

## بررسی رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

غلامرضا کردستانی

دانشیار حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) قزوین

اسماعیل فدائی کلورزی\*

کارشناس ارشد حسابداری، عضو هیئت علمی موسسه‌ی آموزش عالی دیلمان لاهیجان

### چکیده

هدف اصلی این تحقیق، بررسی رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه بر اساس تئوری سلسله مراتبی است. این تئوری پیش‌بینی می‌کند که بین سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی و مدیران یک شرکت درباره‌ی کیفیت پروژه‌های جدید، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد که یکی از پیامدهای عمده‌ی آن بروز مشکل گزینش معکوس است که باعث می‌شود شرکت‌ها برای کاهش ریسک گزینش معکوس هنگام تأمین منابع مالی، سلسله مراتبی را طی کنند که ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. جامعه‌ی آماری این تحقیق، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه‌ی مورد بررسی، شامل ۱۰۰ شرکت از ۲۰ گروه مختلف صنعت است که داده‌های آن‌ها برای بازه‌ی زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹، با استفاده از مدل رگرسیون مقطعی-زمانی (داده‌های تابلویی) با اثرات ثابت، مورد آزمون قرار گرفته است.

یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و تغییرات بدهی بلندمدت رابطه‌ی منفی معناداری و بین کسری مالی و تغییرات بدهی بلندمدت رابطه‌ی مثبت معناداری وجود دارد؛ از سوی دیگر بین عدم تقارن اطلاعاتی و اهرم مالی و همچنین بین عدم تقارن اطلاعاتی و تغییرات اهرم مالی ارتباط معناداری وجود ندارد؛ بر این اساس می‌توان انتظار داشت با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تأمین مالی از طریق بدهی افزایش یابد.

**واژه‌های کلیدی:** عدم تقارن اطلاعاتی، ساختار سرمایه، تئوری سلسله مراتبی

## مقدمه

تأمین مالی شرکت‌ها، یکی از چالش‌برانگیزترین مباحث در حوزه‌ی بازارهای تأمین سرمایه است. ساختار سرمایه به عنوان مهم‌ترین پارامتر مؤثر بر ارزش شرکت‌ها و برای جهت‌گیری آن‌ها در بازارهای سرمایه مطرح گردیده است. به طور کلی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها از دو بخش تشکیل می‌شود: نخست، میزان سرمایه‌ی مورد نیاز و دوم، ترکیب منابع تأمین مالی. در مورد نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها چندین نظریه شامل نظریه‌ی موازنه‌ی ایستا و سلسله مراتبی مطرح شده است. بر اساس مدل موازنه‌ی ایستا، می‌توان به ساختار سرمایه‌ی بهینه دست یافت. درحالی‌که در مدل سلسله مراتبی، نواقص بازار سرمایه مورد توجه قرار گرفته و هزینه‌های مبادلاتی و عدم تقارن اطلاعاتی و توانایی شرکت برای پذیرش سرمایه‌گذاری‌های جدید را با وجوه و منابع داخلی مرتبط می‌سازند. پیش‌بینی این مدل حاکی از این است که بین سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی و مدیران یک شرکت درباره‌ی کیفیت پروژه‌های جدید، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد.

عدم تقارن اطلاعاتی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن یکی از طرفین مبادله، اطلاعات بیشتری را نسبت به طرف مقابل در اختیار داشته باشد. این امر به علت‌های مختلفی از جمله وجود معاملات و اطلاعات محرمانه به وقوع می‌پیوندد. عدم تقارن اطلاعاتی، دو مشکل گزینش معکوس و خطر اخلاقی را به دنبال دارد و افزایش آن باعث کاهش سرمایه‌گذاری، کاهش نقد شوندگی اوراق بهادار، کاهش حجم معاملات و به طور کلی افت بازار می‌شود. بر اساس مدل سلسله مراتبی، شرکت‌ها منابع تأمین مالی را بر اساس مشکل گزینش معکوس انتخاب می‌کنند.

در این پژوهش سعی بر این است تا رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و معیارهای ساختار سرمایه (مانند تغییرات بدهی بلندمدت، اهرم مالی و تغییرات اهرم مالی) مورد بررسی قرار گیرد.

## مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش

نظریه‌های ساختار سرمایه را می‌توان در یک قالب کلی به دو دسته تقسیم کرد؛ دسته‌ی اول به نظریه‌های مرتبط با گزینش از بین بدهی و سهام و دسته‌ی دوم به نظریه‌های مرتبط با گزینش از بین بدهی‌های خصوصی و عمومی اختصاص دارد. یکی از متداول‌ترین مدل‌های تصمیم‌گیری در رابطه با تأمین مالی شرکت‌ها در ادبیات مالی، تئوری سلسله مراتبی مایرز<sup>۱</sup> (۱۹۸۴) است که زیرمجموعه‌ی دسته‌ی اول نظریه‌های مرتبط با ساختار سرمایه است (کردستانی، ۱۳۸۷، صص ۴۰-۵۵).

بر اساس یافته‌های مایرز و ماژلف<sup>۲</sup> (۱۹۸۴) عاملی که منجر به شکل‌گیری ساختار سرمایه می‌شود، میل شرکت‌ها برای تأمین مالی مورد نیاز است؛ همچنین مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی، ساختار سرمایه شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مایرز<sup>۳</sup> (۱۹۸۴) استدلال می‌کند که نتیجه‌ی اطلاعات نامتقارن، تئوری سلسله مراتبی است. بر اساس این تئوری، شرکت‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتبی را طی می‌کنند. به عبارت دیگر در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد مدیران، تأمین مالی از محل منابع داخلی شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند (مایرز، ۱۹۸۴، ۱۸۷-۲۲۱).

