

بررسی تأثیر کیفیت افشاء و کیفیت ارقام تعهدی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه

عباس افلاطونی*

استادیار حسابداری، دانشگاه بوعلی سینا، همدان

زهره نیکبخت

مرئی حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور

چکیده

بر اساس نظریه توازی پویا، شرکت‌ها دارای یک ساختار سرمایه هدف (یا بهینه) هستند که می‌تواند در طول زمان تغییر کند و شرکت‌ها سعی دارند تا ساختار سرمایه واقعی خود به ساختار سرمایه هدف، نزدیک کنند. سرعتی که ساختار سرمایه واقعی یک شرکت به ساختار سرمایه هدف نزدیک می‌شود (سرعت تعدیل ساختار سرمایه) به عوامل مختلف درون‌سازمانی و برون‌سازمانی وابسته است. در این پژوهش، با استفاده از روش داده‌های ترکیبی پویا (با رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته) تأثیر کیفیت افشاء و کیفیت ارقام تعهدی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا پایان ۱۳۹۴ بررسی شده است. بدین منظور، نسبت‌های اهرم دفتری و بازاری به عنوان معیارهای سنجش ساختار سرمایه، به کار رفته‌اند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش در کیفیت افشاء، سرعت تعدیل ساختار سرمایه نیز به صورت معناداری افزایش می‌یابد. با این حال، نتایج بیانگر آن است که افزایش در کیفیت ارقام تعهدی، تأثیر معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه ندارد.

واژگان کلیدی: سرعت تعدیل ساختار سرمایه، کیفیت افشاء، کیفیت ارقام تعهدی، اهرم دفتری، اهرم بازاری.

۱- مقدمه

در سال‌های پیش از ۱۹۵۰ میلادی، پژوهش‌های حوزه مالی غالباً معطوف به تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود بوده‌است. مودیگلیانی و میلر، 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^۱ از بابت هزینه‌های تأمین مالی (که هزینه‌های قابل قبول مالیاتی محسوب می‌شوند) است و عیب آن مرتبط به ایجاد خطر ورشکستگی^۲ و رویارویی با بحران‌های مالی^۳ 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^۴ 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 (سویرا و همکاران، ۲۰۱۶؛ ۵۳۴). با این وجود، باید توجه داشت که تغییر در ساختار سرمایه در جهت نیل به ساختار سرمایه بهینه، دارای هزینه و منافع است و شرکت‌ها زمانی ساختار سرمایه خود را تعدیل می‌کنند که مزایای این کار بر هزینه‌های آن فزونی یابد (دانگ و همکاران، ۲۰۱۲؛ ۴۶۵). در این بین، به عقیده هوانگ و ریتر (۲۰۰۹) مطالعه در خصوص سرعت تعدیل ساختار سرمایه^۵ از اهمیت بالایی برخوردار است.

در پژوهش‌های خارجی (مانند گراهام و هاروی، ۲۰۰۱؛ ۱۸۷؛ دراپتز و وانزیرید، ۲۰۰۶؛ ۹۴۱؛ ازتکین و فلانری، ۲۰۱۲؛ ۸۹؛ ژئو و همکاران، ۲۰۱۶؛ ۹۹) و نیز پژوهش‌های داخلی (مانند گرجی و راعی، ۱۳۹۴؛ ۴۳؛ هاشمی و کشاورز مهر، ۱۳۹۴؛ ۵۹؛ شعری آناقیز و همکاران، ۱۳۹۴؛ ۷۳ و رامشه و همکاران، ۱۳۹۵؛ ۱۸۷) میزان سرعت تعدیل ساختار سرمایه، سنجیده شده است و برخی عوامل مؤثر بر آن (مانند مازاد و کسری وجوه نقد، کیفیت عوامل نهادی شرکت‌ها، اندازه شرکت، رشد شرکت، رقابت بازار محصول و غیره) مدنظر قرار گرفته‌اند.

هدف از انجام پژوهش حاضر، بررسی تأثیر کیفیت افشاء^۶ و کیفیت اقلام تعهدی^۷ بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه است. به منظور تأمین هدف پژوهش، باید به این سوال پاسخ داده شود که آیا کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشاء بر سرعت تعدیل اهرم دفتری^۸ و اهرم بازاری^۹ (معیارهای سنجش نسبت ساختار سرمایه) تأثیر معناداری دارد یا خیر؟

در ادامه، به ترتیب مبانی نظری، ادبیات و فرضیه‌های پژوهش بیان می‌شوند. سپس روش‌شناسی، مدل‌ها و متغیرهای پژوهش، جامعه و نمونه آماری و یافته‌های پژوهش ارائه می‌شوند و در پایان، بحث و نتیجه‌گیری از پژوهش، مطرح می‌گردد.

۲. مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

از زمانی که نظریه مودیگلیانی و میلر مبنی بر عدم ارتباط بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت مطرح گردید، درخصوص تصمیم‌های تأمین‌مالی شرکت‌ها، پژوهش‌های بسیاری انجام شده‌است. در مرحله نخست، پژوهشگران به دنبال پاسخ به این پرسش بودند که آیا نظریه مودیگلیانی و میلر با داده‌های در دسترس، همخوانی دارد یا این‌که نواقص^{۱۰} بازار سرمایه (مانند مالیات و هزینه معاملات)، ارزش شرکت‌ها را به ساختار سرمایه آن‌ها ارتباط می‌دهند. در مرحله بعد، به این موضوع پرداخته شد که آیا شرکت‌ها با موازنه هزینه‌ها و منافع ساختار سرمایه، یک ساختار سرمایه هدف (یا بهینه) را برای خود در نظر می‌گیرند یا خیر؟ (فلانری و رنگان، ۲۰۰۶؛ ۴۶۹).

براساس نظریه توازی^{۱۱}، اعتقاد بر آن است که نواقص بازار سرمایه، بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت، رابطه ایجاد می‌کند و شرکت‌ها برای تصحیح انحراف خود از ساختار سرمایه بهینه، گام‌های مثبتی برمی‌دارند. سرعت تصحیح انحراف ساختار سرمایه شرکت از ساختار سرمایه هدف (که سرعت تعدیل ساختار سرمایه خوانده می‌شود) به هزینه‌های تعدیل بستگی دارد. اگر منافع حاصل از حرکت به سمت ساختار سرمایه بهینه، بیش از هزینه‌های آن نباشد؛ شرکت‌ها هیچ اقدامی در جهت تعدیل ساختار سرمایه خود نخواهند کرد (فلانری و رنگان، ۲۰۰۶؛ ۴۷۴).

