

تأثیر شدت رقابتی و راهبرد تجاری بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها

فرزین رضایی^۱

حامد عازم^۲

تاریخ پذیرش: ۹۰/۱۱/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۰/۵/۱۶

چکیده

پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر شدت رقابتی و راهبرد تجاری بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها می‌پردازد. برای این منظور، نمونه‌ای متشکل از ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۱ مورد بررسی قرار گرفته است. با انجام تحلیل خوشه‌ای سلسله‌مراتبی، شرکت‌های مورد مطالعه از نظر نوع راهبرد تجاری به دو خوشه‌ی رهبر در هزینه و متمایز ساز محصول تفکیک شده‌اند. جهت تجزیه و تحلیل ارتباط بین متغیرهای پژوهش، از رویکرد داده‌های پانلی نامتوازن و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که ارتباط منفی و معنی‌داری بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. این یافته‌ها بر وجود اثرات متغیرهای تعدیل‌گر شدت رقابت در صنعت و راهبرد تجاری، بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت تأکید می‌نماید. این نتایج حاکی است، تأثیر اهرم مالی بر عملکرد، برای شرکت‌های پیرو راهبرد رهبری هزینه، نسبت به شرکت‌های متمایزساز منفی‌تر است. از سوی دیگر، رابطه معنی‌دار و مثبتی نیز بین شدت رقابت و عملکرد شرکت‌ها مشاهده گردید.

واژه‌های کلیدی: راهبرد رهبری هزینه، راهبرد تمایز، شدت رقابتی، اهرم مالی، عملکرد.

۱- استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین. (مسئول مکاتبات)، Farzin.rezaei@qiau.ac.ir
۲- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، گرایش مالی. دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین Hamedazem@yahoo.com

۱- مقدمه

شرکت، بر انتخاب فعالیت‌های عملیاتی مدیران مؤثر است. این امر، به نوبه خود عملکرد شرکت یا همان ارزش جاری بازار آن را دستخوش تغییر قرار خواهد داد. با تأیید احتمال تأثیر اهرم مالی بر عملکرد توسط جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶)، محققان بررسی‌های متعددی را با هدف تشریح این ارتباط به انجام رسانیده‌اند. اما، نتایج این مطالعات نتوانسته‌است بیانی دقیق از منافع یا مضرات تأمین مالی از طریق بدهی ارائه کند. پژوهشگرانی چون اُبرین^۶ (۲۰۰۳)، رابینسون و مک‌دوگال^۷ (۲۰۰۱)، بارتون و گوردن^۸ (۱۹۸۷)، معتقدند که نتایج مبهم و بعضاً متناقض برخی از مطالعات پیشین، می‌تواند ناشی از تفاوت روش‌های بکارگرفته شده در تبیین این ارتباط باشد. زیرا در اکثر این مطالعات، تنها تأثیر مستقیم اهرم مالی بر عملکرد به بوته آزمون سپرده شده است و بررسی جامع دیگر جنبه‌های این ارتباط از منظر پژوهشگران پنهان مانده است. به عبارت دیگر، رابطه‌ی اهرم مالی و عملکرد متأثر از سایر متغیرهای تعدیل‌گر^۹ نیز می‌باشد. به همین علت، اُبرین (۲۰۰۳) بیان می‌دارد که در دنیای واقعی، ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد، تحت تأثیر عواملی همچون؛ شدت رقابت^{۱۰} موجود در صنعت و راهبرد تجاری^{۱۱} شرکت، تعدیل یا تشدید می‌گردد. جرمیاس^{۱۲} (۲۰۰۸) نیز در بررسی رابطه‌ی بین اهرم مالی و عملکرد، بر نقش عوامل تعدیل‌کننده‌ای چون راهبرد تجاری و شدت رقابت در بین شرکت‌های عضو یک صنعت تأکید دارد. بر این اساس، پژوهش حاضر، برآن است تا با ارائه مفاهیم استدلال‌های منطقی، تأثیر اتخاذ راهبردهای تجاری متداول و شدت رقابت موجود در عرصه کسب و کار را، بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها بررسی کند.

تعیین ساختار سرمایه بهینه^۱ شرکت، از موضوعات بحث‌برانگیز در حوزه مالیه شرکتی است. ساختار سرمایه شرکت، ترکیبی از مجموع بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام شرکت است. صاحب نظران مالی با ارائه نظریات گوناگون، همواره درصدد پی‌ریزی ساختار بهینه‌ای هستند که بتواند کمترین هزینه سرمایه را بر شرکت تحمیل کرده و بیشترین ارزش را برای آن شرکت در بازار سرمایه ایجاد نماید. در این بین، اهرم مالی به عنوان یکی از مهمترین مفاهیم اهرمی، دارای جایگاهی خاص در مدیریت ساختار سرمایه است (سینایی و نیسی، ۱۳۸۲). اهرم مالی، نمایانگر تمایل یک شرکت به تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی - استقراض - در مقابل افزایش سرمایه است. نسبت‌های اهرمی، همواره ابزارهایی جهت تعیین میزان احتمال قصور و ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مربوط به دیون و بدهی‌های آن به شمار رفته و افزایش لجام‌گسیخته آن، خطر بروز بحران مالی و ورشکستگی شرکت را تشدید خواهد کرد (نوروش و دیان‌تی دیلمی، ۱۳۸۳). از این‌روی، بیشتر مدیران مالی، بر نقش اهرمی بدهی، در ترکیب ساختار سرمایه تأکید دارند. بر مبنای نظریه مودیگلیانی و میلر^۲ (۱۹۵۸)، ساختار سرمایه هیچ ارتباطی با تعیین ارزش شرکت نخواهد داشت. در ادبیات مالی، از این نظریه به عنوان "نظریه نامربوطی"^۳ یاد می‌شود. در خلال سال‌های بعد، میلر و مودیگلیانی، در نظریه خود تجدید نظر کردند و دیگر پژوهشگران نیز انتقاداتی بر این نظریه وارد ساختند (کیمیگری و عینعلی، ۱۳۸۷). از آن زمان تا کنون، تئوری ساختار سرمایه به طور گسترده‌ای مورد بررسی قرار گرفته است. جنسن و مک‌لینگ^۴ (۱۹۷۶)، در مخالفت با "نظریه نامربوطی" اظهار داشتند میزان اهرم مالی^۵ به کار گرفته شده در ساختار سرمایه‌ی

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

ارتباط اهرم مالی و عملکرد

مایرز^{۱۳} (۱۹۸۴)، معتقد است، مطالعات صورت گرفته پیرامون تأثیر اهرم مالی بر شاخص های عملکردی شرکت، به عنوان مضامین ارزش آفرین، هیچ یک نتوانسته است بر وجود یک ارتباط علمی و مستحکم بین اهرم مالی و عملکرد دلالت نماید. از این روی، از آن تحت عنوان "معمای ساختار سرمایه"^{۱۴} یاد می کند. برخی محققان بر این باورند که اهرم، تأثیری منفی بر عملکرد به جای می گذارد. جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) با اشاره به مفروضات "نظریه کارگزاری"^{۱۵} و تضاد منافع مدیران و مالکان از یک سو و مالکان و بستانکاران از سویی دیگر و نیز هزینه های نظارت و کنترل، که شرکت به واسطه تأمین مالی متحمل می گردد، آن را عاملی مؤثر در جهت کاهش عملکرد برمی شمارند. سیمرلی و لی^{۱۶} (۲۰۰۰) اظهار داشتند، تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی و تعهد به بازپرداخت به موقع اصل و فرع آن در سررسید، تشویش و نگرانی مدیران را در پی خواهد داشت و با محدود ساختن دامنه انتخاب ایشان در گزینش راهکارهای اجرایی مطلوب، از توانایی آنان در مدیریت مؤثر شرکت خواهد کاست. بالاک ریشنن و فاکس^{۱۷} (۱۹۹۳) نیز بیان نمودند که افزایش تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی، تمایل مدیران را به منظور سرمایه گذاری در پروژه های مخاطره آمیز، اما پربازده و رویارویی جسورانه با ریسک های سرمایه گذاری کاهش می دهد. سایر مطالعاتی که توسط گلیسون و همکاران^{۱۸} (۲۰۰۰) و بالاک ریشنن و فاکس (۱۹۹۳) انجام شد نیز حاکی از وجود رابطه منفی بین اهرم مالی و عملکرد بود. راجان و زینگالس^{۱۹} (۱۹۹۵) در تحقیقی تحت عنوان "درباره ساختار سرمایه چه می دانیم؟" به بررسی عوامل تعیین کننده الگوی ساختار سرمایه شرکت های سهامی در هفت کشور بزرگ

