



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Quarterly Journal of Securities Exchange, Fall 2026, V. 19, No.75, pp. 37-66

Examining the Impact of Dividend Policy and Financing Strategy on Capital Structure Adjustment Speed Using GMM¹

Maryam Sadat Tabatabaeian², Zahra Masoumi Bilondi³

Received: 09 June 2025

Revised: 15 November 2025

Accepted: 17 November 2025 Published Online: 04 January 2026 2026

Research Paper

Highlights

- This study examines the relationship between dividend policy, financing strategy, and the speed of capital structure adjustment.
- Using panel data and a dynamic GMM model, evidence shows a relatively high adjustment speed among Iranian firms.
- Financing strategy and dividend policy have significant effects on the capital structure adjustment process.
- The moderating roles of intangible assets and growth opportunities are empirically supported.
- Findings suggest that coordination between dividend and financing policies enhances the efficiency of capital structure adjustment.

Abstract

Decisions related to capital structure and dividend policies play an important role in reducing conflicts of interest and increasing the value of the company. Investigating the factors affecting the speed of capital structure adjustment can help improve financial management and enhance the efficiency of the capital market. The purpose of this study is to investigate the effect of dividend policy and financing strategies on the speed of capital structure adjustment of companies and to provide a basis for optimizing the capital structure. This study examines how dividend policy and financing strategy affect the speed of capital structure adjustment among 175 firms listed on the Tehran Stock Exchange from 2014 to 2023, using a dynamic panel data model and the Generalized Method of Moments (GMM) estimator for robust analysis. The findings reveal two main insights: first, higher dividend payout ratios positively influence the speed of capital structure adjustment, indicating that firms with generous dividends adjust more quickly; second, excessive reliance on external financing negatively impacts this speed, suggesting slower adjustments for firms heavily dependent on outside funds. Overall, the research illustrates that effective dividend policies and reduced external financing needs enhance capital structure flexibility. These results advance financial theories, particularly pecking order theory, by emphasizing the strategic trade-offs in financing decisions. The implications are significant for firms optimizing their capital structures, guiding investors in identifying financially disciplined firms, and aiding regulators in fostering sustainable corporate financial practices.

Keywords: speed of capital structure adjustment, dividend policy, financing strategy.

JEL Classification: M49.

1. doi: [10.22034/jse.2025.12586.2371](https://doi.org/10.22034/jse.2025.12586.2371)

2. Assistant Professor, Department of Accounting, PayameNoor University, Tehran, Iran
(m.tabatabaeian@pnu.ac.ir)

3. Assistant Professor, Department of Accounting, PayameNoor University, Tehran, Iran
(z.masoumi@pnu.ac.ir)



Copyright © 2026 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization.
This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.

Cite This Article: Tabatabaeian, Maryam Sadat; Masoumi Bilondi, Zahra; Sajadi, Zanyar; (2026). Examining the Impact of Dividend Policy and Financing Strategy on Capital Structure Adjustment Speed Using GMM. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 19 (75), 37-66.

<https://doi.org/10.22034/jse.2025.12586.2371> Homepage: <https://journal.seo.ir>

Introduction

Examining the impact of dividend distribution behavior on the speed of capital structure adjustment and focusing on the mechanism between financial strategies and capital structure can provide a basis for inferring the relationship between profit distributions and financing behavior. The objective of this study is to investigate the impact of dividend policy and financial strategy on companies' speed of capital structure adjustment. Capital structure decisions aim to determine the optimal proportion of debt and equity that maximizes shareholder wealth. The primary question posed by researchers in the field of capital structure has initially been how the choice of various financing methods affects the company's value. Diverse theories have been presented to respond to this question, including the balancing and pecking order theories. Following the Modigliani-Miller theorem on the irrelevance of capital structure to company value in 1958, investigators completed further studies on capital structure. Main academic perspectives, such as the net income theory, agency theory, signaling theory, and others, have played significant roles in describing financing behavior and capital structure adjustment. However, these theories mostly present capital structure from a static viewpoint. Some investigators have presented dynamic models to test the speed of capital structure adjustment and introduced the market timing theory, the pecking order theory, and the balance or trade-off theory. These theories have become classical theories for explaining capital structure adjustment behavior. Investigations have revealed that companies listed on the Tehran Stock Exchange adjust their capital structure, taking into account the costs of deviating from the target capital structure and the costs incurred to adjust towards this structure when the advantages of adjustment outweigh the costs. Therefore, the trade-off theory plays a primary role in the speed of capital structure adjustment (Ramshe et.al, 2016). The market timing theory and the pecking order theory have limited explanatory power.

When dividend payouts are very low, the company's free cash flow is elevated, causing a significant deviation from the optimal capital structure, and resulting in a slow capital adjustment speed. The cause is that retaining excessive profits leads to a surplus of financial resources, disrupting the optimal capital structure. Conversely, excessive dividend distributions widen the financial gap, requiring greater external financing and increasing the cost of capital. Dividend policy is closely tied to financing behavior, and an unsuitable dividend policy may not align with financing behavior.

On the basis of the aforementioned theoretical foundations and prior research, regarding that both dividend policy and financing strategy can eventually influence the speed of capital structure adjustment, the research hypotheses are expressed as:

H1: There is a meaningful relationship between dividend policy and the speed of capital structure adjustment.

H2: There is an influential relationship between financing strategy and the speed of capital structure adjustment.

Methodology

The geographical scope of the study includes companies listed on the Tehran Stock Exchange. To achieve a comparable and homogeneous set of observations, the statistical population of this study comprises companies that meet specific conditions during the period from 2014 to 2023. The number of observations in this research amounted to 1,750.

For testing the first and second hypotheses, a dynamic partial adjustment model estimated through the System-GMM approach was applied, following Zou and Bai (2022) and Aflatouni et al.(2023).

Model (1)

$$BDR_{i,t+1} = \alpha_0 + (1 - \lambda)BDR_{it} + \phi DIV_{it} + \eta DIV_{it} * BDR_{it} + (\lambda\psi)Z_{it} + \vartheta_{it+1}$$

Model (2)

$$BDR_{i,t+1} = \alpha_0 + (1 - \lambda)BDR_{it} + \phi DEF_{it} + \eta DEF_{it} * BDR_{it} + (\lambda\psi)Z_{it} + \vartheta_{it+1}$$

To measure the speed of capital structure adjustment, based on the studies by Aflatouni et al. (2023) and Zou and Bai (2022), the integrated dynamic partial adjustment model (relation 1) was used:

Relation (1)

$$BDR_{it+1} - BDR_{it} = \lambda(BDR_{it+1}^* - BDR_{it}) + \zeta_{it+1}$$

λ is considered the adjustment speed. Due to the inclusion of the first lag of the dependent variable among the explanatory variables in dynamic panel research models, the System Generalized Method of Moments

(GMM) estimator is employed to fit the model. The following model is used to estimate λ :

Model(3)

$$\lambda_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q + \beta_2 SIZE + \beta_3 DIS \times BDR + \beta_4 DIV + \beta_5 DIV \times DFS + \beta_6 DIV \times EFS$$

Results and Discussion

By calculating the Pearson correlation coefficients between all variables, it was observed that the RD variable in Model (1) and the DEF variable in Model (2) exhibit high correlations with the explanatory variables but are uncorrelated with the error term. Therefore, they were selected as instrumental variables in the regression analysis.

Regarding the overall significance of Model (1), the F-statistic value of 12.493 suggests that the model effectively explains variations in the dependent variable—capital structure adjustment speed. Additionally, the coefficient of determination ($R^2 = 0.98$) confirms the model's excellent fit. The Kleibergen-Paap rk Wald F statistic of 4396, well above the threshold of 16.38, indicates strong instrument relevance. Furthermore, the significance of the Hansen J statistic confirms correct model specification and the validity of the instruments used.

In Model (1), the coefficient of the interaction term $DIV_it \times BDR_it$, valued at 1.42, is statistically significant, supporting the first research hypothesis: dividend policy significantly and directly influences the capital structure adjustment speed. In other words, companies with more defined dividend policies (i.e., consistent cash distribution) tend to adjust their capital structure more rapidly.

As for Model (2), the F-statistic value of 381.59 again indicates strong explanatory power. The model's high R^2 value further supports its goodness of fit. The weak identification test statistic exceeding the critical value confirms the appropriateness of the instruments, and the Hansen test again validates the model. The coefficient of $DEF_it \times BDR_it$, measured at -0.0002 , is statistically significant, demonstrating a negative effect of financing strategies on the speed of capital structure adjustment. This finding confirms the second research hypothesis.

Conclusion

The speed of capital structure adjustment reflects how quickly a firm moves toward its target capital structure by adjusting its debt and equity levels over a given period. This speed can vary based on internal policies and external conditions.

Results of the first hypothesis test show that dividend payments significantly affect the adjustment speed. Companies distributing lower cash dividends tend to adjust more slowly, while those paying higher dividends adjust more quickly. In essence, firms with explicit dividend policies may optimize their capital structures faster due to reduced agency conflicts. Dividend policies act as governance mechanisms that align managerial actions with shareholder interests. According to agency theory, managers might prioritize personal benefits, while shareholders focus on value maximization. By reducing retained earnings, dividend payments limit managerial discretion, curbing inefficient investment. This finding aligns with Zu and Bai (2022), although the direction of the effect differs.

These findings provide important implications for financial decision-makers, offering strategic insights into how dividend policy can enhance capital structure management, reduce risk, and build shareholder trust. By adjusting dividend policies, managers can influence the trajectory and speed of returning to the target capital structure. Investors may also use dividend policy clarity as a criterion for identifying firms with sound financial governance. Moreover, capital market policymakers can leverage these insights to design regulations that foster transparency and financial stability.

