



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۳ / شماره ۲ (پیاپی ۵۰) / تابستان ۱۴۰۳
صفحه ۳۹۱ تا ۴۱۱

تأثیر طبقات جریان وجوه نقد بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه

عاطفه قائمیان

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران
a.ghaemian2011@gmail.com

بهرام محسنی ملکی رستاقی

استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصاد و اداری، دانشگاه مازندران، بابل، ایران (نویسنده مسئول)
b.mohsenim@umz.ac.ir

ایمان داداشی

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه قم، قم، ایران
i.dadashi@gmail.com

مریم شفیعی کاخکی

استادیار گروه اقتصاد، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران
m_shafiee_k@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۰۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۲/۲۵

چکیده

ساختار سرمایه بر تصمیم‌گیری‌های مختلف مدیریت مانند نگهداری وجوه نقد موثر است. ساختار سرمایه شرکت‌ها لزوماً منطبق با ساختار هدف نیست. شرکت‌ها با در نظر گرفتن هزینه‌های تعدیل و انحراف، ساختار سرمایه را تعدیل می‌کنند. نقش نقدینگی بر ماهیت پویای ساختار سرمایه، به ویژه سرعتی که شرکت‌ها با آن ساختار سرمایه خود را به سمت هدف تنظیم می‌کنند، مورد بررسی قرار می‌گیرد. به نظر می‌رسد، شرکتی با نقدینگی بالاتر، با هزینه‌های کمتر مرتبط با انتشار اوراق بهادار جدید مواجه خواهد شد و بنابراین تمایل بیشتری برای اصلاح سریع هر گونه انحراف نسبت اهرمی واقعی خود از نسبت هدف خود دارد. برای بررسی این ادعا، در این مطالعه ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۹۸، مورد بررسی قرار گرفت. از طریق رگرسیون غلتان تأثیر هر یک از طبقه‌های صورت جریان وجه نقد بر سرعت تعدیل در شرکت‌های اهرم بالا و پایین مورد آزمون قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که سرعت رسیدن به اهرم بهینه در شرکت‌های پایین اهرم بهینه بالاتر از شرکت‌های بالای اهرم بهینه است. این موضوع بیانگر عدم توجه به ظرفیت بدهی آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

همچنین نتایج نشان می‌دهد که تنها جریان وجه نقد ناشی از عملیات، عامل تعدیل‌کننده‌ای در سرعت تعدیل اهرم بهینه برای شرکت‌های بالای اهرم بهینه است.

واژه‌های کلیدی: اهرم بهینه، ساختار سرمایه، سرعت تعدیل، صورت جریان وجه نقد.

۱- مقدمه

محیط رقابتی و تحولات سریع دنیای اقتصادی، مسئولیت مدیران را در اتخاذ تصمیمات مالی و انجام معاملات تجاری مضاعف می‌کند. (چیرکا و فاکویا، ۲۰۱۷)^۱ گروهی از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی برای تصمیم‌گیری در مورد مسائلی مانند سرمایه‌گذاری و تامین مالی نیاز به پیش بینی وجوه نقد موسسه دارند. عده‌ای هم که به دنبال رابطه کوتاه مدت با شرکت هستند؛ به کلیت ایجاد وجوه نقد توجه می‌کنند و اگر به دنبال رابطه بلندمدت باشند؛ نشانه‌های مثبت مانند وجه نقد مصرف شده در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بر تصمیماتشان تاثیر می‌گذارد (ژائو و زیبارت، ۲۰۱۷)^۲. موجودی نقد را می‌توان حیاتی ترین منبع واحد اقتصادی و اصلی ترین عنصر از گروه دارایی‌های جاری دانست که نسبت بسیار کمی از دارایی‌ها را تشکیل می‌دهد (ماهشواری و آر-او، ۲۰۱۷)^۳. صورت جریان وجه نقد یکی از صورت‌های مالی اساسی است که اطلاعات سودمندی در مورد دریافت‌ها و پرداخت‌های وجه نقد ارائه می‌نماید. در این صورت مالی به منظور کمک به درک عملیات، به جای ارقام کلی سود خالص و سرمایه در گردش، عناصر تشکیل دهنده اقلام فوق جایگزین می‌شود. چارچوب نظری تدوین شده توسط هیات تدوین استانداردهای حسابداری مالی دارای موضعی صریح و روشن در ضرورت تهیه و افشا اطلاعات مربوط به جریان وجه نقد است. اعتقاد بر این است که اطلاعات مربوط به گردش وجوه نقد باید استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی را در درک بهتر عملیات، ارزیابی فعالیت‌های مالی، سنجش نقدینگی و توان واریز به موقع بدهی‌ها، تفسیر اطلاعات مربوط به سودآوری و در نهایت ارزیابی فعالیت‌های تامین مالی و سرمایه‌گذاری واحدهای انتفاعی باری دهد. یکی از اهداف گزارشگری، ارائه اطلاعات برای ارزیابی زمان، هزینه و ابهام پیرامون جریان وجه نقد آتی است. در واقع برای ارزیابی جریان‌های نقدی آتی، اطلاعات بدست آمده از جریان‌های نقدی مربوط تر از اطلاعات موجود در صورت سود و زیان و ترازنامه است. همچنین روش‌های تامین مالی مختلف و اثر آن‌ها بر جریان‌های نقدی شرکت باید شناسایی و تعیین شوند. شرکت‌ها زمانی نسبت‌های اهرمی را اصلاح می‌کنند که مزایای آن بیشتر از هزینه‌هایش باشد. بنابراین شرکت‌ها همیشه با ساختار سرمایه بهینه فعالیت نمی‌کنند، بلکه با شناخت هزینه‌های تعدیل، سعی می‌کنند تا ساختار سرمایه شرکت را در دامنه‌های قابل قبول از اهرم حفظ کنند. با توجه به اهمیت ظرفیت بدهی در زمان تامین مالی انتظار می‌رود شرکت‌ها تلاش کنند نسبت بدهی را کنترل و کاهش دهند. شرکت‌هایی که اهرم واقعی بالاتر از اهرم بهینه دارند باید با سرعت بیشتری ساختار سرمایه شان را تعدیل کنند تا بتوانند زودتر به اهرم بهینه برسند و در تامین مالی با مشکل مواجه نشوند. از آن جا که صورت جریان وجه نقد تحت تاثیر برخوردهای متفاوت حسابداری در خصوص معاملات و رویدادهای یکسان در سطح واحدهای تجاری مختلف قرار نمی‌گیرد؛ در این پژوهش به بررسی تاثیر طبقه‌های صورت جریان وجه نقد بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه پرداخته شده است. با توجه به اهمیت دادن شرکت‌ها به ظرفیت بدهی و حفظ آن برای آینده، انتظار می‌رود در شرکت‌هایی که اهرم فعلی بیشتر از اهرم هدف است نسبت به شرکت‌های دسته مقابل، اهرم سریع‌تر به سمت هدف تعدیل شود.

۲. مبانی نظری

محیط فعالیت شرکت‌ها، محیطی رقابتی و در حال رشد است که شرکت‌ها برای ادامه حیات خود ناچار به گسترش فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری جدید می‌باشند. شرکت‌ها نیازمند منابع مالی برای سرمایه‌گذاری هستند. تصمیمات مربوط به تامین مالی، از مهم‌ترین تصمیمات مدیریت مالی است تا جایی که این گونه تصمیمات به علت آثاری که بر ساختار مالی شرکت‌ها و منابع سرمایه‌گذاران دارند، جزء تصمیمات استراتژیک شرکت تلقی می‌گردند. ساختار سرمایه مناسب از ترکیب بهینه‌ی بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام برای تامین منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها تشکیل می‌گردد (شعری آناقیز، رحمانی و محسنی ملکی، ۱۳۹۴). سرعت تعدیل ساختار سرمایه به عنوان نسبت تغییر انحراف اهرم مشاهده شده (واقعی) به اهرم بهینه (هدف) تعریف شده است. تعدیل ساختار مالی یک شرکت به هزینه‌های معامله منتهی می‌شود، که شامل هزینه‌های اطلاعات، هزینه‌های چانه‌زنی و هزینه‌های نظارت است. یکی از عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه یک واحد تجاری، ساختار دارایی آن است که تأثیر گذارترین بخش آن دارایی‌های مشهود و از جمله وجه نقد است.

