



## The Effect of investors' divergence of opinions on the speed of adjusting the financial leverage towards the optimal leverage

Mahdi Salehi<sup>1</sup>, Vahab Rostami<sup>2\*</sup>, Hamed Kargar<sup>3</sup>

1. Professor of Accounting, Ferdowsi University of Mashhad, Mashhad, Iran.  
mehdi.salehi@um.ac.ir
2. Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.  
Vahab.rostami@pnu.ac.ir
3. Master of Accounting, Payam Noor University, Tehran, Iran. hamedkargar37@gmail.com

ARTICLE INF	ABSTRACT
Received: 5-3-2023 Last Revision: 18-8-2023 Accepted: 23-9-2023	The current research aims to trace the impact of the divergence of investors' opinions on the speed of adjusting the financial leverage of companies towards the optimal level of financial leverage. To achieve the objectives of the research, a sample of 124 companies admitted to the stock exchange, which were selected according to the systematic exclusion pattern, was collected for a period of 10 years from 2012 to 2021. A multivariable linear regression model was used to test the research hypotheses. To measure the speed of adjustment of financial leverage, the partial adjustment pattern model has been used, and to evaluate the divergence of investors' opinions using the volume of unexpected transactions, the method of Silvia and Cerquera (2021) has been used. According to the findings, it was observed that there is a positive relationship between the divergence of investors' opinions and the speed of adjustment of financial leverage, and with the intensification of the difference of opinion between investors, the speed of adjustment of the company's financial leverage increases. The current research provided evidence that shows that the difference of beliefs and opinions in the capital market and confusion in this field can directly affect the most important pillar of companies (financial leverage) and the speed of their achievement of optimal leverage and optimal debt level.
* Corresponding author:  Vahab Rostami Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran  Email: Vahab.rostami@pnu.ac.ir	

### 1-Introduction

The speed of adjustment of financial leverage indicates the movement of

companies towards the optimal capital structure. The importance of optimal leverage is such that the growth and survival of companies depends on this factor. In general, the capital structure reflects optimal debt and equity and is the most important issue in corporate finance. The capital structure is the core of the company's finances, because it affects its profitability, risks and value. By accepting the two levels of real and optimal leverage, it should be accepted that there are factors that influence the company to reach that optimal level of financial leverage. One of the factors affecting the speed of adjustment of financial leverage towards the target lever is stock pricing in the capital market; incorrect pricing can affect the speed of adjustment of leverage towards the optimal lever. On the other hand, stock pricing itself will be influenced by factors in the capital market, including the opinions of investors. The behavior and opinions of investors are the most obvious factors that determine the price of assets and stocks, especially in emerging markets.

## **2-Hypotheses**

The speed of adjustment of financial leverage depends on various factors. The theory of equilibrium and market positioning is expressed in such a way that adjusting the leverage towards the optimal leverage requires reducing the debt or increasing the stock price, and when the stock price is priced higher or lower than its intrinsic value, adjusting the leverage towards Optimum leverage is easier, this is important in companies with high leverage and low financial leverage. Therefore, according to this theory, it is clear that one of the factors affecting the speed of adjustment of financial leverage towards the target lever is stock pricing in the capital market, and incorrect pricing can affect the speed of adjustment of leverage towards the optimal lever. On the other hand, stock pricing itself will be influenced by factors in the capital market, including the opinions of investors. Investors' behavior and opinions are the most obvious determinants of asset and stock prices, especially in emerging markets. According to the stated contents, the hypothesis of the research is presented as follows:

hypothesis: There is a negative and significant relationship between the divergence of investors' opinions and the speed of adjustment of financial leverage.

## **3-Method**

The current research is applied and from the methodological point of

view, correlation is causal type (post-event). The statistical population under investigation in this research is all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange and the period under investigation is from 2012 to 2021. In this research, the systematic elimination method was used to reach the sample, and 124 companies were selected as the research sample. Data analysis has been done by using the combined data method and with the data panel approach and by using Eviews 12 software to test the hypotheses.

#### **4-Results**

According to the findings, it was observed that there is a positive relationship between the divergence of investors' opinions and the speed of adjustment of financial leverage, and with the intensification of the difference of opinion between investors, the speed of adjustment of the company's financial leverage increases. The current research provided evidence that shows that the difference of beliefs and opinions in the capital market and confusion in this field can directly affect the most important pillar of companies (financial leverage) and the speed of optimal leverage and optimal debt level achievement. It is surprising that so little attention has been paid to it in the country.

#### **5-Discussion and Conclusion**

The capital structure is the main pillar of the formation and survival of the activities of a commercial company. The capital structure consists of the amount of debt and capital of the company in order to finance the operational cycle of the company. Considering this and believing that every company ideally searches for an optimal financial leverage and seeks to find that ideal, the faster the company achieves this goal, the better the financial performance it can achieve. Taking the risks and problems faced by companies into consideration, this is possible with effort and perseverance and special strategic planning in turbulent conditions and current internal and external crises. One of the important measures to achieve the optimal financial leverage is planning in order to know the factors affecting this fundamental factor in the progress of companies. In fact, according to the theories presented in the financial field, one of the important factors affecting the speed of adjustment of the financial leverage towards the optimal leverage can be seen on the other side of the company's capital structure, which is actually the stock price in the capital market and how it is priced; in what form and at what level and at what distance from the

intrinsic value of the stock price in the market by informed and uninformed analysts and investors, intentionally or unintentionally and with what intention is being formed. Therefore, the opinions and opinions of investors in the capital market, according to the results obtained from the hypothesis test of the research, directly affect the speed of companies achieving optimal financial leverage. In fact, when the opinions and opinions of people in the market regarding the shares of a company are far apart from each other, according to Peng et al. (2016), the shares will be traded with a higher value than the intrinsic value, and according to the equilibrium theory, in such a situation, if the amount of leverage is higher, the leverage will be adjusted towards the target leverage; Also, it will be done more quickly, so it can be said that the disagreement of investors in the market can help companies to compensate the gap between real and optimal leverage faster. The obtained results are, in a way, complementary to the research results of Peng et al. (2016), Ramsheh and Qarakhani (2016), Silva and Cerquera (2021), and in line with the research of Sun et al. (2022), who acknowledged that the opinions of analysts overlap. The market can reduce the speed of lever adjustment.

**Keywords:** financial leverage, speed of adjustment of capital structure, divergence of investors' opinions, behavioral finance.



## تأثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر سرعت تعدیل اهرم مالی به سمت اهرم بهینه

دکتر مهدی صالحی<sup>۱</sup>، دکتر وهاب رستمی\*<sup>۲</sup>، حامد کارگر<sup>۳</sup>

**چکیده:** پژوهش حاضر در پی ردیابی تأثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر سرعت تعدیل اهرم مالی به سمت اهرم بهینه است. در راستای حصول به اهداف پژوهش اطلاعات نمونه‌ای مرکب از ۱۲۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که طبق الگوی حذف سیستماتیک انتخاب شده بودند، برای یک دوره زمانی ۱۰ ساله از ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ گردآوری شد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از یک مدل رگرسیون چندمتغیره خطی بهره گرفته شد. جهت سنجش سرعت تعدیل اهرم مالی از مدل الگوی تعدیل جزئی و واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران با استفاده از حجم معاملات غیر منتظره به روش سیلیویا و سرکوئرا (۲۰۲۱) سنجش شده است. با توجه به یافته‌ها مشاهده شد که بین واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و سرعت تعدیل اهرم مالی رابطه مثبت وجود دارد و با تشدید اختلاف عقاید بین سرمایه‌گذاران، سرعت تعدیل اهرم مالی شرکت افزایش می‌یابد. پژوهش جاری مدارکی فراهم آورد که نشان می‌دهد اختلاف باورها و عقاید در بازار سرمایه می‌تواند مستقیماً بر مهمترین رکن اساسی شرکت‌ها (اهرم مالی) و سرعت دستیابی آن‌ها به اهرم مالی بهینه و سطح بدهی مطلوب تأثیرگذار باشد.

