

## بررسی نقش رقابت و راهبری شرکتی بر سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه

فاطمه ژولانه‌زاد<sup>۱</sup>، \* وحید بخردی نسب<sup>۲</sup>، مهدی عرب صالحی<sup>۳</sup>

۱. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، مدرس دانشگاه آزاد

۲. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه صنعتی اصفهان

۳. دانشیار، گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان

دریافت: ۹۴/۰۱/۲۱ پذیرش: ۹۵/۵/۳۰

## The Role of Competition and Corporate Governance on the Speed of Adjustment of Financial Leverage in the Capital Market

Fatemeh Jolanezhad<sup>1</sup>, \*Vahid Bekhradi Nasab<sup>2</sup>, Mahdi Arab Salehi<sup>3</sup>

1. M.A in Accounting, Azad University

2. M.A in Accounting, Isfahan University of Technology

3. Associate Professor, Department of Accounting, Isfahan University

Received: 10/ April /2015

Accepted: 20/August/2016

## Abstract

The purpose of this study is to investigate the role of competition and corporate governance on the adjustment speed of financial leverage in the capital market. In this regard, a sample consisted of 175 firms listed on the Tehran Stock Exchange during the five-year period (2011-2015) were selected. The mentioned firms first based on the Herfindahl-Hirschman Index (HHI) were divided into two general groups (firms with high and low competition). Afterward each of them, based on corporate governance index, was divided into two sub-groups (strong and weak corporate governance). Then, the adjustment speed of financial leverage financial leverage was fitted in all four portfolios and the estimated results were compared. The multivariate regression analysis using panel data was used to test the hypothesis. The results indicated that the considered firms in all four portfolios moved toward leverages goals by different speeds. But, the cost of these adjustments did not permit managers to change the ratio of financial leverages, under competition condition. The lag of the adjustment speed of financial leverage and the lag of on time change in the financial leverage harmed management. Indeed, market competition was caused the management weakness problem was aggravated.

**Key Words:** Market Competition, Corporate Governance, Adjustment Speed, Financial Leverage, Industrial Economics.

JEL: O16, L2

## چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی نقش رقابت و راهبری شرکتی بر سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه است. بدین منظور نمونه‌ای مشتمل بر ۱۷۵ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی پنج ساله (۱۳۹۴-۱۳۹۰) انتخاب گردید. شرکت‌های مذکور نخست بر اساس شاخص هرfindahl-هیرشمن (HHI) به دو گروه کلی (شرکت‌هایی با رقابت زیاد و کم) و سپس هر یک از این دو گروه کلی، بر اساس شاخص راهبری شرکتی، به دو گروه فرعی (راهبری شرکتی قوی و ضعیف) تقسیم شدند. پس از آن، سرعت تعدیل اهرم مالی در هر چهار پرتفوی برآزش و نتایج تخمین با یکدیگر مقایسه شد. برای آزمون فرضیه از تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره با استفاده از روش داده‌های پانلی استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که شرکت‌های مورد بررسی در هر چهار پرتفوی با سرعت‌های مختلفی به سمت اهرم‌های هدفشان حرکت می‌کنند. ولی هزینه‌های این تعدیل به مدیران اجازه نداده تا در شرایطی که بازار رقابتی است، نسبت اهرم مالی شرکت را تغییر دهند. تاخیر در سرعت تعدیل اهرم مالی و تأخیر در تغییر به موقع اهرم مالی به مدیریت ضربه وارد کرده است. در واقع، رقابت در بازار باعث تشدید مشکل ضعف مدیریتی شرکت‌ها شده است.

**واژه‌های کلیدی:** رقابت در بازار، راهبری شرکتی، سرعت تعدیل اهرم

مالی، اقتصاد صنعتی.

طبقه‌بندی JEL: O16, L2

\*Corresponding Author: Vahid Bekhradi Nasab

Email: bekhradinasab@gmail.com

\*نویسنده مسئول: وحید بخردی نسب

## ۱. مقدمه

هدف اصلی مطالعه حاضر بررسی سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه است. اهرم مالی عبارت است از نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها که به عنوان معیاری برای تعیین ساختار سرمایه در شرکت‌ها استفاده می‌شود. این معیار، شاخصی جهت برآورد ریسک مالی شرکت و توان پرداخت بدهی‌ها محسوب می‌شود (نوروش و دیلمی، ۱۳۸۴). ساختار سرمایه، ترکیبی از نسبت بدهی یا اهرم مالی و حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها برای تأمین مالی دراز مدت دارایی‌هاست که شامل بدهی‌های درازمدت، سهام ممتاز و سهام عادی است. در این میان، حرکت به صورت تدریجی و آهسته رفتار تأمین مالی شرکت‌ها توسط تعدیل جزئی به سمت یک نسبت هدف بلندمدت را تنظیم سرعت اهرم مالی گویند (کوهر و راهول<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). در اغلب مواقع شرکت‌ها از اهرم مالی هدفشان، انحراف پیدا می‌کنند و ممکن است زمانی اقدام به تعدیل اهرم مالی کنند که مزایای این تنظیم و تعدیل اهرم مالی بیش از هزینه‌های آن باشد. بر اساس نظریه توازن پویا می‌توان استدلال کرد که هر یک از شرکت‌ها با توجه به ویژگی‌های خاص خود، با هزینه‌های تعدیل متفاوتی مواجه بوده و در نتیجه با سرعت‌های متفاوتی به سمت اهرم هدفشان حرکت می‌کنند. بحث در مورد چگونگی انتخاب و تعدیل ترکیب منابع مالی شرکت‌ها و سرعت تنظیم اهرم مالی و تطبیق آن، از مدت‌ها پیش مورد توجه بسیاری از صاحب‌نظران و اقتصاددانان مالی بوده و هنوز هم منشأ بحث‌های فراوانی است. در میان نظریه‌های مطرح شده در این حوزه، نظریه توازن بیان می‌کند که شرکت‌ها بر اساس تعادل و تساوی میان مزایای مالیاتی و هزینه‌های ناشی از بدهی، نسبتی را برای اهرم مالی مشخص می‌کنند و بر اساس این نسبت که به نسبت سرمایه هدف معروف است، ساختار سرمایه‌شان را تعدیل و تنظیم می‌کنند. به عبارتی تصمیم‌گیری در خصوص انتخاب نوع تأمین مالی و ساختار سرمایه نظیر استفاده از وام‌های بانکی (اهرم مالی) و (انتشار سهام یا حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها) برای مدیران امری مشکل است؛ زیرا تصمیم‌گیری در خصوص اینکه چه زمانی وام بگیرند و چه وقت سهام منتشر کنند، از تصمیم

های مرتبط با راهبردهای کسب و کار شرکتی است. چرا که انتخاب هر کدام از این طرق تأمین مالی، بستگی به شرایط بازار و شرایط راهبردی شرکت دارد. اگر شرکت در شرایط رقابتی باشد، تأمین مالی از طریق انتشار سهام امری اشتباه بوده و هنگامی که مدیران نظام‌های راهبری قوی برای شرکت‌ها اتخاذ می‌کنند، تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی امری غیر قابل اجتناب برای شرکت است. در چنین حالتی، شرکت‌ها باید نسبت اهرم مالی شرکت خود را با سرعت تغییر دهند. به تفسیری دیگر در شرایطی که بازار رقابتی بوده و شرکت از تأمین مالی از طریق انتشار سهام استفاده می‌کند، اهرم مالی را باید با سرعت بالا تغییر دهد و برطبق تسهیلات مالی یا اهرم‌های مالی تنظیم کند؛ یعنی تمرکز تأمین مالی بر نسبت‌های اهرمی و تسهیلات بانکی باشد.

به طور کلی، پژوهش‌های انجام شده در زمینه تنظیم سرعت اهرم مالی به دو بخش تقسیم می‌شود. بخش اول: عواملی که بر سرعت تنظیم ساختار سرمایه اثر می‌گذارند. بخش دوم: تأثیر سرعت تنظیم ساختار سرمایه در شرکت‌هایی با رقابت بالا و پایین با نظام‌های متمایز راهبری قوی و ضعیف را بررسی می‌کند. بیشتر پژوهش‌های انجام شده مربوط به بخش اول است و مطالعات اندکی در خصوص سرعت تنظیم ساختار سرمایه در شرکت‌هایی با نظام راهبری قوی، ضعیف و رقابت بالا و پایین صورت پذیرفته است. انتخاب اهرم مالی مناسب، معیاری برای ساختار سرمایه بوده و از اهمیت بالایی برخوردار است؛ زیرا می‌تواند تأثیر به‌سزایی بر مزیت‌های رقابتی موجود در بازار سرمایه بگذارد، به گونه‌ای که در صنعتی بالا بودن نسبت اهرم مالی، سبب افزایش توان رقابتی و در صنعتی دیگر سبب کاهش توان رقابتی می‌شود. اگر چه در مورد نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه شرکت مطالعات زیادی انجام گرفته است؛ اما نقش سرعت تنظیم ساختار پویای سرمایه در شرکت‌هایی با ساختارهای متفاوت راهبری شرکتی و رقابت، کمتر بررسی شده است. انتظار می‌رود که رقابت، باعث تشدید مشکل ضعف مدیریتی و به دنبال آن موجب کاهش سرعت و روند ایجاد تغییرات در شرکت‌هایی با ساختار سرمایه ضعیف شود. این کاهش باعث افزایش میزان سطح اختلاف سرعت تغییرات بین شرکت‌های با ساختار سرمایه قوی و ضعیف خواهد شد. این

صورت می‌گیرد. همچنین آن‌ها الگوهایی از اختلاف سرعت تطبیق و تعدیل ساختار سرمایه در میان شرکت‌های بزرگ و کوچک مشاهده کردند. رابرتس<sup>۱</sup> (۲۰۰۱)، تغییرات شرکت‌ها را مطالعه کرده و ادعا می‌کند که ساختار سرمایه و اهرم مالی مورد نظر شرکت، در طول زمان دستخوش تغییر می‌شود. بنابراین مدل‌های ایستا قدرت کافی برای توضیح تغییرات ساختار سرمایه ندارند. فاما و فرنچ<sup>۲</sup> (۲۰۰۲) به شواهدی دال بر تطبیق آرام نسبت بدهی شرکت‌ها به سمت نسبت‌های هدف دست یافتند. تخمین آن‌ها از سرعت حرکت شرکت‌ها برای تطبیق ساختار سرمایه دامنه‌ای معادل ۷ تا ۱۸ درصد در سال است.

لیری و رابرتز<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) برای پاسخ به این سؤال که شرکت‌ها، ساختار سرمایه خود را تعدیل می‌کنند یا خیر و آیا سیاست‌های تأمین مالی آن‌ها با رفتار تعدیل دینامیک سازگار است یا خیر، بیان می‌کنند که بیشتر بررسی‌های قبلی به‌طور ضمنی این تعدیل را بدون هزینه فرض کرده‌اند. در این حالت، شرکت‌ها قادر خواهند بود به‌طور پیوسته ساختار سرمایه خود را به سمت اهرم بهینه تعدیل کنند. حال آنکه در حضور چنین هزینه‌هایی، پاسخ فوری به انحرافات همواره بهترین سیاست نخواهد بود. لذا آن‌ها هزینه‌های تعدیل را با سه سناریوی مختلف و شبیه‌سازی نسبت‌های اهرمی در هر یک از این سناریوها معرفی کردند. لیری و رابرتس (۲۰۰۶) به این نتیجه رسیدند که تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها با فرضیه تعدیل دینامیک اهرم، سازگاری دارد. همچنین نتایج بررسی کیهان و تیتمن<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) نشان داد که شرکت‌ها طوری رفتار می‌کنند که گویی دارای نسبت‌های بدهی هدف هستند، اما جریان‌های نقدی، نیازهای سرمایه‌گذاری و تغییرات قیمت سهام موجب انحراف قابل ملاحظه از این نسبت‌های هدف می‌شود. نتایج آن‌ها حاکی از تلاش شرکت‌ها برای برگشت به سمت نسبت‌های هدف است. هر چند این حرکت با نرخ معادل ۸ تا ۱۰ درصد در سال نسبتاً آهسته صورت می‌گیرد. به‌طور کلی در رابطه با ساختار سرمایه و اهرم مالی، پژوهش‌های مختلفی در بازار سرمایه صورت گرفته است که همگی سعی در تبیین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه و یا تعیین چگونگی رابطه عاملی خاص با ساختار سرمایه داشته‌اند. در بین این عوامل، نظام راهبری شرکتی و رقابت در بازار سرمایه از مهم‌ترین عواملی

پژوهش سعی در بررسی این اثر را دارد. هدف نهایی پژوهش، بررسی نقش رقابت و راهبری شرکتی بر سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه و ساختار سرمایه پویا است. در ادامه، پس از بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها و روش‌شناسی ارائه می‌شود. سپس یافته‌های تجربی تشریح شده و در بخش آخر، نتیجه‌گیری و پیشنهادها بیان خواهد شد.

