

بررسی تأثیر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران^۱

نعیم اسلام‌دوست^۲، دکتر الهام غلامی^{۳*}

تاریخ پذیرش: ۹۶/۵/۱

تاریخ دریافت: ۹۶/۲/۲۰

چکیده

هدف اصلی در پژوهش حاضر، بررسی اثر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار است که مربوط به صنایع وابسته به خودروسازی هستند. برای این منظور، تأثیر چهار شاخص توسعه مالی به همراه متغیرهای کنترلی، نظیر سودآوری، نقدینگی و اندازه شرکت در قالب دو مدل رگرسیون بر دو متغیر مربوط به تأمین مالی، یعنی نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها بررسی شده است. به این ترتیب که این دو مدل، با اطلاعات تابلویی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴، مربوط به ۵۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار که در صنعت خودروسازی وجود دارند، با روش اثرات ثابت برآورد شده است. نتایج نشان می‌دهد که توسعه بازار سهام، اثر مثبت و معناداری بر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها دارد و در این بین، میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت بازار سهام، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن است. این در حالی است که اثر توسعه بخش بانکی بر نسبت مذکور منفی است که میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت سیستم بانکی، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن بوده است. همچنین، تمامی شاخص‌های توسعه مالی، تأثیر معنادار و مثبت بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها دارد، به طوری که تأثیر شاخص‌های بانکی بیش از شاخص‌های بازار سهام است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

کلیدواژه‌ها: توسعه مالی، تأمین مالی، داده‌های تابلویی، صنعت خودروسازی.

۱. این مقاله از پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم و تحقیقات تهران، به راهنمایی دکتر الهام غلامی استخراج شده است.

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران،

۳. استادیار دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران علوم و تحقیقات تهران،

naeimeslamdost@gmail.com

elham_gholami4@yahoo.com

پست الکترونیکی نویسنده مسئول:

۱. مقدمه

در هزاره سوم، نقش و اهمیت نظام مالی و بازار پول و سرمایه، به عنوان ابزار رشد و توسعه اقتصادی کشورها کاملاً مشهود است؛ به طوری که توسعه اقتصادی پایدار بدون رشد و توسعه بازارهای مالی، عملاً امکان پذیر نیست. در این خصوص، نهادهای نظام مالی، وظایف مهمی را در اقتصاد به عهده دارند که شامل تجهیز سپرده‌ها، واسطه‌گری و تسهیل جریانات پرداخت، تخصیص اعتبارات و ... است (قاسمی، ۱۳۹۵). نظام مالی، در واقع یک شبکه از بازارها و مؤسسات است که پس اندازکنندگان و قرض‌گیرندگان را کنار هم می‌آورد. این وظیفه اصلی یک نظام مالی است که می‌تواند هم از طریق تأمین مالی مستقیم و هم از طریق تأمین مالی غیرمستقیم انجام شود. تأمین مالی مستقیم از طریق بازارهای مالی، همانند بازارهای سهام، بازارهای اوراق قرضه و بازارهای مشتقات رخ می‌دهد. اما تأمین مالی غیرمستقیم از طریق واسطه‌های مالی، همانند بانک‌ها، صندوق‌های تعاونی و شرکت‌های بیمه انجام می‌شود (یاوری و همکاران، ۱۳۹۵).

از جمله قرض‌گیرندگان نظام مالی، بنگاه‌ها یا شرکت‌های موجود در سطح کشور هستند که بسته به میزان استفاده از روش‌های مختلف تأمین مالی فوق، ساختار سرمایه، یا به عبارت دیگر، ترکیب بدهی و سهام خود را شکل می‌دهند. این فرایند تصمیم‌گیری در خصوص نحوه تأمین مالی، اهمیت قابل توجهی در اداره و در نتیجه، در توسعه موفقیت آمیز یک شرکت در آینده دارد. زیرا می‌تواند بازدهی و ریسک سهام‌دار را تحت تأثیر قرار دهد. این اهمیت، باعث شده است تا پژوهش‌های زیادی در سراسر جهان بر روی شیوه‌های تأمین مالی (سرمایه) و ساختار سرمایه بنگاه‌ها و عوامل مؤثر بر آن انجام شود؛ اگرچه این مطالعات چندان به نقش توسعه بخش مالی توجه نکرده‌اند. در واقع تأمین مالی بنگاه‌ها ممکن است از طریق عوامل داخلی و خارجی مجزایی تحت تأثیر قرار گیرد که عوامل داخلی و اثراتشان می‌تواند از سوی شرکت مدیریت شود. اما عوامل بیرونی نمی‌تواند از طریق شرکت کنترل شود، در حالی که هر دو دسته، اثرات معناداری بر ساختار سرمایه

شرکت‌ها دارند و دانش در خصوص سطح، مسیر و قدرت اثرگذاری‌شان به شرکت‌ها کمک می‌کند تا تصمیمات مؤثری را بر اساس ساختار سرمایه برای هدف ثبات مالی و رشد پایدار بگیرند (موخو و زاینیکر^۱، ۲۰۱۴).

باتوجه به اهمیت و نقشی که نظام مالی در تأمین مالی شرکت‌ها دارد، در مقاله حاضر، تأثیر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکت‌های غیرمالی فعال در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران که طی دوره ۱۳۹۴-۱۳۹۰ در صنایع وابسته خودروسازی مشغول فعالیت هستند، مورد بررسی قرار گرفته است. در این راستا، باتوجه به اینکه نظام مالی، شامل بازارهای سرمایه و واسطه‌های مالی است، از این رو، در این پژوهش نیز توسعه مالی به تفکیک توسعه بازار سهام (به عنوان نماینده بازارهای سرمایه) و توسعه بخش بانکی (به عنوان نماینده واسطه‌های مالی) کشور و از حیث اندازه و فعالیت مورد توجه قرار گرفته است. بنابراین، سؤال اصلی پژوهش حاضر، آن است که توسعه بازارهای مالی چه تأثیری بر تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟

۲. مبانی نظری

۲-۱. تعریف بازارهای مالی

بازار مالی، مکانی است که در آن، دارایی‌های مالی مورد مبادله قرار می‌گیرند. یکی از طبقه‌بندی‌های این بازار، تقسیم‌بندی این بازارها بر اساس سرسید حق مالی است. بازارهای مالی از این جهت، به بازار دارایی‌های مالی، با سرسید کوتاه مدت (بازار پول) و بازار دارایی‌های مالی، با سرسید بلندمدت (بازار سرمایه) تقسیم‌بندی می‌شوند. در این ارتباط، بازار سرمایه به دو شکل بازار اولیه و ثانویه است. بازار اولیه به بازاری اطلاق می‌شود که در آن، اوراق بهادار جدید، برای اولین بار از طرف یک سازمان منتشر می‌شود. انتشار اوراق بهادار در این بازار، با هدف تأمین مالی صورت می‌گیرد. بازار ثانویه به ترتیباتی اطلاق می‌شود که از طریق آن، خریداران و فروشندگان می‌توانند به روشی متفاوت و

سایر متغیرها: سایر متغیرها که در ادبیات اقتصادی به‌عنوان عوامل مؤثر بر توسعه بخش مالی ذکر شده‌اند، عبارت است از: رشد اقتصادی، سطح درآمد، جمعیت، مذهب، زبان و مشخصات نژادی و فرهنگی. استولز و ویلیامسون^۲ (۲۰۰۳)، به نقش تفاوت‌های فرهنگی بر توسعه بخش مالی تأکید کرده‌اند. آنها شواهدی را ارائه داده‌اند که فرهنگ کشورها از طریق تغییر در حمایت و اجرای قانون حقوق سرمایه‌گذاران، توسعه بخش مالی را متأثر می‌سازد. اهمیت سطح درآمد کشور بر توسعه بخش مالی نیز در برخی پژوهش‌ها مورد تأکید قرار گرفته است (فرامرز، ۱۳۹۶).

۳-۲. تأمین مالی

روش‌های تأمین مالی برای تداوم فعالیت و اجرای پروژه‌های سودآور در فرایند رشد شرکت‌ها بسیار مؤثرند و موجب ادامه حیات شرکت‌ها در دنیای رقابتی امروز می‌شوند. سیاست‌های تأمین مالی و تصمیمات مالی مناسب براساس آینده‌نگری و کسب منافع مورد انتظار آتی انجام می‌شود، در نتیجه، اینگونه تصمیمات مالی می‌توانند بر عملکرد و ارزش شرکت مؤثر واقع شوند.

هدف اصلی شرکت‌ها، افزایش بازده حقوق صاحبان سهام است و به این منظور، از روش‌هایی استفاده می‌کنند که آنها را در رسیدن به این مهم یاری کند. افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و در نتیجه، کاهش هزینه سرمایه، ارزش شرکت را بالا می‌برد. سرمایه‌گذاران، اعم از سهام‌داران یا تأمین‌کنندگان وام و تسهیلات بلندمدت با اعطای سرمایه یا پول خود به شرکت، ریسک عدم وصول آن را پذیرفته‌اند و بازدهی معادل هزینه سرمایه شرکت را می‌خواهند (اروتیس و همکاران^۱، ۲۰۰۷).

بر این اساس، اگر هدف اصلی شرکت، حداکثر ساختن ثروت سهام‌داران است، باید ساختار سرمایه به‌گونه‌ای به کار گرفته شود که متضمن فعالیت بنگاه در بلندمدت و سودآوری آن با ترکیب مناسب منابع و همچنین، حداکثرکننده ثروت سهام‌داران باشد. در نتیجه، یک مدیر مالی می‌تواند از طریق

به قیمت‌های قابل قبول برای طرفین، اوراق بهاداری را که دوره عرضه آن در بازار اولیه به اتمام رسیده است، معامله کنند. بازار ثانویه، خود به دو بخش غیرسازمان‌یافته خارج از بورس (OTC) و سازمان‌یافته تقسیم می‌شود (فرامرز، ۱۳۹۶).

۲-۲. عوامل مؤثر بر توسعه نظام مالی

عوامل زیادی بر توسعه نظام مالی در یک کشور تأثیرگذار است که برخی از مهم‌ترین آنها به شرح زیر است (پهلوانی، ۱۳۹۶):

نهادهای قانونی: یک نظام قانونی و مقرراتی، شامل حمایت از حقوق مالکیت، نظارت بر اجرای قراردادها و نظام حسابداری مناسب است. به‌طور کلی، نهادها ممکن است در سمت عرضه، تأثیر زیادی بر توسعه بخش مالی داشته باشند و سطح توسعه نهادی در یک کشور تا حد زیادی تعیین‌کننده درجه توسعه‌یافتگی سیستم مالی است (همان).

سیاست‌های کلان اقتصادی دولت: سیاست‌های دولت، شامل برخی سیاست‌های کلان اقتصادی، آزادسازی تجاری و آزادسازی بازارهای مالی است. تأثیر این سیاست‌ها بر توسعه بخش مالی، می‌تواند هم از طرف عرضه و هم از طرف تقاضای بخش مالی انجام شود. در برخی پژوهش‌ها، بعضی سیاست‌های اساسی کلان اقتصادی، نظیر سطح پایین نرخ تورم و سرمایه‌گذاری بالا به‌عنوان عوامل مؤثر بر توسعه بخش مالی مشاهده شده‌اند.

بوید^۱ و همکاران (۲۰۰۱)، به‌طور تجربی، اثرات تورم بر توسعه بخش مالی را مورد بررسی قرار دادند و نتیجه گرفتند، اقتصادهای با نرخ تورم بالاتر، بازار بانکی و بازار اوراق بهادار کوچک، غیرکارآ و کم‌فعالیت‌تری دارند. همچنین، درمورد تأثیر آزادسازی مالی بر توسعه بخش مالی، نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد که تمام اشکال کنترل‌های دولت روی بازارهای مالی به‌صورت ابزارهای قیمتی و غیرقیمتی موجب سرکوب مالی می‌شود و در نتیجه، نرخ پس‌اندازهای مالی و سرمایه‌گذاری در اقتصاد را کاهش می‌دهد.