در بازارهای سرمایه، اعتبار شرکت‌ها تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آن‌ها وابسته است و در واقع، اساس تولید و ارائه خدمات به چگونگی تامین و مصرف منابع مالی بستگی دارد. به همین دلیل ساختار سرمایه به عنوان مهم‌ترین عامل موثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و جهت‌گیری آن‌ها در بازارهای سرمایه مطرح شده است (باغومیان و عزیززاده مقدم، ۱۳۹۳). ساختار سرمایه ترکیب خاصی از بدهی بلندمدت و حقوق صاحبان سهام که برای تامین مالی عملیات یک شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد و یا میزان استفاده از بدهی و سهام عادی برای تامین دارایی‌های شرکت می‌باشد و کلا شامل قسمت چپ ترازنامه می‌باشد.

سرعت حرکت شرکت‌ها به سمت نسبت‌های بدهی بهینه و تعدیل ساختار سرمایه، به عوامل متعددی بستگی دارد: اندازه، سن، زمینه فعالیت، سودآوری، سپر مالیاتی، رشد و ساختار دارایی (دفور، لوو و تله، ۲۰۱۷)^۴، ظرفیت بدهی (ایبر-اریاس، کازینو-مارتینز، لویز-گراسیا، ۲۰۱۲)^۵، عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون سازمانی و برون سازمانی (اوزکتین و فلانری، ۲۰۱۲)^۶.

نظریه توازی با طی دوران مختلف فراز و فرود، هنوز هم جزء نظریات توضیح دهنده و معتبر ساختار سرمایه محسوب می‌شود. از مهم‌ترین نتایجی که به همراه می‌آورد سرعت حرکت شرکت‌ها در راستای این تعدیل دینامیک است (سرلک، فرجی، ایزدپور و جودکی چگنی، ۱۳۹۷). بر اساس تئوری توزان و سلسله مراتبی انتظار می‌رود در شرکت‌هایی که کسری وجوه نقد دارند و اهرم آن‌ها پایین تر از اهرم هدف است سرعت تعدیل بیش از زمانی باشد که شرکت‌ها دچار کسری وجوه نقد بوده و اهرم بالاتر از اهرم هدف است و یا شرکت‌ها مازاد وجوه نقد داشته و اهرم در آن‌ها پایین تر از اهرم هدف است (بیون، ۲۰۰۸)^۷. انتظار می‌رود در شرکت‌هایی که اهرم فعلی بیشتر از اهرم هدف است نسبت به شرکت‌های دسته مقابل اهرم سریع‌تر به سمت هدف تعدیل شود (کونگ، ۲۰۱۲)^۸؛ بیون، ۲۰۰۸؛ اسمیت، چن و اندرسون^۹، ۲۰۱۵). اگر شرکت‌ها به دلیل هزینه‌های با اهمیت مخالف‌گزینه‌ی یا هزینه معاملات، تامین مالی خارجی را ترجیح دهند هنگام مواجهه با عدم تعادل وجوه نقد (مازاد یا کسری وجوه نقد) تعدیل ساختار سرمایه محتمل خواهد بود (بیون، ۲۰۰۸). سرعت تعدیل ساختار سرمایه بسته به میزان

هزینه‌های معاملاتی مرتبط با تغییرات مورد نیاز جهت دستیابی به ساختار سرمایه جدید، در بین شرکت‌ها متفاوت است (کاسترو و همکاران، ۲۰۱۶)^{۱۰}.

در پژوهش‌های انجام شده در این حوزه اتفاق نظر بر این است که اهرم هدف تابعی از ویژگی‌های اصلی شرکت است. اما توافقی در مورد این که شرکت‌ها با چه سرعتی اهرم را تعدیل می‌کنند وجود ندارد (کونگ، ۲۰۱۲). هنگامی که ساختار مالی یک شرکت از اهرم هدف دور می‌شود، شرکت متحمل هزینه‌های انحراف می‌شود و به همین دلیل انگیزه دارد که به هدف‌اش نزدیک‌تر شود. برای یک شرکت اهرم بالا، هزینه انحراف افزایش هزینه‌های شکست است، در حالی که برای یک شرکت اهرم پایین، هزینه‌های انحراف ناشی از فقدان صرفه جویی در مالیات است. هزینه‌های معامله تاثیر زیادی بر سرعت تعدیل ساختار مالی یک شرکت نسبت به اهرم هدفش دارد.

موجودی‌های نقدی بخش مهمی از دارایی‌های واحدهای تجاری را به خود اختصاص می‌دهند و همواره موجب جلب توجه محققان مختلف بوده‌اند (جامری، عزیز، ۲۰۱۸)^{۱۱}. تئوری مبادله ایستا ساختار سرمایه پیش بینی می‌کند که یک شرکت می‌تواند ارزش خود را با فعالیت در دستیابی به یک نسبت بدهی هدف که منافع و هزینه‌های تامین مالی بدهی را متعادل می‌کند، به حداکثر برساند. دیدگاه مبادله پویا نشان می‌دهد که وقتی شرکت‌ها از نسبت‌های هدف خود منحرف می‌شوند، تنظیماتی را برای بازگشت به هدف انجام می‌دهند. با این حال، به دلیل اصطکاک‌های مالی، این تعدیل می‌تواند شامل هزینه‌های غیر ضروری باشد، که باعث می‌شود تعدیل ساختار سرمایه در طبیعت پویا باشد و سرعت تعدیل به طور غیرمنتظره‌ای کند شود. در سال‌های اخیر، علاقه فزاینده‌ای به نقش حیاتی نقدینگی در تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه وجود داشته است.

مدیریت وجه نقد یکی از وظایف مهم مدیران به منظور حداکثر کردن ثروت سهامداران است که عدم مدیریت صحیح آن شرکت را با مشکلات زیادی رو به رو می‌سازد (دستگیر، یوسفی ایمانی، ۱۳۹۲). جریان نقدی منبعی است که شامل هزینه‌های معاملاتی کم است. بررسی جریان نقدی به عنوان عامل اثر گذار بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه ضرورت دارد. بنابراین مطالعه تاثیر جریان وجه نقد به نظر مربوط می‌رسد زیرا یک جریان وجه نقد مثبت منجر به هزینه معاملاتی کمتر می‌شود. بر همین اساس در این مطالعه طبقه‌های صورت جریان وجه نقد به عنوان متغیرهای موثر بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه مورد آزمون قرار گرفته است.

نتایج این مطالعه، مبانی نظری مطرح شده را پشتیبانی نمی‌کند. نتایج نشان می‌دهد سرعت رسیدن به اهرم بهینه در شرکت‌های پایین اهرم بهینه بالاتر از شرکت‌های بالای اهرم بهینه است. در حالی که مطابق مبانی نظری، انتظار بر این بود که به دلیل حفظ و اهمیت ظرفیت بدهی آتی، شرکت‌های بالای اهرم بهینه با سرعت بیشتری ساختار سرمایه خود را تعدیل کنند. این موضوع بیانگر این است که حفظ ظرفیت بدهی، عامل مهمی در تعیین ساختار سرمایه آتی شرکتها نیست.