## ۲. مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ممکن است شرکت‌ها در بازارهای غیر رقابتی نسبت به بازارهای رقابتی، به دلیل محدودیت‌های مالی ناشی از تکمیل ظرفیت بدهی و اهرم مالی، بیشتر در معرض خطر خروج از بازار سرمایه قرار گیرند. همچنین ریسک خروج بازار سرمایه در شرکت‌هایی با راهبری ضعیف‌تر بیشتر از شرکت‌هایی با راهبری قوی‌تر است. این در حالی است که ممکن است شرکت‌های رقیب، با چنین محدودیتی مواجه نباشند. بر این اساس، انتخاب ساختار مطلوب سرمایه و سرعت تطبیق و تنظیم آن در بازار و شیوه‌های مختلف تأمین مالی و اهرم مالی، دغدغه اصلی مدیران مالی شرکت‌هاست. در هر شرکتی، ساختار سرمایه نامناسب، زمینه‌های مختلف فعالیت شرکت را متأثر کرده و می‌تواند به بروز مسائلی نظیر ناکارایی در بازاریابی محصولات، ناتوانی در به‌کارگیری مناسب نیروی انسانی و اختلال در نظام راهبری شرکتی و موارد مشابه منجر شود. از سوی دیگر، پژوهش‌های قبلی نشان داده است که باتوجه به مشکلات تئوری‌های سنتی ساختار سرمایه، یکی از عوامل تأثیرگذار بر مسائل اهرم مالی و تأمین مالی شرکت‌ها، ضعیف بودن راهبری شرکت‌ها و غیررقابتی بودن برخی از شرکت‌ها در مقابل دیگر شرکت‌هاست. در ادامه، ارتباط چارچوب نظری نقش رقابت و راهبری شرکتی بر سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه بررسی شده است.

### ۲-۱. سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه

جلیلوند و هریس (۱۳۹۴) با این فرض که رفتار تأمین مالی یک شرکت توسط تعدیل جزئی به سمت یک نسبت هدف بلندمدت قابل تبیین است، تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها را بررسی کردند. این محققین نتیجه گرفتند که شرکت‌ها به سمت نسبت‌های هدف حرکت می‌کنند و به دلیل نواقص بازار مانند هزینه‌های تعدیل، این حرکت به‌صورت تدریجی و آهسته

1. Roberts

2. Fama & French

3. Leary & Roberts

4. Kayhan & Titman

جانبه دست زدند. مدل این دو پژوهشگر نشان داد که ساختار سرمایه شرکتها بر تعادل بازار محصول اثر می‌گذارد. تنگ و لی<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) بر این باورند که رقابت بازار محصولات، مهم‌ترین مکانیزم حاکمیت بیرونی است که به دو صورت راهبرد و حاکمیتی بر افشای اطلاعات توسط شرکتها تأثیر می‌گذارد. ولی یکی از جدیدترین رویکردهایی که اخیراً به‌عنوان زیر شاخه‌ای از نظریه رقابت مطرح شده است، نظریه توازی دینامیک است. نظریه‌ای که فرایند تعدیل ساختار سرمایه شرکتها را در شرایط رقابتی فرایندی هزینه‌بر می‌داند و با در نظر گرفتن هزینه‌های تعدیل، معتقد است که شرکتها در شرایط رقابتی تنها زمانی به اصلاح نسبت‌های اهرمی روی می‌آورند که مزایای این اصلاح بر هزینه‌های آن فزونی یابد. لذا همواره شرکتها با ساختار سرمایه بهینه فعالیت نمی‌کنند، بلکه با شناسایی هزینه‌های تعدیل، دامنه‌ای قابل قبول از اهرم‌ها را تعریف کرده و سعی می‌کنند تا ساختار سرمایه شرکت را در این دامنه حفظ کنند. از مهم‌ترین نتایجی که این نظریه به‌همراه می‌آورد، سرعت حرکت شرکتها در راستای این تعدیل دینامیک است. مطالعات زیادی در سال‌های اخیر، این سرعت را در شرکت‌های مختلف محاسبه کرده و نتایج مختلفی را به‌دست آورده‌اند. مرور ادبیات موجود اهرم مالی و بازارهای عامل محصول و رقابت، مطالعات را به سه دسته کلی تقسیم می‌کند. دسته اول را می‌توان تئوری ذی‌نفعان نامید که به‌دنبال توضیح اثرات ساختار سرمایه ذی‌نفعان غیرمالی شرکت (ازجمله: کارگران، مشتریان، تأمین‌کنندگان و غیره) بر روی بدهی‌های شرکت است. دسته دوم مطالعات که آن را مطالعات ساختار بازار نامیده‌اند، اثرات متقابل ساختارهای بازار و سرمایه را بررسی می‌کند. تحقیقاتی که اثرات ساختار بازار را بر ساختار سرمایه شرکتها بررسی می‌کند، در این دسته قرار می‌گیرند. البته حجم پژوهش‌های انجام گرفته در این دسته بسیار کمتر از دو دسته دیگر است. دسته سوم، مطالعات استراتژی رقابتی شرکتی نامیده می‌شود و تحقیقاتی را در بر می‌گیرد که در آن‌ها ساختار سرمایه طبق یک رابطه دوسویه (همانند دسته قبل) به عامل استراتژی رقابتی شرکت مرتبط می‌شود. آن‌ها مطرح می‌کنند که اکثر پژوهش‌های انجام گرفته در این دسته به دو نتیجه اصلی و در

است که به لحاظ جدید بودن پژوهش در این زمینه، بررسی شده است. چانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) معتقدند که رقابت در بازار سرمایه و راهبری شرکتی بر ساختار سرمایه و سرعت تطبیق و تنظیم اهرم مالی بیشترین اثر را دارد. لذا در ادامه، پژوهش‌های مربوط به هر یک از پارامترهای مزبور به اختصار بیان می‌شود و در این مجال به‌صورتی جامع نسبت به سایر عوامل فوق بحث خواهد شد.

## ۲-۲. رقابت

شرکت‌های مختلف در بازار سرمایه رقابت تنگاتنگی دارند (ابراهیمی، ۱۳۹۰). رقابت در بازار سرمایه اشاره به تلاش شرکتها برای به‌دست آوردن سهم بیشتری از بازار برای خود دارد. به‌عبارتی، رقابت به معنی توان بازار شرکتها تعریف می‌شود. توان بازار به معنی کنترل یک شرکت بر قیمت یا سطح تولید محصولاتش است. در تعریف عملیاتی، توان بازار به معنی توان انحصاری، انحصار چندجانبه یا رقابتی یک شرکت است (پاندی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴). راتیناسامی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۰)، بیان کردند که برای اندازه‌گیری میزان رقابت در بازار محصول می‌توان از شاخص‌های Q توبین<sup>۴</sup>، هرفیندال-هیرشمن<sup>۵</sup> و لرنر<sup>۶</sup> استفاده کرد. لیندنبرگ و راس<sup>۷</sup> (۱۹۸۱)، نیز نشان دادند که از نظر تئوری، شاخص هرفیندال، توانمندترین معیار قدرت بازار شرکت است (لیندنبرگ و راس، ۱۹۸۱). شاخص هرفیندال و هیرشمن رابطه مستقیمی با فروش و درآمد شرکت دارند و افزایش در فروش و درآمد شرکت بیانگر این است که شرکت در رقابت با سایر رقبا موفق بوده که باعث افزایش فروش شرکت نسبت به دیگر شرکتها شده است. لذا شاخص هرفیندال معیاری از قدرت بازار شرکت به‌حساب می‌آید. پژوهش در زمینه ارتباط ساختار سرمایه و رقابت در بازار با پژوهش برنر و لوئیس<sup>۸</sup> (۱۹۸۶) آغاز شده است. آن‌ها بیان کردند که رفتار یک شرکت متأثر از ساختار سرمایه آن بوده و عملکرد بازار شرکت تصمیم‌های مالی آن را متأثر خواهد ساخت. این دو پژوهشگر به منظور آزمون فرضیه‌های خود به طراحی یک مدل بازار انحصار فروش و

1. Chang et al
2. Pandey
3. Rathinasamy et al
4. Tobin's Q
5. Herfindahl-Hirschman Index
6. Lerner
7. Lindenber&Ross
8. Brander & Lewis

بازار سرمایه مطرح شده است (پورحیدری، ۱۳۷۴). مدیران مالی همواره درگیر اتخاذ تصمیم در ارتباط با تأمین مالی با نگرش تحلیل هزینه-منفعت هر روش و نیز تطبیق نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها و نرخ بهره پرداختی هستند. این پدیده به علت ظهور پارادیم نمایندگی و همچنین تغییرات بازده و ریسک ناشی از عملکرد تأمین مالی شرکت‌ها، یکی از چالش‌بر انگیزترین مباحث حوزه بازارهای تأمین سرمایه است. عوامل موثر بر نگرش مدیران مالی در ارتباط با منابع و مصارف سرمایه، چرایی و چگونگی انتخاب منبعی خاص را با توجه به مقتضیات محیط بیرون و نیز پدیده‌های غالب درون شرکتی تعیین می‌کند. در چنین شرایطی، پژوهش حاضر سعی کرده است با تمرکز بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، مقوله سرعت تنظیم ساختار سرمایه را با مقوله رقابت و نظام راهبری مالکیتی و صنعتی متفاوت آنان به منظور ارایه رویکردهایی نوین در عرصه توسعه بازارهای مالی و خلق منابعی خاص باز بینی کند. این نگرش، می‌تواند با رعایت اصولی انطباقی از جمله اصل تطابق و با توجه ویژه به متغیرهای بی‌ثبات محیطی و مزایا و معایب روش‌های مختلف تأمین مالی موجب تعدیل مناسب تصمیم‌های حوزه تأمین سرمایه شرکت‌ها شده و کارایی بازار و اثربخشی شرکت را در پی داشته باشد. از این‌رو، انتخاب نوع تأمین مالی یا اهرم مالی بهینه، معیاری برای ساختار سرمایه بوده و از اهمیت بالایی برخوردار است. زیرا می‌تواند تاثیر به‌سزایی بر مزیت‌های رقابتی موجود داشته باشد، به‌گونه‌ای که بالا بودن اهرم مالی، به توان رقابتی بالاتر منجر خواهد شد (ستایش و جمالیان پور، ۱۳۹۰). تأثیر رقابت در بازار محصول بر ضعف مدیریت و تأثیر راهبری شرکتی بر تصمیم‌های ساختار سرمایه از اهمیت زیادی برخوردار است. اما در مطالعات پیشین به نظر می‌رسد به این مسئله توجه بسیار کمی شده است. بر این اساس در مطالعه حاضر، نقش رقابت و راهبری شرکتی بر سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه بررسی شده است. رقابت در بازار باعث ایجاد انگیزه برای شرکت‌هایی که ساختار حاکمیت ضعیف دارند می‌شود. اگرچه در مورد حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت مطالعات زیادی انجام گرفته است؛ اما اثر رقابت در بازار بر رابطه حاکمیت شرکتی با ساختار سرمایه پویا، کمتر

عین حال متضاد دست یافته‌اند. اول: اهرم، شرکت‌ها را به اتخاذ استراتژی‌های تهاجمی‌تر وادار می‌کند و موجب تشدید رقابت می‌شود. دوم: اهرم، شرکت‌ها را به اتخاذ استراتژی‌های محافظه کارانه‌تر وادار می‌دارد و موجب کاهش رقابت می‌شود. تمرکز این پژوهش بر دسته سوم است و اثر سرعت تنظیم اهرم مالی در شرکت‌های رقابتی را بررسی می‌کند.

