



بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش نامشهود واحد تجاری با استفاده از شاخص نسبت توبین Q در بازار سرمایه ایران

دکتر زهره حاجیها^۱

لیلا قصاب ماهر^۲

تاریخ دریافت: ۸۹/۵/۱۷

تاریخ پذیرش: ۸۹/۸/۲۴

چکیده

هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر ارزش نامشهود واحد تجاری با استفاده از شاخص نسبت توبین Q در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۶-۱۳۸۲ می باشد. در این پژوهش ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب و جهت تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه ها از آزمون همبستگی پیرسون استفاده شد. یافته های این تحقیق حاکی از عدم وجود رابطه معنی دار بین نوع ساختار سرمایه (بدهی محور یا سرمایه محور) و ارزش نامشهود با استفاده از نسبت توبین Q می باشد. به عبارت دیگر شرکت ها نتوانسته اند هیچ گونه ارزش نامشهودی با انتخاب روش تامین مالی برای خود فراهم سازند. این نتایج پیشنهاد می کند که انتخاب روش تامین مالی در شرکت های ایرانی مبتنی بر ارزش آفرینی بیشتر برای شرکت نیست و بدون بررسی و مطالعه کافی گزینه های ارزش آفرین، تامین مالی انجام می شود.

واژه های کلیدی: ساختار سرمایه، نسبت Q توبین، نسبت بدهی های کوتاه مدت، نسبت بدهی های بلند مدت، نسبت حقوق صاحبان سهام.

۱- مقدمه

شرکت ها برای رشد و پیشرفت نیاز به سرمایه دارند. بخشی از سرمایه در داخل شرکت از طریق سود انباشته که در نتیجه سود آوری شرکت به وجود آمده و بین

۱- عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق (قیامدشت)
۲- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک

سهامداران تقسیم نشده است، تامین می شود و مابقی می تواند از طریق بازارهای مالی سرمایه یا استقراض ایجاد گردد. شرکتی که هیچ گونه بدهی نداشته باشد، ساختار سرمایه آن را حقوق صاحبان سرمایه تشکیل می دهد و از آنجایی که ساختار سرمایه بیشتر شرکت ها، همراه با بدهی و سرمایه است. از این رو مدیران مالی به دریافت وام اثرات آن و حداکثر کردن ثروت سهامداران، بسیار حساس و دقیق هستند. و با توجه به اینکه سرمایه گذاران بر اساس معیارهای مختلف، ضمن مقایسه ی انواع سهام، در سهام خاصی سرمایه گذاری می کنند. قیمت سهام شرکت ها یکی از بارزترین معیارهای سرمایه گذاری است که مبین اعتبار شرکت برای سرمایه گذاری است که در واقع اعتبار شرکت برای سرمایه گذار است بنابراین مقایسه اعتبار شرکت یکی از روشهای بهبود سرمایه گذاری سرمایه گذاران با شناخت عوامل موثر بر قیمت سهام شرکت ها روند تغییرات قیمت و تغییرات ارزش شرکت را پیش بینی می کنند و بر اساس آن، تصمیمات لازم برای خرید یا عدم خرید سهام اتخاذ می کنند. یکی از شاخصهای سنجش ارزش شرکت، شاخص Q توبین است. که تعیین ارزش شرکت به وسیله تعیین ارزش دارائیهای مالی شرکت مانند اوراق قرضه، سهام ممتاز و سهام عادی قابل بررسی است (نو، ۱۳۷۳). در اقتصاد رو به رشد فعلی، مدیران سرمایه گذار همواره به دنبال گزینه های مناسب سرمایه گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلند مدت ثروت خود را افزایش دهند. مدیران شرکت ها به عنوان نمایندگان صاحبان سهام می بایست دائما تلاش نمایند ساختار سرمایه شرکت را به گونه ای تنظیم کنند که هزینه سرمایه شرکت حداقل و در نتیجه ارزش شرکت حداکثر گردد. تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه به معنی نحوه تامین مالی شرکت همچون سایر تصمیمات مدیران مالی بر ارزش شرکت موثر بوده و این تاثیر گذاری از یک سو از طریق هزینه سرمایه است در واقع هزینه سرمایه تعیین کننده نرخ بازده مورد انتظار درون شرکت بوده و از این طریق بر ارزش دارائیهای شرکت تاثیر می گذارد. بنابراین سوالات زیر در این تحقیق مطرح می شود:

