

## نقش توانایی مدیریت بر رابطه بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی شرکت و سرعت اصلاح ساختار سرمایه

حمید اولاد غفاری

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
hamiddbs@yahoo.com

نگار خسروی پور

استادیار گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)  
n\_khosravipour@yahoo.com

زهرا لشگری

استادیار گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
z\_lashgari@iauctp.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۷/۰۶ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۹/۱۵

### چکیده

در این مقاله، هدف بررسی نقش توانایی مدیریت بر رابطه بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی شرکت و سرعت اصلاح ساختار سرمایه است. به همین منظور، داده‌های مربوط به ۱۴۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۷ استخراج و از مدل رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که توان مدیریت تأثیر معناداری بر ارتباط بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و بازده واقعی دارد. همچنین، نتایج بیانگر تأثیر معنادار توان مدیریت بر ارتباط بین انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه و عدم تأثیر توان مدیریت بر انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه، با بازده واقعی دارایی‌ها یا عملکرد واقعی شرکت می‌باشد. بعلاوه تأثیر توان مدیریت بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های با ساختار سرمایه بیش اهرمی تأیید و کم اهرمی رد شده است. در نهایت، یافته‌ها مشخص می‌کند که تأثیر توان مدیریت بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در حالت بیش اهرمی و کم اهرمی اختلاف معناداری با یکدیگر ندارند.

**واژه‌های کلیدی:** ساختار سرمایه، توانایی مدیریت، بازده واقعی دارایی‌ها، سرعت تعدیل ساختار سرمایه.

## ۱- مقدمه

در میان حجم گسترده مطالعات در حوزه ساختار سرمایه، یک واقعیت خودنمایی می‌کند و آن اجماع نظری است که بخش نسبتاً بزرگی از پژوهشگران حوزه مالی بدان دست یافته‌اند. بر اساس این اجماع نظر، شرکت‌ها ساختار سرمایه خود را با توجه به تغییرات محیط داخلی و خارجی به صورت پیوسته مورد تعدیل و اصلاح قرار می‌دهند تا سلامت مالی شرکت حفظ و ارزش آن بیشینه گردد (هوانگ و ریتز، ۲۰۰۹). مطالعه سرعت تعدیل ساختار سرمایه به سمت هدف، موضوعی حائز اهمیت است. ساختار سرمایه بهینه (هدف) بر اساس توازن بین منافع و هزینه‌های تأمین مالی از طریق بدهی تعیین می‌شود. نسخه پویای این نظریه که در دهه اخیر نیز پژوهش‌های زیادی را به خود اختصاص داده است، بیان می‌کند که ممکن است هزینه‌های تعدیل مانع از حرکت مداوم شرکت‌ها به سمت ساختار سرمایه هدفشان شوند. بنابراین، ممکن است شرکت‌ها تنها زمانی برای تعدیل ساختار سرمایه خود اقدام کنند که مزایای تعدیل بیش از هزینه‌های آن باشد (پتاچی، ۲۰۱۴).

در سال‌های پیش از ۱۹۵۰ میلادی، پژوهش‌های حوزه مالی غالباً معطوف به تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود بوده‌است. مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) پژوهش در زمینه تصمیم‌های تأمین مالی را به مجموعه مطالعات حوزه مالی وارد نمودند. تمرکز پژوهش‌های اخیر بر پاسخ به این سؤال است که واحدهای تجاری باید چه میزان از سرمایه خود را از طریق ابزارهای بدهی و چه میزان را از طریق انتشار اوراق مالکانه، تأمین کنند. به عبارت دقیق‌تر، تصمیم‌های تأمین مالی، تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت هستند. مزیت تأمین مالی از طریق بدهی‌ها، ایجاد سپر مالیاتی از بابت هزینه‌های تأمین مالی (که هزینه‌های قابل قبول مالیاتی محسوب می‌شوند) است و عیب آن مرتبط به ایجاد خطر ورشکستگی و رویارویی با بحران‌های مالی است. بنابراین، برای تعیین میزان بهینه بدهی‌ها (و در واقع تعیین ساختار سرمایه بهینه)، مدیران سعی می‌کنند تا بین مزایا و معایب تأمین مالی از طریق بدهی‌ها، توازن برقرار نمایند و در هر فرصت ممکن، میزان بدهی‌ها یا حقوق صاحبان سرمایه را تعدیل کنند. به بیان صریح‌تر، شرکت‌ها همواره در تلاش هستند تا ساختار سرمایه واقعی خود را به سوی یک ساختار سرمایه بهینه تغییر دهند، چرا که در ساختار مذکور، هزینه سرمایه و خطر ورشکستگی، حداقل مقدار خود را داراست (سوپرا و همکاران، ۲۰۱۶). با این وجود، باید توجه داشت که تغییر در ساختار سرمایه به منظور رسیدن به ساختار سرمایه بهینه، دارای

هزینه و منافی است و شرکت‌ها زمانی ساختار سرمایه خود را تعدیل می‌کنند که مزایای این کار بر هزینه‌های آن فزونی یابد (دانگ و همکاران، ۲۰۱۲).

بنابراین انتظار می‌رود مدیران توانا در تصمیم‌گیری‌های مرتبط به افشای اطلاعات عملکرد بهتری داشته باشند و با توجه به تاثیر با اهمیت کیفیت افشای اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت و سرمایه‌گذاران (افلاطونی و امیربختیاروند، ۱۳۹۶)، شرایط تأمین منابع مالی شرکت در بازار سرمایه بهبود یابد و به دنبال آن ساختار سرمایه شرکت به نقطه بهینه نزدیک‌تر گردد. در همین راستا انتظار می‌رود که توانایی مدیران به عنوان متغیری تعدیل‌گر تأثیر مطلوبی بر ارتباط میان انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه و عملکرد واقعی شرکت بگذارد. در این شرایط، مدیران توانمند با عملکرد خوبی که در راهبری سیاست‌های مالی و عملیاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی دارد، مشکلات مربوط به انتخاب نامناسب را تسکین می‌دهد و میزان انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه را کمتر کند (لئوز و ورشیا، ۲۰۰۰؛ ورشیا، ۲۰۰۱). لذا انتظار می‌رود با افزایش توانایی مدیریت سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت به سوی نقطه بهینه افزایش یابد.

در پژوهش‌های پیشین داخلی، تأثیر عواملی مانند مولفه‌های حاکمیت شرکتی (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰؛ مقدم و مؤمنی یانسری، ۱۳۹۱)، انعطاف‌پذیری مالی (حقیقت و بشیری، ۱۳۹۱)، عدم تقارن اطلاعاتی (کاشانی‌پور و مؤمنی یانسری، ۱۳۹۱؛ کردستانی و فدایی کلورزی، ۱۳۹۱) و ویژگی‌های شرکت (یحیی زاده‌فر و همکاران، ۱۳۸۹؛ کردستانی و نجفی عمران، ۱۳۹۱؛ اعتمادی و منتظری، ۱۳۹۲؛ آقایی و همکاران، ۱۳۹۳؛ خلیفه سلطانی و همکاران، ۱۳۹۳؛ فتحی و همکاران، ۱۳۹۳) بر ساختار سرمایه بررسی شده و با استفاده از روش‌هایی مانند تحلیل پوششی داده‌ها (ستایش و غیوری مقدم، ۱۳۸۸) و الگوریتم ژنتیک (ستایش و همکاران، ۱۳۸۸) به تعیین ساختار سرمایه بهینه شرکت‌ها اقدام شده است. با این حال، نتایج بررسی‌ها و مرور پیشینه تجربی مرتبط با موضوع و همچنین اخذ استعلام از سامانه پیشینه پژوهش وزارت علوم، تحقیقات و فناوری ایران و افزون بر آن، در پژوهش‌های داخلی و خارجی انجام شده نشان می‌دهد که تاکنون به این موضوع که آیا توان مدیریت قادر به تاثیرگذاری بر رابطه بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی شرکت است یا خیر نیز توجهی مبذول نشده است. همچنین در پژوهش‌های داخلی تأثیر توانایی مدیران بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه مورد بررسی قرار نگرفته

<sup>2</sup> - <https://pishineh.irandoc.ac.ir>

<sup>1</sup>. Leuz & Verrecchia

دانگ و گارت<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی تعدیل ساختار سرمایه شرکت های سهامی با استفاده از مدل تعدیل جزئی پرداختند. نتایج نشان می دهد شرکت های با اهرم بالاتر از اهرم هدف و دارای کسری منابع مالی با سرعت بیشتری به تعدیل ساختار سرمایه مبادرت می ورزند. ساین و ویلیامز (۲۰۱۵) دریافتند که افزایش کیفیت اشاء سبب کاهش میزان انحراف ساختار سرمایه شرکت ها از سطح بهینه خود می شود و این تأثیر در شرکت هایی با ساختار سرمایه بیش اهرمی بیش از شرکت هایی با ساختار سرمایه کم اهرمی<sup>۳</sup> است به علاوه، پتاچی<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) نشان داد زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی زیاد می شود، هزینه سرمایه سهام افزایش می یابد، به همین دلیل شرکت ها نیازهای مالی خود را از طریق دریافت اعتبارات و به تبع آن افزایش بدهی ها، تأمین می کنند و مشکل بیش اهرمی<sup>۵</sup> بودن ساختار سرمایه را تجربه می نمایند.

هوانگ (۲۰۱۳) در پژوهش خود به بررسی تأثیر توانایی های مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت پرداخت و به این نتیجه دست یافت که توانایی های مدیریت منجر به کاهش رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی می شود. دمیرجان، لو و مکوی (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت سود پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان دهنده رابطه مثبت و معنادار بین توانایی مدیریت و کیفیت سود است. بر اساس این نتایج، مدیران با توانایی بالا می توانند اقدام تعهدی را با دقت بالاتری برآورد کرده و ارزیابی منطقی تری از سود ارائه نمایند.

نعمتی و همکاران (۱۳۹۸) اثر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت ها را به صورت تطبیقی بین شرکت های بورس تهران و شرکت های کشورهای آسیای جنوب شرقی بر اساس رویکرد پنل آستانه ای مورد بررسی قرار دادند. نتایج بدست آمده، دو آستانه و سه رژیم در ایران و کشورهای جنوب شرق آسیا را نشان می دهد. در ایران بیشترین اثر نسبت بدهی بر سودآوری در رژیم یک (نسبت بدهی کمتر از ۰/۵۸) قرار دارد و در رژیم دو (نسبت بدهی بین ۰/۴۱ تا ۰/۸۲) اثر کاهشی و در رژیم سه (بیش از ۰/۹۲) اثر منفی بسیار زیاد دارد. در کشورهای جنوب شرق آسیا بیشترین اثر نسبت بدهی بر سودآوری در رژیم دو قرار دارد و در رژیم یک اثر کاهشی و در رژیم سه اثر منفی دارد. در نتیجه در ایران شرکتهای بایستی نسبت بدهی خود را به سطح رژیم یک برسانند تا از زیان وحشی و رشکستگی جلوگیری کنند در صورتی

است. در این مقاله به دنبال دستیابی به پاسخ این سوالات هستیم که آیا توانایی مدیران تأثیر مطلوبی بر رابطه میان انحراف از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی شرکت دارد یا خیر؟ و این که آیا توانایی مدیران رابطه مستقیمی با سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت دارد یا خیر؟

در ادامه، مابانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش (شامل پژوهش های خارجی و داخلی)، فرضیه های پژوهش، روش پژوهش (شامل نحوه انتخاب شرکت های مورد بررسی و نیز مدل ها و متغیرهای پژوهش)، یافته های پژوهش و در پایان، نتیجه گیری و پیشنهادهای ارائه شده اند.

### پیشینه پژوهش

لی و همکاران (۲۰۱۹) اثر تعدیلی ریسک اعتباری بر شدت تأثیرگذاری ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت های کوچک و متوسط اروپایی را بررسی نمودند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که در شرکت های کوچک و متوسط با ریسک اعتباری پایین، نسبت بدهی تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد شرکت دارد در حالی که این تأثیر در بین شرکت های کوچک و متوسط با ریسک اعتباری بالا وجود ندارد.