The results of the second hypothesis test indicate that over-reliance on external financing negatively affects the capital structure adjustment speed. Companies depending excessively on external funds (debt or equity) may face rising operational and financing costs, limiting their capacity for strategic investments and slowing adjustment. Furthermore, a heavy debt burden can reduce risk appetite and delay necessary structural changes. The opportunity cost of such financing decisions may divert firms from more efficient investments.

These findings support the pecking order theory, which posits that firms prefer internal funds first, followed by debt, and finally equity. Excessive external financing can impose financial stress, impeding timely adjustments to the capital structure. Therefore, it is recommended that managers prioritize internal resources and maintain transparent

communication with investors regarding financing strategies to build trust and enhance organizational credibility.

Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

Data available on request from the authors.

Acknowledgements

The authors would like to thank all participants in the present study.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism and misconduct.

Funding

This research didn't receive any specific grant from funding agencies in the public commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال نوزدهم، شماره ۷۵، پاییز ۱۴۰۵، صص ۳۷-۶۶

بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود و راهبرد تأمین مالی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه به روش GMM^۱

مریم سادات طباطبائی^۲، زهرا معصومی بیلندی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۳/۱۹ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۸/۲۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۸/۲۶ تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۱۰/۱۴

مقاله پژوهشی

نکات برجسته

- این پژوهش رابطه میان سیاست تقسیم سود، راهبرد تأمین مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه را بررسی می کند.
- با استفاده از داده های تابلویی و مدل GMM پویا، شواهدی از سرعت تعدیل نسبتاً بالا در شرکت های ایرانی به دست آمد.
- نتایج نشان می دهد راهبرد تأمین مالی و سیاست تقسیم سود اثر معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارند.
- نقش دارایی های نامشهود و فرصت های رشد در تقویت یا تضعیف این رابطه تأیید شد.
- یافته ها حاکی از آن است که هماهنگی بین سیاست های تقسیم سود و تأمین مالی، کارایی تعدیل ساختار سرمایه را بهبود می دهد.

چکیده

تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه و سیاست های تقسیم سود نقش مهمی در کاهش تضاد منافع و افزایش ارزش شرکت دارند. بررسی عوامل مؤثر بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه می تواند به بهبود مدیریت مالی و ارتقای کارایی بازار سرمایه کمک کند. هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود و راهبردهای تأمین مالی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت ها و ارائه مبنایی برای بهینه سازی ساختار سرمایه است. برای دستیابی به اهداف پژوهش تعداد ۱۷۵ شرکت پذیرفته شده در بازار سرمایه تهران طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ مورد بررسی قرار گرفت و از مدل پل پویا و برآورد گر گشتاورهای تعمیم یافته سیستمی برای تحلیل داده ها استفاده شد. نتایج نشان می دهد که سیاست تقسیم سود تأثیر مثبت و راهبرد تأمین مالی تأثیر منفی و معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارند. توزیع بالاتر سود باعث افزایش انگیزه سهامداران و کاهش تضاد منافع می شود در حالی که وابستگی زیاد به تأمین مالی خارجی به دلیل هزینه ها و ریسک های مالی سرعت این تعدیلات را کاهش می دهد. پژوهش نشان داد که سیاست تقسیم سود و کاهش وابستگی به تأمین مالی خارجی می تواند به افزایش سرعت تعدیل ساختار سرمایه کمک کند. این یافته ها به بهینه سازی ساختار سرمایه کمک می کند. این پژوهش علاوه بر توسعه نظریه های مالی پیشنهاداتی برای بهبود مدیریت سود و تأمین مالی ارائه می دهد که می تواند به شفافیت و پایداری مالی در شرکت ها کمک کند. همچنین تصمیم گیرندگان مالی را در جلب اعتماد سهامداران و طراحی راهبردهای تأمین مالی بهینه ترغیب می نماید.

واژه های کلیدی: سرعت تعدیل ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود، راهبرد تأمین مالی.

طبقه بندی موضوعی: M49

doi: 10.22034/jse.2025.12586.2371

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (m.tabatabaeian@pnu.ac.ir).

۳. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (z.masoumi@pnu.ac.ir).

حق انتشار این مستند متعلق به نویسندگان آن است. ۱۴۰۵ ©. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله

و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

استناد: طباطبائی، مریم؛ معصومی بیلندی، زهرا؛ (۱۴۰۵). بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود و راهبرد تأمین مالی بر سرعت تعدیل

ساختار سرمایه به روش GMM. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*. ۱۹ (۷۵)، ۳۷-۶۶.

https://doi.org/10.22034/jse.2025.12586.2371

Homepage: <https://journal.seo.ir>

مقدمه

سرعت تعدیل ساختار سرمایه یکی از مفاهیم کلیدی در حوزه مالی است که بر اساس نظریه توازن، نشان می‌دهد شرکت‌ها چگونه و با چه سرعتی ساختار سرمایه خود را به سمت سطح بهینه تعدیل می‌کنند. ساختار سرمایه به عنوان یکی از مهم‌ترین ارکان مؤثر بر ارزش شرکت و جهت‌گیری آن در بازار سرمایه شناخته می‌شود و تصمیم‌های مرتبط با آن از چالش‌برانگیزترین موضوعات در حوزه تأمین مالی است. بازده و ریسک شرکت‌ها در نتیجه نوع و ترکیب منابع مالی تغییر می‌کند؛ بنابراین تصمیم‌گیری درباره ساختار سرمایه که از پیچیده‌ترین وظایف مدیران مالی محسوب می‌شود، نقش مهمی در اعتبار و کارایی شرکت‌ها نزد نهادهای مالی دارد (حقیقی‌طلب، عباس‌زاده و صالحی، ۱۳۹۷). پس از طرح نظریه کلاسیک مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) درباره عدم ارتباط ساختار سرمایه و ارزش شرکت، نظریه‌های متعددی نظیر سود خالص، نمایندگی و علامت‌دهی شکل گرفتند که هر یک تلاش کردند رفتار تأمین مالی و تعدیل ساختار سرمایه را تبیین کنند. یافته‌های پژوهش‌ها نشان می‌دهد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، با در نظر گرفتن هزینه‌های انحراف از ساختار سرمایه هدف و هزینه‌های تعدیل، تنها زمانی اقدام به تعدیل می‌کنند که منافع حاصل از آن بیش از هزینه‌هایش باشد؛ از این رو نظریه توازن نقش محوری در تبیین سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد (رامشه، سلیمانی‌امیری و اسکندری، ۱۳۹۵).

در کنار این عوامل، توزیع سود نقدی نیز یکی از مؤلفه‌های تأثیرگذار بر تصمیم‌های مالی شرکت‌ها و ساختار سرمایه است. با این حال، پژوهش‌های فعلی بر روی سرعت تعدیل ساختار سرمایه اغلب رفتار توزیع سود نقدی را به عنوان یک متغیر اصلی در نظر می‌گیرند یا به عنوان محدودیت مالی تعریف می‌کنند که سازوکار ارتباط بین توزیع سود نقدی، تعدیل ساختار سرمایه و راهبرد تأمین مالی را نادیده می‌گیرد. اگر رفتار توزیع سود نقدی با فرضیه‌های جریان وجه نقد آزاد یا نظریه تونل‌زنی^۱ یا سایر نظریه‌ها هم‌خوانی داشته باشد، رفتار توزیع سود نقدی و فرآیند بهینه‌سازی ساختار سرمایه به طور اجتناب‌ناپذیری، اهداف متضادی خواهند داشت که منجر به تعدیل کندتر ساختار سرمایه می‌شود. از آنجایی که تقسیم سود بیشتر به معنای انصراف از تأمین مالی داخلی و انتخاب تأمین مالی از طریق بدهی یا حقوق صاحبان سهام با هزینه سرمایه

1. Tunneling Theory

نسبتاً بالاتر است (تقسیم سود بیشتر)، ممکن است منجر به فاصله گرفتن شرکت از ساختار سرمایه بهینه شود (زو و بای^۱، ۲۰۲۲). سرعت تعدیل ساختار سرمایه حاصل نظریه توازن است، زیرا شرکت باتوجه به توانایی مالی خود ساختار سرمایه را محاسبه کرده و به سمت آن حرکت می‌کند. تعیین ساختار سرمایه بهینه و نیل و سرعت دستیابی به آن از موضوع‌هایی است که حوزه ساختار سرمایه به آن توجه کرده است و باتوجه به آنکه ساختار سرمایه شرکت می‌تواند بر ارزش و اعتبار شرکت به طور مستقیم اثرگذار باشد (اردکانی، ایزدی و ایزدی، ۱۳۹۷)، در مباحث مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. همچنین تأثیر رفتار تقسیم سود سهام بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه مشخص نیست و لازم است به صورت تجربی مورد بررسی قرار گیرد. علاوه بر این برای حداکثرسازی ارزش شرکت باید در مورد بهترین سرمایه‌گذاری‌ها، ترکیب و نحوه تأمین مالی آن‌ها تصمیم‌گیری شود. تأمین مالی می‌تواند از طریق استفاده از بدهی یا ایجاد اهرم یا از طریق آورده سهامداران باشد. وجود بدهی در ساختار مالی شرکت‌ها از یک سو به دلیل اثرات مالیاتی موجب افزایش سود حسابداری و به تبع آن افزایش بازده سهام می‌شود و از سوی دیگر افزایش هزینه‌های بهره و احتمال عدم پرداخت بدهی‌ها در سررسید موجب افزایش ریسک مالی و در نتیجه کاهش قیمت بازار سهام شده که به تبع بازده سهام نیز کاهش می‌یابد (زو و بای، ۲۰۲۲). از این رو تعیین ترکیب بهینه ساختار سرمایه و تصمیم‌گیری در رابطه با تأمین منابع مالی مورد نیاز از جمله مسائلی است که بخش اعظمی از دغدغه‌های مدیران مالی شرکت‌ها را به خود اختصاص می‌دهد. بنابراین، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود و راهبرد تأمین مالی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه می‌پردازد.

