

بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

محسن پیکانی**

دکتر محمدرضا نیکبخت*

چکیده

آنچه که تأمین کنندگان مالی را تشویق می‌کند تا منابع خود را در فعالیت مشخصی بکار گیرند عملکرد مطلوب آن فعالیت است که بدنبال آن ثروت سهامداران افزایش می‌یابد. همواره این پرسش بین سرمایه‌گذاران و مدیران شرکتهای مطرح است که آیا می‌توان با تغییر ترکیب ساختار سرمایه، عملکرد شرکت را تغییر داد؟ در تحقیق حاضر نیز پیرو تحقیقات زایتون و تیان^۱ بر روی شرکتهای اردنی، به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد (P/E و Q توبین) شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار ایران طی سالهای ۱۳۸۶-۱۳۸۱ پرداخته شد. در این تحقیق با توجه به روش نمونه‌گیری کوکران و اعمال محدودیتها، ۵۷ شرکت بعنوان نمونه آماری انتخاب و سپس داده‌های مورد نیاز با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و نرم‌افزار ره آورد نوین گردآوری گردید. همچنین در این تحقیق چهار نسبت بعنوان متغیر مستقل برای ساختار سرمایه بکار گرفته شده و به منظور آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندگانه و آماره F و t استفاده گردیده است که در نهایت مشخص گردید بین ساختار سرمایه و نسبت Q توبین همبستگی چند گانه ۰/۳۷۹+ و بین ساختار سرمایه و نسبت P/E این همبستگی به اندازه ۰/۲۲۴+ می‌باشد و همچنین مشخص گردید بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد رابطه معنادار وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: ساختار سرمایه^۲، نسبت Q توبین، نسبت P/E

مقدمه

امروزه سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و سایر اشخاصی که براساس اطلاعات صورتهای مالی تصمیم‌گیری می‌کنند خواستار آن هستند که سرمایه خود را در فعالیتی بکار گیرند

* استادیار دانشگاه تهران

** نویسنده مسئول - کارشناس ارشد حسابداری

که آنرا به حداکثر برسانند، با توجه به اینکه عوامل خارجی از قبیل فرصت‌های رشد، نرخ بهره، شرایط سیاسی، شرایط فرهنگی و..... همچنین عوامل داخلی از قبیل اندازه شرکت، درجه ریسک شرکت، انعطاف پذیری شرکت و..... در اتخاذ تصمیم در مورد ترکیب ساختار سرمایه شرکت مؤثر است می‌توان گفت انتخاب روش و تصمیمات ساختار سرمایه که ارزش شرکت را افزایش دهد با اهمیت است. ساختار سرمایه یک شرکت ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام است، شرکتی که هیچگونه بدهی نداشته باشد یک شرکت با ساختار سرمایه‌ای است و از طرفی عملکرد مالی یعنی: درجه یا میزانی که شرکت به هدفهای مالی سهامداران در راستای افزایش ثروت نائل می‌آید. ارزیابی نیز از ضروریات برنامه‌ریزی است، ارزیابی نه تنها در انتخاب استراتژی و ساختار مالی به مدیریت کمک می‌کند بلکه نشان می‌دهد که چگونه استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام اثر می‌گذارد. نظریه‌های گوناگونی که در مورد ساختار سرمایه وجود دارد به این اشاره دارند که شرکتها برای تأمین مالی و ادامه فعالیت به سه گروه منابع روی می‌آورند، گروه اول منابعی که ظاهراً هزینه‌ای ندارند، گروه دوم منابع مالی درونی و گروه سوم منابع مالی بیرونی. گروه اول عبارتند از بستانکاران تجاری، پیش دریافت از مشتریان، هزینه‌های پرداختنی، لازمه تأمین سرمایه از گروه دوم، سودآوری گذشته شرکت می‌باشد که از محل انباشت سودهای گذشته منبعی مناسب جهت تأمین مالی شرکت فراهم می‌آید، یعنی بجای تقسیم سود بین سهامداران سود را در فعالیتهای عمدتاً عملیاتی شرکت جهت کسب بازده بیشتر بکار می‌گیرند و در گروه سوم از محل انتشار اوراق قرضه، اوراق مشارکت، وام و سهام اقدام به تأمین مالی می‌نمایند. البته شرکتها ممکن است از این منابع به روش کوتاه‌مدت یا بلندمدت استفاده کنند. بعنوان مثال رائل گنزالس و همکارانش در سال ۲۰۰۷ از طریق بررسی ۶۰۰۰۰ شرکت اسپانیایی در طول سالهای ۲۰۰۲-۱۹۹۲ به بررسی تعیین میزان دسترسی به منابع مالی خارجی پرداختند و مشخص گردید که شرکتهای اسپانیایی به تأمین مالی کوتاه مدت غیر بانکی از قبیل بستانکاران خارجی روی می‌آورند (حدود ۶۵٪ کل بدهی) و بدهیهای بانکی بیشتر برای توسعه اقتصادی استفاده می‌شود (Gonzalez, & Lopez, & Saurina, 2007: 1) هدف اصلی در تصمیمات ساختار سرمایه ایجاد ترکیبی مناسب از منابع نقدی بلندمدت به منظور حداقل سازی هزینه سرمایه واحد اقتصادی و از آن طریق حداکثر کردن ارزش بازار واحد اقتصادی می‌باشد. تأمین‌کنندگان منابع مالی، سرمایه‌گذاران