۳. پیشینه پژوهش

کامیابی و ملکی رستاقی (۱۳۹۹) با بررسی تعداد ۱۲۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، نشان دادند که مقدار وجه نقد در دسترس و اهرم مالی شرکتی بر سرعت تعدیل وجه نقد شرکتها تأثیرگذار هستند و شرکتهایی که دارای وجه نقد کمتر از وجه نقد بهینه و اهرم کمتری هستند، سرعت تعدیل وجه نقد بیشتری دارند. تحقیق تأییدی نقندری و عباس زاده (۱۳۹۷) نشان داد عامل آنتروپی صورت‌های مالی و شاخص‌های بکارگرفته‌شده برای آن رابطه معکوسی با سرعت رسیدن شرکت‌ها به ساختار سرمایه بهینه شان دارد. نتایج تحقیق ولی زاده لاریجانی و اثنی عشری (۱۳۹۶) نشان داد شرکتهایی که در مرحله بلوغ قرار دارند ساختار بدهی خود را با سرعت بیشتری تعدیل می‌کنند. اصولیان و باقری (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر جریان وجوه نقد بر فاصله بین اهرم واقعی و اهرم بهینه پرداختند. یافته‌ها نشان می‌دهد جریان وجه نقد بر فاصله بین نسبت اهرم واقعی و بهینه اثر می‌گذارد. به طوریکه این فاصله در شرکت‌های با نسبت اهرمی بالا بیشتر است. همچنین شرکتهایی که فرصت رشد و سرمایه‌گذاری، سودآوری و اندازه متفاوتی دارند با سرعت‌های مختلفی به سمت ساختار بهینه خود حرکت می‌کنند. رامشه، سلیمانی امیری و اسکندری (۱۳۹۵) به بررسی سرعت تعدیل ساختار سرمایه بر اساس پیش‌بینی‌های نظریه توازن پویا و سلسله مراتبی بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش‌های اثرات ثابت و گشتاورهای تعمیم یافته پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان داد در شرکتهایی که اهرم واقعی بیشتر از اهرم هدف است، سرعت تعدیل، سودآوری و فرصت‌های رشد بیشتر است. خسروی (۱۳۹۵) از یک مدل تعدیل جزئی پویا با داده‌های پنل و روش گشتاورهای تعمیم یافته استفاده کرده است. یافته‌های حاصل از این پژوهش نشان داده است که بین نوسان سود و اندازه شرکت و درصد سود پرداختی با سرعت تعدیل ساختار سرمایه رابطه معنی‌دار وجود دارد و همچنین بین سودآوری و دارایی‌های مشهود با سرعت تعدیل ساختار سرمایه رابطه‌ای وجود ندارد. جریان ورود و خروج وجه نقد یک واحد تجاری یکی از اساسی‌ترین رویدادهایی که بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان براساس آن انجام می‌شود (صالحی نیا، ستایش، ۱۳۹۴). در شرکتهایی که زیر اهرم بهینه هستند، رابطه مثبت و معناداری با سرعت تعدیل اهرم وجود دارد (شعری آناقیز، رحمانی و محسنی ملکی، ۱۳۹۴). گرجی و راعی (۱۳۹۴) سرعت تعدیل ساختار سرمایه را بر اساس نظریه توازی دینامیک برآورد کردند. نتایج نشان داد بین متغیر عامل رقابت بازار محصول و ساختار سرمایه رابطه مثبتی وجود دارد که با مدل‌های بدهی محدود هماهنگ است. همچنین این شرکت‌ها با سرعت زیادی به سمت نسبت بدهی هدف در حرکت هستند. اعتمادی و احمدیان (۱۳۹۲) به بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و متوسط ایرانی پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان داد رابطه معناداری بین سودآوری، رشد و اندازه شرکت با نسبت بدهی وجود دارد. همچنین در شرکت‌های متوسط، میان سودآوری، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود و اندازه شرکت با نسبت بدهی رابطه معناداری وجود دارد. گرجی (۱۳۹۱) سرعت تعدیل ساختار سرمایه را ۲۲ تا ۴۳ درصد برآورد نمود. ستایش و کارگر فرد (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه پرداختند. آن‌ها نشان دادند در صنایع مورد بررسی آن‌ها ساختار سرمایه بهینه وجود دارد و آن‌ها با سرعت ۴۵ درصدی به سمت سرمایه هدف خود حرکت می‌کنند. کامیلا و

گانداسکاسما^۱ (۲۰۲۱) با بررسی شرکتهای اندوزیایی در قلمرو زمانی ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۸ نشان دادند که عوامل خاص شرکت مانند سودآوری، اندازه، رشد و ملموس بودن و عوامل حاکمیت شرکتی مانند اندازه هیئت مدیره و مالکیت خانواده تأثیر قابل توجهی بر سرعت تعدیل اهرم مالی دارند.

سری، دامایانتی و کاسماواتی^۲ (۲۰۲۱) به تحلیل رابطه بین چرخه تبدیل وجه نقد، درماندگی مالی، اهرم مالی و قدرت مدیرعامل پرداختند. نتایج نشان داد که چرخه تبدیل وجه نقد بر درماندگی مالی تأثیر مثبت و معناداری دارد. قدرت مدیر عامل تأثیر مثبت و معناداری بر درماندگی مالی دارد. چرخه تبدیل وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم دارد. چرخه تبدیل وجه نقد بر اهرم تأثیر منفی دارد. چرخه تبدیل وجه نقد از طریق اهرم تأثیر مثبتی بر درماندگی مالی دارد. قدرت مدیر اجرایی از طریق اهرم بر درماندگی مالی تأثیر منفی دارد.

هو، لو و بای^۳ (۲۰۲۱) به بررسی اثر نقدینگی بر سرعت تعدیل اهرم شرکتی پرداختند. با استفاده از تجزیه و تحلیل پانل داده‌های ۳۵ کشور بین سال‌های ۱۹۹۶ و ۲۰۱۶، متوجه شدند که شرکت‌های با نقدینگی بالا نسبت به شرکت‌هایی که نقدینگی کمتری دارند، سرعت تعدیل اهرم مالی سریع‌تری دارند.

ممون، ام دی راس و غزالی^۴ (۲۰۲۰) به بررسی پویایی ساختار سرمایه و عوامل مؤثر بر آن در پاکستان در قلمرو زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۲ پرداختند. نتایج به دست آمده نشان دادند که اندازه شرکت‌ها، سودآوری، توسعه بازار سهام و تولید ناخالص داخلی تعیین‌کننده‌های نسبتاً ثابتی برای سرعت تعدیل ساختار سرمایه هستند.

جیانهو، زاوو و ونکینگ^{۱۲} (۲۰۱۹) از مدل پنل دینامیک برای تشخیص غیر خطی بودن اثر جریان وجه نقد استفاده کرد. نتایج نشان داد شرکت‌های فهرست شده چینی با سرعت میانگین ۲۵.۹ درصد به سمت اهرم‌های هدفشان حرکت می‌کنند. شرکت‌های با مانده جریان وجه نقد بیشتر ساختار سرمایه شان به طور معنی‌داری سریع‌تر تعدیل می‌شود. همچنین مانده جریان وجه نقد با کاهش دادن هزینه‌های تعدیل سرعت تعدیل را افزایش می‌دهد. شرکت‌هایی که قدر مطلق جریان نقدی بزرگتر دارند، نسبت به شرکت‌های دارای قدر مطلق جریان نقدی کوچکتر، سرعت تعدیل اهرم‌های هدفشان بطور قابل توجهی بیشتر است. دفور، لو و تل (۲۰۱۷) بیان کردند اگر هیچ هزینه تعدیلی وجود نداشته باشد، اهرم مشاهده شده باید با اهرم بهینه برابر باشد. این هزینه‌ها، هزینه‌های معاملاتی است و شامل هزینه‌های اطلاعاتی، هزینه‌های چانه‌زنی و هزینه‌های نظارت است. یک شرکت این هزینه‌ها را وقتی تحمل می‌کند که در حال نهایی کردن قراردادی است که روی منابع مالی‌اش تأثیر می‌گذارد. تنها وقتی که هزینه‌های معاملاتی کمتر از هزینه‌های انحراف است، اهرم به هدف نزدیک‌تر است. آن، لی و ی^{۱۳} (۲۰۱۶) به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی که در معرض ریسک سقوط ارزش قرار دارند تمایل دارند تا با سرعت بسیار کمتری به سمت هدف حرکت کنند. مطابق با تئوری توازی ایستا، عواملی مانند هزینه‌های فرصت ناشی از انحراف از ساختار سرمایه هدف و ریسک ورشکستگی در تعیین سرعت تغییر ساختار سرمایه شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند (موچیری، مچوری و نگومی، ۲۰۱۶)^{۱۴}. درونتز^{۱۵} و همکاران (۲۰۱۵) هر دو تفاوت در سرعت

