

بررسی رابطه بین اعتبار دریافتی و عملکرد شرکت‌ها

رقیه محمدی

حسابرس ارشد دیوان محاسبات

چکیده

هدف از این تحقیق بررسی رابطه بین اعتبار دریافتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی تحقیق طی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ بوده و جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۴۳۰ شرکت) است که با استفاده از روش حذفی سیستماتیک جهت نمونه‌گیری آماری در نهایت تعداد ۲۰۲ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. روش آزمون فرضیه‌ها تحلیل رگرسیونی چندگانه است. بررسی فرضیه‌های تحقیق بیانگر آن بود که بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت (معیار اعتبار دریافتی) و بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سرمایه شرکت‌ها رابطه مستقیم معنی‌دار وجود دارد. همچنین نسبت بدهی‌های بلندمدت (معیار اعتبار دریافتی) و بازده دارایی‌ها رابطه معکوس معنی‌داری وجود دارد. از طرفی نتایج آزمون فرضیه چهارم بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین نسبت بدهی‌های بلندمدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه شرکت‌ها است.

کلمات کلیدی: نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت، نسبت بدهی‌های بلندمدت، اعتبار دریافتی، بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سرمایه

۱- بیان مسئله، مفاهیم نظری و پیشینه تحقیق

تحقیقات مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸) که با نام MM شناخته شده است؛ مبنایی برای آنچه به صورت قراردادی به عنوان مالیه شرکتی مدرن^۲ شناخته می شود، فراهم ساخته است. آن ها در تحقیق تاثیرگذارشان و مقالات بعدی خود (میلر و مودیگلیانی، ۱۹۶۱؛ میلر، ۱۹۷۷) درباره شرایطی که تحت آن شرکت نسبت به منابع تامین مالی خود بی تفاوت است، بحث کردند. طی ۵۰ سال گذشته نیز مقالات زیادی به ارائه شواهد تئوری و تجربی برای اثبات فرضیه معروف به آن ها پرداخته است. ساختار سرمایه و تقسیم سود مهم ترین موضوعات در بحث مالیه شرکت بوده اند(ترا^۳؛ ۲۰۱۱). مطالعات تجربی زیادی در زمینه ساختار سرمایه از دهه ۱۹۶۰ انجام شده است، اما شاخه جدیدی از ساختار سرمایه یعنی ساختار اعتبار دریافتی شرکت هنوز توجه چندانی را به خود جلب نکرده است(کای و همکاران^۴، ۲۰۰۸). مبنای نظری برای انتخاب اعتبار دریافتی شرکت در مقاله اصلی مودیگلیانی و میلر به طور ضمنی اشاره شده است، اما این مبنای توسط استیگلیتز^۵(۱۹۷۴) رسمیت یافت. او بیان نمود که تحت مجموعه شرایط عادلانه ای به صورت عمومی (عدم وجود مالیات، هزینه مبادلات، هزینه های ورشکستگی، و سایر الزامات) انتخاب سررسید (برای بدهی ها) بی تاثیر است. البته این شرایط در اقتصاد ایده آل حاکم است. بنابراین انتخاب اعتبار دریافتی شرکت در شرایط واقعی اقتصادی، بر افت و خیز قیمت سهام شرکت در بازار تاثیر خواهد داشت. مدیران شرکتهای انگیزه دارند تا عملکرد مالی خود را با به تأخیر انداختن اخبار بد و افشای سریعتر اخبار خوب بیش از واقع نشان دهند به امید آنکه عملکرد ضعیف آنها با عملکردهای بهتر در آینده پوشیده شود. چنین رفتاری از مدیران در پژوهش های تجربی تأیید شده است. برای مثال کوتاری، شاو و ویسوکي^۶(۲۰۰۹) شواهدی تجربی را ارائه کردند که نشان می دهد مدیران شرکت ها میل دارند تا انتشار اخبار بد را به تأخیر بیندازند و اخبار خوب را سریعتر افشا کنند. برخی از پژوهشگران مانند بال^۷(۲۰۰۹)، خان و واتز^۸(۲۰۰۹) و لافوند و واتز^۹(۲۰۰۸) این رفتار دوگانه مدیران در افشای اطلاعات مالی را به عوامل مختلفی از جمله قراردادهای جبران خدمات مدیران و نگرانی های شغلی آن ها نسبت داده اند. پنهان کردن اخبار بد از سرمایه گذاران و افشای هرچه سریعتر اخبار خوب در بازار از سوی مدیران، سبب می شود، سرمایه گذاران بر اساس اخبار خوب قیمت های سهم را تعدیل کنند در نتیجه بازدهی شرکت تحت تاثیر قرار خواهد گرفت. با وجود آنکه مدیران می توانند اخبار بد را برای مدت زمان بیشتری نگهدارند و آن را دیرتر افشا کنند، تنها برای مدت محدودی می توانند انتشار اخبار بد را پنهان کرد؛ زیرا حفظ آن پرهزینه است. به دلیل قراردادهای ناقص، اعتبار دهندگان ممکن است نتوانند حق کنترل خود را بر هر رویداد احتمالی در آینده بر حسب شرایط مالی قرارداد اعمال نمایند. اما بدهی کوتاه مدت محافظت بهتری برای حق کنترل اعتبار دهندگان از طریق تمدید قرارداد بدهی فراهم می نماید، در نتیجه اعتبار دهندگان جهت اعطای مجدد بدهی خواستار حق کنترل بیشتری خواهند بود(جیانتی^{۱۰}، ۲۰۰۳). با توجه به حق کنترلی که بدهی کوتاه مدت اعطا می نماید اعتبار دهندگان به طرز مطلوب تری می توانند استقراض کنندگان شرکت را کنترل نموده و به اطلاعات قابل اتکاتری در زمینه عملکرد شرکت قبل از اعطای مجدد اعتبار دست پیدا کنند(دانگا و همکاران، ۲۰۱۶). با توجه به این که یکی از دلایل اصلی کاهش شدید قیمت سهام انباشت اخبار بد توسط مدیران در راستای منافع خودمی باشد انتظار می رود اعتبار