نتایج این پژوهش به‌عنوان شواهد تجربی برای تأثیرات متفاوت توزیع سود نقدی و رفتار تأمین مالی در نظر گرفته می‌شود که سرنخ‌هایی برای بهینه کردن ساختار سرمایه ارائه می‌کند. یافته‌های مطالعات داخلی، مانند پژوهش‌های رامشه و همکاران (۱۳۹۵)، بیکدلو و خطیری (۱۳۹۶)، افلاطونی و نیکبخت (۱۳۹۶) و افلاطونی، خطیری و ایوانی (۱۴۰۲)، نشان می‌دهد که رفتار تقسیم سود و سرعت تعدیل ساختار سرمایه در شرکت‌های ایرانی تحت تأثیر اهرم واقعی، کسری وجوه نقد، کیفیت افشا و شرایط اقتصادی قرار دارد و بنابراین اهمیت بررسی این رابطه در محیط بازار سرمایه ایران برجسته است. این نتایج برای تصمیم‌گیران مالی شرکت‌ها سودمند

است، زیرا تنظیم رفتارها بر اساس شرایط بازار و استفاده از تقسیم سود برای جلب اعتماد سهامداران و تقویت ساختار سرمایه را ممکن می‌سازد. تحلیل تأثیر سیاست تقسیم سود بر ساختار سرمایه به ارزیابی بهتر ریسک و بازده و به حداقل رساندن ریسک‌های مالی کمک می‌کند. همچنین، این نتایج می‌تواند به تصمیم‌گیرندگان مالی و مدیران کمک کند تا استراتژی‌های تأمین مالی بهینه‌تری را طراحی کنند و بر تأثیرات منفی ریسک‌های مالی توجه داشته باشند. بدین ترتیب، پژوهش حاضر علاوه بر ارائه شواهد تجربی در بازار ایران، نوآوری و دانش‌افزایی در حوزه مدیریت ساختار سرمایه و سیاست‌های تقسیم سود در محیط‌های اقتصادی با ویژگی‌های مشابه را نیز فراهم می‌کند.

در ادامه پس از ذکر مبانی نظری و تجربی پژوهش، فرضیه‌های اصلی پژوهش مطرح شده‌است و در بخش روش پژوهش با معرفی مراحل انجام آزمون‌های آماری روش پاسخ‌گویی به سوالات پژوهش ارائه و سپس در بخش یافته‌ها نتایج حاصل از آزمون‌های آماری ارائه و توضیح داده شده‌است. در نهایت در بخش نتایج و پیشنهادها، به تفسیر، تحلیل و مقایسه نتایج حاصل شده و ارائه پیشنهادهایی به گروه‌های ذینفع پرداخته شده‌است.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

سرعت تعدیل ساختار سرمایه یکی از مفاهیم بنیادین در حوزه مالی و از شاخص‌های کلیدی سنجش رفتار پویای شرکت‌ها در مدیریت ساختار سرمایه است. بر اساس نظریه توازن، هر شرکت سطحی از اهرم مالی را به عنوان ساختار سرمایه هدف تعیین می‌کند و هرگونه انحراف از آن به معنای کاهش ارزش شرکت تلقی می‌شود. در این چارچوب، شرکت‌ها برای حفظ ارزش و کارایی خود، تمایل دارند در بلندمدت به سطح هدف ساختار سرمایه بازگردند؛ با این حال، وجود هزینه‌های تعدیل مانع از بازگشت فوری می‌شود و موجب می‌گردد سرعت تعدیل ساختار سرمایه میان شرکت‌ها متفاوت باشد (زو و بای، ۲۰۲۲).

در نظریه توازن پویا، تصمیم‌گیری در خصوص ساختار سرمایه نه به صورت مقطعی، بلکه در یک افق زمانی و در تعامل با تصمیمات سرمایه‌گذاری، سیاست تقسیم سود و تأمین مالی انجام می‌شود. این نظریه بر نقش هزینه‌های تعدیل تأکید دارد؛ به گونه‌ای که شرکت‌ها تنها زمانی اقدام به اصلاح ساختار سرمایه می‌کنند که منافع تعدیل بیش از هزینه‌های آن باشد. بنابراین،

هرچه هزینه‌های تعدیل بیشتر باشد، فاصله شرکت از سطح بهینه طولانی‌تر و سرعت تعدیل کمتر خواهد بود (فاما و فرنچ^۱، ۲۰۰۲).

عوامل گوناگونی می‌توانند بر سرعت تعدیل اثرگذار باشند. از جمله، محدودیت‌های مالی، ریسک‌های محیطی و نهادی، و ویژگی‌های خاص شرکت مانند اندازه، نقدینگی و فرصت‌های رشد. نگوین، هاین و لون^۲ (۲۰۲۵) بیان کرده‌اند که محدودیت مالی شرکت‌ها، به‌ویژه در شرایط عدم دسترسی به منابع مالی خارجی، از مهم‌ترین عوامل کاهنده سرعت تعدیل است. در سطح کلان‌تر، پژوهش‌های متعددی همچون محمود، شیر و محمود^۳ (۲۰۲۵) نشان داده‌اند که سرعت تعدیل نه تنها تحت تأثیر ویژگی‌های درون‌شرکتی، بلکه متأثر از نهادهای اقتصادی و محیطی کشورها نیز هست. یافته‌های پژوهش‌های جدید نیز ابعاد پویاتری از این پدیده را آشکار کرده‌اند. به عنوان مثال، تیان، ژانگ و رن^۴ (۲۰۲۰) دریافتند مالی‌سازی^۵ بیش از حد شرکت‌ها موجب کاهش سرعت تعدیل و افزایش ریسک سقوط سهام می‌شود. همچنین راوال، ماهاکود و اچری^۶ (۲۰۲۵) نشان دادند که کاهش ریسک‌های کلان اقتصادی موجب افزایش سرعت تعدیل در سطح ملی می‌شود. از سوی دیگر، شرکت‌های کوچک‌تر به دلیل محدودیت منابع و مشکلات اطلاعاتی معمولاً سرعت تعدیل پایین‌تری دارند (سو و ژنگ^۷، ۲۰۲۵).

در پژوهش‌های داخلی نیز شواهد مشابهی به دست آمده است. رامشه و همکاران (۱۳۹۵) نشان دادند شرکت‌هایی که اهرم واقعی‌شان از سطح هدف بالاتر است، برای حذف شکاف مالی با سرعت بیشتری تعدیل می‌کنند. بیکدلو و خطیری (۱۳۹۶) دریافتند افزایش انحراف از ساختار سرمایه بهینه، منجر به افزایش سرعت تعدیل می‌شود و افلاطونی و نیکبخت (۱۳۹۶) نیز نشان دادند که کیفیت بالاتر افشای اطلاعات مالی با افزایش سرعت تعدیل همراه است. همچنین، در سال‌های اخیر مشاهده شده است که بحران‌هایی مانند همه‌گیری کووید-۱۹ موجب افزایش سرعت تعدیل در شرکت‌ها، به‌ویژه در صنایع آسیب‌پذیرتر شده است (افلاطونی، خطیری و ایوانی، ۱۴۰۲؛ اسماعیل‌پور و همکاران، ۱۴۰۲).

1. Fama & French
2. Nguyen, Huynh & Luu
3. Mahmood, Shabbir & Mahmood
4. Tian, Zhang & Ren
5. Financialization
6. Rawal, Mahakud & Achary
7. Su & Zheng

بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که سرعت تعدیل ساختار سرمایه، حاصل تعامل میان عوامل درون‌سازمانی (همچون سیاست‌های مالی شرکت) و عوامل برون‌سازمانی (نظیر شرایط بازار و اقتصاد کلان) است. یکی از مهم‌ترین سیاست‌های درون‌سازمانی که می‌تواند بر سرعت تعدیل تأثیر بگذارد، سیاست تقسیم سود است.

سیاست تقسیم سود به عنوان یکی از اساسی‌ترین تصمیمات مالی، نه تنها بر میزان نقدینگی در اختیار سهامداران اثر می‌گذارد، بلکه از دیدگاه نظری، پیامی درباره وضعیت مالی شرکت، انتظارات مدیران و چشم‌انداز رشد آینده منتقل می‌کند. بر اساس نظریه مودیانی (۱۹۵۸)، در بازاری کامل، سیاست تقسیم سود نباید بر ارزش شرکت اثر بگذارد؛ اما وجود مالیات، هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی این فرضیه را در عمل نقض می‌کند.

مطابق فرضیه جریان نقد آزاد، پرداخت سود سهام می‌تواند مکانیزمی برای کاهش رفتار فرصت‌طلبانه مدیران باشد، زیرا با توزیع وجوه نقد در میان سهامداران، منابعی که می‌تواند در پروژه‌های غیرمولد یا شخصی هزینه شود، محدود می‌گردد (لیو و ژانگ^۱، ۲۰۱۲). در مقابل، فرضیه تونل‌زنی بیان می‌کند که سهامداران عمده ممکن است از سیاست تقسیم سود برای انتقال منابع شرکت به نفع خود استفاده کنند و به این ترتیب، منافع سهامداران خرد را کاهش دهند.