باوم و همکاران (۲۰۱۷) با بررسی اصلاح ساختار سرمایه بر مبنای ریسک های تجاری و کلان به این نتیجه رسیدند که فرآیند اصلاح ساختار سرمایه نامتقارن بوده و بستگی به نوع ریسک، شدت آن، وضعیت اهرمی و مالی شرکت دارد. در شرکت هایی که وضعیت مالی مساعدتری دارند نسبت به شرکت های داری شرایط تأمین مالی نامساعد، سرعت اصلاح ساختار سرمایه بالاتر است. همچنین، نتایج پژوهش آنها نشان داد که در بررسی شرایط اصلاح ساختار سرمایه، ریسک از اهمیت بالایی برخوردار است.

اریک دووس و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی قرارداد بدهی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه پرداختند و نشان دادند که شرکت هایی که با محدودیت مالی و نقدی مواجه هستند، سرعت تعدیل کمتری دارند. همچنین در این پژوهش نشان دادند رابطه منفی میان تعهدات و سرعت تعدیل در شرکت های با اهرم بیش از حد بیشتر است. ژئو و همکاران (۲۰۱۶) دریافتند که هزینه سرمایه با میزان انحراف از ساختار سرمایه بهینه رابطه مثبت و معناداری دارد و در شرکت هایی که هزینه سرمایه آنها حساسیت بیشتری به میزان انحراف از ساختار سرمایه بهینه دارد، سرعت تعدیل ساختار سرمایه بیشتر است.

<sup>۴</sup>. Petacchi

<sup>۵</sup>. Overleverage

<sup>۱</sup> Erik Devos et al

<sup>۲</sup> Dang and Garret

<sup>۳</sup>. Underleverage

که در کشورهای جنوب شرق آسیا می توانند نسبت بدهی خود را تا سطح رژیم دو نیز برسانند.

تأثیری نقندری و همکاران (۱۳۹۷) اثر آنتروپی صورت های مالی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه را بررسی نمودند. شرکت های با آنتروپی پایین صورت های مالی، به دلایلی ارزیابی ریسک اطلاعات پایین تر و اعتماد سرمایه گذاران، از هزینه تأمین سرمایه پایین تری برخوردار هستند. این شرکت ها از اختیار عمل بیشتری برای رسیدن به ساختار سرمایه بهینه برخوردار هستند. یافته های آن ها پژوهش نشان می دهد که عامل آنتروپی صورت های مالی و شاخص های بکارگرفته شده برای آن، رابطه معکوسی با سرعت رسیدن شرکت ها به ساختار سرمایه بهینه دارد. نتایج پژوهش حاکی از وجود سرعت تعدیل ۵۹٪ و ۷۲٪ به ترتیب برای شرکت های با آنتروپی عمومی بالا و پایین است. افلاطونی و امیربختیاروند (۱۳۹۶) با توجه به پدیده گزینش نامناسب که در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع میان مدیران و سرمایه گذاران به وجود می آید، نقش کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی در کاهش انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که با افزایش کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا، میزان انحراف از سطح بهینه کاهش می یابد و تاثیر کیفیت افشا در شرکت های بیش اهرمی به صورت معناداری از شرکت های کم اهرمی قوی تر است.

هاشمی و کشاورزمهر (۱۳۹۶) با تکیه بر این استدلال که شرکت ها با توجه به ویژگی های خاص خود، با هزینه های تعدیل متفاوتی مواجه هستند و بنابراین با سرعت های تعدیل متفاوتی به سمت اهرم هدف خود حرکت می کنند، چند ویژگی تاثیر گذار بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه شامل اندازه، دارایی های ثابت مشهود، سودآوری و انحراف از اهرم هدف را مورد بررسی قرار داد. مطابق نتایج به دست آمده شرکت های دارای اندازه و سودآوری کمتر و انحراف از اهرم هدف بیشتر با سرعت بیشتری به سمت اهرم هدفشان حرکت می کنند اما نتایج حاصل از متغیر دارایی های ثابت مشهود سرعت تعدیل یکسانی را نشان می دهد.

دولو و رضائیان (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی چارچوب تعدیل ساختار سرمایه با در نظر گرفتن مولفه های نظریه های توازن و سلسله مراتبی به صورت توأمان و با استفاده از تحلیل داده تابلویی پرداختند. یافته ها نشان داد بیشتر تعدیلات ساختار سرمایه زمانی رخ می دهند که سطح اهرم مالی بالاتر (پایین تر) از اهرم مالی هدف است و شرکت ها با مزاد (کسری) منابع مالی

مواجه اند. افزون بر این، اگر سطح اهرم مالی بالاتر از اهرم هدف باشد، شرکت های دارای مزاد منابع مالی، مقدار بیشتری از مزاد منابع خود را صرف تسویه بدهی می کنند.

مشایخی و عظیمی (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر توانایی های مدیریت، به عنوان متغیر تعدیل کننده بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. متغیر توانایی های مدیریت با بهره مندی از الگوی دمربجان، لیو و مک وی (۲۰۱۲) و روش تحلیل پوششی داده ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت رابطه منفی وجود دارد و توانایی های مدیریت این رابطه منفی را کاهش نمی دهد.

حاجب، مقدم و غفاری (۱۳۹۳) تأثیر توانایی مدیریت را بر ساختار سرمایه شرکت های صنعت مواد و محصولات دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. آنان برای اندازه گیری توانایی مدیریت از مدل دمربجان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده کرده و رابطه آن را با اهرم مالی شرکت بررسی کردند. نتایج حاصل از پژوهش آنان نشان داد که شرکت های با مدیران توانمندتر از اهرم مالی بیشتری استفاده می کنند؛ همچنین، متغیرهای کنترلی اندازه، دارایی های ثابت مشهود و دارایی های نامشهود تأثیر معناداری بر اهرم مالی ندارند. شایان ذکر است که در مورد رابطه بین توانایی مدیر و ساختار سرمایه دو فرضیه رقیب خطر-کارایی<sup>۱</sup> و ارزش-فرانشیز<sup>۲</sup> وجود دارد. بر مبنای فرضیه خطر-کارایی، شرکت های با مدیران توانمندتر که احتمالاً از کارایی بالاتری برخوردارند، سطح اهرم بالاتری را انتخاب میکنند، چرا که کارایی بالاتر، خطر ناشی از هزینه های ورشکستگی و بحران مالی را کاهش میدهد. این فرضیه با نظریه سلسله مراتبی و علامت دهی همراستا است. بر مبنای فرضیه ارزش-فرانشیز انتظار بر این است که شرکتهایی که در سایه مدیران توانمندتر از کارایی بالاتری برخوردارند از اهرم مالی کمتری استفاده کنند و منابع مورد نیاز خود را بیشتر از محل آورده مالکان تأمین کنند. چنین استدلال میشود که این شرکت ها در تلاش برای حفظ منافع بالقوه ناشی از مدیران توانمندتر، برای مالکان دست به چنین اقدامی میزنند (مارگاریتیز و پسلاکی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰).

بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۳) رابطه توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی را در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران، برای یک دوره چهار ساله بررسی کردند. آنان برای

<sup>3</sup> Margaritis and Psillaki

<sup>1</sup> efficiency-risk hypothesis

<sup>2</sup> franchise-value hypotheses

اندازه‌گیری کیفیت اقلام تعهدی به تبعیت از مدل اصلاح شده دیچو و دچاو<sup>۱</sup> (۲۰۰۲)، که توسط فرانسیس و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) ارائه شده از درجه نقدشوندگی این اقلام استفاده کرده و برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت، مطابق با مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، از بخشی از کارایی شرکت که متأثر از عوامل ذاتی شرکت نیست استفاده کردند. از لحاظ نظری توانایی مدیریت با کیفیت سود رابطه مستقیم دارد. با این حال، نتایج پژوهش آنان حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی است.

ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۳) تاثیر توانایی مدیریت بر کیفیت سود را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. آنان نیز در تحقیق خود برای ارزیابی توانایی مدیریت از روش متداول تحلیل پوششی داده‌ها که توسط دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) ارائه شده است استفاده کرده‌اند. برای اندازه‌گیری کیفیت سود از دو معیار ارائه مجدد صورت‌های مالی و پایداری سود استفاده شده است. یافته‌های تحقیق آنان وجود رابطه منفی بین ارائه مجدد صورت‌های مالی و توانایی مدیریت، و همچنین عدم وجود رابطه معنی‌دار بین پایداری سود و توانایی مدیریت را نشان می‌دهد.

### پیشینه نظری

#### بهینه‌سازی ساختار سرمایه و عملکرد شرکت

حداکثر ساختن سود و به تبع حداکثر ساختن ثروت سهامداران از جمله هدف‌های مدیران و در نهایت از اهداف شرکت‌ها - می‌باشد. سرمایه‌گذاران همواره به عملکرد شرکت و به طور خاص سود گزارش شده جهت شناسایی وضعیت شرکت توجه می‌نمایند تا در این خصوص که منابع مالی خود را در اختیار شرکت قرار دهند، تصمیم‌گیری نمایند. لذا سود گزارش شده و بازده عملکرد شرکت یکی از با اهمیت‌ترین شاخص‌های مالی است. اما تحلیل‌گران مالی معمولاً سود خالص گزارش شده (سود حسابداری) را متفاوت از سود واقعی می‌دانند. یکی از دلایلی که ممکن است تحلیل‌گران، سود حسابداری گزارش شده را با سود واقعی متفاوت بدانند، این است که احتمال دستکاری سود حسابداری توسط مدیران وجود دارد. با توجه به اینکه تهیه صورت‌های مالی به عهده مدیریت بنگاه اقتصادی است آنان به دلایل مختلف که ریشه در تئوری نمایندگی مبنی بر احتمال وجود تضاد منافع میان مدیریت و مالکان، ممکن است سود را دستکاری نمایند. لذا دستکاری و مدیریت سود سبب می‌گردد

که عملکرد واقعی شرکت با عملکرد ظاهری و گزارش شده آن متفاوت باشد و این موضوع سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیریت و سرمایه‌گذاران می‌گردد. در ادبیات حسابداری تعاریف گوناگونی از مدیریت سود ارائه شده است، اما اغلب به عنوان گزارش نادرست سطح عملکرد اقتصادی شرکت توسط افراد درون سازمانی (به ویژه مدیریت) تعریف می‌شود که با هدف گمراه کردن ذینفعان و یا تاثیرگذاری بر پیامدهای قراردادی صورت می‌گیرد (هیلی و والن<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹). مدیریت سود با سه نوع انگیزه مربوط به بازار سرمایه<sup>۴</sup>، انگیزه‌های رسیدن به آستانه‌ای خاص از سود و انگیزه‌های قراردادی صورت می‌پذیرد. در هر حال مدیریت سود با هر انگیزه‌ای که صورت گیرد، می‌تواند به دو روش توسط مدیریت به مرحله اجرا درآید. در روش اول، مدیران می‌توانند سود را از طریق اقلام تعهدی اختیاری<sup>۵</sup> دستکاری نمایند. در روش دوم، مدیران از طریق فعالیت‌های واقعی اقدام به دستکاری سود می‌نمایند. بویژه آن‌ها می‌توانند زمان و میزان فعالیت‌های واقعی مثل تولید، فروش، سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های تأمین مالی را تغییر دهند تا به هدف سود مورد نظر دست یابند. بر این اساس ارزیابی دقیق عملکرد واقعی شرکت موضوعی بسیار حایز اهمیت است (بدر افشان و همکاران، ۲۰۱۶).