اگر شرکت‌ها برای تصحیح میزان انحراف ساختار سرمایه خود از ساختار سرمایه بهینه، بر تأمین‌مالی برون‌سازمانی متکی باشند؛ گران بودن این روش تأمین‌مالی (نسبت به سایر روش‌ها) می‌تواند سرعت تعدیل ساختار سرمایه را کاهش دهد. در این شرایط، اطلاعات حسابداری باکیفیت می‌تواند در تشخیص فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب و بد به سرمایه‌گذاران کمک کند، هزینه‌های انتخاب نامناسب^{۱۲} را کاهش دهد و درنهایت موجب کاهش هزینه تأمین‌مالی برون‌سازمانی گردد (لومباردو و پاگانو، ۲۰۰۲؛ ۱۱ و لمبرت و همکاران، ۲۰۰۷؛ ۳۸۵). از سوی دیگر، کیفیت بالای افشاء نیز موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود؛ توان سرمایه‌گذاران را در کشف فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب، افزایش می‌دهد؛ توانایی مدیران را در تأمین‌مالی از طریق بازارهای سرمایه و بدهی زیاد می‌کند و در نهایت، موجب افزایش سرعت تعدیل ساختار سرمایه می‌شود (ازتکین و فلانری، ۲۰۱۲؛ ۸۸).

با این حال، امکان صحیح بودن سایر نظریه‌ها نیز وجود دارد. برای مثال، میرز با بکارگیری نسخه جدیدی از نظریه سلسله مراتبی^{۱۳} که توسط دونالدسون ارائه شده بود، با نظریه توازی مخالفت نمود. بر اساس نظریه سلسله مراتبی، عقیده بر آن است که وجود عدم تقارن اطلاعاتی

موجب می‌شود تا بازار سرمایه، سهام را کمتر از واقع، قیمت‌گذاری کند. این موضوع باعث می‌شود که پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت، ابتدا با استفاده از منابع ایجادشده در واحد تجاری، سپس از طریق بدهی‌ها و در پایان از طریق انتشار اوراق مالکانه، تأمین مالی شوند. در حوزه نظریه سلسله مراتبی، ساختار سرمایه شرکت منعکس‌کننده تاریخچه سودآوری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن است و واحدهای تجاری درخصوص ساختار سرمایه خود، هیچ‌گونه ترجیح و گزینه خاصی ندارند (فلانری و رنگان، ۲۰۰۶؛ ۴۷۷).

دو نظریه دیگر ساختار سرمایه، شامل نظریه زمان‌بندی بازار (یا حرکت همگام با بازار)^{۱۴} و نظریه اینرسی مدیریتی^{۱۵} نیز مفهوم حرکت به سمت ساختار سرمایه هدف را رد می‌کنند. براساس نظریه زمان‌بندی بازار، بیکر و ورگلر (۲۰۰۲) عقیده دارند که ساختار سرمایه شرکت، انعکاس‌دهنده توانایی‌های آن برای فروش سهامی است که بیش از واقع، قیمت‌گذاری شده است. این موضوع بدان معناست که قیمت‌سهام در حوالی ارزش واقعی آن، درحال نوسان است و مدیران زمانی تمایل به انتشار سهام دارند که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، عدد بزرگی باشد. افزون بر آن، برخلاف نظریه سلسله مراتبی، نظریه زمان‌بندی بازار ادعا می‌کند که مدیران از عدم تقارن اطلاعاتی موجود، برای تأمین منافع سهامداران بالفعل شرکت، بهره می‌برند. در نظریه اخیر نیز، وجود ساختار سرمایه هدف و حرکت به سمت آن، رد می‌شود (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۲؛ ۳). به اعتقاد ولچ (۲۰۰۴)، در بلندمدت اینرسی مدیریتی باعث می‌شود که در مقایسه با سایر عوامل، قیمت سهام تأثیر بیشتری روی ساختار سرمایه شرکت‌ها داشته باشد. براساس نظریه‌های سلسله مراتبی، زمان‌بندی بازار و اینرسی، ساختار سرمایه ارتباطی به ارزش شرکت ندارد و به همین دلیل، مدیران هیچ تلاشی در جهت تعدیل آن نمی‌کنند (ولچ، ۲۰۰۴؛ ۱۰۶). وقتی کیفیت افشاء و کیفیت اقلام تعهدی در سطح پایینی قرار دارد، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد (براون و همکاران، ۲۰۰۹؛ ۲۰۸). به عقیده میرز و ماجلف، از عواملی که سرعت تعدیل ساختار سرمایه را کاهش می‌دهد، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران است (سوپرا و همکاران، ۲۰۱۶؛ ۵۳۷).

در پژوهش‌های خارجی، گراهام و هاروی (۲۰۰۱) دریافته‌اند که حدود ۸۱ درصد شرکت‌های مورد بررسی در پژوهش آنان، در زمان اتخاذ تصمیم‌های تأمین مالی از طریق بدهی‌ها، یک نسبت یا بازه‌ای از نسبت‌ها را برای ساختار سرمایه هدف، مدنظر قرار می‌دهند (گراهام و هاروی، ۲۰۰۱؛ ۱۸۷). دراپتز و وانزیرید (۲۰۰۶) دریافته‌اند که رشد شرکت و میزان انحراف از ساختار سرمایه هدف، تأثیر مثبتی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارند. به‌علاوه، آنان نشان دادند که شرایط اقتصادی مناسب، سرعت تعدیل ساختار سرمایه را افزایش می‌دهد (دراپتز و وانزیرید، ۲۰۰۶؛ ۹۴۱). بایون (۲۰۰۸) و فالکندر و همکاران (۲۰۰۹) دریافته‌اند که با افزایش هزینه‌های برآورد تعدیل ساختار سرمایه، سرعت تعدیل کاهش می‌یابد (بایون، ۲۰۰۶؛ ۳۰۶۹) و فالکندر و

همکاران، ۲۰۰۹؛ ۴۵). گراهام و لری (۲۰۱۱) نشان دادند که سرعت تعدیل ساختار سرمایه در دامنه ۱۰ تا ۴۰ درصد قرار دارد (گراهام و لری، ۲۰۱۱؛ ۳۰۹). نتایج پژوهش کوانگ‌مان (۲۰۱۲) و اسمیت و همکاران (۲۰۱۵) نشان می‌دهد که در مقایسه با شرکت‌های کم‌اهرمی (شرکت‌هایی که در ساختار سرمایه آن‌ها، بدهی‌ها نقش کمتری نسبت به حقوق صاحبان سرمایه ایفا می‌کنند)، ساختار سرمایه شرکت‌های بیش‌اهرمی (شرکت‌هایی که در ساختار سرمایه آن‌ها، بدهی‌ها نقش بیشتری نسبت به حقوق صاحبان سرمایه ایفا می‌کنند) با سرعت بیشتری به سمت ساختار سرمایه بهینه، نزدیک می‌شود (کوانگ‌مان، ۲۰۱۲؛ ۱۷ و اسمیت و همکاران، ۲۰۱۵؛ ۱۱۳۵). از تکین و فلانری (۲۰۱۲) دریافتند که با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، سرعت تعدیل ساختار سرمایه کاهش می‌یابد (از تکین و فلانری، ۲۰۱۲؛ ۸۹). آنتائو و بُنفیم (۲۰۱۴) نشان دادند اندازه شرکت تأثیر منفی و معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد (آنتائو و بُنفیم، ۲۰۱۴؛ ۳). از تکین (۲۰۱۵) نشان داد که محیط نهادی^{۱۶} با کیفیت‌تر منجر به سرعت بالاتر تعدیل ساختار سرمایه می‌شود (از تکین، ۲۰۱۵؛ ۳۰۸). ژئو و همکاران (۲۰۱۶) دریافتند که هزینه سرمایه با میزان انحراف از ساختار سرمایه بهینه رابطه مثبت و معناداری دارد و در شرکت‌هایی که هزینه سرمایه آنها حساسیت بیشتری به میزان انحراف از ساختار سرمایه بهینه دارد، سرعت تعدیل ساختار سرمایه؛ بیشتر است (ژئو و همکاران، ۲۰۱۶؛ ۹۹).