سیاست تقسیم سود همچنین با ساختار سرمایه شرکت در ارتباط است. پرداخت سود نقدی از محل منابع داخلی، موجب کاهش وجوه در دسترس برای سرمایه‌گذاری و در نتیجه، افزایش احتمال اتکا به بدهی یا انتشار سهام برای تأمین مالی فعالیت‌ها می‌شود. از سوی دیگر، کاهش سود تقسیمی می‌تواند منابع داخلی بیشتری را برای شرکت باقی بگذارد و هزینه‌های تأمین مالی خارجی را کاهش دهد. این رابطه متقابل میان تقسیم سود و ساختار سرمایه باعث می‌شود که سیاست تقسیم سود بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأثیرگذار باشد.

زو و بای (۲۰۲۲) در پژوهش خود نشان دادند که کاهش پرداخت سود نقدی به‌ویژه در شرکت‌هایی با محدودیت مالی بالا، منجر به افزایش منابع داخلی و در نتیجه افزایش سرعت تعدیل ساختار سرمایه می‌شود. به همین ترتیب، مطالعات دیگری تأکید کرده‌اند که شرکت‌های دارای سیاست تقسیم سود منعطف‌تر، با سهولت بیشتری می‌توانند ساختار سرمایه خود را به سطح هدف نزدیک کنند.

از دیدگاه نظری، تصمیمات مربوط به تقسیم سود و تعدیل ساختار سرمایه هر دو در حوزه مدیریت مالی شرکت و در چارچوب هدف اصلی یعنی حداکثرسازی ارزش شرکت قرار دارند. از این رو، انتظار می‌رود تغییر در سیاست تقسیم سود، به‌ویژه در شرایطی که منابع مالی شرکت محدود است، بتواند به‌صورت مستقیم بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه اثرگذار باشد. با توجه به مبانی نظری و شواهد تجربی مرور شده، می‌توان بیان کرد که سیاست تقسیم سود یکی از عوامل کلیدی در تعیین میزان و جهت تعدیل ساختار سرمایه است و تغییر در الگوی پرداخت سود می‌تواند به افزایش یا کاهش سرعت تعدیل منجر شود. بر همین اساس، فرضیه نخست پژوهش به‌صورت زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد. بر اساس مبانی نظری پیشین، تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه از جمله چگونگی تأمین مالی، از مهم‌ترین موضوعات در حوزه راهبردهای مالی شرکت‌ها به‌شمار می‌رود. یکی از نظریه‌های اصلی در این زمینه، نظریه توازن است که بیان می‌کند ساختار سرمایه بهینه در نقطه‌ای حاصل می‌شود که منافع نهایی ناشی از سپر مالیاتی برابر با هزینه‌های نهایی ورشکستگی باشد. انحراف از این نقطه موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود و شرکت‌ها در جهت بازگشت به سطح هدف، ساختار سرمایه خود را تعدیل می‌کنند. با این حال، وجود هزینه‌های تعدیل و موانع نهادی باعث می‌شود که شرکت‌ها نتوانند به سرعت به ساختار هدف بازگردند. سرعت تعدیل ساختار سرمایه، میزان واکنش شرکت در برابر این انحراف را نشان می‌دهد و تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل مالی، نهادی و تصمیمات مدیریتی قرار دارد. یکی از مهم‌ترین این عوامل، نوع و ترتیب راهبرد تأمین مالی شرکت است.

در نظریه سلسله‌مراتبی، شرکت‌ها تأمین مالی داخلی را بر سایر منابع ترجیح می‌دهند و تنها در صورت ناکافی بودن منابع داخلی، به بدهی یا انتشار سهام روی می‌آورند. این ترتیب تأمین مالی، نشان‌دهنده نقش حیاتی تصمیمات تأمین مالی در فرآیند تعدیل ساختار سرمایه است. شرکت‌هایی که با محدودیت منابع داخلی روبه‌رو هستند، ناگزیرند از بدهی‌های جدید یا انتشار سهام برای جبران کسری وجوه استفاده کنند و در نتیجه، ممکن است مسیر و سرعت تعدیل آن‌ها با شرکت‌هایی که منابع داخلی کافی دارند، متفاوت باشد. از این رو، راهبرد تأمین مالی می‌تواند جهت و شدت تعدیل ساختار سرمایه را تعیین کند.

از منظر نظریه زمان‌بندی بازار نیز تصمیمات تأمین مالی با شرایط بازار و فرصت‌های قیمتی ارتباط دارد. زمانی که ارزش بازار سهام افزایش می‌یابد، مدیران تمایل دارند از طریق انتشار سهام تأمین مالی کنند تا هزینه سرمایه کاهش یابد. در مقابل، در شرایط رکود بازار یا کاهش قیمت سهام، بدهی به عنوان گزینه‌ای مطلوب‌تر تلقی می‌شود. این رفتارهای تأمین مالی در طول زمان می‌توانند موجب انحراف از ساختار هدف شوند و در دوره‌های بعدی، شرکت ناچار است برای بازگشت به سطح بهینه، تعدیل‌هایی در ساختار سرمایه انجام دهد. بنابراین، انتخاب نوع تأمین مالی نه تنها بر ساختار فعلی سرمایه اثرگذار است، بلکه نقش تعیین‌کننده‌ای در سرعت و جهت بازگشت شرکت به ساختار هدف دارد.

به‌طور کلی، راهبرد تأمین مالی می‌تواند بیانگر سیاست کلی شرکت در مواجهه با منابع سرمایه باشد. شرکت‌هایی که از منابع خارجی با هزینه بالا استفاده می‌کنند، معمولاً تعدیل کندتری دارند، زیرا هزینه‌های صدور اوراق یا استقراض موجب افزایش اصطکاک مالی و کاهش تمایل به بازگشت سریع به ساختار هدف می‌شود. در مقابل، شرکت‌هایی که ترکیبی متوازن از منابع داخلی و بدهی‌های کم‌ریسک دارند، انعطاف‌پذیری بیشتری در مدیریت ساختار سرمایه خود نشان می‌دهند و سرعت تعدیل بالاتری خواهند داشت. بررسی‌های بین‌المللی نشان می‌دهد تمرکز تأمین مالی (از جمله تمرکز تأمین‌کنندگان) می‌تواند کانال‌های نظارتی و اطلاعاتی ایجاد کند که در برخی شرایط منجر به افزایش سرعت تعدیل می‌شود؛ برای مثال، مطالعاتی که بر تمرکز تأمین‌کنندگان و اثر آن بر سرعت تعدیل تمرکز کرده‌اند، رابطه مثبت میان تمرکز تأمین‌کنندگان و سرعت تعدیل را گزارش کرده‌اند و نشان داده‌اند این اثر در شرکت‌های دارای اهرم بیش از حد و در شرکت‌هایی که قدرت چانه‌زنی بالاتری نسبت به تأمین‌کنندگان دارند، قوی‌تر است (لیو، وو، روان و کسر^۱، ۲۰۲۴).

شواهد تجربی نیز این رابطه را تأیید کرده‌اند. فلائری و رانگان^۲ (۲۰۰۶) در مدل پویا نشان دادند که تصمیمات تأمین مالی و انتخاب ترکیب منابع سرمایه، از عوامل اساسی در تعیین سرعت تعدیل ساختار سرمایه هستند. همچنین پژوهش تیان، ژانگ و رن (۲۰۲۰) بیانگر آن است که مالی‌سازی شرکت‌ها و افزایش تمرکز بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مالی، موجب کندی در تعدیل ساختار سرمایه می‌شود؛ زیرا این رویکرد تمایل شرکت را به بازگشت به ساختار هدف کاهش می‌دهد.

1. Liu, Wu, Ruan & Kassar

2. Flannery & Rangan

از منظر بازارهای نوظهور، محدودیت در دسترسی به منابع مالی، به ویژه در شرکت‌هایی با مشکلات نقدینگی، می‌تواند مانعی مهم در مسیر تعدیل ساختار سرمایه باشد. نتایج پژوهش نگوین، هاین و لون (۲۰۲۵) در ویتنام نشان داد که محدودیت‌های مالی تأثیر منفی معناداری بر سرعت تعدیل دارد. یافته‌های مشابهی در مطالعات داخلی نیز مشاهده شده است؛ به گونه‌ای که رامشه و همکاران (۱۳۹۵) گزارش کردند شرکت‌هایی که با کسری وجوه نقد مواجه هستند، در صورت اهرم بالاتر از هدف، تعدیل سریع‌تری را تجربه می‌کنند. به علاوه، شرکت‌هایی که راهبرد تأمین مالی کارآمدتری دارند، معمولاً از سرعت تعدیل بالاتری برخوردارند، زیرا می‌توانند با هزینه کمتر و دسترسی بیشتر به منابع، ساختار سرمایه خود را به‌روزرسانی کنند.

در نهایت، با توجه به مبانی نظری و شواهد تجربی، می‌توان نتیجه گرفت که راهبرد تأمین مالی یکی از عوامل کلیدی در تبیین تفاوت‌های مشاهده‌شده در سرعت تعدیل ساختار سرمایه میان شرکت‌هاست. انتخاب نوع منبع مالی، هزینه‌های مرتبط با آن، شرایط بازار و محدودیت‌های نهادی، همگی بر توانایی و تمایل شرکت برای بازگشت به سطح بهینه ساختار سرمایه اثر گذارند. بر این اساس، انتظار می‌رود راهبرد تأمین مالی شرکت‌ها بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأثیر معناداری داشته باشد.