1 Miller and Modigliani

2 Modern corporate finance

3 Terra

4 Gi et al

5 Stiglitz

6 Kothari & Shu & Wysocki

7 Ball

8 Khan & Watts

9 Lafond & Watts

10 Giannetti 0

11 Dang 1

دهندگان به جهت کاهش ریسک سوخت مطالبات خود خواستار حق کنترل و همچنین اطلاعات قابل اتکا پیرامون وضعیت شرکت باشند. با توجه به این موارد بدهی ها می توانند به عنوان یک ابزار موثر جهت کنترل رفتار مدیریت تلقی گردند (رانجان و وینتن^۱، ۱۹۹۵). دانگ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود دریافتند که شرکت های با نسبت بدهی کوتاه مدت تمایل کمتری به کاهش شدید قیمت سهام دارند. در واقع نتایج تحقیق آن ها بیانگر آن است که بدهی کوتاه مدت یک نقش کنترلی بر رفتار فرصت طلبانه مدیران در جهت مخفی نمودن اخبار بد ایفا می کنند. با توجه به پژوهش چیلدز و مایر^۲ (۲۰۰۵) این موضوع بیان می شود که انعطاف پذیری بالاتر در رابطه با اعتبار دریافتی ها در بهبود کارایی سرمایه گذاری مفید خواهد بود، هرچند که شواهد محدودی در تأیید این ادعا وجود دارد. برگر و آدل^۳ (۱۹۹۸) مولینا و پناس^۴ (۲۰۰۸) بیان می کنند که سررسید کوتاه تر بدهی هایم تواند مشکلات مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد. طبق نظریه علامت دهی از دیدگاه قرض گیرنده، شرکت هایی که در وضعیت بهتری هستند، به بازار علامت دهی کرده و می توانند وام هایی را با هزینه مناسب اخذ کرده و در آینده آن را تمدید کنند و از دیدگاه وام دهنده، وام های کوتاه مدت آنان را قادر می سازد تا کنترل و نظارت بهتری بر مدیر داشته باشند. همان طور که مشخص است شرکت ها برای تداوم حیات اقتصادی خویش همواره به منابع مالی مختلف نیازمند می باشند. تصمیم های تأمین مالی شرکت ها فرآیندهایی کاملاً پیچیده است و نظریه های موجود تنها می تواند در بهترین حالت به توضیح جنبه های خاصی از تنوع و پیچیدگی در انتخاب گزینه های مختلف تأمین مالی بپردازند. به طور کلی شرکت ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود به هریک از روش های موجود دارای محدودیت هستند. بنابراین، برای تداوم فرایند جذب منابع، نحوه استفاده از آن باید به گونه ای باشد که باعث ایجاد سهم مناسبی از ارزش، هم برای تأمین کنندگان و هم برای استفاده کنندگان از منابع شود. آنچه که تأمین کنندگان مالی را تشویق می کند تا منابع خود را در فعالیت مشخصی به کار اندازند، کارایی و بازده مطلوب آن فعالیت است. تحقیقات نشان می دهد که سررسید منابع شرکت زمینه های پیش بحران را برای بحران های مالی جهانی آماده ساخته است. اغلب شرکتها به نوعی از بدهی در ساختار سرمایه خود استفاده می کنند. ساختار بدهی یکی از شاخص های مهم تعیین کننده موفقیت شرکت است و باعث رشد پایدار شرکت می شود (مادان^۵، ۲۰۰۷). از این رو تصمیمات معطوف به ساختار بدهی برای بقای تجاری شرکت حیاتی هستند (احمد شیخ و ونگ^۶، ۲۰۱۱). بنابراین انتخاب ساختار بدهی ساده نیست و تصمیم گیری اشتباه منجر به هدایت شرکت به بحران و ورشکستگی می گردد. حاتم^۷ (۲۰۱۷) به بررسی تاثیر اعتبار دریافتی بر عملکرد شرکت پرداخت. آنها در یافتند که نسبت بدهی های بلند مدت بر عملکرد شرکت ها تاثیرگذار نمی باشد. با وجود این آن ها نشان دادند که شرکت های با نسبت بالاتر بدهی های کوتاه مدت از سودآوری کمتری برخوردار هستند. لذا با توجه به موارد مطروحه فوق این سوال مطرح می گردد که آیا اعتبار دریافتی های شرکت ها بر عملکرد آن ها تاثیرگذار است؟ با توجه به عدم وجود تحقیق تجربی در این زمینه، تحقیق حاضر بدنبال بررسی رابطه بین اعتبار دریافتی های شرکت ها و عملکرد شرکت می باشد. بدین منظور از نسبت های بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها و بدهی های بلند مدت به کل دارایی ها به عنوان شاخص اعتبار دریافتی های شرکت و همچنین بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سرمایه به عنوان شاخص عملکرد شرکت ها استفاده خواهد شد.

1	Rajan & Winton	2
1	Childs and Mauer	3
1	Bergerand Udell	4
1	Mullinaand Penas	5
1	Pre-crisis	6
1	Madan	7
1	Ahmed Sheikh and Wang	8
1	Hatem	9

کرمی و همکاران (۱۳۹۴) طی پژوهشی ارتباط کیفیت گزارشگری مالی و اعتبار دریافتی ها را با کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین تأثیر متقابل این دو بر کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار داده‌اند. در این پژوهش، از داده‌های ۹۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ استفاده شده و آزمون فرضیه‌ها به کمک روش تحلیل رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که کیفیت گزارشگری مالی بالاتری دارند از کارایی سرمایه‌گذاری بالاتری نیز برخوردارند. همچنین ارتباط مستقیم و معناداری بین میزان استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. بررسی تأثیر متقابل کیفیت گزارشگری مالی و اعتبار دریافتی ها بر کارایی سرمایه‌گذاری، نشان می‌دهد که ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که استفاده کمتری از بدهی‌های کوتاه‌مدت دارند قوی‌تر است. اسعدی (۱۳۹۵) به بررسی اثر مولفه‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های هلدینگ (مادر تخصصی) و تابعه در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در تحقیق او نمونه آماری مورد مطالعه شرکت‌های هلدینگ و تابعه آنها در بورس اوراق بهادار تهران هستند که با اعمال معیارهایی انتخاب شده‌اند، که شامل ۲۷ شرکت هلدینگ و ۸۹ شرکت تابعه طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ می‌باشند. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق که با استفاده از داده‌های ترکیبی و رگرسیون‌های چندگانه انجام شده، نشان داد که ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیت شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد این شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد، همچنین اثر عملکرد شرکت‌های هلدینگ بر عملکرد شرکت‌های تابعه آنها نیز معنی‌دار است. زندی و تنانی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت پرداختند. در این تحقیق اطلاعات ۱۰۲ شرکت برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفته است. آزمون فرضیات بر مبنای روش داده‌های تابلویی است. پژوهش آن‌ها به صورت همبستگی و از نظر هدف از نوع کاربردی است. مطابق فرضیه اول رابطه بین هزینه فرصت وجه نقد و عملکرد شرکت بررسی شده است. نتایج نشان فرضیه اول داد بین هزینه فرصت وجه نقد و عملکرد شرکت رابطه مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش (بهبود) عملکرد شرکت بر میزان هزینه فرصت وجه نقد در شرکت افزوده می‌گردد. مطابق فرضیه دوم رابطه انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داد بین انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت رابطه‌ای مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش (بهبود) عملکرد شرکت بر میزان انعطاف‌پذیری مالی شرکت افزوده می‌گردد. مهربان پور و همکاران (۱۳۹۶) بررسی عوامل مؤثر بر اجتناب از مالیات و تأثیر آن بر معیارهای ارزیابی عملکرد با استفاده از معادلات ساختاری پرداختند. در تحقیق آن‌ها جهت بررسی و شناسایی عوامل مؤثر بر اجتناب از مالیات؛ متغیرهای کیفیت افشا، محدودیت مالی، محافظه‌کاری، پیش اطمینانی مدیریتی، تخصص حسابرس، رقابت بازار محصول و استقلال هیئت‌مدیره متغیرهای مستقل هستند و متغیر اجتناب از مالیات متغیر وابسته است. همچنین جهت بررسی تأثیر اجتناب از مالیات این متغیر نقش متغیر مستقل را خواهد داشت و متغیرهای بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش‌افزوده اقتصادی، ارزش شرکت و وجه نقد عملیاتی متغیر وابسته می‌باشند. آن‌ها برای این منظور، اطلاعات ۱۰۳ شرکت را در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ با استفاده از نرم‌افزار SmartPLS3 و روش حداقل مربعات جزئی مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد کیفیت افشا، بیش اطمینانی مدیریتی، تخصص حسابرس، محدودیت مالی و اندازه شرکت بر اجتناب از مالیات اثر معنادار و مثبتی دارد. از طرفی رابطه معناداری بین رقابت بازار محصول، استقلال هیئت‌مدیره و محافظه‌کاری با اجتناب از مالیات مشاهده نشد. نتایج همچنین بیانگر آن است که اجتناب از مالیات بر بازده دارایی‌ها و ارزش‌افزوده اقتصادی اثر معناداری ندارد ولی بر بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش شرکت و وجه نقد عملیاتی اثر معنادار و مثبتی دارد. زندی و تنانی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت پرداختند. در این تحقیق اطلاعات ۱۰۲ شرکت برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفته است. آزمون فرضیات بر مبنای روش داده‌های تابلویی می‌باشد. مطابق فرضیه اول رابطه بین هزینه فرصت وجه نقد و عملکرد شرکت بررسی شده است. نتایج نشان فرضیه اول داد بین هزینه فرصت وجه نقد و عملکرد شرکت رابطه مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش (بهبود) عملکرد شرکت بر میزان هزینه فرصت وجه نقد در شرکت افزوده می‌گردد. مطابق فرضیه