### ۲-۳. نظام راهبری شرکتی

نظام راهبری شرکت، سازوکاری است که از طریق آن شرکت‌ها مدیریت و کنترل می‌شوند و بنابراین ابتدا با موضوع‌های مدیریت، مباشرت و نظارت درگیر می‌شود. در نتیجه، نظام راهبری شرکت سازوکاری برای حل مشکلات نمایندگی است. هنگام ارزیابی اثربخشی سازوکارهای نظام راهبری شرکت، برخی از مهم‌ترین معیارهایی که باید مورد توجه قرار گیرند، عبارتند از میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی یا درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره یا درصد مدیران غیرموظف، مادر (اصلی) بودن شرکت مورد نظر، مالکیت (دولتی یا خصوصی بودن) شرکت، درصد سهام شناور آزاد و نوع حسابرس (مشایخ و اسماعیلی، ۱۳۸۵). البته فقط موظف و غیرموظف بودن اعضای هیأت مدیره یا افزایش مالکان نهادی یا دولتی و خصوصی در شرکت و یا نوع حسابرس نمی‌تواند بیانگر قوی یا ضعیف بودن نظام راهبری شرکت باشد. اما از معیارهای بسیار مهمی هستند که در بررسی اثربخشی نظام راهبری شرکت مورد توجه قرار می‌گیرد. نظام راهبری شرکتی مؤثر یا قوی با ایجاد تعادل میان قدرت و انعطاف رویه‌های نظام راهبری قابل دستیابی است. باید در نظر داشت که نظام راهبری خوب به‌تنهایی باعث به وجود آمدن شرکت‌های خوب نمی‌شود. زیرا این مسئله به ماهیت رهبری و استراتژی‌های شرکت نیز بستگی دارد. اما نظام راهبری بد، حتماً باعث نابودی شرکت می‌شود.

### ۲-۴. نقش رقابت و نظام راهبری شرکتی در تبیین

#### سرعت تنظیم ساختار سرمایه

نقش رقابت در بازار محصول بر تصمیم‌های ساختار سرمایه پوشیده نیست و از اهمیت زیادی برخوردار است. ساختار سرمایه، مهم‌ترین عامل مؤثر بر ارزش‌گذاری و جهت‌گیری شرکت‌ها در

شرکت‌هایی می‌شود که ساختار حاکمیت شرکتی آن‌ها قوی و ضعیف است. شرکت‌ها برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران با ایجاد رقابت در بازار محصول نوعی انگیزه برای شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر دارند (چه ساختار سرمایه آن‌ها قوی باشد و چه ضعیف باشد) ایجاد می‌کند. حداکثر کردن ثروت سهامداران باعث افزایش سرعت تعدیل به سمت ساختار سرمایه بهینه می‌شود. منظور از ساختار سرمایه بهینه آن نقطه‌ای است که در آن هزینه کل شرکت به حداقل برسد. انتخاب ساختار سرمایه مطلوب، موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت و افزایش ارزش بازار آن شرکت می‌شود. علاوه بر این، اختلافی در سرعت تنظیم شرکت‌هایی با ساختار حاکمیت ضعیف و قوی ایجاد می‌شود که این اختلاف بیشتر در بین شرکت‌های کوچک فعال در صنایع بسیار رقابتی یافت می‌شود. اقتصاددانان اغلب استدلال می‌کنند که مشکل ضعف مدیریت در درجه اول مربوط به شرکت‌هایی است که در صنایع رقابتی شرکت نمی‌کنند، اما وجود رقابت در صنایع انگیزه قوی برای مدیران ایجاد می‌کند که به‌واسطه آن ضعف مدیریت را کاهش دهند و سود خود را به حداکثر برسانند، در غیر این صورت، شرکت به احتمال زیاد از کسب‌وکار خارج می‌شود.

دانگ و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۲) با استفاده از مدل آستانه‌ای پویا عدم تقارن تعدیلات ساختار سرمایه به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی با کسری مالی و سرمایه‌گذاری بزرگ‌تر و نوسان درآمد کمتر، سریع‌تر به سمت ساختار سرمایه هدف حرکت می‌کنند. جان و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۲) با بررسی مجموعه‌ای جامع از ویژگی‌های شرکت و صنعت مؤثر بر هزینه‌های تعدیل، به این نتایج دست یافتند که شرکت‌ها با سپر مالیاتی غیر بدهی و موجودی نقدی بالاتر سریع‌تر به سمت ساختار سرمایه هدف خود حرکت می‌کنند و شرکت‌هایی با سودآوری، رشد، عمق اطلاعات، اهرم صنعت، محدودیت‌های تأمین مالی و موقعیت نسبی بازار بالاتر با سرعت کمتری به سمت ساختار سرمایه هدف خود حرکت می‌کنند. دانگ و همکاران (۲۰۱۱) بیان می‌کنند که شرکت‌هایی که کسری مالی دارند و سطح اهرم‌شان بالاتر از سطح اهرم هدف قرار دارد، با سرعت بیشتری به سمت اهرم هدف حرکت می‌کنند. آن‌ها همچنین به این نتیجه رسیدند

بررسی شده است. همچنین بررسی‌ها نشان می‌دهد که عوامل درون و برون سازمانی زیادی بر سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه تأثیر می‌گذارند. اما پژوهشی مشاهده نشده است که رابطه رقابت در بازار محصول به‌عنوان مکانیزم خارجی حاکمیت شرکتی را با سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه بررسی کند. در این پژوهش سعی شده که این اثر بررسی شود. البته پژوهش‌های متعددی نظیر آلچن<sup>۱</sup> (۱۹۵۰)، هارت<sup>۲</sup> (۱۹۸۳)، اشمیت<sup>۳</sup> (۱۹۹۷) استدلال کرده‌اند که رقابت در بازار، نیرویی قدرتمند برای غلبه بر مشکلات نمایندگی بین سهامداران و مدیران است. رقابت محصول بادوام، مدیریت را به بهبود عملکرد مالی و اتخاذ بهترین تصمیم‌های آینده وادار می‌کند، به دلیل اینکه انجام ندادن این کارها احتمالاً منجر به ورشکستگی و از دست دادن شغل خواهد شد. شرکت‌هایی که خوب مدیریت می‌شوند، بازار را از شرکت‌های با مدیریت ضعیف، می‌گیرند. رقابت به آشکار شدن بهترین تیم مدیریتی و نظم مدیریت کمک می‌کند (چو و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱). همچنین اقتصاددانان معتقدند که در بیشتر موارد ضعف مدیریتی یکی از اولین مشکلاتی است که شرکت در زمان نبود رقابت در بازار با آن روبه‌رو می‌شود؛ زیرا مدیران در زمان وجود رقابت در صنعت و برای آنکه بتوانند در بازار تجارت باقی بمانند، دارای انگیزه بیشتری برای کاهش نقاط ضعف و بالا بردن سود شرکت هستند. شلیفر و ویشنی<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) ادعا می‌کنند که رقابت در بازار محصول، به احتمال بسیار زیاد، قوی‌ترین نیرویی است که اقتصاد را در جهان به سمت کارایی هدایت می‌کند. پس رقابت، مشکل ضعف مدیریتی را کاهش می‌دهد. این مسئله باعث افزایش سرعت تعدیل در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر می‌شود. در نتیجه، این افزایش باعث تنگ‌تر شدن شکاف سرعت تعدیل بین شرکت‌هایی می‌شود که ساختار حاکمیت قوی و ضعیف دارند. در برخی موارد، رقابت باعث تشدید مشکل ضعف مدیریتی می‌شود که این قضیه موجب کاهش سرعت تعدیل شرکت با ساختار حاکمیت ضعیف می‌شود. در نتیجه، این کاهش به گسترش شکاف سرعت تنظیم بین

1. Alchian

2. Hart

3. Schmidt

4. Cho et al

5. Dangetal

6. John et al

که شرکت‌هایی که سرعت تعدیل بیشتری دارند، سودآوری و فرصت‌های رشد پایین‌تر و دارایی‌های مشهود کمتری دارند و از نظر اندازه، کوچک‌تر هستند.

### ۳. تبیین مدل پژوهشی

این پژوهش، تأثیر رقابت بر رابطه حاکمیت شرکتی با سرعت تعدیل ساختار سرمایه را بررسی می‌کند. بدین منظور، ابتدا شرکت‌های نمونه براساس شاخص‌های رقابت به دو گروه کلی (گروه شرکت‌های با رقابت زیاد و کم) تقسیم‌بندی شده است. سپس هر گروه براساس شاخص راهبری شرکت جی به دو گروه فرعی تفکیک شده است (گروه با حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف). حاصل این رتبه‌بندی، چارک‌بندی شرکت‌های نمونه از میزان حاکمیت شرکتی قوی به ضعیف خواهد بود.

جهت بررسی میزان تأثیر رقابت، باید سرعت تعدیل شرکت‌ها را در دو گروه صنعت با رقابت کم و زیاد و با میزان حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی، اندازه‌گیری و مقایسه کرد. در این پژوهش از مدل تعدیل جزئی کاهش یافته فلنری و رانگان (۲۰۰۶) به‌عنوان ابزاری برای تخمین و اندازه‌گیری میزان ضریب سرعت تغییرات (تعدیل) شرکت استفاده می‌شود. در این مدل در اولین مرحله بررسی می‌شود که آیا این امکان وجود دارد که شرکت‌ها در طول دوره فعالیت خود میزان نسبت بدهی موردنظر (مطلوب) خود را تغییر دهند یا خیر. بدین منظور باید همبستگی و ارتباط متغیر اهرم مالی شرکت (متغیر وابسته) با متغیرهای مستقل راهبری شرکتی و ویژگی‌های شرکت بررسی شود. در نتیجه، نسبت ساختار سرمایه مطلوب شرکت به‌وسیله متغیر  $(LEV_{i,t+1}^*)$  و به کمک مدل رگرسیونی رابطه (۱) اندازه‌گیری می‌شود.

$$LEV_{i,t+1} = \alpha Gov_{i,t} + \beta Control_{i,t} + \varepsilon_{1i,t+1} \quad (1)$$

در رابطه فوق:

$LEV_{i,t+1}$ : نسبت اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t+1$  است که از شاخص اهرم مالی بازار برای محاسبه آن استفاده می‌شود.

$Gov_{i,t}$ : متغیر حاکمیت شرکتی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$Control_{i,t}$ : مشخصات شرکت  $i$  در سال  $t$  که حاوی هشت

نسبت مالی است.

در دومین مرحله، اندازه‌گیری می‌شود که چگونه شرکت‌ها نسبت اهرم مالی خود را به سرعت به سمت نسبت اهرم مالی مطلوب تغییر می‌دهند. پژوهش‌ها نشان داده که اگرچه شرکت‌ها در صورت نبود هرگونه مخالفت و مقاومتی می‌توانند به‌سرعت به سطح اهداف مدنظر خود برسند، اما نمی‌توانند هزینه‌های ناشی از رسیدن به سطح تغییر (تعدیل) مطلوب را نادیده بگیرند. به‌علاوه در اکثر موارد رسیدن به تمام تغییرات هدف و ادامه این روند، کاری دشوار و در برخی موارد امکان‌پذیر نخواهد بود. همانند پژوهش‌های فاما و فرنچ (۲۰۰۲) و کیهان و تیمان (۲۰۰۷)، در این پژوهش نیز از مدل استاندارد تعدیل جزئی و به شکل مدل رگرسیون رابطه (۲) استفاده می‌شود.

$$LEV_{i,t+1} - LEV_{i,t} = \lambda(LEV_{i,t+1}^* - LEV_{i,t}) + \varepsilon_{2i,t+1} \quad (2)$$

در مدل فوق:

$LEV_{i,t+1} - LEV_{i,t}$ : میزان اختلاف سطح اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  و  $t+1$  است.

$\lambda$ : ضریب تغییرات (نسبت میزان انحراف) سطح مطلوب اهرم مالی (حاصل از تعدیل) از سطح اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  و  $t+1$  است.

$LEV_{i,t+1}^*$ : نسبت ساختار سرمایه مطلوب شرکت  $i$  در سال  $t+1$  است (همان مدل رگرسیون رابطه (۱) است).

$\varepsilon_{2i,t+1}$ : باقیمانده مدل رگرسیون (۲) که جزء اخلاص مدل دو تعریف می‌شود.