از سویی ادبیات مالی، عملکرد شرکت را به سه حوزه تصمیم‌گیری کلان تقسیم می‌نماید که عبارتند از تصمیمات سرمایه‌گذاری، تصمیمات تأمین مالی و تصمیمات تقسیم سود. وضعیت ساختار سرمایه که در حوزه تصمیمات تأمین مالی بوده از موضوعات با اهمیت تأثیر گذار بر عملکرد شرکت می‌باشد (دمودران، ۱۳۹۲). تصمیم‌گیری در خصوص تعیین میزان بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه از مهمترین وظایف مدیران شرکت‌ها است. مزیت تأمین مالی از طریق بدهی‌ها، ایجاد سپر مالیاتی از بابت هزینه‌های تأمین مالی (که هزینه‌های قابل قبول مالیاتی محسوب می‌شوند) است و عیب آن مرتبط به ایجاد خطر ورشکستگی و روبرویی با بحران‌های مالی است. بنابراین، برای تعیین میزان بهینه بدهی‌ها (تعیین ساختار سرمایه بهینه)، مدیران سعی می‌کنند تا بین مزایا و معایب تأمین مالی از طریق بدهی‌ها، توازن برقرار نمایند و در هر فرصت ممکن، میزان بدهی‌ها یا حقوق صاحبان سرمایه را تعدیل کنند. یکی از شناخته شده‌ترین نظریه‌ها در رابطه با ساختار سرمایه،

<sup>4</sup> Capital Market

<sup>5</sup> Discretionary Accruals

<sup>1</sup> Dechow and Dichev

<sup>2</sup> Francis et al.

<sup>3</sup> Healy and Wahlen

بالاتر می تواند منجر به مدیریت کارا تر عملیات روزانه شرکت شود، خصوصاً در دوره های بحرانی عملیات، که تصمیم گیری های مدیریتی میتواند تاثیر به سزایی بر روی عملکرد شرکت داشته باشد. افزون بر آن، در دوره هایی که شرکت با بحران روبه رو است، مدیران توانا تر تصمیم گیری مناسب تری در ارتباط با تامین منابع مورد نیاز خواهند داشت (آندرو و همکاران، ۲۰۱۳). به عقیده لین<sup>۹</sup> و همکاران (۲۰۱۸)، شرکت هایی که مدیران توانمندتری دارند، شفافیت اطلاعاتی بیشتری دارند، کمتر وارد فعالیت هایی مانند مدیریت سود می شوند و در نهایت در تامین مالی از انعطاف پذیری بیشتری برخوردارند. بنابراین انتظار می رود مدیران توانا تر در تصمیم گیری های مرتبط به افشای اطلاعات عملکرد بهتری داشته باشند و با توجه به تاثیر با اهمیت کیفیت افشای اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت و سرمایه گذاران، شرایط تامین منابع مالی شرکت در بازار سرمایه بهبود یابد و به دنبال آن ساختار سرمایه شرکت به نقطه بهینه نزدیک تر گردد. در همین راستا انتظار می رود که توانایی مدیران به عنوان متغیری تعدیل گر تأثیر مطلوبی بر ارتباط میان غیر بهینگی ساختار سرمایه و عملکرد واقعی شرکت بگذارد. بنابراین در پژوهش حاضر پرسش اصلی این است که آیا توانایی مدیران تأثیر مطلوبی بر رابطه میان غیر بهینگی ساختار سرمایه و عملکرد واقعی شرکت دارد یا خیر؟

#### توانایی مدیریت و سرعت تعدیل ساختار سرمایه

در بازارهای کارا که هیچ گونه عدم تقارن اطلاعاتی وجود ندارد، ارزش شرکت از ساختار سرمایه آن تأثیر نمی پذیرد (مودیگلیانی و میلر<sup>۱۰</sup>، ۱۹۵۸) با این حال، در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، مسایل ناشی از پدیده گزینش نامناسب<sup>۱۱</sup> روی ساختار سرمایه و به تبع آن، روی ارزش شرکت تأثیر می گذارند (بهارات<sup>۱۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۹). ساختار سرمایه یکی از محورهای اصلی مباحث مالی می باشد. سنگ بنای مباحث ساختار سرمایه، نظریه مودیگلیانی و میلر<sup>۱۳</sup> (۱۹۵۸) است. مهم ترین یافته این نظریه آن است که ارتباطی بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت وجود ندارد. اما با توجه به وجود مزایای مالیاتی، هزینه های درماندگی و ورشکستگی و سایر مزایا و هزینه ها، ساختار سرمایه شرکت ها بر روی ارزش آن اثرگذار خواهد بود. به بیان دیگر می توان

تئوری سلسله مراتبی<sup>۱</sup> مایرز<sup>۲</sup> (۱۹۸۴) می باشد. اساس این تئوری بر این استدلال مبتنی است که وجود پدیده عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۳</sup> میان افراد درون سازمانی و برون سازمانی، ساختار سرمایه شرکتها را تحت تأثیر قرار می دهد. عدم تقارن اطلاعاتی به ویژه بین مدیریت و سرمایه گذاران منجر به بروز مشکل گزینش معکوس<sup>۴</sup> در تأمین مالی شرکتها می گردد (آکرلوف<sup>۵</sup>، ۱۹۷۰؛ مایرز و ماژلوف<sup>۶</sup>، ۱۹۸۴). با وجود عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش شفافیت بازارهای سرمایه، نگرانی های مشکل گزینش معکوس، گزینه های ساختار سرمایه شرکت را تحت تأثیر قرار می دهد و می تواند بر انحراف ساختار سرمایه شرکت از سطح بهینه تأثیر بگذارد (کنی و کالای<sup>۷</sup>، ۱۹۹۳؛ ناچمن و ناو<sup>۸</sup>، ۱۹۹۴). از طرفی با افزایش مدیریت سود عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت و بازار افزایش می یابد و انتظار می رود میزان غیر بهینگی ساختار سرمایه نیز افزایش یابد. در این زمان با افزایش مشکلات و حساسیت های تأمین مالی دسترسی شرکت به منابع مالی ارزان کم شده و در نهایت منجر به افزایش نرخ هزینه سرمایه شرکت می گردد. در نتیجه افزایش نرخ هزینه سرمایه، مدیریت پروژه های سرمایه گذاری را با نرخ بازده مورد انتظار بالاتری مورد ارزیابی قرار داده که منجر به رد پروژه های مطلوب بیشتری از سوی شرکت شده و کارایی سرمایه گذاری شرکت را کاهش خواهد داد که نهایتاً باعث کاهش بازده عملکرد شرکت می گردد. در این زمینه یافته های پژوهش گران متعددی از جمله فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴) و بیدل و همکاران (۲۰۰۹) بر این مهم تأکید دارند.

#### اثر تعدیلی توان مدیریت بر رابطه غیر بهینگی ساختار سرمایه و عملکرد واقعی

در متون حسابداری توانایی مدیریت یکی از ابعاد سرمایه انسانی شرکتهاست که به عنوان دارایی نامشهود طبقه بندی می شود. به عنوان نمونه درجیان و همکاران (۲۰۱۳) توانایی مدیریت را به عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می کنند. این منابع تولید درآمد در شرکتها شامل بهای موجودی ها، هزینه های اداری و توزیع و فروش، دارایی های ثابت، اجاره های عملیاتی، هزینه های تحقیق و توسعه و دارایی های نامشهود شرکت، می شود. توانایی مدیریتی

<sup>8</sup> - Nachman & Noe

<sup>9</sup> Lin

<sup>10</sup> Modigliani & Miller

<sup>11</sup> Adverse selection

<sup>12</sup> Bharath

<sup>13</sup> Modigliani and Miller

<sup>1</sup> - Pecking Order Theory

<sup>2</sup> - Myers

<sup>3</sup> - Information Asymmetry

<sup>4</sup> - Adverse Selection Issues

<sup>5</sup> - Akerlof

<sup>6</sup> - Majluf

<sup>7</sup> - Cooney & Kalay

## تفکیک انحراف از ساختار سرمایه بهینه به بیش اهرمی<sup>۴</sup> و کم اهرمی<sup>۵</sup>

پس از پذیرش وجود ساختار سرمایه بهینه و تمایل تلاش شرکت‌ها جهت نیل به سوی آن مطابق با پژوهش‌های پتاجی و همکاران (۲۰۱۴) و ساین و ویلیامز (۲۰۱۵) ساختار سرمایه غیر بهینه به دو بخش انحراف مثبت (بیش اهرمی) و انحراف منفی (کم اهرمی) تفکیک می‌گردد. زمانی که در بازار سرمایه عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، به دلیل ایجاد مشکل انتخاب نامناسب، شرکت‌ها نخواهند توانست نیازهای مالی خود را به طور کامل از بازار سرمایه تأمین نمایند و این موضوع، شرکت‌ها را به سوی تأمین مالی از طریق بازارهای بدهی سوق می‌دهد. این امر سبب می‌شود که در مقایسه با حقوق صاحبان سهام، نقش بدهی‌ها در ساختار سرمایه، پررنگ‌تر شود و ساختار سرمایه شرکت به حالت بیش‌اهرمی برسد. در بازارهای بدهی، اعتباردهندگان جهت ارائه اعتبارات، علاوه بر اطلاعات گزارش‌های مالی (که یک پیام عمومی است) از شرکت‌ها درخواست اطلاعات بیشتری می‌کنند که معمولاً شامل اطلاعات محرمانه نیز می‌شود لذا در چنین شرایطی توان وام‌گیری و انتشار بدهی بیشتر از توان شرکت برای انتشار سهام است. بر این اساس در پژوهش حاضر تأثیر توانایی مدیریت بر رابطه انحراف از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی شرکت و سرعت تعدیل ساختار سرمایه در بین شرکت‌های با ساختار سرمایه بیش اهرمی و کم اهرمی به تفکیک بررسی می‌گردد تا ابعاد بیشتری از موضوع، مورد بررسی قرار گرفته و قدرت تجزیه و تحلیل نتایج افزایش یابد.

با توجه به ادبیات و پیشینه پژوهش‌های صورت گرفته و با توجه به هدف این پژوهش مبنی بر بررسی تأثیر توان مدیریت بر رابطه بهینگی ساختار سرمایه و عملکرد واقعی و همچنین بررسی تأثیر توان مدیریت بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در حالت‌های بیش‌اهرمی و کم‌اهرمی، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر ارائه شده است:

**فرضیه اول:** با افزایش توان مدیریت، رابطه بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و بازده واقعی دارایی‌ها، تضعیف می‌شود.

**فرضیه دوم:** با افزایش توان مدیریت، رابطه بین انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه و بازده واقعی دارایی‌ها، تضعیف می‌شود.

**فرضیه سوم:** با افزایش توان مدیریت، رابطه بین انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه و بازده واقعی دارایی‌ها، تضعیف می‌شود.

به دنبال یک ساختار سرمایه بهینه (هدف) گشت. شواهد تجربی متعددی وجود دارد که نشان می‌دهد شرکت‌ها در عمل تمایل دارند تا در دامنه بهینه‌ای از ساختار سرمایه فعالیت کنند و اگر به دلایل تجاری مجبور به خروج از این دامنه بهینه باشند در اولین فرصت ممکن به آن دامنه بر می‌گردند (ستایش، کاظم نژاد و شفیع، ۱۳۸۸).

