



## Corporate Financing Strategies in Normal and Crisis Conditions: Evidence from Tehran Stock Exchange

Saman Rahmani Noroozabad<sup>1</sup>, Ali Asghar Anvary Rostamy<sup>2\*</sup>, Karam Khalili<sup>3</sup>, Esfandiyar Modhammad<sup>4</sup>

1- Ph.D. Candidate, Department of Financial Management, Ilam Branch, Islamic Azad University, Ilam, Iran

saman.rahmani7@yahoo.com

2-Professor, Department of Planning & Management, Management Study and Technology Development Center, Tarbiat

Modares University, Tehran, Iran

anvary@modares.ac.ir

3- Assistant Professor, Ilam Branch, Islamic Azad University, Ilam, Iran

karam.khalili@yahoo.com

4- Associate Professor, Ilam Branch, Islamic Azad University, Ilam, Iran

Esfand1970@yahoo.com

### Abstract

**Objective:** This research investigates the financing strategies of companies under normal and the economic crisis conditions over the years 2003-2016.

**Method:** The statistical population of this research consists of companies listed on the Tehran Stock Exchange and Iran Over-The-Counter market (OTC). Research hypotheses have been tested through Multivariate Regression Equation.

**Results:** The findings indicate that in both normal and crisis periods, the ROA (Return on Assets) and size of the company have a positive impact on the financing through the stock market. In addition, despite the negative impacts of sales growth, profitability, and average financial leverage on equity financing, tangible assets and market risk fail to indicate any effect on it. The results also demonstrate that the ROA and size of the company have negative effects on financing through the debt market over both normal and crisis periods. In addition, notwithstanding the negative impact of sales growth during the crisis period on debt financing, this effect is positive in the normal condition. Moreover, profitability and financial leverage have positive effects on debt financing during both normal and crisis times. Finally, it has been revealed that tangible assets have a positive impact on debt financing during the crisis period, but a negative effect during the normal period. Market risk has no effect on debt financing.

**Keywords:** Financing, Stock Market, Debt, Economic Crisis Condition, Normal Condition

### استراتژی‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط عادی و بحران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

سامان رحمانی‌نوروزآباد<sup>۱</sup>، علی‌اصغر انواری‌روستامی<sup>۲\*</sup>، کرم خلیلی<sup>۳</sup>، اسفندیار محمدی<sup>۴</sup>

۱- دانشجوی دکتری، گروه مدیریت مالی، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد ایلام، ایلام، ایران

saman.rahmani7@yahoo.com

۲- استاد، گروه برنامه‌ریزی و مدیریت، مرکز مطالعات مدیریت و توسعه فناوری، پژوهشکده مطالعات مدیریت و توسعه فناوری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران

anvary@modares.ac.ir

۳- استادیار، گروه مدیریت، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد ایلام، ایلام، ایران

karam.khalili@yahoo.com

۴- دانشیار، گروه مدیریت بازرگانی، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران

esfand1970@yahoo.com

### چکیده

**هدف:** در این پژوهش، راهبردهای تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عادی و بحران اقتصادی طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۵ بررسی و مقایسه شده است.

**روش:** جامعه آماری را شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس تشکیل می‌دهد. فرضیه‌ها از طریق معادله رگرسیون چندمتغیره و با استفاده از نرم‌افزار Eviews آزمون شده است.

**نتایج:** یافته‌ها نشان می‌دهد بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت تأثیر مثبت و مستقیم بر تأمین مالی از طریق بازار سهام در هر دو دوره عادی و بحران دارد. رشد فروش، سودآوری و متوسط اهرم مالی تأثیر منفی و معکوسی بر تأمین مالی از طریق بازار سهام دارد. دارایی‌های مشهود و ریسک بازار، تأثیری بر تأمین مالی از طریق بازار سهام ندارد. به‌علاوه یافته‌ها نشان می‌دهد بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت تأثیر منفی و معکوسی بر تأمین مالی از طریق بازار بدهی در هر دو دوره عادی و بحران دارد. رشد فروش در دوره بحران تأثیر منفی و معکوسی بر تأمین مالی از طریق بدهی دارد؛ اما این تأثیر در دوره عادی مثبت و مستقیم است. متغیرهای سودآوری و متوسط اهرم مالی نیز تأثیر مثبت و مستقیم بر تأمین مالی از طریق بدهی دارند. دارایی‌های مشهود تأثیر مثبتی بر تأمین مالی از طریق بدهی در دوره بحران دارد؛ ولی در دوره عادی این رابطه منفی است. براساس مقدار ضرایب، ریسک بازار، تأثیری بر تأمین مالی از طریق بدهی ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** تأمین مالی، بازار سهام، بدهی، دوره بحران اقتصادی، دوره عادی

\* نویسنده مسؤول

## مقدمه

ممکن است به بازارهای سهام و اوراق بهادار دسترسی پیدا کنند (برگر<sup>۷</sup> و اودل<sup>۸</sup>، ۱۹۹۸).

لمون<sup>۹</sup> و رابرتز<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۰) نشان دادند در طول دوره ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۳ به طور متوسط شرکت‌های سودآورتر و سالم‌تر از لحاظ مالی، از بین شرکت‌های وابسته به بانک‌اند. هنگامی که شوک مالی به سیستم بانکی برسد، تأثیر بیشتری بر وام‌دهی به کسب و کارهای کوچک دارد. این امر به این دلیل است که شرکت‌های کوچک جایگزین‌های نزدیک برای وام بانکی ندارند؛ بنابراین، کاهش وام‌دهی به شرکت‌های کوچک، تأثیر بیشتری بر فعالیت‌های آنها نسبت به شرکت‌های بزرگ دارد. به طور کلی استدلال می‌شود هنگامی که عرضه اعتبارهای خارجی با مشکل روبه‌رو می‌شود، شرکت‌ها برای منابع مالی جایگزین در جستجوی تأمین مالی داخلی، مسائل مربوط به حقوق صاحبان سهام و اعتبارات تجاری‌اند (لین<sup>۱۱</sup> و پاراویزینی<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۰).

لین و پاراویزینی (۲۰۱۰) بیان می‌کنند که شرکت‌ها پس از تأثیر منفی بحران اقتصادی بر اعتبارات بانکی از تأمین مالی از طریق سهام استفاده می‌کنند؛ بنابراین، با توجه به اینکه در شرایط عادی یا بحران اقتصادی قرار داریم، شرکت‌ها هنگام نیاز به منابع مالی جدید، از طریق بهره‌گیری از منابع داخلی بنگاه اعم از سود انباشته و ذخایر یا دریافت وام و اعتبارات از بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری یا انتشار سهام و سایر انواع اوراق بهادار بدهی و سرمایه‌ای، نیاز خود را برطرف می‌کنند.

بحث و گفتمان پویا در زمینه تأمین مالی در شرایط عادی و بحران اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران

انتخاب ساختار سرمایه برای به حداکثر رساندن ارزش بازار شرکت به یکی از مهم‌ترین چالش‌های فراروی شرکت‌ها تبدیل شده است. افزایش علاقه به ساختار سرمایه سبب توسعه طیف وسیعی از نظریه‌ها شده است که توضیح می‌دهد چگونه شرکت‌ها ترکیب خاصی از بدهی و حقوق صاحبان سهام را انتخاب می‌کنند (کوره‌لالج<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). یکی از جدیدترین نظریه‌های رفتاری درباره ساختار سرمایه، نظریه زمان‌بندی بازار است. زمان‌بندی بازار به این معنی است که یک شرکت می‌تواند از فرصت استفاده کند. به عبارت دیگر، زمانی که شرایط بازار برای یک نوع خاص از سرمایه مطلوب است، می‌تواند سرمایه اضافی را افزایش دهد (زورتیوا<sup>۲</sup> و نچیوا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷). با توجه به زمان‌بندی بازار، تصمیم‌گیری‌های مربوط به تأمین مالی شرکت‌ها و در نتیجه ساختار سرمایه شرکت، به شدت به شرایط بازار به‌ویژه ارزش بازار و نوسانات آن بستگی دارد (داغانی، اعتمادی، عزیزخانی و انواری‌رستمی، ۲۰۱۵). اینکه شرکت‌ها چگونه سرمایه‌گذاری خود را تأمین مالی می‌کنند یکی از مسائل اصلی در پژوهش‌های مالی شرکت‌های بزرگ است (مایرز<sup>۴</sup>، ۱۹۸۴). نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی نشان می‌دهد شرکت‌ها تأمین مالی داخلی را بر سرمایه‌گذاری خارجی ترجیح می‌دهند (اولین پله سلسله‌مراتب تأمین مالی) و اگر از تأمین مالی خارجی استفاده شود، آنها بدهی را بر سهام ترجیح می‌دهند (چوی<sup>۵</sup> و سو<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷). همان‌طور که شرکت‌ها رشد می‌کنند، نیازمند تأمین مالی از طریق سهام و بدهی می‌شوند و در نهایت،

7. Berger  
8. Udell  
9. Lemmon  
10. Roberts  
11. Lin  
12. Paravisini

1. Korralalage  
2. Zaveriaeva  
3. Nechaeva  
4. Myers  
5. Choi  
6. Suh

شرکت‌ها و تأثیرپذیری تأمین مالی از متغیرهای متعدد، این پژوهش ضمن در نظر گرفتن اثرات همزمان متغیرهای پیشنهادی (بازده دارایی‌ها، رشد فروش، جریان‌های نقدی، سودآوری، دارایی‌های مشهود، اندازه شرکت، اهرم مالی و ریسک بازار) تأثیرات تعدیل‌کنندگی هر کدام از آنها را بر سایر متغیرها، در قالب ماتریس کوواریانس نیز در نظر گرفته است؛ بنابراین، درصدد پاسخ به این سؤال است که آیا بین تأمین مالی از طریق انتشار سهام و بدهی در دوره عادی و بحران اقتصادی تفاوت وجود دارد یا خیر.

