

بررسی ارتباط بین اهرم مالی و اندازه بازار با بازدهی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

امامعلی ساعتی قره موسی^۱، حامد شاکریان^۲، محمد میرمحمدی صدرآبادی^۳ (نویسنده مسئول)
^۱ دانشجوی دکترا، گروه مدیریت صنعتی، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران
^۲ دانشجوی دکترا، گروه مدیریت صنعتی، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران
^۳ مربی، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه علم و هنر، یزد، ایران M.mir.m2010@gmail.com

چکیده

تصمیمات بودجه بندی سرمایه ای و تأمین مالی، اصلی ترین حوزه های تصمیم گیری مدیران مالی شرکت های سهامی عام به شمار می روند. بر پایه مفاهیم نظری، مدیر مالی باید ساختار سرمایه بهینه شرکت را برنامه ریزی کند. ساختار سرمایه بهینه هنگامی حاصل خواهد شد که ارزش بازار هر سهم حداکثر گردد. هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین تغییرات اهرم مالی با بازده سهام و اندازه بازار با بازده سهام می باشد. این تحقیق در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره هشت ساله از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ انجام شده و نمونه ای شامل ۵۶ شرکت می باشد. داده ها با استفاده از صورت های مالی، گزارش های هیئت مدیره و گزارش های حسابرسی سالانه و همچنین گزارش های تهیه شده توسط بورس اوراق بهادار گردآوری شده است. پس از استخراج داده ها از بانک اطلاعاتی ره آورد نوین و انجام محاسبات اولیه در ارتباط با متغیرها و پردازش اولیه اطلاعات با استفاده از نرم افزار اکسل، آزمون فرضیات تحقیق به کمک نرم افزار SPSS انجام گرفته است. نتایج تحقیق نشان می دهد که ارتباط مستقیمی بین اهرم مالی و بازده سهام و بین اندازه بازار و بازده سهام وجود دارد وجود دارد.

واژگان کلیدی: اهرم مالی، بازده سهام، اندازه بازار.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

مقدمه

تصمیمات بودجه بندی سرمایه ای و تأمین مالی، اصلی ترین حوزه های تصمیم گیری مدیران مالی شرکت های سهامی عام به شمار می روند. بر پایه مفاهیم نظری، مدیر مالی باید ساختار سرمایه بهینه شرکت را برنامه ریزی کند. ساختار سرمایه بهینه هنگامی حاصل خواهد شد که ارزش بازار هر سهم حداکثر گردد (هاپتون و دیگران، ۱۳۸۸). بطور کلی ساختار سرمایه شرکت ها از دو بخش تشکیل گردیده است: نخست میزان سرمایه مورد نیاز و دوم ترکیب منابع تأمین مالی. بطور کلی وام و سهام دو گونه اصلی شکل دهنده ساختار سرمایه محسوب می شوند (سینایی و رضائیان، ۱۳۸۴). بدلیل اختلاف در هزینه های تأمین مالی، شرکت ها ترجیح می دهند از بدهی ها به جای انتشار سهام استفاده کنند. از این رو، بدتر شدن عملکرد عملیاتی در وهله اول خود را در افزایش بدهی یا سطح اهرم مالی (بدهی ها تقسیم بر جمع دارایی ها) نشان می دهد. لازم است خاطر نشان شود که در بحث برای هر شرکت، تغییرات در بدهی و تغییر در اهرم مالی به صورت مترادف به کار می رود (خدمای پور و اسماعیلی، ۱۳۹۰). تحقیقات مالی اهرم را بعنوان میزان بدهی که به منظور تأمین مالی مورد نیاز برای کسب دارایی مورد نیاز کسب می گردد، تعریف کرده است. بنابر تعریف مذکور، شرکت ها از لحاظ تأمین مالی در قالب شرکت ها با درجه اهرم مالی بالا و پایین قابل تعریف هستند (سینایی و رضائیان، ۱۳۸۴).

ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلند مدت از جمله اهداف شرکت ها به شمار می رود. حداکثر کردن ارزش شرکت ها مستلزم اجرای پروژه های سود آور توسط آنها می باشد. اجرای پروژه های سود آور نیز مستلزم تأمین مالی می باشد. انتخاب نوع تأمین مالی اعم از انتشار سهام جدید یا انتشار اوراق قرضه یا گرفتن وام بر ساختار مطلوب سرمایه و ساختار سرمایه نیز بر ارزش کل شرکت تاثیر می گذارد (مهرانی و رسائیان، ۱۳۸۸). کمک به سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان در جهت انتخاب شاخص های مناسب و موثر برای ارزیابی و تجزیه و تحلیل وضعیت مالی شرکت ها از اهداف کلی این تحقیق است، تا از این طریق با تجزیه و تحلیل اهرم و پیدا کردن ارتباط بین تغییر اهرم مالی و متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق سرمایه گذاران مبادرت به استخراج معیارهایی کنند که آنها را قادر نماید سهام شرکت ها را با یکدیگر مقایسه و در نهایت سهام مورد نظر خود را با اطمینان بیشتر خریداری کنند.

هیأت مدیره یا مقام مالی ارشد شرکت باید یک ساختار سرمایه بهینه تدوین نماید که ضمن حداقل نمودن هزینه سرمایه، بیشترین سودمندی را برای شرکت به همراه داشته باشد. این امر تنها زمانی محقق خواهد شد که کلیه عوامل تأثیر گذار بر ساختار سرمایه شرکت به نحو مناسب تجزیه و تحلیل و متعادل شوند (هامپتون و دیگران، ۱۳۸۸). در برنامه ریزی ساختار سرمایه، مفهوم اهرم بسیار مهم است. اهرم مالی عبارت است از استفاده از منابع مالی با هزینه ثابت مانند بدهی و سهام ممتاز در مقابل سهام عادی. در ساختار سرمایه ی شرکت هر چه قدر استفاده از بدیهی و سهام ممتاز در مقابل سهام عادی بیش تر باشد شرکت از اهرم مالی بالاتری استفاده می کند (قالیباف اصل، ۱۳۸۷). تغییرات اهرم مالی می تواند روی ظرفیت تأمین مالی شرکت، خطر پذیری، هزینه سرمایه، سرمایه گذاری، تصمیمات استراتژیک و در نهایت ثروت سهامداران تاثیر گذار باشد (کای و ژانگ، ۲۰۱۱). بعد از مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸) نظریه پردازان بسیاری به بررسی انتخاب ساختار سرمایه شرکت و ارتباط آن با دیگر ویژگی های شرکت پرداخته اند. بیشتر مطالعات در این زمینه بر واکنش بازار نسبت به تغییرات ساختار سرمایه ناشی از صدور سهام و باز خرید سهام متمرکز شده اند. همچنین نسبت های اهرم می تواند از عوامل متعدد دیگری علاوه بر انتشار اوراق بهادار و باز خرید سهام مانند استفاده از اعتبار تجاری، پرداخت سود سهام و غیره تأثیر پذیرد (کای و ژانگ، ۲۰۱۱). بنابراین در تحقیق مذکور تأثیرات اهرم مالی بر بازده سهام پس از کنترل ویژگی های شرکت مانند اندازه شرکت، بتا، نسبت ارزش دفتری به بازار و ارزیابی عملکرد بررسی شده است. در تحقیق حاضر محقق به بررسی رابطه بین تغییرات اهرم مالی و بازده سهام پرداخته است. اهرم مالی همچنین می تواند با بازده مورد انتظار، سرمایه گذاری و عملکرد