1. Boyd, John H.
2. Stulz and Williamson

3. Eriotis et.al.

می‌کند، معمولاً ناگزیر از پرداخت فوری بهای کالاها نیست. در دوره‌ای که بهای کالای خریداری شده به فروشنده پرداخت نشده است، خریدار یک بدهی جاری به فروشنده دارد که تحت عنوان «حساب‌های پرداختنی» در ترازنامه منعکس می‌شود. بنابراین، این قبیل معاملات واحدهای انتفاعی، منبعی برای تأمین مالی کوتاه‌مدت برای واحد انتفاعی خریدار ایجاد می‌کند. زیرا مدت زمانی بین تحویل کالا و پرداخت وجه فاصله وجود دارد. مبلغ تأمین مالی کوتاه‌مدت به صورت اعتبارات تجاری، به حجم خریدها و دوره پرداخت وجه آن بستگی دارد (قیصریان، ۱۳۹۰).

۲. استقرار از بانک‌های تجاری^۱: دومین منبع تأمین مالی کوتاه‌مدت واحدهای انتفاعی، استقرار و دریافت تسهیلات از بانک‌های تجاری است. وام‌های کوتاه‌مدت بانک‌های تجاری، معمولاً براساس قراردادهای و عقود است که بین بانک و واحد انتفاعی و ام‌گیرنده منعقد می‌شود. تسهیلات مالی و کوتاه‌مدت از بانک‌های تجاری اسلامی، معمولاً براساس عقود اجاره به شرط تملیک، مضاربه، مشارکت مدنی، فروش اقساطی، مساقات، مزارعه و جعاله انجام می‌پذیرد (همان).

۳. صدور اسناد تجاری^۲: اسناد تجاری، معمولاً اوراق بهادار قابل مبادله‌ای است که از طریق واحد انتفاعی به سایر واحدهای انتفاعی، بانک یا مؤسسات مالی فروخته می‌شود. این اوراق را می‌توان از طریق واسطه‌های فروش یا به طور مستقیم، به سرمایه‌گذاران ارائه کرد و به فروش رساند. هزینه تأمین مالی اوراق بهادار کوتاه‌مدت، معمولاً در مقایسه با استفاده از تسهیلات بانکی کمتر است.

تأمین مالی بلندمدت، نوعی تأمین مالی است که در مدتی بیش از یک سال بازپرداخت شود و عمدتاً به منظور سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت استفاده می‌شود. در تأمین مالی به روش بلندمدت، شیوه‌های مختلفی، به شرح زیر، وجود دارد (احمدی منصورآبادی، ۱۳۸۶):

۱. بدهی بانکی بلندمدت^۱: بدهی، نشان‌دهنده تعهدات

ایجاد تغییر در مواردی مانند سود هر سهم، خطمشی تقسیم سود، ریسک سودآوری و انتخاب شیوه تأمین مالی، بر ثروت سهام‌داران اثر بگذارد (قیصریان، ۱۳۹۰).

۲-۴. روش‌ها و منابع تأمین مالی

توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه برای تهیه سرمایه در راستای سرمایه‌گذاری و تدوین برنامه‌های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکت محسوب می‌شود (احمدی منصورآبادی، ۱۳۸۶) و به شدت تحت تأثیر تصمیماتی است که مدیران بنگاه‌های اقتصادی در راستای اتخاذ سایر تصمیمات (غیرمالی و مالی) به کار می‌برند. شرکت‌ها می‌توانند منابع مالی مورد نیاز خود را از داخل (برای نمونه، از محل سود انباشته)، یا خارج از شرکت (از طریق انتشار سهام یا اوراق قرضه، استقرار از نظام بانکی) تأمین کنند (ماریماتو^۱، ۲۰۰۹).

درواقع، بدهی‌ها و سرمایه، دو منبع اصلی تأمین منابع مالی در ساختار سرمایه شرکت هستند. استفاده از هریک از این دو منبع مالی، تعهدات و هزینه‌های مختلفی را برای شرکت به همراه دارد و شرکت باید در راستای هدف افزایش ارزش شرکت، ترکیب مناسبی از سرمایه و بدهی را که دارای حداقل هزینه برای شرکت است، انتخاب کند.

از لحاظ زمانی نیز روش‌های تأمین مالی به دو دسته تأمین مالی کوتاه‌مدت^۲ و تأمین مالی بلندمدت^۳ تقسیم می‌شوند. تأمین مالی کوتاه‌مدت، نوعی تأمین مالی است که حداکثر ظرف مدت یک سال یا کمتر بازپرداخت شود. تصمیمات تأمین مالی کوتاه‌مدت، مربوط به جریانات نقدی ورودی و خروجی شرکت در مدت یک سال و یا کمتر از آن است. در تأمین مالی، به روش کوتاه‌مدت، سه منبع اصلی وجود دارد که به تناسب نوع منبع، کارکردهای مختلفی دارند و عبارت‌اند از:

۱. اعتبارات تجاری^۴: هنگامی یک واحد انتفاعی (خریدار)،

کالاهایی را از یک واحد انتفاعی دیگر (فروشنده) خریداری

1. Marimuthu

2. Short Term Financing

3. Long Term Financing

4. Trade Credit

5. Bank Loans

6. Commercial Papers

7. Long Term Debt

ثابت تعلق می‌گیرد. این اوراق دارای سررسید مشخصی است و منتشرکننده آن، متعهد است مبالغ معینی را در زمان‌های مشخص به دارنده آنها بپردازد و در موعد مقرر، اصل مبلغ را بازپرداخت کند. این اوراق از دیدگاه سرمایه‌گذاران، در ردیف اوراق بهادار کم‌ریسک قرار دارد؛ البته به دلیل ریسک اندک، بازده کمتری نیز دارد. به همین دلیل، اوراق قرضه در شمار ارزان‌ترین منابع مالی است (احمدی منصورآبادی، ۱۳۸۶).

۵. سهام ممتاز: سهام ممتاز، معمولاً بدون سررسید است و نوعی سهام است که دارنده آن، نسبت به درآمدها و دارایی‌های واحد اقتصادی، حق یا ادعای محدود و معینی دارد. سهام ممتاز، به لحاظ ویژگی‌هایی که دارد، در بین روش‌های تأمین مالی استقراض و سهام عادی قرار می‌گیرد. هزینه تأمین مالی از طریق سهام ممتاز، کمتر از سهام عادی است. دارندگان سهام ممتاز، دارای مزایای محدود هستند و سهام‌داران ممتاز فاقد رأی هستند (قیصریان، ۱۳۹۰).