صنعتی (آمریکا، انگلیس، کانادا، فرانسه، آلمان، ایتالیا و ژاپن) پرداختند. نتایج نشان داد، نسبت بدهی در آن کشورها با دو عامل ارزش بازار به ارزش دفتری و سودآوری رابطه منفی دارد. نتایج تحقیق فاما و فرنچ^{۲۰} (۱۹۹۸) حاکی از وجود رابطه منفی بین اهرم مالی و ارزش بازار شرکت بود. آنها استدلال کردند که افزایش اهرم، خبری ناخوشایند برای سهامداران تلقی می گردد. زیرا در این حالت، احتمال بروز تعارض میان اهداف سهامداران و سرمایه گذاران افزایش می یابد.

از سوی دیگر، یافته های مطالعات دیگر، حاکی از آن است که اهرم مالی بر عملکرد شرکت ها اثر مثبتی دارد. مایرز (۱۹۸۴)، تأمین مالی از طریق بدهی را باعث تساوی حقوق مدیران و مالکان شرکت در عواید حاصل از سرمایه گذاری دانست و آن را یکی از عوامل ارتقای عملکرد شرکت برشمرد. جنسن (۱۹۸۶) معتقد بود که افزایش بدهی ها و تعهدات مالی ناشی از آن، موجب کاستن از رفتارهای سودجویانه و فرصت طلبانه مدیران در ارتباط با جریانهای نقدی آزاد و منابع در دسترس آنان می گردد، زیرا التزام مدیران به بازپرداخت بدهی ها، جریانهای نقدی آزاد کمتری در اختیار ایشان قرار خواهد داد و این مسئله باعث خواهد شد تا آنان در انتخاب پروژه های سرمایه گذاری، رویکردی محتاطانه در پیش گیرند و از انتخاب های نامطمئن بپرهیزند. لوباتکین و چاترجی^{۲۱} (۱۹۹۴) با اشاره به قابل کسر بودن هزینه بهره از سودمشمول مالیات، آن را یکی از مزایای مهم اهرم برشمردند و اظهار داشتند، با فرض ثابت بودن سایر عوامل، هر چه میزان بدهی در یک شرکت بیشتر باشد، صرفه جویی مالیاتی ناشی از آن بیشتر و هزینه سرمایه شرکت کمتر خواهد بود. سئوینی^{۲۲} (۱۹۹۴) اظهار داشت که افزایش اهرم مالی، توانایی شرکت ها را در راستای مدیریت بهینه سود

لانگفیلد-اسمیت^{۳۱} (۱۹۹۸)، گاوین دارجان و فیشر^{۳۲} (۱۹۹۰) و گاوین دارجان (۱۹۸۸) نیز در بررسی‌های پیشین خود، از چارچوب ارائه شده توسط پورتر بهره برده‌اند. جوردن و همکارانش^{۳۳} (۱۹۹۸) بیان کردند، هدف شرکت‌های رهبر در هزینه از به‌کارگیری اهرم مالی، ارتقاء و افزایش کارایی مدیریتی است و این هدف، همان هدفی است که تأمین کنندگان سرمایه شرکت، از طریق فراهم ساختن مکانیزم‌های نظارت و کنترل، همواره در جستجوی آن می‌باشند. جنسن (۱۹۸۶) معتقد بود که وظیفه کنترل و جلوگیری از افزایش بدهی‌ها، برای آندسته از شرکت‌هایی که در اندیشه‌ی ارتقای کارایی و اثربخشی هستند (شرکت‌های رهبرهزینه)، مهم‌تر است. پورتر (۱۹۸۵) اظهار داشت شرکت‌های رهبرهزینه، به شدت نیازمند کنترل هزینه‌های خود هستند، از تحمل مخارج هنگفت در راستای نوآوری، بازاریابی و تبلیغات اجتناب می‌ورزند و در مرحله فروش، جهت افزایش میزان فروش و بهره‌مندی از شاخص صرفه جویی در مقیاس، اقدام به کاهش قیمت محصولات خود می‌نمایند. در نقطه مقابل، میلر^{۳۴} (۱۹۸۷) اظهارداشت، شرکت‌های متمایزساز به شدت تمایل به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های توسعه‌ای و تحقیقاتی دارند، تا از طریق آن بتوانند ظرفیت‌ها و قابلیت‌های نوآوری خویش را بهبود بخشند و همواره خود را آماده رویارویی با محصولات نوین رقبا نگاه دارند و از این طریق، به هدف حفظ و ارتقای سهم بازار خویش دست یابند.

بالاک ریشنان و فاکس (۱۹۹۳) و سیمرلی و لی (۲۰۰۰) بر این باور بودند که محدودیتهای ناشی از افزایش بدهی و الزامات و تعهدات مندرج در قراردادهای تأمین مالی شرکت‌های متمایزساز، از جمله عواملی است که مانع از بروز خلاقیت و

افزایش می‌دهد. زیرا مدیران این دسته از شرکت‌ها می‌کوشند تا از طریق مدیریت مؤثر سود، همواره رضایت خاطر اعتباردهندگان را فراهم سازند. نتایج بررسی‌های اسپنس^{۳۵} (۱۹۸۵) و گش^{۳۶} (۲۰۰۰) نیز حاکی از وجود رابطه مثبت بین اهرم مالی و عملکرد بود. هریس و رویو^{۳۷} (۱۹۹۱) معتقدند، تیم‌های مطالعاتی در فراهم آوردن هرگونه مدرکی دال بر وجود رابطه‌ای نظام‌مند و استوار بین اهرم مالی و عملکرد با شکست مواجه گردیده‌اند. گش (۱۹۹۲)، هریس و رویو (۱۹۹۱) نیز اظهار داشتند؛ پژوهش‌هایی که سعی در حل معمای چگونگی تأثیر اهرم بر عملکرد شرکتها می‌نمایند، کماکان به ارائه گزارشات مبهم و یافته‌های غالباً متناقض ادامه می‌دهند.

راهبرد تجاری و تأثیر آن بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد

پورتر^{۳۸} (۱۹۸۵) چارچوبی مفهومی، پیرامون چگونگی انتخاب راهبرد تجاری در راستای انجام رقابت کارا توسط شرکت‌ها، ارائه داد. راهبردهای عمومی پورتر در حوزه رقابت بیان می‌داشت که یک شرکت باید از میان رقابت به عنوان تولیدکننده‌ای با کمترین هزینه در صنعت خود - راهبرد رهبری هزینه^{۳۹} - یا رقابت از طریق تولید محصولات ممتاز و بی‌نظیر از حیث کیفیت، ویژگی‌های عینی محصول و مجموعه خدمات مرتبط با آن - راهبرد تمایز^{۴۰} - یکی را برگزیند. پورتر (۱۹۹۶) تأکید کرد که ماهیت راهبرد تجاری یک شرکت، دلالت بر توانایی آن شرکت در انتخاب درست و سنجیده‌ی مجموعه‌ای از فعالیت‌ها دارد، که ترکیبی کم‌نظیر از ارزش و مطلوبیت را به مشتریان ارائه می‌دهد. دیویس^{۴۱} (۱۹۸۴) و همبریک^{۴۲} (۱۹۸۳)، استفاده از الگوی پورتر (۱۹۸۵) را به عنوان مبنایی معتبر در انجام مطالعات دانشگاهی پذیرفتند. کِنهال و