بنابراین با پذیرش ساختار سرمایه هدف، آنگاه موضوع سرعت حرکت شرکت‌ها به سمت این ساختار و متوسط زمان تعدیل نسبت‌های اهرمی، به موضوعی با اهمیت در حوزه نظریات ساختار سرمایه تبدیل می‌شود. نظریه توازن<sup>۱</sup> که برآمده از همین دیدگاه است، جزء نظریه‌های توضیح دهنده و معتبر ساختار سرمایه محسوب می‌شود. شاید یکی از بهترین علل تثبیت و ماندگاری این نظریه همان است که مایرز بیان می‌کند: نظریه توازن از نظر عقل سلیم پذیرفتنی است (مایرز، ۱۹۸۱). یکی از جدیدترین رویکردهایی که به عنوان زیر شاخه‌ای از این نظریه مطرح شده است، نظریه توازن پویا (دینامیک)<sup>۲</sup> است. نظریه‌ای که فرآیند تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌ها را فرآیندی هزینه بر می‌داند و با در نظر گرفتن هزینه‌های تعدیل<sup>۳</sup>، معتقد است که شرکت‌ها تنها زمانی به اصلاح نسبت‌های اهرمی روی می‌آورند که مزایای این اصلاح بر هزینه‌های آن فزونی یابد. لذا شرکت‌ها همواره تحت 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 به همراه می‌آورد، سرعت حرکت شرکت‌ها در راستای این تعدیل پویا می‌باشد. در این شرایط، مدیران توانمند با عملکرد خوبی که در راهبری سیاست‌های مالی و عملیاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی دارد، مشکلات مربوط به انتخاب نامناسب را تسکین می‌دهد و میزان انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه را کمتر کند (لئوز و ورشیا، ۲۰۰۰؛ ورشیا، ۲۰۰۱). لذا انتظار می‌رود با افزایش توانایی مدیریت سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت به سوی نقطه بهینه افزایش یابد. بنابراین پرسش بعدی این پژوهش این است که آیا توانایی مدیران رابطه مستقیمی با سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت دارد یا خیر؟

<sup>۴</sup> Over-Leverage

<sup>۵</sup> Under-Leverage

<sup>۱</sup> Trade-off-Theory

<sup>۲</sup> Dynamic Trade-off Theory

<sup>۳</sup> Adjustment Costs

فرضیه های اول تا سوم پژوهش، به ترتیب از مدل های (۱) تا (۳) استفاده می شود.

مدل (۱)

$$ADJROA_{it+1} = \alpha_0 + \beta_1 LDEV_{it} + \gamma_1 MAbility_{it} + \delta_2 LDEV_{it} \times MAbility_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 QTOBIN_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 TAXR_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + \beta_8 ILEV_{it} + \beta_9 IROA_{it} + \beta_{10} IROE_{it} + \beta_{11} INEL_{it} + \beta_{12} GDPG_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

مدل (۲)

$$ADJROA_{it+1} = \alpha_0 + \beta_1 PLDEV_{it} + \gamma_1 MAbility_{it} + \delta_2 PLDEV_{it} \times MAbility_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 QTOBIN_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 TAXR_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + \beta_8 ILEV_{it} + \beta_9 IROA_{it} + \beta_{10} IROE_{it} + \beta_{11} INEL_{it} + \beta_{12} GDPG_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

مدل (۳)

$$ADJROA_{it+1} = \alpha_0 + \beta_1 NLDEV_{it} + \gamma_1 MAbility_{it} + \delta_2 NLDEV_{it} \times MAbility_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 QTOBIN_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 TAXR_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + \beta_8 ILEV_{it} + \beta_9 IROA_{it} + \beta_{10} IROE_{it} + \beta_{11} INEL_{it} + \beta_{12} GDPG_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

در مدل های مذکور LDEV انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه؛ PLDEV انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه؛ NLDEV انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه؛ ADJROA بازده تعدیل شده دارایی ها می باشد که در قسمت محاسبه متغیرهای پژوهش نحوه محاسبه این متغیرها تشریح شده است. همچنین Size اندازه شرکت؛ MTB فرصت های رشد شرکت؛ CFOVL نوسان های جریان وجوه نقد عملیاتی؛ QTOBIN نسبت کیوتوبین؛ TANG نسبت دارایی های ثابت مشهود؛ ILEV نرخ مؤثر مالیاتی؛ LIQ نقدشوندگی دارایی ها؛ میانگین نسبت اهرمی در صنعت؛ IROA میانگین بازده دارایی ها در صنعت؛ IROE میانگین بازده حقوق صاحبان سرمایه در صنعت؛ INFL نرخ تورم و GDPG درصد تغییرات تولید ناخالص داخلی است.

در مدل های فوق، انتظار می رود که ضریب  $\delta$  مثبت و معنادار باشد که به معنای تأثیر منفی و معنادار توانایی مدیریت بر رابطه میان انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه و بازده واقعی شرکت می باشد.

**فرضیه چهارم:** در شرکتهایی با توان مدیریت بالاتر، سرعت تعدیل ساختار سرمایه بیشتر است.

**فرضیه پنجم:** در شرکت های با ساختار سرمایه بیش اهرمی توان مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد.

**فرضیه ششم:** در شرکت های با ساختار سرمایه کم اهرمی توان مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد.

**فرضیه هفتم:** تأثیر توان مدیریت بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در حالت بیش اهرمی و کم اهرمی اختلاف معناداری با یکدیگر دارند.

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع کمی و به سبب آنکه مفاهیم مورد پژوهش به صورت عینی در دنیای خارجی وجود دارد، در گروه پژوهش های اثبات گرایی است و واقعیت موضوع و محقق کاملاً مستقل از یکدیگر می باشند. روش شناسی غالب این گونه پژوهش ها استفاده از روش های آماری متعدد است. از آنجا که روش این پژوهش مبتنی بر توصیف روابط واقعی میان داده های موجود است (توصیف آنچه هست) که در قالب مدل بیان می گردد، پژوهش در زمره پژوهش های توصیفی به شمار می رود. در این پژوهش نخست جنبه های واقعی روابط شناخته شده و سپس مدل بر مبنای فرضیات و روابط مربوطه طراحی شده است. در این پژوهش برای گردآوری داده ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه ای استفاده شده است. در روش کتابخانه ای، مبنای نظری پژوهش، از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری می شود. سپس، برای گردآوری داده های پژوهش حاضر از آرشیو و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه های اینترنتی مرتبط، استفاده شده است. در نهایت، به منظور بررسی و تحلیل فرضیات مطرح شده مطابق با مبنای نظری، از رویکرد رگرسیونی با استفاده از نرم افزار ایویوز<sup>۱</sup> استفاده شده است.

### مدل و متغیرهای پژوهش

#### مدل پژوهش

این پژوهش به دنبال بررسی نقش توانایی مدیریت بر رابطه بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی با تأکید بر سرعت اصلاح ساختار سرمایه است. بدین منظور برای آزمون

<sup>۱</sup> Eviews



در مدل‌های مذکور: LDEV انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه؛ PLDEV انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه؛ NLDEV انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه؛ ADJROA بازده تعدیل شده دارایی‌ها؛ ADJROE بازده تعدیل شده حقوق صاحبان سهام؛ Size اندازه شرکت؛ MTB فرصت‌های رشد شرکت؛ CFOVL نوسان‌های جریان وجوه نقد عملیاتی؛ QTOBIN نسبت کیوتوبین؛ TANG نسبت دارایی‌های ثابت مشهود؛ TAXR نرخ مؤثر مالیاتی؛ LIQ نقدشوندگی دارایی‌ها؛ ILEV میانگین نسبت اهرمی در صنعت؛ IROA میانگین بازده داراییها در صنعت؛ IROE میانگین بازده حقوق صاحبان سرمایه در صنعت؛ INFL نرخ تورم و GDPG درصد تغییرات تولید ناخالص داخلی است.

#### متغیر وابسته

**عملکرد واقعی شرکت:** ابتدا لازم است معیار سنجش مدیریت سود با استفاده از مدل کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) محاسبه گردد:

مدل (۷)

$$TACC_{it} = \alpha + \beta_1(1/TA_{it-1}) + \beta_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_3PPE_{it} + \beta_4ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن،  $TACC_{it}$  کل ارقام تعهدی (سود منهای جریان وجوه نقد عملیاتی)،  $\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}$  تفاضل تغییرات درآمد فروش و بدهکاران،  $PPE_{it}$  اموال، ماشین آلات و تجهیزات هستند که با  $TA_{it-1}$  کل دارایی‌های ابتدای دوره همگن می‌شوند و  $ROA_{it}$  بازده دارایی‌ها است. پس از برآورد مدل، مقدار باقیمانده‌های آن که بیانگر ارقام تعهدی اختیاری (و معیاری از مدیریت سود است) استخراج شده و برای محاسبه معیارهای واقعی عملکرد شرکت به کار می‌روند. در مدل (۲)،  $ROA_{it}$  بازده تعدیل نشده دارایی‌ها (نسبت سودخالص گزارش شده بر کل دارایی‌ها)،  $ADJROA_{it}$  بازده تعدیل شده دارایی‌ها (نسبت سود قبل از اعمال مدیریت سود بر کل دارایی‌ها که معادل نسبت سود خالص گزارش شده منهای ارقام تعهدی اختیاری بر کل دارایی‌ها) است. این معیار اخیر معیار برای سنجش عملکرد واقعی شرکت می‌باشد.

#### متغیرهای مستقل

**انحراف از اهرم بهینه:** برای سنجش انحراف از اهرم بهینه، مدل زیر مطابق با پژوهش بر اساس فلانری و رانگان (۲۰۰۶) و ژئو و همکاران (۲۰۱۶) برآورد می‌گردد:

برای بررسی فرضیه چهارم پژوهش، ابتدا مقادیر متغیر MAbility از کوچک به بزرگ مرتب می‌شوند، سپس به مقادیری که در چارک چهارم همین متغیر قرار می‌گیرند (سال-شرکتهای با توان مدیریت بالاتر) مقدار ۱ و به سایر سال-شرکتهای مقدار صفر اختصاص می‌یابد. متغیر دو ارزشی ایجاد شده به صورت H\_MAbility نامگذاری می‌گردد و در مدل پویای زیر با استفاده از رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته، برآورد می‌شود:

مدل (۴)

$$LEV_{it+1} = \alpha_0 + \beta_1LEV_{it} + \gamma_1H\_MAbility_{it} + \vartheta_1LEV_{it} \times H\_MAbility_{it} + \beta_2SIZE_{it} + \beta_3MTB_{it} + \beta_4QTOBIN_{it} + \beta_5TANG_{it} + \beta_6TAXR_{it} + \beta_7LIQ_{it} + \beta_8ILEV_{it} + \beta_9IROA_{it} + \beta_{10}IROE_{it} + \beta_{11}INEL_{it} + \beta_{12}GDPG_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

در مدل فوق، عبارت  $1 - \beta_1$  بیانگر میزان سرعت تعدیل ساختار سرمایه است. لذا، مطابق با پیش بینی مطرح شده در فرضیه چهارم پژوهش، انتظار می‌رود که ضریب  $\gamma$  منفی و معنادار باشد. همچنین، برای آزمون فرضیه‌های پنجم و ششم، مدل‌های زیر برآورد می‌شوند.

مدل (۵)

$$LEV_{it+1} = \alpha_0 + \beta_1PLEV_{it} + \gamma_1H\_MAbility_{it} + \vartheta_1PLEV_{it} \times H\_MAbility_{it} + \beta_2SIZE_{it} + \beta_3MTB_{it} + \beta_4QTOBIN_{it} + \beta_5TANG_{it} + \beta_6TAXR_{it} + \beta_7LIQ_{it} + \beta_8ILEV_{it} + \beta_9IROA_{it} + \beta_{10}IROE_{it} + \beta_{11}INEL_{it} + \beta_{12}GDPG_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

مدل (۶)

$$LEV_{it+1} = \alpha_0 + \beta_1NLEV_{it} + \gamma_1H\_MAbility_{it} + \vartheta_1NLEV_{it} \times H\_MAbility_{it} + \beta_2SIZE_{it} + \beta_3MTB_{it} + \beta_4QTOBIN_{it} + \beta_5TANG_{it} + \beta_6TAXR_{it} + \beta_7LIQ_{it} + \beta_8ILEV_{it} + \beta_9IROA_{it} + \beta_{10}IROE_{it} + \beta_{11}INEL_{it} + \beta_{12}GDPG_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

در مدل‌های فوق نیز، انتظار می‌رود که ضرایب  $\psi_1$  و  $\psi_2$  منفی و معنادار باشند.