دوم رابطه انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داد بین انعطاف پذیری مالی و عملکرد شرکت رابطه ای مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش (بهبود) عملکرد شرکت بر میزان انعطاف پذیری مالی شرکت افزوده می گردد. چین چن و همکارانش (۲۰۰۵) رابطه بین سرمایه فکری و ارزش بازار سهام و عملکرد مالی شرکت های بورس تایوان را بررسی کردند. نتایج نشان داد که سرمایه فکری اثر مثبتی بر ارزش بازار و عملکرد مالی دارد و ممکن است معیاری برای عملکرد آتی محسوب گردد. همچنین، شواهد ارائه شده حاکی از آن است که مخارج تحقیق و توسعه اطلاعات بیشتری را در مورد سرمایه ساختاری ارائه می نماید و دارای رابطه مثبتی با سودآوری و ارزش بازار شرکت است. آن ها دریافتند که سرمایه فکری بالاتر شرکت ها موجب بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش بازار سهام شرکت ها می شود. پیوتان و همکاران (۲۰۰۷) رابطه بین سرمایه فکری و عملکرد مالی در بورس سنگاپور را بر اساس سه شاخص مالی (سود هر سهم، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده سالانه) بررسی کردند. نتایج نشان داد که بین سرمایه فکری و شاخص های عملکرد مالی رابطه مثبتی وجود دارد و تفاوت معناداری بین ضریب سرمایه فکری در صنایع مختلف وجود دارد. هونگا و همکاران (۲۰۱۵) طی پژوهشی به بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر اعتبار دریافتی شرکتی پرداختند. نتایج پژوهش آن ها حاکی از آن است که شرکت هایی که دارای مدیران با ویژگی اطمینان بیش از حد هستند تمایل به پذیرش ساختار بدهی کوتاه مدت تر از طریق بدهی های کوتاه مدت بیشتر در ساختار مالی خود دارند. مارتین (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین اعتبار دریافتی، تمرکز مالکیت و کارایی در شرکت های آمریکایی پرداخت. مطابق یافته های آن ها تأثیر نظارت بانک ها به موجب بدهی های کوتاه مدت به بانک ها در شرکت هایی که تمرکز مالکیت در آن ها بالاتر است، بیشتر است. لارا و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین محافظه کاری و کارایی سرمایه گذاری در شرکت ها پرداختند. به عقیده آن ها محافظه کاری می تواند کارایی سرمایه گذاری را بهبود بخشد. آن ها پیش بینی کردند که به صورت مشخصی محافظه کاری می تواند تعارض بین بدهی و سرمایه را حل نموده و دستیابی شرکت به تأمین مالی از طریق بدهی را تسهیل نماید. آن ها دریافتند که شرکت های با محافظه کاری بیشتر، سرمایه گذاری بیشتری داشته و بدهی بیشتری ایجاد می نمایند و این مسائل در شرکت هایی که از عدم تقارن اطلاعاتی بالایی برخوردارند، بیشتر است. نتایج آن ها همچنین بیانگر این بود که محافظه کاری با کاهش بیش سرمایه گذاری مرتبط است. دانگا و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی این سوال پرداختند که آیا اعتبار دریافتی بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیرگذار است؟ نتایج پژوهش آن ها حاکی از آن است که شرکت های با نسبت بدهی کوتاه مدت تمایل کمتری به کاهش شدید قیمت سهام دارند. در واقع نتایج تحقیق آن ها بیانگر آن است که بدهی کوتاه مدت یک نقش کنترلی بر رفتار فرصت طلبانه مدیران در جهت مخفی نمودن اخبار بد ایفا می کنند. حاتم (۲۰۱۷) به بررسی تاثیر اعتبار دریافتی ها بر عملکرد شرکت پرداخت. او بدین منظور ۱۱۶ شرکت مالزیایی و ۹۲ شرکت مکزیکی را طی سال های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۱ مورد مطالعه قرار داد. او از نسبت های بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها، بدهی های بلند مدت به کل دارایی ها و بدهی های بلند مدت به کل دارایی ها به عنوان شاخص اعتبار دریافتی های شرکت و همچنین از بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سرمایه به عنوان شاخص عملکرد شرکت ها استفاده نمود. او دریافت که نسبت بدهی های بلند مدت بر عملکرد شرکت ها تاثیرگذار نمی باشد. با وجود این آن ها نشان دادند که شرکت های با نسبت بالاتر از بدهی های کوتاه مدت سودآوری کمتری خواهند داشت.

۲- ضرورت انجام تحقیق

امروزه در علوم اقتصادی و مدیریتی دانشمندان و نظریه پردازان زیادی مفاهیم مربوط به شرکت را مورد تجدید نظرهای بنیادی فراوانی قرار داده اند و در رابطه با تعریف، حوزه قلمرو و اهداف شرکت ها نظریه های نوینی را ارائه داده اند. اغلب این نظریه ها حول و حوش نقش شرکت ها در توسعه اقتصادی و در نهایت رفاه اجتماعی صورت بندی شده است. جوهره اقتصاد امروز شرکت ها، رقابت

است. شرکت‌های سهامی عام از طریق تخصیص بهینه سرمایه و استفاده از نیروی کار مدیریتی در بازارهای منسجم کالا و خدمات، سرمایه و نیروی کار در توسعه و رفاه اقتصادی جوامع نقش کلیدی را بازی می‌کند. در همین راستا نظریه ساختار سرمایه و ارتباط آن را با عملکرد ارائه نموده اند. لذا یکی از اهداف اولیه این پژوهش ارائه نظریه‌های نوین اقتصادی و مدیریتی مرتبط با ساختار سرمایه به صورت منسجم با تکیه بر شواهد عملی است

. علاوه بر این، در کشور ما پس از جنگ و آغاز برنامه اول توسعه سیاسی و اقتصادی جمهوری اسلامی، ساماندهی اقتصاد بحران‌زده ایران از اهداف اصلی دولت قرار گرفته است. شرکت‌های سهامی به عنوان بلوک‌های اصلی اقتصادی نقش کلیدی را در دستیابی به اهداف اقتصادی بازی می‌کنند. بطور خلاصه، می‌توان گفت ساماندهی اقتصادی یعنی استفاده بهینه از نیروی کار، مواد اولیه و سرمایه. وقتی این ساماندهی منجر به عدالت اقتصادی و در نهایت افزایش رفاه اجتماعی می‌انجامد که با در نظر گرفتن تضادهای موجود بین: ۱-مدیران و سهامداران؛ ۲-مدیران و اعتباردهندگان؛ ۳-سهامداران و اعتباردهندگان، به گونه ای عمل کرد که برای افزایش بهبود در عملکرد، چنین تضادهایی را به حداقل ممکن کاهش داد(بلکویی، ۲۰۰۱) یکی از اصلی ترین شیوه های کاهش هزینه نمایندگی ستفاده از ساختار مناسب سرمایه است. ساختار مناسب سرمایه علائق گروه‌های درگیر در شرکت‌ها را تا سرحد ممکن همسو نموده، و با کاهش تضادهای موجود امکان بهبود در عملکرد را فراهم می‌کند. لذا با توجه به اهمیت مباحث فوق الاشاره، این تحقیق سعی در بررسی تجربی رابطه بین اعتبار دریافتی و عملکرد شرکت‌ها می‌باشد.

۳- اهداف و فرضیه‌های پژوهش

اهداف علمی تحقیق حاضر بسط مفاهیم نظری در خصوص اعتبار دریافتی های شرکت‌ها و همچنین عملکرد آن‌ها می‌باشد.

اهداف کاربردی تحقیق شامل موارد زیر است:

بررسی رابطه بین نسبت بدهی های کوتاه مدت و بازده دارایی‌ها

بررسی رابطه بین نسبت بدهی های بلند مدت و بازده دارایی‌ها

بررسی رابطه بین نسبت بدهی های کوتاه مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه

بررسی رابطه بین نسبت بدهی های بلند مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه

فرضیه های تحقیق با توجه به اهداف و بیان مساله تحقیق به شرح ذیل تبیین شده اند:

فرضیه اول: بین نسبت بدهی های کوتاه مدت و بازده دارایی‌ها رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه دوم: بین نسبت بدهی های بلند مدت و بازده دارایی‌ها رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه سوم: بین نسبت بدهی های کوتاه مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین نسبت بدهی های بلند مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه رابطه معنی دار وجود دارد.

۴- متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته

بازده دارایی‌ها (ROA)

از تقسیم سود خالص پس از کسر مالیات بر دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

بازده حقوق صاحبان سرمایه (ROE)

از تقسیم سود خالص پس از کسر مالیات بر دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

متغیرهای مستقل

نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت (SDR)

این نسبت از تقسیم بدهی‌های کوتاه‌مدت بر مجموع دارایی‌های شرکت‌ها کسب می‌شود.

نسبت بدهی‌های بلندمدت (LDR)

این نسبت از تقسیم بدهی‌های بلندمدت بر مجموع دارایی‌های شرکت‌ها کسب می‌شود.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE)

اندازه شرکت که از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات (TANG)

این متغیر از تقسیم نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

نرخ رشد درآمدها (GROWTH)

سود سال قبل - سود سال جاری

سود سال قبل

سن شرکت (Age)

منظور از سن شرکت تعداد سال‌های سپری‌شده از زمان تشکیل هسته اولیه شرکت است.