از سوی دیگر این تئوری پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌ها باید از سیاست صدور سهام به منظور پوشش کسری مالی، به عنوان آخرین راه حل پس از استفاده از سایر گزینه‌های تأمین مالی که دارای کمترین مشکل گزینش معکوس و حساسیت نسبت به اطلاعات هستند، استفاده نمایند (آبیید<sup>۳</sup>).

شیام<sup>۴</sup> - ساندر<sup>۵</sup> و مایرز (۱۹۹۹) برای نخستین بار از متغیر کسری مالی به عنوان عاملی مهم و تأثیرگذار بر ساختار سرمایه استفاده نمودند؛ کسری مالی عبارت است از مجموع مبالغی که شرکت‌ها از منابع خارجی تأمین می‌کنند. آن‌ها دریافتند شرکت‌هایی که بیشتر از منابع خارجی استفاده می‌کنند، تمایل بیشتری به افزایش نسبت بدهی خود دارند (شیام و ساندر، ۱۹۹۹، ۴۴-۲۱۹).

تئوری سلسله مراتبی مایرز (۱۹۸۴) و مایرز و ماژلف (۱۹۸۴) بر اساس گزینش معکوس بین مدیران شرکت و سایر شرکت کنندگان بازار استوار است. مشکل گزینش معکوس همواره هزینه‌هایی را به دنبال دارد، از این رو شرکت‌ها ترجیح می‌دهند تا وجوه مورد نیاز خود را از منابعی تأمین کنند که دارای کمترین مشکل گزینش معکوس باشد که در این میان، تأمین مالی از طریق صدور سهام بیش‌ترین هزینه را برای شرکت در پی خواهد داشت؛ چرا که سرمایه‌گذاران ناآگاه به دلیل پذیرش ریسک ناشی از مشکل گزینش معکوس، انتظار کسب نرخ بازده و صرف ریسک بالاتری را دارند؛ در نتیجه بر مبنای این تئوری، صدور بدهی به عنوان بهترین منبع تأمین مالی خارجی پس از به‌کارگیری منابع تأمین مالی داخلی برای شرکت خواهد بود (بهارات، ۲۰۰۹، ۳۲۱۱-۳۲۴۳).

هزینه‌های گزینش معکوس بر هزینه‌ی انتشار اوراق بهادار حساس به اطلاعات، تأثیرگذار است. به گونه‌ای که اطلاعات، شامل آن دسته از اطلاعات کلیدی منتشر نشده‌ای است که به طور مستقیم یا غیرمستقیم بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و نیز بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. همچنین اکرلوف<sup>۷</sup> (۱۹۷۰) در مقاله‌ای با عنوان «بازار نابسامان» نشان داد که اطلاعات نامتقارن می‌تواند احتمال گزینش معکوس را در بازارها افزایش دهد (مایرز، ۱۹۸۴، ۱۸۷-۲۲۱).

آزمون تئوری سلسله مراتبی در برخی از تحقیقات مالی دارای نتایج متناقض بوده است؛ به اعتقاد شیم-ساندر و مایرز (۱۹۹۹) تئوری سلسله مراتبی، تقریب خوبی را جهت رفتار تأمین مالی شرکت ارائه می‌کند، حال آنکه این نتیجه‌گیری توسط فاما و فرنچ<sup>۸</sup> (۲۰۰۲) و فرانک و گویال (۲۰۰۳) به چالش کشیده شد. به نظر فاما و فرنچ (۲۰۰۵) در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، تئوری سلسله مراتبی شاخص مهمی در تعیین ساختار سرمایه‌ی شرکت (فاما و فرنچ، ۲۰۰۵، ۸۲-۵۴۹).

فرانک و گویال<sup>۹</sup> (۲۰۰۳) نشان دادند که تئوری سلسله مراتبی به حجم نمونه و فاصله‌ی دوره‌ی زمانی مورد بررسی، به طور فراوان ای حساس است (فرانک، ۲۰۰۳، ۴۸-۲۱۷).

این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر تصمیمات ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های مورد بررسی تأثیرگذار باشد یا خیر؟

### پیشینه‌ی خارجی

دیگریس<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۱۰) با استفاده از داده‌های شرکت‌های کوچک و متوسط آلمانی طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۵، به مطالعه‌ی تأثیر ویژگی‌های صنعت بر ساختار سرمایه‌ی این شرکت‌ها، پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های مورد مطالعه، همسو با تئوری سلسله مراتبی است؛ از جمله این که شرکت‌های مورد نظر، با افزایش سودآوری، سطح بدهی خود را کاهش می‌دهند و شرکت‌های در حال رشد برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، اقدام به استقراض می‌کنند (دیگریس، ۲۰۱۰، ۴۳۱-۴۴۷).

دی آنجلو<sup>۱۱</sup> و همکاران (۲۰۱۱) اطلاعات شرکت‌های ۴۱ صنعت مختلف را از سال ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۱، مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌های مورد مطالعه با انتشار عمدی اوراق بدهی کوتاه مدت، به صورت موقتی، از نسبت بدهی بهینه فاصله می‌گیرند. بر این اساس، آن‌ها مدلی پویا برای ساختار سرمایه در صنایع مختلف ارائه دادند که انتشار و بازپرداخت اوراق بدهی را بهتر از مدل توازی ایستا، توصیف می‌کند. بر اساس این مدل، نسبت بدهی به صورت تدریجی تعدیل و به نسبت بدهی بهینه، نزدیک می‌شود؛ اما در یک نسبت خاص، ثابت باقی نمی‌ماند (دی آنجلو، ۲۰۱۱، ۲۳۵-۲۶۱).