نشان داد، ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد از راهبرد تجاری شرکت متأثر می‌گردد. این پژوهشگران، علاوه بر راهبرد تجاری، بر نقش مؤثر سایر متغیرهای نظری پذیرفته شده از جمله سطح و شدت رقابت موجود در صنعت، بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد تأکید کردند. ویلیامسون^۱ (۱۹۶۳) بیان کرد که عملکرد مدیران، همواره با ویژگی‌های صنعتی که شرکت در آن به فعالیت مشغول است و نیز شدت رقابت موجود در بین شرکتهای عضو آن صنعت وابسته است. وی معتقد است، فعالیت در یک جو رقابتی، مدیران را از اداره امور شرکت در راستای حصول اهداف شخصی باز می‌دارد، در حالیکه عدم وجود چنین محیطی، انگیزه‌های فرصت‌طلبانه و سودجویانه آنان را ترغیب کرده و مانع از مدیریت مؤثر آنان بر امور جاری شرکت می‌گردد. همچنین او معتقد است، مادامی که شدت رقابت بین شرکتهای عضو یک صنعت افزایش می‌یابد، تأمین مالی از طریق بدهی، هیچگونه منفعتی برای شرکت نخواهد داشت. کاهلی و ژاورسکی^{۳۸} (۱۹۹۰) معتقد بودند که میزان رقابت زیاد در بازار، خریداران را با گزینه‌های انتخابی متعددی مواجه می‌کند و در نتیجه، بین پیش‌بینی‌های شرکت از میزان فروش و روند تحقق سودهای فعلی و آتی آن، تفاوت معنی‌داری ایجاد می‌گردد. دیگر پژوهشگران، نظیر جنسن و مک‌لینگ^{۳۹} (۱۹۷۶)، بوتاسان و پلاملی^{۴۰} (۲۰۰۵) نیز معتقد بودند، آن‌دسته از شرکتهای فعال در صنایع پرقابت، از ایجاد بدهی‌های بیشتر خودداری می‌ورزند. در چنین محیطهای رقابتی، میزان ریسک بیشتر و میزان بازده نامشخص خواهد بود و لذا هزینه سرمایه شرکت افزایش می‌یابد.

ستایش و همکاران^{۴۱} (۱۳۸۸)، به بررسی کاربرد الگوریتم ژنتیک در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند.

نوآوری مدیران می‌گردد و در نهایت، فرآیند خلق مزیت رقابتی^{۳۵} پایدار برای شرکت را با خلل مواجه می‌سازند. از دیگر سوی، بیگادایک^{۳۶} (۱۹۷۹)، ابرین^{۳۷} (۲۰۰۳)، باگینسکی و واهلن^{۳۷} (۲۰۰۳) بر این نکته اذعان نمودند که، مقادیر بیشتر بدهی و افزایش اهرم در شرکت‌های متمایزساز، یک رویکرد پرخطر به شمار می‌رود. زیرا این گروه از شرکت‌ها، تأکید فراوان بر تولید محصولات می‌نمایند که حاصل چرخه‌ی خلاقیت و نوآوری است، حال آن‌که موفقیت شرکت در فروش این محصولات در بازار در حاله‌ای از ابهام قرار دارد.

نتایج پژوهش‌های بارتون و گوردن^{۴۲} (۱۹۸۸) و ابرین^{۴۳} (۲۰۰۳) نیز نشان داد که راهبرد تجاری و اهرم مالی در جهت تأثیر بر عملکرد شرکت با یکدیگر رابطه متقابل و معناداری دارند. مطالعات صورت گرفته مؤید آن بود که اتخاذ یک راهبرد تجاری از سوی شرکت، می‌تواند ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد آن شرکت را تحت تأثیر قرار دهد.

شدت رقابت و تأثیر آن بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد

رقابت، به معنای تلاشی است که مجموعه رقبای حاضر در یک صنعت، جهت تحت فشار قراردادن یکدیگر به کار می‌گیرند و در این مسیر، هریک از رقبای حداکثر توان و استعداد خود را در جهت بقا در میدان و دستیابی به مقدمات رشد و توسعه آتی اعمال می‌نماید. عواملی مانند ماهیت رقابت در سطح کلان و نیز راهبردهای اداره شرکت، تأثیر بسزایی بر میزان رقابت‌پذیری دارند. از این روی، راهبردهایی که به منظور مدیریت مؤثر یک بنگاه اقتصادی تدوین و اجرا می‌گردد، تأثیری مستقیم بر عملکرد آن بنگاه و سطوح رقابت‌پذیری آن دارد. نتایج حاصل از مطالعات بارتون و گوردن^{۴۴} (۱۹۸۸) و ابرین^{۴۵} (۲۰۰۳)

شرکت، بر ضرورت توجه بیشتر به ساختار مالی و تلاش مدیران در راستای حداکثر ساختن ارزش شرکت تأکید نمود. ملکی پورغربی (۱۳۷۵) به بررسی تأثیر استفاده از اهرم مالی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و به این نتیجه رسید که اهرم مالی بر بازده هر سهم شرکت‌ها تأثیری نداشته است.

همانگونه که بیان شد، اکثر یافته‌های تحقیقات ناهماهنگ و بعضاً متناقض بود. از این روی، اُبرین (۲۰۰۳)، بارتون و گوردون (۱۹۸۸) به جستجوی روشی پرداختند که بتواند به هنگام بررسی ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد، تأثیر سایر متغیرهای مداخله‌گر احتمالی را بر این رابطه لحاظ نماید.

۳- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نوع تحقیقات پس رویدادی می‌باشد، زیرا بر مبنای تجزیه و تحلیل داده‌های مشاهده شده انجام می‌شود. بعلاوه این تحقیق به لحاظ هدف توصیفی است، زیرا قصد توصیف روابطی را بین دو یا چند متغیر داشته و به بیان دقیق تر، علی-مقایسه-ای است، زیرا به دنبال تعیین عوامل مؤثر بر یک پدیده هستیم.

قلمرو مکانی انجام پژوهش، بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. قلمرو زمانی پژوهش یک دوره هشت ساله (۱۳۸۸-۱۳۸۱) می‌باشد. نمونه آماری پژوهش متشکل از شرکت‌هایی است که حائز تمامی شرایط زیر می‌باشند.

- از ابتدای سال ۱۳۸۱ و یا پیش از آن در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند.
- اطلاعات مالی آن‌ها جهت استخراج متغیرهای پژوهش در دسترس باشند.
- طی دوره تحقیق دارای سود عملیاتی باشند.
- به فعالیت‌های تولیدی اشتغال داشته‌اند.

نتایج به‌کارگیری این الگوریتم نشان داد که بیشترین سودآوری درازای استفاده کمتر از بدهی حاصل شده است. اربابیان و گرایلی (۱۳۸۸)، به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت بین نسبت‌های بدهی کوتاه مدت به دارایی و کل بدهی به دارایی با سودآوری شرکت بود. اما ارتباط بین نسبت بدهی بلند مدت به دارایی و سودآوری منفی گزارش گردید. کیمیاگری و عینعلی (۱۳۸۷) با اشاره به نتایج حاصل از مطالعات انجام شده توسط هریس و رویو (۱۹۹۱) معتقدند، نوع صنعتی که شرکت در آن به فعالیت می‌پردازد، عاملی مهم در تعیین ساختار سرمایه شرکت می‌باشد. قاسمی و ابراهیمی (۱۳۸۶) به بررسی آثار به‌کارگیری راهبردهای رقابتی مناسب بر کارایی شرکت‌های تجاری ایران پرداختند. بر مبنای این بررسی، راهبرد رهبری هزینه، بیشترین تأثیر را در کارایی شرکت‌های تجاری داشته و پس از آن راهبردهای بهترین شیوه هزینه کردن، تمایز و تمرکز، به ترتیب اولویت‌های بعدی را کسب کردند. نمازی و شیرزاده (۱۳۸۴)، به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که بین ساختار سرمایه و سودآوری، رابطه قوی و معنی‌داری وجود ندارد. همچنین استفاده از بدهی و تأثیر آن بر سود و عملکرد شرکت‌ها بر اساس نوع صنعت، متفاوت می‌باشد. یافته‌های حاصل از مطالعات پورحیدری (۱۳۸۲)، پیرامون تأثیرات نوع صنعت بر ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد، گرایش به متوسط صنعت به عنوان یک سیاست تجاری توسط مدیران شرکت‌ها تا حدودی مورد توجه قرار گرفته است. وی با اشاره به تغییرات آتی محیطی در فضای فعالیت

توسط سازمان بورس و اوراق بهادار گردآوری گردیدند.