- ۱) شرکت ها چگونه اقدام به تامین مالی کنند تا بر سود و بازده سهامداران و بر ارزش شرکت حداکثر تاثیر مثبت را بگذارد؟
- ۲) مدیران، در استفاده از اهرم مالی با توجه به ارزش شرکت ها چه تصمیماتی بگیرند؟

به عبارت دیگر شرکت ها با کدام ساختار سرمایه ارزش بیشتری برای ذینفعان تولید خواهند کرد. بدین منظور در این تحقیق رابطه بین انواع ساختار سرمایه شرکت ها و ارزش نامشهود ایجاد شده توسط آنها مورد سنجش قرار می گیرد.

۲- مبانی نظری و پیشینه

۲-۱- پیشینه تحقیق

فرناند زوهواکیمیان^۱ (۲۰۰۱) و دامون، سنبت^۲ (۱۹۹۸) در زمینه ساختار سرمایه تحقیقاتی را انجام دادند و ترکیب بهینه را معرفی کرده اند. یکی از یافته های مهم این تحقیقات این بود که نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معنی داری با بدهی ها دارد، یعنی هرچه میزان بدهی ها افزایش می یابد، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد. نتایج حاصل از تحقیق هواکیمیان و تهرانیان^۳ (۲۰۰۴) نشان می دهد که شرکت های با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالا، نسبت بدهی پایینی دارند. اولسن و اولانگ^۴ (۲۰۰۵) تحقیقی در مورد منتخبی از کشورهای آمریکای شمالی، اروپا، ژاپن، طی سالهای ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۰ بر روی ۲۹۷ شرکت انجام دادند. آن ها در این تحقیق از نسبت توبین به عنوان معیار ارزش شرکت استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که در این کشورها (نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام) با ارزش شرکت رابطه معنی داری دارد. ازوفا و لویز^۵ (۲۰۰۵) تحقیق خود را بر روی ۴۵۰ شرکت از ۱۰ کشور (سه کشور با سیستم انگلوساکسون، شامل کانادا، آمریکا و انگلیس) و هفت کشور با سیستم کنتینتال، شامل آلمان، بلژیک، اسپانیا، فرانسه، هلند، ایتالیا و سوئیس) انجام دادند. آن ها ارزش شرکت را با نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بیان داشتند. نتیجه این بود که اهرم (نسبت بدهی بلند مدت به دارایی ها) با ارزش شرکت رابطه معنی داری ندارد. کلین و دیگران^۶ (۲۰۰۵) در تحقیق خود نمونه ای از ۲۶۳ شرکت کانادایی را مورد بررسی قرار دادند. آن ها از نسبت توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت استفاده کردند. آن ها به این نتیجه رسیدند که اهرم (نسبت بدهی بلند مدت به دارایی ها) با عملکرد شرکت رابطه منفی دارد. استولز و لانگ (۱۹۹۴) ارتباط بین توبین و تنوع بخشی شرکت، طی دهه ۱۹۸۰ را بررسی کرده اند. براساس نتایج این تحقیق شرکت های دارای تنوع بخشی، از Q پایین تر و عملکرد ضعیف تر برخوردار بوده اند. در مقایسه با متوسط صنعت

خود، این شرکت ها دارای توبین پایین نبوده اند. در این تحقیق شواهدی از تنوع بخشی و ایجاد دارایی های نا مشهود ارزشمند شرکت ها یافت نشده است.

احمدی (۱۳۸۰)، ارتباط ساختار سرمایه و انواع روش های تامین مالی کوتاه مدت و بلند مدت را از طریق بدهی ها با بازده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرارداد. در مجموع ۵۰ شرکت را از ۱۳ صنعت انتخاب کرد و با استفاده از گرسون ساده و ضریب همبستگی به این نتیجه رسید که یک استنتاج قطعی در مورد وجود رابطه ی معنی داری بین نسبت ساختار سرمایه و نسبت های بازده به دست نیامده است، اما چنین بنظر می رسد که وجود این رابطه به طور کامل نیز منتفی نباشد. دلاوری (۱۳۷۷)، تأثیر روشهای مالی را بر روی نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران، در یک دوره ی ۵ ساله مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که اگر چه نسبت جمع دارایی ها به حقوق صاحبان سهام برای گروه شرکتهایی که وام اخذ کرده اند در مقایسه با گروه شرکت هایی که افزایش سرمایه داده اند، از نظر آماری اختلاف معنی داری وجود دارد، اما نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام و نیز نسبت فروش به جمع دارایی ها و نسبت سود خالص به فروش در دو گروه شرکت ها اختلاف معنی داری با یکدیگر ندارند. به عبارت اهرم مالی تأثیری بر سود آوری شرکت های بورس نداشته است.