¹ Kamila, N. & Gandakusuma

² Sari, Damayanti, Kusumawati

³ Ho, Lu & Bai

⁴ Memon, Md-Rus, & Ghazali

تعدیل را از طریق سیستم‌های مالی و تأثیر رکود اقتصادی مطالعه کردند. آن‌ها بیان کردند این تفاوت‌ها مربوط به هزینه‌های تعدیل متفاوت است. شرکت‌ها وقتی ساختار مالی شان را تعدیل می‌کنند هزینه‌های تعدیل را نیز تجربه می‌کنند. اسمیت، چن و اندرسون (۲۰۱۵) به بررسی اثرات مازاد و کسری وجوه نقد و ویژگی‌های صنعت بر سرعت تعدیل اهرم پرداختند. نتایج نشان داد هر دو عامل بر سرعت تعدیل مؤثرند. بیشترین سرعت تعدیل اهرم مربوط به شرکت‌هایی است که اهرم پایین تر از هدف بوده و مازاد وجه نقد دارند. پس از این شرکت‌ها در شرکت‌هایی که اهرم بالاتر از هدف بوده و کسری وجوه نقد دارند سرعت تعدیل بالاتر خواهد بود. نتایج پژوهش آنتایو و بن فیم^{۱۶} (۲۰۱۴) نشان داد که شرکت‌های کوچک‌تر از سرعت تعدیل اهرم بیشتری برخوردارند. آنتائو و بن فیم (۲۰۱۴) نشان دادند تعدیل اهرم در شرکت‌های کوچک‌تر آهنگ سریع‌تری دارد. لوکهارت^{۱۷} (۲۰۱۴) نشان داد که وجود یک خط اعتباری، شرکتی با بهای تمام شده نهایی کم فراهم می‌کند که منجر به تعدیل سریع‌تر می‌شود. اوزکتین و فلانری (۲۰۱۲) نشان دادند محیط‌های تجاری بهتر هزینه‌های معاملات مرتبط با تعدیل اهرم را کاهش داده و سرعت تعدیل اهرم را افزایش می‌دهد. فالکندر و همکاران^{۱۸} (۲۰۱۲) طی پژوهشی با عنوان "تأثیر جریان وجوه نقد بر تعدیلات اهرم" دریافتند جریان وجوه نقد عملیاتی تحقق یافته فرصت‌هایی را برای تعدیل اهرم با هزینه‌های کم فراهم می‌کند. همچنین، ویژگی‌های جریان وجه نقد نه تنها بر اهرم هدف، بلکه بر سرعت تعدیل اهرم هدف نیز تأثیر می‌گذارد. هواکیمیان و لی^{۱۹} (۲۰۱۱) در تحقیق تحت عنوان "چگونگی آزمون برای تعدیل ساختار سرمایه هدف" به ارتباط منفی بین رشد و اهرم مالی دست یافتند. دودلی^{۲۰} (۲۰۰۸) به بررسی ترکیب ساختار سرمایه و سرعت تعدیل آن در شرکت‌های پذیرفته شده آمریکایی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌ها دارای ساختار بدهی بهینه بوده که همواره به سوی آن حرکت می‌کنند. آن‌ها همچنین به این نتیجه رسیدند که انحراف از ساختار بدهی بهینه در تغییر در ترکیب بدهی‌ها تأثیرگذار است. دروبتز، پنسا^{۲۱} و ونزراید^{۲۲} (۲۰۰۷) نشان دادند که شرکت‌های با رشد بالاتر و با اندازه بزرگتر سرعت تعدیل بیشتری دارند. همچنین آن‌ها نشان دادند که انحراف بیشتر از اهرم هدف منجر به تعدیل سریع‌تری می‌شود.

۴. ضرورت و اهمیت پژوهش

در سال‌های اخیر، تصمیم‌گیرندگان به نقدینگی در تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه علاقه زیادی نشان داده‌اند. همچنین نقش نقدینگی بر ماهیت پویای ساختار سرمایه، به ویژه سرعتی که شرکت‌ها با آن ساختار سرمایه خود را به سمت هدف تنظیم می‌کنند، از جنبه‌های بااهمیت بررسی ساختار سرمایه شرکت‌هاست. در واقع یکی از موضوعات مهمی که بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌ها، تأثیر ویژه‌ای دارد، جریان وجوه نقدی است که از مسیرهای مختلفی وارد چرخه تجاری یک شرکت می‌شود و بنابراین مدیران واحدهای تجاری را در ارزیابی میزان بهینه اهرم مالی کمک می‌کند. از این رو در این مطالعه، نقش هر یک از اجزای صورت جریان وجه نقد در سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌ها، مورد بررسی قرار گرفته است تا به تفصیل و با جزئیات بیشتری به تأثیر وجه نقد بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه پرداخته شود.

۵. نوآوری در پژوهش

علیرغم تئوری‌های موجود درباره مساله تعدیل سرعت ساختار سرمایه، با این وجود محققین پیشین به بررسی این موضوع نپرداختند که هریک از طبقات صورت جریان وجوه نقد چه تاثیری بر سرعت تعدیل دارد و در این زمینه خلاء تحقیقاتی وجود دارد. به عبارتی دیگر در مطالعات گذشته، یا از ساختار سرمایه ایستا استفاده شده و یا اینکه در ساختار سرمایه پویا، به نقش وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها و نه جریان وجه نقد از منابع مختلف پرداخته شده است. از آن جایی که کمبود مشاهدات تجربی در رابطه بین جریان منابع مختلف وجوه نقد و مدل‌های ساختار سرمایه پویا در ایران کاملاً مشهود است، در این مطالعه با بکارگیری عناصر طبقات صورت جریان وجوه نقد، به نقش آن در توضیح سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداخته شده است.

۶. فرضیه تحقیق

- ۱) به دلیل اهمیت ظرفیت بدهی در تامین مالی، سرعت تعدیل شرکت‌های بالای اهرم بیشتر از شرکت‌های پایین اهرم است.
- ۲) جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی، عامل تعدیل‌کننده‌ای در سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های بالا و پایین اهرم بهینه است.
- ۳) جریان وجه نقد ناشی از بازده سرمایه‌گذاری‌ها و سود پرداختی بابت تامین مالی، عامل تعدیل‌کننده‌ای در سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های بالا و پایین اهرم بهینه است.
- ۴) جریان وجه نقد ناشی از مالیات بر درآمد، عامل تعدیل‌کننده‌ای در سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های بالا و پایین اهرم بهینه است.
- ۵) جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، عامل تعدیل‌کننده‌ای در سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های بالا و پایین اهرم بهینه است.
- ۶) جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های تامین مالی، عامل تعدیل‌کننده‌ای در سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های بالا و پایین اهرم بهینه است.
- ۷) خالص افزایش (کاهش) وجه نقد، عامل تعدیل‌کننده‌ای در سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های بالا و پایین اهرم بهینه است.

۷. روش پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی-همبستگی و از نظر هدف کاربردی است. داده‌ها از طریق مراجعه به صورت‌های مالی سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران کدال گردآوری شده است.

۱-۷. روش تحلیل داده‌ها

داده‌های جمع‌آوری شده، ابتدا در قالب بانک اطلاعات ذخیره شده، سپس با انتقال این داده‌ها به نرم افزارهای اکسل، ایویوز و استاتا زمینه تجزیه و تحلیل این داده‌ها و نتایج حاصل از آنها فراهم شده است.

۲-۷. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد استفاده در این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۹۷ است. تعداد ۱۰۶ شرکت مورد مطالعه در این پژوهش با توجه به معیارهای زیر انتخاب گردیدند:

(۱) شرکت‌های واسطه مالی و سرمایه‌گذاری، هدلینگ، بیمه و بانک‌ها از نمونه مورد بررسی کنار گذاشته شدند. علت این امر ساختارهای سرمایه معمولاً متفاوت این شرکت‌ها است. در واقع برخی الزامات قانونی می‌تواند ساختار سرمایه این شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. لذا این اعتقاد وجود دارد که ساختار سرمایه این شرکت‌ها ممکن است منعکس کننده عوامل دیگری باشند که نتایج این بررسی را با تورش همراه سازند (جورهیدن، فالنیوس، ۲۰۰۷).^{۲۳}

(۲) شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه نبود، از نمونه کنار گذاشته شدند.

(۳) اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس بوده است. اطلاعات مورد نیاز شامل ترازنامه، صورت سود و زیان، صورت جریان وجوه نقد و قیمت سهام شرکت‌ها می‌باشد.

۳-۷. مدل و اندازه‌گیری متغیرها

تعیین اهرم بهینه $(\hat{L})_{i,t}$:

ابتدا با استفاده از رابطه ۱، اهرم بهینه جهت بررسی سرعت تعدیل محاسبه شده است. برای محاسبه بخش اول این پژوهش (محاسبه اهرم بهینه و سرعت تعدیل در شرکت‌های بالای اهرم بهینه و پایین اهرم بهینه)، از پژوهش محسنی ملکی (۱۳۹۴)، استفاده شده است.

$$L_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{CF_{i,t-1}}{TA_{i,t}} + \alpha_2 MB_{i,t-1} + \alpha_3 \frac{Dep_{i,t-1}}{TA_{i,t}} + \alpha_4 Size_{i,t-1} + \alpha_5 \frac{FA_{i,t-1}}{TA_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱) \text{ رابطه}$$

برای محاسبه اهرم بهینه، مدل در هر سال برای هر کدام از شرکت‌های نمونه بررسی شده است. سپس ضرایب رگرسیون به روش مقطعی در Eviews به دست آمده است. با جایگذاری ضرایب رگرسیون در مقادیر واقعی هر یک از متغیرها، میزان اهرم بهینه برای هر سال و هر شرکت به دست می‌آید. در رابطه شماره ۱:

$L_{i,t}$ اهرم مالی که عبارت است از مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها.

$CF_{i,t-1}$: جریان وجه نقد ناشی از عملیات سال قبل.

$\frac{DEP_{i,t-1}}{TA_{i,t}}$: استهلاک سال قبل به کل دارایی‌های جاری است.

$MB_{i,t-1}$ از طریق تقسیم (قیمت بازار سال قبل ضربدر تعداد سهام) بر (جمع دارایی‌ها منهای جمع بدهی‌ها) بدست می‌آید.