**کلید واژه‌ها:** اهرم مالی، سرعت تعدیل ساختار سرمایه، واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران، مالی رفتاری.

### ۱. مقدمه

سرعت تعدیل اهرم مالی نشان‌دهنده حرکت شرکت‌ها به سمت ساختار بهینه سرمایه است. اهمیت بهینه بودن اهرم به حدی است که رشد و بقای شرکت‌ها به این عامل وابسته است (رستمی

1. استاد گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

2. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام‌نور، تهران، ایران.

3. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام‌نور، تهران، ایران.

دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۱۴

پذیرش: ۱۴۰۲/۷/۱

اصلاحات نهایی: ۱۴۰۲/۵/۲۷

اصلاحات نهایی: ۱۴۰۲/۵/۲۷

mehdi.salehi@um.ac.ir

Vahab.rostami@pnu.ac.ir

hamedkargar37@gmail.com

و همکاران، ۱۴۰۱). به طور کلی، ساختار سرمایه نشان دهنده میزان ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام و رکن اصلی در امور مالی شرکت‌ها است. ساختار سرمایه به عنوان هسته اصلی امور مالی است، زیرا بر سودآوری، ریسک‌ها و ارزش شرکت تأثیر گذار است (شهبازی و همکاران، ۱۴۰۱). از همین رو با توجه به اهمیت موضوع، ساختار سرمایه یک شرکت زمانی می‌تواند در خدمت یک هدف کلی برای حفظ انعطاف‌پذیری مالی شرکت قرار داشته باشد که در سطح بهینه خود قرار داشته باشد. دستیابی به اهرم مالی بهینه، که در ادبیات مالی اصطلاح سرعت تعدیل برای آن در نظر گرفته شده است، در واقع به سرعت یک شرکت اشاره دارد تا بتواند ساختار سرمایه بهینه خود را معین کرده و به اهرم مالی بهینه دست یابد (آدنی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). با قبول دو سطح اهرم واقعی و بهینه باید پذیرفت که عواملی در رسیدن شرکت به آن سطح بهینه اهرم مالی تأثیرگذار است. شناخت عوامل موثر بر تعدیل اهرم از این منظر اهمیت دارد که برای تعیین رفتار صحیح در تعدیل و به حداقل رساندن هزینه آن ضروری است (ترانگ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲).

در ادبیات مالی و نظریه‌ها که در ادامه بیان شده است، به این امر اشاره شده است که راه دست‌یابی به اهرم مالی بهینه، کاهش بدهی در ساختار سرمایه و یا افزایش قیمت سهام شرکت است. دو نظریه کلی توازن و سلسله مراتب راجع به سرعت تعدیل اهرم مالی به سمت اهرم بهینه بیان می‌دارد که با کاهش بدهی می‌توان اهرم را به سمت اهرم بهینه هدایت کرد. همچنین در نظریه بعد بر اساس نظریه توازن و موقعیت سنجی بازار این گونه بیان شده است که تعدیل اهرم به سمت اهرم بهینه، مستلزم کاهش بدهی و یا افزایش قیمت سهام شرکت است. زمانی که قیمت سهام بیشتر و یا کمتر از ارزش ذاتی آن قیمت‌گذاری شود، تعدیل اهرم مالی به سمت اهرم مالی بهینه آسان‌تر است، البته این نکته نیز قابل ذکر است که این مهم در شرکت‌های با اهرم بالا و شرکت‌های با اهرم پایین، متفاوت است (رامشه و قره‌خانی، ۱۳۹۷). بنابراین با توجه به نظریه توازن و موقعیت سنجی بازار مشخص می‌شود که از عوامل تأثیرگذار بر سرعت تعدیل اهرم مالی به سمت اهرم هدف، قیمت‌گذاری سهام در بازار سرمایه است که قیمت‌گذاری نادرست می‌تواند سرعت تعدیل اهرم مالی را به سمت اهرم بهینه تحت تأثیر قرار دهد (وار و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲). از طرفی قیمت‌گذاری سهام، خود تحت تأثیر عواملی در بازار سرمایه قرار خواهد گرفت، که از جمله آن می‌توان به نظرات و عقاید سرمایه‌گذاران اشاره کرد. رفتار و عقاید سرمایه‌گذاران و اختلاف نظر بین سرمایه‌گذاران، از بارزترین عوامل تعیین‌کننده قیمت‌داری و سهام به ویژه در بازارهای نوظهور است (گوپتا و بدوری<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). واگرایی عقاید نوعی ناهمگونی نظرات مربوط به سرمایه‌گذاران است که در آن برآورد سرمایه‌گذاران از ارزش‌داری متفاوت است و این تفاوت عقاید در ترجیحات و نظرات سرمایه‌گذاران (واگرایی عقاید) منجر به رفتارهای متفاوتی در بازار سرمایه راجع به خرید و فروش سهام و حجم معاملات انجام شده خواهد شد (تقی‌زاده و همکاران، ۱۴۰۰). هنگامی که

ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران در ارزش سهام افزایش می‌یابد، سهام توسط سرمایه‌گذاران با ارزش بالاتر از ارزش ذاتی، خریداری می‌شود، بنابراین به طور همزمان در سطح بالاتری قیمت‌گذاری می‌شود که به آن ارزش‌گذاری نادرست سهام گویند (پنگ و همکاران، ۲۰۱۶). بنابراین با توجه به نظریه موقعیت سنجی بازار و تأثیر قیمت‌گذاری نادرست سهام بر سرعت تعدیل اهرم مالی و از آن نظر که واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران در بازار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیرگذار است، این سوال در ذهن خواننده شکل می‌گیرد که آیا واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر سرعت تعدیل اهرم مالی به سمت اهرم بهینه تأثیرگذار است؟ با توجه به بالا بودن هزینه سرمایه شرکت‌ها و لزوم دستیابی به سطح اهرم بهینه و همچنین مشکلات تامین مالی و درگیری شرکت‌ها با بحران‌های مالی، همچنین بازار آشفته سرمایه و نوسانات شدید قیمت سهام در سال‌های اخیر و عواملی که می‌تواند باعث بروز اختلاف نظر و عقیده بین سرمایه‌گذاران گردد و با توجه به نبود یافته‌های قطعی راجع به واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و اثرات آن بر سرعت تعدیل اهرم مالی به سمت اهرم بهینه و ایجاد شکاف پژوهشی در این زمینه، ضرورت پرداختن به این امر بیش از پیش نمایان می‌شود. در ادامه ساختار پژوهش با ارائه مبانی نظری و تجربی به بسط فرضیه پژوهش پرداخته شده و در ادامه آن، روش شناسی پژوهش و در نهایت یافته‌ها و نتایج پژوهش ارائه شده است.