(سهامداران^۱) و اعتبار دهندگان^۲ می‌باشند که هر گروه بدنبال منافع خود می‌باشند، آنچه که تأمین‌کنندگان را تشویق می‌کند تا منابع خود را در فعالیت مشخصی بکار گیرند، عملکرد مطلوب آن فعالیت است، که بدنبال آن ارزش شرکت و در نتیجه ثروت سهامداران افزایش می‌یابد. با توجه به اینکه هزینه‌های تأمین مالی متفاوت می‌باشد، از دیدگاه شرکت هزینه بدهی کمتر است چون بدهی مستلزم پرداخت بهره به بستانکاران می‌شود و از نظر قوانین مالیاتی چنین هزینه‌ای قابل قبول است از طرفی دیگر افزایش بی رویه بدهی ریسک ورشکستگی^۳ را افزایش می‌دهد و باعث کاهش ارزش سهام شرکت می‌شود. از دیدگاه دیگر استفاده بیش از حد از حقوق صاحبان سهام باعث افزایش بازده مورد انتظار سهامداران و در نهایت باعث افزایش هزینه تأمین مالی می‌شود. بنابراین مدیران باید ساختار سرمایه‌ای را انتخاب کنند که هزینه سرمایه کمتری نیاز داشته باشد تا عملکرد بهتری برای شرکت داشته باشند در نتیجه مدیران مالی می‌بایستی نسبت به تعیین میانگین موزون هزینه سرمایه^۴ و هزینه نهایی سرمایه^۵ جهت مشخص کردن ساختار بهینه سرمایه اقدام کنند.

همچنین مدیران باید با توجه به جریانهای نقدی ورودی و خروجی ظرفیت استقراض شرکت را تعیین کنند و سپس با مد نظر قرار دادن سایر شرایط اقدام به استقراض نمایند. بنابراین این سوال مطرح می‌شود که با توجه به نسبتهای مالی، هزینه‌های مالی و برای داشتن عملکرد مطلوب و ایجاد ثروت، در ساختار سرمایه چه نسبتی بدهی و چه نسبتی سهام باید وجود داشته باشد تا شرکت هم در خطر ورشکستگی قرار نگیرد و هم هزینه کمتری پرداخت کند؟ بعبارتی در ساختار سرمایه می‌بایستی بدهی زیاد باشد یا سهام؟ در نهایت این سوال مطرح می‌شود که آیا بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه‌ای وجود دارد تا تصمیم‌گیرندگان مالی از آن جهت تصمیم‌گیری استفاده نمایند؟

مروری بر ادبیات تحقیق

عمده تحقیقات انجام شده در زمینه ساختار سرمایه مربوط به رابطه بین نسبتهای اهرم مالی و بازده و ارزش شرکتها می‌باشد. در گذشته نظریات زیادی در مورد ساختار سرمایه

1 - Shareholders

2 - Creditors

3- Bankruptcy

4 - Weighted Average Cost of Capital (WACC)

5 - Marginal Cost of Capital (MCC)

مطلوب و روش‌گزینش آن مطرح شده است (پیوست). تئوری نوین ساختار سرمایه در سال ۱۹۵۸ و با انتشار مقاله‌ای توسط میلر و مودیلیانی ارائه گردید. این دو پژوهشگر ثابت کردند که با وجود مجموعه‌ای از مفروضات محدود کننده و با صرف نظر کردن از مالیات‌ها و هزینه‌های قرارداد، خط مشی تأمین مالی شرکت بر ارزش جاری بازار شرکت بی‌تأثیر است همچنین این دو پژوهشگر در سال ۱۹۶۳ مقاله‌ای که در آن فرض نبودن مالیات شرکتها تا حدود زیادی تعدیل شده بود ارائه گردید (Modigliani & Miller, 1958: 261) مایز و ماژولوف در مورد ترتیب‌گزینش روشهای تعیین تأمین مالی به بررسی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که شرکتها ابتدا به منابع داخلی روی می‌آورند (Myers & Majluf, 1984: 187). در مورد نظریه سلسله مراتبی، موریلا و ویدهن نیز شرکت‌های آمریکایی را طی سالهای ۱۹۷۱-۱۹۹۸ مورد بررسی قرار دادند (Murray & Vidhan., 2002: 217) همچنین میچاکل در تحقیق خود در مورد نظریه سلسله مراتبی بیان می‌دارد که این نظریه زمانی به نتیجه خواهد رسید که شرکت دارای سودآوری بالایی باشد و نیاز به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار نداشته باشد (Michaël, 2007: 1). اندرسن رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد را برای ۱۳۲۳ شرکت مورد بررسی قرار داد و دریافت که بین ساختار سرمایه و ROA رابطه معنادار وجود دارد (Andersen, 2005: 1). میر و کریشنان (۱۹۹۷) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکتها پرداختند و به این نتیجه رسیدند که یک رابطه منفی معنادار بین نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام (TD/TE) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) وجود دارد (Krishnan, & Moyer, 1997: 129). در بعضی از مقالات به تأثیر ادغام شرکتها در ساختار سرمایه پرداخته شده است، منجمله این تحقیقات که از متغیرهای سرمایه، بدهی، عملکرد (Q توبین) و ارزش شرکت استفاده گردیده (Gugler & Konrad, 2002: 1) بر روی شرکت‌های کانادایی و (Hennessey, 2004: 1717) انجام شده است.

اگرال و همکاران به بررسی رابطه بین اهرمها، فرصتهای سرمایه‌گذاری و ارزش شرکتها در ۲۶ کشور پرداختند در این تحقیق از Q توبین بعنوان معیاری برای ارزش شرکت و از P/E بعنوان معیاری برای رشد شرکت استفاده گردید و مشخص گردید که ارزش شرکت بر بدهیها اثر دارد و برای شرکت‌های با رشد بالا بدهی کاهنده ارزش می‌باشد (Aggrwal & Aung kyaw, 2006: 1).

گلیسن و مچور بیان کردند که بین ساختار سرمایه و معیار ارزیابی عملکرد (ROA) و رشد فروش (Gsales) یک رابطه منفی معنادار وجود دارد (Gleason, & Mathur, 2000: 185).

