

## تأثیر پذیری رابطه ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌ها از رقابت بازار محصول و نوع استراتژی کسب و کار شرکت‌ها

حسین رضایی دولت آبادی<sup>۱</sup>، سید فتح‌الله امیری عقدایی<sup>۲</sup>، بتول رفعت<sup>۳</sup> و فاطمه ایزدی<sup>۴</sup>

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی رابطه ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌ها و تأثیر رقابت در بازار محصول و نوع استراتژی کسب و کار بر این رابطه بوده است. نمونه پژوهش ۹۵ شرکت تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ و روش آماری استفاده‌شده در این پژوهش روش داده‌های پنلی است. یافته‌ها نشان می‌دهد، ساختار سرمایه بر عملکرد مالی (شاخص نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها، ارزش افزوده اقتصادی) شرکت‌ها تأثیر منفی دارد. با توجه به معیار نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها، هرچه میزان رقابت در بازار محصول کمتر باشد، منافع حاصل از به کارگیری اهرم مالی افزایش می‌یابد؛ اما رقابت بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش افزوده اقتصادی تأثیرگذار نیست. همچنین، تأثیر اهرم مالی بر نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها برای شرکت‌های با استراتژی رهبری هزینه منفی‌تر از شرکت‌های با استراتژی تمایز محصول است؛ اما نوع استراتژی کسب و کار بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش افزوده اقتصادی تأثیرگذار نیست.

**واژه‌های کلیدی:** رقابت بازار محصول، اهرم مالی، استراتژی کسب و کار، عملکرد مالی.

طبقه‌بندی موضوعی: L10،G32،D41

۱. استادیار مدیریت دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.

۲. استادیار مدیریت دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.

۳. استادیار اقتصاد دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.

۴. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی - مالی، دانشگاه اصفهان m.ezadi90@yahoo.com

## ۱- بیان مسئله

حداکثر کردن ارزش شرکت‌ها مستلزم اجرای طرح‌های سودآور است. در دنیای امروز با توجه به شرایط بازار رقابت تعیین روش تأمین مالی مناسب برای افزایش سودآوری و ادامه حیات شرکت‌ها امری ضروری است (نیکبخت و پیکانی، ۱۳۸۸).

شیوه تأمین مالی یک شرکت تعیین‌کننده آن است که ارزش آن شرکت چگونه بین سرمایه استقراضی و سرمایه مالکانه تفکیک می‌شود؛ بنابراین، اگر ساختار سرمایه را ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام در نظر گرفت، اهرم مالی<sup>۱</sup> نشان می‌دهد، شرکت تا چه حد به تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی (استقراض) به جای افزایش سرمایه متکی است. نسبت‌های اهرمی، ابزارهایی برای تعیین میزان احتمال قصور شرکت در ایفای تعهدات مربوط به بدهی‌های خود است. بالا بودن بیش از اندازه میزان بدهی‌های یک شرکت می‌تواند بر احتمال ناتوانی انجام تعهدات و بحران مالی آن شرکت بیفزاید؛ اما از دید مثبت بدهی یکی از مهم‌ترین طرق تأمین مالی است که برای شرکت مزایای مالیاتی بسیاری به همراه دارد؛ زیرا بدهی هزینه قابل قبول مالیاتی است که باعث کاهش میزان مالیات شرکت می‌شود (نوروش و دیانتی دیلمی، ۱۳۸۳).

افزون‌براین، میزان اهرم مالی در ساختار سرمایه شرکت بر انتخاب نوع فعالیت‌های عملیاتی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد که این فعالیت‌ها به نوبه خود عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد (جرمیس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸).

اگرچه تحقیقات زیادی درباره رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت انجام شده است، شواهد متناقضی به دست آمده است. برخی از محققان بیان داشته‌اند، اهرم اثری منفی بر عملکرد دارد. برای مثال، بدهی‌های فزاینده باعث افزایش تأثیر اعتباردهندگان از طریق قراردادهای بدهی بر شرکت می‌شود. این تأثیرات دامنه انتخاب عملیاتی مدیران را محدود می‌کند و باعث می‌شود، مدیران نتوانند به‌طور مؤثر شرکت را اداره کنند.

از طرفی، افزایش بدهی ریسک‌گریزی مدیران را افزایش می‌دهد و در نتیجه تمایل آنان به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ریسک‌دار و سودده می‌یابد. گروهی دیگر از محققان بیان داشته‌اند، اهرم اثری مثبت بر عملکرد دارد؛ زیرا قراردادهای بدهی رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را کاهش می‌دهد. به عبارت دیگر، طبق قراردادهای بدهی مدیران متعهد می‌شوند، اصل و فرع بدهی را از طریق جریان‌های نقد آتی پردازند. بنابراین، شرکت را به نحو کاراتری اداره می‌کنند (جرمیس، ۲۰۰۸).

---

1. Financial Leverage  
2. Jermias

همچنین، شیوه تأمین مالی شرکت بر رفتار شرکت در بازار محصول و انگیزه شرکت برای رقابت و نیز رفتار سایر مشارکت کنندگان بازار و در نتیجه، بر بازده‌های رقابتی تأثیر می‌گذارد (کمپللو<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳). در نتیجه، به دلیل تأثیر متناقض اهرم بر عملکرد باید این تأثیر مشروط به متغیرهایی، نظیر شدت رقابت در بازار یا استراتژی‌های کسب و کار<sup>۲</sup> باشد که شرکت دنبال می‌کند (ابرین<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳).

بنابراین، در این پژوهش نخست این مسئله بررسی می‌شود که آیا ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر دارد و آیا این تأثیرگذاری می‌تواند تحت تأثیر رقابت بازار محصول و نوع استراتژی کسب و کار اتخاذ شده شرکت‌ها قرار گیرد یا خیر. در ادامه، نخست به شرحی از مبانی نظری اشاره می‌شود و سپس روش آماری پژوهش، نتایج آماری و پیشنهادها بیان می‌شود.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱- ساختار سرمایه و عملکرد اقتصادی شرکت‌ها

مجموعه تصمیمات مالی مدیران در زمینه تعیین ساختار سرمایه بهینه بسیار مهم است. مدیریت شرکت تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه خود را در جهت حداکثر کردن ارزش شرکت اتخاذ می‌کنند؛ درحالی‌که مدیران سطوح متفاوت اهرمی را پیش روی خود دارند و در تلاش‌اند تا به بهترین ساختار سرمایه دست پیدا کنند (سلیم و یادا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲).