۳. پیشینه پژوهش

آیکیوپاز^۱ و همکاران (۲۰۰۷)، در پژوهش خود، ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی را بررسی کردند. این پژوهش بر آن است تا فرضیات سلسله‌مراتب را با استفاده از روش‌شناسی بیامید و برای این منظور، از نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس سائوپائولو، در طول سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۵ استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد، هرچه اندازه شرکت‌ها بزرگ‌تر باشد و شرکت‌ها سودآوری بیشتری داشته باشند، از نظریه مورد نظر پشتیبانی نمی‌شود.

الساس^۲ و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهش خود، عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌های امریکا را ارزیابی کردند. به این ترتیب که بررسی کردند، شرکت‌ها چگونه هزینه ۲۰۷۳ سرمایه‌گذاری را در طول سال‌های ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۶ پرداختند. از آنجا که سرمایه‌گذاری‌های بزرگ، اغلب

شرکت است که در نتیجه استقراض به وجود می‌آید و باید بازپرداخت شود. بدهی بانکی بلندمدت، معمولاً دارای سررسید بیش از یک سال و نرخ بهره ثابت هستند. هنگامی که شرکت‌ها دست به استقراض می‌زنند، تعهد می‌کنند که مبالغی را به‌عنوان بهره در زمان‌های مشخص پرداخت کنند و در نهایت، اصل مبلغ قرض‌شده را نیز بازپرداخت کنند. شرکت‌ها معمولاً به دلایل زیر، اقدام به استفاده از بدهی بانکی بلندمدت به‌عنوان روش تأمین مالی می‌کنند:

— صدور سهام جدید برای تأمین مالی، گران و هزینه‌بر است؛ زیرا باعث کاهش بازپرداخت آتی سهام‌داران فعلی و کنترل مدیریت می‌شود.

— مدیر یک شرکت باید شرکت و محیط رقابتی‌اش را بهتر از دیگران بفهمد و در صورت مناسب بودن پیش‌بینی‌اش، سعی کند ارزش ثروت سهام‌داران جاری را افزایش دهد و در صدور سهام جدید محتاطانه عمل کند.

— قدرت کاهنده مالیاتی (قابل کسر بودن) بهره پرداختی بدهی، جریان نقد را افزایش می‌دهد و منجر به معرفی بدهی به‌عنوان یک ابزار مالی خوب می‌شود.

۲. سهام عادی: سهام عادی، گونه‌ای از اوراق بهادار با سررسید نامعلوم است که دارندگان آن، مالک نهایی شرکت هستند. گواهینامه‌های سهام عادی، اسنادی قانونی هستند که مالکیت (یا حقوق صاحبان سهام) را در شرکت‌هایی نشان می‌دهند که به‌عنوان شرکت‌های سهامی سازمان‌دهی شده‌اند. صاحبان سهام عادی، دارای حق ادعای نهایی^۳ بر سود و دارایی‌های شرکت سهامی خویش هستند.

۳. قراردادهای اجاره به شرط تملیک: قراردادهای اجاره به شرط تملیک، قراردادی است که براساس آن، مالک دارایی، دارایی خود را در مقابل دریافت وجه، در اختیار طرف مقابل می‌گذارد و اقساط به‌صورت بلندمدت است (قیصریان، ۱۳۹۰).

۴. انتشار اوراق قرضه: اوراق قرضه، آن دسته از اوراق بهاداری است که به دارنده آن، سود (بهره) از پیش تعیین شده و

1. Common Stocks

2. Residual Claim

3. Bonds

4. Preferred Stocks

5. Iquiapaza, R.

6. Elsas, R.

بررسی شده‌اند که اهرم آنها تحت تأثیر توسعه مالی نیست، زیرا از نظر مالی، محدود هستند.

در ایران نیز آقایی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهش خود، پیرامون عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و متوسط ایرانی بررسی کردند. به این منظور، داده‌ها از صورت‌های مالی ۸۹ شرکت استخراج شده و از تحلیل‌های رگرسیونی پانل و روش حداقل مربعات برای تخمین تابع رگرسیون نمونه استفاده شده است. نتایج به دست آمده در خصوص شرکت‌های کوچک، بیانگر وجود رابطه معنادار بین سودآوری، رشد و اندازه شرکت، به عنوان متغیر مستقل و نسبت بدهی کل، به عنوان متغیر وابسته است. همچنین، در شرکت‌های متوسط ایرانی، بین سودآوری، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود و اندازه شرکت با نسبت بدهی، رابطه معنادار وجود دارد.

یاوری و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهش خود، به بررسی اثر توسعه مالی بر ساختار سرمایه بنگاه‌های غیرمالی حاضر در سازمان بورس و اوراق بهادار ایران پرداختند. در این پژوهش، رابطه توسعه مالی و ساختار سرمایه بنگاه‌های غیرمالی حاضر در سازمان بورس و اوراق بهادار ایران، در چارچوب داده‌های تابلویی نامتوازن آزمون شده است. برای این منظور، روش حداقل مربعات تعمیم یافته عملی (FGLS) و داده‌های مربوط به ۲۰۰ بنگاه غیرمالی، طی دوره ۱۳۹۱-۱۳۷۸، مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که توسعه بازار سهام، اثر مثبت و معناداری بر نسبت بدهی بنگاه‌های غیرمالی در ایران دارد و در این بین، میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت بازار سهام، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن است. برخلاف انتظار، اثر توسعه بخش بانکی بر نسبت بدهی بنگاه‌ها، منفی و معنادار به دست آمده است که در این بین نیز میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت سیستم بانکی، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن بوده است. به علاوه، نتایج پژوهش، حاکی از آن است که متغیرهای بررسی شده، مربوط به ویژگی بنگاه‌ها،

به صورت خارجی تأمین می‌شوند، صدور اوراق بهادار باید اطلاعاتی را درباره نگرش مدیران نسبت به اهرم ایجاد کند. پژوهشگران مورد نظر، دریافتند که اوراق بهادار صادر شده باعث می‌شود تا شرکت‌ها به سمت نسبت‌های مالی مورد نظر حرکت کنند. شرکت‌ها، همچنین تمایل دارند تا به دنبال اجرای قیمت سهام، سهام بیشتری صادر کنند. شایان ذکر است، برای پشتیبانی از نظریه سلسله مراتب، شواهد بسیاری کمی یافته شده است.