ادلگن به بررسی رابطه بین مالیات، سرمایه گذاری و Q توبین پرداخت. در این تحقیق که از Q نئوکلاسیک استفاده گردیده مشخص گردید که بین Q و سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد (Adelegan, 2008: 96).

ادیت و شیتو در مقاله‌ای رابطه بین اهرمهای مالی و سرمایه‌گذاری را بر روی ۲۷ شرکت در مایرتیس طی سالهای ۲۰۰۴-۱۹۹۰ مورد بررسی قرار دادند، در این بررسی شرکتها به دو گروه، شرکتهای با رشد بالا و شرکتهای با رشد کم تقسیم شدند و به این نتیجه رسیدند که یک رابطه منفی معنادار بین اهرمها و سرمایه‌گذاری وجود دارد (Odit, & Chittoo 2008: 49).

زایتون و تیان رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکتها را با استفاده از اطلاعات ۱۶۷ شرکت اردنی در طول سالهای ۲۰۰۳-۱۹۸۹ مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهیهای کوتاه مدت به کل دارایی، نسبت کل بدهی به کل دارایی، نسبت بدهیهای بلندمدت به کل دارایی و نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام با نسبت ROA رابطه معنادار وجود دارد (Tian, & Zeitun, 2007: 40).

مظهر و ناصر تحقیقی برای ۹۱ شرکت پاکستانی طی دوره ۱۹۹۹-۲۰۰۶ انجام دادند. در این تحقیق اندازه، رشد، مالیات و ROA بعنوان متغیر مستقل و اهرم مالی بعنوان متغیر وابسته انتخاب گردیده است که با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون مشخص گردید بین ساختار سرمایه و ROA همبستگی به اندازه ۰/۱۶۲- وجود دارد که این همبستگی معنادار نیز می‌باشد (Naser & Mazhar, 2007: 1).

کی در سال ۲۰۰۵ به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و بازده سهام در شرکتهای سهامی عام آمریکا طی سالهای ۱۹۷۲-۲۰۰۳ پرداخت، که طبق اسناد و مدارک مشخص گردید که بین تغییرات اهرم مالی و بازده سهام رابطه منفی وجود دارد که این رابطه منفی در شرکتهای با اهرم بالا قویتر است (Cai, & Zhang, 2005: 1).

فاسبرگ و گاش در سال ۲۰۰۶ تحقیقی بر روی شرکتهای بورس اوراق بهادار آمریکا و بورس اوراق بهادار نیویورک^۱ برای تعیین رابطه بین سوددهی و ساختار سرمایه از طریق

استفاده از متغیرهای ROA, ROE و Q توبین انجام دادند، مشخص گردید باتوجه به اینکه شرکت‌های نیویورکی در ساختار سرمایه خود ۵ تا ۸ درصد بیشتر از بدهی استفاده کرده اند، همچنین در شرکت‌های NYSE رابطه معکوس و قوی بین سوددهی و مقدار بدهی در ساختار سرمایه آنها وجود دارد (Fosberg, & Ghosh, 2006: 57).

لی و همکاران بررسی ساختار سرمایه را انجام دادند در قسمتی از این تحقیق از ROA (بازده دارایی) و ROS (بازده فروش) بعنوان معیار عملکرد استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که بین عملکرد و اهرم مالی و نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت رابطه منفی و موافق وجود دارد بنابراین شرکت‌های چینی کمتر از بدهی کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند (Li & Yue & Zhao, 2009: 471).

کل (Cole, 2008: 1) به این نتیجه رسید که بین اهرم مالی و نسبت بازده دارایی رابطه منفی وجود دارد. برگر (Berger, 2002: 1) و میلبرن و همکاران (Milboun, 2005: 1) در تحقیقات خود به ترتیب از ROE و ROA بعنوان معیار عملکرد برای بررسی ساختار سرمایه استفاده کردند.

راجان و زینگالس تأثیر اهرم مالی را بر بازده شرکتها مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که اهرم مالی بر بازده تأثیرگذار است (Rajan & Zingales, 1995: 1421).

حسن پور بهابادی از طریق رگرسیون چندگانه به بررسی رابطه بین تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات ارزش شرکت طی سالهای ۸۲-۸۷، برای ۴۷ شرکت از چهار صنعت خودرو و ساخت قطعات، کانی غیر فلزی، دارویی و مواد غذایی پرداخت، که در نهایت به این نتیجه رسید که تأثیر تغییرات ساختار سرمایه بر ارزش شرکت در بین صنایع منتخب یکسان نیست و در هر صنعت متفاوت است و همچنین در اکثر موارد بین تغییرات نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (TDTE) و تغییرات ارزش شرکت در صنایع منتخب رابطه معنی داری وجود ندارد (پور بهابادی، ۱۳۸۴: ۸۵).

حشمتی به بررسی تأثیر اطلاعات گذشته بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سالهای ۱۳۸۳-۱۳۷۹، با استفاده از اطلاعات ۱۶۴ شرکت فعال در بورس می پردازد و به این نتیجه می‌رسد که بین سودآوری، بازده سهام، کسری مالی و نسبت بازار بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت با ساختار سرمایه رابطه معنا دار وجود دارد (حشمتی، ۱۳۸۵: ۷۹).

دکتر محمد نمازی و جلال شیرزاد در مقاله‌ای به بررسی "رابطه بین ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار (با تاکید بر نوع صنعت)" طی سالهای ۷۵-۷۹ پرداخته‌اند، در این مقاله به منظور آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون ساده و ضریب همبستگی استفاده شده است و معنی‌دار بودن آنها با استفاده از آماره t و Z صورت گرفته است. نتایج بدست آمده حاکی از اینست که بطور کلی بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت رابطه‌ای مثبت وجود دارد اما این رابطه از نظر آماری در حد ضعیف است و رابطه بین ساختار سرمایه و سرمایه بستگی به صنعت نیز دارد بنابراین باید ساختار بهینه را در صنایع گوناگون جستجو کرد (نمازی، شیرزاد، ۱۳۸۴: ۱۱).

