودیت های مالی کمتری خواهند بود و تصمیمات آن ها در قبال فرصت های سرمایه گذاری جدید، سریع تر و چابک تر می باشد.

جان و همکاران<sup>۲۵</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی تحت عنوان "الگوهای توسعه تامین مالی و نسبت سودآوری" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش آماری ریگرسیون چند متغیره پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که هرچقدر میزان سودآوری شرکت ها افزایش پیدا کند به همان نسبت میزان سرمایه گذاری شرکت ها نیز افزایش پیدا کرده و در نهایت نیاز به توسعه مالی بین المللی وجود خواهد داشت. همچنین نتایج تحقیق آنان نشان داد که با توسعه تامین مالی می توان از افزایش رویکرد سرمایه گذاری استفاده کرده و در نهایت باعث افزایش میزان سودآوری شرکت ها شود.

کامیانا و همکاران<sup>۲۶</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی تحت عنوان "الگوهای توسعه تامین مالی و ساختار مالکیت مدیریتی" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش آماری پنل دیتا پرداختند نتایج تحقیق آنان نشان داد که هرچقدر ساختار مالکیت مدیریتی شرکت ها به سمت افزایش میزان سرمایه گذاری باشد به همان نسبت انتظار افزایش الگوهای تامین مالی بین المللی را نیز می توان داشت. همچنین نتایج تحقیق آنان حاکی از آن بود که اگر الگوهای مربوط به سرمایه گذاری در ارتباط با افزایش سطح فروش شرکت ها باشد به همان نسبت میزان تامین مالی شرکت ها تحت تاثیر نوسانات مثبت قرار خواهد گرفت.

ملترز<sup>۲۷</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی تحت عنوان "الگوهای تامین مالی، نوسانات اهرم مالی و بازخورد فعالیت های شرکت ها" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش آماری ریگرسیون چند متغیره پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که اگر نوسانات اهرم مالی در راستای افزایش میزان فروش شرکت ها باشد به همان نسبت میزان سودآوری شرکت ها افزایش پیدا کرده و در نهایت میزان الگوهای تامین مالی بین المللی شرکت ها نیز به سمت مثبت حرکت خواهد کرد. همچنین نتایج تحقیق آنان نشان داد که الگوهای حاکمیت شرکتی بر نسبت سودآوری شرکت ها تأثیر گذاشته و در بازه های زمانی بلند مدت باعث افزایش میزان تامین مالی بین المللی شرکت ها خواهند شد.

فرانزان و راداکریشن<sup>۲۸</sup> (۲۰۱۵)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه بین سرمایه گذاری در هزینه های تحقیق و توسعه و سودآوری شرکت های سودده" به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. آن ها اظهار کردند بر مبنای ادبیات موجود، ارزیابی ضریب تکاثر بر مخارج تحقیق و توسعه احتمالا منفی (مثبت) برای سود (زیان) شرکت است.

یه و همکاران<sup>۲۹</sup> (۲۰۱۵)، در پژوهشی تحت عنوان "هزینه های نمایندگی تامین مالی بین المللی و نوسانات سرمایه گذاری شرکت ها" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق با استفاده از روش آماری ریگرسیون چند متغیره پرداختند نتایج تحقیق آنان نشان داد که هرچقدر میزان هزینه های نمایندگی شرکت ها افزایش پیدا کند به همان نسبت میزان سرمایه

25 Jong et al.

26 Kamwyama et al.

27 Meltzer

28 Franzen, L.Radhakrishnan , S.

29 Ye et al.

گذاری کاهش و در نهایت میزان تأمین مالی بین المللی شرکت ها افزایش پیدا خواهد کرد. همچنین نتایج تحقیق آنان نشان داد که میزان سرمایه گذاری شرکت ها تحت تأثیر الگوهای حاکمیت شرکتی قرار گرفته و در بازه های زمانی بلند مدت با افزایش میزان هزینه های نمایندگی میزان تأمین مالی بین المللی شرکت ها نیز کاهش پیدا خواهد کرد.