در پژوهش‌های داخلی، نصیرزاده و مستقیمان (۱۳۸۹) سرعت تعدیل ساختار سرمایه را حدود ۵۴ درصد و ستایش و کارگرفرد جهرمی (۱۳۹۰)، سرعت تعدیل ساختار سرمایه را حدود ۴۵ درصد، برآورد کرده‌اند (نصیرزاده و مستقیمان، ۱۳۸۹؛ ۱۳۳ و ستایش و کارگرفرد جهرمی، ۱۳۹۰؛ ۹). گرجی و راعی (۱۳۹۴) دریافتند که رقابت در بازار محصول روی سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأثیر معناداری دارد (گرجی و راعی، ۱۳۹۴؛ ۴۳). نتایج پژوهش هاشمی و کشاورزمهر (۱۳۹۴) نشان می‌دهد که کسری مالی و بیش‌سرمایه‌گذاری، اثر مثبت؛ و سودآوری شرکت و نوسان درآمد آن، اثر منفی و معناداری روی سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارند (هاشمی و کشاورزمهر، ۱۳۹۴؛ ۵۹). شعری آناقیز و همکاران (۱۳۹۴) دریافتند که در شرکت‌هایی با ساختار سرمایه بیش‌اهرمی، انعطاف‌پذیری مالی از عوامل مؤثر بر سرعت تعدیل اهرم نیست ولی در شرکت‌های کم‌اهرمی، رابطه مثبت و معناداری بین انعطاف‌پذیری مالی و سرعت تعدیل اهرم وجود دارد (شعری آناقیز و همکاران، ۱۳۹۴؛ ۷۳). رامشه و همکاران (۱۳۹۵) دریافتند در شرکت‌های بیش‌اهرمی که با کسری وجه نقد مواجه هستند، سرعت تعدیل ساختار سرمایه، بیشتر است. همچنین، آنان نشان دادند که سودآوری و فرصت‌های رشد، رابطه مثبت و معناداری با سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد (رامشه و همکاران، ۱۳۹۵؛ ۱۸۷). براساس مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر ارائه می‌گردند: فرضیه اول: با افزایش در کیفیت افشاء، سرعت تعدیل ساختار سرمایه افزایش می‌یابد.

فرضیه دوم: با افزایش در کیفیت اقلام تعهدی، سرعت تعدیل ساختار سرمایه افزایش می‌یابد.

۳. روش پژوهش

این پژوهش به لحاظ نتایج از نوع کاربردی، از نظر فرآیند اجرا از نوع کمی و از بُعد زمانی، گذشته‌نگر است. گردآوری داده‌ها به روش کتابخانه‌ای از سایت بانک مرکزی، بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و سایت کدال صورت گرفته و برای برآورد مدل‌های پژوهش از رویکرد داده‌های ترکیبی پویا با برآوردگر گشتاورهای تعمیم‌یافته استفاده شده است. به‌علاوه، برای بررسی قابلیت اتکای نتایج، از آزمون سارگان و آزمون خودهمبستگی سریالی آرانو- بوند، استفاده شده است.

۳-۱- مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای سنجش سرعت تعدیل ساختار سرمایه، به‌طورمعمول از مدل تعدیل جزئی^{۱۷} استفاده می‌شود. در این رویکرد، فرض می‌شود که تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌ها، از فرآیند پویای زیر تبعیت می‌کند:

$$CS_{it+1} - CS_{it} = \lambda(CS_{it+1}^* - CS_{it}) + \delta_{it+1} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن، CS_{it} نسبت ساختار سرمایه واقعی شرکت است. در مطالعات مربوط به سرعت تعدیل ساختار سرمایه (و پژوهش حاضر)، از نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت BL_{it} (اهرم دفتری) و یا نسبت بدهی‌ها به مجموع بدهی‌ها و ارزش بازار سهام شرکت ML_{it} (اهرم بازاری) به عنوان معیارهای سنجش ساختار سرمایه، استفاده می‌شود. در رابطه (۱)، CS_{it+1}^* نسبت ساختار سرمایه بهینه و λ عددی است که بیانگر سرعت تعدیل ساختار سرمایه است. اگر ساختار سرمایه بهینه، خود تابعی از متغیرهای دیگر (مانند X) باشد (یعنی، $CS_{it+1}^* = \beta X_{it+1}$)، با جایگزینی رابطه اخیر در (۱)، رابطه (۲) حاصل می‌شود:

$$CS_{it+1} = (1 - \lambda)(CS_{it}) + (\lambda\beta)X_{it+1} + \delta_{it+1} \quad \text{رابطه (۲)}$$

با برآورد رابطه (۲)، می‌توان سرعت تعدیل ساختار سرمایه (یعنی λ) را تخمین زد. به‌منظور آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش، بر اساس رابطه (۲) به ترتیب، مدل‌های (۱) و (۲) استخراج و برآورد شده‌اند:

$$CS_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DQ_{it} + \beta_2 CS_{it} + \beta_3 DQ_{it} * CS_{it} + \sum_{j=1}^{10} \vartheta_j X_{j,it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$CS_{it+1} = \phi_0 + \phi_1 AQ_{it} + \phi_2 CS_{it} + \phi_3 AQ_{it} * CS_{it} + \sum_{j=1}^{10} \vartheta_j X_{j,it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در آن‌ها، CS_{it} ساختار سرمایه است و با پیروی از فلانری و رانگان (۲۰۰۶) معادل نسبت‌های اهرم دفتری (BL) و اهرم بازاری (ML)، تعریف شده است (به بیان صریح‌تر، مدل‌های (۱) و (۲)، یک‌بار با اهرم دفتری و یک‌بار با اهرم بازاری، برآورد شده‌اند). (فلانری و رانگان، ۲۰۰۶؛ ۴۸۱)، DQ_{it} کیفیت افشاء است که با پیروی از مهدوی و همکاران (۱۳۹۳) و پروائی (۱۳۹۳)، معادل لگاریتم امتیازات کلی کیفیت افشاء (در مبنای ده) در نظر گرفته شده است (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۳؛ ۳۸۲ و پروائی و همکاران، ۱۳۹۳؛ ۵۳۴)، AQ_{it} کیفیت اقلام تعهدی است که با پیروی از فروغی و همکاران (۱۳۹۳) معادل منفی انحراف معیار باقیمانده‌های حاصل از مدل فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) تعریف شده است (فروغی و همکاران، ۱۳۹۳؛ ۱۷۹ و فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۵؛ ۳۰۷).