Size: اندازه شرکت

این رابطه از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. نحوه محاسبه متغیر اندازه شرکت به صورت زیر است (حاجیها، چناری، ۲۰۱۹): (ارزش دفتری کل دارایی‌ها) لگاریتم طبیعی = اندازه شرکت

FA: دارایی‌های ثابت مشهود

TA: مجموع دارایی‌ها

در ادامه هریک از فرضیه‌های را با استفاده از مدل‌های زیر بررسی می‌کنیم:
مدل اولیه:

$$L_{i,t+1} - L_{i,t} = \delta(\hat{L}_{i,t+1} - L_{i,t}) + \varphi_{i,t+1} \quad \text{رابطه ۲}$$

در این مدل متغیر δ به معنای سرعت تعدیلات می‌باشد.

به منظور در نظر گرفتن احتمال نامتقارن بودن سرعت تعدیلات بین شرکت‌های بالا و پایین اهرم بهینه، معادله زیر برآورده شده است:

مدل تعدیل شده با در نظر گرفتن شرکت‌های بالا و پایین اهرم بهینه:

$$L_{i,t+1} - L_{i,t} = \delta_1(D_{above})(Dev) + \delta_2(D_{below})(Dev) + \varphi_{i,t+1} \quad \text{رابطه ۳}$$

در معادله فوق:

$$Dev = \hat{L}_{i,t+1} - L_{i,t} \quad \text{رابطه ۴}$$

D_{above} : متغیر ساختگی که اگر شرکت بالاتر از اهرم بهینه باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ می‌باشد. یعنی

$$\hat{L}_{i,t+1} - L_{i,t} < 0$$

D_{below} : متغیر ساختگی که اگر شرکت پایین‌تر از اهرم بهینه باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ می‌باشد.

$$\hat{L}_{i,t+1} - L_{i,t} > 0 \quad \text{یعنی}$$

δ_1 : سرعت تعدیل برای شرکت‌های بالای اهرم، δ_2 : سرعت تعدیل برای شرکت‌های زیر اهرم

انتظار بر این است اگر شرکت‌ها به ظرفیت بدهی خود اهمیت دهند، δ_1 بزرگتر از δ_2 باشد.

مدل تعدیل شده با در نظر گرفتن طبقه "فعالیت‌های عملیاتی" صورت جریان وجه نقد:

با توجه به مدل‌های فوق، برای بررسی فرضیه‌های دوم به بعد، هر یک از طبقات صورت جریان وجه نقد، به عنوان عامل تعدیل کننده، در مدل فوق آورده شده است. در نتیجه:

رابطه ۵)

$$L_{i,t+1} - L_{i,t} = \delta_1(Dev_above) + \delta_2(Dev_below) + \delta_3(Dev_above_CF_0) + \delta_4(Dev_below_CF_0) + \varphi_{i,t+1}$$

در معادله فوق:

Dev_above: $D_{above} * Dev$

Dev_below: $D_{above} * Dev$

Dev_above_CF0: $D_{above} * Dev * CF_0$

Dev_below_CF0: $D_{below} * Dev * CF_0$

در این مطالعه هر یک از طبقه‌های جریان‌های نقدی به طور جداگانه در مدل بالا به جای CF_0 جایگذاری شده است: CFO جریان وجه نقد حاصل از عملیات که از صورت جریان وجه نقد به دست می‌آید تقسیم بر مجموع دارایی‌های پایان دوره.

CFR فعالیت‌های بازده سرمایه گذاری و سود پرداختی بابت تامین مالی که از صورت جریان وجه نقد به دست می‌آید تقسیم بر مجموع دارایی‌های پایان دوره.

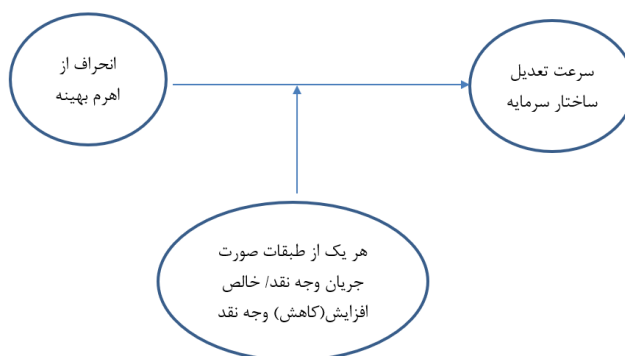
CFT مالیات بر درآمد که از صورت جریان وجه نقد به دست می‌آید تقسیم بر مجموع دارایی‌های پایان دوره.

CFI فعالیت‌های سرمایه گذاری که از صورت جریان وجه نقد به دست می‌آید تقسیم بر مجموع دارایی‌های پایان دوره.

CFF فعالیت‌های تامین مالی که از صورت جریان وجه نقد به دست می‌آید تقسیم بر مجموع دارایی‌های پایان دوره.

CF خالص افزایش (کاهش) وجه نقد در پایان دوره که عبارت است از مانده وجه نقد پایان دوره منهای مانده وجه نقد اول دوره تقسیم بر مجموع دارایی‌های پایان دوره.

۸. مدل مفهومی پژوهش



۹. یافته‌ها و تحلیل

۹-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی مجموعه روش‌هایی است که پردازش داده‌ها را فراهم می‌کند. آمار توصیفی برخی از متغیرهای تحقیق برای کل نمونه‌ی آماری در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی برخی متغیرها

متغیر	$\frac{CFO_{i,t-1}}{TA_{i,t}}$	$MB_{i,t-1}$	$\frac{DEP_{i,t-1}}{TA_{i,t}}$	$Size_{i,t-1}$	$\frac{FA_{i,t-1}}{TA_{i,t}}$	L
میانگین	۰/۰۹۶	۲/۴۲۸	۰/۰۲۱	۱۳/۶۶۵	۰/۲۲۰	۰/۶۴۱
میانه	۰/۱۳۰	۱/۵۲۲	۰/۰۱۴	۱۳/۵۷۲	۰/۱۷۱	۰/۶۴۴
بیشینه	۰/۹۴۵	۱۰۸/۷۹۳	۰/۴۸۲	۱۹/۳۱۳	۲/۳۷۱	۴/۰۰۳
کمینه	-۳۷/۹۹۶	-۳۵/۵۸۵	۰/۰۰	۹/۷۹۷	۰/۰۰۰	۰/۰۴۵
انحراف معیار	۰/۹۹۸	۵/۴۸۲	۰/۰۲۸	۱/۴۷۸	۰/۱۸۴	۰/۲۶۰

همان‌گونه که جدول شماره ۱ نشان می‌دهد، میانگین جریان خالص وجه نقد ناشی از عملیات حدود ۹ درصد می‌باشد که به‌طور میانگین نشان دهنده مثبت بودن جریان‌های وجه نقد ناشی از عملیات در شرکت‌های نمونه بوده است. همچنین میانگین نسبت اهرم مالی که از تقسیم جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها بدست می‌آید، حدود ۶۴ درصد است. بیشترین میزان اهرم مالی مربوط به شرکت پتروشیمی فارابی در سال ۱۳۹۶ می‌باشد که زیان انباشته داشته و جهت خروج از ماده ۱۴۱ اصلاحیه قانون تجارت در سال ۱۳۹۷ از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها افزایش سرمایه داده است. همچنین متوسط نسبت خالص دارایی‌های ثابت به مجموع دارایی‌ها حدود ۲۲ درصد بوده است که بیانگر این است که در شرکت‌های نمونه به‌طور متوسط حدود ۷۸ درصد میزان دارایی‌های شرکت، به صورت دارایی‌های جاری نگهداری شده است. سایر اطلاعات مربوط به آمار توصیفی در جدول فوق ارائه شده است.

۹-۱-۲. بررسی عدم وجود هم خطی

از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است. نتیجه کمتر از ۱۰ بدست آمد و هیچ مشکل هم خطی مشاهده نگردید.

۹-۱-۳. تخمین نهایی مدل

در تخمین نهایی، مدل به صورت مقطعی برازش شده و ضرایب رگرسیون در ایویوز بدست آمده است.

۲-۹. نتایج آزمون فرضیات

بعد از محاسبه اهرم بهینه شرکت‌ها را به دو دسته بالای اهرم بهینه و پایین اهرم بهینه تقسیم می‌کنیم. متغیر اهرم بهینه را در نرم افزار ایویوز بدست آورده سپس به برآورد رگرسیون و آزمون فرضیه در نرم افزار استاتا برای هر سال-شرکت اقدام می‌کنیم. سرعت حرکت به سمت نسبت‌های بدهی در واقع نشان‌دهنده سرعت تعدیلات ساختار سرمایه است که به هزینه تعدیل اهرم وابسته است. طبق نظریه توازی اگر تعدیل اهرم هزینه نداشته باشد، هیچ انحرافی از اهرم بهینه وجود نخواهد داشت. از طرف دیگر اگر این هزینه زیاد باشد هیچ حرکتی به سمت اهرم بهینه دیده نخواهد شد.