عملیاتی ارتباط داشته باشد. بر این اساس، محقق در پی پاسخ دادن به سوال اصلی است که: آیا بین تغییرات اهرم مالی یک شرکت و بازده سهام، بازده مورد انتظار آتی، عملکرد عملیات آتی و سرمایه گذاری آتی رابطه معنی داری وجود دارد؟

مبانی نظری و طرح فرضیه ها

اهرم مالی

یکی از موضوعاتی که همواره در مطالعات ساختار سرمایه مورد بحث بوده است، تصمیم گیری در مورد انتخاب ارزش بازار یا ارزش دفتری به عنوان معیار صحیح اندازه گیری ساختار سرمایه بوده است. آن عده که تمایل استفاده از معیار ارزش دفتری دارند، دو استدلال محکم ارائه می کنند: اول آنکه، هزینه اصلی استقراض به هزینه مورد انتظار بحران مالی در زمان ورشکستگی مربوط می شود. در این شرایط، ارزش شرکت ورشکسته به ارزش دفتری نزدیک تر است. دوم اینکه، مطالعات قبلی نشان داده اند که مدیران بیشتر بر اساس ارزش های دفتری تصمیم می گیرند. بر خلاف ارزش های بازار، میزان قابلیت دسترسی و قابلیت اکتفاء ارزش دفتری بیشتر و تغییر پذیری آن ها کمتر است. از طرف دیگر، آن هایی که ارزش بازار را بر ارزش دفتری ترجیح می دهند، استدلال می کنند که در نهایت، تعیین کننده ارزش واقعی شرکت، ارزش بازار است. آن ها معتقدند که ممکن است یک شرکت، ارزش ویژه منفی داشته باشد، در حالی که ارزش بازار آن مثبت باشد. راجان و زینگلاس^۱ (۱۹۹۵) معیارهای ارزش دفتری و محتوای اطلاعاتی آن ها را ارائه نمودند. آن ها معتقدند که انتخاب معیار باید بر اساس هدف تحقیق، انجام شود. برای مثال نسبت بدهی به کل دارایی می تواند به عنوان شاخصی برای آنچه که سهامداران بعد از تسویه باقی می ماند، در نظر گرفته شود، ولی شاخص مناسبی در مورد ریسک عدم پرداخت بدهی در آینده نیست. همچنین، از آنجا که کل بدهی شامل ارقام ترازنامه، همچون حساب های پرداختی است که بیشتر به جای اهداف تأمین مالی به اهداف معاملاتی شرکت مربوط می شوند، ممکن است در میزان کاربری اهرم مالی مبالغه شود (اردبیلی و بیگر، ۱۳۹۰).

بازده

بازده^۲، در فرایند سرمایه گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. بازده بر دو نوع است بازده تحقق یافته و بازده مورد انتظار، بازده تحقق یافته بازده ای است که واقع شده است یا بازده ای است که کسب شده است. بازده مورد انتظار عبارت است از بازده تخمینی یک دارایی که سرمایه گذاران انتظار دارند در یک دوره آینده به دست آورند. بازده مورد انتظار با عدم اطمینان همراه است و احتمال دارد بر آورد شود یا برآورد نشود. سرمایه گذاران برای کسب بازده مورد انتظار باید نوع دارایی را خریداری کنند و باید توجه داشته باشند که این بازده ممکن است تحقق نیابد. از آنجا که یکی از وظایف مدیران حداکثر کردن ثروت سهامداران است، تأثیر روش های تأمین مالی بر بازده سهام، برای آن ها از اهمیت بسزایی برخوردار است. نظریه پردازان مالی، در مورد تأثیر استفاده از ابزار بدهی بر بازده آتی سهام، دو دیدگاه ضد و نقیض را ارائه کرده اند. از یک سو، برخی از محققان و نظریه پردازان مانند جنسن (۱۹۸۶) بر این عقیده اند که چون بدهی، جریان نقد آزاد در دسترس مدیران شرکت های که جریان نقد آزاد زیادی دارند، ولی فرصت های سرمایه گذاری سود آور ندارند، کاهش می دهد، موجب افزایش بازده سهام می شود. همچنین بریک و راوید^۳ (۱۹۹۱) بدهی و سود تقسیمی را به عنوان ابزارهای اطلاعاتی برابر مطرح می کنند و آن ها بیان می کنند که تقسیم سود و بدهی اطلاعات

برابری را راجع به وضعیت مالی و سودهای آتی یک شرکت، فراهم می آورند؛ به گونه ای که هرچه سود تقسیمی یا بدهی بیشتر باشد، وضعیت مالی و نتایج عملیات جاری و مورد انتظار آن شرکت بهتر است (گارسیا و همکاران^۴، ۲۰۱۲).

بازده مورد انتظار^۵

بازده مورد انتظار عبارت است از بازده تخمینی یک دارایی که سرمایه گذاران انتظار دارند در یک دوره آتی به دست آورند. بازده مورد انتظار با عدم اطمینان همراه است و احتمال دارد برآورده شود و یا این که برآورده نشود. مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای برای محاسبه خط بازار اوراق بهادار از رابطه زیر استفاده می کند (امیر حسینی و قبادی، ۱۳۹۲):

رابطه (۱)

$$K_i = r_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

که در آن K_i : نرخ بازده مورد انتظار، R_f : نرخ بازده بدون ریسک، R_m : نرخ بازده بازار بر پایه شاخص کل بازار، β_i : ضریب حساسیت و $R_m - R_f$: صرف ریسک می باشند. بنابراین CAPM بیان می کند که نرخ بازده مورد انتظار یک دارایی تابعی است از دو جزء:

رابطه (۲)

صرف ریسک + نرخ بازده بدون ریسک = K_i

تأثیر یک سهام خاص بر مخاطره کلی یک مجموعه سهام متنوع را با بتای سهام مزبور اندازه گیری می کنند. هر چه بتای سهام بزرگتر باشد، سهام میزان تأثیر پذیری اش از بازار و نوسانات آن بیشتر است بنابراین فاکتور بتا عبارت است از:

رابطه (۳)

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

$$COV(R_i, R_m) = E\{(R_i - \mu_i)(R_m - \mu_m)\}$$

$$Var(R_m) = E\{(R_m - \mu_m)^2\}$$

بازده بدون ریسک^۶

در پژوهش حاضر نرخ سود اوراق مشارکت با تضمین دولت به عنوان نرخ بازده بدون ریسک در محاسبات لحاظ شده است؛ این نرخ بر اساس نرخ اعلام شده از سوی بانک مرکزی می باشد و در دوره مورد مطالعه به شرح جدول ۱ است.