بن علی<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۹) نشان داد سرمایه‌گذاران نهادی آمریکایی در فرانسه، هزینه‌های نمایندگی و تقاضای افشای بهتر و مفیدتر را کاهش و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهند (بن علی، ۲۰۰۹).

واسان و بون<sup>۱۳</sup>(۲۰۱۰) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه‌ی بین اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و اقلام تعهدی، رابطه‌ی معناداری وجود ندارد(واسان و بون، ۲۰۱۰، ۶۶-۷۸).

بهااتاچاریا<sup>۱۴</sup> و همکاران(۲۰۱۲) در تحقیقی به بررسی رابطه‌ی بین کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. آن‌ها با توجه به یافته‌های خود، این‌گونه نتیجه‌گیری کردند که کیفیت پایین سود، منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای مالی می‌گردد(بهااتاچاریا، ۲۰۱۲).

### پیشینه داخلی

کردستانی و نجفی عمران(۱۳۸۷) به بررسی عوامل تعیین‌کننده‌ی ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بررسی ۹۳ شرکت طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ مؤید آن است که سودآوری یکی از عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه است و مطابق با نظریه سلسله مراتبی رابطه‌ی منفی معناداری بین این دو متغیر وجود دارد(کردستانی، ۱۳۸۷، صص ۷۳-۹۰).

مهرانی و رسائیان(۱۳۸۸) در تحقیق خود اشاره کرده‌اند که عدم تقارن اطلاعاتی در بازار، هزینه‌های گزینش معکوس را افزایش و از این طریق، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد(مهرانی، ۱۳۸۸، صص ۲۱۷-۲۳۰).

بنی مهد و فراهانی فرد(۱۳۸۹) به بررسی رابطه‌ی بین ساختار سرمایه و توان رقابتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که ساختار سرمایه و توان رقابتی دارای رابطه‌ی معنادار و مثبت با یکدیگر هستند و بر هم تأثیر گذارند. نسبت سودآوری با ساختار سرمایه دارای رابطه‌ی معنادار منفی، اما رشد فروش و اندازه‌ی شرکت با ساختار سرمایه رابطه‌ی معنادار مثبت دارد(بنی مهد، ۱۳۸۹، صص ۸۹-۱۰۲).

یحیی زاده فر و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه‌ی ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که یک رابطه‌ی منفی و معنادار بین نسبت بدهی شرکت با ساختار دارایی، سودآوری، ارزش بازار به ارزش دفتری، نسبت آبی و بازدهی دارایی‌ها وجود دارد. همچنین یک رابطه‌ی مثبت و معنادار بین ساختار سرمایه‌ی شرکت با اندازه‌ی شرکت و نسبت پوشش هزینه‌ی بهره وجود دارد (یحیی زاده فر، ۱۳۸۹، صص ۱۲۰-۱۳۹).

ستایش و کاشانی پور (۱۳۹۰) به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که در سطح کل شرکت‌ها، تمام عوامل به غیر از درصد مالکیت نهادی از عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه هستند (ستایش، ۱۳۹۰، صص ۵۷-۷۴).

سجادی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر روی ساختار سرمایه پرداختند. نتایج حاکی از آن است که عواملی مانند نسبت آبی، نسبت پوشش بهره و رشد شرکت با ساختار سرمایه، رابطه‌ی منفی و معنادار دارند. اما بین ساختار سرمایه و اندازه‌ی شرکت رابطه‌ی معناداری وجود ندارد (سجادی، ۱۳۹۰، صص ۲۲-۳۵).

کاشانی پور و مومنی یانسری (۱۳۹۱) به بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که بین عدم تقارن اطلاعاتی با نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی به کل دارایی و نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد و این در حالی است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی، رابطه‌ی معناداری وجود ندارد (کاشانی پور، ۱۳۹۱، صص ۴-۲۰).

### فرضیه‌های پژوهش

چهار فرضیه‌ی مطرح شده در این پژوهش به شرح زیر است:

**فرضیه‌ی اول:** عدم تقارن اطلاعاتی با تغییرات بدهی بلندمدت ارتباط معناداری دارد.

**فرضیه‌ی دوم:** عدم تقارن اطلاعاتی با اهرم مالی ارتباط معناداری دارد.

**فرضیه‌ی سوم:** عدم تقارن اطلاعاتی با تغییرات اهرم مالی ارتباط معناداری دارد.

**فرضیه‌ی چهارم:** کسری مالی با تغییرات بدهی بلندمدت ارتباط معناداری دارد.

### مدل‌های آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون هر یک از فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش، به ترتیب از مدل‌های زیر

استفاده شده است:

آزمون فرضیه‌ی اول - برآورد مدل (۱)

$$\Delta Di = +DEi + DEFi * SYi + i$$

آزمون فرضیه‌ی دوم - برآورد مدل (۲)

$$\text{Leverage}_i = a + u_i + b_1 \text{ASY}_i + b_2 \text{Tangibility}_i + b_3 \text{Q ratio}_i + b_4 \text{Logsales}_i + b_5 \text{Rfitability}_i + b_6 \text{Size}_i + i$$