از آنجایی که ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت، از جمله مهم‌ترین اهداف شرکت‌ها به شمار می‌رود و افزایش ثروت فقط در نتیجه عملکرد مطلوب حاصل خواهد شد، حداکثر شدن ارزش شرکت وقتی تحقق می‌یابد که شرکت سلامت مالی داشته باشد؛ بدان معنی که منابع مالی آن به درستی انتخاب شده و به شکل صحیحی استفاده شود (کاشانی و رسائیان، ۸۸). در نتیجه تغییر ساختار مالی شرکت‌ها می‌تواند بر ارزش شرکت، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار آن تأثیر بگذارد (وت و هال<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴).

در جهان امروز با توجه به شرایط بازار رقابت، تعیین روش تأمین مالی مناسب برای افزایش سودآوری و ادامه حیات شرکت‌ها امری ضروری است. سرمایه‌گذاران با توجه به جدایی مالکیت از مدیریت، به منابع مالی وسیع در شرکت‌ها نیاز دارند؛ همچنین، علاقه دارندگان منابع مالی به استفاده از منابع خود به منظور افزایش ثروت، به تجزیه و تحلیل عملکرد شرکت‌ها و ساختار سرمایه آن می‌پردازند تا به سرمایه‌گذاری صحیح دست یابند (نیکبخت و پیکانی، ۱۳۸۸).

---

1. Campello  
2. Business Strategy  
3. O, Brien  
4. Salim & Yadav  
5. Wet & Hall

## ۱-۱-۲- ارتباط منفی بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌ها

### الف) از دیدگاه تئوری هزینه نمایندگی

هزینه نمایندگی می‌تواند از تضاد بین اعتباردهندگان و صاحبان سرمایه به وجود آید. این تضاد زمانی حاصل می‌شود که ریسک از پیش تعیین شده‌ای که به دلیل استفاده از بدهی به وجود آمده است، وجود داشته باشد؛ این امر به نظر مایزر<sup>۱</sup> (۱۹۷۷) موجب سرمایه‌گذاری کمتر از حد یا برآمدگی بدهی می‌شود. در این مورد بدهی تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد (مارگاریتیز و پسیلاکی، ۲۰۱۰). به دلیل وجود هزینه‌های نمایندگی (نظیر نظارت و هزینه بهره) که در ارتباط با تأمین مالی از طریق بدهی به وجود می‌آید، اعتباردهندگان بر خود لازم می‌دانند که از منافع خود در شرکت پاسداری کنند. افزون‌براین، افزایش بدهی‌ها تأثیر اعتباردهندگان را بر شرکت از طریق قراردادهای بدهی افزایش می‌دهد؛ این مسئله می‌تواند انتخاب‌های مدیران را محدود کند و در نتیجه، مانع از توانایی مدیریت مؤثر یک شرکت شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶).

### ب) از دیدگاه ریسک‌گریزی مدیران

تأمین مالی از طریق بدهی ریسک‌گریزی مدیران را افزایش می‌دهد و ترس از شکست در کسب بازدهی کافی برای پاسخ‌گویی به اعتباردهندگان، تمایل آنان را به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پرریسک کاهش می‌دهد (بلک ریشنان و فکس، ۱۹۹۳).

## ۲-۱-۲- ارتباط مثبت بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها

### الف) از دیدگاه تئوری هزینه نمایندگی

تئوری هزینه نمایندگی این ایده را مطرح می‌کند که منافع مدیران شرکت و سهامداران به‌طور کامل با هم هماهنگ نیست. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) که بر اهمیت هزینه نمایندگی صاحبان سهام تأکید داشتند، بیان می‌دارند که این مسئله از جدایی مالکیت از مدیریت نشئت می‌گیرد؛ به گونه‌ای که مدیران تمایل دارند اهداف شخصی خود را در مقایسه با ارزش شرکت پیشینه کنند. این تضاد ممکن است در وضعیتی ایجاد شود که مدیران انگیزه دارند ریسک زیادی را بپذیرند و در نتیجه، بخشی از این ریسک به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری شرکت منتقل می‌شود. از طرفی براساس تئوری جریان نقدی آزاد، نرخ‌های بالای بدهی ممکن است، همچون وسیله‌ای انضباطی عمل کند و از طریق تهدید به ورشکستگی یا فشار در به‌دست آوردن جریان‌های نقدی لازم برای ارائه خدمات مربوط به بدهی از اتلاف جریان نقدی جلوگیری کند. در این وضعیت بدهی تأثیر

مثبتی بر عملکرد و ارزش شرکت دارد (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶).

### ب) از دیدگاه مالیات پذیر بودن بدهی

به دلیل مالیات پذیر بودن بدهی، بدهی می تواند عملکرد شرکت را بهبود بخشد؛ زیرا بخشی از هزینه سرمایه از سهامداران به دولت منتقل می شود (لباتکین و چاتر جی<sup>۱</sup>، ۱۹۹۴).

بریگهام و گاپنسکی (۱۹۹۶) بیان داشتند، ساختار سرمایه بهینه شرکت زمانی می تواند حاصل شود که منافع مالیاتی به دست آمده از طریق افزایش سطح بدهی، برابر با هزینه های ورشکستگی باشد. آنان پیشنهاد می کنند، مدیران یک شرکت باید توانایی شناسایی ساختار سرمایه بهینه شرکت را داشته باشند و بکشند تا این سطح از ساختار سرمایه حفظ شود. در این صورت هزینه های تأمین مالی و هزینه نهایی سرمایه (WACC) به حداقل خود می رسد و در نتیجه، ارزش شرکت و عملکرد آن افزایش می یابد (اناولاپو و کاجولا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰).

### ۲-۲- رابطه استراتژی های کسب و کار و ساختار سرمایه

بر اساس نظر پورتر (۱۹۸۵) یک شرکت ممکن است به صورت یک تولید کننده با هزینه پایین در صنعت رقابت کند (استراتژی رهبری هزینه) یا با تولید کالاهای منحصر به فردی که از نظر کیفیت، ویژگی های فیزیکی یا خدمات مرتبط با محصول در مقایسه با تولیدات سایر رقبا متمایزند، به رقابت بپردازد (پورتر، ۱۹۹۶).