در مرحله اول و با کمک مدل فلنری و رنگان (۲۰۰۶) سرعت تغییرات اندازه‌گیری می‌شود و در مرحله دوم و با کمک مدل فاما و فرنچ سطح تغییرات اهرم مالی قابل اندازه‌گیری است. حال با ترکیب مدل رگرسیون رابطه (۱) و رابطه (۲)، مدل کاهش یافته تعدیل جزئی ساختار سرمایه پویا<sup>۱</sup> (آستانه‌ای) به شکل رابطه (۳) به‌دست می‌آید.

1. Reduced-form dynamic partial adjustment capital structure model

#### ۴-۱. سرعت تعدیل اهرم مالی (leverage adjusted Speed)

در این پژوهش از نسبت اهرم مالی بازار به عنوان شاخص اصلی سنجش سرعت تغییرات ساختار سرمایه و اهرم استفاده شده است. یکی از دلایل اینکه از ارزش بازار اهرم مالی استفاده شده، این است که ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام فقط به عنوان یک عدد برای متعادل ساختن سمت چپ و راست ترازنامه استفاده می‌شود. این عدد حتی ممکن است برای شرکت‌هایی که ضعف مدیریتی دارند، یک عدد منفی باشد. به علاوه، ارزش دفتری برخی از شرکت‌ها به‌ویژه شرکت‌های کوچک ممکن است، با ارزش‌های بازار ارتباط و همبستگی کمی داشته باشد (فلنری و رنگان<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). به منظور اثبات این مسئله که نسبت‌های بدهی مبتنی بر ارزش بازار بهتر می‌توانند میزان مالکیت نسبی اعتباردهندگان و سهامداران شرکت را توصیف کنند، ویلچ<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) از میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده کرد. همچنین در بسیاری از پژوهش‌ها نظیر هوواکیمیان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۱)، ولچ (۲۰۰۴) و لری و روبرتز (۲۰۰۵) که ساختار سرمایه شرکت‌ها را بررسی کرده‌اند از نسبت‌های ارزش بازار برای محاسبه اهرم مالی استفاده شده است. بنابراین در این پژوهش نیز همانند مطالعات چانگ و همکاران (۲۰۱۴)، برای اندازه‌گیری دقیق‌تر سرعت تغییرات ساختار سرمایه و اهرم مالی از شاخص اهرم مالی بازار استفاده شده که به شرح رابطه (۴) به‌دست می‌آید.

$$MLEV_{it} = \frac{D_{it}}{P_{i,t} + OS_{i,t} + P_{i,t}} \quad (4)$$

در رابطه فوق:

$D_{i,t}$ : جمع کل ارزش دفتری بدهی‌های بهره‌دار شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$OS_{i,t}$ : جمع کل سهام عادی در دست سهامدار شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$P_{i,t}$ : قیمت هر سهم شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

#### ۴-۲. راهبری شرکتی (G-Index)

همان‌طور که پژوهش‌ها نشان داده‌اند، در صورت وجود رابطه نمایندگی بین اعضای درون سازمانی (مدیران شرکت و

$$LEV_{i,t} = \lambda \alpha GINDEX_{i,t} + \lambda \beta X_{i,t} + (1 - \lambda) LEV_{i,t-1} + v_{i,t} \quad (3)$$

در مدل فوق:

$1 - \lambda$ : ضریب متغیر اهرم مالی در دوره قبل است (که  $\lambda$  همان نسبت انحراف سرعت تعدیل اهرم مالی مطلوب از اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  و  $t+1$  است). این ضریب بین صفر و یک قرار دارد. مقدار ( $\lambda=1$ ) نشان می‌دهد که شرکت به‌طور کامل تعدیل یافته است. در حالی که مقدار ( $\lambda < 1$ ) حاکی از وجود هزینه‌های تعدیل و نسبت اهرم مالی نامطلوب و پیوسته است. مشروط بر اینکه ( $\lambda > 0$ ) باشد، آنگاه باید انتظار داشت که فاصله (اختلاف) بین سطح اهرم مالی واقعی و مطلوب در طول زمان کاهش یابد.  $v_{i,t}$ : مولفه خطای یک سویه که شامل اثرات ثابت منحصر به فرد شرکت  $i$  و باقیمانده جزء خطا  $\epsilon_{i,t}$  است.  $\lambda$  نشان می‌دهد که شرکت‌ها به‌طور معمول در هر سال چند درصد از شکاف میان اهرم واقعی و سطح اهرم هدفشان را جبران می‌کنند ( $0 < \lambda < 1$ ).

در مدل‌های بالا باید ابتدا در مدل (۱) مقادیر اهرم مالی ( $LEV_{i,t}+1$ ) مشخصات شرکت ( $X_{i,t}$ ) و شاخص جی ( $Gov_{i,t}$ ) محاسبه و جایگزین می‌شوند. سپس در مدل (۲) برای متغیر مستقل سطح اهرم مالی مطلوب ( $LEV_{i,t}^* + 1$ ) رگرسیون (۱) جایگزین شده تا مدل رگرسیون (۳) ایجاد شود. همان‌طور که در مدل رگرسیون (۳) مشخص است متغیر  $LEV^*$  وجود ندارد. در واقع با ترکیب مدل (۱) و (۲) این متغیر اثر خود را با کمک جزء اختلال مدل‌ها منتقل می‌کند. در نهایت، می‌توان نتیجه گرفت که مقدار  $LEV^*$  ذاتاً با خطا محاسبه می‌شود که باعث برآورد مغرضانه از سرعت تعدیل در هر دو مدل می‌شود.

#### ۴. متغیرها و روش اجرای پژوهش

این پژوهش به لحاظ هدف، کاربردی و از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی-همبستگی است. داده‌های این پژوهش از طریق مراجعه به صورت‌های مالی در سایت بورس اوراق بهادار تهران و همچنین بهره‌گیری از نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شده و نحوه سنجش هر کدام به شرح زیر است.



به کل تعداد اعضای هیأت مدیره تقسیم شده تا درصد اعضای غیرموظف محاسبه شود. سپس میانگین کل این متغیر برای یک دوره پنج ساله محاسبه می‌شود. برای شرکت‌هایی که دارای درصد اعضای غیرموظف بالاتری نسبت به میانگین بودند، ارزش یک و برای بقیه ارزش صفر داده می‌شود.

### میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی (INSTOWN)

این متغیر نشان دهنده درصد سهام تحت تملک بزرگ‌ترین سهامدار شرکت است که در اکثر موارد از یادداشت‌های ضمیمه صورت‌های مالی اساسی شرکت‌ها و یا صورت جلسات مجامع عمومی، این شاخص به دست می‌آید. در این تحقیق، به شرکت دارای سه سهامدار نهادی که مجموع درصد سهام آن‌ها بالای ۵۰ درصد باشد، ارزش یک و برای مابقی ارزش صفر لحاظ می‌شود.

### مادر (اصلی) بودن شرکت مورد بررسی (PARENT)

این متغیر نشان می‌دهد که آیا شرکت مورد بررسی در کنترل شرکت دیگری می‌باشد یا خیر. این متغیر با مقدار صفر و یک نشان داده شده است. بدین صورت که اگر شرکت مورد بررسی، شرکت مادر باشد به آن ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر به آن تعلق می‌گیرد.

### مالکیت (دولتی یا خصوصی بودن) شرکت (OWNTYPE)

این متغیر بیانگر این است که آیا سهامدار دارای کنترل (سهامدار عمده) دولت، نهادها و شرکت‌های دولتی و شبه دولتی می‌باشند یا خیر. این متغیر با مقادیر صفر و یک نشان داده شده است. بدین معنا که اگر شرکت مورد بررسی، خصوصی باشد به آن ارزش یک و اگر دولتی باشد به آن ارزش صفر داده می‌شود.

### درصد سهام شناور آزاد (FLOATSHARE)

منظور از سهام شناور آزاد مقدار سهمی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد؛ یعنی در مالکیت دارندگانی است که آماده‌اند در صورت اخذ قیمت مناسب، آن‌را برای فروش عرضه کنند. در این پژوهش، برای شرکت‌هایی که میزان سهام شناور آن‌ها کوچک تر از میانگین کل نمونه در یک دوره ۵ ساله بوده‌اند ارزش یک و برای بقیه ارزش صفر در نظر گرفته می‌شود.

### نوع حسابرسی (AUD)

این شاخص نشان دهنده آن است که صورت‌های مالی اساسی شرکت، توسط کدام گروه از حساب‌رسان مورد حسابرسی و بررسی قرار

سهامداران اصلی) و برون سازمانی (سهامداران اقلیت) سیاست‌های شرکت دچار تحریف شده که این مسئله در نهایت منجر به کاهش عملکرد و سوددهی شرکت می‌شود. با توجه به اینکه انعطاف پذیری مدیریتی با بدهی محدود می‌شود، جنسن<sup>۱</sup> (۱۹۸۶) در پژوهش خود بیان کرده که چون بدهی‌ها توانایی و قدرت انعطاف‌پذیری مدیر را کاهش می‌دهد، در نتیجه مدیران منفعت طلب در این شرایط از هر گونه تصمیم‌گیری در زمینه ساختار سرمایه اجتناب خواهند کرد که باعث افزایش ثروت سهامداران شود. بنابراین، اهرم مالی نه تنها تحت تأثیر شرایط و ویژگی‌های خاص یک شرکت تغییر می‌کند، بلکه اختلافات مدیران و سهامداران نیز بر آن تأثیر خواهد گذاشت. در این پژوهش، از شاخص جی<sup>۲</sup> به عنوان شاخص راهبری شرکتی و تعیین اهرم مالی استفاده می‌شود. از این شاخص در بسیاری از پژوهش‌ها برای اندازه‌گیری میزان ارزش و حقوق سهامداران یک شرکت استفاده می‌شود، همان‌طور که گامپرز و همکارانش<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) اشاره کرده‌اند، هزینه‌های نمایندگی احتمالاً با ارزش حقوق سهامداران ارتباط عکس دارد؛ بدین معنی که حقوق ضعیف سهامداران بر مدیریت قوی شرکت دلالت دارد. شرکت‌هایی که حقوق سهامداران آن‌ها مورد توجه قرار نمی‌گیرد، احتمالاً اختلاف زیادی را میان مالکیت و کنترل شرکت تجربه می‌کنند که در نهایت به تضاد منافع میان سهامداران و مدیران ختم می‌شود. از آنجایی که اهرم مالی با هزینه‌های نمایندگی ارتباط دارد و این هزینه‌ها با حقوق سهامداران مرتبط است، شاخص جی می‌تواند یک معیار مناسب برای تعیین سطح تضاد منافع باشد؛ لذا در این پژوهش برای اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی از شاخص جی استفاده می‌شود. این شاخص حاوی شش معیار است که در ادامه معرفی شده است.

### نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره (OUTRATIO)

این متغیر نشان دهنده نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره است. مدیر غیرموظف، عضو پاره وقت هیأت مدیره و فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت است. به منظور اندازه‌گیری این متغیر، ابتدا تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره از صورت‌جلسات مجامع عمومی برای کلیه شرکت‌های مورد نظر جمع‌آوری و سپس

1. Jensen

2. G-Index

3. Gompers et al

حاکی از وجود فرصت‌های زیاد سرمایه‌گذاری آتی است که در نتیجه، شرکت برای حفظ آن‌ها باید به کنترل اهرم مالی خود توجه داشته باشد. دوم: برطبق تئوری «سلسله مراتب»، با توجه به اینکه فرصت‌های سرمایه‌گذاری اغلب نیاز به بودجه‌ای مازاد بر سود شرکت دارند، اهرم مالی باید افزایش یابد.

#### نسبت دارایی‌های ثابت (FA)

این نسبت از تقسیم جمع کل دارایی‌های ثابت (اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات) بر کل دارایی‌ها به‌دست می‌آید. از آنجایی که شرکت‌های با دارایی‌های مشهود بیشتر، اعتبار بیشتری دریافت می‌کنند، برحسب توانایی‌شان در باز پرداخت بدهی‌های خود برای اینکه دچار ورشکستگی نشوند، ظرفیت بدهی بالاتری نیاز دارند.

#### نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به جمع کل

##### دارایی‌ها (EBIT)

شرکت‌های با سود عملیاتی بالاتر تمایل دارند که نسبت‌های اهرمی پایین‌تری داشته باشند؛ زیرا سود انباشته زیاد این شرکت‌ها نیاز آن‌ها را برای ایجاد بدهی کاهش می‌دهد. با این حال، شرکت‌های با میزان اهرم مالی بالا برای اینکه بتوانند در باز پرداخت بدهی‌های خود توانمند باشند نیاز به میزان جریان وجوه نقد بالایی دارند.