مولرس و همکاران<sup>۳۰</sup> (۲۰۱۵)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تأثیر سیاست های تأمین مالی سرمایه گذاری خارجی، فراگیری، ادغام شرکت ها و تجارت بر نوآوری در صنایع با فناوری بالا در چین" به بررسی روابط بین این متغیرها با استفاده از تحلیل داده های تابلویی پرداختند. آن ها اظهار کردند فعالیت های تحقیق و توسعه خارجی از طریق شرکت های چند ملیتی بر عملکرد نوآوری و سیاست های تأمین مالی بنگاه های داخلی اثر قابل ملاحظه ای داشته است.

تان و لیو<sup>۳۱</sup> (۲۰۲۱)، در پژوهشی تحت عنوان "تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویا و سیاست های تأمین 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 تأثیر 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 تأمین مالی شرکت ها تأثیر 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 تأثیر 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 تأثیر مثبت و مستقیمی می گذارد. همچنین نتایج تحقیق آن ها نشان داد که تجدید ساختار بدهی بر سرمایه گذاری پویای شرکت ها تأثیر مثبت و مستقیمی می گذارد. در نهایت نتایج تحقیق آن ها نشان داد که تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تأمین مالی شرکت ها تأثیر منفی و معکوسی می گذارد.

چن و همکاران<sup>۳۲</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین سیاست های تأمین مالی و نحوه رویارویی آن ها با مشکلات مالی تأثیرگذار 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 تأمین مالی بر روی سرمایه گذاری در مخارج تحقیق و توسعه شرکت ها تأثیر مثبت و مستقیمی می گذارد.

30 Morellec et al

31 Tan and Luo

32 Chen et al

لیو و همکاران<sup>۳۳</sup> (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 نشان داد که ناکارآمدی گروه های کسب و کار در کاهش محدودیت های مالی وجود دارد. علاوه بر این، آن ها اثبات کردند که شرکت های نمونه برای تامین مالی R&D نیاز به افزایش فروش و جریان های نقدی داشته و حتی در طول دوره از بازار داغ حقوق صاحبان سهام استفاده نمی کنند و درگیری خودشان در سرمایه گذاری در R&D را مصادف با استفاده از ذخایر نقدی می دانند و در نهایت انجام این مامور باعث افزایش نوسانات تجدید ساختار بدهی در جهت مثبت خواهد بود.

تان و همکاران<sup>۳۴</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهشی تحت عنوان "سیاست های 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 شرکت های IPO طی سال های ۱۹۸۰ الی ۲۰۱۲ پرداختند. آن ها در دو نقش و از منظر واسطه های مالی، وام دهندگان و سرمایه گذاران این موضوع را بررسی و نشان دادند که سرمایه گذاران و وام دهندگان به طور کلی انواع مختلف صندوق شرکت ها 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 سیاست های تامین مالی از طریق بدهی و عرضه عمومی اولیه سهام ایجاد شده است. همچنین آن ها نشان دادند که شرکت با بدهی بالا عدم قطعیت ارزیابی پایین تری نسبت به ریسک سرمایه داشته، و بازده پایین تر ناشی از حمایت اولیه کمتری از سرمایه گذاری در شرکت های IPO بوده و عملکرد این شرکت ها پس از عرضه اولیه رشد داشته است. با این حال، شرکت های با سطح بالای بدهی در بلندمدت، به خصوص کسانی که بدون سرمایه گذاری شواهدی را ارائه می کنند ریسک سرمایه بیشتری توسط سرمایه گذاران معتبر تجربه خواهد کرد.

آنتیل و گراندیر<sup>۳۵</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر نظام راهبری شرکتی بر محدودیت های مالی سرمایه گذاری پویا" به بررسی رابطه بین نظام راهبری شرکتی بر محدودیت های مالی را بر داده های ۱۴ کشور انجام

33 Luo et al

34 Tan et al

35 Antill and Grenadier

دادند. نتایج تحقیق به صورت زیر عنوان شد که حاکمیت شرکتی بهتر، وابستگی شرکت ها به جریانهای نقدی داخلی را کاهش داده و محدودیت های مالی ناشی از سرمایه گذاری پویا را می کاهش دهد.