شرکت هایی که استراتژی رهبری هزینه را دنبال می کنند، با توجه به نظارت اعتبار دهندگان بر شرکت، از کارایی مدیریتی که از طریق به کارگیری اهرم ایجاد می شود، بیشتر از شرکت های تمایز محصول منتفع می شوند (چردن و همکاران، ۱۹۹۸). براساس نظر جنسن (۱۹۸۶) نظارت بر شرکت از طریق اعتبار دهندگان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را از طریق کاهش منابع مالی در دسترس کاهش می دهد (جنسن، ۱۹۸۶).

در زمینه شرکت هایی با استراتژی تمایز، که به شدت تمایل دارند به منظور افزایش قابلیت نوآوری و افزایش توانایی رقابت با ابداعات رقبا در فعالیتهای تحقیق و توسعه سرمایه گذاری کنند، محدودیت های بدهی فزاینده و الزامات مربوط به برآوردن قراردادهای بدهی، مانع از خلاقیت و نوآوری مدیران می شود؛ زیرا این ابداعات برای حفظ مزیت رقابتی برای شرکت های با استراتژی تمایز الزامی است (میلر، ۱۹۸۷). شرکت های با استراتژی تمایز با عدم قطعیت بالایی روبه رو هستند؛ چرا که باید تأکید فزاینده ای در فعالیتهای نوآورانه داشته باشند که آن نیز نیازمند

1. Lubatkin & Chatterjee  
2. Onalapo & Kajola

درگیری در فعالیتهای پرریسک است و این مسئله برای این دسته از شرکتها بسیار نامطلوب است تا میزان بالایی از بدهی را به کار گیرند (ابرین، ۲۰۰۳).

### ۲-۳- رابطه رقابت بازار محصول و ساختار سرمایه

مطالعات اخیر نشان داده است، افزون بر عوامل داخلی شرکت، عوامل خارج از مرزهای شرکت همچون شرایط ساختار بازار، وضعیت رقابت و فعالیت رقبای نیز می تواند تصمیمات مالی یک شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. شرکتها براساس نظریه مسئولیت محدود با افزایش رقابت تمایل پیدا می کنند تا برای به دست آوردن یک مزیت استراتژیک به یک رفتار تهاجمی در بازار محصول متعهد باشند؛ در نتیجه، از بدهی بیشتری استفاده می کنند (استایتیه و رودریگوز، ۲۰۰۶)؛ اما براساس نظریه براندازی با افزایش رقابت بازار، یک شرکت با بدهی بالا در معرض تهدید و براندازی توسط یک شرکت با بدهی پایین قرار می گیرد. بنابراین، شرکتها تمایل دارند تا سطوح بدهی را کاهش دهند (گانی و همکاران، ۲۰۱۱).

براساس یافته های اوپلر و تیمن (۱۹۹۴)، شرکت هایی که از نظر مالی قوی هستند (با اهرم پایین<sup>۳</sup>) برای خارج کردن رقبای آسیب پذیر (با اهرم بالا) ممکن است به طور تهاجمی<sup>۴</sup> محصولاتشان را تبلیغ و قیمت گذاری کنند. بدین ترتیب، شرکت های با اهرم بالا زیان های بزرگ تری را متحمل می شوند و انگیزه رقبای در بازارهای محصول متمرکزتر<sup>۵</sup> بیشتر می شود؛ زیرا در چنین بازارهایی منافع بیشتری از به کارگیری چنین استراتژی هایی حاصل می شود. بنابراین، می توان انتظار داشت که شرکت های دوراندیش فعال در بازارهای متمرکز برای کاهش ریسک رفتار تهاجمی از سطوح پایین تری از بدهی استفاده کنند.

در یک بازار رقابتی شرکت های رقیب بدون اهرم یا با اهرم پایین به وسیله افزایش در تولیدات و پایین آوردن قیمت، رقابت را تشدید خواهند کرد؛ اما اگر شرکت های با اهرم بالا برای تطبیق با رقابت به استقراض ادامه دهند، شاید با تنگناهای مالی و ورشکستگی مواجه شوند. این اثر در یک بازار رقابتی بیشتر از یک بازار انحصاری چندجانبه یا انحصار کامل بیان می شود. بنابراین، نظریه سلسله مراتبی و عدم تقارن اطلاعات، رابطه ای منفی بین ساختار سرمایه و ساختار بازار پیش بینی می کنند (لوئیس، ۲۰۰۸).

---

1. Istitieh & Rodriguez  
 2. Guney et al.  
 3. Un leveraged Firm  
 4. Aggressive  
 5. Concentrated

## ۲-۴- پیشینه پژوهش

### الف) پژوهش‌های داخلی

نیکبخت و پیکانی (۱۳۸۹) رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد را بررسی کردند. آنان در این پژوهش، که از معیارهایی چون بازده سرمایه‌گذاری و بازده حقوق صاحبان سهام به منظور ارزیابی عملکرد شرکت‌ها استفاده کردند، به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی رابطه معنادار و همبستگی چندگانه‌ای وجود دارد؛ اما این همبستگی در زمینه بازده دارایی‌ها قوی‌تر است.

خدای پور و اسماعیلی (۱۳۸۹) رابطه ارزش تغییرات اهرم مالی را در تبیین عملکرد عملیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد، تغییرات اهرم مالی اطلاعاتی فراتر از آنچه از طریق معیارهای سنتی در دسترس قرار می‌گیرد، فراهم می‌کند. براساس یافته‌ها، تغییرات اهرم مالی در تبیین عملکرد عملیاتی دوره جاری رابطه ارزشی و قدرت توضیح‌دهندگی دارد.

لهراسبی (۱۳۸۹) تأثیر استراتژی مدیریت هزینه و تمایز محصول را بر عملکرد مالی بلندمدت شرکت‌ها بررسی کرد. آزمون فرضیه‌ها نشان داد، اعمال استراتژی مدیریت هزینه به دلیل آسانی در تقلید بلندمدت رقبا از روش‌های آن به عملکرد مالی بادوام منجر نخواهد شد، اما استراتژی تمایز به دلیل آنکه به سرعت قابل تقلید نیست، به عملکرد مالی بادوام می‌انجامد.