## ۲. مبانی نظری، تجربی و بسط فرضیه‌های پژوهش

بر اساس نظریه مالی رفتاری، بازار مالی تحت تأثیر رفتارها و باورهای ذهنی سرمایه‌گذاران است (یانگ و آلبادا، ۲۰۱۸). با ایجاد تفاوت بین نظرات و عقاید سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذار خوش‌بین، انتظار تجربه رویدادهای خوب و سرمایه‌گذار بدبین، انتظار تجربه رویدادهای بد را دارد از همین رو توجه به وضعیت روحی (عقاید و نظرات) سرمایه‌گذاران حائز اهمیت است (سیلوا و سرکوئرا، ۲۰۲۱). دونگ و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۲۳) با بررسی فروش کوتاه مدت و واگرایی در عقاید سرمایه‌گذاران، دریافتند که فعالیت فروش کوتاه مدت اوراق قرضه به طور مثبت با نوسانات، فعالیت معاملاتی و حجم و نوسانات راجع به اختلاف عقاید سرمایه‌گذاران در ارتباط است. در واقع افکار و نظرات سرمایه‌گذاران در مورد آینده بازار سرمایه می‌تواند نقش موثری بر روند قیمت و حجم معاملات بازار داشته باشد. تقی زاده و همکاران (۱۴۰۰) با بررسی واگرایی نظرات و اثر تعدیلی توجه و مشارکت سرمایه‌گذاران این گونه بیان نمودند که در مجموع توجه و نظرات گوناگون سرمایه‌گذاران دارای اثر منفی و معناداری بر رابطه بین بازده اولیه سهام و تفاوت

دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی سهام است. افکار و عقاید سرمایه‌گذاران به دیدگاه آنها در مورد وضعیت آینده بازار سرمایه اشاره دارد (محمود و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۲۱). از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران، باورهای متفاوت و ناهمگونی در مورد ارزش یک شرکت دارند و اینکه چگونه این ناهمگونی بر ارزش‌گذاری اوراق بهادار یک شرکت تأثیر می‌گذارد، در ادبیات مالی مورد مطالعه قرار گرفته است. البدا و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان واگرایی عقاید و بازده اولیه ابراز داشتند که واگرایی عقاید تأثیر مستقیم بر بازده اولیه سهام دارد. شن و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان پاسخ‌ها در اختلاف عقاید نسبت به اعلامیه‌های سود این گونه بیان نمودند که واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران با اطلاعیه‌های سود سه ماهه شرکت‌ها رابطه معناداری دارد.

بسیاری از مطالعات نشان داده‌اند که وقتی سرمایه‌گذاران با باورها و عقاید متفاوت مجبور به اعمال محدودیت‌های فروش کوتاه مدت می‌شوند، قیمت سهام می‌تواند بیش از ارزش ذاتی آن ارزش‌گذاری شود (وقفی و اشکوه، ۱۴۰۰). زیرا این محدودیت‌ها مانع از معامله سرمایه‌گذاران بدبین در بازار سهام می‌شود و قیمت سهام تنها منعکس‌کننده نظرات سرمایه‌گذاران خوش بین است. ادبیات موجود در زمینه باورهای ناهمگون سرمایه‌گذاران ریشه در تحقیق میلر<sup>۱۱</sup> (۱۹۷۷) دارد که دو واقعیت بازار سهام را بررسی کرد. اول، باورهای ناهمگون سرمایه‌گذاران در مورد ارزش ذاتی یک سهم و دوم، وجود محدودیت‌های فروش کوتاه مدت. زمانی که ناهمگونی اعتقاد سرمایه‌گذاران به ارزش سهام افزایش می‌یابد، سهام توسط سرمایه‌گذاران با ارزش بالاتر خریداری می‌شود، بنابراین به طور همزمان در سطح بالاتری قیمت‌گذاری می‌شود (پنگ و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۶). باورها و تمایلات هیجانی سرمایه‌گذاران می‌تواند با ایجاد تغییراتی در فضای بازار سرمایه بر جهت حجم معاملات و قیمت سهام در بازار تأثیر بگذارد. بنابراین، رویکرد مالی رفتاری به یک رویکرد رایج برای طراحی و توسعه مدل‌هایی در زمینه درک تغییرات قیمت سهام تبدیل شد. سرمایه، حاصل انباشته تلاش‌های گذشته شرکت در رصد بورس و همگام سازی خود با شرایط آن است. وار و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۲) معتقدند که موقعیت سنجی مدیران به دلیل تأثیر بر هزینه‌های تعدیل اهرم به سمت اهرم بهینه هدف، بر سرعت تعدیل اهرم مؤثر است. ترانگ و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۲۲) معتقدند که تأثیر تهدیدات بازار محصول بر تعدیل اهرم مالی برای شرکت‌هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند و در معرض تهدیدات بازار محصول قرار دارند، بارزتر است. اثنی‌عشری (۱۳۹۶) در تحقیقی که در مورد ساختار سرمایه و سرعت تعدیل آن انجام دادند، اظهار داشتند که تغییر در مراحل چرخه عمر، سرعت تعدیل اهرم مالی را کاهش داده و در عین حال، با ارتقای سودآوری شرکت، بدهی ایجاد



شده در ترکیب ساختار سرمایه شرکت کمتر خواهد شد و نهایتاً مراحل چرخه عمر تأثیری بر این کاهش ندارد. جرال و یان<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی با بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر سرعت تعدیل اهرم مالی این‌گونه بیان نمودند که شرکت‌های کوچک، با رشد بالا و سود سهام پرداختی پایین، سریع‌تر از شرکت‌های بزرگ، کم رشد و سود سهام پرداختی بالا، اهرم هدف را تنظیم می‌کنند. اگر سهام در بازار بالاتر از حد خود ارزش‌گذاری شود، هزینه انتشار سهام کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، زمانی که ارزش سهام کمتر از ارزش واقعی باشد، انتشار سهام جدید هزینه‌های بیشتری را به شرکت تحمیل می‌کند. بنابراین، اگر تعدیل اهرم از طریق انتشار سهام امکان‌پذیر باشد، زمانی که سهام در بازار بیش از حد ارزش‌گذاری می‌شود، تعدیل اهرم به سمت اهرم هدف سریع‌تر انجام می‌شود. برعکس، زمانی که سهام کم ارزش باشد و انتشار سهام پرهزینه باشد، تعدیل اهرم کندتر خواهد بود. این استنتاج همچنین زمانی وجود دارد که تعدیل اهرمی مستلزم بازخرید سهام باشد (رامشه و قره‌خانی، ۱۳۹۷).