جدول ۱. نرخ سود اوراق مشارکت با تضمین دولت طی دوره مورد مطالعه

سال	نرخ سود اوراق مشارکت	سال	نرخ سود اوراق مشارکت
۱۳۷۲	٪۱۹	۱۳۸۸	٪۱۵.۵
۱۳۸۳	٪۲۰	۱۳۸۹	٪۱۵.۵
۱۳۸۴	٪۱۷	۱۳۹۰	٪۱۸
۱۳۸۵	٪۱۷	۱۳۹۱	٪۱۷.۵
۱۳۸۶	٪۱۷	۱۳۹۲	٪۱۷
۱۳۸۷	٪۱۶	۱۳۹۳	٪۱۵

نرخ بازده بازار^۷

نرخ بازده بازار (نرخ بازده شاخص بورس) در ماه برابر است با (امیر حسینی و قبادی، ۱۳۹۲):

رابطه (۴)

$$R_m = (I_t - I_1) / I_1 * 100$$

که در آن R_m : نرخ بازده ماهانه بازار، I_t : قیمت آخر ماه شاخص بازار و I_1 : قیمت اول ماه شاخص بازار می باشند. صرف ریسک بازار عبارت است از مازاد بازده بازار (ما به التفاوت بازده بازار و بازده بدون ریسک)، که انتظار می رود با توجه به ریسک تحمل شده توسط پرتفوی نصیب آن شود. نرخ بازده بازار از نرم افزار رهاورد نوین استخراج شده است و نرخ بازده بدون ریسک نیز بر اساس نرخ اعلام شده از سوی بانک مرکزی، به شرح نگاره فوق محاسبه شده است (زنجیردار و همکاران، ۱۳۹۲). بدهی نقشی اساسی در تأمین مالی شرکت ها ایفا می کند. جنسن^۸ (۱۹۸۶) معتقد است که بدهی یک ابزار کارآمد است که به وسیله آن هزینه های نمایندگی مربوط به سرمایه کاهش می یابد. کراوس و لیتزن برگر^۹ نشان داده اند که ساختار سرمایه بهینه شامل تأمین مالی از طریق بدهی ها است. راس^{۱۰} (۱۹۷۷) و لیلند و پایل^{۱۱} (۱۹۷۷) معتقدند که بدهی ها می توانند به عنوان ابزاری برای نشان دادن ارزش شرکت مفید باشند (مایرز^{۱۲}، ۱۹۸۴). تاثیر روش های تأمین مالی از جمله بدهی و به تبع آن اهرم مالی بر بازده سهام و بازده مورد انتظار، برای مدیران مالی از اهمیت بسزایی برخوردار است و از طرفی برای سنجش میزان دستیابی به این هدف (حداکثر کردن ارزش شرکت و ثروت سهامداران)، شاخص های عملکرد نیز مورد ارزیابی قرار می گیرند. ارتباط بین اهرم مالی و سرمایه گذاری در شرکت ها نیز یکی از مسائل مورد بررسی در مدیریت مالی است، زیرا ارزش یک شرکت به وسیله جریانات نقدی پیش بینی شده از سرمایه گذاری ها تعیین می شود. در این پژوهش به منظور دست یافتن به هدف اصلی، فرضیه های زیر مطرح و مورد آزمون قرار گرفته اند:

فرضیه ۱: بین اهرم مالی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین اندازه بازار و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

مروری بر پیشینه تحقیق

کای و ژانگ در سال ۲۰۰۵ در تحقیق خود با عنوان "پویایی ساختار سرمایه و بازده سهام" و انجام این تحقیق بر روی نمونه ای از شرکت های دولتی آمریکا در طول سال های ۱۹۷۲-۲۰۰۳ اهرم را هدفی برای هر شرکت تلقی و میزان انحراف از این هدف را محاسبه کردند. آن ها به این نتیجه رسیدند که در شرکت هایی که نسبت اهرم بالا است ارتباط معکوس بین تغییرات اهرم و بازده سهام شدیدتر است. ایوازیانا و همکاران (۲۰۰۵) در مطالعه خود به بررسی تأثیر اهرم مالی روی تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها با استفاده از جمع آوری و بررسی اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس کانادا از سال ۱۹۸۲ تا ۱۹۹۹ پرداخته اند. بر اساس یافته های تحقیق بین اهرم مالی با سرمایه گذاری رابطه منفی وجود دارد و این تأثیر منفی برای شرکت های با فرصت رشد پایین، بسیار با اهمیت تراز شرکت های با فرصت رشد بالا است. همچنین نتایج نشان می

دهد که اهرم مالی دارای نقش تنظیم کننده ای برای شرکت های دارای فرصت رشد پایین می باشد. در مطالعه دیگری آنا و همکاران در سال ۲۰۰۶ تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های دارای تنوع در طول دوره ۱۹۸۲ تا ۱۹۹۷ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج به دست آمده نشان می دهد که در شرکت های متنوع، تأثیر منفی اهرم مالی روی سرمایه گذاری برای بخش های دارای کیو بالا بسیار بیشتر از بخش های با کیو پایین است و همچنین برای بخش های غیر کلیدی بسیار با اهمیت تر از بخش های کلیدی سازمان است. همچنین نتایج نشان می دهد که از بین شرکت های دارای رشد پایین، رابطه مثبت بین اهرم مالی و ارزش شرکت بسیار ضعیف تر از شرکت های متنوع خواهد بود.