آزمون فرضیه‌ی سوم- برآورد مدل (۳)

$$\Delta \text{Leverage}_i = a + u_i + b_1 \Delta \text{ASY}_i + b_2 \Delta \text{Tangibility}_i + b_3 \text{QRatio}_i + b_4 \Delta \text{Logsales}_i + b_5 \Delta \text{Profitability}_i + b_6 \Delta \text{Size}_i + b_7 \text{Leverage}_i + 1$$

آزمون فرضیه‌ی چهارم- برآورد مدل (۴)

$$\Delta \text{Di} = + 1 \text{DEF}_i + 2 \Delta \text{Q ratio}_i + 3 \Delta \text{Tangibility}_i + 4 \Delta \text{Size}_i + 5 \Delta \text{Profitability}_i + i$$

### تعریف و نحوه‌ی سنجش متغیرهای تحقیق

در مدل های آزمون فرضیه‌ها،  $\Delta \text{Di}$  تغییرات بدهی بلندمدت شرکت  $i$  در دوره‌ی  $t$  نسبت به دوره‌ی  $t-1$ ؛  $\text{DEF}$  کسری مالی؛  $\text{ASY}$  عدم تقارن اطلاعاتی؛  $\text{LEVERAGE}$  اهرم مالی؛  $\text{LEVERAGE}$  تغییرات اهرم مالی؛  $\text{TANGIBILITY}$  قابلیت مشاهده‌ی دارایی‌ها؛  $\text{QRATIO}$  نسبت کیوی توپین؛  $\text{LOGSALES}$  حجم فروش شرکت؛  $\text{PROFITABILITY}$  سودآوری شرکت و  $\text{SIZE}$  اندازه‌ی شرکت است.

در این پژوهش برای سنجش تغییرات بدهی بلندمدت از تفاضل بین بدهی بلندمدت در دوره‌ی جاری و دوره‌ی قبل، از حاصل جمع سود سهام پرداختی، مخارج سرمایه‌ای و خالص تغییرات در سرمایه در گردش منهای جریان وجوه نقد عملیاتی شرکت برای ارزیابی کسری مالی، از معیار دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی، از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به عنوان معیار اهرم مالی، از نسبت دارایی‌های ثابت مشهود، موجودی مواد و کالا به ارزش دفتری کل دارایی‌ها برای اندازه‌گیری قابلیت مشاهده‌ی دارایی‌ها، از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام برای ارزیابی نسبت کیوی توپین، از معیار لگاریتم

طبیعی خالص حجم فروش سالانه‌ی شرکت برای محاسبه‌ی حجم فروش، از نسبت سود عملیاتی به ارزش دفتری کل دارایی‌ها در ابتدای دوره‌ی مالی به عنوان شاخص سودآوری و از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها به عنوان شاخص اندازه‌ی شرکت استفاده شده است؛ لازم به ذکر است که تغییرات هر یک از متغیرهای پژوهش، نسبت به دوره‌ی قبل محاسبه می‌شود.

### روش آزمون فرضیه‌ها

قبل از تجزیه و تحلیل داده‌ها، باید پایایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گیرد. برای این منظور از آزمون دیکی- فولر افزوده (ADF) استفاده شد. همچنین، به منظور تعیین مدل مناسب برای برآورد و تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته از آزمون‌های تشخیصی لیمر و هاسمن استفاده شد. از آزمون لیمر برای تعیین مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های تابلویی و از آزمون هاسمن برای تعیین مدل اثرات ثابت در برابر مدل اثرات تصادفی استفاده شد. پس از تعیین مدل مناسب برای برآورد پارامترها و تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته، تخمین‌های لازم برای آزمون فرضیه‌ها انجام شد.

### جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۹ (دوره‌ی ۹ ساله) است. برای نمونه‌گیری از روش حذفی، با در نظر گرفتن محدودیت‌های زیر استفاده شده است:

۱. شرکت‌ها در دوره‌ی مورد بررسی سود برآوردی سالیانه اعلان کرده باشند.
۲. نمونه‌های انتخابی از لحاظ صنایع مختلف در بورس، متنوع باشند و اطلاعات آن‌ها در دسترس باشد.

۳. قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و طی دوره‌ی مورد بررسی زیان ده نباشند.
۴. دوره‌ی مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند باشد و طی دوره‌ی مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر دوره‌ی مالی نداده باشند.
۵. جزء شرکت‌های واسطه‌گری، سرمایه‌گذاری و لیزینگ و بیمه نباشند.

با اعمال معیارهای مورد نظر، تعداد ۱۰۰ شرکت در قالب ۲۰ گروه مختلف صنعت به عنوان نمونه انتخاب شدند. اطلاعات مالی مورد نیاز از نرم‌افزار ره آورد نوین استخراج و برای تخمین مدل‌ها، از نرم‌افزارهای Eviews ۷ و SPSS ۱۸ استفاده شده است.

### آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

قبل از انجام هر گونه تجزیه و تحلیل داده‌ها، پایایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. پایایی متغیرهای پژوهش بیانگر این موضوع است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت مانده است. بنابراین، استفاده از این متغیرها در مدل، موجب به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. برای این منظور از آزمون دیکی-فولر افزوده (ADF) استفاده شده که نتایج آن در نگاره‌ی ۱ ارائه شده است.