رحمانی تأثیر روشهای تأمین مالی (وامهای بلند مدت و انتشار سهام عادی) را بر روی قیمت سهام شرکت‌های بورس تهران با استفاده از رگرسیون و ضریب همبستگی مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که انتشار سهام موجب کاهش قیمت سهام می‌شود و بدهی بدون ریسک قیمت سهام را کاهش نمی‌دهد (رحمانی، ۱۳۷۴: ۱۲۸).

کیومرث بیگلر در پایان‌نامه خود از طریق ضریب همبستگی پیرسون و آزمون ANOVA رابطه بین ساختار سرمایه و ویژگیهای عملکردی برای ۱۱۷ شرکت طی سالهای ۱۳۷۹-۱۳۸۳ را بررسی می‌کند و به این نتیجه می‌رسد که بین ساختار سرمایه و بازده سرمایه‌گذاری (ROI)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، بازده سهم، نسبت سود قبل از کسر مالیات (EBT) و نسبت سود عملیاتی به فروش رابطه معنادار وجود دارد (بیگلر، ۱۳۸۵: ۱۲۸).

ساناز آذری با بررسی اطلاعات ۵۴ شرکت طی سالهای ۱۳۷۸-۱۳۸۱ به تأثیر ساختار سرمایه (بدهیهای کوتاه‌مدت و بدهیهای بلند مدت) بر ریسک سیستماتیک می‌پردازد، که در نهایت با استفاده از روش رگرسیون و همبستگی پیرسون به این نتیجه می‌رسد که بین ساختار سرمایه و ریسک سیستماتیک ارتباط معنی‌داری وجود ندارد (آذری، ۱۳۸۴: ۱۴۶).

راضیه محمدی از طریق داده‌های ۵ صنعت بزرگ (۷۵ شرکت) عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه را طی سالهای ۱۳۷۶-۱۳۸۲ مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که ساختار دارائیهها (نسبت دارایی ثابت به مجموع دارائیهها)، سودآوری و نقدینگی جزء عواملی هستند که ارتباط معنی‌داری با ساختار سرمایه دارند و دو متغیر رشد سودآوری و رشد فروش ارتباط ضعیف با ساختار سرمایه دارد (محمدی، ۱۳۸۴: ۱۰۷).

سلیمی سلفی در پایان نامه خود از طریق ضریب همبستگی پیرسون به این نتیجه رسید که بین ساختار سرمایه اندازه شرکتها رابطه‌ای وجود ندارد (سلیمی سلفی، ۱۳۸۳، ص ۷۹)، سید نژاد فهیم از طریق ضریب همبستگی پیرسون و ضریب همبستگی اسپیرمن در سطح ۹۵٪ به بررسی رابطه بین نسبت بدهی با سود و بازده دارائیه‌ها پرداخت و به این نتیجه رسید که در صنعت غذایی و آشامیدنی بین نسبت بدهی با EAT رابطه معکوسی وجود دارد. در صنعت وسائط نقلیه بین نسبت بدهی با معیارهای عملکرد مالی به ویژه ROA_{av} رابطه معکوسی وجود دارد. در صنعت ماشین آلات و تجهیزات بین نسبت بدهی با EAT و به ویژه ROA_{av} رابطه معکوسی وجود دارد (سید نژاد فهیم، ۱۳۸۱: ۱۵۴). امروزه شاخصهای متفاوتی برای ارزیابی عملکرد ارائه شده است. گروهی شاخصهای ارزیابی عملکرد را به شاخصهای بازار، حسابداری، اقتصادی و مدیریت مالی تقسیم می‌کنند.

در مدل اسپینگل این شاخصهای را به شاخصهای مالی و غیرمالی تقسیم می‌کنند. در مدل یانگ این شاخصها عبارتند از: ۱- شاخصهای سود باقی مانده (RI) ۲- شاخص مربوط به اجزای سود باقی مانده (RIC) ۳- شاخصهای مبتنی بازار (MB) ۴- شاخصهای مبتنی بر نقد (CF) ۵- شاخصهای سنتی (TM) (نوروش، کرمی، ۱۳۸۳: ۱۲۵).
گرونینگ Q توپین را بعنوان یکی از معیارهای پیشرو در ارزیابی عملکرد می‌نامد که در تحقیقات زیادی از آن استفاده گردیده است، همچنین وی بیان می‌کند که این نسبت قادر است مشخص کند شرکت از نظر مالی در آینده چگونه عمل خواهد کرد (Groning, 2008: 34).

متغیرهای تحقیق

در این تحقیق دو متغیر وابسته یعنی نسبت Q توپین ساده و نسبت P/E و چهار متغیر مستقل یعنی نسبت کل بدهی به کل دارایی ($TDTA^1$)، کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام ($TDTE^2$)، کل بدهی به کل سرمایه ($TDTC^3$) و کل بدهیهای بلند مدت به کل دارائیه‌ها وجود دارد.

1 - Total debt to total assets

2 - Total debt to total equity

3 - Total debt to total capital

کل بدهیهای بلند مدت (LTD) بدهی بلند مدت، در حالت کلی شامل وامهای بلند مدتی است که معمولاً از طریق بانکها و یا سایر مؤسسات مالی تأمین می‌شود، عبارتی باز پرداخت آنها بیش از یکسال مالی می‌باشد و همچنین اوراق قرضه منتشره و ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان را نیز در برمی‌گیرد.