در مدل‌های (۱) و (۲)، نماد $\sum_{j=1}^{10} \theta_j X_{j,it}$ به ده متغیر $IndCS_{it}$ (میانگین نسبت ساختار سرمایه شرکت‌های فعال در یک صنعت؛ برای اهرم بازاری، نماد $IndML_{it}$ و برای اهرم دفتری، نماد $IndBL_{it}$)، اندازه شرکت ($Size_{it}$) (لگاریتم کل دارایی‌ها در مبنای ده)، فرصت‌های رشد شرکت (BTM_{it}) (نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت)، سودآوری شرکت ($EBIT_{it}$) (نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها)، رقابت در بازار محصول (این معیار با پیروی از ستایش و کارگرفرد جهرمی (۱۳۹۰)، استفاده شده است). $QTobin_{it}$ (نسبت مجموع ارزش دفتری بدهی‌ها و ارزش بازار سهام بر ارزش دفتری دارایی‌ها)، فشردگی دارایی‌ها $Tang_{it}$ (نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها)، نرخ مؤثر مالیات Tax_{it} (نسبت مالیات بر سود قبل از کسر مالیات)، نقدشوندگی دارایی‌ها Liq_{it} (نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری)، نرخ تورم $Infl_t$ (درصد تغییرات شاخص قیمت مصرف کننده)، $LGDP_t$ (لگاریتم تولید ناخالص داخلی در مبنای ده) اشاره دارد (از آنجا که مقدار دو متغیر نرخ تورم و لگاریتم تولید ناخالص داخلی، در هر سال برای تمام شرکت‌های مورد بررسی، عدد یکسانی است؛ صرفاً اندیس t برای آن‌ها در نظر گرفته شده است). که با پیروی از فلانری و رانگان (۲۰۰۶)، از تکین و فلانری (۲۰۱۲) و ستایش و کارگرفرد جهرمی (۱۳۹۰) به عنوان متغیرهای تبیین‌کننده ساختار سرمایه بهینه، در مدل‌های (۱) و (۲) لحاظ شده‌اند (فلانری و رانگان، ۲۰۰۶؛ ۴۸۷؛ از تکین و فلانری، ۲۰۱۲؛ ۱۰۱ و ستایش و کارگرفرد جهرمی، ۱۳۹۰؛ ۱۶). برای برآورد مدل‌های (۱) و (۲)، چون وقفه اول متغیر وابسته، در کنار متغیرهای توضیحی حضور دارد، از روش داده‌های ترکیبی پویا^{۱۸} با رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافته^{۱۹} استفاده شده و اثرات سال‌ها و شرکت‌ها نیز کنترل گردیده‌اند. به علاوه، برای بررسی قابلیت اتکای نتایج، از آزمون سارگان^{۲۰} و آزمون خودهمبستگی سریالی آرانو-بوند^{۲۱} (۱۹۹۱)، استفاده شده است (آرانو-بوند، ۱۹۹۱؛ ۲۷۷). از آنجا که در معادله‌های (۱) و (۲)، به ترتیب $1-\beta_2$ و $1-\phi_2$ بیانگر سرعت تعدیل ساختار سرمایه است؛ بر اساس

فرضیه‌های اول و دوم پژوهش انتظار می‌رود که به ترتیب ضرایب β_3 و ϕ_3 ، منفی و معنادار باشند.

۳-۲- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۲ ساله ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۴ است که حائز شرایط زیر باشند:

۱. پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه بوده و در طول دوره مطالعه، تغییر سال مالی نداشته باشند.

۲. جزء شرکت‌های بیمه‌ای، بانکی و سرمایه‌گذاری مالی نباشند و

۳. ارزش دفتری سهام شرکت‌ها، منفی نباشد.

با اعمال شرایط فوق، ۱۰۸ شرکت جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، انتخاب شده است.

۴- یافته‌های پژوهش

۴-۱- آماره‌های توصیفی

آماره‌های توصیفی پژوهش که نمایی کلی از وضعیت توزیع مشاهده‌ها را ارائه می‌کنند، در جدول (۱) ارائه شده‌اند. نتایج ارائه‌شده نشان می‌دهد که میانگین (میانۀ) اهرم بازاری ۰/۴۵۲۸ (۰/۴۴۶۴)، اهرم دفتری ۰/۶۲۷۴ (۰/۶۳۷۷) است. این موضوع نشان می‌دهد که بدهی‌ها حدود ۶۳ درصد از کل دارایی‌ها را تشکیل می‌دهند. میانگین (میانۀ) کیفیت افساء ۱/۷۴۶۱ (۱/۸۰۴۶) و کیفیت اقلام تعهدی ۰/۰۶۶۷ (-۰/۰۵۵۰) است. متوسط اهرم بازاری و دفتری صنایع به ترتیب حدود ۴۶ درصد و ۶۵ درصد است.

نگاره (۱): آماره‌های توصیفی

| نمادها | متغیرها | میانگین | میانۀ | حداکثر | حداقل | انحراف معیار |
|--------|------------------------|---------|---------|---------|---------|--------------|
| ML | اهرم بازاری | ۰/۴۵۲۸ | ۰/۴۴۶۴ | ۰/۸۷۸۱ | ۰/۰۹۷۱ | ۰/۱۷۹۰ |
| BL | اهرم دفتری | ۰/۶۲۷۴ | ۰/۶۳۷۷ | ۰/۹۴۷۳ | ۰/۲۳۵۶ | ۰/۱۴۱۰ |
| LDQ | کیفیت افساء | ۱/۷۴۶۱ | ۱/۸۰۴۶ | ۱/۹۶۲۷ | ۱/۰۸۴۵ | ۰/۱۹۲۹ |
| AQ | کیفیت اقلام تعهدی | -۰/۰۶۶۷ | -۰/۰۵۵۰ | -۰/۰۱۰۱ | -۰/۲۸۸۳ | ۰/۰۵۱۲ |
| IndML | متوسط اهرم بازاری صنعت | ۰/۴۵۸۳ | ۰/۴۴۲۹ | ۰/۷۶۸۷ | ۰/۱۷۶۲ | ۰/۱۱۲۳ |
| IndBL | متوسط اهرم دفتری صنعت | ۰/۶۵۱۰ | ۰/۶۵۹۸ | ۰/۸۸۰۸ | ۰/۴۲۸۳ | ۰/۰۷۲۷ |
| Size | اندازه شرکت | ۵/۷۴۹۹ | ۵/۷۱۰۱ | ۷/۱۴۹۶ | ۴/۶۵۵۹ | ۰/۵۰۳۸ |
| BTM | فرصت‌های رشد شرکت | ۰/۵۴۵۶ | ۰/۴۸۳۳ | ۱/۳۹۸۸ | ۰/۰۵۵۳ | ۰/۳۱۵۱ |
| EBIT | سودآوری شرکت | ۰/۱۶۵۴ | ۰/۱۵۴۷ | ۰/۳۸۴۷ | ۰/۰۰۱۳ | ۰/۰۷۹۶ |
| QTobin | رقابت در بازار محصول | ۱/۵۷۳۷ | ۱/۳۷۱۵ | ۴/۰۹۴۷ | ۰/۸۸۷۹ | ۰/۶۲۸۷ |