ستایش و کارگر فردجهرمی (۱۳۹۰) تأثیر رقابت بازار محصول را بر ساختار سرمایه شرکت‌ها بررسی کردند. یافته‌ها نشان می‌دهد، با استفاده از شاخص‌های کیوتوین و هرfindal - هیرشمن به عنوان شاخص اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول رابطه مثبت و معناداری بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد؛ اما در حالت استفاده از شاخص نسبت تمرکز ۴ بنگاه، شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین رقابت در بازار محصول و ساختار سرمایه یافت نشد.

### ب) پژوهش‌های خارجی

دراوهوزال<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) رابطه ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌های فعال را در صنعت انرژی کشور چک بررسی کرد. نتایج نشان داد که این شرکت‌ها کمتر به تأمین مالی از طریق استقراض از منابع بیرونی شرکت می‌پردازند و به همین دلیل عملکرد آنها از عملکردی که می‌توانند با ساختار سرمایه مطلوب به دست آورند، پایین‌تر است.

جرمیاس (۲۰۰۸) آثار شدت رقابت و استراتژی‌های کسب و کار را بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها بررسی کرد. نتایج نشان می‌دهد، اهرم به‌طور منفی با عملکرد در ارتباط است. افزون‌بر آن، شدت رقابت اثر منفی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها دارد. همچنین، رابطه بین اهرم مالی و عملکرد برای شرکت‌های با استراتژی تمایز محصول در مقایسه با شرکت‌های با استراتژی رهبری هزینه منفی‌تر بوده است.

گانی و همکاران (۲۰۱۱) رابطه بین رقابت بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت‌های چینی را بررسی کردند. آنان به این نتیجه دست یافتند که تفاوت معناداری در سطح نسبت بدهی و نیز رقابت بازار محصول در میان صنایع مختلف وجود دارد. همچنین، دریافتند که رابطه بین رقابت و شیوه‌های تأمین مالی، غیرخطی (سهمی شکل یا مکعب) است و به سه عامل صنعت، اندازه شرکت و موقعیت‌های رشد شرکت بستگی دارد.

کنزالز (۲۰۱۳) تأثیر اهرم را بر عملکرد عملیاتی شرکت در بین ۱۰۳۲۷ شرکت در ۳۹ کشور جهان بررسی کرد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، در شرایط بحران اقتصادی، استفاده بالاتر از اهرم، موجب کاهش در سود عملیاتی شرکت‌ها می‌شود. افزون‌بر این، هزینه‌های مالی غیرمستقیم فشارهای مالی، بیشتر از منافع کنترلی بدهی بوده است. این نتایج در شرایط متفاوت قانونی، ساختار مالی و درجه توسعه‌یافتگی شرکت‌ها متفاوت بوده است.

فوسو (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان «رقابت بازار محصول، اهرم و عملکرد»، به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد مالی شرکت‌ها پرداخت. او در پژوهش خود که از اطلاعات مالی مربوط به ۲۵۷ شرکت فعال تولیدی در کشور آفریقای جنوبی استفاده کرد، به این نتیجه دست یافت که اهرم مالی تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد؛ افزون‌بر این، رقابت بازار محصول تأثیر عملکردی اهرم را افزایش می‌دهد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه‌های مربوط به تأثیر اهرم مالی بر عملکرد مالی:
  - ۱- اهرم مالی بر نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت تأثیر دارد.
  - ۲- اهرم مالی بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت تأثیر دارد.
- فرضیه‌های مربوط به تأثیر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی:
  - ۳- رقابت در بازار محصول بر رابطه بین اهرم مالی و نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها تأثیر دارد.
  - ۴- رقابت در بازار محصول بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها تأثیر دارد.



- فرضیه‌های مربوط به تأثیر استراتژی کسب و کار بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی:
- ۵- استراتژی کسب و کار شرکت بر رابطه بین اهرم مالی و نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها تأثیر دارد.
- ۶- استراتژی کسب و کار شرکت بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها تأثیر دارد.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی است. در این مطالعه به علت نوع داده‌های مطالعه شده، روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. اطلاعات مورد نیاز برای نگارش ادبیات پژوهش به روش کتابخانه‌ای از طریق مطالعه کتب و مقالات و جست‌وجوهای اینترنتی است؛ اطلاعات مالی مورد نیاز به منظور سنجش فرضیه‌های پژوهش از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها، نرم‌افزار تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین و همچنین، سایت بورس اوراق بهادار جمع‌آوری شده‌اند. به منظور دسته‌بندی شرکت‌های مطالعه شده از نظر استراتژی کسب و کار از نرم‌افزار SPSS20 استفاده شده است. افزون‌براین، به منظور گردآوری داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز، از نرم‌افزار Excel و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Stata نسخه ۱۱ استفاده شده است.

برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده شده است؛ این مدل‌ها براساس مدل رگرسیونی است که جرمیاس (۲۰۰۸) در پژوهش خود از آن استفاده کرده است. از آنجایی که در این پژوهش برای سنجش عملکرد مالی شرکت‌ها از دو شاخص استفاده شده است، بنابراین دو مدل رگرسیونی ارائه شده است.

$$M/B_{it} = y_0 + y_1 STRA_{it} + y_2 Q_{it} + y_3 LEV_{it} + y_4 STRA_{it} * Lev_{it} + y_5 Q_{it} * Lev_{it} + y_6 SIZE_{it} + y_7 INSTOWN_{it} + \epsilon_{it}$$

$$EVA_{it} = y_0 + y_1 STRA_{it} + y_2 Q_{it} + y_3 LEV_{it} + y_4 STRA_{it} * Lev_{it} + y_5 Q_{it} * Lev_{it} + y_6 SIZE_{it} + y_7 INSTOWN_{it} + \epsilon_{it}$$

با توجه به اطلاعات منعکس شده در جدول ۱، متغیرهای استفاده شده در پژوهش آمده است و در جدول ۲، نحوه عملیاتی شدن این متغیرها بیان شده است.