جدول ۲. بررسی فرضیات

فرضیات	احتمال خطا	آماره تی	خطای استاندارد	ضریب
فرضیه اول	۰/۰۰۷	۲/۶۹	۰/۰۰۹۳	۰/۰۲
	۰/۰۰۰	۶/۲۲	۰/۰۰۹۵	۰/۰۵
		سطح معناداری مدل : ۰/۰۰		تعداد مشاهدات : ۱۴۸۴
فرضیه دوم	۰/۰۳۹	۲/۰۹	۰/۰۰۹۵	۰/۰۲
	۰/۰۰۰	۶/۳۵	۰/۰۱	۰/۰۶۵
	۰/۰۰۲	-۳/۰۵	۰/۱	-۰/۴۱
	۰/۱۰۸	-۱/۶۱	۰/۲	-۰/۳۲
		سطح معناداری مدل : ۰/۰۰		تعداد مشاهدات : ۱۴۸۴
فرضیه سوم	۰/۰۰۷	۲/۶۹	۰/۰۰۹۴	۰/۰۲
	۰/۰۰۰	۶/۱۳	۰/۰۰۹۸	۰/۰۵
	۰/۹۰۱	۰/۱۲	۰/۰۲۰	۰/۰۰۲
	۰/۷۶۷	۰/۳۰	۰/۱۶۶	۰/۰۴۹
		سطح معناداری مدل : ۰/۰۰		تعداد مشاهدات : ۱۴۸۴
فرضیه چهارم	۰/۰۰۵	۲/۷۸	۰/۰۰۹۳	۰/۰۲
	۰/۰۰۰	۶/۰۴	۰/۰۰۹۵	۰/۰۵
	۰/۱۳۲	-۱/۵۱	۰/۱۶۷	-۰/۲۵
	۰/۸۲۸	۲۲	۰/۹۰۲	۰/۲۰
		سطح معناداری مدل : ۰/۰۰		تعداد مشاهدات : ۱۴۸۴
فرضیه پنجم	۰/۰۰۷	۲/۶۹	۰/۰۰۹۴	۰/۰۲
	۰/۰۰۰	۶/۰۱	۰/۰۹۶	۰/۰۵
	۰/۸۹۹	-۰/۱۳	۰/۰۲۸	-۰/۰۰۳
	۰/۵۰۹	-۰/۶۶	۰/۳۴	۰/۲۲
		سطح معناداری مدل : ۰/۰۰		تعداد مشاهدات : ۱۴۸۴

فرضیات	احتمال خطا	آماره تی	خطای استاندارد	ضریب
فرضیه ششم	Dev_above	۲/۸۷	۰/۰۰۹۴	۰/۰۲
	Dev_below	۶/۱۳	۰/۰۰۹۵	۰/۰۵
	Dev_above_CFF	۱/۵۵	۰/۱۱	۰/۱۷
	Dev_below_CFF	۰/۹۵	۰/۲۰	۰/۱۹
سطح معناداری مدل : ۰/۰۰		تعداد مشاهدات : ۱۴۸۴		
فرضیه هفتم	Dev_above	۲/۶۹	۰/۰۰۹۳	۰/۰۲
	Dev_below	۶/۲۲	۰/۰۰۹۵	۰/۰۵
	Dev_above_CF	-۰/۲۶	۰/۰۲۸۲	-۰/۰۰۷
	Dev_beow_CF	۰/۶۳	۰/۲۳	۰/۱۴
سطح معناداری مدل : ۰/۰۰		تعداد مشاهدات : ۱۴۸۴		

نتایج بررسی فرضیه اول نشان می‌دهد که ضریب متغیر Dev_above کوچکتر از ضریب متغیر Dev_below می‌باشد و به معنای این است که سرعت رسیدن به اهرم بهینه در شرکت‌های پایین اهرم بهینه بالاتر از شرکت‌های بالای اهرم بهینه است. در حالی که مطابق مبانی نظری انتظار بر این بود که به دلیل حفظ و اهمیت ظرفیت بدهی آتی، شرکت‌های بالای اهرم بهینه با سرعت بیشتری ساختار سرمایه خود را تعدیل کنند.

نتایج فرضیه دوم نشان می‌دهد، جریان وجه نقد ناشی از عملیات عامل تعدیل کننده‌ای در سرعت تعدیل اهرم بهینه برای شرکت‌های بالای اهرم بهینه است یعنی برای شرکت‌هایی که بالای اهرم بهینه هستند، جریان وجه نقد ناشی از عملیات، عامل تاثیرگذاری برای تعدیل ساختار سرمایه و رسیدن به اهرم بهینه است در حالی که برای شرکت‌هایی که پایین تر از اهرم بهینه هستند، تاثیرگذار نیست.

نتایج بررسی سایر فرضیه‌ها نیز نشان دهنده این موضوع است که با ورود جریان وجه نقد ناشی از سایر طبقه‌ها، در شرکت‌های بالا و پایین اهرم بهینه چون سطح معناداری متغیر بیشتر از ۵ درصد است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، رابطه معناداری دیده نشده است.

۱۰. بحث و نتیجه گیری

در سال‌های اخیر، علاقه فزاینده‌ای به نقش حیاتی نقدینگی در تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه وجود داشته است. بررسی نقش نقدینگی بر ماهیت پویای ساختار سرمایه، به ویژه سرعتی که شرکت‌ها با آن ساختار سرمایه خود را به سمت هدف تنظیم می‌کنند، برای استفاده‌کنندگان حائز اهمیت است. به نظر می‌رسد، شرکتی با نقدینگی بالاتر، با هزینه‌های کمتر مرتبط با انتشار اوراق بهادار جدید مواجه خواهد شد و بنابراین تمایل بیشتری برای اصلاح سریع هر گونه انحراف نسبت اهرمی واقعی خود از نسبت هدف خود دارد. برای بررسی درستی این ادعا، در مطالعه حاضر به بررسی مقایسه‌ای طبقه‌های صورت جریان وجه نقد و سرعت تعدیل ساختار سرمایه پرداختیم. با توجه به مدل مبادله ایستا، شرکت‌هایی با نقدینگی بالا، هزینه‌های شناور کمتری برای انتشار سهام دارند که

باعث می‌شود تامین مالی از طریق عرضه سهام جذاب تر از تامین مالی بدهی باشد. بنابراین شرکت‌های اهرم بالا تلاش می‌کنند جریان وجه نقد حاصل از عملیاتشان افزایش دهند تا از این طریق اقدام به تامین مالی از طریق انتشار سهام نمایند. همین باعث می‌شود جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی عامل تعدیل کننده ای در سرعت تعدیل اهرم بهینه برای شرکت‌های بالای اهرم باشد.

ظرفیت بدهی یکی از اقلام مهم در تامین مالی برون سازمانی به شمار می‌آید. برخی شرکت‌ها نیاز به افزایش تامین مالی در دوره جاری دارند. اگر ظرفیت بدهی محدود باشد هزینه فرصت انتشار بدهی بالا خواهد بود. به همین دلیل انتظار بر این است سرعت تعدیل شرکت‌های بالای اهرم بیشتر از شرکت‌های پایین اهرم باشد و شرکت‌ها تلاش کنند نسبت بدهی را کنترل و کاهش دهند. در واقع شرکت‌هایی که اهرم واقعی بالاتر از اهرم بهینه دارند باید با سرعت بیشتری ساختار سرمایه شان را تعدیل کنند تا بتوانند زودتر به اهرم بهینه رسیده و در تامین مالی با مشکل مواجه نشوند. اما نتایج برخلاف انتظار بدست آمد. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به ظرفیت بدهی خود اهمیت زیادی نداده و سرعت تعدیل در شرکت‌های بالای اهرم بیشتر نیست. این نتیجه را می‌توان اینگونه تفسیر کرد که در شرایط تورمی نسبت بدهی اهمیت چندانی ندارد زیرا در هر صورت دریافت تسهیلات به نفع شرکت است. در شرایط تورمی معادله برعکس می‌شود. تامین مالی خارجی به نفع شرکت است زیرا نرخ دریافت تسهیلات (تامین مالی برون سازمانی) طبق مصوبه بانک مرکزی بوده و درصد ثابتی است. این نرخ با تورم افزایش نمی‌یابد. پس همیشه کمتر از نرخ تورم است. برعکس تامین مالی داخلی هزینه بیشتری به شرکت تحمیل می‌کند زیرا سرمایه گذاران توقع دریافت سودی بالاتر از نرخ تورم دارند تا کاهش ارزش پولشان جبران شود.