بررسی تأثیر کیفیت افشاء و کیفیت ارقام تعهدی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه/۹۳

| | | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|----------------------------|-------------|
| ۰/۱۵۵۵ | ۰/۰۳۱۹ | ۰/۷۱۲۱ | ۰/۲۱۹۶ | ۰/۲۵۱۱ | فشردگی دارایی‌ها | Tang |
| ۰/۰۶۱۳ | ۰/۰۰۸۴ | ۰/۲۴۳۴ | ۰/۱۶۵۷ | ۰/۱۵۰۸ | نرخ مؤثر مالیات | Taxr |
| ۰/۳۹۰۶ | ۰/۴۰۸۹ | ۲/۹۴۹۸ | ۱/۱۹۲۵ | ۱/۲۳۶۷ | نقدشوندگی دارایی‌ها | Liq |
| ۰/۰۸۹۴ | ۰/۱۰۴۰ | ۰/۳۵۳۰ | ۰/۱۵۶۰ | ۰/۱۹۷۴ | نرخ تورّم | Infl |
| ۰/۰۴۴۰ | ۶/۱۷۶۰ | ۶/۳۱۶۰ | ۶/۲۸۸۵ | ۶/۲۶۸۹ | لگاریتم تولید ناخالص داخلی | LGDP |

میانگین (میان‌ه) اندازه شرکت ۵/۷۴۹۹ (۵/۷۱۰۱)، فرصت‌های رشد شرکت ۰/۵۴۵۶ (۰/۴۸۳۳)، سودآوری شرکت ۰/۱۶۵۴ (۰/۱۵۴۷)، رقابت در بازار محصول ۱/۵۷۳۷ (۱/۳۷۱۵)، فشردگی دارایی‌ها ۰/۲۵۱۱ (۰/۲۱۹۶)، نرخ مؤثر مالیاتی ۰/۱۵۰۸ (۰/۱۶۵۷)، نقدشوندگی دارایی‌ها ۱/۲۳۶۷ (۱/۱۹۲۵)، نرخ تورّم ۰/۱۹۷۴ (۰/۱۵۶۰) و لگاریتم تولید ناخالص داخلی ۶/۲۶۸۹ (۶/۲۸۸۵) است. نتایج بیانگر آن است که به‌طور متوسط، ارزش دفتری سهام حدود ۵۵ درصد ارزش بازار آن است، میزان سودعملیاتی حدود ۱۷ درصد کل دارایی‌ها است، مجموع بدهی‌ها و ارزش بازار سهام، حدود ۱/۵۷ برابر کل دارایی‌ها است، دارایی‌های ثابت حدود ۲۵ درصد از کل دارایی‌ها را تشکیل می‌دهد و دارایی‌های جاری حدود ۱/۲۴ برابر بدهی‌های جاری است.

۴-۲- نتایج تحلیل رگرسیون

۴-۲-۱- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

برای آزمون فرضیه اول پژوهش، مدل (۱) با استفاده از اهرم بازاری و دفتری برآورد شده و نتایج در نگاره (۲) ارائه شده است. نتایج برآورد مدل (۱) با اهرم بازاری نشان می‌دهد که ضریب متغیر ساختار سرمایه (۰/۶۵۶۴) در سطح ۵ درصد، معنادار است و سرعت تعدیل اهرم بازاری حدود ۳۴ درصد (۰/۶۵۶۴-۱) است. ضریب متغیر کیفیت افشاء (۰/۱۱۸۶-) در سطح ۱ درصد، منفی و معنادار است. به علاوه، ضریب متغیر حاصلضرب ساختار سرمایه در کیفیت افشاء (۰/۰۷۰۲-) نیز منفی و در سطح ۱ درصد، معنادار است. این موضوع نشان می‌دهد که با افزایش کیفیت افشاء، سرعت تعدیل ساختار سرمایه از ۳۴ درصد به حدود ۴۱ درصد (۰/۰۷۰۲-) افزایش پیدا کرده و معنادار بودن ضریب متغیر حاصلضرب ساختار سرمایه در کیفیت افشاء، مبین معنادار بودن این افزایش است. این موضوع، بیانگر عدم رد فرضیه اول پژوهش (با متغیر وابسته اهرم بازاری) است. ضریب متغیر متوسط اهرم بازاری صنعت (۰/۴۸۷۴) در سطح ۵ درصد، معنادار است و نشان می‌دهد که سرعت تعدیل اهرم بازاری در صنایع مورد بررسی، به‌طور متوسط حدود ۵۱ درصد است. از سایر متغیرهای کنترلی، ضریب اندازه شرکت (۰/۲۸۵۲)، فرصت‌های رشد (۰/۱۳۴۳)، رقابت در بازار محصول (۰/۰۹۷۶-)، نسبت نقدشوندگی (۰/۰۷۲۸-)، نرخ تورّم (۰/۵۱۸۴-) و لگاریتم تولید ناخالص داخلی (۱/۱۴۲۵-) در سطح

۱ درصد و ضریب سودآوری شرکت (۰/۱۲۶۸-) در سطح ۱۰ درصد، معنادارند. عدم معناداری آماره سارگان (۵۲/۶۷۵۱) به انضمام معناداری آماره آزمون خودهمبستگی سریالی آرانو- بوند در وقفه اول (۳/۹۲۳۷-) و عدم معناداری آن در وقفه دوم (۰/۰۰۱۳)، بیانگر اعتبار نتایج برآورد مدل (۱) با متغیر اهرم بازاری است.

نگاره (۲): نتایج برآورد مدل (۱)