دیمیترو و جین در سال ۲۰۰۶ در تحقیقی به ارتباط منفی بین تغییر سالیانه در اهرم مالی و بازده سهام سال جاری و بازده سهام سال آتی پی بردند. آن ها همچنین به وجود یک ارتباط منفی بین تغییر اهرم و سود آتی نیز پی بردند و این بحث را مطرح کردند که شرکت زمانی که عملکرد مورد نظر را بدست نمی آورد استقراض خود را افزایش می دهد و آن حدس زدند که افزایش اهرم نشانگر عملکرد عملیاتی ضعیف می باشد که منجر به بازده سهام ضعیف در آینده می شود. تیان وزایتون (۲۰۰۷) رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت ها را با استفاده از اطلاعات ۱۶۷ شرکت اردنی در طول سال های ۱۹۸۹-۲۰۰۳ مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی، نسبت بدهی بلند مدت به کل دارایی، نسبت کل بدهی به کل دارایی و نسبت بدهی به کل حقوق صاحبان سهام با نسبت ROA رابطه معنی وجود دارد. در تحقیق دیگری کل در سال ۲۰۰۸ به بررسی ارتباط بین اهرم مالی و نسبت بازده دارایی به عنوان معیار عملکرد پرداخت و نتایج حاکی از وجود رابطه منفی بین اهرم مالی و نسبت بازده دارایی ها (ROA) می باشد. سرنیگاج و مرامور در سال ۲۰۰۹ نیز در تحقیق دیگری ارتباط بین اهرم مالی و معیارهای عملکرد شرکت را بررسی کرد و نتایج تحقیق آن ها نشان داد که بین اهرم مالی و نرخ بازده دارایی ها و حاشیه سود ناخالص به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

آدامی و همکاران (۲۰۱۰) پژوهشی را با عنوان "تأثیر اهرم مالی روی بازده سهام" انجام داد. در این تحقیق برای برآورد بازده های غیر عادی سهام از سهام مدل فاما، فرنچ (۱۹۹۳)، شارپ ولینتر (۱۹۶۴)، و مدل چارهارت (۱۹۹۷) استفاده شده است. نتایج نشان می دهد که بازده سهام دارای رابطه منفی با اهرم مالی در هر سهام مدل مورد استفاده برای تخمین می باشد و با این وجود، رابطه معکوس بین بازده و اهرم مالی زمانی که بازده ها با مدل فاما- فرنچ و فاما، فرنچ و چارهارت تخمین زده می شوند ضعیف تر است تا زمانی که با مدل شارپ ولینتر برآورد می شوند. و همچنین نتایج نشان می دهد که بزرگی تأثیر اهرم مالی روی بازده های غیر عادی همزمان با در نظر گرفتن متغیرهایی چون نرخ مالیات مؤثر و تمرکز صنعت محو می شود، اگر چه رابطه بین اهرم مالی و بازده های غیر عادی، منفی باقی می ماند. در تحقیقی که توسط مورا و مارچیکا در سال ۲۰۱۰ بر روی شرکت هایی که ظرفیت بدهی مازاد دارند انجام گرفت به این نتیجه رسیدند که سیاست اهرم مالی محافظه کارانه که به سمت حفظ انعطاف پذیری مالی گرایش دارد می تواند سرمایه گذاری را افزایش دهد همچنین نشان می دهند که شرکت در پی یک دوره اهرم پایین، مخارج سرمایه ای وسیع تری انجام می دهند و سرمایه گذاری را افزایش می دهند که این سرمایه گذاری های جدید از طریق صدور اوراق بدهی جدید تأمین مالی می شوند. به عبارت واضح تر، شرکت ها با اهرم پایین تر، سرمایه گذاری بیشتری دارند. ماتسا در سال ۲۰۱۰ به این نتیجه رسید که بازارهای بزرگ تمایل به سرمایه گذاری در پروژه های سودآور را بعد از افزایش دادن اهرم مالی پایین می آورند. یوماتلو (۲۰۱۰) با بررسی بر روی شرکت های تولیدی در بورس ترکیه به بررسی ارتباط بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه گذاری پرداخت نتایج تحقیق و بیانگر آن است که اهرم مالی تأثیر منفی بر تصمیمات سرمایه گذاری دارد و شرکت ها با بدهی بیشتر رغبت کمتری به سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای دارند. کای و ژانگ در سال ۲۰۱۱ با انجام تحقیقی روی شرکت های پذیرفته شده در بورس ایالت متحده امریکا در

سال های ۱۹۷۵ تا ۲۰۰۲ تغییر در نسبت اهرم مالی را بررسی کرد و نتایج بیانگر آن است که رابطه منفی و معنی دار بین تغییرات اهرم مالی و بازده سهام وجود دارد و همچنین یافته نشان می دهد که افزایش اهرم منجر به کاهش سرمایه گذاری آتی و در نتیجه کاهش ارزش شرکت می شود.

روش شناسی تحقیق

نوع روش

با توجه به موضوع این تحقیق، می توان اظهار داشت که این تحقیق از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی، و از نظر شیوهی انجام کار از نوع تحقیقات توصیفی است که به بررسی همبستگی بین متغیرها می پردازد و از نظر بعد زمانی نیز، از نوع تحقیقات پس رویدادی بوده و از اطلاعات گذشتهی شرکت های نمونه استفاده می نماید. همچنین بر اساس طرح نیمه تجربی انجام شده است.

جامعه و نمونه

جامعه آماری مورد مطالعه در این تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران می باشند و نمونه ای شامل ۵۶ شرکت با استفاده از روش حذفی انتخاب شده است. بنابراین شرکت هایی شامل نمونه می باشند که دارای ویژگی های زیر باشد (Cai and Zhang, ۲۰۱۱):

۱- شرکت هایی که در دوره ده ساله تحقیق در بورس به صورت متمادی فعالیت داشته اند و اطلاعات آن ها در دسترس می باشد.

۲- جهت قابلیت مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه بوده و نباید در فاصله سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ تغییر سال مالی داده باشند.

۳- ارزش ویژه (حقوق صاحبان سهام) آن ها طی سال های مذکور منفی نباشد؛ زیرا این گونه شرکت ها دارای نسبت بدهی بزرگتر از یک بوده و احتمالاً در نمونه در نقاط پراکنده قرار گرفته و نتایج تحقیق را مخدوش می نمایند

۴- جزء بانک ها و موسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گران مالی، شرکت های هلدینگ و لیزینگ ها) نباشد.

گرد آوری داده ها

این پژوهش، پژوهشی کاربردی است و برای جمع آوری اطلاعات، کتب، مقالات و پژوهش های انجام شده در این زمینه، مورد مطالعه قرار گرفته است. در این تحقیق، داده ها با استفاده از صورت های مالی، گزارش های هیئت مدیره و گزارش های حسابرسی سالانه و همچنین گزارش های تهیه شده توسط بورس اوراق بهادار گردآوری شده است.

تحلیل داده ها

در این تحقیق از آمار توصیفی جهت توصیف نمونه مورد بررسی و جداول و نمودارها و از آمار استنباطی جهت تحلیل داده های مرتبط به فرضیات استفاده می شود. پس از استخراج داده ها از بانک اطلاعاتی ره آورد نوین و انجام محاسبات اولیه در ارتباط با متغیرها و پردازش اولیه اطلاعات با استفاده از نرم افزار اکسل، آزمون فرضیات تحقیق به کمک نرم افزار SPSS انجام می گیرد.