I(?)	UR	MCV	سطح بحرانی	ADF	T	C	متغیرها
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۳۰/۱۰۳	-	+	تغییرات بدهی بلندمدت
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۳/۵۴۷	-	+	کسری مالی
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۱۸/۵۴۴	-	+	تغییرات قابلیت مشاهده دارایی‌ها
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۹/۴۸۹	-	+	تغییرات نسبت کیوی توپین
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۹/۸۳۱	-	+	تغییرات سودآوری
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۹/۸۱۷	-	+	تغییرات اندازه‌ی شرکت
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۸/۸۸۰	-	+	تغییرات اهرم مالی
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۳۰/۳۵۴	-	+	تغییرات عدم تقارن اطلاعاتی
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۹/۸۳۶	-	+	تغییرات لگاریتم فروش
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۹/۱۲۴	-	+	اهرم مالی دوره‌ی قبل
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۹/۲۷۹	-	+	اهرم مالی
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۹/۴۱۴	-	+	عدم تقارن اطلاعاتی
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۷/۳۴۹	-	+	قابلیت مشاهده‌ی دارایی‌ها
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۱۵/۹۴۹	-	+	نسبت کیوی توپین
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۶/۰۱۰	-	+	لگاریتم فروش
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۱۸/۰۲۳	-	+	سودآوری
I(0)	(-)	-۲/۸۶۶	۰/۰۵	-۲۴/۳۲۵	-	+	اندازه‌ی شرکت

نگاره (۱). نتایج آزمون پایایی

با توجه به این که مقدار قدر مطلق آماره‌ی دیکی<sup>۰</sup> فولر (ADF) برای هر یک از متغیرها بزرگ‌تر از قدر مطلق مقدار بحرانی مکینون (MCV) است، از این رو تمامی متغیرهای پژوهش در دوره‌ی مورد بررسی پایا هستند.

## برازش مدل تحقیق

### آزمون‌های تشخیص مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی

برای تعیین مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی (تلفیقی و تابلویی) از آزمون‌های لیمر و هاسمن استفاده شده است. آزمون لیمر برای تعیین به کارگیری روش داده‌های تلفیقی در مقابل داده‌های تابلویی انجام گرفته و فرضیه‌های آن به صورت زیر است:

$H_0$ : مدل داده‌های تلفیقی کارا تر است.

$H_1$ : مدل داده‌های تابلویی کارا تر است.

با توجه به مقدار  $p^{\circ}$  value محاسبه شده توسط آزمون لیمر برای هر یک از مدل‌ها، نتایج زیر حاصل شده است:

در مدل‌های اول، دوم و چهارم، فرض به کارگیری مدل داده‌های تابلویی تأیید شده است (احتمال کوچک‌تر از ۱۰ است) و در مدل سوم، فرض استفاده از مدل داده‌های تلفیقی مورد تأیید قرار گرفته است.

آزمون هاسمن نیز برای تعیین استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی انجام می‌شود که فرضیه‌های آن به صورت زیر است:

$H_0$ : مدل اثرات تصادفی کارا تر است.

$H_1$ : مدل اثرات ثابت کارا تر است.

با توجه به مقدار  $p^{\circ}$  value به دست آمده از آزمون هاسمن برای هر یک از مدل‌ها، نتایج زیر حاصل شده است:

در مدل های اول، دوم و چهارم، فرض به کارگیری مدل اثرات ثابت تأیید شده است (احتمال کوچک تر از ۱۰ است) و در مدل سوم، به دلیل استفاده از مدل داده‌های تلفیقی، نیازی به انجام آزمون هاسمن وجود ندارد.

### نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

**فرضیه اول:** «عدم تقارن اطلاعاتی با تغییرات بدهی بلندمدت ارتباط معناداری دارد». با توجه به نگاره ۲، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۰۹۱ است که نشان می‌دهد مدل برآورد شده ۹/۱ تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول نشان می‌دهد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و تغییرات بدهی بلندمدت رابطه‌ی منفی و معنادار (۰/۰۶۹- = ضریب و ۰/۰۰۷ = p-value) وجود دارد. بنابراین، فرضیه‌ی اول پذیرفته می‌شود.

متغیرهای توضیحی	ضریب	آماره‌ی t	سطح معنی داری
کسری مالی	۰/۰۶۶	۲/۲۶۰	۰/۰۲۵
عدم تقارن اطلاعاتی × کسری مالی	-۰/۰۶۹	-۲/۷۵۵	۰/۰۰۷
آماره‌ی آزمون هاسمن = ۰/۰۰۹		آماره‌ی آزمون لیمر = ۰/۰۹۶	
F آماره‌ی = ۲/۷۳۶		۰/۰۹۱ = ضریب تعیین (تعدیل شده)	
F آماره‌ی = ۰/۰۰۳		۱/۹۱۶ = دوربین واتسون	

نگاره (۲). نتیجه‌ی برآورد مدل (۱): داده‌های ترکیبی به روش اثرات ثابت

**فرضیه‌ی دوم:** «عدم تقارن اطلاعاتی با اهرم مالی ارتباط معناداری دارد». با توجه به نگاره‌ی ۳، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۳۰ است که نشان می‌دهد مدل برآوردی قادر به توضیح ۳۰٪ از تغییرات متغیر وابسته است. نتایج آزمون نشان می‌دهد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و اهرم مالی رابطه‌ی منفی (۰/۰۰۱ = ضریب) وجود داشته اما این رابطه معنادار (p-value = ۰/۰۷۴) نیست. بنابراین، فرضیه‌ی دوم در سطح خطای ۵٪ رد می‌شود. لازم به ذکر است که فرضیه‌ی دوم در سطح خطای ۱۰٪ پذیرفته می‌شود.