۴- فرضیات پژوهش

فرضیه اول: فارغ از نوع راهبرد تجاری اتخاذ شده، اهرم مالی بر عملکرد تأثیر معنی داری دارد.

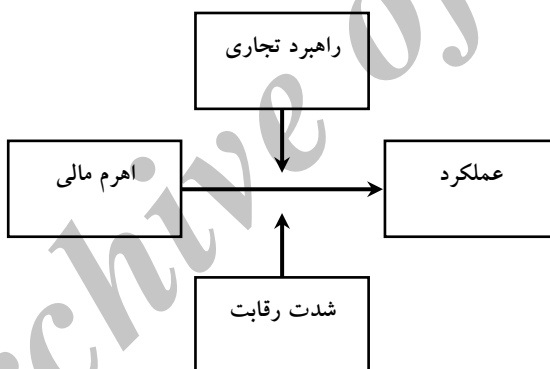
فرضیه دوم: راهبرد تجاری بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت تأثیر معنی داری دارد.

فرضیه سوم: شدت رقابت بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت تأثیر معنی داری دارد.

چارچوب مفهومی تحقیق حاضر به شرح زیر است:

- سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه بوده و طی دوره پژوهش، تغییر نکرده باشد.
 - در سه ماهه منتهی به پایان هر سال مالی، سهام آنها حداقل یک بار مورد معامله قرار گرفته باشد تا برآورد ارزش بازار شرکت از مبنای منطقی برخوردار گردد.
- با لحاظ موارد فوق، تعداد ۱۳۵ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۱ به منظور آزمون فرضیات انتخاب شدند. داده‌های مورد نیاز برای انجام پژوهش نیز از بانک‌های اطلاعاتی، نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز، سایت‌های اینترنتی مرتبط و DVD های انتشار یافته

متغیر وابسته متغیرهای تعدیل گر متغیر مستقل



۶- متغیرهای پژوهش و تعریف عملیاتی آنها

متغیر مستقل	اهرم مالی	متغیر وابسته	متغیرهای تعدیل گر	
			عملکرد	راهبرد تجاری
لگاریتم نسبت کل بدهی ها به ارزش دفتری دارایی ها	LEV_{it}	لگاریتم نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی ها	راهبرد تجاری	شدت رقابت
لگاریتم نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی ها	$PERFORM_{it}$	شاخصی برابر با ۱ برای شرکت های رهبر در هزینه و برابر با ۰ برای شرکت های متمایز ساز	اندازه شرکت	درصد مالکیت سهامداران نهادی
شاخصی برابر با ۱ برای شرکت های رهبر در هزینه و برابر با ۰ برای شرکت های متمایز ساز	$STRA_{it}$	لگاریتم تابع معکوس شاخص هرفیندال	درصد سود سهام پرداختی	
لگاریتم کل دارایی ها	INT_{it}	درصد سهام تحت تملک سهامداران نهادی به کل سهام عادی		
درصد سهام تحت تملک سهامداران نهادی به کل سهام عادی	$SIZE_{it}$	درصد سود سهام پرداختی		
درصد سود سهام پرداختی	$INSTOW_{it}$			
	DIV_{it}			

در رابطه فوق، γ_i نشانگر ضرایب و ε_i جمله خطا را نشان می‌دهند.

برای جلوگیری از رگرسیون کاذب، ابتدا داده‌ها از نظر ایستایی آزمون شدند. بر این اساس، جهت بررسی ریشه واحد در داده‌های ترکیبی از دو آزمون لوین، لین و چو^{۴۵} (۲۰۰۲) و دیکی فولر تعمیم یافته^{۴۶} که نتیجه کار مادالا و وو^{۴۷} (۱۹۹۹) و چوی^{۴۸} (۲۰۰۱) است، استفاده کردیم. نتایج حاصل از آزمون در جدول شماره ۱ آورده شده است.

جدول (۱) - آزمون ایستایی متغیرها

آزمون	لوین، لین و چو		دیکی فولر تعمیم یافته	
	آماره آزمون	سطح احتمال	آماره آزمون	سطح احتمال
PERFORM	-۵۸/۷۹	۰/۰۰۰۰	۴۴۸/۸۲	۰/۰۰۰۰
INT	-۵۴/۳۳	۰/۰۰۰۰	۵۴۱/۰۷	۰/۰۰۰۰
LEV	-۱۸/۵۵	۰/۰۰۰۰	۲۰۰/۰۴	۰/۰۰۰۰
SIZE	-۱۳/۸۰	۰/۰۰۰۰	۲۸۹/۳۵	۰/۰۰۰۰
INSTOWN	-۶۷/۵۴	۰/۰۰۰۰	۲۹۴/۲۴	۰/۰۰۰۰
DIV	-۱۱/۲۱	۰/۰۰۰۰	۲۳۱/۴۶	۰/۰۰۴۳

با توجه به میزان سطح احتمال در جدول فوق، مشخص می‌گردد که فرض صفر، مبنی بر نامانای بودن متغیرهای پژوهش رد می‌شود. لذا تمامی متغیرهای مورد استفاده فاقد ریشه واحد بوده و ایستا می‌باشند. در ادامه با توجه به الگوی مورد نظر، نتایج حاصل از تحلیل‌های آماری و نیز با توجه به آماره آزمون F لیمر و بزرگ‌تر بودن آن از آماره F جدول در سطح ۹۵ درصد، درمی‌یابیم که جهت برآورد الگو باید از روش داده‌های ترکیبی^{۴۹} بجای تلفیقی^{۵۰} بهره برد. همچنین، با توجه به آماره کای-دو محاسبه شده و کای-دو جدول در سطح ۹۵ درصد و سطح احتمال آماره هاسمن، فرضیه صفر مبنی بر بکارگیری روش اثرات

به منظور تفکیک راهبرد تجاری شرکت‌ها، با استفاده از تحلیل خوشه‌ای سلسله مراتبی^{۴۰} شرکت‌ها را به دو گروه متمایز ساز و رهبر هزینه طبقه‌بندی می‌کنیم. جهت انجام این خوشه‌بندی، مشابه روش ساین و آگاروال^{۴۱} (۲۰۰۲)، از دو شاخص "نسبت کارایی دارایی"^{۴۲} و "توانایی کسب حاشیه سود"^{۴۳} استفاده می‌کنیم. شاخص اول، از طریق نسبت کل به کل دارایی‌ها و شاخص دوم، از طریق نسبت سود ناخالص به فروش کل اندازه‌گیری می‌شود. از طریق سنجش این دو متغیر، نوع راهبرد تجاری شرکت، که یک متغیر مجازی می‌باشد، تبیین می‌گردد. همچنین، شدت رقابت با استفاده از شاخص هرفیندال هریشمن^{۴۴} (HHI)، که یک مقیاس تمرکز صنعتی است، اندازه‌گیری می‌شود.

$$H = \sum_{i=1}^n (\text{marketshare } e_i)^2 \quad (1)$$

شاخص هرفیندال بر اساس مجموع مجذور سهم بازار شرکت‌ها محاسبه می‌شود. در رابطه‌ی فوق، i به یک شرکت از مجموعه شرکت‌های درون صنعت و n به تعداد شرکت‌ها در یک صنعت خاص اشاره دارد. هر اندازه این شاخص که مقدار آن بین ۰ تا ۱ خواهد بود، بزرگتر باشد، صنعت متمرکزتر است (کاشی، ۱۳۷۷).