فرضیه دوم: راهبرد تأمین مالی تأثیر معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۲ می‌باشد. برای دستیابی به مجموعه‌ای از مشاهدات قابل مقایسه و همگن از سال - شرکت‌های مورد بررسی، جامعه آماری پژوهش شامل آن دسته از شرکت‌هایی است که در بازه زمانی مورد بررسی حائز شرایط جدول (۱) باشند:

جدول ۱. فرآیند حذف سیستماتیک

ردیف	شرط اعمال شده	
	مشاهدات	کل مشاهدات
۱	برای ایجاد قابلیت مقایسه و کنترل اثر چرخه‌های تجاری، پایان سال مالی شرکت‌ها منطبق با پایان اسفند ماه باشد	۱۰۰۲۰
۲	جهت کنترل اثر تفاوت در قوانین و استانداردهای حسابداری، عضو هلدینگ، لیزینگ، صنایع بانکی، بیمه‌ای و سرمایه‌گذاری‌های مالی نباشد.	(۲۵۷۷)
۳	برای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش داده‌های شرکت‌ها در دسترس باشد.	(۲۶۳۱)
	تعداد نهایی مشاهدات	(۳۰۶۲)
		۱۷۵۰

با در نظر گرفتن شروط فوق، تعداد ۱۷۵۰ مشاهده باقی ماند و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل GMM^۱ استفاده شد. برای حذف اثر داده‌های پرت نیز مشاهدات بالاتر (پایین‌تر) از صدک ۹۹ (صدک ۱) حذف گردید. برای آزمون فرضیه اول و دوم، بر اساس پژوهش زو و بای (۲۰۲۲) و افلاطونی و همکاران (۱۴۰۲)، مدل رگرسیون (۱) و (۲) به ترتیب آزمون گردید:

مدل (۱)

$$BDR = \alpha_0 + (1 - \lambda)BDR_{it} + \phi DIV_{it} + \eta DIV_{it} * BDR_{it} + (\lambda\psi)Z_{it} + \vartheta_{it+1}$$

مدل (۲)

$$BDR = \alpha_0 + (1 - \lambda)BDR_{it} + \phi DEF_{it} + \eta DEF_{it} * BDR_{it} + (\lambda\psi)Z_{it} + \vartheta_{it+1}$$

در این مدل‌ها متغیر وابسته، سرعت تعدیل ساختار سرمایه هدف (BDR) است که برای اندازه‌گیری آن بر اساس مطالعه افلاطونی و همکاران (۱۴۰۲) و زو و بای (۲۰۲۲)، از مدل تعدیل جزئی یکپارچه پویا (رابطه ۱) استفاده گردید:

$$BDR_{it+1} - BDR_{it} = \lambda(BDR^*_{it+1} - BDR_{it}) + \zeta_{it+1} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن، λ معرف درصد انحراف ساختار سرمایه از ساختار هدف است که شرکت آن را در طول دوره مالی رفع می‌کند. لذا، λ به عنوان سرعت تعدیل^۲ در نظر گرفته می‌شود. به دلیل وجود وقفه نخست متغیر وابسته که در مدل‌های پژوهشی از نوع پنل پویا در جمع متغیرهای توضیحی وجود دارد، از برآوردگر گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی به منظور برازش مدل استفاده می‌شود. برای تخمین λ از مدل زیر استفاده می‌شود:

مدل (۳)

$$\lambda_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q + \beta_2 SIZE + \beta_3 DIS \times BDR + \beta_4 DIV + \beta_5 DIV \times DFS + \beta_6 DIV \times EFS$$

در این مدل DFS عبارت است از نسبت رشد بدهی به رشد کل دارایی‌ها، EFS نسبت رشد سهام انتشار یافته به رشد کل دارایی‌ها و سایر متغیرها نیز در ادامه توضیح داده خواهند شد.

1. Generalized Method of Moments

2. Adjustment speed

در رابطه (۱)، $BDR_{i,t+1}$ ساختار سرمایه هدف را نشان می‌دهد. اگر یک شرکت ترتیب خاصی برای تأمین مالی داشته باشد، ابتدا از منابع داخلی خود تأمین مالی می‌کند و سپس بدهی ایمن صادر می‌کند و آخرین راه حل، سهام است. به دلیل آنکه بر اساس تئوری سلسله مراتب، کسری منابع مالی یک شرکت تغییرات همزمان در نسبت بدهی آن را توضیح می‌دهد، این متغیر برای هر دوره از طریق تقسیم (تسهیلات مالی جاری + تسهیلات مالی بلندمدت) بر کل دارایی‌ها در دوره $t + 1$ ، محاسبه می‌شود (فلانری و رانگان، ۲۰۰۶؛ زو و بای، ۲۰۲۲).

متغیر مستقل در مدل اول سیاست تقسیم سود (DIV) و در مدل دوم راهبرد تأمین مالی (DEF) است. سیاست تقسیم سود، یک متغیر دومی با مقدار ۱ در صورت توزیع شدن سود نقدی و صفر در صورت توزیع نشدن آن است. راهبرد تأمین مالی نیز با پیروی از مطالعه زو و بای (۲۰۲۲) و بر اساس تئوری سلسله مراتب به صورت (سود سهام پرداخت شده + سرمایه‌گذاری + تغییر در سرمایه در گردش - جریان نقدی عملیاتی) تقسیم بر کل دارایی، محاسبه می‌شود. نماد Z_{it} نیز بردار متغیرهای تبیین کننده ساختار سرمایه هستند که شامل ۶ متغیر به شرح زیر است:

EBIT: سود قبل از بهره و مالیات (کل دارایی / سود قبل از بهره و مالیات)؛

Q: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری ((بدهی‌های دفتری + ارزش دفتری حقوق صاحبان

سهام) / (بدهی‌های دفتری + ارزش بازار حقوق صاحبان سهام)؛

DEP: هزینه استهلاک به عنوان نسبتی از کل دارایی‌ها؛

FA: نسبت دارایی ثابت (کل دارایی / دارایی‌های ثابت)؛

RD: دارایی نامشهود به عنوان نسبتی از کل دارایی‌ها؛

SIZE: اندازه شرکت (لگاریتم کل دارایی‌ها).

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیون (۱) استفاده می‌شود. در این مدل، λ سرعت تعدیل ساختار سرمایه در صورت عدم توزیع سود نقدی و $1 - \lambda$ سرعت تعدیل ساختار سرمایه در صورت توزیع سود نقدی بین سهامداران را نشان می‌دهد. بنابراین، مثبت (منفی) و معنادار بودن ضریب متغیر $BDR_{it} * DIV_{it}$ بیانگر تأثیر توزیع سود نقدی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه است.

فرضیه دوم از طریق مدل رگرسیون (۲) آزمون می‌شود. در این مدل ضریب رگرسیونی λ سرعت تعدیل از ساختار سرمایه واقعی به ساختار سرمایه هدف را می‌سنجد و توضیح می‌دهد

که چگونه شرکت راهبرد مالی خود را اعمال می کند (زو و بای، ۲۰۲۲). ضریب رگرسیونی η شاخص رفتار زمان بندی بازار در تعدیل ساختار سرمایه است. بر اساس تئوری سلسله مراتب، چون تأمین منابع مالی به ترتیب از منابع داخلی، سپس بدهی و در نهایت از طریق انتشار سهام تأمین می شود، تأمین مالی یک شرکت با تغییرات همزمان در متغیر وابسته یا (BDR) همراه است. در این مدل، آزمون فرضیه دوم از طریق بررسی معناداری ضرایب مرتبط با متغیر راهبرد تأمین مالی (DEF_{it}) و جمله تعاملی آن با متغیر وابسته انجام می شود. بنابراین، مثبت (منفی) و معنادار بودن ضریب جمله تعاملی نشان دهنده افزایش (کاهش) سرعت تعدیل در اثر تغییر راهبرد تأمین مالی است.

یافته های پژوهش

پس از جمع آوری داده های مربوط به محاسبه متغیرهای پژوهش و اندازه گیری متغیرها، بررسی و تجزیه و تحلیل داده ها صورت گرفت. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش، شامل شاخص های مرکزی و پراکندگی در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	lambda	BDR	DIV	DEF	EBIT	SIZE	Q	FA	RD	DEP
میانگین	۰/۰۴	۰/۵۱	۱	۰/۲۶	۰/۱۳	۶/۸۵	۰	۰/۲۳	۰	۰/۰۲
میانه	۰/۰۴	۰/۵	۱	۰/۲۵	۰/۱۲	۶/۸۲	۰	۰/۲۱	۰	۰/۰۲
انحراف معیار	۰/۰۱	۰/۱۲	۰	۰/۱۵	۰/۰۸	۰/۳۳	۰	۰/۱	۰	۰/۰۱
ماکزیمم	۰/۰۶	۷	۱	۰/۵۴	۰/۲۹	۷/۵۲	۰	۰/۴۴	۰	۰/۰۴
مینیمم	۰/۰۲	۰/۳	۰	۰/۰۳	-۰/۰۲	۶/۳۲	۰	۰/۰۹	۰	۰
چولگی	۰/۱۲	۰/۰۲	۰	۰/۲۲	۰/۴۳	۰/۱۸	۰/۸۶	۰/۴۳	۱/۶۸	۰/۳۷
کشیدگی	۱/۹۳	۱/۹۱	۰	۱/۷۹	۲/۰۶	۱/۹۴	۲/۹	۲/۰۶	۴/۷۹	۱/۹۲

باتوجه به اینکه خروجی آمار توصیفی بیانگر نزدیک بودن شاخص میانگین و میانه برای اغلب متغیرهاست و چولگی و کشیدگی آن ها در بازه (۲ و -۲) قرار دارند، می توان به متقارن و نرمال بودن توزیع متغیرهای پژوهش پی برد.