کل دارائیهها (TA): کل دارائیههای شرکت شامل خالص اقلام سمت راست ترازنامه شرکتها می‌باشد، که شامل دارائیههای جاری و دارائیههای بلندمدت و سایر دارائیهها می‌باشد.

$$(TA = \text{Current Assets} + \text{Long term Assets} + \text{Other Assets})$$

کل حقوق صاحبان سهام (TE): عناصر حقوق صاحبان سهام در این تحقیق شامل مجموع ارزش اسمی سهام عادی (از حاصل ضرب تعداد سهام در ارزش دفتری هر سهم بدست می‌آید)، اندوخته قانونی و سایر اندوخته‌های پایان سال و سود انباشته پایان سال می‌باشد.

کل سرمایه (TC): سرمایه عبارت است از تعداد سهام پایان هر سال ضربدر ارزش اسمی هر سهم. $(TC = \text{Face Value} \times N)$

کل بدهیها (TD): منظور از کل بدهیها، مجموع بدهیهای جاری (بدهیهایی که در طول یک سال مالی پرداخت می‌شود) و بدهیهای بلندمدت می‌باشد. که از رابطه $(TD = TA - TE)$ بدست می‌آید.

نسبت Q توبین ساده: در این روش Q از تقسیم ارزش بازار دارائیههای شرکت بر ارزش دفتری دارائیههای شرکت بدست می‌آید.

$$Q = \frac{COMVAL + SBOND + STDEBT}{SRC}$$

که در آن:

COMVAL - ارزش بازار پایان سال سهام عادی (تعداد سهام عادی پایان سال ضربدر ارزش بازار هر سهم در پایان سال)

SBOND - ارزش دفتری پایان سال بدهیهای بلند مدت

STDEBT - ارزش دفتری پایان سال بدهیهای با سررسید کمتر از یکسال شرکت

SRC - ارزش دفتری پایان سال کل دارائیههای شرکت

نسبت P/E: P/E کوتاه شده نسبت P (price یا قیمت سهم) به E (Earning Per Share)

EPS (یا سود هر سهم) است. همان‌گونه که از نام آن پیدا است، برای محاسبه $\frac{price}{Eps}$

آخرین قیمت روز سهام یک شرکت به سود هر سهم آن تقسیم می‌شود.

فرضیات

۱- بین ساختار سرمایه و نسبت Q توبین رابطه معنادار وجود دارد.

۲- بین ساختار سرمایه و نسبت $\frac{P}{E}$ رابطه معنادار وجود دارد.

که فرضیات بصورت معادله های رگرسیون ذیل بررسی می‌شود:

$$Q_{it} = a + \beta_1 TDTA_{it} + \beta_2 TDTC_{it} + \beta_3 TDTE_{it} + \beta_4 LTDTA_{it}$$

$$\left(\frac{P}{E}\right)_{it} = a + \beta_1 TDTA_{it} + \beta_2 TDTC_{it} + \beta_3 TDTE_{it} + \beta_4 LTDTA_{it}$$

قلمرو و نمونه آماری تحقیق

تحقیق حاضر از نظر زمانی برای دوره ۱۳۸۶-۱۳۸۱ و از نظر مکانی، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. جامعه آماری در این مطالعه در برگیرنده کلیه شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در انتخاب نمونه از جامعه فوق محدودیتهای زیر را مد نظر قرار داده ایم:

- ۱- شرکتهایی که پایان سال مالی آنها ۱۲/۲۹ نمی‌باشد.
- ۲- شرکتهایی که بطور مستمر طی دوره تحقیق فعالیت نداشته و اطلاعات آنها در دسترس نیست.
- ۳- شرکت سرمایه گذاری باشند.

که با در نظر گرفتن محدودیتهای و از طریق نمونه گیری کوکران، تعداد ۵۷ شرکت بعنوان نمونه آماری انتخاب گردید.

اهمیت و هدف تحقیق

شیوه تأمین مالی یک شرکت تعیین می‌کند که ارزش آن شرکت چگونه بین سرمایه استقراضی و سرمایه مالکانه تفکیک می‌شود و عموماً هدف اصلی یک شرکت به حداکثر

رساندن ثروت سهامداران می‌باشد، که تصمیمات مالی مدیران نقش مهمی در رسیدن به این هدف دارد. عبارتی عملکرد بالا می‌تواند باعث افزایش ثروت سهامدان و در نهایت باعث افزایش ارزش کل شرکت شود. یکی از روشهایی که می‌تواند باعث افزایش عملکرد شود انتخاب ساختار بهینه سرمایه، عبارتی استفاده صحیح از ابزارهای تأمین مالی می‌باشد.

هر فرد سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، ریسک و بازده سهام اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کند و ارزش هر شرکت تحت تأثیر دو عامل کلیدی ریسک و بازده قرار دارد. با توجه به وجود تضاد منافع بین اعتباردهندگان و صاحبان سهام، بحرانهای مالی و وامهایی که دارای ریسکهای متفاوتی هستند هیچ راه یا روش دقیقی وجود ندارد که بتوان بدان وسیله نسبت مشخصی از ساختار سرمایه بهینه (بدهی و حقوق صاحبان سهام) تعیین کرد. بنابراین اعتبار دهندگان در اعطای اعتبار به عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه و عملکرد شرکت توجه می‌کنند تا در وصول مطالبات خود با ریسک کمتری مواجه گردند، سرمایه‌گذاران نیز به ساختار سرمایه جهت بررسی بازده مورد انتظار، افزایش ارزش ثروت و عملکرد شرکت توجه می‌کنند. بنابراین اهداف این تحقیق عبارت است از:

- بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد شرکتهای بورس
- بررسی اینکه چه ترکیبی از سهام و بدهی برای تأمین سرمایه، عملکرد را افزایش می‌دهد
است

- متوجه ساختن شرکتهای بورس و مدیران به اهمیت ساختار سرمایه

- بررسی تئوریهایی ارائه شده در مورد ساختار سرمایه

روش پژوهش

به منظور آزمون فرضیات این تحقیق از روشهای آماری زیر استفاده می‌شود:

۱- آزمون K-S جهت بررسی نرمال بودن متغیرها
ابتدا نرمال بودن داده‌ها را بررسی می‌کنیم اگر ($Sig < 5\%$) باشد داده‌ها نرمال نیستند، در این صورت از طریق Ln آنها را نرمال می‌کنیم.