۵- روش پژوهش

این تحقیق از نظر تئوری، در حیطه تحقیقات اثباتی حسابداری قرار می‌گیرد. تحقیق اثباتی شامل مجموعه روش‌هایی است که علاوه بر بیان مشاهدات، به بررسی روابط بین متغیرهای مورد مشاهده نیز اقدام می‌نماید. همچنین، این تحقیق از لحاظ هدف از نوع تحقیقات کاربردی است.

از نظر نوع زمان انجام تحقیق، این تحقیق پس‌رویدادی است. در تحقیق پس‌رویدادی محقق به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص که قبلاً وجود داشته یا رخ داده با استفاده از مطالعه نتایج حاصل از آن‌ها است؛ بنابراین، متغیر وابسته و مستقل هر دو در گذشته رخ داده‌اند و بر همین مبنا این نوع تحقیق را غیرآزمایشی (تجربی) یا پس از وقوع (پس‌رویدادی) می‌نامند. از طرفی با توجه به استفاده از نمونه جهت اجرای روش‌ها و آزمون‌های تحقیق و تعمیم نتایج حاصله به کل جامعه، این تحقیق از لحاظ نوع استدلال و نتیجه‌گیری، جز تحقیقات استقرایی قرار می‌گیرد. همچنین با توجه به اینکه این تحقیق در پی اثبات وجود رابطه بین متغیرهای تحقیق است، تحقیق حاضر در دسته تحقیقات همبستگی است.

۶- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

در این پژوهش نمونه‌گیری به روش هدفمند انجام می‌پذیرد و شرکت‌هایی از جامعه که ویژگی‌های زیر را داشته باشند نمونه آماری تحقیق را تشکیل می‌دهند.

۱- سهام شرکت بین سال‌های ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۱ در بورس اوراق بهادار مورد داد و ستد قرار داشته باشد و قبل از سال ۱۳۹۶ در بورس پذیرفته شده باشد.

۲- سال مالی شرکت به پایان اسفند ماه ختم شود و شرکت در سال‌های مورد نظر تغییر دوره مالی نداشته باشد.

۳- شرکت جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، خدماتی و واسطه‌گری‌های مالی نباشد.

۴- داده‌های تحقیق به سهولت در دسترس باشند.

۷- روش و ابزار گرد آوری اطلاعات

در این تحقیق منبع اصلی گردآوری داده ها صورت های مالی ارائه شده توسط شرکت ها و سایر اطلاعات آن ها که در سایت های رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد در کنار آن ها از نرم افزار ره آورد نوین ۳ نیز استفاده خواهد شد. برای جمع آوری سایر اطلاعات از منابع کتابخانه ای شامل انواع کتب و مجلات تخصصی، نرم افزار نمایه و همچنین منابع اینترنتی شامل کتابخانه دیجیتال دانشگاه آزاد اسلامی و سایر سایت های اینترنتی اعم از حرفه ای و تخصصی، همچنین پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار و نرم افزارهای مرتبط، که عموماً شامل نرم افزار اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس و نرم افزار صفحه گسترده اکسل هستند، به گونه ای گسترده استفاده شده است. اطلاعات مالی لازم از طریق نرم افزار های پایگاه اطلاعاتی موجود در بازار و طبقه بندی و محاسبه آنها در نرم افزار Excel گردآوری خواهد شد.

مدل های آزمون فرضیه های پژوهش به پیروی از تحقیق حاتم (۲۰۱۷) به شرح ذیل تبیین شده اند:

مدل آزمون فرضیه اول:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LDR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه دوم:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه سوم:

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LDR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه چهارم:

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن ها:

ROA: بازده دارایی ها در شرکت i در سال t .

ROE: بازده حقوق صاحبان سرمایه در شرکت i در سال t .

LDR: نسبت بدهی های بلند مدت به کل دارایی ها در شرکت i در سال t .

SDR: نسبت بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها در شرکت i در سال t .

SIZE: اندازه شرکت در شرکت i در سال t .

TANG: نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به کل دارایی ها در شرکت i در سال t .

GROWTH: نرخ رشد درآمدها در شرکت i در سال t .

AGE: سن شرکت i در سال t .

۸- بیان یافته ها

بررسی توصیفی مشاهدات

به طور کلی، روش هایی را که به وسیله آنها می توان اطلاعات جمع آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می نامند. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه یا نمونه می پردازد و هدف از آن محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه تحقیق است (آذر و مؤمنی، ۱۳۸۹). در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از شاخص های مرکزی هم چون میانگین و میانه و شاخص های پراکندگی انحراف معیار و چولگی انجام پذیرفته است. خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل به کمک نرم افزار Spss20 در جدول شماره ۴-۱ ارائه شده است.

جدول شماره ۴-۱، آماره های توصیفی برای متغیرهای تحقیق

متغیر	بیشترین	کمترین	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ROA	2.10	-2.49	0.08	0.21	-3.79	59.12
ROE	9.49	-72.70	0.19	3.11	-21.31	494.94
SDR	6.07	0.01	0.59	0.43	7.54	86.01
LDR	1.37	0.00	0.09	0.14	4.06	24.63
SIZE	32.65	23.98	27.81	1.56	0.65	43.40
TANG	0.86	0.00	0.25	0.18	1.04	0.57
Growth	176.37	-1.00	0.69	8.87	19.28	375.55
AGE	95.00	7.00	37.99	14.27	0.25	0.33

نتایج جدول ۴-۱ بیانگر آن است که در طی دوره ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱، ۲۰۲ شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته اند بنابراین در دوره مذکور ۱۲۱۲ = ۶ × ۲۰۲ سال - شرکت مورد مطالعه قرار گرفته اند. کمترین و بیشترین مقدار برای هر یک از متغیرهای تحقیق کران مشاهدات را برای هر یک از متغیرهای تحقیق ارائه می کند. میانگین به عنوان اساسی ترین معیار مرکزی در ستون بعدی جدول فوق ارائه شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد که کلیه متغیرها دارای میانگین مثبت می باشند؛ بیشترین میانگین در مورد اندازه شرکت مشاهده شده است. البته با عنایت به تفاوت مقیاس اندازه گیری متغیرهای تحقیق از مقایسه آنها با یکدیگر نمی توان نتیجه خاصی گرفت.

پس از بررسی توصیفی متغیرهای پژوهش لازم است توزیع متغیر وابسته متناظر با مدل های رگرسیونی مورد بررسی قرار گیرند. در انجام این پژوهش به منظور تخمین پارامترهای مدل رگرسیونی از روش حداقل مربعات استفاده نموده ایم و این روش بر این فرض استوار است که خطاهای مدل رگرسیونی نرمال باشد و این موضوع در صورتی که متغیر وابسته تحقیق دارای توزیع نرمال باشد، رخ خواهد داد؛ به طوری که توزیع غیرنرمال متغیر وابسته منجر به تخطی از مفروضات این روش برای تخمین پارامترها شده و نتایج درستی را ارائه نمی دهد. از این رو در ادامه لازم است، نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته مورد آزمون قرار گیرد. در این مطالعه، با کمک آماره کولموگروف-اسمیرنوف (K-S) نرمال بودن مشاهدات ارزیابی می گردد. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر می باشد:

H_0 : متغیر عملکرد شرکت دارای توزیع نرمال است

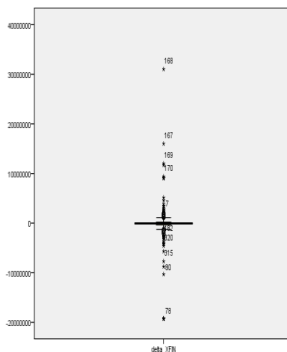
H_1 : متغیر عملکرد شرکت دارای توزیع نرمال نیست

خلاصه نتایج آزمون فوق در جدول شماره ۴-۲ ارائه شده است.

جدول ۴-۲، خلاصه نتایج آزمون کولموگروف - اسمیرنوف

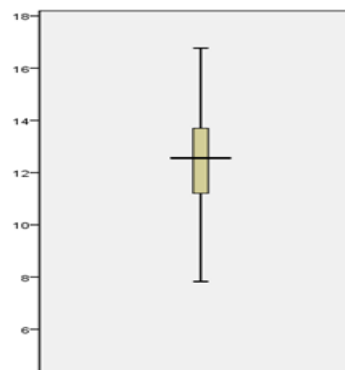
عملکرد شرکت	
5.224	آماره آزمون Kolmogorov - Smirnov Z
.000	سطح معناداری
نرمال نیست	نتیجه آزمون

یافته‌های جدول ۴-۲ نشان می‌دهد که داده‌های مربوط به معیار عملکرد شرکت برای ۱۲۱۲ سال - شرکت مورد مطالعه دارای توزیع نرمال نمی‌باشند و در حقیقت سطح معناداری در آزمون فوق برای متغیر مذکور کمتر از ۰/۰۵ است ($0/000 < 0/05$) = **p - value** لذا فرضیه نرمال بودن مشاهدات برای اطلاعات اولیه تأیید نمی‌گردد؛ بنابراین لازم است در ادامه نمودار جعبه‌ای متناظر با متغیر مذکور را در جهت شناسایی مشاهدات دور افتاده مورد بررسی قرار دهیم. نمودار جعبه‌ای نوعی نمودار تحلیلی اکتشافی است که برای ارزیابی نرمال بودن مشاهدات و شناسایی مشاهدات دور افتاده مفید می‌باشد.