### مبانی نظری

برای اولین بار مایرز (۱۹۸۴) نظریه سلسله‌مراتبی الگوهای تأمین مالی را به صورت زیر مطرح کرده است: شرکت‌ها منابع تأمین مالی داخلی را ترجیح می‌دهند. یک نسبت تقسیم سود هدف با توجه به موقعیت‌های سرمایه‌گذاری انتخاب و از تغییرات یکباره در سود تقسیمی اجتناب می‌شود؛ سپس سیاست تقسیم سود ثابت همراه با تغییرات غیرمنتظره در سودآوری و موقعیت‌های سرمایه‌گذاری برقرار می‌شود؛ بدان معنی که گاهی اوقات جریان‌های نقدی ایجادشده داخلی بیشتر و گاهی اوقات کمتر از هزینه‌های سرمایه‌ای است. اگر جریان‌های نقدی از هزینه‌های سرمایه‌ای بیشتر باشد، شرکت بدهی‌های خود را بازپرداخت می‌کند. اگر جریان‌های نقدی از هزینه‌های سرمایه‌ای کمتر باشد، شرکت از مانده حساب‌های بانکی خود استفاده می‌کند یا به فروش اوراق بهادار قابل فروش (کوتاه مدت) خود مبادرت می‌ورزد. در صورت نیاز به منابع تأمین مالی خارجی، شرکت‌ها ابتدا مطمئن‌ترین اوراق بهادار را انتشار می‌دهند. بر این اساس شرکت‌ها ابتدا از بدهی، سپس در صورت امکان از اوراق تبدیل پذیر یا از سهام

که موجب غنای ادبیات و دانش نظری و کاربردهای عملی درباره تأمین مالی شود، یکی از عوامل مهم انگیزه پژوهشگران در پژوهش حاضر به شمار می‌آید. علاوه بر این، بیشتر مطالعات و پژوهش‌های انجام‌شده در داخل و خارج کشور روش‌های تأمین مالی را بررسی کرده‌اند که مهم‌ترین آنها شامل پژوهش‌های مایرز (۱۹۸۴)، گیلسون<sup>۱</sup>، جان<sup>۲</sup> و لانگ<sup>۳</sup> (۱۹۹۰)، برگر و اودل (۱۹۹۸؛ ۲۰۰۲)، باری<sup>۴</sup>، مان<sup>۵</sup>، میهو<sup>۶</sup> و رودریگز<sup>۷</sup> (۲۰۰۸)، لمون و رابرتز (۲۰۱۰)، لین و پاراویزی (۲۰۱۰)، چاوا<sup>۸</sup> و پورندام<sup>۹</sup> (۲۰۱۱)، اکبر<sup>۱۰</sup>، رحمان<sup>۱۱</sup> و ارمرود<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۳)، کوره‌لالج (۲۰۱۶)، زورتیوا و نچیوا (۲۰۱۷)، چوی و سو (۲۰۱۷)، زنجیردار و ابراهیمی‌راد (۲۰۰۹)، ملانظری، حجازی و صحرای (۲۰۱۰)، خدایی‌وله‌زاقرد و سلیمی‌آقالطفعلی (۲۰۱۴) و رضایی و سیاری (۲۰۱۵) است. هیچ‌یک از این پژوهش‌ها الگوهای تأمین مالی در شرایط رونق و بحران مالی را مقایسه نکرده‌اند و تمرکز آنها بر تأمین مالی و روش‌های آن بدون در نظر گرفتن شرایط اقتصادی بوده است. خلأ این موضوع در آن است که با وجود آنکه چرخه‌های اقتصادی در سالیان متمادی به صورت پی‌درپی تغییر رژیم داده‌اند، پژوهشگران به این تغییر رژیم توجه نکرده‌اند. نوآوری پژوهش حاضر این است که پژوهش‌های مختلف اثرات متغیرهای مدنظر در این پژوهش را به صورت تک‌متغیره در نظر گرفته‌اند. با توجه به یکپارچه‌بودن اطلاعات مالی

1. Gilson
2. John
3. Lang
4. Barry
5. Mann
6. Mihov
7. Rodriguez
8. Chava
9. Purnanandam
10. Akbar
11. Rahman
12. Ormrod

عادی برای تأمین مالی استفاده می کنند (ابزری، دستگیر و قلی پور، ۲۰۰۷).

براساس نظریه توازن، دارایی‌ها ابزاری برای تأمین مالی‌اند؛ بنابراین، زمانی که ارزش وثیقه دارایی‌ها افزایش می‌یابد، امکان تأمین مالی شرکت با بدهی بیشتر می‌شود؛ زیرا شرکت‌هایی که دارایی‌های آنها ارزش وثیقه‌گذاری بیشتر دارد، توانایی بیشتری برای انتشار بدهی تضمین‌شده دارند. پژوهش‌های زیادی، وجود ارتباط مثبت بین ساختار دارایی‌ها و میزان استفاده از اهرم در شرکت‌ها را اثبات کرده‌اند. دارایی‌های ثابت مشهود، این قابلیت را دارند که تأمین مالی جدید شرکت‌ها را بهبود بخشند و روش ایمنی برای فراهم کردن وثیقه برای شرکت‌ها به حساب آیند. مبانی تأمین مالی شرکت عموماً بر عینی بودن دارایی‌ها به‌منزله محرک اصلی راهکار وثیقه‌گذاری تأکید داشته‌اند؛ در حالی که مبانی جدیدتر، بر اهمیت قابلیت انتقال دارایی‌ها تأکید دارند که این امر موجب کاهش محدودیت‌های مالی شرکت می‌شود (لاری دشت‌بیاض، صالحی و سخاوت‌پور، ۲۰۱۸).

از سوی دیگر، رشد از مقوله‌هایی است که پژوهشگران به آن توجه ویژه‌ای دارند. استفاده از رشد به‌منزله سنجه عملکرد شرکت، به‌طور کلی بر این ایده استوار است که رشد عاملی پیشرو در دست‌یابی به فواید رقابتی مداوم و سودآوری است. افزون بر این، شرکت‌های بزرگ‌تر طول عمر بیشتری دارند و از فواید مرتبط با چرخه عمر در اقتصاد بهره می‌برند. نگاه دیگر این است که شرکت‌هایی که با سرعت رشد می‌کنند، ممکن است با مشکلات زیادی روبه‌رو شوند و این امر سبب کاهش سودآوری آنها می‌شود و مشکلاتی در تأمین مالی به وجود می‌آورد. به‌طور کلی درباره رشد پایدار تفکر بدون سودآوری سخت است. بدون تأمین وجوه

رشد از سود انباشته، شرکت باید بر بدهی بیشتر یا تأمین مالی از طریق انتشار سهام تکیه کند؛ بنابراین، باید به ارتباط رشد و سودآوری بسیار توجه کرد و این نکته را در نظر داشت که در زمینه چگونگی ارتباط بین رشد و سودآوری توافق کلی وجود ندارد (فیتزیمونس<sup>۱</sup>، استیفنس<sup>۲</sup> و داگلاس<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵). اگر شرکت خواهان رشد و توسعه باشد، باید به تأمین مالی اقدام کند و از سودآوری آتی سرمایه‌گذاری‌های خود اطمینان نسبی داشته باشد تا بتواند هزینه این تأمین مالی را پوشش دهد و برای تأمین کنندگان سرمایه، سود پذیرفتنی نیز حاصل کند؛ بنابراین، درک رابطه همزمان این دو عامل (رشد و سودآوری) اهمیت ویژه‌ای دارد.