سان^۱ و همکاران (۲۰۱۵)، در پژوهش خود به بررسی مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیم‌گیری تأمین مالی پرداختند. در این پژوهش، بررسی شده است که آیا میزان اختلاف‌هایی که از نظر ساختار مالکیت وجود دارد، بر نسبت‌های اهرم مالی و تصمیم‌گیری‌های مالی خارجی تأثیر می‌گذارد؟ برای این منظور، شرکت‌های انگلستان در طول سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۲ بررسی شده‌اند. برای ساختار مالکیت، از دو معیار، یعنی مالکیت سهام مدیریت و مالکیت نهادی استفاده شد. نتایج تجربی نشان داد که رابطه غیریکنواختی میان مالکیت سهام شرکتی و نسبت بدهی وجود دارد که از دو نظریه تطابق بهره و نظریه جبهه‌گیری مدیریت پشتیبانی می‌کند. با وجود این، مالکیت سازمانی رابطه‌ای مثبت با سطوح اهرم مالی شرکت دارد. نتایج حاصل نشان داد که شرکت‌هایی که دارای مالکیت سهام مدیریتی متمرکز هستند، اهرم مالی خود را با افزایش احتمال صدور سهام بیش از اوراق قرضه، افزایش می‌دهند.

آنتزولاتوس^۲ و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهش خود، تأثیر توسعه مالی را بر روی ساختار سرمایه شرکت و میزان محدودیت‌های مالی که شرکت با آنها روبه‌رو است، بررسی کردند. در این پژوهش، از روش اقتصادسنجی استفاده شده و از این طریق، این امکان فراهم شده است، تا همگرایی در ساختار سرمایه بررسی شود. به این ترتیب، گروهی از شرکت‌های همگرا تشخیص داده شده است. عامل همگرایی، توسعه مالی است که به طور مثبتی بر نسبت مالی شرکت تأثیر می‌گذارد. همچنین در این پژوهش، گروهی از شرکت‌ها

شامل سودآوری، نقدینگی، سپر مالیاتی غیربدهی، اندازه، ساختار دارایی و فرصت‌های رشد، تعیین‌کننده‌های معنادار ساختار سرمایه بنگاه‌های غیرمالی در ایران هستند.

۴. مدل پژوهش

هدف اصلی مقاله حاضر، بررسی تأثیر توسعه مالی بر تأمین سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار است. به‌طوری که، براساس مطالعات رویز-پوراس^۱ (۲۰۰۹) و مسعود^۲ (۲۰۱۴)، شاخص‌های اندازه بخش بانکی^۳، فعالیت بخش بانکی^۴، اندازه بازار سهام^۵ و فعالیت بازار سهام^۶، به‌عنوان شاخص‌های توسعه مالی در نظر گرفته شده‌اند. در ارتباط با تأمین سرمایه نیز دو نسبت، یعنی نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها در نظر گرفته شده است. بر این اساس، دو مدل به‌شرح زیر در این پژوهش، مد نظر است:

$$LF_{it} = \beta_0 + \beta_1 SBS_{it} + \beta_2 BA_{it} + \beta_3 SMS_{it} + \beta_4 MA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 PRO_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + u_{it}^{LF} \quad (1)$$

$$SF_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SBS_{it} + \alpha_2 BA_{it} + \alpha_3 SMS_{it} + \alpha_4 MA_{it} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 PRO_{it} + \alpha_7 LIQ_{it} + u_{it}^{SF} \quad (2)$$

در مدل ۱، LF_{it} و در مدل ۲، SF_{it} به‌عنوان متغیر

وابسته هستند که براساس رهیافت گیل و همکاران^۷ (۲۰۱۱)، حجم فعالیت در بازار بورس (MA_{it}) به‌صورت نسبت ارزش سهام‌های معامله‌شده در بازار سهام به تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری شده است (مسعود، ۲۰۱۴).

در مدل ۱، LF_{it} و در مدل ۲، SF_{it} به‌عنوان متغیر وابسته هستند که براساس رهیافت گیل و همکاران^۷ (۲۰۱۱)، به‌ترتیب، به‌صورت نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌های هر شرکت اندازه‌گیری می‌شود. در این دو مدل، متغیر توضیحی، شامل متغیر توسعه بازار مالی و متغیرهای کنترلی هستند، که این متغیرها و نحوه اندازه‌گیری آنها به‌صورت زیر است:

ب - متغیرهای کنترلی

— اندازه شرکت i در زمان t ($SIZE_{it}$) که از طریق لگاریتم کل دارایی‌های شرکت محاسبه شده است.

— سودآوری شرکت i در زمان t (PRO_{it}) که به‌صورت بازدارایی‌ها اندازه‌گیری شده است.

— نقدینگی شرکت i در زمان t (LIQ_{it}) که به‌صورت نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری محاسبه شده است.

شایان ذکر است، در این مدل‌ها u_{it}^{LF} و u_{it}^{SF} جملات اختلال مربوط به دو مدل هستند و α و β ضرایب هستند. نماد i در مدل مذکور، بیانگر شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار و نماد $t=1, \dots, T$ نیز نشان‌دهنده زمان است.

الف - متغیرهای توسعه مالی

— اندازه بخش بانکی (SBS_{it}) به‌صورت نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی به تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری شده است (رویز-پوراس، ۲۰۰۹).

— اندازه بازار سهام (SMS_{it}) به‌صورت نسبت ارزش سهام‌های منتشرشده به تولید ناخالص داخلی، اندازه‌گیری شده است (مسعود، ۲۰۱۴).

— حجم فعالیت در بخش بانکی (BA_{it}) به‌صورت نسبت تسهیلات اعطایی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی به بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری شده

1. Ruiz-Porras, A.

2. Masoud, N.

3. Banking Size

4. Banking Activity

5. Stock Market Size

6. Stock Market Activity

7. Gill, et. al.

۵. نتایج برآورد مدل

همان‌طور که بیان شد، در این مقاله، بررسی تأثیر شاخص‌های توسعه بازار مالی و ویژگی‌های خاص شرکت بر تأمین مالی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار مد نظر است، از این رو، دو مدل رگرسیون تصریح شده ۱ و ۲، با استفاده از اطلاعات ۵۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار هستند که در صنایع وابسته به خودروسازی فعال در بورس اوراق بهادار قرار دارند، و این اطلاعات طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ برآورد شده است. اما قبل از برآورد مدل‌ها، براساس روش‌شناسی داده‌های تابلویی، قبل از برآورد آنچه حایز اهمیت است، مسئله تعیین روش منتخب برای برآورد مدل مد نظر است. در این راستا، در مرحله اول، این موضوع که مدل به روش تلفیقی (اثرات مشترک) برآورد شود و یا اینکه به روش داده‌های تابلویی، باید مورد آزمون قرار گیرد. آزمون مقتضی برای این منظور، آزمون F است که آماره این آزمون برای دو مدل مذکور در جدول ۱ آمده است.