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی شش ساله (۱۳۸۵-۱۳۹۰) است که از ویژگی‌های زیر برخوردار باشند:

الف) به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ و بانک‌ها،

- شرکت‌های تولیدی جامعه آماری این پژوهش در نظر گرفته شدند.
- (ب) شرکت‌های عضو جامعه باید قبل از سال ۱۳۸۴، در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۴، سهام آن‌ها در بورس معامله شود.
- (ج) سهام این شرکت‌ها باید در طول این سال‌ها (۱۳۸۴-۱۳۹۰) در بورس فعال باشد و در صورت وقفه، طول وقفه نباید بیشتر از سه ماه باشد.
- (د) به منظور امکان مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه بوده باشد و نباید در فاصله سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ تغییر سال مالی داده باشند.
- (ه) صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آن‌ها قابل دسترس باشد.
- با توجه به در دسترس بودن جامعه آماری در این پژوهش، نمونه آماری با جامعه آماری برابر است که تعداد این شرکت‌ها ۹۵ شرکت تولیدی است.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

به منظور تعیین روش استفاده شده برای آزمون فرضیه‌ها ابتدا باید آزمون F لیمر انجام گیرد تا مشخص شود که باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود یا از روش داده‌های تلفیقی و پس از آن باید به منظور بررسی حالت‌های مختلف داده‌های تابلویی از آزمون هاسمن استفاده شود. با توجه به نتایج منعکس شده در جدول ۳، سطح معناداری برای F لیمر ۰.۰۰۰۰ است ( $P > 0.05$ )، در نتیجه، برای آزمون مدل اول باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. در ادامه برای بررسی حالت‌های داده‌های تابلویی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

سطح معناداری برآورد شده برای آزمون هاسمن، ۰.۰۰۰۰ است که نشان می‌دهد، فرض آثار تصادفی رد شده و فرض مقابل آن (آثار ثابت) پذیرفته می‌شود.

جدول ۱: تعریف متغیرهای پژوهش

LEV <sub>it</sub>	علامت اختصاری	ساختار سرمایه		مستقل	روش پژوهش
M/B <sub>it</sub>		ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها	عملکرد مالی شرکت‌ها	وابسته	
EVA <sub>it</sub>					
Q <sub>it</sub>		رقابت بازار محصول		تعدیلگر	
STRA <sub>it</sub>		استراتژی کسب و کار		کنترلی	
INSTOWN <sub>it</sub>		درصد مالکیت سهامداران نهادی			
Size <sub>it</sub>		اندازه شرکت			

جدول ۲: تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

$LEV_{it} = \frac{\text{بدهی}}{\text{دارایی}}$
$M/B_{it} = \frac{\text{(قیمت سهام در پایان سال * تعداد سهام عادی منشر شده)}}{\text{ارزش دفتری دارایی‌ها}}$ <p>(جرمیس، ۲۰۰۸)</p>
$Q_{it} = \frac{\text{کل بدهی به ارزش دفتری} + \text{کل سهام به ارزش بازار}}{\text{کل دارایی به ارزش دفتری}}$ <p>هرچه مقدار شاخص کیوتوین بیشتر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و رقابت کمتر در صنعت است و بالعکس (ستایش و کارگر فردجهرمی، ۱۳۹۰).</p>
<p><math>EVA_{it}</math> = سود خالص عملیاتی پس از مالیات در سال <math>t</math> - (میانگین موزون هزینه سرمایه * سرمایه به کار گرفته شده در ابتدای سال <math>t</math>)</p> <p>سود خالص عملیاتی پس از مالیات در سال <math>t</math> = سود عملیاتی در سال <math>t</math> - مالیات در سال <math>t</math> - تغییرات در تعدیلات سرمایه</p> <p>سرمایه به کار گرفته شده در ابتدای سال <math>t</math> = (ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در سال <math>t-1</math>) + (ارزش دفتری کل بدهی‌های بهره‌دار در سال <math>t-1</math>) + (تعدیلات سرمایه در سال <math>t-1</math>)</p> <p>تعدیلات سرمایه = ذخیره کاهش ارزش موجودی‌ها + ذخیره هزینه‌های معوق + ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان + ذخیره مطالبات مشکوک‌الوصول + ذخیره کاهش ارزش سرمایه‌گذاری‌ها + هزینه تبلیغات (رضایی پندری، ۱۳۸۴).</p>
<p><math>STRA_{it}</math> در این پژوهش، براساس رویکرد تحلیل خوشه‌ای سلسله‌مراتبی سینگ و آگروال<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) و بر مبنای دو متغیر کارایی استفاده از دارایی‌ها و توانایی کسب حاشیه سود، شرکت‌ها به دو دسته رهبری هزینه و تمایز محصول تقسیم شده‌اند. از آنجایی که شرکت‌های با استراتژی رهبری هزینه، تمایل دارند تا در صنعت مربوط به خود کمترین هزینه را داشته باشند، معیار کارایی استفاده از دارایی برای این شرکت‌ها اهمیت بیشتری دارد. از طرف دیگر، شرکت‌های با استراتژی تمایز با توجه به اینکه محصولات و خدمات متمایز را به مشتریان عرضه می‌دارند، این توانایی را دارند تا از مشتریان خود حاشیه سود بیشتری مطالبه کنند؛ بنابراین، از نظر معیار توانایی کسب حاشیه سود، در مقایسه با شرکت‌های با استراتژی رهبری هزینه از نسبت بالاتری برخوردارند (لین، ۱۹۹۴).</p> <p>نسبت کارایی استفاده از دارایی‌ها = <math>\frac{\text{فروش}}{\text{دارایی}}</math></p> <p>توانایی کسب حاشیه سود = <math>\frac{\text{سود ناخالص}}{\text{فروش}}</math></p> <p>در این پژوهش شرکت‌های دارای استراتژی رهبری هزینه با کد یک و شرکت‌های با استراتژی تمایز با کد صفر مشخص شدند (جرمیس، ۲۰۰۸).</p>
<p><math>\log = \text{Size}_{it}</math> (دارایی‌های شرکت) (میرزایی، ۱۳۹۰)</p>
<p><math>INSTOWN_{it}</math> = نسبت تعداد سهام سرمایه‌گذاران نهادی به کل سهام عادی شرکت <math>i</math> در سال <math>t</math></p>

جدول ۳: اطلاعات مربوط به تعیین روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های مدل اول

نوع آزمون	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
F لیمر	۱۱/۲۰	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۲۶/۸۵	۰/۰۰۰۴	آثار ثابت