در زمان حاضر محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیطی در حال رشد و رقابتی است و شرکت‌ها نیز برای پیشرفت، به توسعه فعالیت‌های خود با سرمایه‌گذاری جدید نیاز دارند. سرمایه‌گذاری‌های جدید به تأمین مالی و وجوه نقد لازم نیاز دارد. در این زمینه، شرکت‌ها ناگزیر می‌شوند از سازوکارهای تأمین مالی استفاده کنند (لاری دشت‌بیاض و همکاران، ۲۰۱۸). تأمین مالی شرکتی، به راهکارهایی معطوف است که با آن برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها، می‌توان وجوهی را کسب کرد. گزینه‌های موجود شامل انواع مختلف بدهی، سهام و اوراق بهادار اسلامی (صکوک) است. در محیط یک شرکت، ترکیب‌های انتخابی از این سه گزینه، ساختار سرمایه‌سازمان را مشخص می‌کند. در بسیاری از پژوهش‌ها، منابع تأمین مالی شرکت‌ها براساس سیاست تأمین مالی آنها به دو بخش منابع مالی درونی و منابع مالی بیرونی تقسیم می‌شود که می‌تواند به روش کوتاه‌مدت یا بلندمدت استفاده شود. لازمه تأمین سرمایه

1. Fitzsimmons  
2. Steffens  
3. Douglas

بازارهای سرمایه توسعه یافته، چنین سیاستی مردود شمرده شده است. برخی نموده‌های بحران مالی جهانی در اقتصاد ایران در اشکال مختلف نظیر کاهش قیمت دارایی‌ها و افت شاخص‌های بازار سرمایه مشاهده شد. با توجه به ویژگی توسعه یافتگی اندک بازار سرمایه ایران، احتمال تبدیل بحران به رکود شدید، بیشتر وجود دارد؛ از این رو، توجه به تدوین و اجرای سیاست‌های مقابله با بحران برای اقتصاد اهمیت و ضرورت اساسی دارد (فرزین‌وش و برخورداری، ۲۰۱۰).

رضاقره‌باغ و محمدی (۲۰۱۵) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های سهام‌محور، به دلیل هزینه‌های مالی پایین‌تر نسبت به میانگین صنعت، در دوره رکود اقتصادی عملکرد مالی بهتری از نظر حفظ نقدینگی داشته‌اند. آگیون<sup>۱</sup>، باند<sup>۲</sup>، کلم<sup>۳</sup> و مارینسکو<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) دریافتند شرکت‌هایی که با فرصت‌های رشد بالا روبه‌رو هستند، از بدهی کمتری برای تأمین مالی استفاده می‌کنند و در آنها احتمال استفاده از تأمین مالی از طریق سهام افزایش می‌یابد. یافته‌های پژوهش کواس<sup>۵</sup> و ووتر<sup>۶</sup> (۲۰۰۷) در زمینه بررسی دو روش تأمین مالی به این صورت است که ابتدا تأمین مالی شرکت‌ها رفتار چرخه‌ای دارد و به اندازه شرکت نیز بستگی دارد. دوم اینکه، پژوهشگران چهارچوبی بر پایه تأمین مالی با بدهی اما در جهت تعدیل میزان استفاده از آن و حرکت به سمت تأمین مالی با سهام برای کاهش اثرات نامطلوب بدهی ارائه می‌دهند. نتایج مطالعه اکبر و همکاران (۲۰۱۳) نشان داد بحران اعتباری بر نسبت اهرمی شرکت‌های خصوصی تأثیر منفی گذاشته است. این تأثیر خود را بیشتر بر کانال‌های تأمین مالی

از منابع درونی، سودآوری گذشته شرکت است که منابع لازم برای تأمین مالی شرکت، از محل سود انباشته و مبالغ درج شده به منزله استهلاک انباشته فراهم می‌شود. منابع مالی بیرونی از محل انتشار بدهی و سهام تأمین می‌شود. استفاده بیش از حد از بدهی در تأمین مالی، به‌ویژه در دوره‌های رکود اقتصادی، به دلیل هزینه ورشکستگی و هزینه‌های پرداختی بابت بهره، شرکت‌ها را دچار مخاطره می‌کند. در این شرایط، این شرکت‌ها، وجوه ضروری عملیات خود را به سختی تأمین می‌کنند که سبب وخیم‌تر شدن شرایط عملکردی‌شان می‌شود. تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، شامل سهام عادی می‌شود که سبب هزینه سرمایه بیشتری می‌شود؛ زیرا سهامداران در ازای ریسک بیشتری که نسبت به صاحبان بدهی تحمل می‌کنند، خواهان سود بیشتری نیز هستند (کیمیگری و نبوی، ۲۰۱۸). بحران‌های مالی، از پدیده‌های رایج در طول حیات اقتصادی کشورها بوده‌اند. چگونگی مقابله با بحران و کاهش تبعات منفی آن، از مهم‌ترین دغدغه‌های کشورهای درگیر بحران بوده است. سایر کشورها نیز اقدامات پیشگیرانه از وقوع بحران و جلوگیری از سرایت آن به اقتصادشان را اساس تلاش‌های خود قرار داده‌اند. بحران‌های مالی در کشورهای جنوب شرقی آسیا، آرژانتین، برزیل، مکزیک و غیره از جمله بزرگ‌ترین بحران‌های مالی در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ بوده‌اند. کشورهای درگیر بحران، به سیاست‌های مختلفی نظیر کاهش یا افزایش نرخ بهره، اصلاح مقررات بازار سرمایه، تزریق پول به اقتصاد و غیره برای پیشگیری یا درمان بحران‌های مالی توجه کرده‌اند. در این میان، ساختار اقتصادی کشورها در انتخاب سیاست‌های مقابله با بحران‌های مالی نقش اساسی داشته است. برای مثال کشورهای با بازار سرمایه کمتر توسعه یافته، برای جلوگیری از وقوع رکود بعد از بحران، نرخ بهره را کاهش داده‌اند؛ در حالی که در کشورهای با

1. Aghion

2. Bond

3. Klemm

4. Marinescu

5. Covas

6. Wouter

کوتاه مدت مانند بدهی کوتاه مدت و اعتبار تجاری نشان می دهد؛ در نتیجه، شرکت های خصوصی پول نقد می گیرند و برای پوشش ریسک منفی انقباضات اعتباری، سهام صادر می کنند. پروانکا<sup>۱</sup>، لی<sup>۲</sup>، یوان<sup>۳</sup> و چان<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) به این نتیجه رسیدند که میزان نقدینگی، ساختار دارایی ها و سودآوری از عوامل مهم مؤثر بر ساختار سرمایه بنگاه ها هستند. متین فرد و قوشایی قوجق (۲۰۱۵) نشان دادند بین ساختار سرمایه با ارزش وثیقه ای دارایی ها، ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین، شرکت های با سطح دارایی های وثیقه شدنی بیشتر، می توانند نیازهای خود به منابع مالی را با استقرار برطرف کنند. افلاطونی (۲۰۱۶) نشان داد با افزایش دارایی های وثیقه ای، میزان تأمین مالی از محل بدهی ها افزایش می یابد و به دنبال آن، میزان سرمایه گذاری شرکت نیز زیاد می شود. افزایش حجم دارایی های وثیقه شدنی سبب تسهیل در تأمین اعتبار می شود که این امر، محدودیت های مالی ایجاد شده را تا حدودی رفع می کند. چوی و سو (۲۰۱۷) دریافتند که شرکت های کره ای از بدهی های بلندمدت به جای صدور سهام برای سرمایه گذاری استفاده می کنند و این نشان می دهد ظرفیت بدهی به شرکت ها اجازه می دهد استفاده از صدور سهام را کاهش دهند. یافته های ویل<sup>۵</sup>، هوفر<sup>۶</sup> و میلر<sup>۷</sup> (۲۰۱۷) نشان دهنده اهمیت حقوق صاحبان سهام به منزله منبع اصلی تأمین مالی در دوره بحران مالی برای کسب و کارهای کوچک است. به علاوه، نویسندگان دریافته اند که شرکت های کوچک از زمان بحران مالی ۲۰۰۸ به دنبال کسب

سرمایه کمتری بوده اند. وان هوانگ<sup>۸</sup>، گیوراو<sup>۹</sup>، لاهیانی<sup>۱۰</sup> و سران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۸) رابطه بین عوامل مرتبط با شرکت (اندازه، دارایی های مشهود و دارایی های نامشهود، رشد و سودآوری) و ساختار سرمایه شرکت های فرانسوی را در دوره عادی (۲۰۰۷-۲۰۰۳) و دوره بحران (۲۰۱۳-۲۰۰۸) بررسی کردند. آنان دریافتند در طول بحران جهانی، شرکت های کوچک برای تأمین مالی، بیشتر از منابع داخلی استفاده می کنند و در صورت لزوم، شرکت های کوچک، دارایی های مشهود یا غیر ضروری را به فروش می رسانند؛ زیرا آنها بر توانایی های اصلی خود تمرکز می کنند و دارایی های نامشهود خود را توسعه می دهند. یافته های پژوهش جرمیس<sup>۱۲</sup> و یگیت<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۹) نشان دهنده آن بود که سودآوری و فرصت های رشد رابطه منفی با ساختار سرمایه دارد و رابطه مثبت بین اندازه شرکت، دارایی های مشهود، صنعت و اهرم با ساختار سرمایه برای دوره های قبل و بعد از بحران مالی ضعیف است. مرادی<sup>۱۴</sup> و پائولت<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۹) دریافتند که رشد فروش و سودآوری، به طور معناداری نسبت به بدهی و سهام منفی است. علاوه بر این، اندازه شرکت و دارایی ها به طور جالب توجهی با بدهی و سهام رابطه مثبت دارند. با توجه به مباحث مطرح شده در مبانی نظری، فرضیه ها به شرح زیر تدوین شد:

فرضیه اول: بین نسبت بازده دارایی ها و تأمین مالی از طریق بازار سهام در شرایط عادی و بحران اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

8. Van Hoang  
9. Gurau  
10. Lahiani  
11. Seran  
12. Jermias  
13. Yigit  
14. Moradi  
15. Paulet

1. Provanka  
2. Li  
3. Yuan  
4. Chan  
5. Wille  
6. Hoffer  
7. Miller

منتشر شده از طرف سازمان بورس اوراق بهادار و بانک‌های اطلاعاتی ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز گردآوری و سپس با جمع‌بندی و محاسبات مورد نیاز در صفحه گسترده نرم افزار اکسل برای تجزیه و تحلیل آماده شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیونی و داده‌های ترکیبی و تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم افزارهای Eviews و SPSS استفاده شده است.

حقوق صاحبان سهام منتشر شده و بدهی خالص صادر شده، به منزله متغیر وابسته تعریف شده است. حقوق صاحبان سهام منتشر شده عبارت است از تأمین مالی از طریق انتشار سهام که به صورت زیر محاسبه خواهد شد (زورتیوا و نجیوا، ۲۰۱۷).

$$NEI = \frac{Total\ equity_t + Total\ equity_{t-1} - Retained\ Earning_t - Retained\ Earning_{t-1}}{Total\ assets}$$

که در آن  $Total\ equity_t$  حقوق صاحبان سهام پایان دوره،  $Total\ equity_{t-1}$  حقوق صاحبان سهام اول دوره،  $Retained\ Earning_t$  سود انباشته پایان دوره،  $Retained\ Earning_{t-1}$  سود انباشته اول دوره و  $Total\ assets$  کل دارایی‌هاست.

بدهی خالص صادر شده، عبارت است از تأمین مالی از طریق گرفتن وام‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت که برای محاسبه تأثیر آن، از نسبت کل بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت‌هایی استفاده خواهد شد که اقدام به گرفتن وام بلندمدت و کوتاه‌مدت کرده‌اند (زورتیوا و نجیوا، ۲۰۱۷).

$$NDI = \frac{Total\ debt_t + Total\ debt_{t-1}}{Total\ assets}$$

که در آن  $Total\ debt_t$  کل بدهی‌های پایان دوره،  $Total\ debt_{t-1}$  کل بدهی‌های اول دوره و  $Total\ assets$  کل دارایی‌هاست.

در این پژوهش بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، رشد فروش و جریان‌های نقدی به منزله متغیر مستقل تعریف شده است که به شرح زیر به دست

فرضیه دوم: بین رشد فروش و تأمین مالی از طریق بازار سهام در شرایط عادی و بحران اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین نسبت بازده دارایی‌ها و تأمین مالی از طریق بازار بدهی در شرایط عادی و بحران اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین رشد فروش و تأمین مالی از طریق بازار بدهی در شرایط عادی و بحران اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

## روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۵ است که ویژگی‌های زیر را دارند:

شرکت قبل از سال ۱۳۸۲ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۵ در بورس فعال باشد، به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها، مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری و تفاوت جالب توجه آنها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی جزء شرکت‌های یاد شده نباشد، شرکت طی بازه زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد و اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد. در این پژوهش از داده‌های شرکت‌ها در دوره بحران و پس از آن استفاده شده است. برای بررسی اثرات بحران روی تأمین مالی، مطالعه به دو دوره تفکیک شد. دوره بحران از سال ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ و دوره عادی از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ در نظر گرفته شده است. در نظر گرفتن ویژگی‌های ذکر شده سبب انتخاب نمونه آماری شامل ۱۳۱ شرکت شد. برای گردآوری داده‌ها از روش اسناد کاوی استفاده شد. داده‌های مورد نیاز، از صورت‌های مالی شرکت‌های بررسی شده، اطلاعات

گوپل (۲۰۰۹) استدلال می‌کنند که شرکت‌ها از میانگین اهرم صنعت استفاده می‌کنند تا نسبت به اهرم شرکت خود تصمیم‌گیری کنند. در طول بحران مالی، با توجه به کاهش در سودآوری، شرکت‌ها تمایل دارند برای تأمین مالی فعالیت‌های خود از سود انباشته استفاده کنند.

### بازده دارایی‌ها (ROA): این معیار به منزله نسبت

سود خالص بعد از مالیات به مجموع دارایی‌ها تعریف می‌شود. به طور کلی بازده دارایی‌ها تأثیر دارایی‌های در دسترس را برای ایجاد سود اندازه‌گیری می‌کند و آن را می‌توان قدرت سوددهی سرمایه به کار گرفته شده تلقی کرد. GT، نشان‌دهنده رشد فروش و عبارت از لگاریتم فروش سال جاری منهای لگاریتم فروش سال قبل است. علاوه بر این، چندین متغیر کنترلی شناسایی می‌شوند که می‌توانند بر تأمین مالی تأثیر بگذارند. این متغیرها شامل اندازه شرکت، سودآوری، دارایی‌های مشهود، ریسک بازار و متوسط اهرم مالی در همان صنعت است (زورتیوا و نیچوا، ۲۰۱۷).

### جدول (۱) متغیرهای کنترلی

متغیر	چگونگی محاسبه
سودآوری	$Prof = \frac{EBITDA}{Total\ assets}$
دارایی‌های مشهود	$Tang = \frac{Fixed\ assets}{Total\ assets}$
اندازه شرکت	$Size = \ln(Sales)$
مقدار متوسط اهرم مالی در همان صنعت	$Lind$
ریسک بازار	$Risk = St. Dev. \left( \frac{Price_{share,t} - Price_{share,t-1}}{Price_{share,t-1}} \right)$

الگوی ریاضی که برای سنجش و آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است، شامل دو الگوی تأمین مالی از طریق بازار سهام و تأمین مالی از طریق بازار بدهی است که در دو حالت اقتصادی (عادی و بحران) بررسی می‌شوند:

می‌آید. هر یک از مطالعات پیشین (هریس<sup>۱</sup> و راویو<sup>۲</sup>، ۱۹۹۱؛ راجان<sup>۳</sup> و زینگالس<sup>۴</sup>، ۱۹۹۵؛ جریمیس و یگیت، ۲۰۱۸؛ مرادی و پائولت، ۲۰۱۹)، عوامل اساسی را شناسایی کرده‌اند که تأثیر جالب توجهی بر تأمین مالی دارند. این عوامل شامل سودآوری، اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، دارایی‌های نامشهود و متوسط اهرم صنعت‌اند که در ادامه درباره آنها توضیح داده می‌شود:

**سودآوری:** مطابق با نظریه نظم، شرکت‌های سودآور به تأمین مالی از طریق بدهی تمایل کمتری دارند؛ زیرا قادر به تأمین مالی از طریق سود انباشته‌اند. در مقابل، شرکت‌هایی که سودآور نیستند، باید از تأمین مالی خارجی استفاده کنند؛ زیرا آنها قادر به جمع‌آوری وجوه کافی از طریق سود انباشته نیستند. در طول بحران مالی، شرکت‌ها به طور معمول با کاهش جالب توجه در سودآوری روبه‌رو هستند و این امر کاهش در سود انباشته را به همراه دارد (جریمیس و یگیت، ۲۰۱۹).

**رشد:** هنگامی که شرکت‌های با میزان رشد بالا با بحران مالی روبه‌رو می‌شوند، کاهش چشمگیری در ارزش خود دارند.

**دارایی‌های مشهود:** هنگامی که شرکت‌ها در معرض بحران مالی قرار می‌گیرند، دارایی‌های مشهود ارزش خود را حفظ می‌کنند. در طول بحران مالی، نیاز به دارایی مشهود برای وثیقه گذاشتن نزد وام‌دهنده، به شدت ضروری است.

**متوسط اهرم صنعت:** مطالعات لمون، رابرتز و زندر<sup>۵</sup> (۲۰۰۸) و فرانک<sup>۶</sup> و گوپل<sup>۷</sup> (۲۰۰۳) نشان داده‌اند نسبت اهرم در صنایع بسیار متفاوت است. فرانک و

1. Harris
2. Raviv
3. Rajan
4. Zingales
5. Zender
6. Frank
7. Goyal



### یافته‌ها

قبل از تجزیه و تحلیل داده‌ها، پایایی متغیرها بررسی شد. برای بررسی پایایی از آزمون لوین، لو و چو استفاده شد. با توجه به اینکه سطح معنی داری برای همه متغیرها از ۵ درصد کمتر است، همه متغیرهای پژوهش در دوره بررسی شده در سطح پایا هستند. جدول‌های (۲) و (۳) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. همان‌طور که در این جدول‌ها مشاهده می‌شود، آماره‌های توصیفی شامل میانگین، میانه، کمینه، بیشینه و انحراف استاندارد است.