برای آزمون فرضیه هفتم، با پیروی از افلاطونی و امیریختاروند (۱۳۹۶) از رویکرد پترنوستر<sup>۱</sup> و همکاران (۱۹۹۸) استفاده خواهد شد:

$$T = (\psi_1 - \psi_2) / \sqrt{(SE.\psi_1)^2 + (SE.\psi_2)^2}$$

که در آن،  $\psi_1$  و  $\psi_2$  از دو معادله (۸) و (۹) استخراج می‌شوند و  $SE.\psi_1$  و  $SE.\psi_2$  به ترتیب خطای استاندارد ضرایب  $\psi_1$  و  $\psi_2$  می‌باشند. در یک آزمون یک‌طرفه، اگر آماره فوق، معنادار باشد، فرضیه هفتم پژوهش رد نخواهد شد.

(مدل ۸)

$$LEV_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 IOB_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 LTA_{it} + \beta_3 BTM_{it} + \beta_4 PROFIT_{it} + \beta_5 INF_{it} + \beta_4 INDLEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن، LEV نسبت بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها (که بیانگر ساختار سرمایه است)، IOB نسبت هزینه‌های مالی به کل دارایی‌ها، TANG نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها، LTA لگاریتم مجموع دارایی‌ها در مبنای ده، BTM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، PROFIT نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها، INF نرخ تورم (درصد تغییرات شاخص قیمت مصرف کننده که از سایت بانک مرکزی دریافت می‌گردد)، INDLEV میانگین نسبت اهرمی (نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها) صنعتی است که شرکت در آن صنعت فعالیت می‌کند. پس از برآورد مدل، قدرمطلق باقیمانده‌های آن برابر انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه (LDEV) هستند. همچنین باقیمانده‌های مثبت بیانگر ساختار سرمایه بیش اهرمی (یا انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه، PLDEV) و قدرمطلق باقیمانده‌های منفی بیانگر ساختار سرمایه کم اهرمی (یا انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه، NLDEV) هستند.

**توانایی مدیریت:** برای سنجش توان مدیریت، از مدل دمیرجیان (۲۰۱۲) به شرح زیر استفاده خواهد شد:

(مدل ۹)

$$Firm\ Efficacy_{it} = \alpha + \beta_1 LTA_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 PFC_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_4 FCI_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن، Firm Efficacy درجه کارایی شرکت (عددی بین صفر و ۱) است که با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها و استفاده از متغیرهای درآمد فروش Sale، بهای تمام شده کالای فروش رفته CGS، خالص اموال ماشین‌آلات و تجهیزات PPE و هزینه‌های عملیاتی OC به عنوان متغیرهای ورودی، حاصل می‌شود. LTA اندازه شرکت (لگاریتم دارایی‌ها در مبنای ۱۰)، MS سهم بازار (نسبت فروش شرکت بر مجموع فروش صنعت)، PFC جریان وجوه نقد آزاد (برابر مجموع جریان وجوه نقد عملیاتی و سرمایه گذاری)، AGE عمر شرکت (لگاریتم تعداد سالهای حضور در بورس در مبنای ده) و FCI متغیر مجازی است و برای شرکت‌هایی که درآمد صادراتی دارند کد ۱ و برای سایر شرکت‌ها کد صفر خواهد داشت. پس از برآورد مدل فوق به روش رگرسیون سانسوری با رویکرد توبیت، باقیمانده‌های مدل به عنوان معیار توانایی مدیران MAbility، در نظر گرفته می‌شود.

### متغیرهای کنترلی

**اندازه شرکت:** برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت می‌باشد.

**اهرم مالی:** برابر با نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های شرکت می‌باشد.

**فرصت‌های رشد:** نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام است.

**نوسان‌های جریان وجوه نقد عملیاتی:** انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی تعدیل شده با کل دارایی‌ها، در سه سال اخیر است.

**نسبت کیوتوبین:** نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری کل بدهی‌ها بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها می‌باشد.

**نسبت دارایی‌های ثابت مشهود:** نسبت دارایی‌های ثابت مشهود بر کل دارایی‌ها می‌باشد.

**نرخ مؤثر مالیاتی:** نسبت مالیات پرداختنی بر سود قبل از مالیات می‌باشد.

**نقدشوندگی دارایی‌ها:** نسبت دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری است.

**نرخ تورم:** برابر با درصد تغییرات شاخص قیمت مصرف کننده است.

**میانگین نسبت اهرمی در صنعت:** برابر با میانگین نسبت بدهی به دارایی‌های صنعت است.

**میانگین بازده داراییها در صنعت:** برابر با میانگین نسبت سود به دارایی‌های صنعت است.

**میانگین بازده حقوق صاحبان سرمایه:** برابر با میانگین نسبت سود به حقوق صاحبان سهام صنعت است.

**تولید ناخالص داخلی:** برابر با درصد تغییرات تولید ناخالص داخلی است.

### جامعه آماری و نحوه انتخاب شرکت‌ها

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۱۳۸۵ به بعد در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. جامعه آماری با اعمال محدودیت‌هایی که آن هم به واسطه‌ای انقطاع زمانی مشخص برای انجام آزمون و استخراج داده‌ها است، محدود می‌شود. به عبارت دیگر، نمونه‌ی آماری شامل جامعه آماری است که با محدودیت‌های زیر، تعدیل می‌شوند:

(۱) سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم شود. این محدودیت

به آن سبب است که قابلیت مقایسه جهت بررسی و

برآورد متغیرها در اختیار باشد.

یافته‌ها نشان می‌دهد که میانگین (میانه) ساختار سرمایه ۰/۶۱ (۰/۶۲) و میانگین ساختار سرمایه صنعت برابر ۰/۵۹ (۰/۶۰) است. این موضوع نشان می‌دهد که حدود ۶۱ درصد منابع مالی شرکت‌های مورد بررسی، از محل بدهی‌ها تامین شده و این اقلام نسبت به اوراق مالکانه، نقش پررنگتری در ساختار سرمایه شرکت‌ها دارند. انحراف ساختار سرمایه ۰/۰۸ (۰/۰۷)، انحراف مثبت ساختار سرمایه بهینه ۰/۰۴ (۰/۰۱) و انحراف منفی ساختار سرمایه بهینه ۰/۰۴ (۰/۰۰) است.

میانگین (میانه) توان مدیریت معادل ۰/۰۶ (۰/۱۱) است و بیانگر آن است که در بازه زمانی مورد بررسی، مدیران تواناتر، عملکرد کلی شرکت را افزایش می‌دهند. به علاوه، یافته‌ها نشان می‌دهد که ارزش بازار سهام شرکت‌های مورد بررسی حدود ۲/۷۸ برابر ارزش دفتری آنهاست، داراییهای ثابت مشهود حدود ۳۵ درصد از کل دارایی‌ها را تشکیل می‌دهد، نرخ مؤثر مالیات در بازه زمانی مورد بررسی حدود ۱۲ درصد است، داراییهای جاری حدود ۱/۲۹ برابر بدهی‌های جاری هستند، میانگین نرخ تورم در بازه زمانی مورد بررسی ۱۸ درصد و نرخ رشد تولید ناخالص داخلی حدود ۳ درصد بوده است. میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۶۱ می‌باشد که نشان می‌دهد بخش عمده‌ای از مصارف شرکت از محل بدهی‌ها تامین مالی شده است. با مقایسه میانگین و میانه متغیرها می‌توان گفت که ارزش بخش عمده‌ای از میانگین‌ها، بزرگتر از میانه‌ها می‌باشد که نشان‌دهنده انحراف منطقی در توزیع هر متغیر می‌باشد (ژو و همکاران، ۲۰۱۳).

۲) در طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۷ نماد معاملاتی آنها برای بیش از یک سوم روزهای معاملاتی سال بسته نشده باشد. این محدودیت نیز بواسطه‌ی اندازه‌گیری متغیرها، بویژه متغیر بازدهی است. بسته بودن نماد معاملاتی یک سهم برای مدت طولانی، خود موجب بی-میلی سهامداران و در نتیجه کاهش رقابت‌پذیری سهم می‌شود.

۳) شرکت از جمله صنایع واسطه‌گری مالی و لیزینگ‌ها نباشد. علت این امر، آن است که این شرکتها خود به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی فعال در بازار سرمایه محسوب شده و اثر فعالیت آنها در مدل‌ها دیده شده است. ضمن اینکه این شرکت‌ها تابع مکانیزم‌های خاص متفاوت با سایر شرکت‌های فعال در دیگر صنایع هستند. در نهایت شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش، شامل ۱۴۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

برای اراییه‌ی یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول زیر برخی از آمارهای توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و اکثر مشاهدات ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	متغیرها	نمادها
۰/۱۵	-۰/۵۷	۰/۸۲	۰/۱۰	۰/۱۱	بازده تعدیل شده دارایی‌ها	ADJROA
۰/۰۷	۰/۰۱	۰/۴۲	۰/۰۷	۰/۰۸	انحراف ساختار سرمایه	LDEV
۰/۰۷	۰/۰۰	۰/۳۸	۰/۰۱	۰/۰۴	انحراف مثبت ساختار سرمایه	PLDEV
۰/۰۶	۰/۰۱	۰/۴۵	۰/۰۰	۰/۰۴	انحراف منفی ساختار سرمایه	NLDEV
۰/۲۲	-۰/۳۸	۰/۵۰	۰/۱۱	۰/۰۶	توان مدیریت	MABILITY
۰/۱۰	-۰/۲۱	۰/۵۶	۰/۰۸	۰/۱۰	بازده داراییها	ROA
۰/۲۶	-۱/۷۰	۱/۹۰	۰/۲۳	۰/۲۴	بازده حقوق صاحبان سهام	ROE
۰/۱۸	۰/۰۳	۰/۹۹	۰/۶۲	۰/۶۱	ساختار سرمایه	LEV
۰/۰۷	-۰/۳۳	۰/۲۵	۰/۰۸	۰/۰۹	میانگین بازده داراییها در صنعت	IROA
۰/۱۵	-۰/۲۱	۰/۸۳	۰/۲۳	۰/۲۴	میانگین بازده حقوق صاحبان در صنعت	IROE
۰/۰۹	۰/۳۳	۰/۷۷	۰/۶۰	۰/۵۹	میانگین ساختار سرمایه صنعت	ILEV
۰/۶۸	۴/۲۷	۷/۹۰	۵/۸۸	۵/۹۱	اندازه شرکت	LTA
۲/۵۰	۰/۴۸	۶/۲۵	۱/۹۸	۲/۷۸	فرصت‌های رشد	MTB
۰/۰۵	۰/۰۱	۰/۳۸	۰/۰۸	۰/۰۹	نوسان‌های جریان وجوه نقد عملیاتی	CFOVL
۰/۷۸	۰/۷۰	۶/۸۹	۱/۳۳	۱/۵۶	نسبت کیوتوبین	QTOBIN

انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میان	میانگین	متغیرها	نمادها
۰/۲۲	۰/۰۲	۰/۹۸	۰/۳۳	۰/۳۵	نسبت داراییهای ثابت مشهود	TANG
۰/۰۹	۰/۰۰	۰/۳۳	۰/۱۳	۰/۱۲	نرخ مؤثر مالیات	TAXR
۰/۷۴	۰/۲۲	۹/۵۸	۱/۱۵	۱/۲۹	نقدشوندگی داراییها	LIQ
۰/۰۷	۰/۰۶	۰/۴۶	۰/۱۳	۰/۱۸	نرخ تورم سالانه	INF
۰/۰۴	-۰/۰۱	۰/۰۹	۰/۰۳	۰/۰۳	نرخ رشد تولید ناخالص داخلی	GDPG

## آمار استنباطی

## فرضیه اول

بیانگر ارجحیت الگوی اثرات ثابت بر الگوی اثرات مشترک (مقید)، معنادار بودن آماره بروش-پاگان بیانگر اولویت استفاده از الگوی اثرات تصادفی بر الگوی اثرات مشترک (مقید) و در نهایت، معنادار بودن آماره هاسمن نشان می‌دهد که بکارگیری الگوی اثرات ثابت بر استفاده از الگوی اثرات تصادفی، ارجحیت دارد.