نمودار ۴-۱، نمودار جعبه‌ای برای مشاهدات اولیه (عملکرد شرکت)

یافته‌های نمودار شماره ۴-۱، نشان می‌دهد که میزان وجود مشاهدات دور افتاده در متغیر وابسته زیاد است و امکان تعدیل مشاهدات به منظور نرمال نمودن متغیر وابسته در مدل‌های رگرسیونی نمی‌باشد لذا با عنایت به چولگی مثبت متغیر مذکور می‌توان از تبدیل لگاریتمی در جهت نرمال نمودن اطلاعات جمع‌آوری شده استفاده نمود.



نمودار ۴-۲، نمودار جعبه‌ای برای متغیر وابسته مدل رگرسیونی

نمودار ۴-۲ نشان می‌دهد بعد از تبدیل لگاریتمی بدون اینکه اطلاعاتی از بین برود مشاهدات نرمال شده‌اند و هیچ مشاهده دور افتاده‌ای وجود ندارد، البته برای بررسی دقیقتر مشاهدات تبدیل یافته، نتایج آزمون کولموگروف - اسمیرنوف را در جدول زیر ارائه نموده‌ایم.

جدول ۴-۳، خلاصه نتایج آزمون کولموگروف - اسمیرنوف

عملکرد شرکت	
0.969	آماره آزمون Kolmogorov - Smirnov Z
0.305	سطح معناداری
نرمال است	نتیجه آزمون

یافته‌های جدول ۴-۳، نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون مذکور برای هر سه متغیر وابسته بعد از تبدیل لگاریتمی متغیرها، بیش از ۰/۰۵ می‌باشد لذا تبدیل لگاریتمی عملکرد شرکت نرمال می‌باشد و منعی برای برازش مدل‌های رگرسیونی وجود ندارد. پس از بررسی توصیفی مشاهدات و با برقراری فرض نرمالیتی برای متغیر وابسته تحقیق در بخش آتی به بررسی فرضیه‌های پژوهش می‌پردازیم.

۴-۳) بررسی فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرض در علم آمار روشی برای بررسی ادعاها یا فرض‌ها درباره پارامترهای توزیع در جوامع آماری است. در این روش فرض صفر^۲ یا فرض اولیه مورد بررسی ست که متناسب با موضوع مطالعه فرضی به عنوان فرض بدیل یا فرض مقابل^۳ انتخاب می‌شود تا درستی هر کدام نسبت به هم، مورد آزمون قرار گیرد. هدف این پژوهش بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی، عدم تقارن اطلاعاتی و نقدینگی بازار سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با توجه به ماهیت داده‌های جمع‌آوری شده پس از حذف مشاهدات دور افتاده در فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی با روش پانل دیتا (و یا پولینگ) و نرم افزار Eviews8 استفاده نموده ایم.

اکثر محققان اتفاق نظر دارند که با افزایش اندازه نمونه‌های مورد مطالعه، قدرت آزمون‌ها افزایش می‌یابد و می‌توان به نتایج آن‌ها اعتماد کرد. مشکل اساسی در زمینه جمع‌آوری داده‌های سری زمانی طولانی مدت این است که اغلب این کار برای محقق بالاحص در کشورهای کمتر توسعه یافته مقدور نمی‌شود. از طرف دیگر در کشورهایی هم که این کار میسر باشد به دلیل وجود تغییرات و شکست‌های ساختاری احتمالی نتایج آزمون‌ها تورش‌دار خواهد بود. بنابراین بهتر است جهت بررسی قدرت آزمون‌ها به جای تاکید صرف روی سری‌های زمانی از الگوهای پانلی که از ترکیب داده‌های سری زمانی در گروه‌های مختلف به دست می‌آید استفاده شود. این امر ضمن این که مشکل کمبود مشاهدات را رفع می‌کند؛ از احتمال گرفتار شدن در دام تغییرات و شکست‌های ساختاری نیز جلوگیری می‌کند. داده‌های پانلی مزایای بسیاری نسبت به داده‌های مقطعی یا سری زمانی دارند. افزایش اعتماد به برآوردها، تبیین مدل‌های پیشرفته‌تر و کاهش مساله همخطی بین متغیرها از مهمترین مزیت‌های این روش محسوب می‌شود. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های از داده‌های ترکیبی استفاده نموده ایم. در روش داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش‌های پانل^۴ و پولینگ از آزمون F لیمر استفاده می‌شود، در صورت انتخاب روش پانل، آزمون هاسمن برای تعیین انتخاب روش‌های اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی انجام می‌گردد. افزودن بر این، برای آزمون مانایی متغیرها، در صورت استفاده از روش پولینگ، از آزمون دیکی فولر و در صورت انتخاب روش پانل، از آزمون هادری استفاده خواهیم نمود. نهایتاً فرضیه‌های پژوهش را با کمک آزمون t، و آزمون F فیشر و ضریب تعیین مورد ارزیابی قرار خواهیم داد.

²Null-hypothesis³Alternativ-hypothesis⁴Panel

فرضیه اول: بین نسبت بدهی های کوتاه مدت و بازده دارایی ها رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه اول پژوهش را می توان به صورت آزمون فرض آماری زیر بازنویسی نمود:

H_0 : بین نسبت بدهی های کوتاه مدت و بازده دارایی ها رابطه معنی دار وجود دارد.

H_1 : بین نسبت بدهی های کوتاه مدت و بازده دارایی ها رابطه معنی دار وجود ندارد.

برای آزمون فرضیه اول پژوهش مدل رگرسیونی زیر به مشاهدات برازش داده می شود:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LDR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

در گام اول اجرای مدل رگرسیونی فوق با استفاده از F لیمر می توان وجود ناهمگنی را در بین مقاطع مشخص کرد. فرضیه صفر آماره F مبتنی بر همگن بودن مقاطع (پولینگ دیتا بودن داده های آماری) است. چنانچه فرضیه صفر رد شود، فرضیه مقابل آن مبتنی بر وجود ناهمگنی بین مقاطع (پانل دیتا بودن داده های آماری) پذیرفته می شود. اگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر باشد از داده های تلفیقی و در غیر اینصورت از داده های تابلویی استفاده می شود.

جدول ۴-۴، آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

سطح معناداری	آماره آزمون	Effects Test
0.0000	2.472060	Cross-section F
0.0000	281.593410	Cross-section Chi-square
0.0000	21.829397	Period F
0.0000	102.808932	Period Chi-square
0.0000	3.530384	Cross-Section/Period F
0.0000	379.278708	Cross-Section/Period Chi-square

نتایج آزمون F لیمر در جدول ۴-۴ بیانگر رد فرضیه صفر و وجود ناهمگنی بین مقاطع در سطح ۵ درصد می باشد. در واقع بیانگر مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل می باشد. بنابراین برای تعیین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده نموده ایم که نتایج آن در جدول ۴-۴ ارائه شده است. در حقیقت بعد از این که مشخص شد ناهمگنی در مقاطع وجود دارد و تفاوت های فردی قابل لحاظ کردن است و روش داده های ترکیبی برای برآورد مناسب است، باید مشخص شود که خطای تخمین، ناشی از تغییر در مقاطع است یا این که در طی زمان رخ داده است. در نحوه در نظر گرفتن چنین خطاهایی با دو اثر ثابت و اثر تصادفی مواجه هستیم. از آزمون هاسمن برای مشخص شدن اثر ثابت یا تصادفی استفاده می شود.

جدول ۴-۵، آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون
0.0000	10	49.479227

در آزمون هاسمن، فرضیه صفر آن مبتنی بر تصادفی بودن خطاهای برآوردی است که نتایج آن در جدول ۴-۵ انعکاس یافته است. نتایج بیانگر آن است که در این مورد فرضیه صفر رد شده و اثرات ثابت برای برآورد مدل مناسب است. در جدول زیر برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از متغیرهای پیش بین مدل ۴-۱ ارائه شده است.