| اهرم دفتری (BL _{t+1}) | | اهرم بازاری (ML _{t+1}) | | متغیر وابسته |
|---|------------|----------------------------------|------------|---------------------|
| معناداری | ضریب | معناداری | ضریب | نماد متغیرها |
| ۰/۰۰۰۰ | ۰/۷۳۶۵*** | ۰/۰۲۰۹ | ۰/۶۵۶۴** | CS |
| ۰/۰۲۶۸ | -۰/۰۳۴۰** | ۰/۰۰۰۹ | -۰/۱۱۸۶*** | LDQ |
| ۰/۰۰۸۱ | -۰/۰۴۹۰*** | ۰/۰۰۹۴ | -۰/۰۷۰۲*** | CS*LDQ |
| ۰/۰۰۱۸ | ۰/۴۸۰۱*** | ۰/۰۳۰۶ | ۰/۴۸۷۴** | IndCS |
| ۰/۱۲۱۶ | -۰/۰۶۷۹ | ۰/۰۰۰۰ | ۰/۲۸۵۱*** | Size |
| ۰/۰۰۰۴ | ۰/۰۵۳۲*** | ۰/۰۰۰۰ | ۰/۱۳۴۳*** | BTM |
| ۰/۰۱۸۴ | -۰/۱۱۱۸* | ۰/۰۵۱۳ | -۰/۱۲۶۸* | EBIT |
| ۰/۰۰۰۰ | -۰/۰۳۴۰*** | ۰/۰۰۰۰ | -۰/۰۹۷۶*** | QTobin |
| ۰/۹۴۲۹ | ۰/۰۰۳۱ | ۰/۵۸۸۷ | ۰/۰۰۷۲ | Tang |
| ۰/۰۴۶۴ | ۰/۰۸۲۶** | ۰/۳۸۰۴ | ۰/۰۵۰۷ | Taxr |
| ۰/۰۱۸۷ | ۰/۰۴۹۴** | ۰/۰۰۰۱ | -۰/۰۷۲۸*** | Liq |
| ۰/۰۰۰۰ | ۰/۲۸۷۷*** | ۰/۰۰۰۰ | -۰/۵۱۸۴*** | Infl |
| ۰/۰۰۰۰ | -۰/۸۵۷۶*** | ۰/۰۰۰۲ | -۱/۱۴۲۵*** | LGDP |
| (۰/۲۹۶۲) ۷۰/۵۹۳۷ | | (۰/۷۹۴۷) ۵۲/۶۷۵۱ | | آزمون سارگان |
| | | | | آزمون آرانو - بوند: |
| (۰/۰۰۱۹) -۳/۱۱۲۶*** | | (۰/۰۰۰۱) -۳/۹۲۳۷*** | | وقفه اول |
| (۰/۲۵۷۴) -۱/۱۳۲۶ | | (۰/۷۹۹۰) ۰/۰۰۱۳ | | وقفه دوم |
| ***، ** و * به ترتیب معناداری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ | | | | |

نتایج برآورد مدل (۱) با اهرم دفتری نشان می‌دهد که ضریب متغیر ساختار سرمایه (۰/۷۳۶۵) در سطح ۱ درصد، معنادار است و سرعت تعدیل اهرم دفتری حدود ۲۶ درصد (۱-۰/۷۳۶۵) است. ضریب متغیر کیفیت افساء (۰/۰۳۴۰-) در سطح ۵ درصد، منفی و معنادار است. همچنین، ضریب متغیر حاصلضرب ساختار سرمایه در کیفیت افساء (۰/۰۴۹۰-) نیز منفی و در سطح ۱ درصد، معنادار است. این موضوع بیان می‌کند که با افزایش کیفیت افساء، سرعت تعدیل ساختار سرمایه از ۲۶ درصد به حدود ۳۱ درصد (۰/۰۴۹۰-۰/۷۳۶۵) افزایش پیدا کرده و معناداری ضریب متغیر حاصلضرب ساختار سرمایه در کیفیت افساء، بیانگر معنادار بودن این افزایش است.

این موضوع، مبین عدم رد فرضیه اول (با متغیر وابسته اهرم دفتری) است. ضریب متغیر متوسط اهرم دفتری صنعت (۰/۴۸۰۱) در سطح ۱ درصد، معنادار است و نشان می‌دهد که سرعت تعدیل اهرم دفتری در صنایع مورد بررسی، به طور متوسط حدود ۵۲ درصد است. از سایر متغیرهای کنترلی، ضریب فرصت‌های رشد (۰/۰۵۳۲)، رقابت در بازار محصول (۰/۰۳۴۰)، نرخ تورم (۰/۲۸۷۷) و لگاریتم تولید ناخالص داخلی (۰/۸۵۷۶-) در سطح ۱ درصد و ضریب سودآوری شرکت (۰/۱۱۱۸-)، نرخ مؤثر مالیاتی (۰/۰۸۲۶) و نسبت نقدشوندگی (۰/۰۴۹۴) در سطح ۵ درصد، معنادارند. عدم معناداری آماره سارگان (۷۰/۵۹۳۷) به انضمام معناداری آماره آزمون خودهمبستگی سریالی آرانو- بوند در وقفه اول (۳/۱۱۲۶-) در سطح ۱ درصد و عدم معناداری آن در وقفه دوم (۱/۱۳۲۶-)، بیانگر اعتبار نتایج برآورد مدل (۱) با متغیر اهرم دفتری است.

۴-۲-۲- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش، مدل (۲) نیز با استفاده از اهرم بازاری و دفتری برآورد گردیده و نتایج در نگاره (۳) ارائه شده است. نتایج برآورد مدل (۲) با استفاده از اهرم بازاری نشان می‌دهد که ضریب متغیر ساختار سرمایه (۰/۶۳۴۶) در سطح ۱ درصد، معنادار است و سرعت تعدیل اهرم بازاری حدود ۳۷ درصد (۱-۰/۶۳۴۶) برآورد می‌گردد. ضریب متغیر کیفیت اقلام تعهدی (۰/۲۳۲۱-) در سطح ۵ درصد، منفی و معنادار است. ضریب متغیر حاصلضرب ساختار سرمایه در کیفیت اقلام تعهدی (۰/۰۳۱۶-) معنادار نیست. این موضوع نشان می‌دهد که افزایش در کیفیت اقلام تعهدی، تأثیر معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه ندارد. این امر، بیانگر رد فرضیه دوم پژوهش (با متغیر وابسته اهرم بازاری) است. ضریب متغیر متوسط اهرم بازاری صنعت (۰/۵۱۱۶) در سطح ۱ درصد، معنادار است و بیان می‌کند که سرعت تعدیل اهرم بازاری در صنایع مورد بررسی، به طور متوسط حدود ۴۹ درصد است. از سایر متغیرهای کنترلی، ضریب اندازه شرکت (۰/۲۹۵۳)، فرصت‌های رشد (۰/۱۷۰۰)، سودآوری شرکت (۰/۳۶۷۱-)، رقابت در بازار محصول (۰/۰۶۸۳-) و لگاریتم تولید ناخالص داخلی (۱/۲۱۰۷-) در سطح ۱ درصد معنادارند و ضریب نسبت نقدشوندگی (۰/۰۴۹۴-) در سطح ۵ درصد و نرخ تورم (۰/۲۱۳۱-) در سطح ۱۰ درصد، معنادار است. عدم معناداری آماره سارگان (۶۰/۹۰۱۰)، معناداری آماره آزمون خودهمبستگی سریالی آرانو- بوند در وقفه اول (۲/۳۶۰۰-) در سطح ۱ درصد و عدم معناداری آن در وقفه دوم (۱/۱۰۲۰-) نشان‌دهنده اعتبار نتایج برآورد مدل (۲) با متغیر اهرم بازاری است.