جدول (۲) نتایج حاصل از برآورد مدل ۱ پژوهش را نشان می‌دهد. به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش، مدل (۱) با رویکرد داده‌های ترکیبی ایستا برآورد شده است. معناداری آماره لیمر

جدول ۲: نتایج حاصل از برآورد مدل ۱

مدل (۱)			متغیر
VIF	معناداری	ضریب	
---	۰/۰۰	۰/۸۴*	عرض از مبدا
۱/۳۷	۰/۰۴	-۰/۱۷**	LDEV
۴/۲۰	۰/۰۰	۰/۳۴*	MABILITY
۲/۴۰	۰/۰۱	۰/۱۷*	LDEV*MABILITY
۱/۱۹	۰/۰۰	-۰/۱۵*	LTA
۲/۷۰	۰/۰۰	-۰/۰۵*	MTB
۱/۰۲	۰/۸۴	-۰/۰۴	CFOVL
۲/۶۴	۰/۰۰	۰/۰۳*	QTOBIN
۲/۵۶	۰/۰۱	۰/۲۷*	TANG
۱/۱۴	۰/۱۵	۰/۱۷	TAXR
۱/۲۹	۰/۰۶	۰/۰۱	LIQ
۱/۷۰	۰/۰۰	-۰/۳۴*	ILEV
۴/۰۲	۰/۱۷	۰/۱۸	IROA
۲/۹۰	۰/۳۸	۰/۰۴	IROE
۱/۳۲	۰/۷۱	۰/۰۳	INF
۱/۷۰	۰/۷۹	۰/۰۵	GDPG
	۵۷/۵۰		ضریب تعیین تعدیل شده
	(۰/۰۰) ۴/۲۹		آماره فیشر (معناداری)
	۲/۱۱		آماره دوربین واتسون
	(۰/۰۰) ۲/۳۹		آماره لیمر (معناداری)
	(۰/۰۰) ۳۷/۵۶		آماره بروش-پاگان (معناداری)
	(۰/۰۰) ۷۳/۳۶		آماره هاسمن (معناداری)

### فرضیه دوم

جدول (۳) نتایج حاصل از برآورد مدل ۲ پژوهش را نشان می‌دهد. به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش، مدل (۱) با رویکرد داده‌های ترکیبی ایستا برآورد شده است. معناداری آماره لیمر بیانگر ارجحیت الگوی اثرات ثابت بر الگوی اثرات مشترک (مقید)، معنادار بودن آماره بروش-پاگان بیانگر اولویت استفاده از الگوی اثرات تصادفی بر الگوی اثرات مشترک (مقید) و در نهایت، معنادار بودن آماره هاسمن نشان می‌دهد که بکارگیری الگوی اثرات ثابت بر استفاده از الگوی اثرات تصادفی، ارجحیت دارد.

مثبت و معنادار بودن ضریب متغیر تعاملی توان مدیریت در انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه در مدل (۲) نشان می‌دهد که با افزایش توان مدیریت، رابطه بین انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی شرکت (بازده واقعی دارایی‌ها)، تضعیف می‌شود. این موضوع بیانگر عدم رد فرضیه دوم پژوهش است.

مقدار شاخص عامل تورم واریانس نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل‌های (۱) مشکل همخطی شدید ندارند<sup>۱</sup>. در هر دو مدل، معناداری آماره فیشر در سطح ۱ درصد حاکی از معناداری کلی مدلهای برآورد شده است. به منظور پرهیز از مشکل ناهمسانی واریانس، مدلهای با بکارگیری رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته، برآورد شده‌اند. مقدار آماره دوربین-واتسون هر دو مدل بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلال مدل‌ها است<sup>۲</sup>. نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل‌های (۱۰-۳) و (۱۱-۳) به ترتیب حدود ۵۸ و ۵۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند.

مثبت و معنادار بودن ضریب متغیر تعاملی توان مدیریت در انحراف از ساختار سرمایه بهینه در مدل (۱) نشان می‌دهد که با افزایش توان مدیریت، رابطه بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی شرکت (بازده واقعی دارایی‌ها)، تضعیف می‌شود. این موضوع بیانگر عدم رد فرضیه اول پژوهش است.

جدول ۳: نتایج حاصل از برآورد مدل ۲ پژوهش

متغیر	مدل (۲)	
	ضریب	معناداری
عرض از مبدا	۰/۸۳	۰/۰۰
PLDEV	-۰/۲۲	۰/۰۴
MABILITY	۰/۳۷	۰/۰۰
PLDEV*MABILITY	۰/۱۰	۰/۰۴
LTA	-۰/۱۲	۰/۰۰
MTB	-۰/۰۶	۰/۰۱
CFOVL	-۰/۰۵	۰/۹۰
QTOBIN	۰/۰۲	۰/۰۰
TANG	۰/۲۰	۰/۰۱
TAXR	۰/۱۳	۰/۱۳
LIQ	۰/۰۱	۰/۰۸
ILEV	-۰/۳۷	۰/۰۰
IROA	۰/۱۷	۰/۱۲
IROE	۰/۰۴	۰/۳۷
INF	۰/۰۲	۰/۶۹
GDPG	۰/۰۵	۰/۷۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۶/۸۴	
آماره فیشر (معناداری)	۴/۵۰ (۰/۰۰)	
آماره دوربین واتسون	۲/۱۲	
آماره لیمر (معناداری)	۲/۶۴ (۰/۰۰)	
آماره بروش-پاگان (معناداری)	۳۱/۷۰ (۰/۰۰)	
آماره هاسمن (معناداری)	۷۵/۳۹ (۰/۰۰)	

<sup>۲</sup> - زمانی که مقدار آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، هیچ گونه شواهدی از وجود مشکل خودهمبستگی سریالی بین اجزای اخلال وجود ندارد (افلاطونی، ۱۳۹۲)

<sup>۱</sup> - زمانی که مقدار آماره VIF کمتر از ۵ (در برخی دیگر از منابع عدد ۱۰ نیز ذکر شده است) باشد، شواهدی از وجود همخطی چندگانه بین متغیرهای مستقل مدل وجود ندارد (کاتر، ۲۰۰۴).

## فرضیه سوم

در مدل (۳) نشان می‌دهد که توان مدیریت، رابطه بین انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه و عملکرد واقعی شرکت (بازده واقعی دارایی‌ها)، را تحت تاثیر قرار نمی‌دهد. این موضوع بیانگر رد فرضیه سوم پژوهش است.

به منظور آزمون فرضیه سوم پژوهش، مدل (۳) با رویکرد داده های ترکیبی ایستا برآورد شده است. عدم معناداری ضریب متغیر تعاملی توان مدیریت در انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه

جدول ۴: نتایج حاصل از برآورد مدل ۳ پژوهش

مدل (۳)			متغیر
VIF	معناداری	ضریب	
---	۰/۰۰	۰/۸۷*	عرض از مبدا
۱/۱۴	۰/۰۳	-۰/۱۵**	NLDEV
۲/۹۴	۰/۰۰	۰/۳۴*	MABILITY
۱/۵۹	۰/۳۷	۰/۰۴	NLDEV*MABILITY
۱/۲۰	۰/۰۰	-۰/۱۲*	LTA
۲/۷۰	۰/۰۱	-۰/۰۵*	MTB
۱/۱۲	۰/۹۴	۰/۰۱	CFOVL
۲/۶۹	۰/۰۰	۰/۰۳*	QTOBIN
۲/۵۷	۰/۰۱	۰/۲۲*	TANG
۱/۱۳	۰/۱۵	۰/۱۴	TAXR
۱/۳۲	۰/۱۷	۰/۰۱	LIQ
۱/۸۰	۰/۰۰	-۰/۳۷*	ILEV
۳/۹۰	۰/۱۴	۰/۱۷	IROA
۲/۸۵	۰/۳۲	۰/۰۵	IROE
۱/۳۲	۰/۶۹	۰/۰۲	INF
۱/۴۶	۰/۸۵	۰/۰۳	GDPG
۵۵/۷۴			ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۶۳* (۰/۰۰)			آماره فیشر (معناداری)
۲/۱۲			آماره دوربین واتسون
۲/۴۸* (۰/۰۰)			آماره لیمر (معناداری)
۳۵/۲۹* (۰/۰۰)			آماره بروش-پاگان (معناداری)
۷۶/۴۲* (۰/۰۰)			آماره هاسمن (معناداری)

## فرضیه های چهارم تا هفتم

کم اهرمی توان مدیریت تاثیر معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه ندارد، لذا فرضیه‌های چهارم و پنجم تایید و فرضیه ششم پژوهش رد می‌شود. همچنین، عدم معناداری آماره پترنوستر و همکاران (۱/۴۱) نشان می‌دهد که شدت تاثیر توان مدیریت بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکتهایی با ساختار سرمایه بیش‌اهرمی و کم‌اهرمی، تفاوت معناداری از یکدیگر ندارد. این موضوع بیانگر رد فرضیه هفتم پژوهش است.

به منظور آزمون فرضیه های چهارم تا هفتم پژوهش، به ترتیب مدل‌های (۴) تا (۶) با رویکرد داده های ترکیبی ایستا برآورد شده است.

منفی و معنادار بودن ضریب متغیر تعاملی  $LEV^*H\_MABILITY$  در کل مشاهدات و نیز در شرکت‌ها با ساختار سرمایه بیش اهرمی نشان می‌دهد در شرکتهایی با توان مدیریت بالاتر، سرعت تعدیل ساختار سرمایه بیشتر است. با این حال، عدم معناداری ضریب متغیر تعاملی  $LEV^*H\_MABILITY$  (۰/۰۱) در شرکت‌ها با ساختار سرمایه کم‌اهرمی بدان معناست که در شرکت‌های با ساختار سرمایه

جدول ۴: نتایج حاصل از برآورد مدل ۴ تا ۶ پژوهش

متغیر	کل شرکتها (مدل ۴)		شرکت‌های بیش‌اهرمی (مدل ۵)		شرکت‌های کم‌اهرمی (مدل ۶)	
	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری
LEV	۰/۶۳*	۰/۰۰	۰/۶۳*	۰/۰۰	۰/۶۴**	۰/۰۳
H_MABILITY	-۰/۰۳	۰/۲۴	-۰/۰۱	۰/۱۰	-۰/۰۳*	۰/۰۰
LEV*H_MABILITY	-۰/۰۹**	۰/۰۴	-۰/۰۵*	۰/۰۰	۰/۰۱	۰/۶۲
LTA	-۰/۰۱	۰/۸۰	-۰/۰۵*	۰/۰۰	-۰/۰۲	۰/۲۲
MTB	-۰/۰۴	۰/۳۴	۰/۰۳*	۰/۰۰	۰/۰۱*	۰/۰۰
CFOVL	-۰/۰۴	۰/۵۳	۰/۰۵**	۰/۰۵	۰/۲۲*	۰/۰۰
QTOBIN	-۰/۰۴*	۰/۰۰	-۰/۰۷*	۰/۰۰	۰/۰۳*	۰/۰۰
TANG	۰/۱۹*	۰/۰۰	-۰/۰۴**	۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۲۳
TAXR	۰/۰۵	۰/۲۹	-۰/۰۴**	۰/۰۹	-۰/۱۸*	۰/۰۰
LIQ	۰/۰۹*	۰/۰۰	۰/۰۱	۰/۴۲	-۰/۰۱	۰/۹۹
ILEV	-۰/۰۲	۰/۷۸	۰/۱۷*	۰/۰۰	۰/۶۸*	۰/۰۰
IROA	-۰/۱۳	۰/۳۳	۰/۰۵	۰/۴۱	-۰/۲۴*	۰/۰۰
IROE	-۰/۰۱	۰/۸۹	-۰/۰۸*	۰/۰۰	-۰/۱۴*	۰/۰۰
INF	۰/۲۷*	۰/۰۳	۰/۲۱*	۰/۰۰	-۰/۳۱*	۰/۰۰
GDPG	۰/۲۴	۰/۲۹	۰/۳۴*	۰/۰۱	-۰/۱۰*	۰/۰۰
میانگین VIF	۲/۲۴۱	۲/۳۰	۲/۲۱	۲/۳۰	۲/۲۱	۲/۲۱
آماره سارگان (معناداری)	۱۰۷/۰۹ (۰/۲۴)	۹۷/۳۴ (۰/۵۱)	۱۰۴/۴۳ (۰/۳۷)	۹۷/۳۴ (۰/۵۱)	۱۰۴/۴۳ (۰/۳۷)	۱۰۴/۴۳ (۰/۳۷)
آزمون آرتانو - بوند:						
وقفه اول (معناداری)	۵/۹۸* (۰/۰۰)	۲/۹۷* (۰/۰۰)	۴/۴۲* (۰/۰۰)	۲/۹۷* (۰/۰۰)	۴/۴۲* (۰/۰۰)	۴/۴۲* (۰/۰۰)
وقفه دوم (معناداری)	۱/۰۴ (۰/۳۲)	۱/۰۵ (۰/۳۴)	۱/۵۴ (۰/۱۴)	۱/۰۵ (۰/۳۴)	۱/۵۴ (۰/۱۴)	۱/۵۴ (۰/۱۴)
آزمون پترنوستر و همکاران (۱۹۹۸)	۱/۴۱ (۰/۱۶)	۱/۴۱ (۰/۱۶)	۱/۴۱ (۰/۱۶)	۱/۴۱ (۰/۱۶)	۱/۴۱ (۰/۱۶)	۱/۴۱ (۰/۱۶)