در شرایطی که نرخ تورم بالاتر از نرخ بهره تسهیلات است وجود نسبت بدهی بالا نشانه مثبتی تلقی می‌شود. در واقع شرکت‌های پایین اهرم سعی می‌کنند تسهیلات بیشتری دریافت کنند. تا بتوانند با تزریق نقدینگی سرمایه در گردش را افزایش داده و کاهش توان مالی ناشی از تورم را جبران کنند. همین امر باعث می‌شود با سرعت بیشتری به سمت اهرم بهینه حرکت کنند.

به همین دلیل نتیجه تحقیق در ایران نشان می‌دهد شرکت‌های اهرم پایین با سرعت بیشتری ساختار سرمایه شان را تعدیل می‌کنند و زودتر از شرکت‌های اهرم بالا به اهرم بهینه می‌رسند. این نتیجه با نتایجی که بیون در سال ۲۰۰۸ و جیانهو، و همکاران در سال ۲۰۱۹ به دست آوردند متفاوت است.

۱۱. پیشنهادات

۱-۱۱. پیشنهادهای حاصل از یافته‌های پژوهش

با توجه به اینکه نتایج نشان می‌دهد جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، عامل تعدیل کننده‌ای در سرعت تعدیل اهرم بهینه برای شرکت‌های بالای اهرم بهینه است، به استفاده کنندگان از اطلاعات مالی پیشنهاد می‌شود، به جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی توجه ویژه نشان دهند.

۲-۱۱. پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

- ۱) مدیران، نماینده سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان اصلی در شرکتها هستند. ویژگی رفتاری مدیران عامل موثری بر تصمیمات آنها به شمار می‌آید. ریسک‌پذیر یا ریسک‌گریز بودن، فرصت‌طلبی، بهره‌وری از سرمایه‌فکری، تجربه و توانایی مدیران از جمله ویژگی‌های رفتاری مهمی هستند که بر تصمیم‌مدیر برای تعدیل ساختار سرمایه‌شرکت و رسیدن به اهرم بهینه موثرند. بنابراین پیشنهاد می‌شود در تحقیقات بعدی ویژگی رفتاری مدیران به عنوان متغیر تاثیرگذار بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گیرد.
- ۲) با در نظر گرفتن این مساله که شرکت‌هایی با عمر طولانی و کوتاه با هم در نمونه این پژوهش وجود داشتند، پیشنهاد می‌شود با تفکیک شرکت‌ها بر اساس طول عمر، موضوع پژوهش مورد بررسی و تحلیل قرار گیرد و با نتایج این پژوهش مقایسه گردد.
- ۳) پیشنهاد می‌شود با تفکیک شرکت‌ها بر اساس صنعت، موضوع پژوهش مورد بررسی و تحلیل قرار گیرد و با نتایج این پژوهش مقایسه گردد.

یادداشت‌ها

1. Chireka, & Fakoya
2. Zhao, & Ziebart
3. Maheshwari, & Roa
4. Dufour, Luu, & Teller
5. Aybar-Ari, Casino-Martínez, & López-Gracia
6. Öztekin, & Flannery
7. Byoun
8. Cuong
9. Smith, Chen, & Anderson
10. Casrto, Fernandez, Tapia, & Miguel
11. Jameri, & Azizi
12. JianhuaZhang, ZhaoZhao, & WenqingJian.
13. An, Li, Yu
14. Muchiri, Muturi, & Ngumi
15. Drobotz
16. Antao, & Bonfim
17. Lockhart
18. Faulkender, Flannery
19. Hovakimian, & Li
20. Dudley
21. Pensa
22. Wanzenried
23. Jorheden, & Fallenius

فهرست منابع

- * اصولیان، محمد؛ باقری، الهام (۱۳۹۵). "بررسی تغییر جریان وجوه نقد بر شکاف میان نسبت اهرم واقعی و بهینه". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۳(۳)، ۳۱۱-۳۳۲.
- * اعتمادی، حسین؛ احمدیان، وحید (۱۳۹۲). "بررسی تأثیر نوع بزرگ‌ترین سهامدار بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مدیریت دارایی و تامین مالی، ۱(۳)، ۴۹-۶۶.
- * باغومیان، رافیک؛ عزیززاده مقدم، کیوان (۱۳۹۳). "رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه". فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۳)، ۱۱۱-۱۳۳.
- * تایی نقندری، امیرحسین؛ عباسزاده، مه‌ری (۱۳۹۷). "تأثیر تعدیلگری اندازه شرکت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد اقتصادی شرکت‌ها". دانش حسابداری مالی، ۸(۱)، ۱۸۲-۱۵۵.
- * خسروی، سمیه (۱۳۹۵). "بررسی عوامل موثر بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران، بابلسر.
- * رامشه، منیژه؛ سلیمانی امیری غلامرضا؛ اسکندری، رسول (۱۳۹۵). "بررسی سرعت تعدیل ساختار سرمایه بر اساس پیش‌بینی تئوری‌های توازن و سلسله مراتبی در بورس اوراق بهادار تهران". پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۴)، ۲۰۹-۱۸۷.
- * دستگیر، محسن؛ یوسفی، امین؛ ایمانی، کریم (۱۳۹۲). "سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و ویژگی‌های شرکتی موثر بر آن". پژوهش حسابداری و حسابرسی، ۳(۳)، ۳۳-۱۹.
- * ستایش، محمدحسین؛ کارگرفرد جهرمی، محدثه (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه". فصلنامه دانش حسابداری مالی، ۱(۱)، ۳۲-۱۰.
- * سرلک، نرگس؛ فرجی، امید، ایزدپور، مصطفی؛ جودکی چگنی، زهرا (۱۳۹۷). "بیش اعتمادی مدیران و نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده کیفیت حسابرسی". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۲)، ۲۱۴-۱۹۹.
- * شعری آناقیز، صابر؛ رحمانی، علی؛ محسنی ملکی، بهرام (۱۳۹۴). "انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه". دانش حسابداری مالی، ۲(۲)، ۸۸-۷۳.
- * محسنی ملکی رستاقی، بهرام (۱۳۹۴). "انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه". پایان‌نامه دکترا، دانشگاه مازندران، بابلسر.
- * صالحی‌نیا، محسن؛ ستایش، محمد (۱۳۹۴). "تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد". پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۵)، ۳۲-۱۵.
- * کامیابی، یحیی و محسنی ملکی رستاقی، بهرام (۱۳۹۹). "نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل آن و درجه اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۴۸)، ۶۱-۷۸.