ارزیابی متغیرها

الف) متغیر وابسته : بازده سهام

برای محاسبه بازده سهام از رابطه زیر استفاده می کنیم:

رابطه (۵)

<http://MaJournal.ir>

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

که در آن R_t : بازده سهام برای دوره t ، P_t : قیمت بازار سهام شرکت i در دوره t و P_{t-1} : قیمت بازار سهام در دوره $t-1$ می باشند.

ب) متغیرهای مستقل: اهرم مالی و اندازه بازار

اهرم مالی از تقسیم کل بدهی ها بر کل دارایی ها محاسبه می شود:
رابطه (۶)

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{کل بدهی ها}}{\text{کل دارایی ها}} = \frac{\text{بدهی کوتاه مدت} + \text{بدهی بلند مدت}}{\text{کل دارایی ها}}$$

ج) مدل پژوهش

مدل مورد استفاده به شرح زیر است:

رابطه (۷)

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 LEVERAGE + \beta_2 SIZE + it$$

که در آن R_{it} : بازده سهام شرکت i در دوره t ، α : مقدار ثابت معادله رگرسیون، $LEVERAGE$: اهرم مالی، $SIZE$: اندازه بازار؛ و β_1 و β_2 مقدار ضریب برآورد و it مقدار خطای برآوردی می باشند.

یافته های پژوهش

آزمون ریشه واحد

در این قسمت، خواص آماری داده های پانل، به لحاظ مانایی یا وجود ریشه واحد مورد بررسی قرار می گیرند. به این منظور، از آزمون ریشه واحد که یکی از معمول ترین آزمون ها برای تشخیص مانایی است استفاده می شود. یکی از راه های اجتناب از رگرسیون کاذب، اطمینان از ایستایی داده ها است از این رو قبل از تخمین مدل، خواص آماری داده های پانل، به لحاظ مانایی یا وجود ریشه واحد مورد بررسی قرار می گیرند. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرهای مدل به شرح جدول زیر می باشد، لذا می بینیم که تمامی متغیرها در سطح صفر مانا هستند.

جدول ۲. آزمون مانایی

متغیر	آزمون	آماره آزمون	P-Value	نتیجه آزمون
R	Levin, Lin, Chu	-۶۷/۵	۰/۰۰	مانا در سطح صفر
$Leverage$	Levin, Lin, Chu	-۴/۳۶	۰/۰۰	مانا در سطح صفر
$SIZE$	Levin, Lin, Chu	-۲۷/۰	۰/۰۰	مانا در سطح صفر

تخمین مدل

مدل تحقیق را می توان به شکل زیر تصریح نمود:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 LEVERAGE + \beta_2 SIZE + it$$

در این قسمت از مطالعه پس از ورود داده ها به نرم افزار و تخمین اولیه پارامترها، باید وجود یا عدم وجود عرض از مبدأ جداگانه برای هر یک از کشورها مورد بررسی قرار گیرد. ابتدا باید آزمون لیمر را مورد بررسی قرار داده و بین داده های انباشته و داده های غیرانباشته (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) انتخاب کنیم.

$$F_{(n-1, nt-n-k)} = \frac{(RSS_R - RSS_{UR}) / (n-1)}{RSS_{UR} / (nt-n-k)}$$

اگر F محاسبه شده از F جدول با درجه آزادی $(n-1)$ و $(nt-n-k)$ بزرگتر باشد آنگاه رگرسیون مقید دارای اعتبار نیست و باید عرض از مبداهای مختلفی را در برآورد لحاظ نمود. در این مطالعه برای انجام این آزمون، از آزمون نسبت راستنمایی استفاده شده است. در نرم افزار Eviews بعد از انجام آزمون Redundant Fixed Effects-Likelihood Ratio اگر $prob$ خروجی نرم افزار کوچکتر از 0.05 باشد، روش پانل در سطح 95 درصد به بالا پذیرفته می‌شود ولی اگر بزرگتر از 0.05 باشد در این صورت روش ترکیبی پذیرفته می‌شود.

جدول ۳. خروجی آزمون Fixed Effects

Test Summary	Statistic	d. f.	Prob
Period F	۰/۱۱۰	۵/۶۷	۰/۹۸
Period Chi-square	۰/۵۶	۵	۰/۹۸

همانطور که مشاهده می‌گردد، $prob$ بیشتر از 0.05 است در نتیجه رگرسیون دارای عرض از مبدأ یکسان می‌باشد و روش ترکیبی پذیرفته می‌شود.

آزمون فرضیه پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون لجستیک استفاده شده است. در راستای تحقق دو فرضیه پژوهش مدل زیر تدوین شده که تاثیر هر کدام بر متغیر وابسته سنجیده می‌شود:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 LEVERAGE + \beta_2 SIZE + \epsilon_{it}$$

که در آن R_{it} : بازده سهام، $LEVERAGE$: اهرم مالی و $SIZE$: اندازه بازار می‌باشد.

آزمون نرمال بودن داده ها

تعیین نرمالیتی توزیع اجزای اخلاص مدل با استفاده از شیوه‌های متعددی امکان پذیر است. در این مطالعه از آماره جارک-برا استفاده شده است. در صورتی که آماره این آزمون در سطح خطای 5 درصد معنادار باشد، اجزای اخلاص مدل از توزیع نرمال پیروی می‌کنند.

جدول ۴. نتایج آزمون جارک-برا

متغیر	R	LEVERAGE	SIZE
Jarque-Bera	۱۰۵/۴۳۲۲	۱۰۵/۴۳۲۲	۴۷/۹۰۴۵۲
Probability	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰

همان گونه که در جدول ۴ ملاحظه می‌شود، بررسی مقدار این آماره گویای آن است که فرض نرمال بودن جزء اخلاص برقرار نیست، زیرا مقدار آماره جارک-برا بزرگتر از 5 درصد می‌باشد که در سطح خطای 5 درصد معنادار است.

نتایج تخمین مدل‌های پژوهش

پس از انجام آزمون‌های آماری لازم، به منظور تعیین به‌کارگیری داده‌ها و اطمینان از صحت الگوی برازش شده، نتایج نهایی حاصل از تخمین مدل‌های پژوهش در ادامه ارائه می‌گردد. نتایج حاصل از تخمین این مدل در جدول ۵ ارائه شده است. مقدار

آماره دوربین واتسون ۱/۹۵ می باشد و فاصله فاحشی با عدد ۲ ندارد؛ بنابراین می توان عدم همبستگی و سلامت مدل را ادعا کرد.