۲-۲- مبانی نظری

ارزش نامشهود واحد تجاری

ارزش شرکت در بازارهای مالی بر پایه توان کسب سود سرمایه آن می باشد (سیمون و سالیوان، ۱۹۹۳). اما ارزش شرکت را می توان به دارایی های مشهود و نامشهود تقسیم نمود. دارایی های نامشهود به دارایی های بلندمدتی اطلاق می شود که دارای موجودیت عینی نبوده اما دارای حقوق قانونی و ارزش اقتصادی هستند مانند حق اختراع، علائم تجاری و ... (عزیزخانی و خدادادی، ۱۳۸۷)

برآورد ارزش نامشهود واحد تجاری در ادبیات حسابداری یک موضوع بحث برانگیز است. تحقیقات مختلفی به بررسی روش های متفاوت برای برآورد ارزش نامشهود شرکت پرداخته اند (اسویبی، ۱۹۹۷؛ لو و مینتز، ۱۹۹۹؛ ۲۰۰۰).

برآورد ارزش نامشهود برای اولین بار توسط جیمز توبین (۱۹۶۹) تحت عنوان Q توبین وارد ادبیات حسابداری گردید که بر مبنای نسبت بین ارزش بازار و جایگزینی جاری

دارایی های واحد تجاری استوار است. استفاده از Q توبین برای اندازه گیری ارزش نامشهود بر این فرض استوار است که باید بین ارزش بازار شرکت و جایگزینی آن برابری وجود داشته باشد. در تحقیقات حسابداری روش های مختلفی برای محاسبه برای محاسبه Q توبین پیشنهاد شده است (Q لیندربرگ و راس، ۱۹۸۱؛ Q هال، ۱۹۹۳؛ Q لی ویلن و بادرنا، ۱۹۹۷؛ Q چانگ و پرویت، ۱۹۹۴).

باید توجه داشت که شرکت هایی با نسبت Q بالاتر از یک دارند انگیزش سرمایه گذاری در آن ها بیشتر از شرکت های با نسبت Q پایین تر از یک است (راس و همکاران، ۱۹۸۹۳). این نسبت در عمل با مشکلاتی رو برو است. اول اینکه تخمین ارزش جایگزینی برخی دارایی ها مشکل است، به ویژه اگر دارایی ها در بازار قابل معامله نباشند. دوم اینکه حتی اگر ارزش جایگزینی داراییها در دسترس باشد، اساسا اطلاعات بیشتری برای ایجاد این معیار مورد نیاز است. در عمل تحلیلگران اغلب از یک میابرابری رسیدن به Q توبین، با استفاده از ارزش دفتری دارایی ها به جای ارزش جایگزینی، استفاده می کنند. (دمودران، ۲۰۰۲).

یکی از معیارهای مهم ارزیابی عملکرد شرکت ها نسبت Q توبین می باشد این معیار در دهه ۱۹۷۰ مطرح و دهه های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ به طور گسترده توسط محققین مورد استفاده قرار گرفت. نسبت Q توبین از تقسیم ارزش بازار اوراق بهادار شرکت از هر نوع و بدهی های بلند مدت به اضافه ارزش دفتری بدهی های کوتاه مدت بر ارزش جایگزینی دارائی های شرکت بدست می آید. شایان توجه است منظور از اوراق بهادار سهام عادی، سهام ممتاز و انواع اوراق قرضه منتشره شرکت است. نسبت Q توبین توسط پروفیسور جیمز توبین^۳ در تجزیه و تحلیل های اقتصادی کلان به منظور پیش بینی آینده فعالیت های سرمایه گذاری به وجود آمد. زمانی که نسبت Q توبین از یک بزرگتر باشد نشان دهنده این است که سرمایه گذاری در دارائی ها، تولید کننده درآمدهائی است که ارزش بیشتر از مخارج سرمایه ای را ایجاد می کنند و زمانی که نسبت Q کوچکتر از یک است بدین معنی است که سرمایه گذاری در دارائی ها رد می شود و بازدهی چندانی نداشته است. براساس این نسبت یک شرکت در صورتی که ارزشش در بازار بالا برود، اقدام به سرمایه گذاری بیشتر خواهد کرد و در حالی که ارزش آن کاهش یابد از سرمایه گذاری خود خواهد کاست در واقع هدف

جیمز برقراری رابطه علت و معلولی بین شاخص Qتوبین و میزان سرمایه گذاری انجام شده توسط شرکت بود.