نگاره (۳): نتایج برآورد مدل (۲)

| اهرم دفتری (BL _{t+1}) | | اهرم بازاری (ML _{t+1}) | | متغیر وابسته |
|---------------------------------|------------|----------------------------------|------------|---------------------|
| معناداری | ضریب | معناداری | ضریب | نماد متغیرها |
| ./۰۰۰۰ | ./۷۱۵۵*** | ./۰۰۰۵ | ./۶۳۴۶*** | CS |
| ./۳۸۰۹ | -./۰۰۳۵ | ./۰۲۰۲ | -./۲۳۲۱** | AQ |
| ./۷۷۵۵ | -./۰۰۸۹ | ./۲۰۴۵ | -./۰۳۱۶ | CS*AQ |
| ./۱۰۸۸ | ./۱۰۴۷ | ./۰۰۴۵ | ./۵۱۱۶*** | IndCS |
| ./۵۷۰۲ | -./۰۲۰۳ | ./۰۰۰۰ | ./۲۹۵۳*** | Size |
| ./۰۰۰۰ | ./۰۶۲۷*** | ./۰۰۰۰ | ./۱۷۰۰*** | BTM |
| ./۰۰۰۰ | -./۲۳۸۹*** | ./۰۰۰۰ | -./۳۶۷۱*** | EBIT |
| ./۰۰۵۸ | -./۰۲۲۵*** | ./۰۰۰۱ | -./۰۶۸۳*** | QTobin |
| ./۲۵۵۲ | -./۰۶۷۳ | ./۱۵۲۰ | ./۰۸۰۸ | Tang |
| ./۳۲۹۶ | ./۰۵۴۱ | ./۹۱۷۳ | -./۰۰۷۴ | Taxr |
| ./۰۰۹۹ | -./۰۵۲*** | ./۰۱۲۱ | -./۰۴۹۴** | Liq |
| ./۰۰۰۴ | ./۲۷۵۱*** | ./۰۵۲۴ | -./۲۱۳۱* | Infl |
| ./۵۱۴۴ | -./۱۴۱۱ | ./۰۰۰۰ | -./۲۱۰۷*** | LGDP |
| (./۸۳۳۶)۵۲/۱۴۷۷ | | (./۵۱۵۷)۶۰/۹۰۱۰ | | آزمون سارگان |
| | | | | آزمون آرانو - بوند: |
| (./۰۳۹۴)۲/۰۵۹۹** | | (./۰۰۱۷)۲/۳۶۰*** | | وقفه اول |
| (./۶۱۷۱)۰/۵۰۰۰ | | (./۲۷۰۴)۱/۱۰۲۰ | | وقفه دوم |

***، **، * و * به ترتیب معناداری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪

نتایج برآورد مدل (۲) با اهرم دفتری نشان می‌دهد که ضریب متغیر ساختار سرمایه (۰/۷۱۵۵) در سطح ۱ درصد، معنادار است و سرعت تعدیل اهرم دفتری حدود ۲۸ درصد (۱-۰/۷۱۵۵) است. ضریب متغیر کیفیت اقلام تعهدی (۰/۰۰۳۵-) و ضریب متغیر حاصلضرب ساختار سرمایه در کیفیت اقلام تعهدی (۰/۰۰۸۹-) معنادار نیستند. این امر بیانگر آن است که با افزایش در کیفیت اقلام تعهدی، سرعت تعدیل ساختار سرمایه، تغییر معناداری نمی‌کند. این موضوع، مبین رد فرضیه دوم پژوهش (با متغیر وابسته اهرم دفتری) است. از متغیرهای کنترلی، ضریب فرصت‌های رشد (۰/۰۶۲۷)، سودآوری شرکت (۰/۲۳۸۹-)، رقابت در بازار محصول (۰/۰۲۲۵-)، نسبت نقدشوندگی (۰/۰۵۲۰-) و نرخ تورم (۰/۲۷۵۱) در سطح ۱ درصد معنادارند و سایر متغیرهای کنترلی، معنادار نیستند. عدم معناداری آماره سارگان (۵۲/۱۴۷۷)، معناداری آماره آزمون خودهمبستگی سریالی آرانو- بوند در وقفه اول (۲/۰۵۹۹-) در سطح ۵ درصد و عدم معناداری آن در وقفه دوم (۰/۵۰۰۰-)، بیانگر اعتبار نتایج برآورد مدل (۲) با متغیر اهرم دفتری است.

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در نظریه توازن اعتقاد بر آن است که شرکت‌ها دارای یک ساختار سرمایه بهینه (هدف) هستند که در آن ساختار، هزینه سرمایه به حداقل مقدار خود می‌رسد. در این نظریه بیان می‌شود که شرکت‌ها همواره به دنبال آند تا ساختار سرمایه واقعی خود را به ساختار بهینه، نزدیک سازند. به علاوه، عقیده بر آن است که سرعت حرکت ساختار سرمایه واقعی شرکت‌ها به سوی ساختار سرمایه هدف (سرعت تعدیل ساختار سرمایه)، به عوامل مختلفی بستگی دارد. یکی از عوامل کاهش سرعت تعدیل ساختار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی موجود بین واحدهای تجاری و سرمایه‌گذاران است (سویرا و همکاران، ۲۰۱۶؛ ۵۳۶). در این شرایط، افزایش کیفیت افشای اطلاعات مالی و کیفیت ارقام تعهدی، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود (براون و همکاران، ۲۰۰۹؛ ۲۱۱) و سرعت تعدیل ساختار سرمایه را افزایش می‌دهد.

در این پژوهش، تأثیر کیفیت افشاء و کیفیت ارقام تعهدی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه (با نسبت‌های اهرم بازاری و دفتری) بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد که وقتی کیفیت افشای اطلاعات مالی افزایش می‌یابد، سرعت تعدیل ساختار سرمایه نیز افزایش پیدا می‌کند. نتایج حاصله با یافته‌های از تکین و فلانزی (۲۰۱۲) مطابقت دارد (از تکین و فلانزی، ۲۰۱۲؛ ۸۸). با این حال، نتایج بیان می‌کند که افزایش در کیفیت ارقام تعهدی (سنجیده شده با معیار کیفیت ارقام تعهدی) تأثیر معناداری روی سرعت تعدیل ساختار سرمایه ندارد. این موضوع می‌تواند ناشی از ناملموس بودن مفهوم کیفیت ارقام تعهدی برای سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان و عدم بکارگیری آن توسط نیروهای مذکور، جهت اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری باشد. این موضوع موجب می‌شود تا کیفیت ارقام تعهدی، تأثیر معناداری روی سرعت تعدیل ساختار سرمایه نداشته باشد. با توجه به نتایج پژوهش حاضر و به دلیل مزایای بسیاری که وجود یک ساختار سرمایه بهینه برای واحد تجاری به همراه دارد، به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌شود تا جهت برخورداری از مزایای یک ساختار سرمایه بهینه، با افزایش کیفیت افشای اطلاعات مالی، سرعت تعدیل ساختار سرمایه خود را به سوی ساختار سرمایه بهینه افزایش دهند. به حساب‌رسان و نهادهای ناظر بر کیفیت گزارش‌های مالی نیز توصیه می‌شود تا با تقویت و عمق‌بخشی فرآیند نظارتی خود، موجبات ارتقاء کیفیت افشای اطلاعات مالی واحدهای تجاری را فراهم آورند و بدین ترتیب، سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌ها را بهبود بخشند؛ چرا که این موضوع در بلندمدت می‌تواند کارایی تخصیصی منابع ورودی به بازار سرمایه را دربر داشته باشد. در پژوهش حاضر، تأثیر کیفیت افشاء و کیفیت ارقام تعهدی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه بررسی گردید. با این حال، به منظور تعمیق یافته‌ها و درک بیشتر، در ادامه مسیر به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که تأثیر اجزای کیفیت افشاء (شامل پهنگامی^{۲۲} و قابلیت اتکای^{۲۳} گزارش‌های مالی) و

اجزای ذاتی^{۲۴} و غیرذاتی کیفیت اقلام تعهدی را (با توجه به پژوهش فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۵؛ ۲۹۵) بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه، بررسی و مقایسه نمایند.