۲- آزمون همبستگی پیرسون برای بررسی همبستگی بین تک تک متغیرهای مستقل با تک تک متغیرهای وابسته ($y=a+bx$).

۳- بررسی مقدار همبستگی چند گانه بین متغیرها در مدل رگرسیون تحقیق

۴- آزمون F جهت بررسی وجود رابطه معنادار در مدل رگرسیون چند گانه تحقیق (آماره F)

اگر $\text{Sig } F < 5\%$ باشد نشانه وجود رابطه معنادار در مدل می باشد، عبارتی بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد رابطه معنادار وجود دارد.

۵- آزمون دوربین واتسون (آماره DW)

به منظور اتکاء بیشتر به نتایج آزمون آماری، آزمون خود همبستگی را انجام می‌دهیم. بدین صورت که:

$$e_t = \hat{\varphi} e_{t-1} + \text{error}$$

$$d \approx 2 - 2\hat{\varphi}$$

φ : ضریب همبستگی e_t و e_{t-1} می باشد.

دامنه d از صفر تا ۴ است. اگر d حول و حوش ۲ باشد به این معناست که φ صفر است، اگر d به صفر یا ε نزدیک باشد φ از صفر دور می شود. اگر d از ۲ کوچکتر باشد این احتمال می‌رود که φ از صفر بزرگتر است و اگر d از ۲ بزرگتر باشد بدان معناست که φ از صفر کوچکتر است. بنابراین اگر آماره (DW) نزدیک ۲ باشد نشانه عدم وجود خود همبستگی است.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

ابتدا داده‌های مورد نیاز را از کتابخانه بورس و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج می‌کنیم، و هر یک از متغیرها را برای نمونه آماری برای دوره تحقیق محاسبه و داده‌های طبقه بندی شده را وارد نرم افزار SPSS13 می‌کنم که پس از بررسی آزمون نرمال بودن و باتوجه به خروجی SPSS از طریق جدول ANOVA و Coefficients در سطح اطمینان ۹۵٪ به تجزیه و تحلیل معنادار بودن رگرسیون می‌پردازیم.

فرضیات آزمون K-S

داده‌ها دارای توزیع نرمال هستند. $H_0 : \text{Sig} \geq 5\%$

داده‌ها دارای توزیع نرمال نیستند. $H_1 : \text{Sig} < 5\%$

فرضیات آزمون همبستگی پیرسون

بین تک تک متغیرهای مستقل با متغیرهای وابسته همبستگی وجود ندارد.

$$H_0 : r_p = 0$$

بین تک تک متغیرهای مستقل با متغیرهای وابسته همبستگی وجود دارد.

$$H_1 : r_p \neq 0$$

فرضیات آزمون معنادار بودن ضرایب متغیرهای مستقل (β_i) در مدل بین ضریب متغیرهای ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد رابطه معنادار وجود ندارد $H_0 : \beta_i = 0$

بین ضریب متغیرهای ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد رابطه معنادار وجود دارد. $H_1 : \beta_i \neq 0$

فرضیات آزمون معنا دار بودن مدل رگرسیون

بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد رابطه معنادار وجود ندارد.

$$H_0 : \beta = 0$$

بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد رابطه معنادار وجود دارد.

$$H_1 : \beta \neq 0$$

آزمون دوربین واتسون

$$H_0 : \varphi = 0$$

$$H_1 : \varphi \neq 0$$

فرض $Q=0$ یعنی این که همبستگی پیاپی وجود ندارد و فرضیه مقابل $\varphi \neq 0$ یعنی همبستگی پیاپی وجود دارد.

منظور از معیارهای ارزیابی عملکرد Q توپین و P/E ، همچنین در این تحقیق $\alpha = 5\%$ در نظر گرفته شده است.

جدول ۱: بررسی رگرسیون ساده با آزمون پیرسون

InDependent Variable \ Dependent Variable	TDTA	TDTC	TDTE	LTDTA
Q Pearson Correlation	.044	.062	.098	-.299
Sig	.746	.649	.468	.024
P/E Pearson Correlation	.220	.180	.220	.059
Sig	.100	.180	.099	.663

همانطور که از آزمون همبستگی پیرسون نتیجه می‌شود فقط بین نسبت بدهیهای بلند مدت به کل دارائیهها با نسبت Q توبین رابطه معنادار وجود دارد. و بین هیچیک از متغیرهای مستقل با نسبت P/E همبستگی معناداری وجود ندارد.

نتایج استخراج از جدول ANOVA و Coefficients برای بررسی معنادار بودن رگرسیون چندگانه به شرح ذیل می‌باشد:

Dependent Variable Q :

بررسی فرضیه اول:

D.W	R	Sig F	F	Sig t	β_i	InDependent Variable
۱/۶	-۰/۳۷۹	۰/۰۸۴	۲/۱۸۳			
				۰/۲۰۶	-۰/۶۳۶	TDTA
				۰/۷۷۹	-۰/۰۷۴	TDTC
				۰/۱۱۵	۰/۸۳۵	TDTE
				۰/۰۱۹	-۰/۳۱۶	LTDTA

تجزیه و تحلیل نتایج جدول فوق نشان می‌دهد که به دلیل بزرگتر بودن Sig F از $(\alpha = 5\%)$ فرضیه H_0 در مورد عدم وجود رابطه معنادار تأیید می‌شود و فرض H_1 ، یعنی وجود رابطه معنادار در مدل فوق رد می‌شود، همچنین ضریب همبستگی چندگانه‌ای به اندازه ۰/۳۷۹ بین متغیرها وجود دارد.