۷- نتایج پژوهش

جهت بررسی تأثیر شدت رقابت و راهبرد تجاری بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد از الگوی زیر استفاده شده است.

(۲)

$$\begin{aligned} \text{PERFORM}_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{STRA}_{it} + \gamma_2 \text{INT}_{it} + \gamma_3 \text{LEV}_{it} \\ & + \gamma_4 \text{STAR}_{it}^* \text{LEV}_{it} + \gamma_5 \text{INT}_{it}^* \text{LEV}_{it} \\ & + \gamma_6 \text{SIZE}_{it} + \gamma_7 \text{INSTOWN}_{it} + \gamma_8 \text{DIV}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

تصادفی^{۵۱} رد و برآورد الگو با استفاده از روش اثرات ثابت^{۵۲} انجام می‌شود.

تعمیم یافته ترکیبی^{۵۴} و بر پایه روش نامتوازن^{۵۵} و با در نظر گرفتن اثرات ثابت برآورد می‌شود. علت استفاده از روش نامتوازن این است که تعداد نمونه‌های جمع-آوری شده با یکدیگر برابر نیستند. به بیان دیگر، به دلیل محدودیت داده‌های موجود، در هر سال از تعداد یکسانی شرکت استفاده نشده است. برآوردگر GMM از طریق کاهش تورش نمونه، پایداری تخمین را افزایش می‌دهد. جهت برآورد الگو به روش GMM، از متغیرهای ابزاری که مقادیر باوقفه‌ای از متغیرهای الگو می‌باشند، استفاده می‌شود. برای این که نتایج در این الگو از نقطه نظر پایداری قابل اطمینان تر باشند، باید تعداد مشاهدات به اندازه کافی بزرگ باشند. زیرا، تفسیر نتایج در مواقعی که تعداد مشاهدات کوچک است به دلیل تورش زیاد، با مشکل روبه‌رو می‌گردد. همچنین، جهت کاهش خود همبستگی در الگوی مورد برآورد از فرایند خود رگرسیون برداری مرتبه اول استفاده شد. نتایج برآورد در جدول (۳) مشاهده می‌شوند.

جدول (۲)-آزمون تشخیص مدل و تعیین اثرات

نتایج آزمون تشخیص مدل		
آماره آزمون		F جدول در سطح ۵ درصد
۱۴/۱		۴/۳۱
آزمون هاسمن برای تعیین نوع اثرات		
کای دو جدول در سطح ۵ درصد	آماره آزمون	سطح احتمال (h)
۱۰/۰۱	۲۵۴/۴	۰/۰۰۰۰

برای بررسی واریانس ناهمسانی در الگوی داده‌های ترکیبی از آزمون ضریب لاگرانژ^{۵۳} استفاده می‌کنیم. فرضیه صفر در آزمون ضریب لاگرانژ بیان می‌دارد که الگو دارای واریانس همسانی می‌باشد. اگر n تعداد مقطع‌ها و T تعداد مشاهدات هر مقطع را نشان دهد، آماره این آزمون بصورت زیر توزیع می‌شود:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \frac{\sum_{i=1}^n [\sum_{t=1}^T e_{it}]^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} \quad (3)$$

جدول (۳) نتایج حاصل از تخمین مدل به روش اثرات ثابت

متغیر	ضریب	آماره تی- استیودنت	سطح معنی‌دار
عرض از مبدا	۱۵/۶۵۵۸۱	۴/۷۴۸۵۷۵	۰/۰۰۰۰
LEV	-۱۱/۹۶۵۱۴	-۲/۷۴۵۹۹۲	۰/۰۰۶۴
STRA	-۱/۲۲۴۶۸۸	-۳/۸۴۳۴۲۹	۰/۰۰۰۲
INT	۳/۱۹۴۲۲۷	۲/۴۹۱۹۰۲	۰/۰۱۳۳
INSTOWN	-۰/۰۳۰۸۷۴	-۲/۷۸۵۵۹۳	۰/۰۰۵۷
STRA * LEV	-۱/۶۲۹۹۲۸	-۳/۳۱۴۷۴۷	۰/۰۰۱۰
INT * LEV	۴/۶۳۶۶۰۰	۲/۳۲۹۷۵۳	۰/۰۲۰۶
SIZE	-۰/۳۱۸۴۲۸	-۲/۱۱۳۰۰۷	۰/۰۴۷۹
DIV	۰/۰۲۸۴۳۲	۲/۱۹۹۱۷۵	۰/۰۴۲۳
AR(1)	۰/۴۲۷۷۱۰	۱۰/۳۸۷۶۲	۰/۰۰۰۰
AR(2)	۰/۰۴۶۹۳۴	۲/۰۴۴۷۸۲	۰/۰۴۸۲
R ² =۰/۸۷۶ Adjusted R ² =۰/۸۶ D.W=۲/۱			

آماره χ^2 آزمون ضریب لاگرانژ از کای- دو جدول در سطح ۹۵٪ کوچک‌تر می‌باشد. در نتیجه الگو دارای واریانس ناهمسانی نمی‌باشد. همچنین، کوچک‌تر بودن آماره کای- دو محاسبه شده از کای- دو جدول، نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر بکارگیری اثرات تصادفی رد می‌شود. نتیجه این آزمون نیز تأییدی دوباره بر نتیجه آزمون هاسمن می‌باشد.

جدول (۳) آزمون اثرات تصادفی بر حسب ضریب لاگرانژ

χ^2	جدول $\chi^2_{0.95}$
۱/۰۵	۳/۸۴

در این بخش، الگوی نهایی معرفی شده بر اساس رویکرد پویا با استفاده از روش الگوی گشتاورهای

نتایج، با یافته‌های مطالعات فرانک و گویال (۲۰۰۳) و بالاک ریشنان و فاکس (۲۰۰۳)، مبنی بر وجود رابطه منفی بین اهرم مالی و عملکرد شرکت، منطبق است.

نتیجه آزمون فرضیه دوم، بیانگر معنی‌دار بودن ضریب متغیر STRA*LEV و حاکی از تأثیر منفی راهبرد رهبری هزینه بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد است. همچنین، با توجه به تعریف متغیر مجازی راهبرد تجاری، حرکت از ۰ به ۱ به معنای تغییر راهبرد بنگاه از تمایز به سمت رهبری هزینه است. نتایج نشان می‌دهند که شیب تابع عملکرد در زمانی که راهبرد رهبری هزینه اتخاذ می‌شود، برابر با جمع ضرایب متغیرهای LEV، STRA*LEV و INT*LEV است. یعنی:

$$-۸/۹۵۸۴ = ((-۱۱/۹۶۵۱) + (-۱/۶۲۹۹) + (۴/۶۳۶۶))$$

در حالی که شیب تابع عملکرد، با اتخاذ متغیر راهبرد تمایز، برابر با جمع ضرایب متغیرهای LEV و INT*LEV است. یعنی:

$$-۷/۳۲۸۵ = ((-۱۱/۹۶۵۱) + (۴/۶۳۶۶))$$

بنابراین، نتیجه گرفته می‌شود که تأثیر اهرم مالی بر عملکرد برای شرکت‌های دارای راهبرد رهبری هزینه، منفی‌تر از شرکت‌های دارای راهبرد تمایز است. در نهایت، نتایج برآورد الگوی پژوهش نشان داد که ضریب شدت رقابتی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد معنی‌دار و مثبت است. بنابراین، فرضیه سوم نیز رد نمی‌شود. به بیان دیگر، شدت رقابت نیز تأثیر معنی‌داری بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها دارد. این یافته‌ها، نشانگر اثرات فزاینده شدت رقابتی بر رابطه اهرم و عملکرد است.