جیانگ و همکاران<sup>۳۶</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه بین اثر جریان های نقدی مثبت یا منفی سرمایه گذاری پویا بر سطح نگهداری وجه نقد و سیاست های تامین مالی شرکت ها" به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. آن ها اظهار کردند بر مبنای ادبیات موجود، در وضعیتی که واحد تجاری جریان های نقدی مثبت (منفی) ناشی از سرمایه گذاری پویا دارد، تمایل کمتری به نگهداری وجه نقد خواهد داشت. همچنین، شرکت های دارای محدودیت تامین مالی در مقایسه با شرکت های بدون محدودیت تامین مالی، تمایل کمتری به سرمایه گذاری در پروژه های جدید و تامین وجوه مورد نیاز پروژه های غیر سودآور خواهند داشت.

تهرانی و باجلان (۱۳۸۸)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه بین ویژگی های تامین مالی از طریق بدهی شرکت و موفقیت مالی پس از عرضه عمومی اولیه سهام" با استفاده از اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۳ به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. نتایج حاکی از این امر است که شرکت های بزرگی که سودآوری خوبی دارند و از لحاظ مدیریت کارایی سرمایه در گردش با مشکل خاصی روبه رو نیستند، نسبت به سایر شرکت ها از لحاظ مالی موفق تر عمل می کنند. همچنین نتایج نشان دهنده قدرت نسبتا بالای عوامل شناسایی شده در پیش بینی عملکرد مالی شرکت ها می باشند.

ابزری و همکاران (۱۳۸۶)، در پژوهشی با عنوان "بررسی و تجزیه و تحلیل روش های تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". به بررسی روابط بین متغیرهای روش های تامین مالی پرداخته اند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که با وجود ارتباط بین نحوه تامین مالی شرکت ها و میزان دارایی های ثابت آن ها، بین نحوه تامین مالی شرکت ها و ظرفیت سودآوری آن ها ارتباط معنی داری مشاهده نشده است.

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<sup>۳۷</sup> و شبکه کدال، سیستم های جامع اطلاع رسانی ناشران<sup>۳۸</sup>، مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران<sup>۳۹</sup> 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 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

37 [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir)

38 [www.codal.ir](http://www.codal.ir)

39 [www.fipiran.com](http://www.fipiran.com)

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<sup>۴۰</sup> می باشد که با بهره گیری از نرم افزارهای 22 Spss، 8.1 Eviews و 17.1 Minitab، 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.

## ۵. متغیرها و مدل تحقیق

### تعاریف عملیاتی متغیرهای وابسته:

#### سیاست های تامین مالی شرکت i در سال t: $(E(X, C, C)_{i,t})$

سیاست های تامین مالی شرکت از طریق فرمول زیر محاسبه خواهد شد (تان و لیو<sup>۴۱</sup>، ۲۰۲۱):

$$E(X, C, C)_{i,t} = B_t + \sum_{i=1}^{T-1} \frac{[FROE_{t+i} - R_{GLS}] * B_{t+i-1}}{(1 + R_{GLS})^i} + \frac{[FROE_{t+T} - R_{GLS}] * B_{t+T-1}}{(1 + R_{GLS})^{T-1} R_{GLS}}$$

که در آن:

$E(X, C, C)_{i,t}$  = برابر است با سیاست های تامین مالی.

$1 + R_{GLS}$  = مبلغ تامین مالی از طریق سهام.

$B_t$  = ارزش تغییر پذیر سهام.

$R_{GLS}$  = ارزش مورد انتظار سهام.

$B_{t+T-1}$  = قیمت جاری سهام.

$FROE_{t+i}$  = برابر است بازده حقوق صاحبان سهام = سود خالص / ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

### 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<sup>۴۲</sup>، ۲۰۲۱):

40 Panel Data

41 Tan and Luo

42 Tan and Luo

ارزش دفتری اهرم مالی:

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

ارزش بازار اهرم مالی:

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

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:**  $(\exp(cdt)_{i,t}) t$

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<sup>۴۳</sup>، ۲۰۱۹):

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

که در این مدل:

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

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

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

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

$GPPE_{i,t}$  = 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<sup>۴۴</sup>، 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<sup>۴۵</sup>، 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<sup>۴۶</sup>، 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.