جدول ۴-۶، خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب

$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LDR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$						
نتیجه	سطح	آماره t	خطای	ضرایب	نماد	متغیرها
	0.0009	-3.326224	1.086267	-3.613166		ضریب ثابت
مستقیم و	0.0417	2.040695	0.052645	0.107433	LDR	نسبت بدهی‌های
	0.0972	-1.661330	0.009435	-0.015675	SIZE	اندازه شرکت
مستقیم و	0.0250	2.246841	0.026569	0.059696	TANG	دارایی‌های ثابت
مستقیم و	0.0022	0.911983	0.171867	0.156740	GROWTH	رشد
مستقیم و	0.0166	۳.002329	0.046823	0.046932	AGE	سن
5.148826	آماره F	0.483654		ضریب تعیین		نتایج کلی مدل
0.000000	سطح معناداری	1.811331		آماره دوربین واتسون		

نتایج جدول ۴-۶ نشان می‌دهد که آماره فیشر ($F_{df_1=10, df_2=565} = 5/148$) و بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر می‌باشد لذا مدل برازش داده شده معنادار بوده و از کارایی قابل قبول برخوردار می‌باشد. ($p - value = 0/00 < 0/05$) همچنین سطح معناداری آزمون لیمر و آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین روش تخمینی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت است. ضریب تعیین در مدل مذکور نشان می‌دهد که ۴۸,۳٪ تغییرات بازده دارایی‌ها بر اثر تغییرات نسبت بدهی‌های کوتاه مدت و متغیرهای کنترلی در مدل مذکور بوده است. با توجه به علامت‌های ضرایب رگرسیونی اینگونه استنباط می‌شود که هر چه شاخص نسبت بدهی‌های کوتاه مدت (معیار اعتبار دریافتی) افزایش یابد بازده دارایی‌ها افزایش خواهد یافت و به طور دقیقتر رابطه بین دو متغیر مذکور مستقیم و معنادار می‌باشد. بنابراین با عنایت به معنادار بودن ضرایب مذکور و اطلاعات استخراج شده در مدل، فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه "بین نسبت بدهی‌های کوتاه مدت و بازده دارایی‌ها رابطه معنی دار وجود دارد." با اطمینان ۰/۹۵ پذیرفته می‌شود.

فرضیه دوم: بین نسبت بدهی‌های بلند مدت و بازده دارایی‌ها رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه دوم پژوهش را می‌توان به صورت آزمون فرض آماری زیر بازنویسی نمود:

H_0 : بین نسبت بدهی‌های بلند مدت و بازده دارایی‌ها رابطه معنی دار وجود دارد.

H_1 : بین نسبت بدهی‌های بلند مدت و بازده دارایی‌ها رابطه معنی دار وجود ندارد.

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش مدل رگرسیونی زیر به مشاهدات برازش داده می‌شود:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مشابه با فرضیه قبل پژوهش جهت تعیین روش مناسب برای برازش مدل مذکور، از آزمون F لیمر استفاده می‌نمائیم. نتایج جدول ۴-۷ نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون F لیمر کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین با اطمینان ۰/۹۵ به این نتیجه می‌رسیم که اجرای پانل دیتا برای داده‌ها مناسب است.

جدول ۴-۷. آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

سطح معناداری	آماره آزمون	Effects Test
0.0000	2.980582	Cross-section F
0.0000	325.660421	Cross-section Chi-square
0.7610	0.465652	Period F
0.6633	2.396344	Period Chi-square
0.0000	2.902749	Cross-Section/Period F
0.0000	327.660557	Cross-Section/Period Chi-square

در گام دوم بعد از این که مشخص شد ناهمگنی در مقاطع وجود دارد، باید مشخص شود که خطای تخمین، ناشی از تغییر در مقاطع است یا این که در طی زمان رخ داده است. در نحوه در نظر گرفتن چنین خطاهایی با دو اثر ثابت و اثر تصادفی مواجه هستیم. از آزمون هاسمن برای مشخص شدن اثر ثابت یا تصادفی استفاده می‌شود.

جدول ۴-۸. آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون
0.4914	10	9.434820

در آزمون هاسمن، فرضیه صفر آن مبتنی بر تصادفی بودن خطاهای برآوردی است که نتایج آن در جدول ۴-۸ انعکاس یافته است. نتایج بیانگر آن است که در این مورد فرضیه صفر پذیرفته شده و اثرات تصادفی برای برآورد مدل مناسب است. بنابراین با عنایت به نتایج دو آزمون F لیمر و آزمون هاسمن؛ با در نظر گرفتن معناداری سطح اطمینان آزمون لیمر ($p - value = 0/00 < 0/05$) و عدم معناداری آزمون هاسمن ($p - value = 0/4914 > 0/05$) روش تخمینی داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی می‌باشد. در جدول زیر برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از متغیرهای پیش بین مدل ارائه شده است.

در ادامه نتایج جدول ۴-۹ نشان می‌دهد که آماره فیشر ($F_{df_1=10, df_2=565} = 3/382$) و بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر می‌باشد لذا مدل برازش داده شده معنادار بوده و از کارایی قابل قبول برخوردار می‌باشد. ($0/00 < 0/05$) $p - value$ ضریب تعیین در مدل مذکور نشان می‌دهد که ۴۸/۲۴٪ تغییرات بازده دارایی‌ها بر اثر تغییرات متغیرهای توضیحی (مستقل و کنترل) در مدل مذکور بوده است. با توجه به سطح معناداری متناظر با ضرایب مدل، تاثیر شاخص نسبت بدهی‌های بلندمدت بر بازده دارایی‌ها معنادار می‌باشد؛ به عبارت دقیقتر افزایش این متغیر باعث کاهش بازده دارایی‌ها می‌شود.

جدول ۴-۹. خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب

$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ضریب ثابت		-1.01 E -06	6.41 E -07	-1.581123	0.1146	
نسبت بدهی‌های بلند	SDR	-2.16 E -07	1.27 E -07	۲.700703	-0.0897	معکوس و معنادار
اندازه شرکت	SIZE	-3.73 E -08	1.78 E -08	2.099944	-0.0363	معکوس و معنادار
دارایی‌های ثابت	TANG	-6.28 E -03	1.98 E -08	-2.647515	0.0176	معکوس و معنادار
رشد	GROWTH	-2.89 E -08	1.19 E -07	-0.242629	0.8084	
سن	AGE	3.23 E -08	2.98 E -08	1.085603	0.2782	
نتایج کلی مدل	ضریب تعیین	0.482414		آماره F	3.382427	
	آماره دوربین واتسون	2.374229		سطح معناداری	0.000000	

لذا در سطح اطمینان ۰/۹۵ تاثیرگذاری شاخص نسبت بدهی‌های بلندمدت بر بازده دارایی‌ها معنادار است و فرضیه پذیرش مبنی بر این که " بین نسبت بدهی‌های بلند مدت و بازده دارایی‌ها رابطه معنی دار وجود دارد." پذیرفته می‌گردد. فرضیه سوم: بین نسبت بدهی‌های کوتاه مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه سوم پژوهش را می‌توان به صورت آزمون فرض آماری زیر بازنویسی نمود:

H_0 : بین نسبت بدهی‌های کوتاه مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه رابطه معنی دار وجود دارد.

H_1 : بین نسبت بدهی‌های کوتاه مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه رابطه معنی دار وجود ندارد.

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش مدل رگرسیونی زیر به مشاهدات برازش داده می‌شود:

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LDR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مشابه با فرضیه‌های قبل، جهت تعیین روش مناسب برای برازش مدل مذکور، از آزمون F لیمر استفاده می‌نمائیم که نتایج آن در جدول ۴-۱۰ ارائه شده است.

جدول ۴-۱۰. آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

Effects Test	آماره آزمون	سطح معناداری
Cross-section F	4.529046	0.0000
Cross-section Chi-square	442.185940	0.0000
Period F	4.020395	0.0033
Period Chi-square	20.367942	0.0004

0.0000	4.556271	Cross-Section/Period F
0.0000	454.791050	Cross-Section/Period Chi-

نتایج جدول ۴-۱۰ نشان می دهد که سطح معناداری آزمون F لیمر کمتر از ۰/۰۵ می باشد بنابراین با اطمینان ۰/۹۵ به این نتیجه می رسیم که اجرای پانل دیتا برای داده ها مناسب است. حال با کمک آزمون هاسمن، نوع اثرات (ثابت یا تصادفی) را بررسی می نمائیم.