۸- نتیجه‌گیری و بحث

در این تحقیق، آثار شدت رقابت و راهبرد تجاری بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. برای طبقه‌بندی شرکت‌ها

نتایج حاصل از تخمین الگو نشان می‌دهند که با توجه به آماره تی‌استیودنت و سطح احتمال ضرایب، تمامی متغیرهای الگو اثر معناداری روی متغیر وابسته دارند. از سوی دیگر، بالا بودن آماره ضریب تعیین نشان می‌دهد که الگو توانسته است ۸۷ درصد از واقعیات تجربی در مورد تأثیر متغیرهای توضیحی بر متغیر وابسته را منعکس کند. اختلاف ناچیز و اندک ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز حکایت از نکویی برازش دارد. بررسی آماره دورین‌واتسن، بر عدم وجود مشکل خودهمبستگی در مدل دلالت دارد. همچنین، مثبت بودن ضریب برآورد شده به معنای اثر مثبت آن متغیر بر عملکرد شرکت و منفی بودن آن، نشان دهنده تأثیر منفی متغیر مذکور بر عملکرد شرکت می‌باشد. نتایج، حاکی از تأثیر مثبت متغیرهای INT*LEV، INT و DIV بر عملکرد شرکت می‌باشد. همچنین، سایر متغیرهای الگو اثر منفی بر عملکرد شرکت داشته‌اند. از سوی دیگر، در دوره مورد بررسی، LEV بیشترین تأثیر و INSTOWN کم‌ترین تأثیر را بر روی عملکرد شرکت دارد. با توجه به فرم لگاریتمی الگوی برآورد شده، می‌دانیم که در آن، ضرایب نقش کشش^{۵۶} دارند. یعنی، مقدار هر ضریب نشان می‌دهد که اگر آن ضریب به اندازه یک درصد تغییر کند، عملکرد شرکت به اندازه ضریب آن متغیر درصد، تغییر خواهد کرد.

۷-۱- نتایج آزمون فرضیات

نتایج برآورد نشان داد که ضریب اهرم مالی معنی‌دار است. بنابراین، فرضیه اول رد نمی‌شود. به بیان دیگر، ارتباطی معنی‌دار و خطی بین اهرم مالی و عملکرد وجود دارد. منفی بودن این ضریب حاکی از آن است که این ارتباط منفی است. مقدار ضریب نشان می‌دهد که ۱٪ افزایش اهرم مالی، عملکرد شرکت را به میزان ۱۱/۹۶٪ کاهش می‌دهد. این

حساسیت به قیمت برخوردارند، این شرکت‌ها می‌کوشند تا از طریق تولید محصولی منحصر به فرد در شاخص‌هایی مانند؛ مجموعه ویژگی‌های عینی و ملموس محصول، تبلیغات و بازاریابی، گستردگی شبکه توزیع، خدمات پس از فروش و سایر جنبه‌های مرتبط با محصول، ضمن ایجاد تعهد و وفاداری در مشتریان، به مزیت صرف قیمت^{۵۸} و تحقق میزان سودی دلخواه دست یابند. در واقع، کاهش کشش قیمتی تقاضا برای محصولات یک شرکت، بارزترین دلیل سودآوری و اثربخشی عملکرد آن شرکت در بازار سرمایه خواهد بود. لذا، نسبت سود ناخالص به فروش می‌تواند معیاری مناسب برای شناسایی این گروه از شرکت‌ها باشد.

جهت انجام تحلیل خوشه‌ای سلسله مراتبی و تفکیک راهبرد تجاری شرکت‌ها استدلال گردید شرکت‌های رهبردرهزینه، دارای نسبت گردش دارایی‌های بالاتر و به طور همزمان نسبت سودناخالص به فروش پایین‌تری هستند. در حالی که، شرکت‌های متمایزساز دارای نسبت سود ناخالص به فروش بیشتر و به طور همزمان نسبت گردش دارایی‌های کمتری می‌باشند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات، ضمن تأیید رابطه منفی بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها، نشان می‌دهد که دو متغیر تعدیل‌گر مذکور بر این ارتباط مؤثرند. بطوری‌که، این تأثیر برای شرکت‌های رهبری هزینه نسبت به شرکت‌های متمایزساز منفی‌تر است. در حقیقت، میزان اهرم مالی به کار گرفته شده در ساختار سرمایه شرکت، عملکرد شرکت یا همان ارزش جاری بازار آن را دستخوش تغییر قرار خواهد داد. بنابراین، اهرم مالی عاملی مهم در جهت کاهش عملکرد شرکت‌ها، به‌ویژه شرکت‌های رهبر در هزینه می‌باشد. بررسی تأثیر شدت رقابت بر رابطه‌ی اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها حاکی از آن است که هرچه شرکت‌ها در فضای

براساس راهبردهای رهبری هزینه و متمایزسازی، از دو نسبت مالی استفاده گردید. نسبت‌های مورد استفاده برگرفته از الگوی ارزیابی عملکرد دوپونت^{۵۷} می‌باشند. طبق نظر دوپونت، نسبت "جمع فروش به کل دارائیها" به عنوان نسبت گردش دارائیها و نسبت "سودخالص به جمع فروش" به عنوان بازدهی عوامل اصلی در بهبود عملکرد شرکت‌ها محسوب می‌شوند. در واقع، شرکت‌هایی که راهبرد رهبری در هزینه را برمی‌گزینند، می‌کوشند تا از طریق به حداقل رساندن هزینه‌های تولید، توزیع و فروش، قیمت تمام شده محصول خویش را نسبت به رقبا تا حد امکان کاهش دهند و با افزایش شمارهگان فروش و بهره‌گیری از مزیت صرفه‌جویی به مقیاس، سهم بیشتری از بازار را از آن خود نمایند. راهبرد رهبری هزینه در شرایطی اتخاذ می‌شود که مصرف‌کنندگان از حساسیت بالایی نسبت به قیمت برخوردارند، دارای قدرت چانه‌زنی بالایی می‌باشند و بین نام‌ها و نشان‌های تجاری گوناگون، تفاوت محسوسی قائل نیستند. از آنجا که هدف شرکت‌های رهبردرهزینه، گردش بیشتر دارائیها و افزایش فروش می‌باشد، نسبت فروش به جمع دارائیها، شاخص مناسبی برای شناسایی این گروه از شرکت‌ها می‌باشد. ماحصل اجرای موفق این راهبرد، کاهش هزینه‌های سربار و ضایعات، بودجه‌بندی دقیق، نظارت مؤثر، اعمال مدیریت مشارکتی در راستای کاهش هزینه‌ها و در نهایت ارتقای کارایی شرکت خواهد بود. استمرار این راهبرد مستلزم مهارت و توانمندی در مهندسی فرآیند تولید و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مولد می‌باشد.

از سویی دیگر شرکت‌هایی که راهبرد تمایز را انتخاب می‌کنند، درصددند تا محصولاتی متمایز با محصولات سایر شرکت‌های حاضر در صنعت و ممتاز از حیث کیفیت ارائه کنند. از آنجا که مشتریان بازار هدف در این راهبرد تجاری، از حداقل

سودآوری در بلندمدت برشمرده. همچنین، صاحب-نظران مالی معتقدند در شرایط تورمی، اغلب بنگاه‌ها مایل به تأمین مالی فعالیت‌های خود از طریق ایجاد بدهی هستند. یک دلیل این امر، بهره‌مندی از مزایای مالیاتی و دلیل دیگر آن ارزان تمام شدن بدهی نسبت به دیگر اشکال تأمین سرمایه در بلند مدت است.

بنابراین، اثرات متغیرهای ترکیبی راهبرد/اهرم و شدت رقابت/اهرم بر عملکرد، با نظریه نامربوطی میلر و مودیگلیانی مبتنی بر استقلال اهرم مالی از عملکرد شرکت، متناقض است. یافته‌های این پژوهش به توضیح نتایج مبهم و بعضاً متناقض مطالعات پیشین، مبنی بر تأثیرات متفاوت بدهی بر عملکرد در محیط‌های گوناگون کسب و کار کمک می‌کند.