جدول ۵. نتایج مربوط به تخمین مدل پژوهش

$SIZE + \beta_1 LEVERAGE + \beta_2 R_{it} = \alpha + \beta_1$					
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	p_Value
اهرم مالی	LEVERAGE	۰/۸۴۹۳۳۰	۰/۵۷۰۸۴۷	۱/۴۸۷۸۴۱	۰/۰۰۰۰
بازده سهام	R	۱/۸۱۹۲۲۸	۰/۳۸۶۹۷۶	۴/۷۰۱۱۴۲	۰/۰۰۰۰
اندازه بازار	SIZE	-۰/۱۸۸۴۸۴	۰/۲۵۳۳۷۸	۰/۷۴۳۸۸۷	۰/۰۰۰۰
عرض از مبدأ	C	-۰/۱۰۷۱۸۴	۰/۴۲۴۳۷۳	۰/۲۵۲۵۶۹	۰/۸۰۰۶
آماره F: ۳۵/۷۲ تعداد مشاهدات ۷۵ D.W= ۱/۹۵		معناداری آماره F ۰/۰۰۰۰		ضریب تعیین ۰/۰۷۰	

همبستگی بین متغیرها

ضریب همبستگی به بررسی تغییرپذیری داده ها در اطراف خط روند می پردازد. بنابراین، مقدار روند و تنوع در داده های مربوط به متغیرها را می توان در همبستگی بین متغیرها مشاهده کرد. همبستگی تعیین قدرت و جهت یک رابطه خطی بین دو یا چند متغیر است. همانطور که در جدول ۶ نشان داده شده است، ضریب همبستگی بین اهرم و اندازه شرکت مقدار ۰/۰۵۹- را نشان می دهد که یک رابطه منفی بین اهرم مالی و اندازه شرکت را مشخص می کند، در عین حالی که این ضریب ضعیف است اما از نظر آماری معنی دار است. در مورد همبستگی بین اهرم مالی و بازده سهام، نتایج در جدول ۶ نشان دهنده ضریب همبستگی ۰/۸۴۹ برای این دو متغیر است که به نسبت قوی تر از ارتباط بین اهرم مالی و اندازه شرکت است. این نتایج با استفاده از تکنیک حداقل مربعات معمولی به دست آمده است.

جدول ۶. ضرایب همبستگی بین متغیرها

	بازده سهام	اندازه	اهرم مالی
اهرم مالی	۰/۸۴۹	-۰/۰۵۹	۱
			همبستگی پیرسون
			درجه معناداری
اندازه	-۰/۱۸*	۱	-۰/۰۵۹
			همبستگی پیرسون
			درجه معناداری
بازده سهام	۱	-۰/۱۸*	۰/۸۴۹
			همبستگی پیرسون
			درجه معناداری
	۵۶	۵۶	۵۶
تعداد			

* همبستگی در سطح خطای ۵٪ (دو دنباله) معنادار است.

همان گونه که نتایج جدول ۵ نشان می دهد، مقدار p_Value (۰/۰۰۰۰) برای متغیر اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با احتمال ۹۵ درصد کمتر از سطح معناداری ۰/۰۵ نشان می دهد. از این رو H_۰ رد شده و می توان نتیجه گرفت که بین اهرم مالی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. از طرفی ضریب این متغیر (۱/۸۱۹۲۲۸) حاکی از ارتباط مستقیم بین اهرم مالی و بازده سهام می باشد. همان گونه که نتایج جدول ۵ نشان می دهد، مقدار p_Value (۰/۰۰۰۰)

برای اندازه بازار در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با احتمال ۹۵ درصد کمتر از سطح معناداری ۰/۰۵ نشان می دهد. از این رو H. رد شده و می توان نتیجه گرفت که بین اندازه بازار و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

نتیجه گیری و بحث

نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق، نشان دهنده این مطلب است که بین نسبت های مالی و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، که مورد مطالعه قرار گرفت، ارتباط معنی دار نمی باشد. لیکن بررسی کلیه نسبت ها به طور همزمان با بازده سهام نشان می دهد که ضریب همبستگی بین کلیه نسبت ها به طور همزمان با بازده سهام برابر می باشد. ولی در مجموع می توان نتیجه گرفت، بین نسبت های مالی و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی دار وجود ندارد. آزمون فرضیه اول پژوهش رابطه اهرم مالی و بازده سهام را در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد. بر اساس نتایج به دست آمده اهرم مالی بر بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد و در نتیجه آن، فرضیه اول پژوهش پذیرفته شد. نتیجه پژوهش باود و ویلکینز (۲۰۰۴) و آگوستین و همکاران (۲۰۱۳) نیز همین نتیجه را تایید می نماید. ماسودا و تالی (۲۰۰۶) و لاموچانگ (۱۹۹۴) دریافته اند که به طور کلی اهرم مالی شرکتهای بزرگ لزوماً بازده سهام بهتری بهتر از مؤسسات کوچک ارایه نمی دهند و ارتباط معکوسی بین اندازه و بازده وجود ندارد. در پژوهش های دی آنجلو (۱۹۸۱)، دیویدسان و نئو (۱۹۸۱)، التانیات و همکاران^{۱۳} (۲۰۱۱)، جونگ و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۹)، چنو هسو^{۱۵} (۲۰۰۹) و چانتائو و همکاران (۲۰۰۷)، قربانی (۱۳۸۸) مشخص شده بود مؤسسات بزرگتر معمولاً بازده سهام بالاتری دارند. اما نتایج پژوهش لام و چانگ (۱۹۹۴)، کیم و همکاران (۲۰۰۳)، لوئیس هنوک (۲۰۰۵)، آذین فر (۱۳۸۶)، حساس یگانه و آذین فر (۱۳۸۹) خلاف آن را ثابت می کند. اما در تحقیقی که به وسیله غلامرضا غلامی نیز تحت عنوان " بررسی ارتباط بین تغییرات اهرم های عملیاتی، مالی و مرکب با تغییرات بازده سهام"، صورت گرفته است ارتباطی بین متغیرهای پژوهش با بازده بدست نیامده است. اما در پژوهشی که در سال ۲۰۰۶ در دانشگاه برزیل تحت عنوان " اثر درجه اهرم عملیاتی بر بازده سهام در بازار سهام برزیل" انجام شده، این نتیجه حاصل شده است که ارتباط مثبت و معنی داری بین متغیرها وجود دارد. سوالی که مطرح می شود این است که چه عواملی می تواند باعث چنین نتیجه ای شود؟

از جمله دلایل عدم رابطه بین اهرم عملیاتی و بازده موارد ذیل را می توان بیان نمود:

➤ کارا نبودن بورس اوراق بهادار تهران یکی از دلایل عمده عدم رابطه بین متغیرهای تحقیق می باشد. بدین معنی که در بورس اوراق بهادار تهران قیمت سهام منعکس کننده اطلاعات موجود در بازار اوراق بهادار نمی باشد. در بازارهای کارا قیمت های اوراق بهادار به طور کامل و بدون تعصب منعکس کننده اطلاعات موجود می باشد و نسبت به اطلاعات جدید عکس العمل نشان می دهد ولی بورس اوراق بهادار تهران از چنین خصوصیتی برخوردار نیست. عدم کارایی بورس اوراق بهادار تهران باعث گردیده است تحقیقاتی که در زمینه ارتباط بین اطلاعات حسابداری و مبنای تصمیم گیری سهامداران است توفیق اندکی بدست آورد. از جمله آنها می توان به پژوهش های انجام شده روی رابطه عایدی و سود نقدی هر سهم و بازده سهام و رابطه تغییرات اقلام سود و زیان و بازده سهام اشاره کرد که نتایج آنها حاکی از عدم وجود ارتباط کمی معنی دار بین متغیرهای تحقیق می باشد.