$P_{i,t-1}$  = 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<sup>۴۷</sup>، 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 دارایی ها (تان و لیو<sup>۴۸</sup>، 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  $\beta_i$  (ضرایب مربوط به متغیرهای مستقل) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد

مدل پژوهش برگرفته از پژوهش تان و لیو<sup>۴۹</sup> (۲۰۲۱)؛ به صورت زیر برآورد شده اند:

44 Tan et al

45 Luo et al

46 Corbae and Derasmo

47 Silaghi

48 Tan and Luo

49 Tan and Luo

مدل مربوط به فرضیه پژوهش:

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

در این مدل‌ها داریم:

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

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

## ۶. جامعه آماری و نمونه آماری:

### - جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بنابر اعلام سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران کلیه شرکت‌های پذیرفته شده تا پایان سال ۱۴۰۰ شامل ۵۲۰ شرکت در ۳۷ گروه صنعتی بوده‌اند. بنابراین در تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی شش ساله، از سال ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰، جامعه آماری تحقیق می‌باشند.

### تعیین حجم نمونه پژوهش

چنانچه قرار است از نمونه‌گیری نتایج رضایت بخشی حاصل شود باید به مجموعه فعالیت‌ها و مراحل که به منظور انتخاب نمونه به کار برده می‌شود، آگاهی کامل داشت. اولین قدم، تعیین هدف‌های پژوهشی است. برای درک و روشن شدن این اهداف باید جامعه‌ای را که قصد داریم نمونه مورد مطالعه را از آن انتخاب کنیم، تعریف نماییم (دلاور، ۱۳۸۴).

در این مطالعه برای این که نمونه پژوهش یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردنظر باشد، برای انتخاب نمونه از روش غربال‌گری<sup>۵۰</sup> (حذفی) استفاده شده است. برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان یکی از شرکت‌های نمونه انتخاب شده است. روند انتخاب نمونه در نگاره ۳-۱ به تصویر کشیده شده است.

۱- با توجه به اطلاعات مورد نیاز از سال ۱۳۹۵، شرکت‌هایی که حداکثر تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۹۴ در بورس و اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و نام آن‌ها تا پایان سال ۱۴۰۰ از فهرست شرکت‌های یاد شده، حذف نشده باشد.

۲- در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله شده باشد.

۳- به منظور افزایش قابلیت مقایسه شرکت‌های مورد بررسی، دوره مالی آنها باید منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد و در دوره مورد مطالعه تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۴- جزء شرکت های واسطه گری مالی (سرمایه گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک ها و بیمه ها) به دلیل متفاوت بودن عملکرد آن ها، نباشند.

۵- اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

روند انتخاب نمونه آماری پژوهش

| ۵۲۰   | کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس در تاریخ ۱۴۰۰/۱۲/۲۹                                |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| (۴۴)  | شرکت هایی که بعد از سال ۱۳۸۹ در بورس پذیرفته شده اند                                 |
| (۱۲۴) | شرکت هایی که طی دوره تحقیق در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده اند              |
| (۸۴)  | شرکت هایی که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم نمی شود و یا تغییر سال مالی داده اند      |
| (۱۸)  | شرکت های واسطه گری مالی (سرمایه گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک ها) <sup>۵۱</sup>       |
| (۵۸)  | شرکت هایی که در طول دوره موردنظر، سهام آن ها به طور فعال در بورس معامله نشده است     |
| (۳)   | شرکت هایی که صورت های مالی سال ۱۳۹۳ خود را در زمان انجام این تحقیق ارائه نداده بودند |
| (۸۵)  | شرکت هایی که اطلاعات آن ها برای بدست آوردن برخی متغیرهای تحقیق کافی نبود             |
| ۱۰۴   | کل نمونه آماری قابل آزمون با در نظر گرفتن پیش فرض ها                                 |

پیش فرض ها به ترتیب اعمال شدند، بدین صورت که هر شرکتی که در پیش فرض اول قرار گرفته است، برای شمارش پیش فرض های بعدی لحاظ نگردیده است.