۳- فرضیه های تحقیق

با توجه به پیشینه تحقیق و برای پاسخ به سؤال های تحقیق فرضیه های زیرتدوین گردید:

فرضیه اصلی اول: بین ساختار سرمایه و ارزش نامشهود ایجاد شده در شرکتها رابطه معنی داری وجود دارد.

بر این اساس چون ساختار سرمایه شرکت از دو بخش بدهی و سرمایه تشکیل می گردد، فرضیه های فرعی زیر مطرح می شود:

فرضیه فرعی ۱-۱: بین نسبت بدهی کوتاه مدت به جمع دارائیهها و ارزش نامشهود واحد تجاری رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: بین نسبت بدهی بلند مدت به جمع دارائیهها و ارزش نامشهود واحد تجاری رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۳: بین نسبت حقوق صاحبان سهام به جمع دارائیهها و ارزش نامشهود واحد تجاری رابطه معنی داری وجود دارد.

در صورت وجود رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش نامشهود شرکت فرضیه علی زیر به همراه فرضیه های فرعی مورد آزمون قرار خواهد گرفت:

فرضیه اصلی دوم: ساختار سرمایه شرکت بر ارزش نامشهود ایجاد شده در شرکتها تاثیر معنی داری دارد.

فرضیه فرعی ۲-۱: نسبت بدهی بلند مدت به جمع دارائیهها بر ارزش نامشهود واحد تجاری تاثیر معنی داری دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲: نسبت بدهی کوتاه مدت به جمع دارائیهها بر ارزش نامشهود واحد تجاری تاثیر معنی داری دارد.

فرضیه فرعی ۳-۲: نسبت حقوق صاحبان سهام به جمع دارائیهها بر ارزش نامشهود واحد تجاری تاثیر معنی داری دارد.

۴- روش شناسی تحقیق

این تحقیق از نظر هدف از نوع تحقیقات کاربردی است و از نظر طبقه بندی بر مبنای روش و ماهیت در طبقه بندی تحقیقات همبستگی قرار می گیرد. شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری تحقیق حاضر را تشکیل می دهند به علت وجود برخی نا هماهنگی ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرارداد شده و از این رو نمونه به روش حذف سیستماتیک انتخاب شد. شرایط یاد شده عبارتند از:

- ۱) سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
- ۲) در گروه بانک ها و موسسات مالی (شرکت های هلدینگ و لیزینگ ها) نباشد.
- ۳) درباره زمانی سالهای ۸۲ تا ۸۶، سهام شرکت در بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار گرفته باشد.

برای تعیین حجم نمونه روش نمونه گیری با جایگذاری از جامعه محدود بر اساس رابطه ۱ زیر استفاده شده است. مقادیر P و $(1-P)$ به عنوان حداکثر ممکن معمولاً ۰,۵.

$$n = \frac{N \times (Z_{\alpha/2})^2 \times p \times (p-1)}{(N-1) \times (\delta)^2 + (Z_{\alpha/2})^2 \times p \times (p-1)}$$

رابطه ۱

اندازه مورد نیاز نمونه در نظر گرفته می شود. دقت برآورد نیز معمولاً بین ۵ تا ۱۰ درصد در نظر گرفته می شود.