جدول ۴-۱۱. آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون
0.1144	10	15.515943

نتایج جدول ۴-۱۱ نشان می دهد که فرضیه صفر در آزمون هاسمن پذیرفته شده و اثرات تصادفی برای برآورد مدل مناسب است. بنابراین با عنایت به نتایج دو آزمون F لیمر و آزمون هاسمن؛ با در نظر گرفتن معناداری سطح اطمینان آزمون لیمر (۰/۰۵ < ۰/۰۰) و عدم معناداری آزمون هاسمن (p-value = ۰/۱۱۴۴ > ۰/۰۵) روش تخمینی داده های تابلویی با اثرات تصادفی می باشد. در جدول زیر برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از متغیرهای پیش بین مدل ارائه شده است.

جدول ۴-۱۲، خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب

ROE _{it} = α ₀ + α ₁ LDR _{it} + α ₂ SIZE _{it} + α ₃ TANG _{it} + α ₄ GROWTH _{it} + α ₅ AGE _{it} + ε _{it}						
متغیرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای	آماره t	سطح	نتیجه
ضریب ثابت		0.268258	0.556708	0.481866	0.6301	
نسبت بدهی های	LDR	0.068183	0.026980	2.527110	0.0118	مستقیم و
اندازه شرکت	SIZE	0.006441	0.004835	1.332031	0.1834	
دارایی های ثابت	TANG	0.027922	0.013616	۲.050645	0.4408	مستقیم و
رشد	GROWTH	0.084967	0.088081	۲.964642	0.۰351	مستقیم و
سن	AGE	0.045151	0.023997	1.881537	0.0604	
نتایج کلی مدل	ضریب تعیین	0.449165		2.916261	آماره F	
	آماره دوربین واتسون	1.909710		0.001428	سطح	

نتایج جدول ۴-۱۲ نشان می دهد که آماره فیشر (۲/۹۱۶ = F_{df₁=10, df₂=565}) و بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر می باشد لذا مدل برازش داده شده معنادار بوده و از کارایی قابل قبول برخوردار می باشد. (p-value = ۰/۰۰۱۴۲۸ < ۰/۰۵) ضریب تعیین در مدل مذکور نشان می دهد که ۴/۹۱٪ تغییرات شاخص بازده صاحبان سرمایه بر اثر تغییرات متغیرهای توضیحی (مستقل و کنترل) در مدل مذکور بوده است. با توجه به سطح معناداری متناظر با متغیر نسبت بدهی های کوتاه مدت، تاثیر این

متغیر بر بر بازده صاحبان سرمایه معنادار می باشد؛ به عبارت دقیقتر افزایش این متغیر باعث افزایش بازده صاحبان سرمایه می شود.

لذا در سطح اطمینان ۰/۹۵ تاثیرگذاری ضریب نسبت بدهی های کوتاه مدت بر بازده صاحبان سرمایه سهام معنادار است و فرضیه پژوهش مبنی بر این که " بین نسبت بدهی های کوتاه مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه رابطه معنی دار وجود دارد. " پذیرفته می گردد.

فرضیه چهارم: بین نسبت بدهی های بلند مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه رابطه معنی دار وجود دارد.

در صورتی که بخواهیم فرضیه فوق را به صورت آماری بیان نمائیم، خواهیم داشت:

H_0 : بین نسبت بدهی های بلند مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه رابطه معنی دار وجود دارد.

H_1 : بین نسبت بدهی های بلند مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه رابطه معنی دار وجود ندارد.

برای ارزیابی آزمون فرضیه مذکور مدل زیر را به مشاهدات جمع آوری شده برازش می دهیم.

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

با توجه به استفاده از داده های ترکیبی در فرضیه مذکور ابتدای برای تعیین نوع برازش مدل رگرسیونی از آزمون F لیمر استفاده می نمائیم که نتایج آن در جدول ۴-۱۳ ارائه شده است. چنانچه فرضیه صفر رد شود، فرضیه مقابل آن مبتنی بر وجود ناهمگنی بین مقاطع (پانل دیتا بودن داده های آماری) پذیرفته می شود. اگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر باشد از داده های تلفیقی و در غیر این صورت از داده های تابلویی استفاده می شود.

جدول ۴-۱۳، آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

سطح معناداری	آماره آزمون
0.5846	0.969414

نتایج آزمون F لیمر در جدول مذکور بیانگر پذیرش فرضیه صفر و عدم وجود ناهمگنی بین مقاطع در سطح ۵ درصد می باشد. در واقع بیانگر مناسب بودن روش رگرسیونی چند متغیره کمترین مربعات OLS برای برآورد مدل می باشد؛ لذا نیازی به انجام آزمون هاسمن نیست. در جدول ۴-۱۴ برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از متغیرهای پیش بین مدل رگرسیونی ارائه شده است.

جدول ۴-۱۴، خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی

$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDR_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 TANG_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای	آماره t	سطح	نتیجه
ضریب ثابت		-۰.۱۳۶۷۷۳۲	۴۶۲۲۸۹.۸	-۲.۹۵۸۶۰۲	۰.۰۰۳۲	

	0.4153	1.163038	0.03222	0.061497	SDR	نسبت بدهی‌های بلند
مستقیم و	0.0000	67.71149	0.001361	0.092166	SIZE	اندازه شرکت
مستقیم و	0.0432	2.033184	0.272731	0.554513	TANG	دارایی‌های ثابت
	0.6564	-0.445089	137829.9	-61346.64	GROWTH	رشد
	0.5297	-0.628689	123519.8	-77655.54	AGE	سن
2.035117	آماره F	0.618291		ضریب تعیین		نتایج کلی مدل
0.006897	سطح معناداری	1.975462		آماره دوربین واتسون		

نتایج جدول ۴-۱۴ نشان می‌دهد که آماره فیشر ($F_{df_1, df_2} = 2/0.35$) و بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر می‌باشد لذا مدل برازش داده شده معنادار بوده و از کارایی قابل قبول برخوردار می‌باشد. ($p - value = 0/0.068 < 0/0.05$). ضریب تعیین در مدل رگرسیونی نشان می‌دهد که ۶۲٪ تغییرات بازده حقوق صاحبان سرمایه بر اثر تغییرات متغیر نسبت بدهی‌های بلند مدت به همراه متغیرهای کنترل می‌باشد. بر اساس مبانی بیان شده با عنایت به اینکه ضریب رگرسیونی متناظر با نسبت بدهی‌های بلند مدت ۰/۰۶۱۴ و سطح معناداری متناظر با آن ۰/۴۱۵۳ می‌باشد اینگونه استنباط می‌گردد که با افزایش نسبت بدهی‌های بلند مدت، بازده حقوق صاحبان سرمایه نیز افزایش می‌یابد اما این رابطه معنادار نیست. با عنایت به مطالب مذکور فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر اینکه «بین نسبت بدهی‌های بلند مدت و بازده حقوق صاحبان سرمایه رابطه معنی دار وجود دارد.» با اطمینان ۰/۹۵ تأیید نمی‌گردد.

۹- پیشنهادهای کاربردی

با توجه به یافته‌های تحقیق پیشنهاد می‌شود که اعتبار دهندگان در مفاد قرارداد اعتبارات اعطای خود شرط دسترسی به اطلاعات مربوط و قابل اتکا و آن هم با شرط به موقع بودن را قید نمایند تا ریسک سوخت مطالباتشان به حداقل برسد. پیشنهاد می‌شود به منظور مقابله با رفتارهای فرصت طلبانه مدیران که نتیجه آن می‌تواند نادیده گرفتن هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران به منظور دست یابی به منافع شخصی باشد، بر تصمیمات مدیران شرکت نظارت مستمر انجام گیرد. با توجه به تاثیر اعتبار دریافتی بر عملکرد شرکت، پیشنهاد می‌گردد که سهامداران و تصمیم‌گیرندگان به اعتبار دریافتی‌های شرکت توجه ویژه‌ای داشته باشند.