جدول ۱. آماره F برای مدل‌های ۱ و ۲

آزمون	مدل ۱	مدل ۲
آماره F	۸/۱۶	۱۰/۱۳
ارزش احتمال	-/۰۰۰۴	-/۰۰۰۰

مأخذ: یافته‌های تحقیق

آماره آزمون F برای مدل ۱ و ۲، به ترتیب، معادل ۸/۱۶ و ۱۰/۱۳ است و ارزش احتمال آنها از ۵ درصد کمتر است، بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه صفر مبنی بر برابری عرض از مبدأهای مقاطع را نمی‌توان پذیرفت و رد می‌شود. از این رو، روش داده‌های تابلویی به جای داده‌های تلفیقی انتخاب می‌شود. بعد از انتخاب روش داده‌های تابلویی براساس آزمون F، در مرحله دوم، این موضوع که داده‌های تابلویی، به روش اثرات ثابت به عنوان روش منتخب باید به کار گرفته شود، یا به روش اثرات تصادفی، باید مورد آزمون قرار گیرد. آزمون

مقتضی در این مرحله، آزمون هاسمن است. آماره کای دو مربوط به آزمون هاسمن در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. آماره کای دو آزمون هاسمن برای مدل‌های ۱ و ۲

آزمون	مدل ۱	مدل ۲
آماره کای دو	۶/۸	۷/۲
ارزش احتمال	-/۰۰۰۰	-/۰۰۰۰

مأخذ: یافته‌های تحقیق

آماره آزمون هاسمن برای مدل ۱ و ۲، برای درجه آزادی ۷، به ترتیب، و ارزش احتمال آنها کمتر از ۵ درصد است، بنابراین، در سطح معناداری ۵ درصد، فرضیه صفر آزمون مذکور پذیرفته نمی‌شود و استفاده از مدل اثرات ثابت برای برآورد دو مناسب‌تر خواهد بود.

باتوجه به اینکه آزمون‌های تعیین روش مناسب برای برآورد مدل، حاکی از مقتضی بودن داده‌های تابلویی به روش اثرات ثابت است، از این رو، مدل ۱ و ۲، با استفاده از داده‌های تابلویی به روش اثرات ثابت و اطلاعات ۵۰ شرکت وابسته به صنایع خودروسازی، طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ و نیز با روش حداقل مربعات معمولی (OLS) برآورد شده است. بعد از برآورد اولیه مدل، آزمون ناهمسانی واریانس و آزمون خودهمبستگی انجام شده است.

براساس نتایج، ارزش احتمال ضریب لاگرانژ، بیشتر از ۵ درصد است، که این به آن معنا است که در مدل برآورد شده، مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. علاوه بر این، نتایج آزمون نسبت درست‌نمایی (LR)، باتوجه به اینکه ارزش احتمال کوچک‌تر از ۵ درصد است، بیانگر آن است که مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس است که برای رفع آن، مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برآورد شده است. نتایج برآورد دو مدل به روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم یافته در جدول ۳ و ۴ ارائه شده است.

جدول ۳. برآورد مدل ۱، به روش اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته

متغیرها	ضرایب	آماره	ارزش احتمال
عرض از مبدا	۰/۲۲	۳/۱۶	۰/۰۰۳۳
SBS_{it}	۰/۰۱۲	۴/۴۷	۰/۰۰۰۰
BA_{it}	۰/۰۰۱	۳/۵۹	۰/۰۰۰۴
SMS_{it}	۰/۰۲۱	۴/۱۱	۰/۰۰۲۱
MA_{it}	۰/۰۰۷	۲/۶۳	۰/۰۰۴۵
$SIZE_{it}$	۰/۰۰۱۶	۴/۵۱	۰/۰۰۵۲
PRO_{it}	۰/۰۰۳۶	۳/۶۶	۰/۰۰۱۳
LIQ_{it}	۰/۰۰۲۳	۴/۲۸	۰/۰۰۰۰
P-value = ۰/۰۰۰ و $F = ۶۴/۲$ $R^2 = ۰/۹۱$ D.W = ۱/۹۹۴			

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج برآورد مدل براساس جدول ۳، به شرح زیر است: — ضریب تعیین مدل، معادل ۰/۹۱ و بیانگر توضیحی‌دهندگی بالای متغیرهای توضیحی در مدل تصریح شده است. به این معنا که ۹۴ درصد از تغییرات نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی شرکت‌ها از طریق شاخص‌های توسعه بازار مالی و متغیرهای کنترلی مد نظر در مدل، توضیح داده می‌شود.

— آماره F ، معادل ۶۴/۲ و ارزش احتمال آن صفر (کمتر از ۵ درصد) است که این به معنای آن است که متغیرهای موجود در مدل، به طور کلی، قادر به توضیح متغیر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی شرکت‌ها هستند.

— دو شاخص بازار سهام مربوط به توسعه مالی تأثیر معنادار و مثبت بر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی دارد. بنابراین، فعالیت بازار سهام و اندازه بازار سهام، تأثیر معنادار و مستقیم بر نسبت مذکور دارد. در مقابل، دو شاخص بخش بانکی مربوط به توسعه مالی، تأثیر معنادار و منفی بر این نسبت دارد؛ به طوری که، فعالیت بخش بانکی و اندازه بخش بانکی تأثیر معنادار و غیرمستقیم بر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی شرکت‌ها دارد.

— ضرایب مربوط به سه متغیر کنترلی، یعنی اندازه، سودآوری و نقدینگی شرکت نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد از لحاظ آماری معنادار است و همگی تأثیر غیرمستقیم بر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی شرکت‌ها دارد.