۱- شرایط عادی: در این حالت از داده سال‌هایی استفاده می‌شود که بحران اقتصادی وجود نداشت.

۲- شرایط بحران: در این حالت از داده سال‌هایی استفاده می‌شود که بحران اقتصادی رخ داد.

#### Net Equity Issued

$$= \beta_0 + \beta_1 * ROA + \beta_2 * GT + \beta_3 * Prof + \beta_4 * Tang + \beta_5 * Size + \beta_6 * Lind + \beta_7 * Risk + \varepsilon_{it}$$

#### Net Debt Issued

$$= \beta_0 + \beta_1 * ROA + \beta_2 * GT + \beta_3 * Prof + \beta_4 * Tang + \beta_5 * Size + \beta_6 * Lind + \beta_7 * Risk + \varepsilon_{it}$$

(جرمیس و یگیت، ۲۰۱۸؛ مرادی و پالوت، ۲۰۱۹).

جدول (۲) توصیف آماری متغیرهای پژوهش در شرایط عادی

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف استاندارد
سهام	۰/۶۴۵	۰/۶۵۰	۱/۸۸۵	-۳/۰۶۱	۰/۴۴۷
بدهی	۱/۲۲۳	۱/۱۷۵	۵/۵۰۷	۰/۱۶۹	۰/۵۱۴
بازده دارایی‌ها	۰/۰۹۵	۰/۰۸۱	۰/۷۰۵	-۱/۱۵۷	۰/۱۵۳
رشد فروش	۰/۲۳۲	۰/۱۵۴	۲۶/۹۲۱	-۰/۸۹۱	۰/۹۸۱
سودآوری	۰/۱۶۳	۰/۱۳۸	۰/۹۲۸	-۰/۸۷۸	۰/۱۵۷
دارایی‌های مشهود	۰/۲۴۹	۰/۲۰۴	۰/۸۳۸	۰/۰۱۴	۰/۱۷۵
اندازه شرکت	۱۳/۵۸۴	۱۳/۵۲۰	۱۹/۳۶۷	۹/۸۰۳	۱/۴۱۹
متوسط اهرم مالی	۰/۶۴۹	۰/۶۵۳	۰/۹۹۶	۰/۱۷۴	۰/۱۲۲
ریسک بازار	۰/۰۳۶	۰/۰۲۶	۰/۷۳۳	۲/۷۳۳	۰/۰۰۰

جدول (۳) توصیف آماری متغیرهای پژوهش در شرایط بحران

متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف استاندارد
سهام	۰/۶۰۰	۰/۵۸۶	۱/۸۷۸	-۱/۳۹۳	۰/۲۹۹
بدهی	۱/۲۵۵	۱/۲۳۸	۳/۷۹۶	۰/۴۲۹	۰/۳۲۷
بازده دارایی‌ها	۰/۱۴۳	۰/۱۰۴	۱۳/۳۰۵	-۰/۴۴۱	۰/۵۱۸
رشد فروش	۰/۲۱۴	۰/۱۶۵	۹/۴۶۸	-۰/۸۰۶	۰/۵۵۸
سودآوری	۰/۱۹۹	۰/۱۵۹	۱۵/۳۲۷	-۰/۳۴۴	۰/۵۱۸
دارایی‌های مشهود	۰/۲۶۷	۰/۲۴۲	۰/۸۳۲	۰/۰۰۳	۰/۱۶۷
اندازه شرکت	۱۲/۶۱۸	۱۲/۴۱۰	۱۸/۲۴۱	۹/۱۵۵	۱/۳۵۶
متوسط اهرم مالی	۰/۶۶۷	۰/۶۸۵	۰/۹۰۷	۰/۲۸۱	۰/۰۸۱
ریسک بازار	۰/۰۴۰	۰/۰۲۵	۳/۳۷۳	۰/۰۰۰	۰/۱۱۸

بر اساس خروجی آزمون F لیمر که نشان می‌دهد سطح معناداری برای آماره F برابر با ۰/۰۰۰ است، روش استفاده شده در این الگو، روش داده‌های تلفیقی (تابلویی) است. آماره خی دو در آزمون هاسمن دارای سطح معناداری برابر با ۰/۰۰۰ است که از ۰/۰۵ کمتر است و نشان می‌دهد الگوی پژوهش به صورت اثرات ثابت است. نتایج تخمین الگو برای فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر ارائه شده است:

جدول (۴) تخمین الگوی اول

دوره عادی				دوره بحران				نام متغیر
سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	
۰/۳۹۱	-۰/۸۵۶	۰/۳۱۰	-۰/۲۶۶	۰/۲۵۱	۱/۱۴۷	۰/۲۸۴	۰/۳۲۶	ضریب ثابت
۰/۰۰۰	۱۳/۱۳۶	۰/۳۲۰	۴/۲۱۳	۰/۰۰۱	۳/۱۱۱	۰/۳۹۰	۱/۲۱۳	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰	-۴/۸۹۱	۰/۰۰۸	-۰/۰۴۳	۰/۰۰۰	-۵/۱۰۶	۰/۰۱۳	-۰/۰۷۰	رشد فروش
۰/۰۰۰	-۱۳/۹۴۱	۰/۳۱۳	-۴/۳۷۲	۰/۰۰۱	-۳/۱۵۷	۰/۳۹۰	-۱/۲۳۴	سودآوری
۰/۲۰۸	۱/۲۵۸	۰/۰۸۶	۰/۱۰۸	۰/۱۶۷	-۱/۱۳۸	۰/۰۹۰	-۰/۱۲۵	دارایی‌های مشهود
۰/۰۰۰	۶/۴۴۰	۰/۰۲۰	۰/۱۲۹	۰/۰۰۰	۴/۱۴۱	۰/۰۱۹	۰/۰۸۱	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۷/۰۹۹	۰/۱۲۰	-۰/۸۵۳	۰/۰۰۰	-۷/۴۳۷	۰/۱۲۷	-۰/۹۴۴	متوسط اهرم مالی
۰/۷۹۰	۰/۲۶۶	۰/۰۷۸	۰/۰۲۰	۰/۶۹۱	۰/۳۹۶	۰/۰۶۳	۰/۰۲۵	ریسک بازار
۱۷/۶۵	آماره F		۰/۷۵	۸/۲۴	آماره F		۰/۵۹	ضریب تعیین
۰/۰۰۰	سطح معناداری F		۰/۷۱	۰/۰۰۰	سطح معناداری F		۰/۵۲	ضریب تعیین اصلاح شده
۱/۵۶	آماره دوربین واتسون		۰/۲۴	۱/۵۵	آماره دوربین واتسون		۰/۲۰	انحراف معیار رگرسیون

را متغیرهای مستقل توضیح می‌دهند. مقدار آماره دوربین واتسون در فاصله ۱/۵ تا ۲/۵ است و نشان می‌دهد پسماندها با هم خودهمبستگی ندارند.

بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت تأثیر مثبت و مستقیم بر تأمین مالی از طریق بازار سهام در هر دو دوره بحران و عادی دارند. رشد فروش، سودآوری و متوسط اهرم مالی نیز تأثیر منفی و معکوسی بر تأمین مالی از طریق بازار سهام دارند. بر اساس مقدار ضرایب، دارایی‌های مشهود و ریسک بازار بر تأمین مالی از طریق بازار سهام تأثیری ندارد.

با توجه به مقدار آماره F و سطح معناداری F که به ترتیب برای دوره بحران برابر با ۸/۲۴ و ۰/۰۰۰ و برای دوره عادی برابر با ۱۷/۶۵ و ۰/۰۰۰ است، الگوی پژوهش تأیید می‌شود. سطح معنی‌داری و آماره t به دست آمده برای متغیرهای مستقل یعنی بازده دارایی‌ها و رشد فروش در هر دو دوره، بیان‌کننده تأیید فرضیه اول و دوم است. مقدار ضریب تعیین در دوره بحران برابر با ۰/۵۹ است و این یعنی متغیرهای مستقل می‌توانند ۵۹ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. این مقدار در دوره عادی برابر با ۰/۷۵ است و این بیان‌کننده این است که ۷۵ درصد تغییرات متغیر وابسته

اطمینان به دست آمده برای آماره F (آزمون والد) که از ۰/۰۵ کمتر است، فرض برابری  $\theta_1 = \theta_2$  رد می‌شود؛ در نتیجه، می‌توان گفت از نظر آماری تفاوت معناداری بین بازده دارایی‌ها و رشد فروش با تأمین مالی از طریق بازار سهام در دوره بحران و دوره عادی وجود دارد.