- * گرجی، امیرحسین (۱۳۹۱). "تبیین سرعت تعدیل ساختار سرمایه به کمک مدل دینامیک ساختار سرمایه بهینه با تاکید بر عامل رقابت بازار محصول". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، تهران.
- * گرجی، امیرحسین (۱۳۹۴). "تبیین سرعت تعدیل ساختار سرمایه به کمک مدل دینامیک ساختار سرمایه بهینه با تاکید بر عامل رقابت بازار محصول". فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۸(۲۵)، ۴۳-۶۷.
- * ولی‌زاده لاریجانی، اعظم؛ اثنی عشری، حمیده (۱۳۹۶). "ساختار سرمایه و سرعت تعدیل آن در چرخه عمر شرکت و نقش سودآوری". راهبرد مدیریت مالی، ۵(۴)، ۹۲-۶۹.
- * An, Z., Li, D., Yu, J. (2016). "Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments". *Journal of Banking & Finance*, 68, 152-313.
- * Antao, P., & Bonfim, D. (2014). "The dynamics of capital structure decisions". Working Paper .
- * Aybar-Arias, C., Casino-Martínez, A., & López-Gracia, J. (2012). "On the speed of adjustment of SMEs to their optimal capital structure". *Small business economics*, 39(4), 977-996.
- * Baghomiyani, R., Aziz Zadeh, M, K. (1393). "Company Characteristics and Capital Structure". *Empirical Studies in Financial Accounting*, 11(43), 111-133.
- * Byoun, S. (2008). "How and when do firms adjust their capital structures toward targets?" *Finance Economy*, 63(6), 3069-3096.
- * Casrto, P., Fernandez, M., Tapia, B. A., & Miguel, A. (2016). "Target leverage and speed of adjustment along the life cycle of european listed firm"s. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(3), 188-205.
- * Chirek, T., & Fakoya, M.B. (2017). "The determinants of corporate cash holding levels: evidence from selected South African retail firms". *Investment Management and Financial innovatuons*, 14(2), 79-93
- * Cuong, N. M. (2012). "Essays on corporate capital structure and cash holdings". University of Manchester .
- * Dastgir, M., Yousefi, A., & Imani, K. (1395). "Speed offset rate of cash and effective corporate characteristics". *Accounting and auditing research*, 3(3), 19-33.
- * Drobetz, W., Pensa, P., & Wanzenried, G. (2007). "Firm haracteristics, economic conditions and capital structure adjustments". WorkingPaper, University of Hamburg, Hamburg, Germany.
- * Drobetz, W., Schilling, D.C. and Schroder, H. (2015). Heterogeneity in the speed of capital structure adjustment across countries and over the business cycle. *European Financial Management*, 21(5), 936-973.
- * Dudley, E. (2008). "Essays on capital structure and investment". Doctoral Dissertation, William E. Simon Graduate School of Business Administration, University of Rochester, New York .
- * Dufour, D., Luu, P., & Teller, P. (2018). "The influence of cash flow on the speed of adjustment to the optimal capital structure". *Research in International Business and Finance*, 45, 62-71.
- * Etemadi, H., Ahmadiyan, V. (1392). "Largest Shareholder Type And its Effect on Dividend Policy in Listed companies in Tehran Stock Exchange". *Asset Management and Financing*, 1(13), 49-66.
- * Faulkender, M., Flannery, M. J., Watson, K., & Smith, J. M. (2012). "Cash flows and leverage adjustments". *Finance Economy*, 103(3), 632-646.
- * Gorji, A. H. (1391). "Identification of capital structure speed of adjustment using a dynamic model of optimal capital structure; emphasis on product market competition factor". Master's Thesis, Tehran Univercity, Tehran.
- * Gorji, A. H. (1394). "Identification of capital structure speed of adjustment using a dynamic model of optimal capital structure; emphasis on product market competition factor". *Financial knowledge of securities analysis*, 8(25), 43-67.

- * Hajiha, Z., & Chenari, H. (2019). "Financial statement comparability and corporate cash holdings emphasizing the internal aspects in Tehran stock exchange". *Journal of Accounting Advances*, 11(2), 83-116.
- * Ho, L., Lu, Y., & Bai, M. (2021). "Liquidity and speed of leverage adjustment". *Australian Journal of Management*, 46(1), 76-109.
- * Hovakimian, A., & Li, G. (2011). "In search of conclusive evidence: how to test for adjustment to target capital structure". *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 33-44.
- * Jameri, R., & Azizi, B. (2018). "Investigation of corporate social responsibility disclosure impact on cash holding by idiosyncratic risk and systematic risk in companies listed on the Tehran stock exchange". *Journal of Accounting Advances*, 10(2), 101-136.
- * Zhang, J., Zhao, Z., & Jian, W. (2019). "Do cash flow imbalances facilitate leverage adjustments of Chinese listed firms? Evidence from a dynamic panel threshold model". *Economic Modelling*, 89, 201-214.
- * Jorheden, L., & Fallenius, M. (2007). "Target Capital Structure and Speed of Adjustment- A Dynamic Panel Data Analysis of Swedish Firms."
- * Kamila, N., & Gandakusuma, I. (2021, May). "Factors affecting target leverage in companies listed in Indonesia stock exchange from 2014 to 2018". In *ICE-BEES 2020: Proceedings of the 3rd International Conference on Economics, Business and Economic Education Science, ICE-BEES 2020, 22-23 July 2020, Semarang, Indonesia* (p. 164). European Alliance for Innovation.
- * Khosravi, S. (1395). "Investigating factors affecting the speed of capital structure adjustment in companies listed in tehran stock exchange". Master's Thesis, Mazandaran University, Babolsar.
- * Lockhart, G.B. (2014). Credit lines and leverage adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 25, 274-288.
- * Maheshwari, Y. & Roa, K.T. V. (2017). "Determinants of corporate cash holdings". *Global Business Review*, 18(2), 1-12.
- * Memon, P. A., Md-Rus, R., & Ghazali, Z. B. (2020). "Adjustment speed towards target capital structure and its determinants". *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 1-19.
- * Muchiri, M. J., Muturi, W. M., & Ngumi, P. M. (2016). "Relationship between financial structure and financial performance of firms listed at east africa securities exchanges". *Emerging Issues in Economics, Finance and Banking*.
- * Osoolian, M., Bagheri, E. (1395). "a study on the effect of cash flows on the gap between the actual leverage and optimal financial leverage ratio". *Accounting and Auditing Review*, 23(3), 311-332.
- * Öztekin, O., & Flannery, M. J. (2012). "Institutional determinants of capital structure speed of adjustment". *Finance Economy*, 103(1), 88-112. ^^
- * Ramsheh, M., Soleymani, A. GH. & Eskandari, R. (1395). "Speed of adjustment to target capital structure based on interaction between trade-off and pecking order theories in TSE". *Empirical Research in Accounting*, 5(4), 187-209.
- * Salehiniya, M., Setayesh, M. (1394). "The Impact of ownership structure and capital structure on free cash flow". *The financial accounting and auditing researches*, 7(25), 15-32.
- * Sari, F. I., Damayanti, R. A., & Kusumawati, A. "The effect of cash conversion cycle and chief executive officer power on financial distress and leverage an intervening variable".
- * Sarlak, N., Faraji, O., Izadpoor, M., Jodaki, CH., Z. (1397). "CEO over-confidence and corporate cash holdings: emphasizing the moderating role of audit quality". *Accounting and Auditing Review*, 25(2), 199-214.
- * Setayesh, M.H., Kargarfard, J. M. (1390). "Investigating the impact of product market competition on capital structure". *A Quarterly Journal of Empirical Research of Financial Accounting*, 1(1), 10-32.

- * Shery. A. S., Rahmani, A., & Mohseni. M. B. (1394). "Financial flexibility and the financial leverage speed of adjustment of companies listed in tehran stock exchange (TSE)". *Journal of Financial Accounting Knowledge*, 2(2), 73-88.
- * Smith, D. J., Chen, J., & Anderson, H. D. (2015). "The influence of firm financial position and industry characteristics on capital structure adjustment". *Accounting & Finance*, 55(4), 1135-1169.
- * Tayebi. N. A., Abas Zadeh, A. (1397). "Moderating effect of firm size on relationship between corporate governance and corporate economic performance". *Accounting knowledge*, 8(1), 155-182.
- * Valizadeh. L. A., Asna Ashari, H. (1396). "Capital structure and rate of adjustment in the life cycle of the company and the role of profitability". *Financial Management Strategy*, 5(4), 69-92.
- * Zhao, Q., & Ziebart, D. (2017). "Consequences of CEO Overconfidence". *Accounting and Finance Research*, 6(2), 94-113.

The Influence of Cash Flow Classes on the Speed of Adjustment of Capital Structure

Atefeh Ghaemian

Ph.D. Student, Department of Accounting, Babol Branch, Islamic Azad University, Babol, Iran.
a.ghaemian2011@gmail.com

Bahram Mohseni Maleki rastaghi

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Economic and Administrative Sciences, university of mazandaran Babolsar, Iran.
(Corresponding Author)
b.mohsenim@umz.ac.ir

Iman Dadasi

Assistant Professor of Accounting, University of Qom, Qom, Iran.
i.dadashi@gmail.com

Maryam Shafiee Kakhaki

Assistant Professor of Economic, Babol Branch, Islamic Azad University, Babol, Iran.
m_shafiee_k@yahoo.com

Abstract

The capital structure influences various management decisions such as cash maintenance. The capital structure of companies does not necessarily correspond to the structure of the goal. Companies adjust the capital structure by considering adjustment and deviation costs. The role of liquidity in the dynamic nature of capital structure, especially the speed with which companies adjust their capital structure to the goal, is examined. It seems that a company with higher liquidity will face lower costs associated with issuing new securities and is therefore more inclined to quickly correct any deviations from its optimal leverage ratio from its target ratio. To verify this claim, in this study, 106 companies listed on the Tehran Stock Exchange between 1384-1398 were examined. Through rolling regression, the effect of each heading of cash flow statement on the adjustment speed in upper and lower lever companies was tested. The results show that the speed of reaching the optimal leverage in companies with low optimal leverage is higher than companies with high optimal leverage. This indicates a lack of attention to future debt capacity in companies listed on the Tehran Stock Exchange. The results also show that the only cash flow from operations is a moderating factor in the speed of adjustment of the optimal leverage for companies above the optimal leverage.

Keywords: Optimal leverage, capital structure, adjustment speed, cash flow statement