آریکاوا و هوآنگ<sup>۱۶</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان تعدیل ساختار سرمایه در بازارهای نوظهور این‌گونه بیان نمودند که سرعت تعدیل ساختار سرمایه با استفاده از یک مدل تعدیل جزئی بررسی شده است. نتایج نشان داد که سرعت تعدیل در بازارهای نوظهور بسیار کند است. اسدی و همکاران (۱۴۰۰) بیان داشتند که وقتی نسبت بدهی واقعی بالاتر از نسبت بدهی هدف باشد، شرکت‌های با مازاد اهرم مالی تمایل بیشتری به کاهش نسبت بدهی نشان می‌دهند. همچنین شرکت‌های زیر اهرم متمرکز (کمتر رقابتی)، میل کمتری به تعدیل نسبت بدهی خود و افزایش بدهی خواهند داشت. در شرکت‌های بالای اهرم پویا نیز، محرک کاهش نسبت بدهی قوی‌تر است و حرکت به سوی اهرم هدف سریع‌تر رخ می‌دهد. سان و همکاران<sup>۱۷</sup> (۲۰۲۲) بیان کردند که عقاید گوناگون تحلیلگران و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تأثیر منفی بر سرعت تعدیل اهرم مالی دارد، که در شرکت‌هایی با عملکرد ضعیف این امر قوی‌تر است. در واقع واگرایی عقاید تحلیلگران در بازار یکی از عوامل اثرگذار بر سهام شرکت‌ها می‌باشد که همین امر می‌تواند سرعت تعدیل اهرم مالی را تحت تأثیر قرار دهد. با توجه به مطالب بیان شده فرضیه پژوهش به صورت زیر بیان شده است:

فرضیه پژوهش: میان واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و سرعت تعدیل اهرم مالی رابطه معناداری وجود دارد.

### ۳. روش شناسی پژوهش

پژوهش ارائه شده از نوع کاربردی و همچنین از نظر روش شناختی به جهت این‌که پس از رخ دادن رویدادی به بررسی آن پرداخته است از نوع همبستگی علی و پس رویدادی است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شرکت‌های بورس تهران بوده و دوره مورد مطالعه از سال ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ است. شرکت‌هایی در حذف نظام‌مند به عنوان نمونه نهایی انتخاب شده که شرایط گفته شده در ادامه را دارا باشند. به لحاظ این‌که قابلیت مقایسه بتواند صورت پذیرد، سال مالی انتخاب شده توسط شرکت انتهای اسفندماه باشد و همچنین آن‌ها در طول دوره (۱۰ سال) که بررسی صورت پذیرفته است، سال مالی را تغییر نداده باشند، اطلاعات مورد نیاز در پژوهش را افشا و این اطلاعات در دسترس باشد. همچنین شرکت‌ها زیر مجموعه بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند. با اعمال شرایط فوق ۱۲۴ شرکت در غربال نهایی از جامعه آماری به عنوان نمونه نهایی لحاظ شده‌اند. تجزیه و تحلیل اطلاعات شرکت‌های نمونه با استفاده از روش داده‌های پانل ترکیبی و با استفاده از نرم‌افزار ایویوز ۱۲ و بهره‌مندی از ابزار خطای قدرتمند استاندارد برای آزمون نهایی فرضیه‌ها انجام پذیرفته است، داده‌های ترکیبی با اعمال بعد زمان و مکان در دوره‌های گوناگون اطلاعات کامل و قابل اتکاتری را در اختیار پژوهشگر قرار داده و رگرسیون با اعمال ابزار خطای قدرتمند استاندارد می‌تواند بهترین گزینه برای بررسی روابط در پژوهش حاضر باشد.

### ۳.۱- نحوه عملیاتی شدن متغیرهای پژوهش

#### ۳.۱.۱- متغیر وابسته پژوهش: سرعت تعدیل اهرم مالی (SL)

در مطالعات متعدد راجع به اهرم مالی شرکت‌ها، مشاهده می‌شود که برای محاسبه سرعت تعدیل اهرم مالی از مدل تعدیل جزئی بهره گرفته شده است (فلانری و رنگان<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۶؛ از تکین<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۵). در مدل تعدیل جزئی، ابتدا باید اهرم مالی واقعی و بهینه را تخمین زده ولی اثر اهرم بهینه را نمی‌توان مستقیماً محاسبه نمود. از همین رو با قرار دادن فاکتورهای متعدد هر شرکت که بر تامین مالی شرکت‌ها طبق مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین موثر نشان داده شده است، اهرم مالی بهینه محاسبه شده است. به هر حال عواملی نیز در خارج از شرکت بر این امر تاثیرگذار هستند که نمی‌توان آن‌ها را تحت کنترل ثابت درآورد (مانند شرایط اقتصادی) بنابراین در نهایت این عوامل به عنوان خطای تخمین زنده لحاظ شده است. محاسبه تخمینی اهرم بهینه با استفاده از مدل زیر برآورد می‌شود (رستمی و همکاران، ۱۴۰۱).

$$L^*_{it} = \beta' x_{it} + u_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

که در آن؛  $L^*_{it}$  اهرم بهینه؛  $x_{it}$  بردار خصوصیات هر شرکت مرتبط با منافع و مخارج فعالیت تحت نسبت‌های مختلف بدهی (اهرمی) است،  $\beta'$  ضریبی از برآورد تخمینی بردار توضیح داده شده است و  $u_{it}$  مقدار باقیمانده الگو است (دانگ و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۴).

خصوصیات شرکت همان گونه که بیان گردید به وسیله متغیرهایی که به طور متعدد در این حیطه در پژوهش‌ها مورد استفاده قرار گرفته است، انتخاب شده‌اند (فیلیپ<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۸).

$$L^*_{it} = \beta_1 FIMB_{it} + \beta_2 MB_{it} + \beta_3 EV_{it} + \beta_4 EBIT_{it} + \beta_5 FA_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Age_{it} + u_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

۱. کسری مالی (FIMB): سود سهام پرداختی + جمع جریان خالص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری + تغییرات سرمایه در گردش - وجوه نقد عملیاتی / دارایی کل

۲. رشد شرکت (MB): نسبت ارزش بازار سرمایه به ارزش دفتری آن که جلوه‌ای از رشد شرکت می‌باشد.

۳. تغییرات درآمد (EV): قدر مطلق اختلاف بین درآمد هر دوره و میانگین درآمد طی پنج دوره شرکت تقسیم بر میانگین درآمد طی پنج دوره می‌شود.

۴. نسبت سودآوری (EBIT): از تقسیم سود قبل از بهره و مالیات بر دارایی کل حاصل شده است.

۵. نسبت دارایی‌های ثابت مشهود (FA): نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به دارایی‌های کل شرکت.

۶. اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی دارایی کل در پایان دوره.

۷. عمر شرکت (Age): لگاریتم طبیعی تفاضل سال تاسیس از سال مورد نظر.

با قرار دادن خصوصیات شرکت، در مدل اول، اهرم بهینه را می‌توان با مدل دوم محاسبه نمود (رستمی و همکاران، ۱۴۰۱).

که در آن؛  $L^*_{it}$ ، اهرم بهینه و  $u_{it}$  باقیمانده الگو است و سایر عوامل در پاراگراف قبل به تفصیل معرفی شده است.