متغیرهای توضیحی	ضریب	آماره‌ی t	سطح معنی‌داری
عدم تقارن اطلاعاتی	-۰/۰۰۱	-۱/۷۸۸	۰/۰۷۴
قابلیت مشاهده‌ی دارایی‌ها	۰/۰۰۶	۲/۵۱۱	۰/۰۱۲
نسبت کیوی توپین	۰/۰۱۲	۲/۰۱۴	۰/۰۴۴
لگاریتم فروش	-۰/۰۲۰	-۱/۹۹۴	۰/۰۴۷
سودآوری	-۰/۰۲۹	-۱/۰۵۸	۰/۲۹۱
اندازه‌ی شرکت	-۰/۰۳۷	-۱/۴۸۶	۰/۱۳۸
آماره‌ی آزمون هاسمن = ۰/۰۰۷		آماره‌ی آزمون لیمر = ۰/۰۰۰	
F آماره‌ی = ۴/۶۳۲		۰/۳۰ = ضریب تعیین (تعدیل شده)	
F معنی‌داری = ۰/۰۰۰		۱/۸۲۹ = دوربین واتسون	

نگاره (۳): نتیجه‌ی برآورد مدل (۲): داده‌های ترکیبی به روش اثرات ثابت

**فرضیه‌ی سوم:** «عدم تقارن اطلاعاتی با تغییرات اهرم مالی ارتباط معناداری دارد». همان طور که از نگاره‌ی ۴ مشهود است مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۰۳۱ است که نشان می‌دهد مدل برآورد شده ۳۱٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهد. نتایج آزمون بیانگر وجود رابطه‌ی مثبت (۰/۰۰۴ = ضریب) بین عدم تقارن اطلاعاتی و تغییرات اهرم مالی بوده حال آن که، این رابطه معنادار (p-value = ۰/۰۸۴) نیست. بنابراین، فرضیه‌ی سوم در سطح خطای ۵٪ رد می‌شود. لازم به ذکر است که فرضیه‌ی سوم در سطح خطای ۱۰٪ پذیرفته می‌شود.

فصلنامه پژوهش حسابداری، سال دوم، شماره ۷، زمستان ۱۳۹۱

متغیرهای توضیحی	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
تغییرات عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۰۰۴	۱/۷۲۹	۰/۰۸۴
تغییرات قابلیت مشاهده دارایی‌ها	۰/۰۰۸	۱/۲۱۸	۰/۲۲۳
تغییرات نسبت کیوی توین	۰/۰۰۳	۰/۶۷۲	۰/۵۰۲
تغییرات لگاریتم فروش	-۰/۰۸۸	-۱۱/۳۱۲	۰/۰۰۰
تغییرات سودآوری	۰/۰۸۶	۱۳/۴۲۴	۰/۰۰۰
تغییرات اندازه شرکت	-۰/۰۰۴	-۰/۶۵۴	۰/۵۱۴
اهرم مالی دوره قبل	-۰/۳۰۳	-۲/۶۵۴	۰/۰۰۸
۰/۲۰۱ = آماره‌ی آزمون لیمر			
F آماره‌ی = ۴/۶۳۲		۰/۰۳۱ = ضریب تعیین (تعدیل شده)	
F سطح معنی داری = ۰/۰۰۰		۲/۱۰۰۶ = دوربین واتسون	

نگاره (۴): نتیجه‌ی برآورد مدل (۳): رگرسیون داده‌های تلفیقی

**فرضیه‌ی چهارم:** «کسری مالی با تغییرات بدهی بلندمدت ارتباط معناداری دارد». بر اساس نگاره‌ی ۵، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۰۵۸ است که نشان می‌دهد مدل برآوردی قادر به توضیح ۵/۸٪ از تغییرات متغیر وابسته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی چهارم بیانگر وجود رابطه‌ی مثبت و معنادار (۰/۰۰۳ = ضریب و  $p\text{-value} = ۰/۰۴۴$ ) بین کسری مالی و تغییرات بدهی بلندمدت است. بنابراین، فرضیه‌ی چهارم پذیرفته می‌شود.

متغیرهای توضیحی	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
کسری مالی	۰/۰۰۳	۲/۰۲۱	۰/۰۴۴
تغییرات نسبت کیوی توین	۰/۰۰۱	۲/۰۰۶	۰/۰۴۵
تغییرات قابلیت مشاهده دارایی‌ها	۰/۰۰۶	۷/۵۹۱	۰/۰۰۰
تغییرات اندازه شرکت	-۰/۰۰۱	-۰/۱۵۸	۰/۸۷۵
تغییرات سودآوری	۰/۰۰۳	۱/۴۴۰	۰/۱۵۰
۰/۰۳۶ = آماره‌ی آزمون هاسمن		۰/۰۹۴ = آماره‌ی آزمون لیمر	
F آماره‌ی = ۱/۴۶۱		۰/۰۵۸ = ضریب تعیین (تعدیل شده)	
F سطح معنی داری = ۰/۰۰۰		۲/۱۰ = دوربین واتسون	