➤ در دنیای واقعی یک پدیده ممکن است تحت تاثیر عوامل و متغیرهای متعددی قرار بگیرد. گروهی از این عوامل و متغیرها برای محقق شناخته شده اند و او می تواند تاثیر این عوامل را بر روی پدیده مورد نظر تا حدودی مشخص نماید. اما عوامل دیگری وجود دارند که یا محقق از وجود آنها بی اطلاع است و یا این که تعیین تاثیر آنها به صورت کمی بر متغیر وابسته مورد مطالعه امکان پذیر نیست. بنابراین محقق در هر تحقیقی تعداد محدودی از این متغیرهای مستقل را می تواند مورد بررسی قرار دهد.

➤ در مورد این تحقیق نیز عوامل دیگری مانند درآمد زایی دوره های آتی، وضعیت اقتصادی، نوع صنعت، نرخ تورم، سیاست های تقسیم سود و ... در بازده سهام شرکت موثر می باشد که محقق آنها را مورد بررسی قرار نداده است. آزمون فرضیه دوم پژوهش رابطه اندازه بازار و بازده سهام را در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد. بر اساس نتایج به دست آمده اندازه بازار هر شرکت بر بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار دارد و در نتیجه آن، فرضیه دوم پژوهش تایید شد. بدین معنا که اندازه بازار موجب افزایش بازده سهام می شود. نتیجه حاصل شده با نتیجه پژوهش آگوستین و همکاران (۲۰۱۳) مطابقت دارد. فاما (۱۹۸۰)، آجین کیا و کارامونو و وافیز (۲۰۰۵) مدعی هستند که بازده سهام باندازه بازار بهبود می یابد. عبدالله و جمال الدین^{۱۶} (۲۰۰۸)، آدیمی و فاگیمی (۲۰۱۰) نشان دادند که اندازه بازار در دست مدیران غیراجرایی امکان افزایش بازده سهام را افزایش می دهد.

پیشنهادهای پژوهش

بر اساس نتایج پژوهش، اندازه بازار با بازده سهام رابطه معنی داری از نوع مثبت دارد. ماسودا و تالی (۲۰۰۶) و لاموچانگ (۱۹۹۴) دریافته اند که به طور کلی مؤسسات بزرگ لزوماً بازده سهام بهتری از مؤسسات کوچک ارائه نمی دهند. پس با توجه به نتایج این پژوهش و نتایج دیگر پژوهش ها منجمله پژوهش های ماسودا و تالی (۲۰۰۶) و لاموچانگ (۱۹۹۴) که با نتایج این پژوهش همخوانی داشته است، به کلیه شرکت های بورسی پیشنهاد داده می شود که ملاک ارزیابی بازده سهام، اندازه موسسه نباشد، چرا که اثبات شده، مؤسسات بزرگ لزوماً بازده سهام بهتری از مؤسسات کوچک ارائه نمی دهند و باید مبنای سنجش بازده سهام را دیگر معیارهایی بجز اندازه شرکت مد نظر قرار دهند. براین اساس پیشنهاد های تحقیق به صورت زیر بیان می شود:

➤ در هنگام تشکیل پرتفولیو، بهتر است به دو عامل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام توجه شود؛ چرا که این دو عامل دو عامل تأثیر گذار روی بازده سهام اند.

➤ توجه به دو عامل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و محاسبه متغیرهای مربوط به این دو عامل، کار چندان مشکلی نیست؛ لذا تأثیرگذار بودن این دو عامل از یکسو و سادگی محاسبات مربوط به این دو عامل از سوی دیگر، این امکان را هم برای سرمایه گذاران حرفه ای و هم برای سرمایه گذاران غیرحرفه ای فراهم می کند تا به راحتی بتوانند از این دو عامل استفاده کنند؛ لذا بهتر است از این دو عامل در بازار سرمایه ایران استفاده شود.

➤ عامل دیگری که انگیزه کافی را برای استفاده از دو عامل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام در بازار سرمایه ایران فراهم می آورد، وجود اطلاعات نسبتاً کافی است. اطلاعاتی که این دو عامل به آن نیاز دارند، اطلاعاتی اند که به راحتی می توان از بورس اوراق بهادار و یا شرکت های مربوطه به دست آورد.

➤ توجه به عوامل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، موضوع قابل درک و تقریباً سادهای برای بازار سرمایه نوظهوری است که اغلب سرمایه گذاران آن غیرحرفه ای اند و آشنایی چندانی با اصطلاحات مالی ندارند.