#### نسبت هزینه استهلاک به جمع کل دارایی‌ها (DEP)

شرکت‌های با DEP بالاتر نیاز کمتری به کاهش هزینه بهره ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی دارند و احتمال کمتری وجود دارد که با ایجاد بدهی به دنبال اهداف سپر مالیاتی ناشی از آن باشند.

#### نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به جمع کل

##### دارایی‌ها (RD)

شرکت‌های با مخارج تحقیق و توسعه بالاتر به داشتن دارایی‌های منحصر به فرد و توسعه محصولاتی خاص تمایل دارند که این رویکرد منجر به بالا رفتن هزینه‌های ورشکستگی می‌شود. بنابراین، شرکت‌های با هزینه‌های بالاتر تحقیق، توسعه و فروش به احتمال زیاد تمایل خواهند داشت که با ایجاد نسبت‌های اهرمی پایین‌تر از احتمال رخداد ورشکستگی جلوگیری کنند.

#### متغیر مجازی بدهی (Rated variable)

گرفته شده است. در صورتی که مرجع حسابرسی شرکت، سازمان حسابرسی باشد به آن ارزش یک و اگر توسط مؤسسات حسابرسی مورد رسیدگی قرار گرفته باشد، ارزش صفر تعلق می‌گیرد.

#### ۳-۴. محاسبه شاخص توانایی حاکمیت شرکتی (G-)

##### (Index)

پس از مشخص شدن متغیرهای مذکور، توانایی راهبری شرکت به شرح رابطه (۵) محاسبه می‌شود.

$$GINDEX = \frac{\sum_{j=1}^m d_j}{\sum_{j=1}^n H_j} \quad (5)$$

در این رابطه  $\sum d_j$  بیانگر کلیه اقلامی است که امتیاز یک گرفته‌اند و  $\sum H_j$  بیانگر کلیه اقلامی است که ارزش‌های صفر یا یک در مورد آن‌ها لحاظ شده است. به این ترتیب، در مورد هر شرکت شاخص توانایی حاکمیت شرکتی اندازه‌گیری شده و در دامنه صفر تا یک قرار می‌گیرد. از این رویکرد در تحقیقات افرادی چون والاس<sup>۱</sup> (۱۹۸۸)، کوک<sup>۲</sup> (۱۹۹۲، ۱۹۸۹)، احمد و نیکولس<sup>۳</sup> (۱۹۹۴)، سجادی و همکاران (۱۳۸۸) و نیکومرام و محمدزاده (۱۳۸۹)، به منظور اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی استفاده شده است. بدین صورت که نمونه پژوهش به چهار گروه (چارک) تقسیم‌بندی می‌شود. شرکت‌های نمونه بر اساس شاخص جی و به صورت نزولی مرتب می‌شوند. شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف (قوی) به عنوان چهارمین (اولین) چارک شاخص مشخص می‌گردند. در این نوع رتبه‌بندی با حرکت از چارک اول (شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی) به سمت چارک چهارم (شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف) حقوق سهامداران ضعیف‌تر می‌شود.

#### ۴-۴. ویژگی‌های شرکت

در این پژوهش سعی شده تا از یک سری ویژگی‌های (متغیرهای) استاندارد شرکت‌ها استفاده شود که احتمالاً بر نسبت‌های اهرم مالی آنها تأثیرگذار است. این نسبت‌ها عبارتند از:

#### نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع کل دارایی‌ها (MB)

این نسبت دارای دو اثر مخالف بر نسبت اهرم مالی است. نخست: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری زیاد یک شرکت،

1. Wallace

2. Cooke

3. Ahmed & Nicholls

با رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) و به کمک نرم افزار Stata12 است. بدین صورت که در رابطه (۳) به دلیل اینکه رگرورها از طریق همبستگی میان  $LEV_{i,t+1}$  و  $v_{i,t+1}$ ، با اثرات ثابت مشاهده نشده شرکت،  $\mu_i$ ، همبسته هستند، برآوردهای  $\lambda\alpha$  و  $\lambda\beta$  به سمت پایین تورش دار می باشند. به همین صورت می توان نتیجه گرفت که برآوردهای سرعت تعدیل به سمت بالا تورش دار خواهند بود. همچنین می توان گفت، برآوردهای اثرات، ثابت و نیز تورش دار خواهند بود. یکی از راه حل های موجود برای حل این مشکل، استفاده از تخمین زنده های متغیر ایزاری (IV) است. یکی از روش هایی که برای محاسبه تخمین IV استفاده می شود، روش GMM، است. علیرغم مطالعات گسترده ای که بر روی GMM، برای داده های ترکیبی و پانلی پویای خطی صورت گرفته (برای مثال آرلانو و باند<sup>۲</sup>، ۱۹۹۱؛ آرلانو و بورو<sup>۳</sup>، ۱۹۹۵؛ بلوندل و باند<sup>۴</sup>، ۱۹۹۸)، تنها دانگ و همکاران (۲۰۱۲) به شکل جدی در زمینه سازوکارهای آستانه ای یا غیرخطی در مدل های پانلی در داده های ترکیبی پویا پژوهشی را انجام داده اند. آن ها برآوردها و تفسیرهای مدل آستانه ای ایستا در داده های هانسن<sup>۵</sup> (۱۹۹۹) را توسعه دادند و روش تخمین و آزمون جدیدی را برای حالت پویا ارائه کردند. روش ارائه شده توسط دانگ و همکاران (۲۰۱۲) بدین صورت است که نخست رابطه (۳) بر اساس متغیرهای توضیحی به شرح رابطه (۸) باز نویسی می شود.

این یک متغیر ساختگی<sup>۱</sup> است که اگر شرکت دارای بدهی باشد، مقدار آن برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

#### نسبت اهرم مالی متوسط صنعت (Ind-Med)

در نهایت، برای کنترل ویژگی های صنعت که ممکن است از طریق سایر متغیرهای مستقل به دست نیاید، از میانگین نسبت اهرم مالی شرکت های موجود در صنعت استفاده می شود.

#### ۴-۵. رقابت در بازار محصولات (Product market competition)

برای محاسبه میزان رقابت در بازار از شاخص هرفیندال-هیرشمن استفاده شده است. شاخص هرفیندال-هیرشمن (HHI) از حاصل جمع توان دوم سهم بازار کلیه بنگاه های فعال در صنعت به دست می آید. نحوه محاسبه این شاخص به شرح رابطه (۶) است.

$$HHI = \sum_{i=1}^K S_i^2 \quad (6)$$

K: تعداد بنگاه های فعال در بازار

$S_i$ : سهم بازار شرکت  $i$ ام، که به شرح رابطه (۷) به دست می آید.

$$S_i = \frac{X_j}{\sum_{j=1}^n X_j} \quad (7)$$

$X_j$ : فروش شرکت  $j$ ؛  $i$ : نوع صنعت

شاخص هرفیندال-هیرشمن، میزان تمرکز صنعت را اندازه گیری می کند. وجود تعداد زیادی بنگاه با سهم مساوی در بازار، این شاخص را به صفر نزدیک می کند و عدد یک بیانگر وجود انحصار کامل است (بخشی، ۱۳۸۲). در رقابت کامل، شاخص HHI بسیار کوچک خواهد بود. به طور خلاصه هرچه شاخص محاسبه شده بیشتر باشد، میزان تمرکز بیشتر بوده و رقابت کمتری در صنعت وجود دارد. در نهایت پس از تعیین شرکت های واجد شرایط، شرکت های نمونه براساس شاخص هرفیندال-هیرشمن بر اساس چارک بندی به دو گروه کلی با عنوان شرکت های با رقابت زیاد و شرکت های با رقابت کم تقسیم شده است.

#### ۴-۶. روش اجرای پژوهش

روش اجرای مطالعه حاضر، منطبق بر مدل تعدیل یافته جزئی

2. Arellano & Bond  
3. Arellano & Bover  
4. Blundell & Bond  
5. Hansen

1. Dummy Variable

برای بهبود کارایی برآوردگر IV، براساس مبانی نظری آرانو و باند (۱۹۹۱) می‌توان مقدار وقفه‌دار  $(1 - \lambda)LEV_{i,t} - 1$ ، را به‌عنوان ابزار اضافی برای  $1 - \Delta(1 - \lambda)LEV_{i,t}$ ، مورد توجه قرار داد. سپس می‌توان ماتریس‌های ابزاری کامل GMM برای  $1 - \Delta(1 - \lambda)LEV_{i,t}$ ، را به شرح رابطه (۱۰) در قالب  $W1_{i(c)}$  و  $W2_{i(c)}$  ایجاد کرد.

$$= \begin{bmatrix} LEVji(c) & 0 & 0 \\ 0 & LEVji1(c), LEVji2(c) & 0 \\ 0 & 0 & LEVji1(c), LEVji2(c), LEVjiT-2(c) \end{bmatrix} \quad (10)$$

$$i = 1, \dots, N; \quad t = 1, 2 \quad (10)$$

مدل رابطه (۱۰) را می‌توان در فرم ماتریس رابطه (۱۱) بیان کرد.

$$\Delta LEV_{i,t} = Z_1(C)\theta_1 + Z_2(C)\theta_2 + Z_3(C)\theta_3 + Z_4(C)\theta_4 + Z_5(C)\theta_5 + Z_6(C)\theta_6 + Z_7(C)\theta_8 + Z_8(C)\theta_8 + \Delta E = Z(C)\theta + \Delta E \quad (11)$$

براساس این فرض که بردار  $K*1$  متغیرهای  $X_{it}$  نسبت به  $\xi_{it}$  برون‌زا هستند، می‌توان ماتریس ابزارهای مرتبط با  $Z(C)$  را به صورت یک ماتریس تشکیل داد.

$$W(C) = \begin{bmatrix} W1(1) \\ WN(1) \end{bmatrix} \quad (12)$$

با به‌کارگیری شرط‌های گشتاوری و فروض رگرسیونی رویکردهای مدل‌های گشتاوری نظیر  $E[X(C)\Delta E]=0$  و  $\Delta E=(\Delta E_1, \dots, \Delta E_N)$  می‌توان برای تعیین مقدار آستانه‌ای  $c$ ، یک برآوردگر GMM به صورت زیر به‌دست آورد.

$$\Theta(c) = [z(c)w(c)v(c)^{-1}w(c)z(c)]^{-1} [z(c)w(c)v(c)^{-1}w(c)\Delta L] \quad (13)$$

نظریه GMM پیشنهاد می‌کند که یک ماتریس وزنی معکوس بهینه،  $V(C)$ ، توسط ماتریس کواریانس شرایط متعامد  $E[X(C)\Delta E]=0$ ، به‌دست می‌آید. سپس می‌توان برآوردگر GMM را در دو حالت همسانی واریانس و ناهمسانی واریانس به‌دست آورد. ابتدا اگر  $\xi_{it}$  در سراسر شرکت‌ها و در طول زمان، مستقل و واریانس همسان باشد، می‌توان برآوردگر GMM را به سادگی در یک مرحله محاسبه کرد (آرانو و باند، ۱۹۹۱). برای

$$LEV_{i,t} = [\phi\lambda\alpha_1 Gov_{i,t} + \lambda\beta_2 MB_{i,t} + \lambda\beta_3 FA_{i,t} + \lambda\beta_4 EBIT_{i,t} + \lambda\beta_5 DEP_{i,t} + \lambda\beta_6 RD_{i,t} + \lambda\beta_7 Rated\ Variabl_{i,t} + \lambda\beta_8 Ind - Med_{i,t} + (1 - \lambda)LEV_{i,t-1}] + [\phi\lambda\alpha_2 Gov_{i,t} + \lambda\beta_2 MB_{i,t} + \lambda\beta_3 FA_{i,t} + \lambda\beta_2 EBIT_{i,t} + \lambda\beta_2 DEP_{i,t} + \lambda\beta_2 RD_{i,t} + \lambda\beta_2 Rated\ Variabl_{i,t} + \lambda\beta_2 Ind - Med_{i,t} + (1 - \lambda)LEV_{i,t-1}] + v_{i,t} \quad (A)$$

$$v_{i,t} = \mu_i + \epsilon_{it}$$

با تفاضل‌گیری مرتبه اول از مدل رابطه (A) تمام متغیرهایی که در طی زمان ثابت هستند (همانند اثرات ثابت شرکت) از مدل حذف و به شرح رابطه (۹) بیان می‌شوند.

$$\Delta LEV_{i,t} = \Delta\lambda\alpha_1 Gov_{i,t} + \Delta\lambda\beta_2 MB_{i,t} + \Delta\lambda\beta_3 FA_{i,t} + \Delta\lambda\beta_4 EBIT_{i,t} + \Delta\lambda\beta_5 DEP_{i,t} + \Delta\lambda\beta_6 RD_{i,t} + \Delta\lambda\beta_7 Rated\ Variabl_{i,t} + \Delta\lambda\beta_8 Ind - Med_{i,t} + \Delta(1 - \lambda)LEV_{i,t-1} + \Delta v_{i,t}$$

$$I = 1, \dots, N; \quad t = 2, \dots, T \quad (9)$$

با این حال، به دلیل همبستگی میان متغیرهای توضیحی و خطای رگرسیونی، تخمین رابطه (۹) با استفاده مدل حداقل مربعات یا OLS تورش‌دار خواهد بود. به همین دلیل باید برای متغیرهای توضیحی ابزارهایی یافت که شرط متعامد با  $\Delta v_{i,t}$  را برآورده کنند. گزینه طبیعی برای  $(1 - \lambda)LEV_{i,t-1}$ ، روش برآورد IV است (اندرسون و هسیانو، ۱۹۸۲؛ هسیانو، ۱۹۸۶).