از آنجا که Sig t در مورد LTDTA کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه صفر در مورد معنادار بودن (β_i) در مورد این متغیر رد شده و فرضیه H_1 تأیید می‌شود، اما بین سایر ضرایب متغیرها معنادار نمی‌باشد $(Sig t \geq 5\%)$.

برای بررسی وضعیت خود همبستگی خطاها نیز آزمون دوربین - واتسون ۱/۶ می‌باشد که با توجه به آنکه به دو نزدیک می‌باشد نشان‌دهنده عدم خود همبستگی خطاهاست (H_0) تأیید می‌شود.

آزمون فرضیه دوم: **Dependent Variable, PE:**

D.W	R	Sig F	F	Sig t	β_i	InDependent Variable
۱/۴	۰/۲۲۴	۰/۶۰۴	۰/۶۸۷	۰/۸۳۴	۰/۱۱۰	TDTA
				۰/۸۵۱	-۰/۰۵۲	TDTC
				۰/۷۷۷	۰/۱۵۶	TDTE
				۰/۹۱۰	۰/۰۱۶	LTDTA

تجزیه و تحلیل نتایج حاصله از جدول فوق الذکر نشان می دهد که $\text{Sig F} = ۰/۶۰۴$ می باشد عبارتی Sig F بزرگتر از ۵٪ می باشد، بنابراین فرضیه H_0 تأیید می شود و فرض H_1 یعنی وجود رابطه معنادار بین نسبت P/E و ساختار سرمایه رد می شود. از آنجا که Sig t در مورد تمام نسبتهای بیشتر از ۵٪ می باشند می توان نتیجه گرفت که فرضیه H_0 تأیید می شود، عبارتی فرضیه H_1 یعنی وجود رابطه معنی دار بین متغیر فوق الذکر (β_i) و نسبت P/E رد می شود. در مورد آزمون خود همبستگی از طریق دوربین - واتسون می توان گفت که به دلیل اینکه مقدار این آزمون برابر ۱/۴، و این مقدار کمتر از دو می باشد می توان نتیجه گرفت که خود همبستگی بین متغیرها وجود ندارد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

همانطور که مشخص گردید بین ۴ نسبت ساختار سرمایه و نسبت Q توبین و نسبت P/E رابطه معنادار وجود ندارد عبارتی بین ساختار سرمایه و معیارهای بازار ارزیابی عملکرد رابطه معنادار وجود ندارد. در صورت بررسی Sig t برای تعیین رابطه معنادار بودن تک تک متغیرهای مستقل و متغیر P/E مشخص گردید در همه موارد بین تک تک متغیرهای رابطه معنادار نمی باشد. *Zeitun & Tian* در تحقیق خود در کشور اردن به این نتیجه رسیدند بین $TDTA$ و Q توبین رابطه منفی معنادار وجود دارد اما در تحقیق ما در ایران بین $LTDTA$ و Q توبین رابطه منفی و معنادار وجود دارد. پس می توان پیشنهاد کرد:

۱- باتوجه به نتایج تحقیقات گذشته بهتر است استفاده کنندگان در تجزیه و تحلیل های خود عوامل داخلی تأثیرگذار در ساختار سرمایه از قبیل عوامل سیاسی، تحریم های

اقتصادی و... را مد نظر قرار دهند. برای این کار می‌توان نتایج تحقیقات در دوره‌های تحریم شدید یا جنگ را با نتایج تحقیقات در شرایط بدون تحریم یا بدون جنگ مقایسه کرد.

۲- بررسی ترازنامه شرکت‌های مورد مطالعه نشان می‌دهد که عمده بدهی بلندمدت شرکتها ذخیره خدمت کارکنان است. از این رو در چنین شرایطی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری جهت بالا بردن عملکرد نمی‌تواند به درستی اتخاذ شود.

۳- با توجه به تفاوت دسترسی شرکتها در استفاده از تسهیلات و نتایج تحقیقات گذشته، در بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد جهت تصمیم‌گیری بهتر است که تجزیه و تحلیل‌ها با توجه به نوع صنعت یا اندازه شرکتها انجام گیرد.

۴- با توجه به مباحث مربوط به عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه می‌توان نتیجه گرفت در کشور ما محدودیت قانونی در انتشار اوراق قرضه و همچنین بالا بودن نرخ بهره بانکی می‌تواند بر ساختار سرمایه تأثیر بگذارد.

۵- ریسک‌گریزی مدیران نیز می‌تواند عامل مهمی در ساختار سرمایه باشد، زیرا داشتن روحیه ریسک‌گریزی منجر به عدم ایجاد بدهی‌ها و استفاده از اعتبارات بلند مدت می‌شود که این امر باعث کاهش عملکرد می‌شود.

۶- اعتباردهندگان جهت اعطای اعتبار به شرکتها به تجزیه و تحلیل ساختار سرمایه و مشخص کردن ساختار مطلوب سرمایه شرکت جهت تعیین بازپرداخت تسهیلات اقدام کنند.

۷- اعتباردهندگان با توجه به وجود رابطه معنادار بین LTDTA و Q توبین می‌توانند از این نتیجه در اعطای تسهیلات استفاده کنند.

۸- LTDT با Q رابطه منفی دارد بنابراین مدیران می‌بایستی توجه کنند که افزایش نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی باعث کاهش Q می‌گردد.