جدول ۴: نتایج حاصل از تخمین مدل اول به روش آثار ثابت

متغیر	برآورد ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
STR <sub>it</sub>	-۰/۴۴۷۳	۰/۱۹۶۳	-۲/۲۸	۰/۰۲۳
Q <sub>it</sub>	۱/۶۸۲۷	۰/۰۶۹۶	۲۴/۱۷	۰/۰۰۰
LEV <sub>it</sub>	-۰/۶۳۶۲	۰/۰۴۰۵	-۱۵/۷۰	۰/۰۰۰
STR <sub>it</sub> *LEV <sub>it</sub>	-۰/۵۵۲۶	۰/۳۴۹۸	-۱/۵۸	۰/۱۱۵
Q <sub>it</sub> *LEV <sub>it</sub>	۰/۱۹۱۱	۰/۰۴۸۶	۳/۹۳	۰/۰۰۰
SIZE <sub>it</sub>	-۰/۱۷۹۱	۰/۰۳۰۴	-۵/۲۶	۰/۰۰۰
INSTOWN <sub>it</sub>	-۰/۱۹۵۶	۰/۱۱۳۰	-۱/۷۳	۰/۰۸۴
CONS	۱/۱۰۱	۰/۴۶۲۹	۲/۳۸	۰/۰۱۸

آماره F (احتمال): ۱۹۴/۰۱ (۰/۰۰۰) ضریب تعیین (R<sup>2</sup>): ۰/۷۴

با توجه به نتایج منعکس شده در جدول ۴، اهرم مالی شرکت‌ها بر نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأثیر منفی دارد ( $p < ۰.۰۵$  و آماره  $t = ۱۵/۷۰$ ) در نتیجه، با افزایش بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها به عنوان معیار سنجش عملکرد مالی شرکت‌ها کاهش می‌یابد. این نتیجه مطابق با نتایج سیمرلی و لی (۲۰۰۰)، جرمیاس (۲۰۰۸)، علی‌شاه (۲۰۱۱) است و نیز مطابق با این نظریه است که افزایش بدهی‌ها تأثیر اعتباردهندگان را بر شرکت از طریق قراردادهای بدهی افزایش می‌دهد که این مسئله می‌تواند انتخاب‌های مدیران را محدود کند و در نتیجه، مانع از توانایی مدیریت مؤثر یک شرکت می‌شود؛ این تأثیر ممکن است بقای طولانی مدت شرکت را به خطر بیندازد. از طرفی، تأمین مالی از طریق بدهی ریسک‌گریزی مدیران را افزایش می‌دهد و تمایل آنان را به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پُریسک را کاهش می‌دهد و در نتیجه بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر منفی دارد.

فوسو (۲۰۱۳) در بررسی خود به این نتیجه دست یافت که اهرم تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد و رقابت در بازار محصول، تأثیر عملکردی اهرم را افزایش می‌دهد. در صورتی که پژوهش حاضر به نتیجه‌ای عکس آن پژوهش دست یافته است.

در زمینه تحلیل تأثیر رقابت بازار محصول بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی، باید تأثیر تعاملی اهرم

مالی و رقابت بازار محصول بر عملکرد مالی را بررسی کرد. با توجه به احتمال برآورد شده برای متغیر  $LEV_{it} * Q_{it}$  (تأثیر تعاملی اهرم مالی و رقابت بازار محصول) که برابر با ۰/۰۰۰ است، می توان به این نتیجه دست یافت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، رقابت در بازار محصول بر رابطه بین اهرم مالی و نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی ها تأثیر دارد و با توجه به مقدار آماره آزمون برآورد شده برای این متغیر، که برابر با ۳/۹۳ است، این تأثیر مثبت و معنادار است.

با توجه به اینکه هرچه مقدار شاخص کیوتوین ( $Q_{it}$ ) بیشتر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و رقابت کمتر در صنعت است؛ در نتیجه، هرچه میزان تمرکز در بازار محصول بیشتر باشد (رقابت کمتر باشد) منافع حاصل از به کارگیری اهرم افزایش می یابد یا به عبارتی، هرچه میزان رقابت در بازار کمتر باشد، تأثیر منفی اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها کاهش می یابد.

در زمینه تأثیر رقابت بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت ها نتایج نشان می دهد که با افزایش درجه تمرکز بازار (قدرت بازار) که رقابت کمتری بین شرکت ها وجود دارد، منافع حاصل از به کارگیری اهرم افزایش می یابد و به عبارت دیگر، تأثیر منفی اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت ها با افزایش درجه تمرکز بازار کمتر خواهد بود و منافع حاصل از به کارگیری اهرم مالی در بازارهای متمرکز بیشتر از بازارهای رقابتی است. افزون بر این، جرمیس (۲۰۰۸) در بررسی خود به این نتیجه دست یافت که با افزایش رقابت در بازار محصول منافع حاصل از به کارگیری اهرم کاهش می یابد و پژوهش حاضر نیز به همین نتیجه دست یافته است.

با توجه به ضریب  $LEV_{it} * STRA_{it}$  (تأثیر تعاملی استراتژی رهبری هزینه و اهرم مالی) که برابر با ۰/۵۵۲۶- در سطح اطمینان ۹۰ درصد منفی و معنادار است ( $p < 0/10$ ) و این مسئله نشان از این دارد که نوع استراتژی کسب و کار رهبری هزینه بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی تأثیر گذار است و این تأثیر به صورت منفی است؛ در نتیجه، با حرکت از استراتژی یک به استراتژی صفر، میزان تأثیر اهرم مالی بر عملکرد مالی (نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی ها) تغییر خواهد کرد و در نتیجه، منافع حاصل از به کارگیری اهرم مالی برای شرکت های با استراتژی رهبری هزینه کمتر از شرکت های با استراتژی تمایز است.

در زمینه تأثیر استراتژی کسب و کار بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت ها، آزمون فرضیه ها نشان می دهد، در صورت استفاده از نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی ها منافع حاصل از به کارگیری اهرم مالی برای شرکت های با استراتژی رهبری هزینه کمتر از شرکت های با استراتژی تمایز است. در پژوهش جرمیس (۲۰۰۸) نشان داده شد که منافع حاصل از به کارگیری اهرم برای شرکت های با استراتژی رهبری هزینه بیشتر از شرکت های با استراتژی تمایز بوده است که برخلاف نتایج این پژوهش است.