و نرم‌افزار Stata12 برآزش شده است. دلیل استفاده از این نرم-افزار توانایی مدل سازی پویایی‌های مقطعی است که با استفاده از داده‌های پانلی تخمین زده می‌شود. بسیاری از مدل‌های اقتصادی نشان می‌دهند که رفتار متغیر وابسته در زمان حال، بستگی به رفتار گذشته متغیر نیز دارد. اهرم مالی یکی از این متغیرهاست که برای بررسی آن می‌توان متغیر وابسته را با وقفه زمانی به عنوان متغیر توضیحی یا مستقل وارد معادله کرد که به این مدل "مدل پانلی پویا" می‌گویند. پس از ورود این متغیر در مدل، ضریب این متغیر در خروجی مدل، حاکی از سرعت تعدیل ساختار سرمایه است.

#### ۶. جامعه آماری و حجم نمونه

جامعه آماری این پژوهش را تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ (دوره پنج‌ساله) تشکیل می‌دهد. نمونه انتخابی شرکت‌ها شرایط زیر را دارا می‌باشد. روش نمونه‌گیری این پژوهش حذف سیستماتیک است. به این صورت که برای تخمین مدل‌های پژوهش، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر بوده‌اند جزء نمونه آماری لحاظ شده و آن دسته از شرکت‌ها که این شرایط را دارا نبودند از نمونه آماری حذف شده‌اند. شرایط مذکور عبارتند از:

- دوره مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
- جزء شرکت‌های مالی (مثل بانک‌ها و موسسه‌های بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد.
- اطلاعات مالی شرکت‌های موردنظر در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به گونه‌ای کامل در سایت بورس اوراق بهادار موجود باشد.
- شرکت‌ها در دوره موردنظر، سال مالی خود را تغییر نداده باشند و توقف فعالیت نداشته باشند.
- باتوجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۱۷۵ شرکت انتخاب شده است. این شرکت‌ها براساس رقابت و نظام راهبری جهت برآزش سرعت تنظیم اهرم مالی به نمونه کوچکتری تقسیم شده که در ادامه به نحوه تشکیل شرکت‌هایی با رقابت بالا و پایین و شرکت‌های با راهبری قوی و ضعیف اشاره شده است.

سنجش اعتبار به دست آمده از روش GMM دو آزمون توسط آرلاندو و باند (۱۹۹۱)، آرلاندو و بوور (۱۹۹۵) و بلوندل و باند (۱۹۹۸) از قرار آزمون سارگان که معتبر بودن ابزارها را آزمون می‌کند و آزمون همبستگی سریالی (AR(2) که وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطای تفاضلی مرتبه اول را آزمون می‌کند، باید اجرا شود. قبول فرضیه صفر هر دو آزمون، شواهدی را مبنی بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها فراهم می‌کند. در ادامه، سرعت تعدیل ساختار سرمایه به اختصار مطرح می‌شود، سپس به برآزش تخمین زنده متغیر ابزاری با استفاده از روش GMM پرداخته می‌شود.

#### ۵. سرعت تعدیل ساختار سرمایه $(1 - \lambda)LEV$

قبل از پرداختن به تخمین مدل، مختصری در مورد سرعت تعدیل ساختار سرمایه و ساختار سرمایه هدف و بهینه توضیح داده می‌شود. مسئله زمان بندی وظیفه‌ها یک امر عمومی و پایه‌ای است که به علت کاربردهای فراوان در علوم مختلف، یکی از مسائل مهم در دنیای امروز به شمار می‌رود. در مدل این پژوهش منابع را به صورت بهینه به وظیفه‌ها تخصیص داده شده و اهدافی نظیر کمترین زمان اجرا و کمترین تأخیر زمانی به مدل اضافه شده است. متغیر اهرم مالی و ساختار سرمایه یکی از متغیرهایی است که به عنوان متغیر وقفه زمانی قابل بررسی است. سرعت حرکت شرکت‌ها به سوی نسبت‌های بدهی و اهرم مالی بستگی به هزینه تعدیل دارد. این هزینه تعدیل با سرعت تعدیل در شرکت‌ها سنجیده می‌شود. براساس نظریه توازی دینامیک سرعت تعدیل با استفاده از ساختار سرمایه بهینه و مدل پویا برآورد می‌شود. به مدل‌هایی که در آن‌ها متغیر زمان وجود نداشته باشد، مدل‌های ایستا گفته می‌شود. به بیان دیگر، مدل‌های ایستا به تغییرات در طول زمان بستگی ندارند. مدل‌هایی که در آن‌ها زمان یک متغیر تعریف شده باشد را مدل‌های پویا می‌گویند. به بیان دیگر، مدل‌های پویا نشان می‌دهند که رفتار متغیر وابسته در زمان حال، بستگی به رفتار گذشته متغیر دارد. ساختار سرمایه یکی از این متغیرهاست که برای بررسی آن می‌توان متغیر وابسته را با وقفه زمانی، به عنوان یک متغیر مستقل وارد معادله کرد که به این گونه مدل‌ها، مدل پویا می‌گویند (اشرف‌زاده و مهرگان، ۱۳۸۷؛ ستایش و کارگرفرد، ۱۳۹۰). بر همین اساس، مدل پژوهش با استفاده از رگرسیون چندمتغیره

## ۷. تشکیل پرتفوی شرکت‌های نمونه براساس رقابت و راهبری شرکتی

پس از تعیین شرکت‌های واجد شرایط، ابتدا شرکت‌های نمونه براساس شاخص‌های رقابت به دو گروه کلی (گروه شرکت‌های با رقابت زیاد و کم) تقسیم‌بندی شده‌اند. سپس هر گروه براساس شاخص حاکمیت شرکت جی به دو گروه فرعی تقسیم شدند (گروه با حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف) حاصل این رتبه‌بندی چارک‌بندی شرکت‌های نمونه از میزان حاکمیت شرکتی قوی به ضعیف بوده است؛ زیرا برای بررسی میزان تأثیر رقابت باید سرعت تعدیل شرکت‌ها را در دو گروه صنعت با رقابت کم و زیاد و با میزان حاکمیت شرکتی ضعیف و قوی، اندازه‌گیری و مقایسه کرد. نخست، شرکت‌های نمونه بر اساس شاخص رقابت به دو دسته تقسیم شدند. شرکت‌های رقابت بالا با نمونه‌ای بالغ بر ۱۳۹۷ نمونه-صنعت و شرکت‌های رقابت پایین با نمونه‌ای بالغ بر ۱۳۷۸ نمونه-صنعت به‌دست آمدند. پس از آن شرکت‌هایی با رقابت بالا به دو دسته و شرکت‌هایی با رقابت پایین به دو دسته تقسیم شدند. نمونه آماری شرکت‌هایی با رقابت بالا و حاکمیت شرکتی ضعیف، ۸۵ شرکت و نمونه آماری شرکت‌هایی با رقابت بالا و حاکمیت شرکتی قوی ۵۱ شرکت و نمونه آماری شرکت‌هایی با رقابت پایین و حاکمیت شرکتی قوی ۱۸ شرکت و نمونه آماری شرکت‌هایی با رقابت پایین و حاکمیت شرکتی ضعیف ۲۲ شرکت بوده است. نمودار این پروسه به شرح جدول (۱) است.

جدول ۱. نمونه براساس رقابت و حاکمیت شرکتی

تعداد نمونه	پرتفوی رقابت	پرتفوی حاکمیت شرکتی
۱۸	رقابت کم	حاکمیت شرکتی قوی
۲۲	رقابت کم	حاکمیت شرکتی ضعیف
۵۱	رقابت زیاد	حاکمیت شرکتی قوی
۸۵	رقابت زیاد	حاکمیت شرکتی ضعیف

مأخذ: نتایج تحقیق

## ۸. یافته‌های پژوهش

جهت تجزیه و تحلیل داده‌های مدل پژوهش نیاز است قبل از پردازش آن‌ها و آزمون فرضیه‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود. از فروض کلاسیک آماری برآوردهای GMM آزمون سارگان و آزمون همبستگی سریالی است. از آن جایی که سازگاری تخمین زنده GMM بستگی به معتبر بودن ابزارهای به کار رفته دارد. لذا برای آزمون این موضوع از آماره پیشنهاد شده توسط آرلانو و باند (۱۹۹۱)، بلوندل و باند (۱۹۹۸) و آرلانو و بورو (۱۹۹۵) استفاده شده است. این آزمون که سارگان نام دارد، اعتبار کل ابزارهای به کار رفته را می‌سنجد. دیگر فروض رگرسیونی داده‌های پانلی پژوهش حاضر، آزمون همبستگی سریالی است. اگر یک متغیر به متغیرهای دوره یا دوره‌های قبل خودش وابسته باشد، خودهمبستگی می‌گویند که اگر به یک دوره قبل وابسته باشد، خودهمبستگی مرتبه اول و اگر به دوره‌های قبل تر وابسته باشد همبستگی آن دوره یا سریالی گویند. جدول (۲) تخمین گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) برای مدل پژوهشی و همچنین فروض رگرسیونی را نشان می‌دهد. در این جدول ضریب برآورد شده برای اهرم مالی وقفه‌دار در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است. بر این اساس، می‌توان گفت که در شرکت‌هایی با سطوح متفاوت رقابت و نظام‌های قوی و ضعیف راهبری، ساختار سرمایه هدف وجود داشته و در این شرکت‌ها به طور متوسط با سرعت درصد به سمت ساختار سرمایه هدفشان حرکت می‌کنند.