مدل تعدیل جزئی که در مطالب بالا به آن اشاره شد و در تحقیق حاضر در جهت محاسبه سرعت تعدیل اهرم بهینه از آن استفاده شده است، الگوی تعدیل جزئی فاما و فرنچ<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۲) است

که با مدل زیر ترکیب خواهد شد و مدل تئوری آن به شکل زیر است در ادامه توضیحات و الگوی ریاضی آن ارائه شده است:

$$\Delta L_{it} = \lambda(L_{it}^* - L_{it-1}) + v_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

که در آن؛  $\Delta L_{it}$ ، حاصل تفریق اهرم واقعی دوره  $t$  با اهرم واقعی دوره  $t-1$  است؛  $L_{it}^*$ ، اهرم بهینه؛  $L_{it-1}$ ، اهرم واقعی دوره  $t-1$ ؛  $\lambda$ ، سرعت تعدیل و  $v_{it}$ ، مشخصات باقیمانده‌های یک طرفه که مشمول اثرات ثابت ویژگی‌های هر شرکت است و در واقع ( $u_{it}$  الگوی ۲) است. در واقع این امر به شرکت این امکان را می‌دهد که فواصل بین اهرم واقعی و هدف را هر سال به میزان یک واحد کاهش دهد. مقدار نزدیک به یک نشان‌دهنده سرعت تنظیم بیشتر است. جهت به دست آوردن نهایی سرعت تعدیل از مدل زیر که از ترکیب دو مدل فوق بدست آمده، استفاده شده است (رستمی و همکاران، ۱۴۰۱).

$$L_{it} = \phi_1 FIMB_{it} + \phi_2 MB_{it} + \phi_3 EV_{it} + \phi_4 EBIT_{it} + \phi_5 FA_{it} + \beta \phi_6 SIZE_{it} + \phi_7 Age_{it} + (1 - \lambda)L_{it-1} + v_{it} \quad \text{مدل (۴)}$$

که در آن؛  $\phi_1$  الی  $\phi_7$  برابر است با  $\lambda$ ؛  $\beta'$ ؛  $\lambda$  سرعت تعدیل و  $L_{it-1}$ ، اهرم واقعی دوره  $t-1$  است. مابقی مولفه‌ها طبق الگوی بالا است که قبلاً به معرفی مشخصه‌های هر شرکت پرداخته شد (رستمی و همکاران، ۱۴۰۱).

الگوی ارائه شده به طور کلی بیانگر این امر است که شرکت‌ها همواره در پی اتخاذ تصمیماتی هستند که فاصله بین دو اهرم واقعی و هدف را کاهش و به اهرم بهینه دست یابند که فرضیه اولیه بر این است که کلیه شرکت‌ها با سرعت یکسانی به سمت اهرم مالی بهینه در حرکت هستند (فاما و فرنچ، ۲۰۰۲)؛ نهایتاً با کسر کردن ضریب تخمین زده شده برای  $L_{it-1}$  از عدد یک، سرعت تعدیل اهرم نهایی محاسبه شده است (از آنجا که ضرایب تخمینی رگرسیون برای هر سال شرکت می-بایست به صورت مجزا ارائه گردد، ضریب تخمین زده شده با استفاده از امکانات رگرسیون غلتان جهت سهولت در کار محاسبه شده است).

$$\text{مدل (۵)} = \text{سرعت تعدیل اهرم } (1 - \lambda) - 1$$

## ۲.۱.۳. متغیر مستقل: واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران (ABVOL)

واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران (که با شاخص حجم معاملات غیر منتظره اندازه‌گیری می‌شود) به پیروی از سیلو و سرکوئرا (۲۰۲۱) شاخص اندازه‌گیری واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران؛ حجم معاملات غیر منتظره به شرح زیر می‌باشد:

مدل (۶)

$$ABVOL_{i,t} = [(VOL_{i,t} - MKT_{VOL_t})] - [(FIRM\_AVG\_VOL_i - MKT\_AVG\_VOL_t)]$$

که در رابطه فوق:

VOL: نسبت سهام معامله شده به کل سهام شرکت.

MKT\_VOL: نسبت کل حجم سهام معامله شده در بازار به کل سهام موجود در بازار.

FIRM\_AVG\_VOL: میانگین VOL در سطح شرکت (میانگین بر اساس دوره زمانی

پژوهش اعمال می‌شود).

MKT\_AVG\_VOL: میانگین MKT\_VOL در سطح بازار.

## ۳.۱.۳- متغیرهای کنترلی پژوهش

به تبعیت از پژوهش‌های پیشین مانند خودساز و رنجبر (۱۳۹۶) و رستمی و همکاران (۱۴۰۱) و سایر پژوهش‌های این حوزه جهت کنترل آثار ناخواسته احتمالی تاثیرگذار بر سرعت تعدیل اهرم شرکت‌ها از گزینه‌های معرفی شده در ادامه به عنوان عوامل کنترلی استفاده شده است:

استقلال مدیران (Boardind): نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل اعضا.

سودآوری (ROA): نسبت سود خالص بر کل دارایی‌ها.

فرصت رشد (BTMratio): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سرمایه.

نسبت نقدینگی عملیاتی (Cash): از آنجا که نقدینگی شرکت معرف اوضاع مالی شرکت است و می‌تواند مدیران را در نیل به ساختار بهینه سرمایه کمک نماید از نسبت وجه نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است.

ارتباطات سیاسی (SATE): اگر بزرگ‌ترین سهامدار شرکت دولت یا وابسته به دولت باشد

عدد (۱) و گرنه (۰) خواهد بود.

رشد فروش (Growth): فروش دوره منهای فروش دوره قبل تقسیم بر فروش دوره قبل.

عمر شرکت (AGE): لگاریتم طبیعی سال تاسیس شرکت از سال مورد نظر.

سرمایه‌گذاران نهادی (INST): به سرمایه‌گذارانی مانند بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و اشخاص و شرکت‌هایی که بیش از ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار داشته باشند، سهامداران نهادی گویند که از درصد سهام در اختیار این گروه به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی استفاده شده است.

### ۳-۲- معرفی الگوی رگرسیونی آزمون فرضیه پژوهش

بر اساس ادبیات نظری و تجربی مانند پژوهش خودساز و رنجبر (۱۳۹۶) و قادری و تاری وردی (۱۳۹۹) و رستمی و همکاران (۱۴۰۱) الگوی پژوهش به صورت زیر طراحی و ارائه شده است:

مدل (۷)

$$SL_{it} = \beta_0 + \beta_1 ABVOL_{it} + \beta_2 Board\ Ind_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 growth_{it} + \beta_5 BTMratio_{it} + \beta_6 Inst_{it} + \beta_7 Cash_{it} + \beta_8 Age_{it} + \beta_9 State_{it} + \varepsilon_{it}$$

### ۴. یافته‌های پژوهش

#### ۴-۱- تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

یافته‌های پژوهش شامل آمار توصیفی و آمار استنباطی است که ابتدا در نگاره زیر آمار توصیفی متغیرهای کمی (پیوسته) پژوهش ارائه شده است.

#### نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	بالاترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
سرعت تعدیل اهرم مالی	SL	۰/۵۲	۰/۹۸	۰/۰۰۱	۰/۲۷	-۰/۱۷	۱/۹۱
واگرایی عقاید	ABVOL	-۰/۰۲۶	۰/۸۹	-۰/۹۹	۰/۴۷	۰/۰۱۷	۲/۷۷
استقلال هیئت مدیره	Boardind	۰/۶۵	۱/۰۰	۰/۲۰	۰/۱۷	-۰/۰۶	۲/۸۳
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۴	۰/۶۰	-۰/۲۲	۰/۱۵	۰/۶۱	۳/۴۰
رشد فروش	growth	۰/۳۲	۱/۱۰	-۰/۳۲	۰/۳۷	۰/۳۶	۲/۴۳
رشد شرکت	BTMratio	۴/۳۰	۱۵/۸۵	۱/۰۱	۳/۸۱	۱/۷۷	۵/۴۳
سرمایه‌گذاران نهادی	INST	۰/۵۸	۰/۹۸	۰/۰۰۰۰	۳۰/۷	-۰/۸۱	۲/۳۴
نسبت نقدینگی عملیاتی	Cash	۰/۱۱	۰/۵۳	-۰/۱۹	۰/۱۳	۰/۶۶	۳/۵۸
عمر شرکت	Age	۳/۶۳	۴/۲۴	۲/۴۸	۰/۳۶	-۰/۶۵	۲/۵۵