آماره  $F$  با (احتمال): ۱۹۴/۰۱ (۰/۰۰۰) نشان می دهد، مدل اعتبار بالایی دارد و ضریب تعیین ( $R^2$ ) برابر با ۰/۷۴ است که نشان می دهد، ۷۴ درصد تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل تبیین می شود.

جدول ۵: اطلاعات مربوط به تعیین روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های مدل دوم

نوع آزمون	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
F لیمر	۳.۷۱	۰.۰۰۰۰	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۹.۷۲	۰.۲۰۵۰	آثار تصادفی

با توجه به نتایج منعکس شده در جدول ۵ برای آزمون مدل دوم باید از روش داده‌های تابلویی با آثار تصادفی استفاده کرد.

جدول ۶: نتایج حاصل از تخمین مدل دوم به روش آثار تصادفی

متغیر	برآورد ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	احتمال
STRA <sub>it</sub>	-۰/۳۶۳۰	۰/۶۱۷۶	-۰/۵۹	۰/۵۵۷
Q <sub>it</sub>	-۰/۰۲۰۱	۰/۰۳۵۷	-۰/۵۶	۰/۵۷۲
LEV <sub>it</sub>	-۰/۷۲۶۲	۰/۱۰۹۵	-۶/۶۳	۰/۰۰۰
STRA <sub>it</sub> *LEV <sub>it</sub>	۰/۸۷۰۴	۰/۹۵۴۳	۰/۹۱	۰/۳۶۲
Q <sub>it</sub> *LEV <sub>it</sub>	-۰/۰۰۴۵	۰/۰۰۹۸	-۰/۴۶	۰/۶۴۴
SIZE <sub>it</sub>	۰/۰۱۲۶	۰/۰۱۹۴	۰/۶۵	۰/۵۱۶
INSTOWN <sub>it</sub>	-۰/۰۵۲۱	۰/۱۰۸۹	-۰/۴۸	۰/۶۳۲
CONS	۰/۳۴۴۳	۰/۲۷۹۴	۱/۲۳	۰/۲۱۸

آماره والد (احتمال): ۱۰۹.۶۱ (۰.۰۰۰) ضریب تعیین (R<sup>2</sup>): ۰/۱۰

با توجه به نتایج منعکس شده در جدول ۶، اهرم مالی در سطح اطمینان ۹۵ درصد بر ارزش افزوده اقتصادی تأثیر دارد ( $p > 0.05$ ) و از آنجایی که آماره Z برآورد شده برای این متغیر به صورت منفی است ( $Z = -6.63$ )، بنابراین افزایش بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها بر ارزش افزوده اقتصادی تأثیر منفی دارد.

احتمال برآورد شده در زمینه متغیر  $Q_{it} * LEV_{it}$  برابر با ۰/۶۴۴ است که از ۰/۰۵ بزرگ‌تر است و نشان از این دارد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد رقابت بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها تأثیر ندارد. احتمال برآورد شده در مورد متغیر  $STRA_{it} * LEV_{it}$  برابر با ۰/۳۶۲ بوده و چون از ۰/۰۵ بزرگ‌تر است، نشان از این دارد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد استراتژی کسب و کار بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش افزوده اقتصادی تأثیر گذار نیست؛ بنابراین، فرضیه مربوطه رد می‌شود.

آماره Wald با احتمال صفر برابر با ۱۰۹.۶۱ است که نشان می‌دهد، مدل از اعتبار بالایی برخوردار

است. ضریب تعیین این مدل برابر با ۱۰ درصد است که نشان می‌دهد، ۱۰ درصد تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

## ۵- بحث و نتیجه‌گیری

### ۵-۱- نتایج پژوهش

الف) اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیر منفی دارد.

ب) رقابت بازار محصول بر رابطه بین اهرم مالی و نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها تأثیر دارد؛ به نحوی که با افزایش درجه تمرکز بازار (قدرت بازار) که رقابت کمتری بین شرکت‌ها وجود دارد، منافع حاصل از به کارگیری اهرم افزایش می‌یابد و به عبارت دیگر، تأثیر منفی اهرم مالی بر این معیار سنجش عملکرد مالی، با افزایش درجه تمرکز بازار کمتر خواهد بود و منافع حاصل از به کارگیری اهرم مالی در بازارهای متمرکز بیشتر از بازارهای رقابتی است.

ج) تأثیر اهرم مالی بر عملکرد مالی (نسبت ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها) با توجه به نوع استراتژی کسب و کار شرکت‌ها تغییر خواهد کرد؛ به گونه‌ای که منافع حاصل از به کارگیری اهرم مالی برای شرکت‌های با استراتژی رهبری هزینه کمتر از شرکت‌های با استراتژی تمایز است. د) به رغم تأثیر منفی اهرم مالی بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها، درجه رقابت در بازار محصول نوع استراتژی کسب و کار شرکت‌ها بر این رابطه تأثیرگذار نیست.

### ۵-۲- پیشنهادهای مبتنی بر یافته‌های پژوهش

الف) با توجه به نتایج به دست آمده از این پژوهش، اهرم مالی تأثیر منفی بر عملکرد شرکت‌ها دارد. به عبارتی، افزایش میزان بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها بر ارزش بازاری سهام شرکت‌ها تأثیر منفی دارد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌گیری‌های مربوط به ساختار سرمایه، به این مسئله توجه داشته باشند تا تصمیماتی اتخاذ کنند که باعث بهبود عملکرد شرکت و افزایش ثروت سهامداران شود.

ب) با توجه به اینکه شاخص‌هایی چون ارزش افزوده اقتصادی به میزان زیادی از ساختار سرمایه تأثیر می‌پذیرد، پیشنهاد می‌شود که مدیران شرکت‌ها در تصمیم‌گیری‌های مالی خود از مدل‌های مبتنی بر بازار استفاده کنند و هزینه خاص سرمایه منابع مختلف را مدنظر داشته باشند.

ج) ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌تواند بر ارزش بازاری شرکت‌ها تأثیر داشته باشد و این تأثیرگذاری می‌تواند از طریق برخی از متغیرهای تعدیلی، نظیر رقابت بازار محصول و استراتژی کسب و کار تعدیل شود؛ بنابراین، به شرکت‌ها توصیه می‌شود هنگام اتخاذ تصمیمات مربوط به تأمین مالی به

محیط عملیاتی خود، نظیر رقابت بازار محصول و استراتژی کسب و کار نیز توجه داشته باشند.