۱۰- پیشنهادهای برای تحقیقات آتی

- ۱- با توجه به تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر نتایج تحقیق، پیشنهاد می‌شود اثر شاخص‌های کلان اقتصادی مانند تورم و ... نیز در مدل‌ها نظر گرفته شود.
- ۲- پیشنهاد می‌شود این تحقیق به تفکیک صنایع مختلف انجام شود تا بتوان تأثیر نوع صنعت را نیز از نتایج حذف نمود.
- ۳- می‌توان موضوع تحقیق را در دو دوره متفاوت که تأثیر بسزایی در گزارشگری شرکت‌ها داشته مورد بررسی قرار داد و به مقایسه آن‌ها پرداخت.

۱۱- محدودیت‌های تحقیق

در انجام این پژوهش، محدودیت‌هایی وجود داشته که ممکن است بر نتایج و یافته‌های پژوهش تأثیرگذار باشد:

۱. در مورد برخی از شرکت‌ها، عدم دسترسی به داده‌های موردنیاز و قابل اتکا برای محاسبه متغیرهای پژوهش موجب حذف آن‌ها از نمونه آماری شد که این امر می‌تواند بر قابلیت تعمیم نتایج به جامعه آماری تأثیرگذار باشد.

۲. بسیاری از شرایط اقتصادی و نیز عوامل سیاسی و اجتماعی و همچنین عوامل تأثیرگذار داخلی شرکت به‌غیر از متغیرهای کنترلی انتخاب‌شده، بر یافته‌های پژوهش مؤثر است که کنترل آن‌ها غیرممکن بود.
۳. با توجه به محدودیت در دسترسی به داده‌های روزانه شرکت‌ها، معیار زمان در این تحقیق سالیانه در نظر گرفته شده است در صورتی که در صورت استفاده از داده‌های روزانه و فصلی نتایج دقیق تری کسب خواهد شد.
۴. تحقیقات اخیر بیانگر عدم کارایی حتی در سطح ضعیف در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، بنابراین داده های شرکت ها قابلیت اتکای چندانی نداشته و این موضوع تعمیم یافته ها به کل جامعه را با مشکل مواجه می سازد.

منابع

۱. آذر، عادل، مؤمنی، منصور (۱۳۸۴). آمار و کاربرد آن در مدیریت. جلد دوم، انتشارات سمت.
۲. ایزدی نیا، ناصر (۱۳۸۴). نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد و پیشنهاد معیارهای ارزش‌افزوده اقتصادی و جریان‌های آزاد نقدی برای گزارشگری ارزش‌های واحد تجاری، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصادی دانشگاه اصفهان، سال هفدهم.
۳. باقری، مرتضی (۱۳۸۸). بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی بابل، دانشکده مدیریت.
۴. برزگر، قدرت الله (۱۳۸۹). اصول حسابداری ۱، بهار نارنج، بابلسر، چاپ پنجم.
۵. پی نوو، ریموند، ترجمه: جهانخانی، علی، پارسیان، علی (۱۳۸۶). مدیریت مالی، جلد دوم، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، تهران، چاپ یازدهم.
۶. جهانخانی، علی، یزدانی، ناصر (۱۳۷۴). بررسی تأثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکت‌ها بر میزان بکارگیری اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعه مدیریت، شماره ۱۸ و ۱۷، صص: ۱۸۶-۱۶۹.
۷. حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵). سیستم‌های حاکمیت شرکتی، مجله حسابداری، سال بیستم شماره ۱۶۹.
۸. خواجوی، شکر اله، غیوری مقدم، علی، غفاری، محمدجواد (۱۳۸۹). تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها مکملی برای تحلیل سنتی نسبت‌های مالی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۰، صص ۴۱-۵۴.
۹. دادخواه، مهرداد، هادی، عبدالله، توسلی، مجید، علیمردادی، محمد (۱۳۸۹). اندازه‌گیری کارایی مالی نسبی شرکت‌های فعال در صنایع ساخت قطعات خودرو پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) و بررسی ارتباط آن با بازده سهام. فصلنامه‌ی حسابداری مالی ۲(۸): ۱۳۳-۱۱۳.
۱۰. رسولی، شادی، فخاری، حسین (۱۳۹۲). بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۲، شماره ۴، تابستان ۱۳۹۲، صص ۱۰۰-۸۱.
۱۱. زندی، آناهیتا، تنانی، محسن (۱۳۹۶). رابطه هزینه فرصت وجه نقد و انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۵، صص ۲۲-۱.
۱۲. شریعت پناهی، مجید (۱۳۸۰). بررسی ساختار مالکیت بر روی عملکرد مالی. رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده حسابداری و مدیریت.
۱۳. طالبی، محمد. جلیلی، محمد. کاربرد اطلاعاتی ارزش‌افزوده اقتصادی در ارزیابی عملکرد مالی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق(ع).
۱۴. کرمی، غلامرضا، مرادی جز، محسن، محسنی نامقی، داوود (۱۳۹۴). کیفیت گزارشگری مالی، اعتبار دریافتی و کارایی سرمایه‌گذاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، صص ۱۱۰-۹۳.

۱۵. مجتهد زاده، ویدا، علوی طبری، سیدحسین، خدابخشی، نجمه (۱۳۸۸). رابطه تأمین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات حسابداری، شماره اول، بهار ۸۸.
۱۶. مدرس سبزواری، احمد، عبدالله زاده، فرهاد (۱۳۸۲). مدیریت مالی، جلد اول، تهران، شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
۱۷. مدرس، احمد، حصارزاده، رضا (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار، (۲) ۸۵-۱۱۶.
۱۸. مظلومی، نادر (۱۳۸۲). رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها، رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبایی، دانشکده حسابداری و مدیریت.
۱۹. منجذب، محمدرضا، موسوی، سید ابراهیم (۱۳۹۴). مالیات بر عملکرد شرکت نفت و کارایی سازمان امور مالیاتی کشور (رویکرد تحلیل پوششی داده‌ها)، فصلنامه پژوهشنامه مالیات، صص ۲۱۰-۱۹۵.
۲۰. مهربان پور، محمدرضا، آهنگری، مهناز، وقفی، سید حسام، مام صالحی، پرویز (۱۳۹۶). بررسی عوامل مؤثر بر اجتناب از مالیات و تأثیر آن بر معیارهای ارزیابی عملکرد با استفاده از معادلات ساختاری، دوره ۴، شماره ۳، صص ۸۶-۶۵.
۲۱. نوروش، ایرج، مهرانی، ساسان، کرمی، غلامرضا، مرادی، محمد (۱۳۸۷). مروری جامع بر حسابداری مالی، جلد اول، نگاه دانش، تهران، چاپ پنجم.
۲۲. نوفرستی، محمد (۱۳۸۸). آمار در اقتصاد و بازرگانی (جلد اول). نشر رسا، تهران، چاپ چهارم.
23. Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133.
24. Ball, R. (2009). Market and Political/Regulatory Perspectives on the Recent Accounting Scandals. *Journal of Accounting Research*, (47), 277-323.
25. Berger, A. & Udell, G. (1998). The Economics of Small Business Finance: the Roles of Private Equity and Debts Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of banking and finance*, Vol. 22, Pp. 613 – 673.
26. Cai, Kailan, Fairchild, Richard and Yilmaz Guney (2008), Debt Maturity Structure of Chinese Companies, *Pacific-Basin Finance Journal*, 16, p. 268-297
27. Childs, P. D. Mauer, D.C. Ott, S. H. (2005). Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: the Effects of Agency Conflicts. *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, Pp. 667 – 690.
28. Dang, v. A., Lee, Y., Zeng, C. (2016). Does debt maturity affect stock price crash risk? Available at: www.ssrn.COM
29. Giannetti, M. (2003). Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices. *Journal of financial quantitative and analysis* 38, 185-212.
30. Hatem, B. S. (2017). Influence of Debt Maturity on Firm Performance: An International Comparison. *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 9, No. 5, 106-113.
31. Khan, M., Watts, R.L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, (48), 132-150.
32. Lafond, R., Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. *The Accounting Review*, (83), 447-478.
33. Madan, K. (2007). An analysis of the debt-equity structure of leading hotel chains in India. *International Journal Of Contemporary Hospitality Management*, 19(5), 397-414.

34. Miller & Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth & the Valuation of Shares", Journal of Business, Vol. 34, PP. 8-15.
35. Rajan, R., Winton, A. (1995). Covenants and collateral as incentives to monitor. . Journal of Finance 50, 1113-1146.
36. Stiglitz, J.E. (1974), "On the irrelevance of corporate financial policy", American Economic Review, 64(6), P. 851-66.
37. Terra, P.R.S.,(2011),"Determinants of corporate debt maturity in Latin America", European Business Review, 23(1), P. 45-70.