نامطلوب انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه بر بازدهی واقعی عملکرد شرکت، کاسته می‌شود. به عبارتی دیگر مدیران توانا تر به سبب توانایی بالاتر در راهبری سیاست‌های مالی و عملیاتی شرکت بازدهی بالاتر از سطح ویژگی‌ها و شرایط ذاتی و موجود شرکت ایجاد می‌نمایند که حاصل تصمیم‌های خاص آنان در طی عملیات شرکت است. لذا مدیران توانا تر تأثیر بخشی از اثرات منفی و نامطلوب انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه بر بازدهی واقعی پس از خالص نمودن سود از مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی را کاهش می‌دهند و بر اساس سایر روش‌ها و منابع در دسترس بازدهی شرکت را با تصمیم‌های مطلوب خود بهبود می‌دهند. در نهایت توانایی مدیریت کاهنده شدت اثر منفی انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه بر بازده واقعی دارایی‌ها خواهد بود. از طرفی هر چه مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و گزینش نامناسب در بازار سهام بیشتر باشد، مدیریت بیشتر به تأمین مالی از طریق بدهی روی می‌آورد و میزان بدهی‌های شرکت از سطح بهینه فراتر رفته و ساختار سرمایه حالت بیش‌اهرمی به

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش، نقش توانایی مدیریت بر رابطه بین غیر بهینگی ساختار سرمایه و عملکرد واقعی با تأکید بر سرعت اصلاح ساختار سرمایه، مورد مطالعه قرار گرفته است. فرضیه اول پژوهش مبنی بر تضعیف رابطه بین انحراف از ساختار سرمایه بهینه و بازده واقعی با افزایش توان مدیریت، تأیید شده است. نتایج حاصل از بررسی فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که توانایی مدیر، ارتباط بین انحراف مثبت از ساختار سرمایه بهینه و بازده واقعی دارایی‌ها را تضعیف می‌کند. زمانی که ساختار سرمایه شرکت غیر بهینه می‌باشد، مشکلات و حساسیت‌های تأمین مالی بیشتر بوده و به تبع آن دسترسی شرکت به منابع مالی ارزان کم شده و این موضوع نرخ مؤثر استقراض یا انتشار حقوق ماکانه را افزایش می‌دهد که در نهایت منجر به کاهش بازده عملکرد شرکت می‌گردد. این در حالی است که نتایج فرضیه‌های اول و دوم نشان داد در میان شرکت‌هایی که مدیران توانا تر دارند از شدت تأثیر منفی و

پایین بودن سطح توانایی و تصمیم‌های نامناسب آن‌ها در حوزه تأمین مالی و سرمایه گذاری بوده باشد که در نهایت موجب تضعیف عملکرد واقعی شرکت شده است.

فرضیه چهارم تا ششم پژوهش، تأثیر توانایی مدیریت بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه است که فقط تأثیر آن بر شرکت-های با ساختار سرمایه کم اهرمی رد شده است و در نهایت فرضیه هفتم پژوهش بیانگر این است که تأثیر توان مدیریت بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در حالت بیش اهرمی و کم اهرمی اختلاف معناداری با یکدیگر ندارند. نتایج نشان می‌دهد که به طور کلی در میان شرکت‌های مورد بررسی، مدیران توانا تر وضعیت ساختار سرمایه خود را ارزیابی می‌نمایند و غیربهبوده بودن ساختار سرمایه را تشخیص داده و در جهت تعدیل ساختار سرمایه و نیل به ساختار بهینه سرمایه می‌کوشند. نتایج نشان داد که سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌هایی که مدیران توانا تر داشته‌اند، بیشتر است. همانطور که مطابق مبانی نظری و پیشینه پژوهش انتظار می‌رفت مدیران توانا تر به سبب توانایی بالاتر در راهبری سیاست‌های مالی و عملیاتی شرکت بازدهی بالاتر از سطح ویژگی‌ها و شرایط ذاتی و موجود شرکت ایجاد می‌نمایند که حاصل تصمیم‌های خاص آنان در طی عملیات شرکت است، بر همین اساس مدیران توانا تر در تصمیم‌های حوزه تأمین مالی نیز بهتر عمل نموده و با سرعت بیشتر ساختار سرمایه را به سوی وضعیت بهینه سوق می‌دهند. همچنین در شرکت‌های بیش اهرمی مدیران توانا تر افزایش بدهی‌ها از سطح بهینه و تحمیل هزینه بر شرکت از این بابت را سریع‌تر تشخیص داده و تصمیم‌های لازم جهت تسویه بدهی و بهبود نسبت بدهی به حقوق مالکانه جهت اصلاح ساختار سرمایه را اتخاذ می‌نمایند. این در حالی است که در زمان کمتر از حد بهینه بودن بدهی‌ها و یا به عبارتی کم اهرمی بودن ساختار سرمایه، سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های با مدیران توانا تر نسبت به سایر شرکت‌ها تفاوت معناداری ندارد. در حالی که ساختار سرمایه بیش اهرمی است به سبب اجبار در پرداخت اقساط بدهی و پرداخت هزینه‌های مالی که در حالت غیربهبوده بیشتر از سطح مطلوب نیز هستند توجه مدیران بیشتر جلب ساختار سرمایه و اصلاح آن و تصمیم‌های تأمین مالی می‌گردد، حال آن که در حالت کم اهرمی مدیران دغدغه کمتری در خصوص جریان‌های نقدی خروجی اجباری ناشی از بدهی‌ها دارند لذا کمتر به وضعیت بهینگی ساختار سرمایه توجه می‌نمایند و تلاش قابل توجهی در جهت بهبود ساختار سرمایه کم اهرمی ندارند.

با توجه به یافته‌های پژوهش، به صاحبان سهام شرکت‌ها توصیه می‌شود عملکرد هیات مدیره و مدیرعامل شرکت در سنوات قبل را از بعد توانایی مدیریت در راهبری سیاست‌های مالی و

خود می‌گیرد. در چنین وضعیتی به سبب اجبار در پرداخت‌های اصل و بهره بدهی، جریان‌های نقدی خروجی بیشتر خواهد بود و قدرت نقدینگی شرکت و جریان‌های نقدی در اختیار مدیر کاهش می‌یابد. در این زمان با افزایش جریان‌های نقدی خروجی اجباری، توان سرمایه گذاری‌های جدید شرکت کاهش می‌یابد و به همراه افزایش نامتناسب هزینه‌های بهره سبب کاهش سودآوری شرکت شده که در نتیجه بازده واقعی دارایی‌ها را کاهش می‌دهد. این در حالی است که نتایج فرضیه دوم نشان داد در میان شرکت‌هایی که مدیران توانا تر دارند از شدت تأثیر منفی و نامطلوب بیش اهرمی بودن ساختار سرمایه بر بازدهی واقعی عملکرد شرکت، کاسته می‌شود.

در ارتباط با فرضیه سوم پژوهش، تأثیر توانایی مدیریت بر ارتباط بین انحراف منفی از ساختار سرمایه بهینه و بازده واقعی دارایی‌ها رد شده است.

هر چه مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و گزینش نامناسب در بازار سهام کمتر باشد یا توان نقدینگی شرکت برای پرداخت‌های نقدی منظم کم باشد (مانند شرکت‌های در مرحله رشد) و یا انگیزه شرکت برای استفاده از منافع مالیاتی ناشی از انتشار بدهی کم باشد، شرکت بیشتر به تأمین مالی از طریق سهام یا حقوق مالکانه روی می‌آورد و میزان بدهی‌های شرکت از سطح بهینه کمتر بوده و ساختار سرمایه حالت کم اهرمی به خود می‌گیرد. از سویی هر چه بدهی‌ها کمتر باشد به سبب عدم اجبار در پرداخت‌های اصل و بهره بدهی جریان‌های نقدی خروجی کمتر و جریان‌های نقدی در اختیار مدیر بیشتر است و این موضوع احتمال انتخاب پروژه‌های نامطلوب از سوی مدیران را افزایش می‌دهد که خود می‌تواند تأثیر منفی بر بازدهی واقعی عملکرد شرکت داشته باشد. همچنین هر چه شدت کم اهرمی بودن ساختار سرمایه بیشتر باشد به این معناست که از مقدار بهینه استقراض از طریق بدهی‌ها استفاده نشده است و بر این اساس شرکت از منافع مالیاتی بدهی، کسب بازده نمی‌نماید و این موضوع تأثیر منفی و نامطلوبی بر بازدهی واقعی دارایی‌ها دارد. بر اساس مبانی نظری و تجربی انتظار می‌رفت در میان شرکت-هایی که مدیران توانا تر دارند از شدت تأثیر منفی و نامطلوب کم اهرمی بودن ساختار سرمایه بر بازدهی واقعی عملکرد شرکت، کاسته شود. در حالی که نتایج حاصل از بررسی سوم حاکی از عدم تأثیر توانایی مدیریت در اثر منفی کم اهرمی بودن ساختار سرمایه بر عملکرد واقعی شرکت بوده است. به عبارتی در میان شرکت‌های مورد بررسی که وضعیت ساختار سرمایه غیر بهینه از نوع کم اهرمی دارند، مدیران از توانایی لازم در جهت بهبود عملیات و بازدهی واقعی عملکرد شرکت برخوردار نبوده‌اند و غیربهبودگی یا کم اهرمی بودن ساختار سرمایه می‌تواند در نتیجه



- مفهومی کیفیت. حسابداری مدیریت، سال پنجم، (۱۵)، صص ۱۸-۱.
- \* اعتمادی، حسن و جواد منتظری. (۱۳۹۲). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر رقابت بازار تولید، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۰ (۳)، ۲۶-۱.
- \* افلاطونی، عباس (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در پژوهش های حسابداری و مدیریت مالی، تهران، انتشارات ترمه.
- \* افلاطونی، عباس و امیربختیاروند، امین. (۱۳۹۶). نقش کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی در کاهش انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۹ (۳)، صص ۱۶۷-۱۸۰.
- \* ایزدی نیا، ناصر، گوگردچیان، احمد، تنباکویی، مژگان. (۱۳۹۳). تاثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، ۶ (۳)، ۳۶-۲۱.
- \* آقایی، محمد علی؛ جوان، علی اکبر و ناظمی اردکانی، مهدی (۱۳۸۸). بررسی تأثیر مدیریت سود، اندازه شرکت و نسبت-های سودآوری بر ساختار سرمایه. فصلنامه مطالعات حسابداری، (۲۵)، صص ۱۰۳-۸۷.
- \* بزرگ اصل، موسی، صالحزاده، بیستون. (۱۳۹۳). توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی. مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری، ۵ (۱۷)، ۱۳۹-۱۱۹.
- \* تائبی نقندری، امیر حسین؛ صادقی، مسعود؛ تائبی نقندری، علی (۱۳۹۷). اثر آنتروپی صورت های مالی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه. فصلنامه دانش حسابداری، ۹ (۳۴)، ۱۷۶-۱۴۵.
- \* حقیقت، حمید، بشیری، وهاب. (۱۳۹۱). بررسی رابطه انعطاف پذیری مالی و ساختار سرمایه. مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری، ۳ (۸)، ۷۱-۴۹.
- \* حمیدرضا حاجب، علی غیوری مقدم، محمد جواد غفاری، (۱۳۹۳). بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه در صنعت مواد و محصولات دارویی، نشریه حسابداری سلامت، ۳ (۳)، ۱.
- \* خلیفه سلطانی، سید احمد؛ اخلاقی، حسنعلی و ساعدی، رحمان (۱۳۹۳). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه با استفاده از مدل توبیت: آزمون تجربی نظریه های سلسله مراتبی، توازی ایستا و نمایندگی. مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال دوم، (۴)، صص ۵۴-۳۷.