در این تحقیق بعد از اعمال پیش فرض ها، ۱۰۴ شرکت از ۱۹ صنعت باقی ماندند. در نگاره پایین، فراوانی اعضای نمونه نشان داده شده است.

#### فراوانی اعضای نمونه به تفکیک نوع صنعت

| کد | نام صنعت                            | نمونه |
|----|-------------------------------------|-------|
| ۱۰ | استخراج ذغال سنگ                    | ۱     |
| ۱۳ | استخراج کانه های فلزی               | ۵     |
| ۱۴ | استخراج سایر معادن                  | ۱     |
| ۱۵ | انواع فرآورده های غذایی و آشامیدنی  | ۷     |
| ۱۷ | منسوجات                             | ۱     |
| ۲۳ | فرآورده های نفتی، کک و سوخت هسته ای | ۲     |

۵۱- شرکت های بیمه پس از اعمال پیش فرض های اول و دوم و سوم حذف شدند.

| کد | نام صنعت                                 | نمونه |
|----|------------------------------------------|-------|
| ۲۴ | ساخت مواد و محصولات شیمیایی              | ۱۰    |
| ۲۵ | لاستیک و پلاستیک                         | ۲     |
| ۲۶ | سایر محصولات کانی غیر فلزی               | ۱۸    |
| ۲۷ | فلزات اساسی                              | ۱۲    |
| ۲۹ | ماشین آلات و تجهیزات                     | ۷     |
| ۳۱ | ماشین آلات و دستگاه های برقی             | ۱۲    |
| ۳۲ | ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاه ها و وسایل | ۱     |
| ۳۴ | خودرو و ساخت قطعات                       | ۱۹    |
| ۴۵ | پیمان کاری صنعتی                         | ۱     |
| ۶۰ | حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات          | ۲     |
| ۶۳ | فعالیت های پشتیبانی و کمکی حمل و نقل     | ۱     |
| ۷۲ | رایانه و فعالیت های وابسته به آن         | ۱     |
| ۷۴ | خدمات فنی و مهندسی                       | ۱     |
|    | جمع                                      | ۱۰۴   |

با توجه به نگاره فوق، تعداد ۱۰۴ شرکت از جامعه آماری گزینش گردید. بنابراین حجم نمونه برابر با کل جامعه آماری مورد مطالعه نمی باشد.

### یافته های پژوهش:

هدف از آزمون فرضیه تحقیق بررسی تاثیر تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها می باشد و فرضیه آماری آن به صورت زیر قابل بیان است:

$H_0$ : تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها تاثیر گذار نیست.

$H_1$ : تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها تاثیر گذار است.

این فرضیه با استفاده از مدل (۲) بصورت داده های پانل برآورد می شود و در صورتی که ضریب  $\beta_1$  در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

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

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

نتایج مربوط به آزمون های چاو (جهت مشخص نمودن استفاده از روش داده های پانل یا ترکیبی) و هاسمن (جهت مشخص کردن استفاده از روش اثرات ثابت یا تصادفی در روش داده های پانل) برای مدل (۲) در نگاره ۴-۸ ارائه شده است.

نگاره نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل

| آزمون | آماره    | مقدار آماره | درجه آزادی | P-Value |
|-------|----------|-------------|------------|---------|
| چاو   | $F$      | ۳/۰۶۹۱      | (۱۰۳،۵۰۷)  | ۰/۰۰۰۰  |
| هاسمن | $\chi^2$ | ۸/۴۹۸۱      | ۱۰         | ۰/۰۰۰۳  |