مقدار میانگین λ نشان می دهد که شرکت ها به طور متوسط ۴٪ از ساختار سرمایه هدف خود فاصله دارند و به دلیل انحراف معیار پایین آن شرکت ها به نسبت نزدیک به ساختار سرمایه هدف

خود هستند و انحرافات زیادی وجود ندارد. میانگین $۰/۵۱$ برای متغیر BDR با انحراف معیار پایین نشان می‌دهد شرکت‌ها تا حدی سریع به سمت ساختار سرمایه هدف خود حرکت می‌کنند. باتوجه به ۱ بودن میانگین متغیر DIV می‌توان نتیجه گرفت که اکثر شرکت‌ها در نمونه سود تقسیم می‌کنند و انحراف معیار پایین هم به این معنی است که اکثر شرکت‌های نمونه سیاست یکسانی در تقسیم سود دارند. میانگین $۰/۲۶$ برای متغیر DEF با انحراف معیار کم نشان می‌دهد که شرکت‌ها تمایل دارند به یک استراتژی خاص تأمین مالی پایبند باشند. باتوجه به میانگین ۱۳% برای EBIT شرکت‌ها به طور متوسط سودآور هستند، اما چون کشیدگی آن منفی است، توزیع سودها کمی به سمت مقادیر پایین‌تر متمایل است. میزان انحراف معیار و چولگی متغیر SIZE نیز اندازه شرکت‌ها در نمونه را نسبتاً همگن نشان می‌دهد. میانگین بسیار پایین (نزدیک صفر که در جدول صفر نوشته شده) متغیر Q نشان می‌دهد که بازار به ارزش دفتری شرکت‌ها اعتماد ندارد یا انتظار رشد کمی از آن‌ها دارد. همچنین میانگین $۰/۲۳$ متغیر FA نشان از استفاده بخش قابل توجهی از دارایی‌های ثابت نسبت به کل دارایی‌ها را دارد و مقدار بسیار پایین میانگین متغیر RD نشان می‌دهد دارایی‌های نامشهود در ساختار دارایی شرکت‌ها نقش بسیار کمی دارند. در نهایت میانگین ۲% برای متغیر DEP حاکی از پایین بودن میزان هزینه استهلاک در شرکت‌ها است.

ضریب همبستگی پیرسون نیز به منظور تعیین متغیرهایی که لازم است به عنوان ابزار تحلیل در نظر گرفته شوند با اندازه‌گیری میزان، نوع و جهت رابطه بین متغیرهای مورد بررسی با متغیر وابسته محاسبه و نتایج آن در جدول (۳) ارائه شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود متغیر RD بدون آنکه با جمله خطا همبستگی داشته باشد، همبستگی بالایی با متغیر توضیحی $DIV*BDR$ دارد و بنابراین در تحلیل رگرسیون مدل (۱) به عنوان ابزار تحلیل انتخاب می‌شود. دلیل همبستگی مثبت بین نسبت RD و متغیر توضیحی ممکن است علامت‌دهی مثبت توزیع سود نقدی به بازار توسط شرکت‌هایی باشد که دارایی نامشهود بالا دارند، مبنی بر اینکه جریان‌های نقدی پایدار است و نیاز فوری به تأمین مالی خارجی ندارند. این شرکت‌ها با توزیع سود نقدی نسبت دارایی‌های نامشهود خود را نیز تقویت می‌کنند. از آنجایی که این شرکت‌ها تمایل کمتری به استفاده از بدهی در تأمین مالی دارند، سعی می‌کنند با علامت‌دهی مثبت اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب و در صورت ایجاد بدهی بیشتر، سریع‌تر اقدام به تعدیل آن کنند. در مدل

(۲) نیز متغیر DEF حائز چنین شرایطی است. دلیل آن حضور متغیر DEF در اندازه گیری مقدار متغیر توضیحی DEF*BDR است.

جدول ۳. نتایج آزمون ضریب همبستگی

	$(1 - \lambda)BDR$	Q	FA	EBIT	SIZE	RD
$(1 - \lambda)BDR$	۱					
Q	۰/۰۰	۱				
	۰/۹۸					
FA	-۰/۰۱	-۰/۰۱	۱			
	۰/۶۳	۰/۷۶				
EBIT	۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۰۶	۱		
	۰/۲۲	۰/۳۳	۰/۰۶			
SIZE	-۰/۰۶	۰/۰۲	۰/۰۴	۰/۱۴	۱	
	۰/۰۴	۰/۴۹	۰/۲۵	۰/۰۰		
RD	۰/۹۴	۰/۰۰	-۰/۰۲	۰/۰۴	۰/۰۱	۱
	۰/۰۰	۰/۹۷	۰/۶۲	۰/۲۳	۰/۶۳	
DEP	-۰/۰۷	-۰/۰۱	۰/۲۵	۰/۳۱	-۰/۰۲	-۰/۰۲
	۰/۰۲	۰/۸۵	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۶۰	۰/۵۸
DIV	۰/۰۲	۰/۰۱	-۰/۰۱	۰/۲۸	۰/۰۹	۰/۰۲
	۰/۵۵	۰/۷۰	۰/۸۴	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۵۹
DEF	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۵	-۰/۰۱	-۰/۰۶	۰/۰۰
	۰/۹۴	۰/۹۷	۰/۰۹	۰/۷۰	۰/۰۴	۰/۹۱
DIV*BDR	۰/۹۳	۰/۰۰	-۰/۰۲	۰/۰۶	۰/۰۲	۰/۹۹
	۰/۰۰	۰/۹۴	۰/۶۰	۰/۰۶	۰/۵۶	۰/۰۰
DEF*BDR	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۵	-۰/۰۱	-۰/۰۶	۰/۰۰
	۰/۹۵	۰/۹۷	۰/۰۹	۰/۷۲	۰/۰۵۲	۰/۸۹
residuals	-۰/۱۸	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
	۰/۰۰	۱	۱	۱	۱	۱

ادامه جدول ۳. نتایج آزمون ضریب همبستگی

	DEP	DIV	DEF	DIV*BDR	DEF*BDR	residuals
DEP	۱					
DIV	-۰/۰۱	۱				
	۰/۶۶					
DEF	۰/۰۳	۰/۰۱	۱			
	۰/۳۲	۰/۶۷				
DIV*BDR	۰/۰۲	۰/۰۵	۰/۰۰	۱		

	DEP	DIV	DEF	DIV*BDR	DEF*BDR	residuals
	۰/۶۰	۰/۰۹	۰/۹۲			
DEF*BDR	۰/۰۳	۰/۰۱	۱	۰/۰۱	۱	
	۰/۳۰	۰/۶۸	۰/۰۰	۰/۸۶		
residuals	۰/۰۰	۰/۰۳	۰/۰۰	۰/۱۰	۰/۰۰	۱
	۱	۰/۴۱	۰/۹۲	۰/۰۰	۰/۹۴	

پس از تعیین ابزارها، برای بررسی فرضیه اول مدل رگرسیون (۱) آزمون گردید و نتایج زیر حاصل شد:

جدول ۴. نتیجه آزمون فرضیه اول

تعداد مشاهدات = ۱۰۳۴			F(8, 1025) = 423/52		
SS ۲۵۶۸۳/۹۵۸۸۵ = (متمرکز)			جمع کل Prob > F = 0/0000		
SS ۲۶۳۳۶/۴۷۸۲۸ = (غیر متمرکز)			R ² متمرکز = ۰/۹۸۷۷		
SS ۳۱۶/۷۷۸۲۷۸ = باقی مانده			R ² غیر متمرکز = ۰/۹۸۸۰		
			جذر میانگین مربعات خطا = ۰/۵۵۳۵		
BDR	ضرایب	خطای استاندارد	z	P>z	[فاصله اعتماد 95%]
DIV * BDR	1/42۲	۰/1364	10/42	0/000	1/154 1/68۹
DIV	-1/096	۰/11	-9/62	0/000	-1/32 -۰/87
DEP	-1/14	۰/53	-2/13	0/033	-2/19 -۰/092
(1 - λ)BDR	-/00009	/00003	-3/12	0/002	-/00015 -/00003
EBIT	-۰/173	۰/088	-1/97	0/049	-۰/34 -۰/0005
Q	4/6e-08	1/5e-08	3/0	/002	1/6e-08 7/5e-08
FA	/052	۰/03	1/74	0/081	-۰/006 ۰/11
SIZE	-/۱۱	۰/05	-2/16	0/030	-۰/2 -۰/01
عرض از مبدأ	۱/۴۶	۰/۳۳	4/45	۰/۰۰۰	۰/81 2/1
آزمون شناسایی ضعیف (آمار والد کلاهیبرگن-پاپ): ۴۳۹۶ / ۶۳۳					
(rk): 70/339 آمار والد کلاهیبرگن-پاپ					
IV 16/38 آستانه‌های شناسایی ضعیف استاک-یوگو: ۱۰٪ حداکثر اندازه					
آمار هانسن (آزمون اضافه‌سازی همه ابزارها): ۰۰۰/۰					
(معادله به‌طور دقیق شناسایی شده‌است)					