نگاره (۵): نتیجه‌ی برآورد مدل (۴): داده‌های ترکیبی به روش اثرات ثابت



## نتیجه‌گیری

این تحقیق به دنبال شناخت رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه است. در این راستا دامنه‌ی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی و اهرم مالی و تغییرات بدهی بلندمدت به عنوان شاخص‌های ساختار سرمایه در نظر گرفته شد. در این تحقیق، نقش دو متغیر توضیحی شامل: عدم تقارن اطلاعاتی و کسری مالی بر سه متغیر وابسته شامل: تغییرات بدهی بلندمدت، اهرم مالی و تغییرات اهرم مالی مورد مطالعه قرار گرفت. نتایج به دست آمده از تحقیق حاکی از آن است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و تغییرات بدهی بلندمدت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. همچنین شواهد، وجود رابطه‌ی معنادار بین کسری مالی و تغییرات بدهی بلندمدت را حمایت می‌کند. رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و تغییرات بدهی بلندمدت به صورت معکوس و رابطه‌ی بین کسری مالی و تغییرات بدهی بلندمدت به صورت مستقیم مشاهده شده است. بر این اساس می‌توان انتظار داشت با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تأمین مالی از طریق بدهی افزایش یابد. بر اساس این نتایج، بین عدم تقارن اطلاعاتی و اهرم مالی و همچنین بین عدم تقارن اطلاعاتی و تغییرات اهرم مالی رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

از نتایج جانبی این تحقیق می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

۱. عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی در شرکت‌های بزرگ در مقایسه با شرکت‌های کوچک، کمتر است؛ از این رو پیش‌بینی می‌شود که شرکت‌های بزرگ در انتشار سهام با مشکل جدی مواجه نبوده و در نتیجه از بدهی کمتری استفاده نمایند.
۲. تعداد زیادی از نمونه‌های مورد بررسی، از دارایی‌های مشهود بالایی برخوردار بوده‌اند؛ حال آنکه، از مزیت وثیقه‌گذاری این دارایی‌ها برای تأمین مالی از محل بدهی‌ها، کمتر استفاده شده است که می‌تواند دلیلی بر وجود عدم تقارن اطلاعاتی در این شرکت‌ها باشد.

## محدودیت‌های تحقیق

۱. از آنجایی که در ایران بازار بدهی وجود ندارد و شرکت‌های خصوصی قادر به انتشار اوراق مشارکت نیستند، از این رو مقایسه‌ی نتایج این تحقیق با مطالعات مشابه در سایر کشورها به دلیل عدم برخورداری از قابلیت مقایسه، نمی‌تواند درک روشنی را از عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در ایران ایجاد نماید.
۲. از جمله اطلاعاتی که می‌تواند در شکل‌گیری قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش هر سهم تأثیر مهمی داشته باشد، قیمت‌هایی است که در ذهن سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش سهام نقش می‌بندد. اما به دلیل عدم ثبت این قیمت‌ها در سیستم مبادلاتی کارگزاران و یا سایر افراد و مؤسسات، قابل اندازه‌گیری به صورت کمی نیست. از این رو، نمی‌توان از آن‌ها در انجام محاسبات مربوط به تعیین سطح عدم تقارن اطلاعاتی استفاده نمود.
۳. توانایی‌های افراد در پردازش اطلاعاتی که به بازار سرمایه وارد می‌شود، متفاوت است. در نتیجه، این احتمال وجود دارد که نسبت به ورود اطلاعات مشابه در بازار سرمایه، برداشت‌های متفاوتی از سوی سرمایه‌گذاران مشاهده شود؛ به عبارت دیگر، تصمیم‌گیری‌های متفاوت نسبت به ورود اطلاعات جدید، به دلیل توانایی‌های متفاوت افراد در پردازش آن اطلاعات است نه وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه.
۴. انتظارهای افراد از بازار سرمایه ناهمگن است و این ناهمگنی انتظارها می‌تواند عامل مهمی برای تصمیم‌گیری‌های متفاوت باشد. بنابراین، وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه نمی‌تواند تنها عامل مؤثر در تصمیم‌گیری‌های متفاوت مرتبط با ساختار سرمایه تلقی شود.

## پیشنهادهای محقق

در این قسمت با استفاده از نتایج و یافته‌های تحقیق و به منظور انتقال تجارب کسب شده طی این پژوهش، پیشنهادهایی ارائه می‌شود. این پیشنهادها در قالب دو بخش بیان می‌شود؛ در بخش اول، پیشنهادهای برخاسته از تحقیق و در بخش دوم، پیشنهاد برای تحقیق‌های آتی ارائه می‌گردد.

### پیشنهادهای برخاسته از تحقیق

با توجه به نقش مهم وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی در شکل‌گیری ساختار سرمایه، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱. در نظر گرفتن ضمانت‌های اجرایی قوی برای اجرای هر چه بهتر آیین‌نامه افشای اطلاعات از سوی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.

۲. افشای به موقع اطلاعاتی که به طور مستقیم یا غیرمستقیم به سهام مربوط بوده و در صورت افشاء، بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید و یا فروش سهام مؤثر است.

### پیشنهادهایی برای تحقیق‌های آتی

با توجه به نتایج به دست آمده از این تحقیق، برای انجام تحقیق‌های آتی پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱. رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه در بین صنایع مختلف بررسی شود.
۲. از آنجایی که نمونه‌های مورد بررسی در این تحقیق شامل شرکت‌های بزرگ و نیز شرکت‌های کوچک از لحاظ اندازه است، پیشنهاد می‌شود وجود رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های بزرگ و کوچک به تفکیک مطالعه و نتایج مقایسه شود.
۳. رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه با توجه به سطح مالکیت مدیران شرکت‌ها مورد مطالعه قرار گیرد.