با توجه به نتایج آزمون چاو و  $P$ -Value آن (۰/۰۰۰۰)، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان گر این است که می توان از روش داده های پانل استفاده نمود. هم چنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و  $P$ -Value آن (۰/۰۰۰۳) که کمتر از ۰/۰۵ می باشد، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. در بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک نیز نتایج آزمون جاکو- برا حاکی از این است که باقیمانده های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون (۰/۵۸۲۴) بزرگ تر از ۰/۰۵ می باشد. هم چنین با توجه به سطح اهمیت آزمون برش پاگان که کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۷۵)، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می باشد. در این فرضیه برای رفع این مشکل در برآورد از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. در آزمون خود همبستگی باقیمانده های مدل که با استفاده از آماره دورین واتسون (DW) انجام شده، مقدار آماره دورین- واتسن ۲/۳۷ بوده و از آن جایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می باشد می توان نتیجه گرفت باقیمانده ها مستقل از هم می باشند. علاوه بر این، با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی بزرگ تر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۳۶۷۱)، 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 آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری مدل

| آماره رمزی |        | آماره دوریین واتسون | آماره برش پاگان |        | آماره جاکو برا |          |
|------------|--------|---------------------|-----------------|--------|----------------|----------|
| P-Value    | F      | D                   | P-Value         | F      | P-Value        | $\chi^2$ |
| ۰/۳۶۷۱     | ۱/۰۰۳۸ | ۲/۳۷                | ۰/۰۰۷۵          | ۳/۶۴۲۶ | ۰/۵۸۲۴         | ۱/۶۲۹۹   |

با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و هم‌چنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل و به‌صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود. نتایج برآورد مدل در نگاره ارائه شده است.

نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

| متغیر وابسته: سیاست‌های تامین مالی<br>تعداد مشاهدات: ۶۲۴ سال - شرکت<br>روش آماری برآوردی: پانل دیتا - اثرات ثابت GLS<br>سال مورد بررسی: ۱۳۹۵-۱۳۹۰ |         |         |         |         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| عنوان متغیر                                                                                                                                       | ضریب    | آماره t | P-Value | رابطه   |
| جزء ثابت                                                                                                                                          | ۰/۱۰۵۷  | ۲/۳۳۱۹  | ۰/۰۲۰۱  | مثبت    |
| تجدید ساختار بدهی                                                                                                                                 | ۰/۰۰۵۲  | ۳/۴۱۸۲  | ۰/۰۰۶۷  | مثبت    |
| هزینه‌های نمایندگی                                                                                                                                | ۰/۰۴۲۵  | ۳/۶۷۱۰  | ۰/۰۰۲۵  | مثبت    |
| اندازه شرکت                                                                                                                                       | -۰/۰۰۰۵ | -۴/۰۴۶۹ | ۰/۰۰۰۶  | منفی    |
| نرخ رشد جریان‌های نقدی                                                                                                                            | ۰/۰۰۸۹  | ۰/۶۴۵۰  | ۰/۵۱۹۲  | بی معنی |
| نوسانات قیمت سهام                                                                                                                                 | ۰/۰۰۶۹  | ۳/۵۲۶۰  | ۰/۰۰۹۱  | مثبت    |
| ارزش بازار سهام                                                                                                                                   | -۰/۰۸۱۸ | -۵/۰۶۳۱ | ۰/۰۰۰۰  | منفی    |
| نسبت سودآوری                                                                                                                                      | ۰/۰۰۰۸  | ۴/۰۷۳۲  | ۰/۰۰۰۷  | مثبت    |
| تجدید ساختار بدهی                                                                                                                                 | ۰/۰۰۱۴  | ۰/۳۳۶۹  | ۰/۷۳۶۳  | بی معنی |
| هزینه‌های نمایندگی                                                                                                                                | ۰/۰۲۹۴  | ۳/۳۹۵۸  | ۰/۰۰۳۴  | مثبت    |
| اندازه شرکت                                                                                                                                       | ۰/۰۰۷۱  | ۲/۵۸۳۴  | ۰/۰۰۹۹  | مثبت    |
| ضریب تعیین مدل                                                                                                                                    |         |         |         |         |
| آماره F                                                                                                                                           |         |         |         |         |
| (P-Value)                                                                                                                                         |         |         |         |         |
| ۳/۲۶۴۵                                                                                                                                            |         |         |         |         |
| (۰/۰۰۰۰)                                                                                                                                          |         |         |         |         |

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره  $F$  از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۵۸/۱۱ درصد از سیاست های تامین مالی شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ۴-۱۰، از آن جایی احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر تجدید ساختار بدهی کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۶۷)، در نتیجه وجود تاثیر معنی داری تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها تاثیر معناداری می گذارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۰۵۲) حاکی از وجود تاثیر مستقیم تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی تجدید ساختار بدهی؛ سیاست های تامین مالی شرکت ها نیز به میزان ۰/۰۰۵۲ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش می توان نتیجه گرفت که تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد.