جدول ۲. نتایج تخمین مدل پژوهش در چهار سناریو

متغیرها	شرکت‌هایی با رقابت کم و نظام راهبردی ضعیف	شرکت‌هایی با رقابت کم و نظام راهبردی قوی	شرکت‌هایی با رقابت زیاد و نظام راهبردی ضعیف	شرکت‌هایی با رقابت زیاد و نظام راهبردی ضعیف
راهبری شرکتی	۰/۴۶۹ (۰/۰۰۱)	۰/۶۳۵ (۰/۰۰۵)	۰/۰۱۵ (۰/۰۰۱)	۰/۳۲۱ (۰/۰۰۱)
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری جمع کل دارایی‌ها	۰/۲۴۴ (۰/۰۰۰)	۰/۴۵۲ (۰/۰۰۱)	۰/۱۱۷ (۰/۰۰۰)	۰/۰۵۸ (۰/۰۲۳)
نسبت دارایی‌های ثابت	۰/۶۳۴ (۰/۰۵۴)	۰/۰۲۳ (۰/۰۰۰)	۰/۳۶۴ (۰/۰۶۳)	۰/۶۵۸ (۰/۰۶۳)
نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به جمع کل دارایی‌ها	۰/۹۶۵ (۰/۰۲۰)	۰/۷۴۲ (۰/۰۳۸)	۰/۷۵۱ (۰/۰۱۴)	۰/۹۸۸ (۰/۰۰۰)
نسبت هزینه استهلاک به جمع کل دارایی‌ها	۰/۷۸۵ (۰/۰۰۰)	۰/۱۵۸ (۰/۰۰۱)	۰/۹۵۲ (۰/۰۰۰)	۰/۱۲۶ (۰/۰۳۶)
نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به جمع کل دارایی‌ها	۰/۰۵۲ (۰/۰۸۹)	۰/۶۰۸ (۰/۰۵۶)	۰/۴۵۱ (۰/۰۷۱)	۰/۸۹۶ (۰/۰۹۵)
متغیر مجازی بدهی	۰/۰۱۴ (۰/۰۰۰)	۰/۹۰۷ (۰/۰۰۱)	۰/۶۸۱ (۰/۰۵۴)	۰/۱۸۷ (۰/۰۲۶)
نسبت اهرم مالی متوسط صنعت	۰/۲۴۴ (۰/۰۵۶)	۰/۱۶۴ (۰/۰۰۰)	۰/۰۱۳ (۰/۰۰۱)	۰/۸۵۳ (۰/۰۰۶)
اهرم مالی دوره قبل	۰/۵۵۴ (۰/۰۰۰)	۰/۴۱۲ (۰/۰۰۱)	۰/۳۸۵ (۰/۰۵۶)	۰/۵۷۶ (۰/۰۰۰)
سرعت تعدیل	۰/۴۴	۰/۵۸	۰/۶۱	۰/۴۲
	$0.44 = 0.554 - 1\lambda =$	$0.58 = 0.412 - 1\lambda =$	$0.61 = 1 - 0.385 =$	$0.42 = 0.576 - 1\lambda =$
نیمه عمر	۰/۹۲	۰/۸۶	۰/۸۱	۱/۱۹
	$\text{Ln}(0.5) \text{Ln}(1 - 0.44)$	$\text{Ln}(0.5) \text{Ln}(1 - 0.58)$	$\text{Ln}(0.5) \text{Ln}(1 - 0.61)$	$\text{Ln}(0.5) \text{Ln}(1 - 0.42)$
جمع مشاهدات	۱۵۱	۱۶۳	۶۷۶	۴۰۷
AR(2)	-۱/۰۹ [۰/۲۳۲]	-۱/۷۹ [۰/۲۵۳]	-۲/۳۶ [۰/۳۶۶]	-۱/۰۹ [۰/۲۳۲]
سارگان	۳۹/۱۶ [۰/۲۵۱]	۴۱/۵۲ [۰/۲۷۹]	۲۶/۱۸ [۰/۲۹۷]	۳۹/۱۶ [۰/۲۵۱]

مأخذ: نتایج تحقیق

سرمایه شرکت‌های نمونه را مشخص کرد. سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌هایی با رقابت زیاد و حاکمیت قوی ۰/۶۱ است و در نهایت، ضریب ساختار سرمایه با یک تأخیر زمانی در مدل رقابت زیاد با حاکمیت شرکتی ضعیف، ۰/۵۷ است که با استفاده از آن می‌توان سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌های نمونه را مشخص کرد. سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌هایی با رقابت زیاد و حاکمیت ضعیف ۰/۴۲ است. لازم به ذکر است که ساختار سرمایه هدف متفاوت از ساختار سرمایه بهینه است. مقصود از ساختار سرمایه هدف، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های خاصی است که منجر به ساختار سرمایه بهینه شود.

جهت بررسی نقش رقابت در بازار و نظام راهبری شرکتی در ساختار سرمایه پویا در سطح شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، فرضیه مطالعه حاضر بیان می‌کند که رقابت باعث بهبود یا تشدید (کاهش / افزایش) مشکل ضعف مدیریتی در شرکت می‌شود و به دنبال آن سرعت (روند) ایجاد تغییرات در شرکت‌هایی با ساختار سرمایه ضعیف، افزایش یا کاهش می‌یابد و این افزایش (کاهش) باعث کاهش (افزایش) میزان سطح اختلاف سرعت تغییرات بین شرکت‌هایی با ساختار سرمایه قوی و ضعیف می‌شود. بر این اساس، فرضیه پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا رقابت باعث بهبود (کاهش) مشکل ضعف مدیریتی شرکت می‌شود و به دنبال آن سرعت ایجاد تغییرات در شرکت‌های با ساختار سرمایه ضعیف افزایش می‌یابد و این افزایش باعث کاهش میزان سطح اختلاف سرعت تغییرات بین شرکت‌های با ساختار سرمایه قوی و ضعیف می‌شود؟ برای بررسی فرضیه پژوهش، افزایش میزان سطح اختلاف سرعت تغییرات بین شرکت‌های با ساختار سرمایه قوی و ضعیف، به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، ضرایب ساختار سرمایه با یک تأخیر زمانی، بین صفر و یک است و این مقدار حاکی از آن است که بین شرکت‌های نمونه آماری ساختار سرمایه پویا وجود دارد. به عبارت دیگر، مدیران ایرانی یک ترکیب تأمین مالی هدف دارند که در این ترکیب رقابت باعث رفع مشکل ضعف مدیریتی شرکت می‌شود. از طرف دیگر، مقدار سرعت ایجاد تغییرات با ساختار سرمایه ضعیف در شرکت‌هایی با رقابت کم (۰/۵۵)

نتایج بیانگر آن است که شرکت‌های بررسی شده، به طور متوسط ظرف مدت یک سال می‌توانند، بیشتر از نصف انحراف از اهرم هدفشان را جبران کنند. به بیان دیگر، با استفاده از مفهوم نیمه عمر<sup>۱</sup> می‌توان گفت که شرکت‌هایی با رقابت کم و حاکمیت شرکتی ضعیف تنها به ۹۲٪ سال، شرکت‌هایی با رقابت کم و حاکمیت شرکتی قوی تنها به ۸۶٪ سال، شرکت‌هایی با رقابت زیاد و حاکمیت شرکتی ضعیف تنها به ۸۱٪ سال و شرکت‌هایی با رقابت زیاد و حاکمیت شرکتی قوی تنها به ۱/۱۹٪ سال نیاز دارند تا بتوانند انحراف از اهرم هدف را به نصف کاهش دهند. مفهوم نیمه عمر به تعداد سال‌هایی اشاره دارد که یک شرکت باتوجه به سرعت تعدیل خود می‌تواند نیمی از انحراف ایجاد شده از ساختار سرمایه هدف را جبران کند. این سرعت برآورد شده، تقریباً با نتایج پژوهش‌های ستایش و کارگرفرد (۱۳۹۰)، گرجی (۱۳۹۱)، صمدی و همکاران (۱۳۹۲) و اعتمادی و منتظری (۱۳۹۲) سازگار است. همچنین باتوجه به نتایج آزمون‌های AR(2) و سارگان، فرضیه صفر در هر دو آزمون، مبنی بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارهای مورد استفاده در روش GMM رد نمی‌شود. در نتیجه، اعتبار نتایج مدل تأیید می‌شود. همچنین باتوجه به اینکه ضرایب ساختار سرمایه با یک تأخیر زمانی، بین صفر و یک است، می‌توان نتیجه گرفت که ساختار سرمایه پویا در ایران وجود دارد. به عبارت دیگر، مدیران ایرانی یک ترکیب تأمین مالی هدف دارند و رقابت باعث تشدید مشکل ضعف مدیریتی می‌شود. ضریب ساختار سرمایه با یک تأخیر زمانی در مدل رقابت کم با حاکمیت شرکتی قوی، ۰/۵۵ است که با استفاده از آن می‌توان سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌های نمونه را مشخص کرد. سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌هایی با رقابت کم و حاکمیت قوی ۰/۴۴ است. همچنین ضریب ساختار سرمایه با یک تأخیر زمانی در مدل رقابت کم با حاکمیت شرکتی ضعیف، ۰/۴۱ است که با استفاده از آن می‌توان سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌های نمونه را مشخص کرد. سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌هایی با رقابت کم و حاکمیت ضعیف ۰/۵۸ است. ضریب ساختار سرمایه با یک تأخیر زمانی در مدل رقابت زیاد با حاکمیت شرکتی قوی، ۰/۳۸ است که با استفاده از آن می‌توان سرعت تعدیل ساختار



مشکل ضعف مدیریتی شرکت می‌گردد. ضرایب ساختار سرمایه با یک تأخیر زمانی باتوجه به اینکه بین صفر و یک قرار دارد، موید این مهم است که رقابت باعث تشدید مشکل ضعف در مدیریت می‌شود. در مدل پژوهش ضرایب ساختار سرمایه با یک تأخیر زمانی به‌عنوان متغیر مستقل وارد مدل شده که مقدار این متغیر تأخیر زمانی بین صفر و یک است و این مقدار حاکی از آن است که بین شرکت‌های نمونه آماری، ساختار سرمایه پویا وجود دارد. به‌عبارت دیگر، مدیران ایرانی یک ترکیب تأمین مالی هدف دارند که در این ترکیب رقابت باعث تشدید مشکل ضعف مدیریتی می‌شود. از طرف دیگر، مقدار سرعت ایجاد تغییرات با ساختار سرمایه ضعیف در شرکت‌هایی با رقابت کم، نسبت به ساختار سرمایه قوی افزایش یافته، ولی سرعت ایجاد تغییرات با ساختار سرمایه ضعیف در شرکت‌هایی با رقابت زیاد نسبت به ساختار سرمایه قوی کاهش یافته است؛ لذا فرضیه پژوهش تایید می‌شود و کاهش میزان سطح اختلاف  $(0/17-0/38-0/55)$  سرعت تغییرات در بین ساختار سرمایه قوی و ضعیف می‌تواند به‌واسطه افزایش سرعت ایجاد تغییرات در شرکت‌هایی با رقابت کم باشد. نتایج فرضیه پژوهش چنانگ و همکاران (۲۰۱۴) هم‌خوانی دارد و به‌صورت کلی، نتایج فرضیه پژوهش نشان داد که رقابت باعث تشدید مشکل ضعف مدیریتی شرکت می‌شود و به‌دنبال آن سرعت ایجاد تغییرات در شرکت‌هایی با ساختار سرمایه ضعیف کاهش می‌یابد و این کاهش باعث افزایش میزان سطح اختلاف سرعت تغییرات بین شرکت‌هایی با ساختار سرمایه قوی و ضعیف می‌شود که نشان می‌دهد ساختار سرمایه پویا بین شرکت‌های بورسی وجود دارد و مدیران این شرکت‌ها یک ترکیب تأمین مالی هدف دارند که در این ترکیب رقابت باعث افزایش مشکل ضعف مدیریتی شرکت می‌شود. این مشکل ناشی از انحرافی است که شرکت‌ها از ساختار سرمایه هدفشان دارند و ممکن است تنها زمانی برای تعدیل ساختار سرمایه خود اقدام کنند که مزایای این تعدیل بیش از هزینه‌های آن باشد. بر اساس نظریه‌های توازی دینامیک مبنی بر ساختار سرمایه بهینه (مدل پویا)، فرایند تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌ها، فرایندی هزینه‌بر است، به‌عبارتی هر یک از شرکت‌ها با توجه به ویژگی‌های خاص خود، با هزینه‌های تعدیل متفاوتی مواجه شده و در نتیجه با سرعت‌های متفاوتی به

نسبت به ساختار سرمایه قوی  $(0/41)$  افزایش یافته ولی سرعت ایجاد تغییرات با ساختار سرمایه ضعیف در شرکت‌هایی با رقابت زیاد  $(0/38)$  نسبت به ساختار سرمایه قوی  $(0/57)$  کاهش یافته است. همچنین افزایش سرعت ایجاد تغییرات در ساختار سرمایه ضعیف در شرکت‌هایی با رقابت کم  $(0/55)$  منجر به کاهش میزان سطح اختلاف سرعت تغییرات بین شرکت‌هایی با ساختار سرمایه قوی  $(0/55)$  و ضعیف  $(0/38)$  می‌شود؛ لذا فرضیه پژوهش تایید می‌شود و کاهش میزان سطح اختلاف  $0/17-0/38-0/55$  سرعت تغییرات در بین ساختار سرمایه قوی و ضعیف می‌تواند به‌واسطه افزایش سرعت ایجاد تغییرات در شرکت‌هایی با ساختار سرمایه ضعیف در شرکت‌هایی با رقابت کم  $(0/55)$  نسبت به ساختار سرمایه قوی  $(0/41)$  باشد.