جدول ۴. برآورد مدل ۲، به روش اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته

متغیرها	ضرایب	آماره	ارزش احتمال
عرض از مبدا	۰/۳۴	۶/۲۲	۰/۰۰۰۲
SBS_{it}	۰/۰۱۲	۴/۱۹	۰/۰۰۰۴
BA_{it}	۰/۰۰۶	۳/۹۲	۰/۰۰۰۳
SMS_{it}	۰/۰۲۳	۴/۹۸	۰/۰۰۰۱
MA_{it}	۰/۰۱۵	۳/۸۳	۰/۰۰۰۰
$SIZE_{it}$	۰/۰۰۱۲	۴/۶۷	۰/۰۰۴۶
PRO_{it}	۰/۰۰۳۶	۳/۰۵	۰/۰۰۰۰
LIQ_{it}	۰/۰۱۵	۳/۸۱	۰/۰۰۰۰
P-value = ۰/۰۰۰ و $F = ۵۸/۴$ $R^2 = ۰/۸۹$ D.W = ۲/۰۰۴			

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج برآورد مدل رگرسیون اول که به بررسی تأثیر متغیرهای توضیحی بر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها می‌پردازد، بیانگر آن است که توسعه بازار سهام، اثر معنادار و مثبت و توسعه بخش بانکی، تأثیر معنادار و منفی بر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌های شرکت‌های خودروسازی و صنایع وابسته دارد. از بین شاخص‌های توسعه بازار سهام، شاخص فعالیت بازار بورس، تأثیر بیشتری در مقایسه با شاخص اندازه بازار بورس و از بین شاخص‌های توسعه بخش بانکی نیز شاخص فعالیت بخش بانکی، تأثیر بیشتری در مقایسه با شاخص اندازه بخش بانکی بر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌های شرکت‌های مذکور دارد.

نتایج برآورد مدل رگرسیون دوم که به بررسی تأثیر متغیرهای توضیحی بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها می‌پردازد، بیانگر آن است که توسعه بازار سهام و توسعه بخش بانکی و به‌طور کلی، توسعه بازار مالی، اثر مثبتی بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌های شرکت‌های خودروسازی و صنایع وابسته دارد. به طوری که، تأثیر شاخص‌های توسعه بخش بانکی بر نسبت مذکور، بیش از شاخص‌های توسعه بازار سهام است. به علاوه، از بین شاخص‌های توسعه بازار سهام، شاخص فعالیت بازار و از بین شاخص‌های توسعه بخش بانکی نیز شاخص فعالیت بخش بانکی، بیشترین تأثیر را بر نسبت کل بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌های شرکت‌های مذکور داشته است.

بر اساس نتایج به دست آمده و همچنین، باتوجه به نقش مثبت توسعه بازار سهام بر تأمین مالی، پیشنهاد می‌شود، سازوکارهای لازم برای استفاده از نوآوری‌های مالی و ابزارهای نوین تأمین مالی در بازار سرمایه فراهم شود. از جمله این اقدامات، می‌توان به به‌کارگیری اوراق مشارکت، انتشار برگه گواهی سبد سهام و گواهی فروش متری مسکن اشاره کرد. علاوه بر این، به منظور گوناگون‌سازی ترکیب ریسک و بازده و ایجاد فرصت‌های متنوع سرمایه‌گذاری، زمینه‌های همکاری با سایر نهادهای پولی و مالی، از جمله بانک‌ها، بیمه‌ها، صندوق بازنشستگی و تأمین اجتماعی فراهم شود. پیشنهادهای مطالعاتی آتی به شرح زیر، قابل بیان است:

نتایج برآورد مدل، براساس جدول ۴ به شرح زیر است:
— ضریب تعیین مدل، معادل ۰/۸۹ و بیانگر توضیحی‌دهندگی بالای متغیرهای توضیحی در مدل تصریح شده است. به این معنا که ۸۹ درصد از تغییرات نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی شرکت‌ها از طریق شاخص‌های توسعه بازار مالی و متغیرهای کنترلی مد نظر در مدل توضیح داده می‌شود.

— آماره F، معادل ۵۸/۴ و ارزش احتمال آن صفر (کمتر از ۵ درصد) است که این به معنای آن است که متغیرهای موجود در مدل به‌طور کلی، قادر به توضیح متغیر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی شرکت‌ها هستند.

— دو شاخص بازار سهام و دو شاخص بخش بانکی مربوط به توسعه مالی، تأثیر معنادار و مثبت بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی دارد. بنابراین، فعالیت بازار سهام و اندازه بازار سهام و نیز فعالیت بخش بانکی و اندازه بخش بانکی، تأثیر معنادار و مستقیم بر نسبت مذکور دارند.

— ضرایب مربوط به سه متغیر کنترلی، یعنی اندازه سودآوری و نقدینگی شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد، از لحاظ آماری، معنادار است و تأثیر غیرمستقیم بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی شرکت‌ها دارد.

۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش، بررسی میزان تأثیرگذاری توسعه مالی بر دو نسبت مربوط به تأمین مالی، یعنی نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها مد نظر بود که به این منظور، دو مدل رگرسیون تصریح شد. در این دو مدل، چهار شاخص توسعه مالی، شامل اندازه بازار سهام و اندازه بخش بانکی، فعالیت بازار سهام و فعالیت بخش بانکی و نیز سه متغیر کنترلی سودآوری، اندازه و نقدینگی شرکت به‌عنوان متغیرهای توضیحی در نظر گرفته شدند. این مدل‌ها با استفاده از اطلاعات ۵۰ شرکت فعال در صنایع وابسته به خودروسازی، طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴، با استفاده از مدل داده‌های تابلویی با اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآورد شد.

— در این پژوهش، تأثیر مستقیم توسعه مالی بر تأمین مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت؛ این در حالی است که توسعه مالی، ممکن است شدت تأثیرگذاری هر یک از عوامل (سودآوری، اندازه شرکت و ...) بر تأمین سرمایه را تحت‌الشعاع قرار دهد؛ از این رو، پیشنهاد می‌شود در پژوهشی دیگر، تأثیر غیرمستقیم توسعه بازار مالی از کانال سایر متغیرهای تأثیرگذار نیز بر تأمین مالی بررسی شود.