### ۵-۳- پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی

الف) اگرچه نتایج حاصله تأثیرات شدت رقابت و استراتژی کسب و کار شرکت ها را بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد نشان می دهد، نحوه تعریف شاخص های تحلیل عملکرد نیز می تواند بر این رابطه مؤثر باشد. بنابراین، پیشنهاد می شود در مطالعات آتی شاخص های دیگر عملکرد نیز بررسی شود.

ب) با توجه به اینکه ممکن است نسبت های تمرکز، معرف خوبی برای رقابت در بازار نباشند، بنابراین توصیه می شود در پژوهش های آتی سایر شاخص های سنجش رقابت نیز به کار گرفته شوند.





## منابع و مآخذ

۱. خدایمی پور، احمد و اسماعیلی، آزاده. (۱۳۸۹). «رابطه ارزش تغییرات اهرم مالی در تعیین عملکرد عملیاتی شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران». *دانش حسابداری*، شماره ۶، ۶۵-۹۱.
۲. ستایش، محمدحسین و کارگر فرد جهرمی، محدثه. (۱۳۹۰). «بررسی رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه». *فصلنامه پژوهشی تجربی حسابداری مالی*، شماره ۱، ۹-۳۱.
۳. لهراسبی، حمیدرضا. (۱۳۸۹). «رابطه تأثیر استراتژی مدیریت هزینه و تمایز محصول بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت.
۴. رضایی-پندری، اکبر. (۱۳۸۴). «رابطه ارزش افزوده اقتصادی و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان.
۵. میرزایی، منوچهر. (۱۳۹۰). «تأثیر محافظه کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه اصفهان دانشکده علوم اداری و اقتصاد.
۶. نوروش، ایرج و دیانتی دیلمی، زهرا. (۱۳۸۳). *مدیریت مالی*، جلد اول، تهران: چاپ و انتشارات دانشگاه تهران.
۷. نیکبخت، محمدرضا و پیکانی، محسن. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیار حسابداری ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *تحقیقات مالی*، دوره ۱۱، شماره ۲۸، ۸۹-۱۰۴.
8. Ali Shah, S.Z. & Ali Butt, S. (2011). "Impact of leverage on performance of firms: Evidence from Pakistan" , The Business Review Cambridge, Vol. 19, pp: 187-194.
9. Balakrishnane, S., & Fox, I., (1993). "Asset specificity , firm heterogeneity and financial leverage", Strategic Management Journal, vol 14(1), pp:3-16.
10. Campello, M. (2003). "Capital structure and product market interaction: Evidence from business cycles", Journal of Financial Economics, Vol. 68, pp: 353-378.
11. Drahovzal, o., (2006). " Company Value , Real Options and Financial Leverage", Acta Polytechnic, Vol 46, No . 1 , pp . 21-23.

12. Fosu, s., (2013), "Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, xxx ,PP: 1–12.
13. González, V.M. (2013). "Leverage and corporate performance: International evidence", *International Review of Economics and Finance*, Vol 25, PP. 169–184.
14. Guney, Y., Li, L. & Fairchild, R. (2011). "The relationship between product market competition and capital structure in Chines listed firms", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 20, pp: 41-51.
15. Istitieh, A., & Rodriguez, J.M., (2006) "Factor- Product Markets and Firm's Capital Structure: A Literature Review", *Review of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 49-75.
16. Jensen, M. G. & Meckling , W. H. (1976 (. " Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and OwnerShip Structure ", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue4, pp.. 305- 360.
17. Jermias, J. (2008). "The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance", *The British Accounting Review*, Vol. 40, pp: 71-86.
18. Jordan, J., Lowe, J., & Taylor, P. (1998). "Strategy and Financial Policy in UK Small Firm", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25, pp: 1- 27.
19. Lynn, T.A., (1994). Learning from Comptition, *Journal of Accountancy* February , pp:43-46.
20. Lousuth , S., (2008) . the Strategic use of Corporate Debt Under Product market competition , Theory and evidence . A thesis Submitted to the degree of Doctor of Philosophy University of Bath School of Management
21. Lubatkin, M., & Chatterjee, S., (1994). "Extending modern portfolio theory into the domain of corporate diversification: dose it apply?", *Academy of Management Journal* , V(37), pp.109- 136.
22. Margariti, D., & Psillaki, M, (2010), " Capital structure, equity ownership and firm performance", *Journal of Banking & Finance*, Vol 34, PP. 621–632.
23. Miller, D., (1987). "The structural and environmental correlates of

- business strategy" , Strategic Management Journal, Vol 8, pp: 55- 76.
24. Myers, S., (1977). "Determinants of corporate borrowing" , Journal of Financial Economics, vol 5, PP. 147-175.
25. O' Brien, J.P. (2003). " The financial leverage implications of pursuing a strategy of innovation" , Strategic Management Journal, Vol. 24, pp: 415-431.
26. Onaolapo, Adekunle A , Kajola Sunday, O., (2010), "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Vol 25, PP: 70- 82.
27. Pandey , I.m. (2004) . "Capital Structure , Profitability and Market Structure: Evidence From Malasia", Asia Pacific Journal of Economics and Business, 8(2), pp: 78- 91.
28. Porter, M.E., (1996), " What is Strategy". Harvard Business Review, November – December. pp: 61-79.
29. Rathinasami , R . S., Krishnaswamy , C.R. & Mantripragada , K . G.(2000) . Capital Structure and Product Market Interaction , an International Perspective . Global Business and Finance Review , 5(2) , PP: 51- 63.
30. Salim, M., & Yadav, R. (2012). "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies", Procedia - Social and Behavioral Sciences , Vol 65 , pp. 156 – 166.
31. Telser, L., (1966). " Cutthroat competition and the long purse". Journal of Law and Economics 9, 259–277.
32. Tsamenyi. M., Sahadev, S. & Shi Qiao, Zh. (2011), " The relationship between business strategy, management control systems and performance: Evidence from China", Advances in Accounting, Vol. 27, pp: 193-203.
33. Wet, J. & Hall, JH. (2004). " The relationship between EVA, MVA and leverage", Meditari Accountancy Research, Vol. 12, No. 1. PP. 39- 59.