۴. تحقیق مشابهی با استفاده از سایر معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی انجام و نتایج به دست آمده با یکدیگر مقایسه شود.

۵. رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه با توجه به ترکیب سهامداران و نوع مالکیت شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد.

## پی نوشت ها

- <sup>1</sup> Myers
- <sup>2</sup> Majluf
- <sup>3</sup> Ibid
- <sup>4</sup> Shyam
- <sup>5</sup> Sunder
- <sup>6</sup> Bharath
- <sup>7</sup> Akerlof
- <sup>8</sup> Fama & French
- <sup>9</sup> Frank & Goyal
- <sup>00</sup> Degryse
- <sup>11</sup> DeAngelo
- <sup>22</sup> Ben Ali
- <sup>33</sup> Wasan & Boone
- <sup>44</sup> Bhattacharya



## منابع و مأخذ

۱. بنی مهد، بهمن و فراهانی فرد، مهسا. (۱۳۸۹). «رابطه‌ی بین ساختار سرمایه و توان رقابتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مجله مطالعات مالی*، شماره ۸، صص ۸۹-۱۰۲.

۲. ستایش، محمدحسین و کاشانی پور، فرهاد. (۱۳۹۰). «بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مجله تحقیقات مالی*، دوره ۱۲، شماره ۳۰، صص ۵۷-۷۴.
۳. سجادی، سید حسین، محمدی، کامران و سلگی، محمد. (۱۳۹۰). «بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر روی ساختار سرمایه». *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال سوم، شماره ۱۰، صص ۲۲-۳۵.
۴. کردستانی، غلامرضا، نجفی عمران، مظاهر. (۱۳۸۷). «بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه‌ی آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی». *مجله تحقیقات مالی*، شماره ۲۵، صص ۷۳-۹۰.
۵. کردستانی، غلامرضا، نجفی عمران، مظاهر. (۱۳۸۷). «مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه». *مجله حسابداری، سال بیست و سوم*، شماره ۱۹۸، صص ۴۰-۵۵.
۶. کاشانی پور، محمد و مومنی یانسری، ابوالفضل. (۱۳۹۱). «بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه». *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال چهارم، شماره ۱۴، صص ۴-۲۰.
۷. مهران، ساسان و رسائیان، امیر. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه‌ی بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده‌ی سالانه‌ی سهام در بورس اوراق بهادار تهران». *مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری*، سال اول، شماره ۱، صص ۲۱۷-۲۳۰.
۸. یحیی زاده فر، محمود، شهاب‌الدین و متان، مجتبی. (۱۳۸۹). «رابطه‌ی ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه». *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال دوم، شماره ۸، صص ۱۲۰-۱۳۹.

9. Bnn Ali, Chirzz((2))) . DDclluure Qlll ity nnd Crr prr tte Gvvrn... .  
in a Cnntxt ff ii oority ppppppitt i.... Avii llll e .t:  
<www.ssrn.com>.
10. Bharath, Sreedhar T., Pasquariello, Paolo and Wu, Guojun.(2009).  
sssss s .. mmtt ri. Iffrr mtt i Drive Ciii tal Strttt ure Deii inn??  
*The Review of Financial Studies*. 22(8): 3211-3243.
11. Bttt tcaary,, N,, H. Deaai ddd K. Vkkkt armn((( 2222)). sssss  
aarniggs llll ity ffect informtt inn ssymtt ry vvidecce frmtriii gg  
costs, forthcoming, Contemporary Accounting Research. Available at:  
<www.onlinelibrary.wiley.com>.
12. Dgggg ll,, H. ddd Dgggg ll,, .. ddd Tnni, ((( ))) ) iiiii ial strutt ure  
Dyaamiss ddd Trsss itory tttt .. *Journal of Financial Economics*. 99(2):  
235-261.
13. Dggryee, H. ddd Giii j, P. D. ddd Kppprt, .. (0000). Tee Imcct ff  
Firm and Industry Characteristics on Small firm Ciii tll Strcttr e..  
*Small Business Economics*. Available at: <www.link.springer.com>.
14. mmm ,, ddd K. rr cc.. (2))) . tttt igg aaaee-Off and Pecking Order  
eeei tt inns Auut Dividnss ddd Dbbt.. *Review of Financial Studies*.  
15: 1-33.
15. mmm ,, ddd K. rr cc.. (5555). FFinnii gg Dcciii::: ooo Issees  
ccck *Journal of Financial Economics*. 76: 82° 549.
16. aaakk, ,, ddd V. Gyll.(2))) . tttt igg tee Peckigg Orrrr Thrrr y ff  
Ciii tll Strutt ure.. *Journal of Financial Economics*. 67: 48° 217.
17. yy rr,, ,, ddd N. Majlff.(0))) ) rrrr rrr ate nrrccing ddd Invsstmtt  
Decisiss hh nn Firms Hvre Iffrr mtt inn Thtt Invsstrs Do Ntt Hvv .  
*Journal of Financial Economics*. 13: 187° 221.
18. Shyam-rrrrr r ,, ddd .. yy rr(((9999)). Tetting aaatic Tradeoff  
Agii ttt kkkkigg Orrrr eeee ls ff Cppital tt rectr . *Journal of  
Financial Economics*. 51: 44° 219.

19.aa aa, .. ddd Bo,,, 0000000 ooo Accraals aaa eerttt e  
Iffrr mtt inn Ayyymmtrr in tee aa rkt *Advances in Accounting*.  
26(1): 66-78.