— در این پژوهش، چهار شاخص برای توسعه بازار مالی در نظر گرفته شده است. در پژوهش‌های آتی، می‌توان شاخص‌های دیگری برحسب مقالات جدید، شناسایی و یا اینکه یک شاخص ترکیبی برای توسعه بازار مالی، تعریف و بر تأمین مالی شرکت‌ها بررسی کرد.

— تأمین مالی شرکت‌ها، ممکن است تحت‌تأثیر چرخه عمر شرکت‌ها نیز باشد؛ از این رو، محققان می‌توانند موضوع پژوهش حاضر را برای گروه‌های مختلف شرکت‌ها که برحسب چرخه عمر طبقه‌بندی شده‌اند، بررسی کنند.

— تأمین مالی شرکت‌ها، ممکن است تحت‌تأثیر نوع صنعت نیز باشد. در این پژوهش، فقط صنعت خودروسازی و صنایع وابسته در نظر گرفته شد؛ بنابراین، در پژوهش‌های دیگر می‌توانند موضوع پژوهش حاضر را برای گروه‌های مختلف از شرکت‌ها که برحسب نوع صنعت طبقه‌بندی شدند، بررسی کنند.

— محققان می‌توانند علاوه بر شاخص‌های توسعه بازار مالی، تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی و متغیرهای بیشتری از ویژگی‌های شرکتی را بر تأمین مالی بررسی کنند.

مرجع‌ها

آقایی، محمدعلی؛ احمدیان، وحید؛ جهاز آتشی، اکبر. ۱۳۹۳. «عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و متوسط ایران»، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی ۲۶(۲)، ۱۷۵-۲۱۲.

احمدی منصورآبادی، مسعود. ۱۳۸۶. بررسی روش‌های تأمین مالی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت دولتی)،

دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم تحقیقات.

پهلوانی قمی، علی. ۱۳۹۶. تأثیر همگرایی مالی و اقتصادی بر ارتباط پویای میان نرخ ارز واقعی و شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم تحقیقات تهران.

دوستی، شبنم؛ ابدالی، علی؛ نیکبخت، علیرضا. ۱۳۸۷. «رابطه میان ارزیابی کارایی تکنیکی و درجه‌بندی شعب بانک‌های تجاری، با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها»، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال شانزدهم، ش ۴۷، ص ۶۵-۹۵. فرامرز، مریم. ۱۳۹۶. تأثیر بازارهای موازی در قالب بازار سهام و ارز بر تقاضای پول در ایران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران شمال.

قاسمی، حمید. ۱۳۹۵. بررسی و شناسایی عوامل مؤثر بر کارایی اقتصادی بانک‌های خصوصی و دولتی در ایران (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد امارات. قیصریان، جمال. ۱۳۹۰. تحلیل ساختار سرمایه بانک ملی ایران و ارائه الگوی برای آن (پایان‌نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت بازرگانی)، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد سنج.

یاوری، کاظم؛ شهیدی، آمنه؛ دهقان دهنوی، محمدعلی؛ حیدری، حسن. ۱۳۹۵. «اثر توسعه مالی بر ساختار سرمایه بنگاه‌های غیرمالی حاضر در سازمان بورس و اوراق بهادار ایران»، مجله علمی-پژوهشی سیاست‌گذاری اقتصادی، سال هشتم، ش ۱۵، ص ۵۴-۲۵.

A. George Assaf. July 2015. "Does Advertising Spending Improve Sales Performance?", International Journal of Hospitality Management 48, 161-166.

Antzoulatos, A.; Koufopoulos, K.; Lambrinouidakis, C.; Tsiritakis E. 2016. "Supply of Capital and Capital Structure: The Role of Financial Development", Journal of Corporate Finance 38, 166-195.

Banker, R. D.; Charnes, A.; Cooper, W. W. 1984.

- Masoud, N. 2014. "The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Libyan Firms", *Research Journal of Finance and Accounting* 5(1), 67-83.
- Ruiz-Porras, A. 2009. "Financial Structure, Financial Development and Banking Fragility: International Evidence", *Analysis Economic* 56, 147-173
- Sun, J.; Ding, L.; Guo, J.; Li, Y. 2015. "Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK", *The British Accounting Review*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001>
- Mokhova, N., Zinecker, M. (2014). Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure. *Procedia-Social and Behavioral Sciences* 110: 530-540
- Stulz, Rene M. & Williamson, Rohan, 2003. "Culture, openness, and finance," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 70(3), pages 313-349
- Eriotis, N, Vasilou, D. and Neokosmidi, Z.V.(2007), How firm characteristics affect capital structure: an empirical study", *Managerial Finance*, Vol.33, No.5, Pp.321-331.
- Marimuthu, Maran.(2009), Corporate Restructuring, Firm Characteristics and Implications on Capital Structure, *Journal of Business and Management*, Vol.4, No.1
- Gill A, Biger N & Mathur N. (2011). The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, Vol. 28, No. 4, Part 1
- "Some Models for Estimating Technical and Scale Inefficiency in Data Envelopment Analysis", *Management Science* 30(9), 1079-1092.
- Boyd, John H.; Levine, Ross; Smith, Bruce D. 2001. "The Impact of Inflation on Financial Market Performance", *Journal of Monetary Economics* 47, 221-248.
- Chen, C. F. 2007. "Applying the Stochastic Frontier Approach to Measure Hotel Managerial Efficiency in Taiwan", *Tourism Manage* 28(3), 696-702.
- Elsas, R.; Flannery, M.; Garfinkel, J. 2013. "Financing Major Investments: Information about Capital Structure Decisions", *Review of Finance*. . Volume 18, Issue 4, 1 July 2014, Pages 1341–1386
- Iquiapaza, R.; Souza, A.; Amaralh, F. 2007. "Capital Structure and Financing Decisions: New Test for Pecking Order Theory", *Social Science Research Network* 13, 187-221
- Ishikawa, M. & Takahashi, H. 2010. "Overconfident Managers and External Financing Choice", *Review of Behavioral Finance* 2, 37-58.
- Jayaraman, A. R. & Srinivasan, M. R. 2014. Analyzing Profit Efficiency of Banks in India with Undeslable Output Nerlovian Profit Indicator Approach, *Department of Statistics and Information Management, Karantaka, India*, 26, 222-233.
- Lozano Vivas, Ana. 1997. Profit Efficiency for Spanish Savings Banks, *Department of Economics, Piza, University of Malaga, Spain*, 98, 381-394.