برای آزمون معنی‌داری کل الگوی رگرسیون از آزمون دیگری به نام آزمون والد استفاده می‌شود. به کمک آزمون والد می‌توان مقدار تخمین  $\theta_1$  به دست آمده از طریق درست‌نمایی بیشینه را با مقدار پیشنهادی  $\theta_2$  مقایسه کرد. با توجه به مقدار سطح

جدول (۵) نتایج استانداردسازی متغیرها

دوره عادی				دوره بحران				نام متغیر
$\beta_1$	SD(X1)	SD(Y)	Standardized Beta 1	$\beta_1$	SD(X1)	SD(Y)	Standardized Beta 1*	
۴/۲۱۳	۰/۱۵۳	۰/۴۴۷	۱/۴۴۲	۱/۲۱۳	۰/۵۱۸	۰/۲۹۹	۲/۱۰۱	بازده دارایی‌ها
-۰/۰۴۳	۰/۹۸۱	۰/۴۴۷	-۰/۰۹۴	-۰/۰۷۰	۰/۵۵۸	۰/۲۹۹	-۰/۱۳۰	رشد فروش
-۴/۳۷۲	۰/۱۵۷	۰/۴۴۷	-۱/۵۳۵	-۱/۲۳۴	۰/۵۱۸۳	۰/۲۹۹	-۲/۱۳۹	سودآوری
۰/۱۰۸	۰/۱۷۵	۰/۴۴۷	۰/۰۴۲	-۰/۱۲۵	۰/۱۶۸	۰/۲۹۹	-۰/۰۷۰	دارایی‌های مشهود
۰/۱۲۹	۱/۴۱۹	۰/۴۴۷	۰/۴۰۹	۰/۰۸۱	۱/۳۵۶	۰/۲۹۹	۰/۳۶۷	اندازه شرکت
-۰/۸۵۳	۰/۱۲۲	۰/۴۴۷	-۰/۲۳۳	-۰/۹۴۴	۰/۰۸۱	۰/۲۹۹	-۰/۲۵۵	متوسط اهرم مالی
۰/۰۲۰	۰/۱۱۰	۰/۴۴۷	۰/۰۰۴۹	۰/۰۲۵	۰/۱۱۸	۰/۲۹۹	۰/۰۰۹۸	ریسک بازار
Standardized Beta 1 = $\beta_1 * SD(X1) / SD(Y)$								

رشد فروش، دارایی‌های مشهود و ریسک بازار به ترتیب بیشترین تأثیر را بر تأمین مالی از طریق بازار سهام دارند.

با توجه به مقادیر به دست آمده، می‌توان نتیجه گرفت که در دوره‌های بحران و عادی، سودآوری، بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت، متوسط اهرم مالی،

جدول (۶) تخمین الگوی دوم

دوره عادی				دوره بحران				نام متغیر
سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	
۰/۰۰۰	۸/۰۹۶	۰/۲۹۷	۲/۴۱۰	۰/۰۰۱	۳/۱۷۷	۰/۲۸۶	۰/۹۱۰	ضریب ثابت
۰/۰۰۰	-۲۲/۷۱۷	۰/۳۰۷	-۶/۹۸۳	۰/۰۰۰	-۸/۱۸۹	۰/۳۹۳	-۳/۲۲۱	بازده دارایی‌ها
۰/۰۲۱	۲/۳۰۴	۰/۰۰۸	۰/۰۱۹	۰/۰۱۹	-۲/۳۴۰	۰/۰۱۳	-۰/۰۳۲	رشد فروش
۰/۰۰۰	۱۹/۱۷۵	۰/۳۰۰	۵/۷۶۳	۰/۰۰۰	۸/۱۵۰	۰/۳۹۴	۳/۲۱۲	سودآوری
۰/۰۰۳	-۲/۹۶۴	۰/۰۸۲	-۰/۲۴۵	۰/۰۰۰	۵/۹۴۹	۰/۰۹۱	۰/۵۴۳	دارایی‌های مشهود
۰/۰۰۰	-۷/۳۳۳	۰/۰۱۹	-۰/۱۴۱	۰/۰۰۰	-۳/۴۹۱	۰/۰۱۹	-۰/۰۶۸	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۶/۸۹۱	۰/۱۱۵	۰/۷۹۳	۰/۰۰۰	۱۰/۵۳۰	۰/۱۲۸	۱/۳۴۸	متوسط اهرم مالی
۰/۷۰۸	-۰/۳۷۳	۰/۰۷۴	-۰/۰۲۷	۰/۷۱۶	-۰/۳۶۳	۰/۰۶۴	-۰/۰۲۳	ریسک بازار
۲۷/۸۵	آماره F		۰/۸۳	۱۰/۶۱	آماره F		۰/۶۵	ضریب تعیین
۰/۰۰۰	سطح معناداری F		۰/۸۰	۰/۰۰۰	سطح معناداری F		۰/۵۹	ضریب تعیین اصلاح شده
۱/۵۷	آماره دوربین واتسون		۰/۲۳	۱/۵۱	آماره دوربین واتسون		۰/۲۱	انحراف معیار رگرسیون

دوره بحران و عادی دارند. رشد فروش در دوره بحران تأثیر منفی و معکوسی بر تأمین مالی از طریق بدهی دارد؛ اما این تأثیر در دوره عادی مثبت و مستقیم است. سودآوری و متوسط اهرم مالی نیز تأثیر مثبت و مستقیم بر تأمین مالی از طریق بدهی دارند. دارایی‌های مشهود تأثیر مثبتی بر تأمین مالی از طریق بدهی در دوره بحران دارد؛ ولی در دوره عادی این رابطه منفی است. براساس مقدار ضرایب، ریسک بازار بر تأمین مالی از طریق بدهی تأثیری ندارد.

با توجه به مقدار سطح اطمینان به دست آمده برای آماره F (آزمون والد) که از ۰/۰۵ کمتر است، فرض برابری  $\theta_1 = \theta_2$  رد می‌شود؛ در نتیجه، از نظر آماری تفاوت معناداری بین بازده دارایی‌ها و رشد فروش با تأمین مالی از طریق بازار بدهی در دوره‌های بحران و عادی وجود دارد.

با توجه به مقدار آماره F و سطح معناداری F که به ترتیب برای دوره بحران برابر با ۱۰/۶۱ و ۰/۰۰۰ و برای دوره عادی برابر با ۲۷/۸۵ و ۰/۰۰۰ است، الگوی پژوهش تأیید می‌شود. سطح معنی‌داری و آماره t به دست آمده برای متغیرهای مستقل یعنی بازده دارایی‌ها و رشد فروش در هر دو دوره، بیان‌کننده تأیید فرضیه سوم و چهارم است. مقدار ضریب تعیین در دوره بحران برابر با ۰/۶۵ است و این یعنی متغیرهای مستقل می‌توانند ۶۵ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. این مقدار در دوره عادی برابر با ۰/۸۳ و بیان‌کننده این است که ۸۳ درصد تغییرات متغیر وابسته را متغیرهای مستقل توضیح می‌دهند. مقدار آماره دوربین واتسون در فاصله ۱/۵ تا ۲/۵ است و نشان می‌دهد پسماندها با هم خودهمبستگی ندارند.

بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت تأثیر منفی و معکوسی بر تأمین مالی از طریق بازار بدهی در هر دو

جدول (۷) نتایج استانداردسازی متغیرها

نام متغیر	دوره بحران				دوره عادی			
	Standardized Beta 1*	SD(Y)	SD(X1)	$\beta_1$	Standardized Beta 1	SD(Y)	SD(X1)	$\beta_1$
بازده دارایی‌ها	-۵/۱۰۲	۰/۳۲۷	۰/۵۱۸	-۳/۲۲۱	-۲/۰۷۸	۰/۵۱۴	۰/۱۵۳	-۶/۹۸۳
رشد فروش	-۰/۰۵۴	۰/۳۲۷	۰/۵۵۸	-۰/۰۳۲	۰/۰۳۶	۰/۵۱۴	۰/۹۸۱	۰/۰۱۹
سودآوری	۵/۰۹۱	۰/۳۲۷	۰/۵۱۸۳	۳/۲۱۲	۱/۷۶۰	۰/۵۱۴	۰/۱۵۷	۵/۷۶۳
دارایی‌های مشهود	۰/۲۷۸	۰/۳۲۷	۰/۱۶۸	۰/۵۴۳	-۰/۰۸۳	۰/۵۱۴	۰/۱۷۵	-۰/۲۴۵
اندازه شرکت	-۰/۲۸۱	۰/۳۲۷	۱/۳۵۶	-۰/۰۶۸	-۰/۳۸۹	۰/۵۱۴	۱/۴۱۹	-۰/۱۴۱
متوسط اهرم مالی	۰/۳۳۴	۰/۳۲۷	۰/۰۸۱	۱/۳۴۸	۰/۱۸۹	۰/۵۱۴	۰/۱۲۲	۰/۷۹۳
ریسک بازار	-۰/۰۰۸	۰/۳۲۷	۰/۱۱۸	-۰/۰۲۳	-۰/۰۰۶	۰/۵۱۴	۰/۱۱۰	-۰/۰۲۷

Standardized Beta 1 =  $\beta_1 * SD(X1) / SD(Y)$

اهرم مالی، دارایی‌های مشهود، رشد فروش و ریسک بازار به ترتیب بیشترین تأثیر را بر تأمین مالی از طریق بازار بدهی دارند.