## ۹. بحث و نتیجه‌گیری

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش ابتدا داده‌های پژوهش بر اساس شاخص‌های رقابت به دو گروه با رقابت زیاد و رقابت کم تقسیم‌بندی شد. پس از آن هر کدام از گروه‌ها به دو دسته حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف تقسیم شدند. در نهایت، داده‌ها به چهار دسته به قرار شرکت‌هایی با رقابت بالا و حاکمیت شرکتی قوی، شرکت‌هایی با رقابت بالا و حاکمیت شرکتی ضعیف، شرکت‌هایی با رقابت پایین و حاکمیت شرکتی قوی و در نهایت شرکت‌هایی با رقابت پایین و حاکمیت شرکتی ضعیف تقسیم شدند. پس از مشخص شدن نمونه‌های آماری که مشتمل بر چهار دسته است، مدل استفاده شده برای آزمون فرضیه‌ها تجزیه و تحلیل شد. نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که رقابت باعث بهبود یا کاهش مشکل ضعف مدیریتی شرکت نشده و به‌دنبال آن سرعت ایجاد تغییرات در شرکت‌هایی با ساختار سرمایه ضعیف افزایش نمی‌یابد و به‌عبارت‌دیگر رقابت باعث تشدید یا افزایش مشکل ضعف مدیریتی شرکت می‌شود و سرعت ایجاد تغییرات در شرکت‌هایی با ساختار سرمایه ضعیف با ایجاد رقابت در بازار برای شرکت‌های مورد بررسی، کاهش می‌یابد و شرکت‌ها در شرایط رقابتی با سرعت تطبیق اهرم مالی مناسبی در بازار حرکت نمی‌کنند و این کاهش سرعت تنظیم اهرم مالی باعث افزایش میزان سطح اختلاف سرعت تغییرات بین شرکت‌هایی با ساختار سرمایه قوی و ضعیف می‌شود و کاهش مشکل ضعف مدیریتی را نقض و رقابت باعث تشدید و افزایش

شرکت‌های مختلف پرداخته‌اند و به نتایج مختلفی نیز دست یافته‌اند، پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار با توجه به نتایج این پژوهش و پژوهش‌های مشابه اطلاعات جامع‌تری را در خصوص ساختار سرمایه بهینه برای شرکت‌ها در صنایع مختلف و دامنه‌ای قابل قبول از اهرم‌ها، برای سهامداران منتشر کند. همچنین با توجه به اینکه دامنه قابل قبول از اهرم‌ها با تغییرات شرایط بازار (نظیر رقابتی شدن یا انحصاری شدن بازارها یا اجرای فرایندهای نظارتی از سوی شرکت‌ها نظیر راهبری قوی و ضعیف) تغییر می‌یابد، به مراجع تدوین استانداردهای حسابداری پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها را ملزم کنند تا به افشای اختیاری اطلاعات جامع در خصوص اهرم مالی نسبت به سطوح مختلف رقابت در بازار محصولات با نظام‌های راهبری متفاوت دست بزنند؛ زیرا افشای این موارد با توجه به نتایج مطالعه حاضر اثرات مهمی بر تصمیم مدیریت شرکت‌ها دارد و ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی مدیریت در زمینه رقابت بازار محصولات، اهرم مالی و ساختار سرمایه بسیار راه‌گشا خواهد بود.

سمت اهرم هدفشان حرکت می‌کنند. با در نظر گرفتن هزینه‌های تعدیل، شرکت‌ها تنها زمانی به اصلاح نسبت‌های اهرمی روی می‌آورند که مزایای این اصلاح بر هزینه‌های آن فزونی داشته باشد. تأخیر در تصمیم‌گیری اصلاح نسبت‌های اهرمی از سوی مدیریت، مشکل ضعف مدیریتی را تشدید می‌کند؛ لذا مدیران شرکت‌ها همواره با ساختار سرمایه بهینه فعالیت نمی‌کنند، بلکه با شناسایی هزینه‌های تعدیل، دامنه‌ای قابل قبول از اهرم‌ها را تعریف کرده و سعی می‌کنند تا ساختار سرمایه شرکت را در این دامنه حفظ کنند، پس بهتر است تحلیل‌گران مالی فعال در بازار سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در کنار تحلیل‌ها و تکنیک‌های معمولی که انجام می‌دهند، تحلیل‌های خاصی مبتنی بر نظریه‌های توازی دینامیک مبنی بر ساختار سرمایه بهینه (مدل پویا) و وقفه زمانی و ساختار سرمایه هدف (مدل ایستا) با توجه به استانداردهای حسابداری به عمل آورند. از مهم‌ترین نتایجی که این نظریه به همراه می‌آورد، سرعت حرکت شرکت‌ها در راستای این تعدیل پویا است. با توجه به اینکه مطالعات زیادی در سال‌های اخیر به محاسبه این سرعت در میان

## منابع

جلیلونند و هریس (۱۳۹۴) "تبیین سرعت تعدیل ساختار سرمایه به کمک مدل دینامیک ساختار سرمایه بهینه با تاکید بر عامل رقابت بازار محصول"، *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، سال هشتم، شماره ۲۵، صص ۶۷-۴۳.

ستایش، محمدحسین و مظفر جمالیان پور (۱۳۹۰)، "سودمندی ساختار سرمایه و تغییرات آن بر پیشبرد راهبردهای مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۸(۶۴)، صص ۹۰-۷۳.

ستایش، محمدحسین و محدثه کارگرفرد جهرمی (۱۳۹۰)، "بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه"، *پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی*، ۱(۱)، صص ۳۱-۹.

ابراهیمی، محمد حسین (۱۳۹۰) بررسی رابطه بین رقابتی بودن بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

اشرف زاده، حمیدرضا و مهرگان، نادر (۱۳۸۷) اقتصادسنجی پانل دیتا، تهران: مؤسسه تحقیقات تعاون.

بخشی، لطفعلی (۱۳۸۲) اندازه‌گیری تمرکز در صنعت سیمان ایران، *فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی*، شماره ۲۶، صص ۷۵-۹۶.

پورحیدری، امید (۱۳۷۴)، بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت، دانشگاه تهران.

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران"، بررسی‌های  
حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، صص ۴۴-۲۵.  
نیکومرام، هاشم و حیدر محمدزاده (۱۳۸۹)، "ارائه الگویی  
برای تبیین ارتباط بین نظام راهبری شرکتی و کیفیت سود"،  
مجله حسابداری مدیریت، شماره چهارم، صص ۸۰-۵۹.  
نوروش، ایرج و زهرا دیان‌تی دلمی (۱۳۸۲)، مدیریت مالی،  
جلد اول، انتشارات دانشگاه تهران.

سجادی، سید حسین؛ زراءنژاد، منصور و علیرضا جعفری  
(۱۳۸۸)، "ویژگی‌های غیرمالی مؤثر بر کیفیت  
گزارشگری مالی در ایران"، بررسی‌های حسابداری و  
حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۷، صص ۶۸ - ۵۱.  
مشایخ، شهناز و مریم اسماعیلی (۱۳۸۵)، "بررسی رابطه بین  
کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در

Cooke, T.E. (1989). "Disclosure in the Corporate Annual Report of Swedish Companies", *Accounting and Business Research*, No. 19, pp. 113-122.  
Cooke, T. E. (1992). "The Effect of Size Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports Japanese listed Corporations", *Accounting and Business Research*, 22(87), pp.229-237.  
Dang, V.A.; Garrett, I. and C. Nguyen (2011). *Asymmetric Partial Adjustment toward Target Leverage: International Evidence*. Unpublished Manuscript, University of Manchester.  
Dang, V.A.; Kim, M. and Y. Shin (2012). "Asymmetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models", *Journal of Empirical Finance*, 19(4), pp. 465-482.  
Fama, E.F. and K.R. French (2002). "Testing Trade off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt", *Review of Financial Studies*, No. 15, pp. 1-33.  
Flannery, M.J. and K.P. Rangan (2006). "Partial Adjustment Toward Target Capital Structures", *Journal of Financial Economics*, 79(3), pp. 469-506.  
Gompers, P.; Ishii, J. and A. Metrick (2003). "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, No. 118, pp. 107-155.  
Hansen, B.E. (1999). "Threshold Effects in Non-Dynamic Panels: Estimation, Testing and Inference", *Journal of Econometrics*, 93(2), pp. 345-368.  
Hart, O. (1983). "The Market as an Incentive Mechanism", *Bell Journal of Economics*, Vol 14, pp. 366-382.  
Hsio, C. (1986), *Analysis of Panel Data*, Cambridge. MA: Cambridge University Press.  
Kohher, M. and S. Rahul (2007). "Strategic Assets, Capital Structure, and Firm Performance", *Journal of Financial And Strategic Decisions*, Vol.50, No.3, pp.23-36.

Ahmed, K. and D. Nicholls (1994). "The Impact of Non-financial Company Characteristics on Mandatory Disclosure in Developing Countries: The Case of Bangladesh". *The International Journal of Accounting*, No. 29, pp. 62-77.  
Alchian, A. (1950), "Uncertainty, Evolution, and Economic Theory", *Journal of Political Economy*, No. 58, pp. 211-221.  
Anderson, T.W. and C. Hsiao (1982). "Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data", *Journal of Econometrics*, 18(1), pp. 47-82.  
Arellano, M. and S.R. Bond (1991). "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations" *Review of Economic Studies*, 58(2), pp. 227-297.  
Arellano, M. and O. Bover (1995). "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error Components Models", *Journal of Econometrics*, 68(1), pp. 29-51.  
Blundell, R.W. and S.R. Bond (1998). "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, 87(1), pp.115-143.  
Brander, A. and R. Lewis (1986). "Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect". *American Economic Review*, No. 76, pp. 956-970.  
Chang, Ya-Kai; Chou, Robin K.; Huang, Tai-Hsin (2014). "Corporate Governance and the Dynamics of Capital Structure: New Evidence", *Journal of Banking & Finance*, No. 48, pp. 374-385.  
Chang, Ya-Kai ; Chen, Yu-Lun; Chou, Robin. K. and Huang Tai-Hsin (2015). "Corporate Governance, Product Market Competition and Dynamic Capital Structure", *International Review of Economics and Finance*, No. 38, pp. 44-55.  
Chou, J.; Ng, L.; Sibilkov and Q. Wang (2011), "Product Market Competition and Corporate Governance", *Review of Development Finance*, No.1, pp.114 - 130.

- Teng, M. and C. Li (2011). Product Market Competition Board Structure and Disclosure Quality, *Frontiers of Business Research in China*, 5(2), pp.291-316.
- Wallace, R.S.O. (1988). "Corporate Financial Reporting in Nigeria", *Accounting and Business Research*, 18(72), pp. 352-362.
- Welch, I. (2004). "Capital Structure and Stock Returns", *Journal of Political Economy*, No.112, pp.106-131.
- Pandey, I.M. (2004). Capital Structure Profitability and Market Structure Evidence from Malaysia, *Asia Pacific Journal of Economics and Business*, 8(2), pp. 78-91.
- Rathinasamy, R. S.; Krishnaswamy, C.R. and K.G. Mantripragada (2000). Capital Structure and Product Market Interaction: an International Perspective, *Global Business and Finance Review*, No. 5, pp.51-63.
- Linderberg, E.B. and S.A. Ross (1981). "Tobin's QRatio and Industrial Organization", *Journal of business*, No. 54, pp. 1-32.
- Kayhan. A. and S. Titman (2007). "Firms' Histories and Their Capital Structures", *Journal of Financial Economics*, No. 83, pp. 1-32.
- Leary M.T. and M.R. Roberts (2006), "The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry", Working Paper, Fuqua School of Business, Duke University. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=555805>
- Leary, M.T. and M.R. Roberts (2005). "Do Firms Rebalance Their Capital Structure?", *Journal of Finance*, 60(6), pp. 2575-2619.
- Jensen, M.C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, No. 76, pp. 323-329.
- John, K.; Kim, T.N. and D. Palia (2012). Heterogeneous Speeds of Adjustment in Target Capital Structure. Working Paper Series, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2024357>
- Schmidt, K. (1997). "Managerial Incentives and Product Market Competition". *Review of Economic Studies*, No. 64, pp. 191-213.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, No. 52, pp. 737-83.