نگاره (۱)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. به طور کلی آمار توصیفی میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد و میانگین و انحراف معیار دو عامل مهم در آمار توصیفی هستند. در نگاره فوق مشاهده می‌شود که میانگین سرعت تعدیل اهرم مالی (۰/۵۲) است که نشان می‌دهد شرکت‌ها به طور میانگین قادر هستند ۵۲ درصد از شکاف اهرم مالی واقعی و بهینه را سالانه جبران نمایند. یا مثلاً میانگین رشد فروش شرکت‌ها ۰/۳۲ است که نشان می‌دهد شرکت‌ها به طور میانگین این مقدار رشد فروش سالانه را تجربه می‌کنند. بالاترین انحراف معیار مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی (۳۰/۷) و کمترین مربوط به نقدینگی با رقم (۰/۱۳) است. که در واقع در بالاترین مورد نشانگر میزان نوسان بالا در پراکندگی مالکیت نهادی شرکت‌هاست، همچنین کمترین مقدار راجع به نقدینگی عملیاتی شرکت‌ها نشان می‌دهد از نظر نقدینگی و نگهداشت آن شرکت‌ها تقریباً روند یکسانی را دنبال می‌نمایند.

#### نگاره ۲: توزیع فراوانی متغیرهای کیفی (گسسته) پژوهش

نام متغیر	نماد	شرح	فراوانی	درصد فراوانی
شرکت‌های دارای روابط سیاسی	STATE	۱	۵۳۰	۴۲.۷۴
شرکت‌های فاقد روابط سیاسی	STATE	۰	۷۱۰	۵۲.۲۶
جمع کل	-	-	۱۲۴۰	۱۰۰

همان‌طور که در نگاره (۲) قابل مشاهده است، جمع کل سال - شرکت‌های مورد بررسی برابر با ۱۲۴۰ مورد می‌باشد که تعداد ۵۳۰ سال - شرکت معادل ۴۲.۷۴ درصد از سال - شرکت‌ها، دارای روابط سیاسی و تعداد ۷۱۰ سال-شرکت ۵۲.۲۶ درصد از سال - شرکت‌ها فاقد روابط سیاسی می‌باشند.

#### ۱.۱.۴ - آزمون مانایی متغیرها

#### نگاره ۳: آزمون مانایی (لوین، لین و چو) متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
سرعت تعدیل اهرم مالی	SL	-۱۵/۹۵۱۲	۰/۰۰۰۰	مانا است
واگرایی عقاید	ABVOL	-۱۴/۶۱۷۳	۰/۰۰۰۰	مانا است
استقلال هیئت مدیره	Boardind	-۴/۳۵۴۲۶	۰/۰۰۰۰	مانا است

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
بازده دارایی‌ها	ROA	-۹/۴۰۸۹۸	۰/۰۰۰۰	مانا است
رشد فروش	growth	-۲/۵۱۴۰۶	۰/۰۰۶۰	مانا است
رشد شرکت	BTMratio	-۱۴/۲۹۸۵	۰/۰۰۰۰	مانا است
سرمایه‌گذاران نهادی	INST	-۵/۱۷۵۳۷	۰/۰۰۰۰	مانا است
نسبت نقدینگی عملیاتی	Cash	-۱۷/۴۵۵۳	۰/۰۰۰۰	مانا است
عمر شرکت	Age	-۸۶/۴۴۲۱	۰/۰۰۰۰	مانا است

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در نگاره (۲) مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری متغیرها در آزمون مانایی کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرها است.

#### ۲.۱.۴- نتایج آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

##### نگاره ۴: نتایج آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

نام آزمون	آماره آزمون	آماره آزمون و معناداری
آزمون اف لیمر	۱/۸۶	۰/۰۰۰۰
آزمون هاسمن	۳۳/۱۷	۰/۰۰۰۱
آزمون ناهمسانی واریانس	۷۱/۳۴	۰/۰۴۳
آزمون خود همبستگی سریالی	۲۰/۱۲	۰/۰۰۰۰

نگاره (۳) نتایج آزمون فروض کلاسیک رگرسیون را نشان می‌دهد. آزمون اف لیمر با مقدار (۱/۸۶) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰/۰۰۰۰) الگوی داده‌های تابلویی را تایید کرده است که در ادامه را مشاهده ضریب آزمون هاسمن با مقدار ۳۳/۱۷ و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰/۰۰۰۱) تایید الگو با اثرات ثابت عرض از مبدا می‌باشد. آزمون ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی نیز با سطح معناداری زیر ۵ درصد نشان می‌دهد که در مدل ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی وجود داشته که در تخمین نهایی با بهره بردن از امکانات ابزار خطای استاندارد در نرم‌افزار ایویوز مرتفع شده است.



## ۴.۲- نتیجه آزمون فرضیه پژوهش

آزمون فرضیه پژوهش جهت سنجش رابطه نهایی میان متغیرها با استفاده از الگوی رگرسیونی، در نگاره زیر ارائه شده است.

## نگاره ۴: نتایج آزمون فرضیه پژوهش

$SL_{it} = \beta_0 + \beta_1 ABVOL_{it} + \beta_2 Board\ Ind_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 growth_{it} + \beta_5 BTMratio_{it} + \beta_6 Inst_{it} + \beta_7 Cash_{it} + \beta_8 Age_{it} + \beta_9 State_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر وابسته: سرعت تعدیل اهرم مالی						
VIF	معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نماد	متغیرها
۱/۱۸	۰/۰۲۴	۲/۲۵	۰/۰۲۱	۰/۰۴۸	ABVOL	واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران
۱/۰۳	۰/۸۲	-۰/۲۲	۰/۰۵۹	-۰/۰۱۳	Boardind	استقلال هیئت مدیره
۱/۶۶	۰/۶۱	۰/۵۰	۰/۰۸۷	۰/۰۴۴	ROA	بازده دارایی‌ها
۱/۳۱	۰/۳۷	۰/۸۸	۰/۰۲۶	۰/۰۲۳	growth	رشد فروش
۱/۲۲	۰/۸۹	-۰/۱۳	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۰۳	BTMratio	رشد شرکت
۲/۰۵	۰/۸۹	-۰/۱۳	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۰۳	Inst	سرمایه‌گذاران نهادی
۱/۴۳	۰/۶۷	۰/۴۲	۰/۰۷۰	۰/۰۳۰	Cash	نسبت نقدینگی عملیاتی
۱/۰۵	۰/۰۰۱	-۳/۱۳	۰/۱۲	-۰/۳۸	Age	عمر شرکت
۱/۹۶	۰/۱۵	-۱/۴۲	۰/۰۴۱	-۰/۰۵۹	State	ارتباطات سیاسی
-	۰/۵۶	-۰/۵۷	۰/۱۳	-۰/۰۷۷	AR	عامل مرتبه اول
-	۰/۰۰۰۰	۴/۴۴	۰/۴۴	۱/۹۷	عرض از مبدأ	
۰/۳۲			ضریب تعیین			
۲/۲۲			دوربین واتسون			
۳/۴۸۱۵			آماره F			
۰/۰۰۰۰			سطح معناداری			

نتایج نگاره (۴) نشان می‌دهد که واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران با ضریب مثبت (۰/۰۴۸) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰/۰۲۴) رابطه مستقیم با سرعت تعدیل اهرم مالی دارد؛ بنابراین فرضیه پژوهش در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. ضریب تعیین برابر با ۳۲ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳۲ درصد از تغییرات متغیر

وابسته را توضیح دهند. همچنین مقدار دوربین واتسون برابر عدد  $۲/۲۲$  می‌باشد و از این رو که ما بین عدد  $۱/۵۰$  تا  $۲/۵۰$  می‌باشد، نشان می‌دهد که بین جملات اخلاص مدل خودهمبستگی شدیدی وجود ندارد و این مورد رفع شده است. آماره هم‌خطی زیر عدد  $۵$  می‌باشد که نشان می‌دهد همبستگی شدید بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. آماره آزمون (F) با سطح معناداری زیر  $۵$  درصد نشان می‌دهد که مدل پژوهش از برازش مناسبی برخوردار است.