نتایج نشان می‌دهد در دوره بحران، بازده دارایی‌ها، سودآوری، متوسط اهرم مالی، اندازه شرکت، دارایی مشهود، رشد فروش و ریسک بازار و در دوره عادی، بازده دارایی‌ها، سودآوری، اندازه شرکت، متوسط

## جدول (۸) آزمون تی

روش تأمین مالی	رژیم	تعداد نمونه	میانگین	انحراف معیار	t	df	سطح معنی داری
از طریق سهام	شرایط عادی	۹۱۷	۰/۶۴۵۳	۰/۴۴۷۷۲	۲/۵۲۹	۱۶۰۰/۲۱۹	۰/۰۱۲
	شرایط بحران	۹۱۷	۰/۶۰۰۳	۰/۲۹۹۸۹			
از طریق انتشار اوراق بدهی	شرایط عادی	۹۱۷	۱/۲۲۳	۰/۵۱۴۳۳	-۱/۶۱۷	۱۵۵۲/۸۶۶	۰/۱۰۶
	شرایط بحران	۹۱۷	۱/۲۵۶	۰/۳۲۷۱۲			

بحران در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور، ابتدا فرضیه‌ها در دو دوره اقتصادی، یعنی دوره‌های بحران و عادی، بررسی شد. در پایان هم میزان تأثیر هر یک از متغیرهای مستقل و تعدیل‌گر بر روش‌های تأمین مالی (تأمین مالی از طریق بازار سهام و تأمین مالی از طریق بدهی) رتبه‌بندی شد.

یافته‌ها نشان می‌دهد روابط در طی دوره‌های اقتصادی با هم متفاوت است. بررسی تجربی پژوهش حاضر نشان می‌دهد بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت تأثیر مثبت و مستقیم بر تأمین مالی از طریق بازار سهام در هر دو دوره عادی و بحران دارند. یافته‌های پژوهش‌های مرادی و پائولت (۲۰۱۹) و جریمیس و یگیت (۲۰۱۸) با نتایج این پژوهش هم‌راستا است. رشد فروش، سودآوری و متوسط اهرم مالی تأثیر منفی و معکوسی بر تأمین مالی از طریق بازار سهام دارند. نتایج مطالعات مرادی و پائولت (۲۰۱۹) و جریمیس و یگیت (۲۰۱۸) این یافته‌ها را تأیید می‌کند. دارایی‌های مشهود و ریسک بازار، تأثیری بر تأمین مالی از طریق بازار سهام ندارند و بر خلاف یافته‌های مرادی و پائولت (۲۰۱۹) و هم‌راستا با نتایج جریمیس و یگیت (۲۰۱۸) و وان‌هوانگ و همکاران (۲۰۱۸) است. به‌علاوه یافته‌ها نشان می‌دهد بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت تأثیر منفی و معکوسی بر تأمین مالی از طریق بازار بدهی در هر دو دوره عادی و بحران دارند. این یافته‌ها نتایج پژوهش مرادی و

نتایج جدول (۸) نشان می‌دهد سطح معناداری کمتر از ۵ صدم و عدد معنی داری ۲/۵۲۹ است. این نتایج تفاوت معنادار میان تأمین مالی از طریق سهام در شرایط عادی و بحران اقتصادی را نشان می‌دهد. همچنین داده‌های مربوط به این جدول نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد و با در نظر گرفتن نتایج آزمون آمارة (t) نتایج حاصل از مقایسه بیان‌کننده این است که تفاوت معنی داری میان تأمین مالی از طریق بدهی در شرایط عادی و بحران اقتصادی وجود ندارد.

## نتایج و پیشنهادها

یکی از عواقب بحران مالی این است که شرکت‌ها نیاز به تنظیم ساختار سرمایه (سهام و بدهی) پیدا می‌کنند. در طول بحران مالی، بانک‌ها تمایل به قرض دادن پول به وام‌گیرندگان موجود و بالقوه، به‌ویژه شرکت‌های بزرگ و شرکت‌هایی که دارایی‌های مشهود بیشتری دارند، از خود نشان می‌دهند و این امر هزینه‌های مالی را برای شرکت‌های وام‌گیرنده افزایش می‌دهد. علاوه بر این، تأمین مالی از طریق سهام و صدور سهام در طول بحران مالی، به‌دلیل کاهش چشمگیر سودآوری شرکت‌ها بسیار دشوار است و تأمین مالی به‌طور جالب توجهی از این طریق کاهش می‌یابد. هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی راهبردهای تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط عادی و

اعتبار اسنادی و تأمین مالی خارج از ترازنامه نیز اشاره کرد، به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود این عوامل را در مطالعات خود آزمون و بررسی کنند؛ با این حال، نتایج این مطالعه باید با در نظر گرفتن این محدودیت تفسیر شود که این مطالعه در ایران انجام شده است که کشوری در حال توسعه است؛ بنابراین، پیشنهاد می‌شود برای افزایش تعمیم پذیری نتایج، مطالعات آینده از داده‌های کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته استفاده کنند.

### منابع فارسی

ابزری، م.، دستگیر، م.، و قلی‌پور، ع. (۱۳۸۶). بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بررسی‌های اقتصادی*، ۴ (۴)، ۸۹-۷۳.

افلاطونی، ع. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه‌های دارایی‌های وثیقه‌ای با تأمین مالی و سرمایه‌گذاری. *فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۴ (۳)، ۱۲۴۳-۱۰۹.

خدایی‌وله‌زاقرد، م.، و سلیمی‌آفالطعلی، م. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین روش‌های مختلف تأمین مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های نوین در حسابداری*، ۲ (۴)، ۸۰-۶۹.

داغانی، ر.، اعتمادی، ح.، عزیزخانی، م.، و انواری‌رستمی، ع. (۱۳۹۴). تصمیمات تأمین مالی و زمان‌سنجی مدیریت، شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۳ (۳)، ۳۶-۲۱.

رضاقره‌باغ، ر.، و محمدی، پ. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر الگوهای تأمین مالی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در

پائولت (۲۰۱۹) را تأیید نمی‌کند. رشد فروش در دوره بحران تأثیر منفی و معکوسی بر تأمین مالی از طریق بدهی دارد که هم‌راستا با پژوهش فرانک و گویال (۲۰۰۳) است؛ اما این تأثیر در دوره عادی مثبت و مستقیم و برخلاف یافته‌های پژوهش جرمیس و یگیت (۲۰۱۸) است. متغیرهای سودآوری و متوسط اهرم مالی نیز تأثیر مثبت و مستقیم بر تأمین مالی از طریق بدهی دارند. مرادی و پائولت (۲۰۱۹) دریافتند تأثیر سودآوری به طور معناداری نسبت به تأمین مالی از طریق بدهی منفی است از طرفی جرمیس و یگیت (۲۰۱۸) نشان دادند رابطه اهرم با ساختار سرمایه برای دوره قبل و بعد از بحران مالی ضعیف است. دارایی‌های مشهود تأثیر مثبتی بر تأمین مالی از طریق بدهی در دوره بحران دارد؛ ولی در دوره عادی این رابطه منفی است؛ اما جرمیس و یگیت (۲۰۱۸) دریافتند رابطه دارایی‌های مشهود با ساختار سرمایه برای هر دو دوره ضعیف است. بر اساس مقدار ضرایب، ریسک بازار تأثیری بر تأمین مالی از طریق بدهی ندارد.

پیشنهاد می‌شود در طول بحران، شرکت‌های کوچک برای تأمین مالی، بیشتر از منابع داخلی استفاده کنند؛ زیرا در شرایط بحران اقتصادی با توجه به کاهش سودآوری بنگاه‌ها، پوشش هزینه‌های مالی ادامه فعالیت را برای این شرکت‌ها سخت می‌کند. همچنین در شرایط عادی شرکت‌ها می‌توانند از بدهی‌های بلندمدت به جای صدور سهام برای تأمین مالی و سرمایه‌گذاری استفاده کنند؛ زیرا ظرفیت بدهی به شرکت‌ها اجازه می‌دهد استفاده از صدور سهام را کاهش دهند. با توجه به اینکه در این پژوهش تنها تأمین مالی از طریق سهام و بدهی بررسی شده و به غیر از این دو مورد می‌توان به روش‌های دیگری از جمله

بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع برون‌سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۲ (۶)، ۶۵-۸۶.