منابع و مآخذ

۱. آذین فر؛ کاوه. (۱۳۸۵). هزینه یابی بر مبنای فعالیت، دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۵
۲. امیرحسینی؛ زهرا، قبادی؛ معصومه (۱۳۹۴). کاربرد هزینه یابی آبخاری در مدیریت هزینه، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال ۵، شماره ۷۱
۳. بیگلر کیومرث. (۱۳۸۵). بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و ویژگی های عملکردی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران . پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
۴. حساس یگانه؛ یحیی، آذین فر؛ کاوه. (۱۳۸۹). رابطه بین کیفیت حسابرسی و اندازه موسسه حسابرسی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۱
۵. خدای پور؛ احمد، اسماعیلی؛ آزاده. (۱۳۹۰). رابطه ارزشی تغییرات اهرم مالی در تبیین عملکرد عملیاتی، دانش حسابداری، سال ۲، شماره ۶
۶. روستا؛ احمد، ابوالفضل؛ سیدابوالفضل، قربانی؛ حسن. (۱۳۸۸). بررسی نقش تعدیل کننده عدم اعتماد به اجتناب از تبلیغات اینترنتی، مدیریت فناوری اطلاعات، دوره ۱، شماره ۲
۷. سینایی، حسینعلی. خرم، اسماعیل. (۱۳۸۳). بررسی رابطه اهرم مالی با ریسک سیستماتیک سهام عادی (B) شرکت های سهامی عام، پایان نامه کارشناسی ارشد، تحقیقات مالی، شماره ۱۸، صص ۱۰۷-۱۲۱
۸. قالیباف اصل؛ حسن، رضایی؛ فاطمه. (۱۳۸۷). بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲
۹. قربانی؛ محمد، کوچکی؛ علیرضا، کهنسال؛ محمدرضا، جعفری؛ فاطمه. (۱۳۸۸). کاربرد نیمرخ ریسک در مدیریت ریسک محصولات زراعی استان خراسان شمالی (مطالعه ی موردی چغندر قند)، انجمن اقتصاد کشاورزی ایران، دوره ۳، شماره ۳.
۱۰. کاشانی پور؛ محمد، زنجیردار؛ مجید، بابازاده؛ سیدجواد. (۱۳۹۲). رابطه بین افشای اختیاری و مکانیزم های حاکمیت شرکتی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۱۹
۱۱. مهرانی، ساسان، رسائیان، امیر. (۱۳۸۸). بررسی رابطه اهرم مالی و ارزش افزوده، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی / سال اول / شماره ۴، صص ۷۹-۹۱.
۱۲. هامپتون، جان و دیگران. (۱۳۸۸). تصمیم گیری در مسائل مالی (مدیریت مالی ۲)، ترجمه حمیدرضا وکیلی فرد، تهران، انتشارات جنگل و علمی فوج
- . Abdullah, W. Z. Ismail, S. Jamaluddin, N. (). The impact of board composition, ownership and CEOduality: The Malaysian evidence. Malaysian Accounting Review.Vol (). PP - .
- . Adami, G. F.; Campostano, A.; Ravera, G.; Leggieri, M. & Scopinaro, N. (). Alexithymia and Body Weight in Obese Patients, Behavioral Medicine.
- . Adeyemi, S. B. Fagbemi, T. O. (). Audit quality, corporate governance andfirm characteristics inNigeria. International Journal of Business and Management.Vol (). PP - .
- . Ahn, S., Denis, D. J., Denis, D. K. (). Leverage and investment in diversiifed. ifrms. Journal of Financial Economics□ (), ° .

<http://MaJournal.ir>

- . Aivazian, V.A., Y. Ge and J. Qiu. (). the impact of leverage on firm investment: - - -Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, (): - .
- . Ajinkya, B. Bhojraj, S. Sengupta, P. (). The association between outside directors, Institutional investors and the properties of management earning forecast *Journal of Accounting Research*.Vol, .No, .Pp, - .
- . Al-Thuneibat, A. A. Al-Issa, R. T. Ata-Baker, R. A. (). Do audit tenure and firm size contribute to auditquality: Empirical evidence from Jordan. *Managerial Auditing Journal*.Vol (). PP - .
- . Augustine, O. E. (). Determinants of Audit Quality in the Nigerian Business Environment. *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol . No .
- . Bauwhede H. V. Marleen, W) . (). Evidence on (the lack of) Audit-quality, Differentiation in the Private Client Segment of the Belgian Audit Market. *European Accounting Review*.Vol .No .PP - .
- . Brick; ivan, ravid; Abraham. (). Interest rate uncertainty and the optimal debt maturity structure, the journal of financial and quantitative analysis, vol , no , pp - .
- . Cai; jie, zhang; zhe. (). leverage change, debt overhang, and stock prices, [research collection lee kong chian school of business](#), vol , no , pp - .
- . Carhart, M. M. (). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of finance*, (), pp. - .
- . Chen, K. Lin, L. K. Zhou. J. (). Audit Quality and Earnings Management for Taiwan IPO firms. *Managerial Accounting Journal*.Vol .No .PP - .
- . Chen; hsiang, hsu; wen. (). family ownership, board independence, and R &D investment, *family business review*, vol , issue , pp - .
- . Chuntao li, frank msong, sonid mlwong. (). Audit firm size and perception of audit quality: evidences from a competitive audit market in china, - .
- . Crnigoj m, and mramor d. (). Determinants of capital structure in emerging european economies: evidence from slovenian firms. *Emerging markets finance & trade*, (): °
- . Davidson. R. A. and D. Neu. (). A Note on Association between Audit Firm Size and Audit Quality. *Contemporary Accounting Research*. Vol . .No. : - .
- . DeAngelo, L. (). Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics*.Vol .PP - .
- . Dimitrov, V; Prem C. Jain. (). The Value Relevance of Changes in Financial Leverage.
- . Fama, E. (). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of PoliticalEconomy*. Vol, .No, .Pp, - .
- . Fama, E. F., & French, K. R. (). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of financial economics*, (), pp. - .
- . Garcia, D., Anckarsater, H. & Lundstrom, S. (). Self-directedness and cooperativeness psychosocial dysfunction and suffering in essence. *The Scientific world Journal*, - .
- . Henock, L. (). Acquirers Abnormal Returns, Audit Firm Size and theSmall Auditor Clientele Effect. *Journal of accounting and economics*.

<http://MaJournal.ir>

- . Jensen; michael, , agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, the american economic review, vol , no , pp -
- . John Lintner. (). the Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, Review of Economics and Statistics, , - .
- . Jung; m, reichstein; m, bondeau; a. (). Towards global empirical upscaling of fluxnet eddy covariance observations: validation of a model tree ensemble approach using a biosphere model, biogeosciences, , pp °
- . Kim et al. (). the git family of proteins forms multimers and associates with the presynaptic cytomatrix protein piccolo, j biol chem, (), pp -
- . Kim, j. h. & kim, c. (). e-service quality perceptions: a cross-cultural comparison of american and korean consumers. journal of research in interactive marketing, ().
- . Lam,s.and. s.chang. (). Auditor service quality and auditor size: evidence from initial public offerings in singapore, journal of international accounting, auditing and taxation. vol. , no. , p. .
- . Leland; hayne, pyle; david. (). informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, [journal of finance](#), vol , issue , pp -
- . Marchica, m. t. & mura. r. (). Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity, financial management, -
- . Masuda, A., & Tully, E.C. (). The Role of Mindfulness and Psychological Flexibility in Somatization, Depression, Anxiety, and General Psychological Distress in a Nonclinical College Sample. Journal of Evidence-Based Complementary & Alternative Medicine. (): - .
- . Matsa; david. (). capital structure as a strategic variable: evidence from collective bargaining, the journal of finance, [vol , issue ,](#) pp °
- . Modigliani; franco, miller; merton. (). the cost of capital, corporation finance and the theory of investment, the american economic review, vol , no , pp -
- . [Myers; stewart](#). (). capital structure puzzle, the journal of finance vol , issue , pp °
- . Rajan; raghuram, zingales; luigi. (). what do we know about capital structure? some evidence from international data, the journal of finance, vol , no , pp -
- . Ross; Stephen. (). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach, [bell journal of economics](#), vol , issue , pp -
- . SHARPE, W.F. (). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk , Journal of Finance, , - .
- . Umutlu, m,. (). Firm leverage and investment decisions in an emerging
- . Zeitun; r, tian; g. (). Capital structure and corporate performance:evidence from jordan, australasian accounting, business and finance journal , vol , issue