باتوجه به معناداری کل مدل و آماره F که معادل ۴۲۳/۵۲ است، می‌توان بیان نمود که به طور کلی مدل می‌تواند تغییرات در متغیر وابسته (سرعت تعدیل ساختار سرمایه) را به خوبی توضیح دهد. مقدار ضریب تعیین (۰/۹۸) نیز مؤید برازش بسیار خوب مدل است. آماره آزمون شناسایی ضعیف (والد کلاهیبرگن-پاپ) با مقدار ۴۳۹۶ که بالاتر از حد آستانه (۱۶/۳۸) است

بررسی فرضیه دوم نیز با آزمون مدل رگرسیونی (۲) صورت گرفت و نتایج زیر بدست آمد:

تعداد مشاهدات = ۱۰۳۴			F(۹, 102۴) = ۳۸۱/5۹			
SS ۲۵۶۸۳/۹۵۸۸۵ = (متمركز)			جمع كل Prob > F = 0/0000			
SS ۲۶۳۳۶/۴۷۸۲۸ = (غير متمركز)			R ² متمركز = ۰/۹۶۶۷			
SS ۸۵۴/۸۹۹۰۴۷۷ = باقى مانده			R ² غير متمركز = ۰/۹۶۷۵			
			جذر ميانگين مربعات خطا = ۰/۹۰۹۳			
BDR	ضرايب	خطاى استاندارد	z	P>z	[فاصله اعتماد 95%]	
DEF * BDR	-۰/0002	۰/00009	-2/18	0/029	-/0003	-/00002
DEF	3/68	۰/62	5/87	0/000	2/45	4/9
DEP	2/64	۰/86	3/05	0/002	۰/94	4/34
(1 - λ)BDR	-۰/00008	۰/۰۰۰۰۴	-1/69	0/091	-/00017	/00001
EBIT	-۰/18	۰/12	-1/48	0/140	-۰/43	۰/06
Q	-1/90e-08	1/25e-08	-1/52	0/129	-4/36e-08	5/54e-09
FA	-۰/11	۰/05	-2/23	0/026	-/214	-/013
SIZE	-۰/06	۰/103	-0/59	0/559	-۰/26	۰/14
عرض از مبدأ	1/08	۰/62	1/73	0/084	-۰/15	2/31
آزمون شناسايى ضعيف (آمار والد كلاهيريگن-پاپ): 4/8e+06 (rk آمار والد كلاهيريگن-پاپ): 2/5e+08 IV 16/38 آستانه هاى شناسايى ضعيف استاك-يوگو: ۱۰٪ حداكثر اندازه آمار هانسن (آزمون اضافه سازى همه ابزارها): ۰۰۰/۰ (معادله به طور دقيق شناسايى شده است)						

باتوجه به معناداری مدل و آماره F که معادل $۳۸۱/۵۹$ است، می‌توان بیان نمود که به طور کلی مدل می‌تواند تغییرات در متغیر وابسته را به خوبی توضیح دهد. بالا بودن ضریب تعیین مدل نیز حاکی از برازش خوب مدل است. آماره آزمون شناسایی ضعیف با مقدار بالاتر از حد آستانه نشان دهنده قدرت مناسب ابزارهای بکارگرفته در مدل است و معناداری آماره هانسن شناسایی دقیق مدل و عدم وجود تعارض بین ابزارها و اعتبار آن‌ها را نشان می‌دهد. باتوجه به معنادار بودن ضریب متغیر $BDR_{it} * DEF_{it}$ با مقدار $-۰/۰۰۰۲$ می‌توان ادعا نمود که استفاده از راهبردهای تأمین مالی خاص می‌تواند بر سرعت تنظیم و تعدیل ساختار سرمایه اثرگذار باشد و جهت آن نیز معکوس است. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی شرکت‌ها به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. توجه به ساختار سرمایه از عوامل مؤثر در این امر محسوب می‌شود که مستلزم کسب بازده متناسب با ریسک‌های موجود و به‌کارگیری بهینه منابع مالی است (شعری آناقیز و همکاران، ۱۳۹۴). سیاست تقسیم سود یک عامل کلیدی و اثرگذار بر تصمیمات تأمین مالی شرکت و تعدیل ساختار سرمایه است. نسبت تأمین مالی داخلی شرکت همزمان با پرداخت سود سهام شرکت تعیین می‌شود و میزان تأمین مالی از طریق بدهی و سهام از قبل با محاسبه نیازهای تأمین مالی و وزن‌دهی به میانگین هزینه سرمایه قابل ارزیابی است. روند توزیع سود نیز فرآیندی در جهت بهینه‌سازی ساختار سرمایه است. لذا این سوال مطرح گردید که آیا توزیع سود نقدی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارد؟ آیا رفتار تأمین مالی که تحت تأثیر سیاست تقسیم سود است، می‌تواند تأثیری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه داشته باشد؟ پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود و راهبرد تأمین مالی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه انجام گرفت. نتایج نشان داد که سیاست تقسیم سود تأثیر مثبت و راهبرد تأمین مالی تأثیر منفی و معنادار بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد.

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که پرداخت سود سهام اثر معناداری بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارد. به گونه‌ای که شرکت‌هایی که سود نقدی بیشتری می‌پردازند، سریع‌تر به ساختار سرمایه هدف خود نزدیک می‌شوند، در حالی که در شرکت‌های با پرداخت سود کمتر،

تعدیل کندتر انجام می‌گیرد. این یافته بیانگر آن است که سیاست تقسیم سود می‌تواند به‌عنوان سازوکاری برای کاهش تضاد منافع میان مدیران و سهامداران عمل کند. با محدود شدن منابع داخلی، مدیران در تصمیم‌گیری محتاط‌تر شده و وابستگی شرکت به بازار سرمایه افزایش می‌یابد؛ امری که به‌طور غیرمستقیم سرعت تعدیل را بالا می‌برد.

از دیدگاه تئوری نمایندگی، پرداخت سود نقدی نقش کنترل‌گری دارد و موجب می‌شود منابع در اختیار مدیران کاهش یافته و انگیزه‌ی آن‌ها برای سرمایه‌گذاری‌های نامناسب محدود شود. همچنین طبق تئوری علامت‌دهی، سود نقدی می‌تواند نشانه‌ای از ثبات مالی و چشم‌انداز مثبت شرکت برای سرمایه‌گذاران باشد و از این طریق، دسترسی شرکت به منابع مالی را بهبود بخشد. با این حال، نتیجه‌ی به‌دست آمده از نظر نظری تا حدی در تضاد با پیش‌بینی تئوری سلسله‌مراتبی تأمین مالی است؛ چراکه براساس این تئوری انتظار می‌رود پرداخت سود بیشتر (و کاهش منابع داخلی) سرعت تعدیل را کاهش دهد. این مغایرت را می‌توان ناشی از تفاوت‌های نهادی و ساختار مالکیت در ایران دانست. در محیط‌هایی با ضعف حاکمیت شرکتی و تمرکز مالکیت بالا، تقسیم سود می‌تواند نقش نظارتی و علامت‌دهی قوی‌تری ایفا کند و در نتیجه، به جای کند کردن فرآیند تعدیل، آن را تسریع نماید. این یافته با پژوهش زو و بای (۲۰۲۲) هم‌راستا و با نتایج لیو و همکاران (۲۰۲۴) متفاوت است. همچنین، مرور نظام‌مند محمود و همکاران (۲۰۲۵) تأیید می‌کند که اثر سیاست تقسیم سود بر سرعت تعدیل به کیفیت حاکمیت شرکتی و شرایط نهادی وابسته است.

بر اساس نتیجه حاصل از آزمون فرضیه اول، مدیران با تنظیم سیاست‌های تقسیم سود می‌توانند رفتار ساختار سرمایه را هدایت و سرعت بازگشت به ساختار هدف را تحت تأثیر قرار دهند. سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند شرکت‌هایی با سیاست تقسیم سود شفاف را شناسایی کنند و سیاست‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند سیاست‌هایی برای افزایش شفافیت و پایداری رفتار مالی شرکت‌ها تدوین نمایند. به سازمان بورس اوراق بهادار نیز توصیه می‌شود با الزام شرکت‌ها به افشای سیاست‌های تقسیم سود و ایجاد سازوکارهای تشویقی برای تداوم تقسیم سود، زمینه اعتمادسازی و کارآیی بیشتر بازار سرمایه را فراهم کند.

نتیجه حاصل از آزمون فرضیه دوم مبنی بر تأثیر منفی و معنادار راهبرد تأمین مالی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه نشان داد که وقتی شرکت‌ها بیش از حد تأمین مالی خارج از منابع داخلی دارند، قادر به بهینه‌سازی و تعدیل ساختار سرمایه خود نمی‌شوند. این وضعیت به چند دلیل

ممکن است رخ دهد. تأمین مالی سنگین می‌تواند باعث افزایش هزینه‌های عملیاتی و وام‌ها شود. این فشار می‌تواند منجر به عدم توانایی شرکت‌ها در تشکیل سرمایه لازم برای بهبود ساختار سرمایه شود. بعلاوه وقتی شرکت‌ها با بدهی‌های زیاد مواجه هستند، تمایل کمتری به تحمل ریسک‌های جدید و سرمایه‌گذاری دارند که این می‌تواند به کاهش سرعت تعدیل ساختار سرمایه منجر شود و هزینه فرصت منابع تأمین شده ممکن است شرکت را از سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری مؤثرتر دور کند که به شکل‌گیری ساختار سرمایه بهینه ضربه می‌زند. این نتایج نشان داد که استفاده از تأمین مالی خارجی می‌تواند موجب کندی در تعدیل ساختار سرمایه شود که با یافته‌های زو و بای (۲۰۲۲) همسو است. همچنین، نتایج پژوهش‌های جدیدتر نظیر نگوین و همکاران (۲۰۲۵) درباره محدودیت‌های مالی در بازارهای نوظهور و راوال و همکاران (۲۰۲۵) درباره ریسک‌های بنیادی، تأکید دارند که اتکای بیش‌ازحد به منابع خارجی، سرعت بازگشت به ساختار هدف را کند می‌کند.