## References

- Abzari, M., Dastgir, M., & Gholipour, A. (2007). Investigation and analysis of financing methods of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Review of Economics*, 4 (4), 89-73. (in persian).
- Aflatooni, A. (2016). Investigating the effect of financial reporting quality on the relation among collateral assets, financing and investment. *Asset Management & Financing*, 4 (3): 109-124. (in persian). Doi: 10.22108/AMF.2016.20650.
- Aghion, P., Bond, S., Klemm, A., & Marinescu, I. (2004). Technology and financial structure: Are innovative firms different? *Journal of European Economic Association*, 2: 277-288. DOI: 10.1162/154247604323067989.
- Akbar, S., Rehman, S., & Ormrod, P. (2013). The impact of recent financial shocks on the financing and investment policies of UK private firms. *International Review of Financial Analysis*, 26: 59-70. Doi.org/10.1016/j.irfa.2012.05.004.
- Barry, C. B., Mann, S. C., Mihov, V. T., & Rodríguez, M. (2008). Corporate debt issuance and the historical level of interest rates. *Financial Management*, 3, 413-430.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22 (6), 613-673. Doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (2002). Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure. *The Economic Journal*, 112 (477): 32-53. Doi.org/10.1111/1468-0297.00682.
- Chava, S., & Purnanandam, A. (2011). The effect of banking crisis on bank-dependent borrowers. *Journal of Financial Economic*,

- شرایط نوسانات اقتصادی؛ مطالعه موردی: شرکت‌های ساخت خودرو و قطعات. راهبرد مدیریت مالی، ۳ (۸)، ۷۰-۵۱.
- رضایی، ف.، و سیاری، م. (۱۳۹۴). نقش منابع تأمین مالی بر رابطه بین رشد دارایی‌ها و بازده سهام شرکت‌ها. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵ (۱۷)، ۹۵-۱۱۸.
- زنجیردار، م.، و ابراهیمی‌راد، س. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین روش‌های تأمین مالی (منابع خارجی) و بازده سهام. مجله مطالعات مالی، ۲ (۲)، ۱۷۲-۱۵۵.
- فرزین‌وش، الف.، و برخورداری، س. (۱۳۸۹). تجارب جهانی مقابله با بحران مالی و آموزه‌هایی برای اقتصاد ایران. تازه‌های اقتصاد، ۸ (۱۲۷)، ۱۱۶-۱۴۱.
- کیمی‌گری، ع.، و نبوی، م. (۱۳۹۷). ارائه الگوی جامع پشتیبان تصمیم برای ساختار سرمایه شرکتی (شرکت‌های شیمیایی بورس اوراق بهادار تهران). فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶ (۱)، ۱۵۸-۱۳۷.
- لاری‌دشت‌بیاض، م.، صالحی، م.، و سخاوت‌پور، م. (۱۳۹۷). بررسی رابطه محدودیت مالی، ساختار دارایی‌ها و تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶ (۱)، ۱۸۱-۱۹۶.
- متین‌فرد، م.، و قوشایی‌قوچق، د. (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه با ارزش وثیقه‌ای دارایی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. سومین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت. ملا نظری، م.، حجازی، ر.، و صحرایی، م. (۱۳۸۹).

- 137-158. (in Persian). Doi: 10.22108/AMF.2018.102855.1067.
- Koralalage, W. B. Y. (2016). CFOs' views on corporate financing decisions: Evidence from emerging market of Sri Lanka. *Qualitative Research in Financial Markets*, 8 (4), 331-358. Doi.org/10.1108/QRFM-12-2014-0031.
- Lari Dashtbayaz, M., Salehi, M., & Sekhavatpoor, M. (2018). The relationship between financial constraints, the structure of assets and financing in companies listed in Tehran Stock Exchange. *Asset Management and Financing*, 6 (1), 181-196. (in Persian). Doi: 10.22108/AMF.2017.21332.
- Lemmon, M., & Roberts, M. R. (2010). The response of corporate financing and investment to changes in the supply of credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 555-587.
- Lemmon, M., Roberts, M. R., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *Journal of Finance*, 63 (4), 1575-1608. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01369.x.
- Lin, H., & Paravisini, D. (2010). The effect of financing frictions on firm cash policy, cash flows and risk premium. Working paper. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1594121>. doi.org/10.2139/ssrn.1594121.
- Matinfard, M., & Qvshayy Qujeq, D. (2015). The relationship between capital structure and collateral value of assets and performance of the companies listed in Tehran Stock Exchange. The third National Conference on Accounting and Management. (in Persian).
- Mollanazari, M., Hejazi, R., & Sahraei, M. (2010). Investigation of the relations between financing methods (external sources) with the success and unsuccess of firms listed on Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting & Auditing Research*, 2 (6), 65-86. (in Persian).
- Moradi, A., & Paulet, E. (2019). The firm-specific determinants of capital structure – an empirical analysis of firms before and during the euro crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 99, 116-135. Doi: org/10.1016/j.jfineco.2010.08.006.
- Choi, H., & Suh, J. (2017). Investment financing: Evidence from Korea. *Accounting and Finance*, 57 (S1), 147-184. Doi: org/10.1111/acfi.12143.
- Covas, F., & Wouter, D. H. (2007). The cyclical behavior of debt and equity finance. *American Economic Review*, 101 (2), 877-899. Doi: 10.1257/aer.101.2.877.
- Daghani, R., Etemadi, H., Azizkhani, M., & Anvary Rostamy, A. A. (2015). The financing decisions and managerial market timing evidence from Tehran Stock Exchange. *Asset Management and Financing*, 3 (3), 21-36. (in Persian).
- Farzinvas, A., & Barkhordar, S. (2010). Global trade to counter the financial crisis and some lessons for Iranian economy. *Tazehaye-Eghtesad*, 8 (127), 116-141. (in Persian).
- Fitzsimmons, J. R., Steffens, P., & Douglas, E. (2005). Growth and profitability in small and medium sized Australian firms, Working Paper.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67 (2), 217-248. Doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0.
- Gilson, S. C., John, K., & Lang, L. H. P. (1990). Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics*, 27, 315-353. Doi.org/10.1016/0304-405X(90)90059-9.
- Jermias, J., & Yigit, F. (2019). Factors affecting leverage during a financial crisis: Evidence from Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 19 (2), 171-185. Doi.org/10.1016/j.bir.2018.07.002.
- Khodaei Valahzagh, M., & Salimi Aghalotfali, M. H. (2014). To survey the relationships between different methods of financing and stock returns in Tehran Stock Exchange. *New Research in Accounting*, 2 (4): 69-80. (in Persian).
- Kimiagari, A. M., & Nabavi, M. (2018). An integrated decision support model for firms' capital structure (case study: Chemical companies in Tehran Stock Exchange). *Asset Management and Financing*, 6 (1),



- Accounting*, 5 (1), 95-118. (in Persian).  
Doi: 10.22051/JERA.2015.652.
- Rezagharehbagh, R., & Mohammadi, P. (2015). Impact of financing approach on corporate's financial performance in economic fluctuations (case study of automotive industry). *Journal of Financial Management Strategy*, 3 (1), 51-70. (in Persian). Doi: 10.22051/JFM.2015.1958.
- Van Hoang, T. H., Gurău, C., Lahiani, A., & Seran, T. L. (2018). Do crises impact capital structure? A study of french micro-enterprises. *Small Business Economics*, 50 (1), 181-199. Doi: 10.1007/s11187-017-9899-x.
- Wille, D., Hoffer, A., & Miller, S. M. (2017). Small-Business financing after the financial crisis – lessons from the literature. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, 6 (3), 315-339. Doi.org/10.1108/ JEPP-D-17-00005.
- Zanjirdar, M., & Ebrahimi Rad, S. (2009). Surveying the relationship between external corporate financing and stock return. *Financial Knowledge of Security Analysis*, 2 (2), 155-172. (in Persian).
- Zavertiaeva, M., & Nechaeva, L. (2017). Impact of market timing on the capital structure of russian companies. *Journal of Economics and Business*, 92, 10-28. Doi.org/10.1016/j.jeconbus.2017.04.001.
- (150-161).Doi.org/10.1016/j.ribaf. 2018. 07.007.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39 (3), 575-592. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x.
- Ozkan A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel aata. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (1-2), 175-198. Doi.org/10.1111/1468-5957.00370.
- Provanka, N., Li, X., Yuan, Q., & Chan, K. C. (2014). Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 25, 419-434. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.01.006.
- Rajagopal S. (2010). The portability of capital structure theory: Do traditional models fit in an emerging economy? *Journal of Finance and Accountancy*, 5, 1-17.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460. Doi: 10.3386/w4875.
- Rezaei, F., & Sayyari, M. S. (2015). The role of financing resources in the relation between assets growth and firm's stock return. *Journal of Empirical Research in*