نتایج پژوهش حاضر شواهدی فراهم کرد که می‌توان برای مطالعات آتی پیشنهاداتی به شرح زیر ارائه کرد:

نخست آنکه، گرچه نتایج حاصله، نشان دهنده تأثیرات شدت رقابت و راهبرد تجاری بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد است، اما به نظر می‌رسد متغیرهای دیگری از قبیل ویژگی‌های مدیریتی، انواع مکانیزم‌های کنترل، سیستم‌های حسابداری مدیریت و نحوه تعریف شاخص‌های تحلیل عملکرد مالی یک شرکت نیز می‌توانند بر این رابطه مؤثر واقع شوند. پیشنهاد می‌گردد در مطالعات آتی این گروه از متغیرها مورد بررسی قرار گیرند.

دوم آنکه، تحلیل دقیق محیط رقابتی یک شرکت بر مبنای نسبت‌های تمرکز صنعتی، ممکن است کاملاً معرف آن محیط نباشد، زیرا شدت رقابت ممکن است توسط سایر متغیرهای مربوط از قبیل سطوح تکنولوژی به‌کار گرفته شده، موانع ورود به بازار یا مقررات دولتی، تحت تأثیر قرارگیرد. (راماسوامی ۲۰۰۱، گروس و یانس ۱۹۹۸).

سوم آنکه، مطالعه‌ای با موضوع بررسی اثرات شدت رقابتی و راهبردهای تجاری بر رابطه بین اهرم

رقابت شدیدتری قرار گیرند و تعداد رقبای فعال در صنعت افزایش یابد (شاخص هر فیندال به عدد یک متمایل شود)، ایجاد بدهی تأثیر مثبت‌تری بر عملکرد شرکت در بازار خواهد داشت. زیرا سرمایه‌گذاران اخذ وام، انتشار اوراق مشارکت و حتی انتشار سهام جدید را به عنوان یک خبر خوب و ارزش آفرین تلقی خواهند کرد و با افزایش تقاضای ایشان برای خرید سهام شرکت، ارزش بازار هر سهم و به تبع آن شاخص‌های عملکردی شرکت بهبود می‌یابد. از این روست که، میزان تأثیر شدت رقابت بر عملکرد در فضایی که کاملاً رقابتی باشد برابر با ۳/۴۹۱۲۲۷ بعلاوه ۴/۶۳۶ یعنی بیش از ۸ خواهد بود. از طرف دیگر در صورت عدم وجود رقابت (شاخص هر فیندال به سمت صفر میل کند) میزان تأثیر شدت رقابت مقدار ۳/۴۹۱۲۲۷ خواهد بود که هم میزان بالایی دارد و هم تأثیر مثبت را نشان می‌دهد. در مجموع تأثیر رقابت متمرکز بر رابطه اهرم مالی و عملکرد مثبت و معنادار می‌باشد. شدت رقابت، مدیران را از اداره امور شرکت در راستای حصول اهداف شخصی باز می‌دارد. عدم وجود رقابت نیز انگیزه‌های فرصت طلبانه و سودجویانه آنان را ترغیب کرده و مانع از مدیریت کارا و مؤثر ایشان می‌گردد. برآیند این دو نیرو، نشان دهنده تأثیر شدت رقابت بر عملکرد شرکت‌ها است. نتایج نشان داد که شدت رقابت عملکرد شرکت‌ها را بهبود بخشیده است. به بیان دیگر، افزایش بدهی‌های بنگاه‌ها به دلیل افزایش شدت رقابت، در نهایت با افزایش منفی که از این ارتباط ناشی می‌شود افزایش خواهد یافت. شاید بتوان عمده‌ترین دلایل تمایل شرکت‌ها به تأمین مالی از طریق بدهی در شرایط رقابتی بازار را، افزایش سرمایه جهت بهره‌مندی از فرصت‌های جذاب سرمایه‌گذاری در سایر زمینه‌های غیر مرتبط با فعالیت اصلی شرکت و تشکیل پورتفوی از دارایی‌های مالی جهت تضمین

بورس اوراق بهادار تهران گردید و این تعداد نیز در تمام سال‌های مورد بررسی یکسان نبود. می‌توان ادعا نمود فضای حاکم بر بازار سرمایه امکان نمونه-گیری بیشتر برای انجام مطالعه را میسر نکرد. همچنین، عدم انعکاس دقیق و روشن هزینه‌های تحقیق و توسعه (R&D) در صورت‌های مالی شرکت-ها، که می‌تواند به عنوان شاخص و مبنایی در تشخیص و تفکیک راهبرد تجاری شرکت‌ها به‌شمار آید، از دیگر محدودیت‌های پژوهش حاضر می‌باشد که در استفاده از نتایج این تحقیق بایستی به آن توجه کرد.

مالی و عملکرد، با تأکید بر نوع بدهی و ترجیحات شرکت‌ها در تشکیل ساختار سرمایه انجام شود. در این راستا، پارسیان و همکاران (۲۰۰۷) معتقدند که نوع و ماهیت بدهی بر این ارتباط مؤثر است. نهایتاً در تحقیق حاضر، برای تفکیک انواع راهبردهای تجاری از شاخص‌های دوپونت استفاده گردید. پیشنهاد می‌شود جهت انجام مطالعاتی از این دست، متغیرهای برون‌زا نیز مورد بررسی قرار گیرند. در خصوص محدودیت‌های پژوهش باید اذعان نمود که نمونه انتخابی با لحاظ مجموعه‌ای از شرایط، در نهایت منجر به بررسی تنها ۱۳۵ شرکت حاضر در

یادداشت‌ها

- | | | |
|-----------------------------------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 1 Optimal Capital Structure | 21 Lubatkin and Chatterjee | 41 Hierarchical cluster analysis |
| 2 Modigliani and Miller | 22 Sweeney | 42 Singh and Agarwal |
| 3 Irrelevance proposition | 23 Spence | 43 Asset Utilization Efficiency |
| 4 Jensen and Meckling | 24 Ghosh | 44 Premium Price Capability |
| 5 Financial Leverage | 25 Harris and Raviv | 45 Herfindal-Hirschman Index |
| 6 O'Brien | 26 Porter | 46 Levin, Lin and Chu |
| 7 Robinson and Mcdougall | 27 Cost leadership strategy | 47 Dickey-Fuller test |
| 8 Barton and Gordon | 28 Product differentiation strategy | 48 Maddala and Wu |
| 9 Moderator variables | 29 Dess and Davis | 49 Choi |
| 10 Competitive intensity | 30 Hambrick | 50 Panel Data |
| 11 Business strategy | 31 Chenhal and Langfield-Smith | 51 Pooled Data |
| 12 Jermias | 32 Govindarajan and Fisher | 52 Random Effects Method |
| 13 Myers | 33 Jordan, Lowe and Taylor | 53 Fixed Effects Method |
| 14 The Capital Structure Puzzle | 34 Miller | 54 Lagrange Multiplier |
| 15 Agency Theory | 35 Competitive Advantage | 55 Panel Generalized Method of Moments |
| 16 Simerly and Li | 36 Biggadike | 56 Un-Balanced |
| 17 Balakrishnan and Fox | 37 Baginski and Wahlen | 57 Elasticity |
| 18 Gleason, Mathur and Mathur | 38 Williamson | 58 Du Pont |
| 19 Rajan and Zingales | 39 Jaworski and Kohli | 59 Premium Price |
| 20 Fama and Ferenc | 40 Botosan and Plumlee | |