### بحث و نتیجه گیری

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در نگاره بالا، از آن جایی احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر تجدید ساختار بدهی کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۶۷)، در نتیجه وجود تاثیر معنی داری تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها تاثیر معناداری می گذارد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۰/۰۰۵۲) حاکی از وجود تاثیر مستقیم تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها می باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی تجدید ساختار بدهی؛ سیاست های تامین مالی شرکت ها نیز به میزان ۰/۰۰۵۲ واحد افزایش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش می توان نتیجه گرفت که تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد. نتایج فرضیه دوم پژوهش ما با یافته های پژوهش های آناند و ونکاترامن (۲۰۲۱)، چوردیا و همکاران (۲۰۲۰) و هاسبروک و سار (۲۰۱۳) مطابقت داشته و با یافته پژوهش سار (۲۰۱۹) در تضاد است.

## جدول مقایسه‌ای نتایج آزمون فرضیه

| عنوان فرضیه                                                       | تفسیر فرضیه                                                                                                                                                                                 | نتایج موافق                                                               | نتایج مخالف |
|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|-------------|
| تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها تاثیر گذار است. | در نهایت با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش به این نتیجه رسیدیم که تجدید ساختار بدهی بر سیاست های تامین مالی شرکت ها تاثیر مثبت و مستقیمی می گذارد. | آنانند و ونکاترامن (۲۰۲۱)، چوردیا و همکاران (۲۰۲۰) و هاسبروک و سار (۲۰۱۳) | سار (۲۰۱۹)  |

## 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 طباطبایی، ص ۲۰۶-۱۶۸.
- بادآور نهندي، 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.

- پارسائیان، 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 ۴ و ۳، 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). سیاست های 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 رودپشتی، 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. رسائیان، 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.
- شاهننگ، 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 ۲۰۰-۱۸۳.

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 ارقام 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., Huisinigh, 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) 116e125.
- 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, 25e38.
- 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, 31e41.
- De Villiers ,E. (1998), "Economic Value Added as Nanagement Tool", P: 31.
- De Wet, J. ,(2004) , " Sterategic Approuch in Managing Sharholder Wealth for Companies Listed on the JSE Securities Exchange South Africa", Doctoral Thesis, Univerccity 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., & Rentzeler, J., & Yu, S. ,(2005) , "Does Economhc Value added Improve Stock Performance Peofitability?" , 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 Sharholder Value at the Private Company" , Journal of Applied Corporate Finance, Vol.4 No.1, pp30-45.
- 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 Seccurities 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 Financeial Performance”.,*Availabel :http://WWW.Formeraboutguides .com*, p:47.
- SeokiLee ,WooGon Kim, (2009), “EVA,Refined EVA ,MVA or traditional performance measures”,*IntemationnalJoumal 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 Vaie”.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 the financing policies of commercial companies.

---

### Abstract

Debt restructuring will reduce the need for companies to finance. The higher the debt restructuring percentage, the positive investment growth rate and the negative financing growth rate will experience fluctuations. Based on the financing model, cash can be generated from financing and investing activities. Debt restructuring is carried out over short and long-term time periods in relation to balancing the amount of debt of companies. The more the amount of debt of companies is in an acceptable balance with respect to the assets of companies, the more the growth rate of investment of companies will move towards the positive in the long-term time periods and will ultimately increase the profitability of companies. 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 criteria is the rate of profitability growth with respect to efficiency and productivity algorithms. The aim of this research is to investigate the impact of debt restructuring on corporate financing policies. 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 2016-2017 has been examined. The results of the study, in relation to the confirmation of the research hypothesis, showed that debt restructuring has a positive and direct effect on the financing policies of companies.

### Keywords

Debt restructuring; Financing policies; Commercial companies.

---