با توجه به اینکه در رگرسیون بررسی شده بین ساختار سرمایه و $\frac{P}{E}$ رابطه معنادار

وجود ندارد بهتر است استفاده‌کنندگان مالی از بررسی مدل‌های دیگر برای تصمیم‌گیری بین این متغیرها استفاده کنند.

منابع فارسی

- ۱- آذری، ساناز. (۱۳۸۴). "بررسی ساختار تاثیر ساختار سرمایه (بدهیهای کوتاه مدت و بدهیهای بلند مدت) بر ریسک سیستماتیک سهام عادی"، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی
- ۲- بیگلر، کیومرث. (۱۳۸۵). "بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و ویژگیهای عملکردی شرکتهای پذیرفته شده در بورس"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده مدیریت و حسابداری
- ۳- حسن پور بهابادی، داود. (۱۳۸۴). "بررسی ارتباط بین تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت
- ۴- حشمتی، مرتضی. (۱۳۸۵). "بررسی تاثیر اطلاعات گذشته بر ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.
- ۵- رحمانی، محمود. (۱۳۷۴). "تأثیر روشهای تأمین مالی (وامهای بلند مدت و انتشار سهام عادی) بر روی قیمت‌های سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران
- ۶- سلیمی سلفی، امین. (۱۳۸۳). "تأثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه"، دانشگاه مازندران، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی
- ۷- سید نژاد فهیم، سیدرضا. (۱۳۸۱). "بررسی رابطه بین نسبت بدهی با سود و بازده داراییها"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده علوم انسانی
- ۸- محمدی، راضیه. (۱۳۸۴). "بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته در بورس"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء(س)، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد
- ۹- نمازی، محمد. شیرزاد، جلال. (۱۳۸۴). "بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۲، صص ۷۵-۹۵
- ۱۰- نوروش، ایرج، کرمی، غلامرضا. (۱۳۸۳)، "بررسی رابطه بین جریانهای نقد عملیاتی، سود عملیاتی، ارزش افزوده اقتصادی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران"، فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ش ۳۷، صص ۱۴۶-۱۲۱.

منابع انگلیسی

- 1- Andersen, T.J., (2005) , "Risk Management, Capital Structure And Performance Global Business & Economics Anthology". Paper global business & economics anthology ,(www.cbs.dk.)
- 2- Adelegan .O .J., (2008) , "Tax, Investment and Q": Evidence from firm and Industry Level Data in Nigeria , International Research Journal of Finance and Economics , N16, pp 96-120
- 3- Aggarwal.R & Aungkyaw.N.N., 2006, "Leverage, Investment Opportunities, and Firm Value". pp1-36, (<http://www.docstoc.com/docs/11687406/Leverage>)
- 4- Berger, Allen.(2002), "Capital Structure Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking industry", pp1-39 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=361280),
- 5- Cai, Jie & Zhang ,Zhe. (2005), "Capital Structure dynamics and Stock Returns", pp1-37(http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=685462)
- 6- Cole, Rebel A. (2008), "What Do We Know about the Capital Structure of Privately Held Firms?", pp1-60 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1013085)
- 7- Michael, S.W., 2007, "Leverage and Pricing in Buyouts", pp1-65 (<http://www.nber.org/papers/w15952.pdf>).
- 8- Modigliani, F., & Miller ,M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" , American Economic Review , pp261-297
- 9- Myers, S.C., & Majluf, N.(1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When firms have Information that Investors do not have", Journal of Financial Economics 13, pp187-221
- 10- Murray, F., & Vidhan, G., (2002), "Testing the Pecking order theory of Capital Structure", Journal of Financial Economics, pp217-248.
- 11- Milboun, Faulkender & Takor.(2006), "Does Corporate Performance Determine Capital Structure and Dividend Policy?", pp1-53 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686865),
- 12- Krishnan, V.S., & Moyer, R.C., (1997), "Performance Capital Structure and Home Country: An Analysis of Asian Corporations". Global Finance Journal 8, pp 129-143
- 13- Gleason ,K.S., & Mathur, L.K, & Mathur, I., (2000), "The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance

:Evidence from European Retailers", Journal of Business Research, N50, pp185-191

14- Gonzalez. R & Lopez . J & Saurina . J., 2007 , "Determinants of Access to External Finance", Working Papar Series 22, pp1-42 (<http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2007/wp07-22bk>),

15-Groning, C.J., 2008, "A Marketing Perspective of Stakeholder Influence on Long and Short-term firm Financial measures", p34

16-Gugler.k & Konrad.K., (2002), "Merger Target Selection an Financial Structure", pp1-25.(<http://homepage.univie.ac.a>).

17-Rajan,R.,& Zingales,I., (1995),"what Do we know about capital structure? ", journal of finance 5, pp1421-1460

18- Li & Yue & Zhao. (2009), "Ownership, Institutions, and Capital Structure": Evidence from China, Journal of Comparative Economics 37, pp471-490

19- Fosberg, R. H,& Ghosh ,A.,(2006), "Profitability And Capital Structure Of Amex And Nyse Firms", Journal of Business & Economics Research, N11, pp 57-64

20- Stohs, M.H., & Mauer, D.C., (1996), " The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure", Journal of Business 69, PP279-312

21- Odit ,M.P., & Chittoo ,H.B.,(2008) "Financial Leverage And Investment The Case of Mauritian Firms" , IABR & TLC Conference Proceedings, journal of business case studies,n9, pp49-60..

22- Tian,G.G.,Zeitun, R.,(2007), "Capital Structure and Corporate Performance", Australasian Accounting Business and Finance Jurnal,N 4, PP 40-61.

23- Hennessy.C.A., (2004), "Tobins Q ,Debt overhang ,and Invest ment" ,JournalofFinance,N4,PP1717-1742

پژوهشگاه بین‌المللی اقتصاد
رتال جامع علوم انسانی