عملیاتی ارزیابی نمایند و میزان کارایی عملیات شرکت که در نتیجه عملکرد مدیریت و فراتر از ویژگی های ذاتی شرکت و صنعت حوزه فعالیت شرکت است را تشخیص دهند و دقت کافی از منظر توانایی مدیران را مدنظر داشته باشند. چرا که نتایج پژوهش نشان داد توانایی مدیریت بالاتر شدت تأثیر منفی انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه از نوع بیش اهرمی بر بازده واقعی عملکرد شرکت را کاهش داده و همچنین مدیران توانا تر انحراف از سطح بهینه ساختار سرمایه بیش اهرمی را با سرعت بیشتری به سوی نقطه بهینه تعدیل می نمایند. همچنین توصیه می گردد بررسی وضعیت ساختار سرمایه شرکت ها را برون سپاری نمایند و به صورت قراردادی به حسابداران یا کارشناسان رسمی مستقل بسپارند زیرا که نتایج پژوهش نشان می دهد کم اهرمی بودن ساختار سرمایه و کمتر بودن بدهی ها از نقطه بهینه، کمتر توسط مدیران شناسایی و بهبود می یابد و یافته های پژوهش نشان داد که توانایی مدیران تأثیری بر رابطه منفی کم اهرمی بودن ساختار سرمایه و بازده عملکرد واقعی و همچنین سرعت تعدیل ساختار سرمایه ندارد. در چنین شرایطی کارشناسان مستقل از مدیران می توانند وضعیت ساختار سرمایه و راهکارهای حرکت شرکت به سوی ساختار سرمایه بهینه را بررسی و به صاحبان سهام ارائه نمایند و در این شرایط صاحبان سهام می توانند بر بازدهی شرکت و تصمیم های مدیران نظارت بیشتری داشته باشند. این امر می تواند در زمره قراردادهای حسابرسی داخلی یا حسابرسی عملیاتی با موسسه های حسابرسی باشد.

به منظور تکمیل نتایج این پژوهش پیشنهاد می شود در آینده به بررسی اثر تعاملی ساختار مالکیت و اعتماد به نفس بیش از اندازه بر عملکرد واقعی پرداخته شود و به منظور شناخت رفتارهای عملکردی مدیران در بلند مدت به بررسی تفاوت های ناشی از ساختار سرمایه و ظرفیت بدهی پرداخته شود. همچنین بررسی موضوع پژوهش حاضر در بانک های ایران و شرکت های بیمه که به سبب تفاوت در ماهیت فعالیت از جامعه آماری پژوهش حاضر حذف شده اند نیز پیشنهاد می گردد. لازم به ذکر است با توجه به اینکه تصمیم گیری و رفتار مدیران جز خصوصیات شخصیتی و درونی مدیران بوده و به صورت مستقیم قابلیت مشاهده و اندازه گیری ندارد، لازم است در تعمیم نتایج مربوط به توانایی مدیران دقت لازم صورت پذیرد.

#### فهرست منابع

- \* اعتمادی، حسین؛ رحمانی، علی؛ آذر، عادل و حصارزاده، رضا (۱۳۹۱). نقد پژوهش های کیفیت گزارشگری مالی و ارائه نظریه "اطلاعات-عدم اطمینان محور" جهت ارائه تعریف

- \* دمودران، آسوات (۱۳۹۲). مالی شرکتی پیشرفته (رویکردی کاربردی). ترجمه احمد بدری، روح‌اله فرهادی و سارا شهریاری، تهران، نشر نص.
- \* دولو، مریم، رضائیان، علیرضا. (۱۳۹۵). انحراف از اهرم هدف، بی‌تعادلی در جریان نقدی و تعدیل ساختار سرمایه. تحقیقات مالی، ۱۸(۲)، ۳۰۶-۲۸۷.
- \* دولو، مریم، رضائیان، علیرضا. (۱۳۹۵). انحراف از اهرم هدف، بی‌تعادلی در جریان نقدی و تعدیل ساختار سرمایه. تحقیقات مالی، ۱۸(۲)، ۳۰۶-۲۸۷.
- \* ستایش، محمد حسین، غیوری مقدم، علی. (۱۳۸۸). تعیین ساختار بهینه سرمایه در سطح صنایع با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها (DEA). پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۱(۱)، ۵۲-۳۳.
- \* ستایش، محمد حسین؛ کاظم‌نژاد، مصطفی و شفیعی، محمد جواد (۱۳۸۸). کاربرد الگوریتم ژنتیک در تعیین ساختار بهینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره شانزدهم، (۵۶)، صص ۳۹-۵۸.
- \* ستایش، محمد حسین و کاشانی‌پور، فرهاد (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله تحقیقات مالی، دوره دوازدهم، (۳۰)، صص ۷۴-۵۷.
- \* فتحی، سعید؛ ابزری، مهدی و حبیبی، سلماز (۱۳۹۳). فراتحلیل عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در سطح شرکت. مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال دوم، (۴)، صص ۷۴-۵۵.
- \* کاشانی‌پور، محمد و مومنی یانسری، ابوالفضل. (۱۳۹۱). بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه. فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال چهارم، شماره ۱۴، صص ۴-۲۰.
- \* کردستانی، غلامرضا و فدائی کلورزی، اسماعیل. (۱۳۹۱). بررسی رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش حسابداری، سال دوم، شماره ۷، صص ۷۷-۹۹.
- \* کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی. مجله تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۵، صص ۷۳-۹۰.
- \* مشایخی، بیتا، عظیمی، عابد. (۱۳۹۵). تأثیر توانایی‌های مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی
- شرکت. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۳(۲)، ۲۵۳-۲۶۷.
- \* مقدم، عبدالکریم، مؤمنی یانسری، ابوالفضل. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۹(۲)، ۱۳۶-۱۲۳.
- \* نعمتی، علی، امام وردی، قدرت اله، باغانی، علی، دارابی، رویا و نوراله، نوروز (۱۳۹۸). بررسی تطبیقی اثر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با کشورهای آسیای جنوب شرقی براساس رویکرد رگرسیون پنل آستانه‌ای. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱(۴)، صص ۱۲۳-۱۵۷.
- \* هاشمی، سیدعباس، داوود کشاورز مهر (۱۳۹۴). بررسی عدم تقارن سرعت تعدیل ساختار سرمایه: مدل آستانه‌ای پویا، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۲۳، ۷۸-۵۹.
- \* یحیی‌زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب الدین و متان، مجتبی (۱۳۸۹). رابطه ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه. فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، (۸)، صص ۱۳۹-۱۲۰.
- \* Bazrafshan, E., Kandelousi, A. S., & Hooy, C. W. (2016). The impact of earnings management on the extent of disclosure and true financial performance: Evidence from listed firms in Hong Kong. *The British Accounting Review*, 48(2), 206-219.
- \* Bharath, S.T., Pasquariello, P. & Wu. G. (2009). Does asymmetric information drive capital structure decisions?, *Review of Financial Studies*, 22 (8): 3211-3243.
- \* Cooney, J. & Kalay, A. (1993). Positive information from equity issue announcements. *Journal of Financial Economics*, 33 (2): 149-172.
- \* Francis, Jennifer; Lafond, Ryan; Olsson, Per M. and Schipper, Katherine. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *Accounting Review*, 79 (4): 967-1010.
- \* Healy, P.M., and J.M. Wahlen. (1999). "A reviews of the earnings management literature and its implication for standard setting", *Accounting Horizons*, 13(4): 365-383.
- \* Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.
- \* Nachman, D. & Noe, T. (1994). Optimal design of securities under asymmetric information. *Review of Financial Studies*, 7: 1-44.
- \* Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32 (3): 91-180.
- \* Andreou, P. C., Ehrlich, D., & Louca, C. (2013, January). Managerial ability and firm performance: Evidence from the global financial crisis. In *European*

- Financial Management Association, Annual Conference.
- \* Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131.
  - \* Dang, V. A., and Garrett, I. (2015). On corporate capital structure adjustment. *Finance Research Letters*, 14, 56-63.
  - \* Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The accounting review*, 88(2), 463-498.
  - \* Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management science*, 58(7), 1229-1248.
  - \* Erik, D., Shofiqur, R., and Desmond, T. (2017). Debt covenants and the speed of capital structure adjustment. *Journal of Corporate Finance*. 40, 160-190.
  - \* Huang, R., Ritter, J.R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 44(2), 237-271.
  - \* Leuz, C. & Verrecchia, R. (2000). The economic consequences of increase disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38: 91-124.
  - \* Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs. *Managerial Finance*.
  - \* Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs: Does credit risk make a difference? *Managerial Finance*, 45(5), 582-601.
  - \* Lin, C. T., & Hu, M., Li, T. (2018). Managerial ability and the speed of leverage adjustment. <https://ssrn.com/abstract=3105050>.
  - \* Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of banking & finance*, 34(3), 621-632.
  - \* Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3): 261-275.
  - \* Myers, S. C. (1981). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 34(3): 575-592.
  - \* Petacchi, R. (2014). Information asymmetry and capital structure: evidence from Regulation FD. Available in: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410115000038>
  - \* Synn, c. & Williams, c. (2015). Financial reporting quality and optimal capital structure. The 8th CAPANA annual research conference, Available in: [www.capana.net/www/conference2015/SynnWilliams.pdf](http://www.capana.net/www/conference2015/SynnWilliams.pdf)



*Accounting Knowledge & Management Auditing*  
Vol. 12/ No. 45/ Spring 2023

## **The role of management ability on the relationship between deviation from optimal capital structure and real performance and speed of capital structure adjustment**

**Hamid Olad Ghafari**

Ph.D. Student of Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.  
hamiddbs@yahoo.com

**Negar Khosravipour**

Assistant Professor of Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.  
n\_khosravipour@yahoo.com

**Zahra Lashgari**

Assistant Professor of Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.  
z\_lashgari@iauctp.ac.ir

### **Abstract**

In this paper, the aim is to examine the role of management ability on the relationship between deviation from optimal capital structure and real performance and speed of capital structure adjustment. For this purpose, data on 143 companies listed in Tehran Stock Exchange for the period of 2006 to 2018 were extracted and a hybrid data regression model was used to test the research hypotheses. The results indicate that the management ability has a significant effect on the relationship between deviations from optimal capital structure and real performance. Also, the results show a significant effect of management ability in the relationship between positive deviation from optimal capital structure and no effect on negative deviation from optimal capital structure, with the actual return on assets or actual performance of the firm. In addition, effect of management ability on speed of capital structure adjustment Which is approved in firms with over-leverage capital structure and rejected in under-leverage capital structure. Finally, the results show in the case of over-leverage and under-leverage, there is no significant difference between them.

**Keywords:** Capital structure, Managerial ability, Real return of assets, speed of capital structure adjustment.