یادداشت‌ها

1. Tax shield
2. Bankruptcy risk
3. Financial distress
4. Cost of capital
5. Capital structure adjustment speed
6. Disclosure quality
7. Accruals quality
8. Book leverage
9. Market leverage
10. Imperfections
11. Trade-off theory
12. Adverse selection
13. Pecking order theory
14. Market timing theory
15. Managerial inertia theory
16. Institutional environment
17. Partial adjustment model
18. Dynamic panel data
19. Generalized method of moments (GMM)
20. Sargan test
21. Arellano – Bond serial correlation
22. Timeliness
23. Reliability
24. Innate

کتابنامه

۱. رامشه، منیژه؛ سلیمانی امیری، غلامرضا؛ اسکندری، رسول. (۱۳۹۵). بررسی سرعت تعدیل ساختار سرمایه براساس پیش‌بینی تئوری‌های توازن و سلسله مراتبی در بورس اوراق بهادار، پژوهش‌های تجربی حسابداری: ۵، (۴): ۱۸۷-۲۰۹.
۲. ستایش، محمدحسن؛ کارگرفرد جهرمی، محدثه. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی: ۱، (۱): ۹-۳۱.
۳. شعری آناقیز، صابر؛ رحمانی، علی؛ بولو، قاسم؛ محسنی ملکی، بهرام. (۱۳۹۴). انعطاف‌پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه، دانش حسابداری مالی: ۲، (۲): ۷۳-۸۷.
۴. فروغی، داریوش؛ امیری، هادی؛ محمدیان، مینا. (۱۳۹۳). تحلیل تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر بازده بدون شوک جریان نقدی سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی: ۲۱، (۲): ۱۷۳-۱۸۸.
۵. گرجی، امیرمحسن؛ راعی، رضا. (۱۳۹۴). تبیین سرعت تعدیل ساختار سرمایه به کمک مدل دینامیک ساختار سرمایه بهینه با تأکید بر عامل رقابت بازار محصول، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار: ۸، (۲۵): ۴۳-۶۷.
۶. مهدوی، غلامحسین؛ بهپور، سجاد؛ کاظم‌نژاد، فاطمه. (۱۳۹۳). بررسی رابطه متقابل کیفیت افشاء و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی: ۲۱، (۳): ۳۷۱-۳۸۶.
۷. مهرانی، کاوه؛ پروائی، اکبر. (۱۳۹۳). کیفیت افشاء در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی: ۲۱، (۴): ۵۲۷-۵۴۰.

۸. نصیرزاده، فرزانه؛ مستقیمان، علیرضا. (۱۳۸۹). آزمون نظریه‌های ساختار سرمایه توازن ایستا و سلسله‌مراتبی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری: ۲، (۲): ۱۳۳-۱۵۸.

۹. هاشمی، سیدعباس؛ کشاورزمهر، داوود. (۱۳۹۴). بررسی عدم تقارن سرعت تعدیل ساختار سرمایه: مدل آستانه‌ای پویا، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار: ۶، (۲۳): ۵۹-۷۸.

10. Antão, P., & Bonfim, D. (2014). The dynamics of capital structure decisions, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2512249>.
11. Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte-Carlo evidence and an application to employment equations, *Review of Economic Studies*: 58,(2): 277-297.
12. Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure, *Journal of Finance*: 57, (1): 1-32.
13. Brown, S., Hillegeist S.A., & Lo, K. (2009). The effect of earnings surprises on information asymmetry, *Journal of Accounting and Economics*: 47, (3): 208-225.
14. Byoun, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward targets?, *Journal of Finance*: 63, (6): 3069-3096.
15. Cuong Manh, N. (2012). Essays on Corporate Capital Structure and Cash Holdings, *Working paper, University of Manchester*.
16. Dang, V.A., Kim, M., & Shin, Y. (2012b). Asymmetric capital structure adjustments: new evidence from dynamic panel threshold models, *Journal of Empirical Finance*: 19, (4): 465-482.
17. Drobetz, W., & Wanzenried, G. (2006). What determines the speed of adjustment to the target capital structure? *Applied Financial Economics*: 16, (13): 941-958.
18. Fama, E., & French, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*: 15, (1): 1-33.
19. Faulkender, M., & Petersen, M. (2005). Does the source of capital affect capital structure?, *Review of Financial Studies*: 19, (1): 45-79.
20. Flannery, M.J., & Rangan, K.P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*: 79, (3): 469-506.
21. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality, *Journal of Accounting and Economics*: 39, (1): 295-327.
22. Frank, M., & Shen, T. (2014). Common factors in corporate capital structures, *Working paper, University of Minnesota*.
23. Getzmann, A., Lang, S., & Spremann, K. (2014). Target capital structure and adjustment speed in Asia, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*: 43, (1): 1-30.

24. Graham, J., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics*: 60, (2-3): 187-243.
25. Graham, J.R., & Leary, M.T. (2011). A review of empirical capital structure research and directions for the future, *Annual Review of Financial Economics*: 3, (1): 309-345.
26. 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.
27. Kayhan, A., & Titman, S. (2007). Firms' histories and their capital structures, *Journal of Financial Economics*: 83, (1): 1-32.
28. Lambert, R.A., Leuz, C., & Verrecchia, R.E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital, *Journal of Accounting Research*: 45, (2): 385-420.
29. Lemmon, M.L., Roberts, M.R., & Zender, J.F. (2008). Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure, *Journal of Finance*: 63, (4): 1575-1608.
30. Lombardo, D., & Pagano, M. (2002). *Law and Equity Markets: A Simple Model. Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, Oxford University Press, Oxford, England.
31. Öztekin, Ö. (2015). Capital structure decisions around the world: which factors are reliably important? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*: 50, (3): 301-323.
32. Öztekin, Ö., & Flannery, M.J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds, *Journal of Financial Economics*: 103, (1): 88-112.
33. Smith, D.J., Chen, J., & Anderson, H.D. (2015). The influence of firm financial position and industry characteristics on capital structure adjustment, *Accounting and Finance*: 55, (4): 1135-1169.
34. Supra, B., Narender, V., Jادیappa, N., & Girish, G.P. (2016). Speed of adjustment of capital structure in emerging markets, *Theoretical Economics Letters*: 6, (1): 534-538.
35. Welch, I. (2004). Capital structure and stock returns, *Journal of Political Economy*: 112, (1). 106-131.
36. Zhou, Q., Keng Tan, K.J., Faff, R., & Zhu, Y. (2016). Deviation from target capital structure, cost of equity and speed of adjustment, *Journal of Corporate Finance*: 39, (1): 99-120.