### ۵. بحث و نتیجه‌گیری پژوهش

ساختار سرمایه رکن اصلی تشکیل دهنده و بقای فعالیت‌های یک شرکت است. ساختار سرمایه متشکل از میزان بدهی و سرمایه شرکت به جهت تامین مالی در جهت چرخه عملیاتی شرکت می‌باشد. در برخی شرکت‌ها با هدف سیاست‌های از پیش تعیین شده سعی در بالا بردن اهرم مالی شرکت و بهره‌مندی از مزیت‌های آن مهم مانند کاهش مالیات هستند که خود در نهایت اگر اوضاع از دست مدیران خارج شود می‌تواند شرکت را با ریسک نکول و بحران مالی مواجه سازد و در شرکت‌هایی سعی در کاهش اهرم و سطح بدهی داشته که به ناگاه شرکت با بحران روبرو نشده و در واقع وجهه خود را از دست ندهند و بیشتر سعی بر تامین مالی از طریق داخل شرکت می‌باشد، از این دسته شرکت‌ها می‌توان به شرکت‌های خانوادگی اشاره کرد. حال با در نظر گرفتن اعتقاد بر این که هر شرکتی به صورت ایده‌آل یک اهرم مالی بهینه را جستجو می‌کند و در پی درست یافتن به آن ایده‌آل است.

زمانی که شرکت به اهرم مالی بهینه دست یابد، در واقع می‌تواند عملکرد مالی بهتری را در آینده روبروی شرکت داشته باشد، که با توجه به خطرات و مشکلات روبروی شرکت‌ها این مهم با تلاش و پشتکار و برنامه‌ریزی استراتژیک خاص در شرایط آشفته و بحران‌های کنونی داخلی و خارجی امکان پذیر است. از اقدامات مهم در جهت دست یافتن به اهرم بهینه مالی برنامه ریزی در جهت شناخت عوامل موثر بر این عامل اساسی در پیشرفت شرکت‌ها می‌باشد. طبق نظریه‌های ارائه شده در حیطه مالی در واقع از عوامل مهم تاثیرگذار بر سرعت تعدیل اهرم مالی به سمت اهرم بهینه می‌توان به آن سوی ساختار سرمایه شرکت نظاره کرد، که در واقع قیمت سهام در بازار سرمایه می‌باشد و نحوه قیمت‌گذاری آن که به چه شکل و در چه سطحی و با چه فاصله‌ای از ارزش ذاتی قیمت سهام در بازار توسط تحلیلگران و سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه، عمدا یا سهوا و با چه قصد و نیتی در حال شکل‌گیری است. بنابراین نظرات و عقاید سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه با

توجه به نتایج حاصل شده از آزمون فرضیه پژوهش به صورت مستقیم بر سرعت دستیابی شرکت-ها به اهرم بهینه مالی تأثیرگذار است، در واقع زمانی که عقاید و نظرات افراد در بازار راجع به سهام یک شرکت فاصله زیادی از یکدیگر داشته باشد، حجم معاملات سهام دچار نوسان غیر قابل پیش-بینی خواهد شد و به گفته پنگ و همکاران (۲۰۱۶) سهام با ارزش بالاتری از ارزش ذاتی معامله خواهد شد و طبق نظریه توازن در چنین شرایطی در صورت بالاتر بودن میزان اهرم، تعدیل اهرم به سمت اهرم هدف با سرعت بیشتری انجام خواهد شد، بنابراین می‌توان گفت که اختلاف نظر سرمایه‌گذاران در بازار می‌تواند به شرکت‌ها کمک نماید که سریعتر شکاف بین اهرم واقعی و بهینه را جبران نمایند.

تفسیر نتیجه حاصل شده در واقع بدین گونه می‌تواند ارائه گردد که همان گونه که واگرایی عقاید بسیار بالا برای بازار مفید نیست، واگرایی عقاید بسیار پایین نیز برای شرکت و بازار مفید نمی‌باشد، زیرا این امر در واقع نشان دهنده نوعی رفتارگله‌ای از سوی سهامداران می‌باشد که برای بازار مفید نمی‌باشد، زیرا در این گونه از سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه سهامی با رشد زیاد و سهامی بدون توجه و بدون رشد دستخوش هیجانات و رفتار سرمایه‌گذاران خواهد شد. بنابراین وجود سطح منطقی از واگرایی و اختلاف نظر راجع به سهام به نظر منطقی و اصولی می‌آید و می‌تواند به رشد بازار و همچنین با توجه به نتایج حاصل شده به بهبود عملکرد انعطاف‌پذیری مالی شرکت با دستیابی به سطح بهینه اهرم مالی کمک نماید. بنابراین پیشنهاد می‌گردد که در جهت بالا بردن کارایی بازار، شرکت بورس شرایط و سازوکاری فراهم آورد که در واقع از رفتارهای گله‌ای و از سر احساسات سرمایه‌گذاران ممانعت به عمل آورده، زیرا کمی اختلاف عقاید نیز می‌تواند به رشد بازار و بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها در جهت رسیدن به اهرم بهینه مالی کمک کننده باشد، ضمن اینکه طبق ادبیات مالی میزان زیاد این عامل نیز حاصل عدم تقارن اطلاعاتی و موارد مربوط به عدم شفافیت اطلاعات مالی شرکت است که توصیه نمی‌گردد و حفظ تعادل سازنده در این مهم کارایی و بهره‌وری بازار را افزایش خواهد داد.

نتایج حاصل شده به نوعی مکمل نتایج پژوهش‌های پنگ و همکاران (۲۰۱۶)، رامشه و قره-خانی (۱۳۹۶)، سیلوا و سرکوئرا (۲۰۲۱) و پژوهش سان و همکاران (۲۰۲۲) است. با توجه به محدودیت‌های نمونه‌گیری و شرایطی که اجازه نمی‌دهد کلیه شرکت‌های حاضر در بورس به عنوان نمونه انتخاب گردد از این رو در تعمیم نتایج به کل جامعه و شرکت‌های دیگر جانب احتیاط رعایت گردد. همچنین با توجه به بحث تورم فزاینده در کشور در دوره‌های مختلف بحث تعدیل صورت-

های مالی و سود شرکت‌ها می‌بایست به عنوان محدودیت پژوهش لحاظ گردد. پیشنهاد می‌گردد به جهت مشخص شدن کلیه جوانب، پژوهشگران علاقه‌مند میزان واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران را در صنایع گوناگون بررسی نموده و نتایج را با نتایج پژوهش حاضر مقایسه نمایند.