فهرست منابع

- ۱) اربابیان، علی‌اکبر، صفری‌گرایلی، مهدی. (۱۳۸۸)، «بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». چشم‌انداز مدیریت، شماره ۳۳، ص.ص. ۱۷۵-۱۵۹.
- ۲) پورحیدری، امید. (۱۳۸۲)، «نوع صنعت و تأثیر آن بر ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». تحقیقات مالی، شماره ۱۶، ص.ص. ۶۰-۴۹.
- ۳) خدادادکاشی، فرهاد. ساختار و عملکرد بازار (نظریه و کاربرد آن در صنعت ایران)، (۱۳۷۷)، مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی.
- ۴) ستایش، محمدحسین، کاظم‌نژاد، مصطفی و شفیعی، محمدجواد. (۱۳۸۸)، «کاربرد الگوریتم ژنتیک در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۶، ص.ص. ۵۸-۳۹.
- ۵) سینایی، حسنعلی و نیسی، عبدالحسین. (۱۳۸۲)، «بررسی عوامل مؤثر بر استفاده از اهرم مالی در

- Strategic Management Journal 9 (6), 623-632.
- 15) Biggadike, R., (1979). The risky business of diversification. *Harvard Business Review* 57 (3), 103-111.
- 16) Botosan, C.A., Plumlee, M.A., (2005). Assessing alternative proxies for the expected risk premium. *The Accounting Review* 80 (1), 21-53.
- 17) Chenhal, R.H., Langfield-Smith, K., (1998). The relationship between strategic priorities, management techniques, and management accounting: an empirical investigation using a system approach. *Accounting, Organizations and Society* 23 (3), 243-264.
- 18) Choi, I. (2001). Unit Root Tests for Panel Data. *Journal of International Money and Finance*, 20: 249-272.
- 19) Dess, G.G., Davis, P.S., (1984). Porters 1980 generic strategies as determinant of strategic group membership and organizational performance. *Academy of Management Journal* 27, 467-488.
- 20) Fama, E.F., Ferench, K., (1998). Taxes, financing decision and firm value. *Journal of Finance* 53 (3), 819-841.
- 21) Ghosh, D.K., (1992). Optimum financial leverage redefined. *Financial Review* 27, 411-429.
- 22) Ghosh, C., Nag, R., Sirmans, C.F., (2000). The pricing of seasoned equity offerings: evidence from REITs. *Real Estate Economics* 28, 363-384.
- 23) Gleason, K.C., Mathur, L.K., Mathur, I., (2000). The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers. *Journal of Business Research* 50, 185-194.
- 24) Govindarajan, v., (1988). A contingency approach to strategy implementation at the business unit level: integrating administrative mechanisms with strategy. *Academy of Management Journal* 31, 828-853.
- 25) Govindarajan, v., Fisher, J., (1990). Strategy, control systems, and resource sharing: effects on business unit performance. *Academy of Management Journal* 33, 259-285.
- 26) Grosse, R., Yanes, J., (1998). Carrying out a successful privatization: the YPF case. *Academy of Management Executive* 12, 64-73.
- 27) Hambrick, D.C., (1983). High profit strategies in mature capital goods industries: a contingency approach.
- شرکت های سهامی عام». مطالعات حسابداری، شماره ۴، ص.ص. ۱۴۸-۱۲۹.
- ۶) قاسمی، بهروز و ابراهیمی، عبدالحمید. (۱۳۸۶)، «بررسی آثار به کارگیری راهبردهای رقابتی مناسب بر کارایی شرکت های تجاری ایران»، فصلنامه مدرس علوم انسانی، دوره ۱۱، شماره ۳، ص.ص. ۲۵۰۵-۱۸۳.
- ۷) کیمیاگری، علی محمد و عینعلی، سودابه. (۱۳۸۷)، «ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه موردی شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران)»، تحقیقات مالی، دوره ۱۰، شماره ۲۵، ص.ص. ۹۱-۱۰۸.
- ۸) ملکی پور غربی، محمود. (۱۳۷۵) «بررسی تحلیلی تأثیر استفاده از اهرم مالی بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی.
- ۹) نمازی، محمد و شیرزاده، جلال. (۱۳۸۴)، «بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر نوع صنعت)». بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۴۲، ص.ص. ۹۵-۷۵.
- ۱۰) نوروش، ایرج و دیانتي ديلمی، زهرا، (۱۳۸۳)، مدیریت مالی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- 11) Baginski, S., Wahlen, J., (2003). Residual income risk, intrinsic values, and share price. *The Accounting Review* 78 (1), 327-351.
- 12) Balakrishnan, S., Fox, I., (1993). Asset specificity, firm heterogeneity and financial leverage. *Strategic Management Journal* 14 (1), 3-16.
- 13) Barton, S.L., Gordon, P.J., (1987). Corporate strategy: useful perspective for the study of financial leverage? *Academy of Management Review* 12, 67-75.
- 14) Barton, S.L., Gordon, P.J., (1988). Corporate strategy and financial leverage.

- 43) Parthiban, D., O'Brien, J.P., Yoshikawa, T., (2007). The implications of debt heterogeneity for R&D investment and performance. *Academy of Management Journal* 28, 39-64.
- 44) Porter, M.E., (1985). *Competitive Advantage*. Free Press, New York.
- 45) Porter, M.E., (1996). What is strategy? *Harvard Business Review*, November - December.
- 46) Ramaswamy, K., (2001). Organizational ownership, competitive intensity, and firm performance: an empirical study of the Indian manufacturing sector. *Strategic Management Journal* 22, 989-998.
- 47) Rajan, R. G., and Zingales, I., (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance* 5, 1421-1460
- 48) Robinson, K.C., Mcdougall, P.P., (2001). Entry barriers and new venture performance: a comparison of universal and contingency approaches. *Strategic Management Journal* 22, 659-685.
- 49) Simerly, R.L., Li, M., (2000). Environmental dynamism, financial leverage and performance: a theoretical integration and an empirical test.
- 50) Singh, P., Agarwal, N.C., (2002). The effects of firm strategy on the level and structure of executive compensation. *Canadian Journal of Administrative Sciences* 19 (1), 42-56.
- 51) Spence, M., (1985). Capital structure and the corporation's product market environment. In: Friedman, B. (ED.), *Corporate Capital Structure in the United States*. University of Chicago Press, Chicago, IL.
- 52) Sweeny, A., (1994). Debt Covenant Violation and Managers Accounting Responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17 (3), 281-308.
- 53) Williamson, O.E., (1963). A model of rational managerial behaviour. In: Cyert, R.M., March, J.G. (Eds). *A Behavioral Theory of the Firm*. Prentice - Hall. Englewood Cliffs. NJ.
- Academy of Management Journal 26, 687-707.
- 28) Harris, M., Raviv, A., (1991). The theory of financial leverage. *Journal of Finance* 46, 297-355.
- 29) Jaworski, B.J., Kohli, A.K., (1993). Market orientation: antecedents and consequences. *Journal of Marketing* 57, 53-70.
- 30) Jermias, Johnny, (2008), the relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance corporate, the *British Accounting Review*, 40, 71-86.
- 31) Jensen, M.C., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (2), 323-329.
- 32) Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976). Theory of the firm, managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- 33) Jordan, M.C., Lowe, J., Taylor, P., (1998). Strategy and financial policy in UK small firms. *Journal of Business Finance and Accounting* 25, 1-27.
- 34) Kohli, A.K., Jaworski, B.J., (1990). Market orientation: the construct, research propositions, and managerial implications. *Journal of marketing* 54, 1-18.
- 35) Levin, A., Lin, C. F., and C. Chu (2002). *Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample*
- 36) Lubatkin, M., Chatterjee, S., (1994). Extending modern portfolio theory into the domain of corporate diversification: does it apply? *Academy of Management Journal* 37, 109-136.
- 37) Maddala, G. S. and S. Wu (1999). *A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and A*
- 38) Miller, D., (1987). The structural and environmental correlates of business strategy. *Strategic Management Journal* 8, 55-76.
- 39) Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review* 53, 433-443.
- 40) Myers, S., (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, Vol. XXXIX. No. 3, 575-592.
- 41) New Simple Test, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61, 631-52.
- 42) O'Brien, J.P., (2003). The financial leverage implications of pursuing a strategy of innovation. *Strategic Management Journal* 24, 415-431.