این یافته را می‌توان با کمک برخی تئوری‌های حسابداری توضیح داد. بر اساس تئوری سلسله‌مراتب، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند ابتدا از منابع داخلی و سپس در صورت نیاز از بدهی و در نهایت از صدور سهام استفاده کنند و اتکا بیش‌ازحد به منابع خارجی می‌تواند کندی در تعدیل ساختار سرمایه ایجاد کند. تئوری نمایندگی نشان می‌دهد مدیران ممکن است تصمیمات مالی را به نفع خود اتخاذ کنند و استفاده بیش‌ازحد از بدهی می‌تواند هزینه‌های اضافی و کاهش سرعت تعدیل را به همراه داشته باشد. تئوری بازار کارا بیان می‌کند واکنش منفی بازار نسبت به شرکت‌هایی که در ساختار سرمایه خود از بدهی و سهام بیشتری استفاده می‌کنند، می‌تواند اعتبار را کاهش و هزینه تأمین مالی را افزایش دهد. همچنین تئوری مودیلیانی و میلر وابستگی شدید به منابع خارجی را موجب نوسانات ساختاری و کاهش ارزش شرکت می‌داند.

بر اساس نتایج آزمون فرضیه دوم، توصیه می‌شود مدیران حداکثر از منابع داخلی استفاده کنند، با سرمایه‌گذاران شفاف ارتباط برقرار کنند و راهبرد مشخصی برای مدیریت بدهی‌ها طراحی نمایند. این شامل تعادل بین بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت، ارزیابی دوره‌ای شرایط بازار و آموزش و توانمندسازی مدیران در زمینه مدیریت مالی است. برگزاری کارگاه‌ها و سمینارها نیز می‌تواند در اتخاذ تصمیمات بهینه مؤثر باشد.

از منظر سیاست گذاری، یافته‌ها نشان می‌دهد که اتکای بیش از حد به بدهی می‌تواند ثبات مالی شرکت‌ها را تهدید کند؛ بنابراین سازمان بورس باید با نظارت دقیق‌تر بر ساختار بدهی شرکت‌ها و توسعه ابزارهای تأمین مالی بلندمدت، زمینه بهبود روند تعدیل ساختار سرمایه و کاهش ریسک‌های بازار را فراهم آورد.

از منظر علمی، نتایج پژوهش با تقویت مبانی نظری مدیریت مالی، شواهد تازه‌ای درباره نقش هم‌زمان سیاست تقسیم سود و تأمین مالی در تعدیل ساختار سرمایه ارائه می‌کند و نشان می‌دهد فرآیند تعدیل ساختار سرمایه به عوامل درون‌شرکتی و شرایط نهادی و کلان اقتصادی وابسته است. از دیدگاه کاربردی، یافته‌ها برای مدیران و سرمایه‌گذاران نیز مفید بوده و می‌تواند در افزایش شفافیت سیاست تقسیم سود و بهبود کیفیت افشا مورد استفاده قرار گیرد.

در آینده، پژوهشگران می‌توانند با بررسی ریسک‌های نوظهور مانند ریسک‌های اقلیمی و تمرکز زنجیره تأمین و همچنین اثرات بلندمدت سیاست‌های تقسیم سود و انواع راهبردهای تأمین مالی، از جمله استفاده از بدهی بلندمدت در مقابل کوتاه‌مدت، ابعاد تازه‌ای از سرعت تعدیل ساختار سرمایه در بازارهای نوظهور را آشکار سازند.

مشارکت نویسندگان

تمام نویسندگان در مفهوم‌سازی مقاله و نگارش نسخه اولیه و نسخه‌های بعدی مشارکت یکسان داشته‌اند.

بیانیه دسترسی به داده‌ها

داده‌ها بنا به درخواست از نویسندگان قابل دسترس هستند.

قدردانی

نویسندگان از تمامی مشارکت‌کنندگان در این پژوهش سپاس‌گزاری می‌کنند.

ملاحظات اخلاقی

نویسندگان از جعل داده‌ها، تحریف، سرقت علمی و هرگونه سوءرفتار پژوهشی پرهیز کرده‌اند.

تأمین مالی

این پژوهش هیچ گونه کمک هزینه ای از نهادهای دولتی، تجاری یا غیرانتفاعی دریافت نکرده است.

تعارض منافع

نویسندگان هیچ گونه تعارض منافع اعلام نمی کنند.

References

- Aflatooni, A., Khatiri, M. and Eivani, F. (2024). The Effect of COVID-19 Pandemic on Capital Structure Speed of Adjustment. *Financial Management Perspective*, 13(44). (in persian) <https://doi.org/10.48308/jfmp.2024.104508>
- Aflatooni, A. & Nikbakht, Z. (2018). Investigating the effect of disclosure quality and accruals quality on capital structure adjustment speed. *Financial Accounting Knowledge*, 4(4). (in persian) https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1311.html
- Ardakani, S., Izadi, M. and Izadi, F. (2018). The Examination of Relationship between Stock Systematic Risk and Skewness of Returns Studying the Effect of Capital Structure on the Return on Assets and Economic Value Added by Attention to Intensity of Product Market Competition in the Industry (Case Study of Companies Listed in Tehran Stock Exchange). *Journal of Asset Management and Financing*, 6(1). (in persian) https://amf.ui.ac.ir/article_21387.html
- Bikdello, S. & Khatiri, M. (2018), *investigating the impact of the deviation from the optimal capital structure on the speed of adjustment of the capital structure*, the first accounting, management and economic conference with the approach of the dynamics of the national economy. (in persian)
- Esmailpour, P., Asgarnezhad Nouri, B., Zarei, G. & Beigi Firoozi, A. (2023). A Comparative Study of Factors Affecting the Speed of Adjustment of Capital Structure among the Industries of the Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 11(1). (in persian) https://amf.ui.ac.ir/article_27599.html
- Fama E. F. & French, K. R. (2002), Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1). <https://www.jstor.org/stable/2696797>
- Flannery M. J. & Rangan, K. P. (2006), Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 99(3). <https://10.1016/j.jfineco.2005.03.004>
- Haghighi Talab, B., Abbaszadeh, M. R., & Salehi, M. (2018). The effect of firm financial position and industry characteristics on capital structure

- adjustment. *Journal of Asset Management and Financing*, 6(4), 19-42. (in persian) https://amf.ui.ac.ir/article_21356.html
- Liu, Y. G. & Zhang, C. (2012), Free cash flow and position-related consumption: empirical study based on the ownership and corporate governance. *Management Review*, 24(10). <https://10.1088/1742-6596/1423/1/012039>
- Liu, Y., Wu, K., Ruan, S., & Kassar, M. (2024). Supplier concentration and the speed of capital structure adjustment. *Pacific-Basin Finance Journal*, 85, 102328. <https://10.1016/j.pacfin.2024.102328>
- Mahmood, N., Shabbir, M. F., & Mahmood, H. (2025). MAPPING THE SPEED OF CAPITAL STRUCTURE ADJUSTMENT: A SYSTEMATIC AND STRUCTURAL SYNTHESIS OF FOUR DECADES OF EVIDENCE. *Contemporary Journal of Social Science Review*, 3(3), 1708-1733. <https://10.63878/cjssr.v3i3.1163>
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958), The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3). <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Nguyen, L., Huynh, L., & Luu, T. (2025). Financial constraints and the speed of adjustment of trade credit extension: the case in an emerging country. *Cogent Economics & Finance*, 13(1), 2524573. <https://doi.org/10.1080/23322039.2025.2524573>
- Ramesheh, M. and Soleymani amiri, G. (2016). Speed of Adjustment to Target Capital Structure based on Interaction between Trade-off and Pecking order Theories in TSE. *Empirical Research in Accounting*, 6(2). (in persian) <https://doi.org/10.22051/jera.2016.2290>
- Rawal, D., Mahakud, J., & Achary, L. M. R. (2025). Fundamental Risk and Capital Structure Adjustment Speed: International Evidence. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(8), 468. <https://10.3390/jrfm18080468>
- Sheri Anaghiz, S.; Rahmani, A.; Bolo, GH. & Mohseni Maleki, B. (2015). Financial flexibility and the financial leverage adjustment speed of companies listed in Tehran Stock Exchange (TSE). *Financial Accounting Knowledge*, 2(2). (in persian) https://journals.ikiu.ac.ir/article_1243.html

- Su, X., & Zheng, Y. (2025). Capital structure adjustment speed and legal environments: Evidence from SMEs. *Finance Research Letters*, 73, 106612.
[https:// 10.1016/j.frl.2024.106612](https://10.1016/j.frl.2024.106612)
- Tian, X. M. Zhang, Z. Q. & Ren, G. Y. (2020), +e influence of firms' transition from substantial to virtual on the speed of capital structure adjustment—research on firms' financialization. *Collected Essays on Finance and Economics*, 36(4), 63-72.
<http://cjlc.zufe.edu.cn/EN/abstract/abstract1655.shtml>
- Zou, Y., & Bai, Q. (2022). The Impact of Dividend Policies and Financing Strategies on the Speed of Firms' Capital Structure Adjustment. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 2022(1), 3209502.
<https://10.1016/j.qref.2007.09.002>