### یادداشت‌ها

- |                       |                     |
|-----------------------|---------------------|
| 1. Adeneye et al.     | 2. Trung et al.     |
| 3. Warr.              | 4. Gupta, Bhaduri.  |
| 5. Peng et al.        | 6. Yong, Albada.    |
| 7. Silva, Cerqueira.  | 8. Doung et al.     |
| 9. Mehmood et al.     | 10. Albada et al.   |
| 11. Shen et al.       | 12. Miller.         |
| 13. Peng et al.       | 14. Trung et al.    |
| 15. Fitzgerald, Ryan. | 16. Arikawa, Huang. |
| 17. Sun et al.        |                     |

### منابع

#### الف. فارسی

- اسدی، غلامحسین؛ تجویدی، الناز؛ اسماعیل‌پور، سهیل. (۱۴۰۰). بررسی رابطه وضعیت مالی و ویژگی‌های صنعت با سرعت تعدیل ساختار سرمایه. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۰ (۳۷): ۱-۲۱.
- تقی زاده، نفیسه؛ حمیدیان، محسن؛ نوراله زاده، نوروز (۱۴۰۰) واگرایی نظران و اثر تعدیلی توجه و مشارکت سرمایه‌گذاران به بازار عرضه اولیه سهام. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۴ (۴۹): ۴۱-۵۶.
- رامشه، منیژه؛ قره‌خانی، محسن (۱۳۹۷) سرعت تعدیل اهرم در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت مالی، ۸(۲۲): ۱۱۳-۱۳۴.
- رستمی، وهاب؛ مهرآور، مهدی؛ کارگر، حامد (۱۴۰۱) تأثیر مدیریت ریسک بر سرعت تعدیل اهرم مالی در مراحل چرخه عمر شرکت‌ها. *پیشرفت‌های حسابداری، دانشگاه شیراز*، ۱۴ (۱): ۵۹-۸۸.
- شهبازی، وحید؛ افلاطونی، عباس؛ زلفی، حسن (۱۴۰۱) تاثیر قابلیت اتکا و به هنگامی ارائه گزارش-های مالی بر سرعت تعدیل نسبت اهرمی: رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته. *پیشرفت‌های حسابداری، دانشگاه شیراز*. ۱(۱۴)، ۲۱۲-۱۸۹.
- وقفی، سیدحسام؛ اشکوه، آزاده (۱۴۰۰) بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت‌گذاری نادرست

سهام با تاکید بر نقش ارتباط سیاسی شرکت. پیشرفت‌های حسابداری، دانشگاه شیراز. ۲(۱۳)، ۴۱۹-۳۸۷.

### ب. انگلیسی

- Adeneye, Y.B., Kammoun, I. & Ab Wahab, S. N. A. (2022). Capital structure and speed of adjustment: The impact of environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. 320-335. Retrieved from <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2022-0060>.
- Albada, A., Low, S. W. & Toh, M. Y. (2022). Divergence of beliefs and IPO initial return: the quasi-moderating role of investor demand, *Journal of Asian Business and Economic Studies*. Retrieved from <https://doi.org/10.1108/JABES-12-2021-0206>.
- Asadi, Gholamhossein; Tajvidi, Elnaz; esmailpour, Soheil. (2020). Investigating the relationship between financial status and industry characteristics with capital structure adjustment speed. *Investment Knowledge*, 10(37): 1-21. (In Persian).
- Arikawa, Y & Hoang, H.N. (2022). Capital Structure Adjustment in Emerging Markets. *Evidence from Vietnam*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=4009437> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4009437>.
- Duong, H. N., Kalev, P. S. & Tian, X. (2023) . Short Selling, Divergence of Opinion and Volatility in the Corporate Bond Market. *Journal of Economic Dynamics and Control* Available online 2023, 104592 Retrieved from <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2022.104592>.
- Fitzgerald, J, Ryan, J. (2018). The impact of firm characteristics on speed of adjustment to target leverage: a UK study. *Applied Economics*, 2019 - Taylor & Francis, 3 (51): 356-368.
- Gupta, S. & Bhaduri, S. N. (2019). Skin in the game—investor behavior in asset pricing, the Indian context, *Review of Behavioral Finance*. 11 (4): 373-392.
- Kuo, L. W., Liang, H. Y. & Wang, Y. J. (2018). How Do Equity Mispricing and Long-term Growth Opportunities Influence Firm-level Capital Structure Dynamics of Taiwanese Publicly Listed Firms?, *Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance*. Retrieved from <https://doi.org/10.1108/S2514-465020180000006011>.
- Mehmood, W., Mohd-Rashid, R., Che-Yahya, N. & Ong, C.Z. (2021). Determinants of heterogeneity in investors' opinions on IPO valuation: evidence from the Pakistan stock market. *Review of Behavioral Finance*, Retrieved. 1-25. from <https://doi.org/10.1108/RBF-04-2020-0078>.

- Peng, E.Y., Yan, A. & Yan, M. (2016). Accounting Accruals, Heterogeneous Investor beliefs, and Stock Returns. *Journal of Financial Stability*.88-103. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfs.2016.04.011>.
- Ramesheh, Manijeh; Gharekhani, Mohsen (2017). Speed of leverage adjustment in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Perspectives*, (22): 113-134.(In Persian).
- Rostami, vahab; Mehravar, Mehdi; Kargar, Hamed (2021) The effect of risk management on the speed of adjustment of financial leverage in the life cycle stages of companies. *Accounting advances*, Shiraz University, 14 (1): 59-88.(In Persian).
- Sun, R., Ho, K. C., Chang, C. L. & Luo, S. (2022). How Does Analyst Coverage Influence Corporate Leverage Adjustment: Evidence from China, *Emerging Markets Finance and Trade*.3881-3897. Retrieved from DOI: 10.1080/1540496X.2022.2073815.
- Shen, F., Guo, Q., Liang, H. & Liu, Z. (2022). Responses in divergence of opinion to earnings announcements: evidence from American depository receipts. *International Journal of Managerial Finance*. Retrieved from <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2021-0375>.
- Sun, R., Ho, K. C., Chang, C. L., Luo, S. (2022) . How Does Analyst Coverage Influence Corporate Leverage Adjustment: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*. Retrieved from <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2073815>.
- Silva, D. & Cerqueira, A. (2021) . Divergence of Opinion and Idiosyncratic Volatility. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 23, 654-676.
- Trung, K., Doa, H., Hongren, H., Puman, O. (2022) .Product market threats and leverage adjustments. *Journal of Banking & Finance*.10 (135) , 101-112.
- Taghizadeh, Nafiseh; Hamidian, Mohsen; Nourollah Zadeh, Norooz (2020) Opinion divergence and the moderating effect of investors' attention and participation in the initial stock market. *Financial Science of Securities Analysis*, 14(49): 41-56.(In Persian).
- Warr, R. S., Elliott, W. B., Koeter-Kant, J., & Oztekin, O. (2012) . Equity Mispricing and Leverage Adjustment Costs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47 (3) , 589-616.
- Yong, O. & Albada, A.Z. (2018). Under-pricing and listing board in explaining heterogeneity of opinion regarding values of Malaysian IPOs, *Journal Pengurusan*, 52, 63-72.