با توجه به شرایط یاد شده، تعداد ۶۰ شرکت در دوره زمانی ۸۲ تا ۸۶ به عنوان نمونه انتخاب شد. با توجه به موضوع تحقیق و فرضیه های موجود، جهت انجام آزمون های آماری از آمار توصیفی، تست همبستگی (ضریب همبستگی، ضریب تعیین) و مقدار Q توبین نیز از تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارائیهها ی شرکت استفاده شده

است. دیگر اطلاعات مورد نیاز شرکت ها از طریق بررسی صورتهای مالی و گزارشات شرکت ها در سایت سازمان بورس اوراق و بهادار تهران و بانکهای اطلاعاتی نرم افزار ره آورد نوین بدست آمده است. لازم به ذکر است که جهت محاسبه متغیرهای تحقیق از نرم افزار Excel استفاده شده است. با استفاده از نرم افزار SPSS رابطه بین Q توبین (شاخص ارزش شرکت) محاسبه شده است.

۵- مدل تحقیق و شیوه اندازه گیری متغیرهای تحقیق

در مدل این پژوهش، متغیرهای تحقیق شامل ارزش نامشهود واحد تجاری (شاخص نسبت توبین Q) که به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای نسبت بدهی کوتاه مدت (SDA)، نسبت بدهی بلند مدت (LDA)، نسبت حقوق صاحبان سهام (CA)، به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. مدل تحقیق به شرح زیر خواهد بود:

$$\text{Tobin}Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SDA}_{i,t} + \beta_2 \text{LDA}_{i,t} + \beta_3 \text{CA}_{i,t} + e_{i,t}$$

رابطه ۲

باتوجه به رابطه فوق:

$\text{Tobin}Q_{i,t}$: نسبت توبین جهت ارزیابی ارزش نامشهود واحد تجاری

$\text{SDA}_{i,t}$: نسبت بدهی کوتاه مدت شرکت i در بازه زمانی تحقیق؛

$\text{LDA}_{i,t}$: نسبت بدهی بلند مدت شرکت i در بازه زمانی تحقیق

$\text{CA}_{i,t}$: نسبت حقوق صاحبان سهام شرکت i در بازه زمانی تحقیق

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$: شیب رگرسیون

$e_{i,t}$: خطای معادله رگرسیون می باشد.

سایر متغیرهای تحقیق با رابطه های زیر سنجیده می شود:

$$\text{SDA}_{i,t} = \frac{\text{Short-term debt}}{\text{Total Asset}}$$

رابطه ۳

Short term debt: بدهی کوتاه مدت؛ Total Asset: کل دارائیهها؛

$$\text{LDA}_{i,t} = \frac{\text{long-term debt}}{\text{Total Assets}}$$

رابطه ۴

Long term debt : بدهی بلند مدت؛

رابطه ۵

$$CA_{i,t} = \frac{Equity}{Total Assets}$$

Equity : حقوق صاحبان سهام ؛

متغیروابسته به شیوه زیر مورد محاسبه قرار میگیرد:

رابطه ۶

$$Q = \frac{M.V.S + B.V.D}{B.V.A}$$

در رابطه فوق:

M.V.S نشانگر ارزش بازار سهام عادی ؛

B.V.D ارزش دفتری بدهی ها ؛

B.V.A ارزش دارایی ها ؛

۶- تجزیه و تحلیل داده ها و یافته های پژوهش

جدول شماره ۱ آماره های توصیفی و شاخص های مرکزی و پراکندی داده های جمع آوری شده طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ (دوره ۵ ساله) برای ۶۰ شرکت نمونه تحقیق را ارائه می دهد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای مربوط به شرکت های نمونه

آماره های توصیفی	نسبت سرمایه	نسبت بدهی	نسبت بدهی کوتاه	نسبت Q توپین
------------------	-------------	-----------	-----------------	--------------

	مدت	بلند مدت			
تعداد	300	300	300		
میانگین	2665029.6493	.6079	.0737	.3304	
خطای استاندارد میانگین	395587.20481	.01033	.00721	.00958	
میانه	996586.4175	.6273	.0416	.3118	
نما	196774.88	1.00	.00	.27	
انحراف معیار	6851771.37557	.17892	.12486	.16595	
واریانس	46946770983032.300	.032	.016	.028	
دامنه	60611331.69	1.22	.75	1.25	
درصدها	668230.1618	.4924	.0090	.2223	25
	996586.4175	.6273	.0416	.3118	50
	1973487.8240	.7238	.0691	.4390	75

تعداد مشاهدات برای ۶۰ شرکت و دوره ۵ ساله ۳۰۰ داده می باشد. در جدول ۱ به طور مثال میانه برای نسبت بدهی های کوتاه مدت بیانگر این است که ۵۰ درصد شرکت - سال های مورد بررسی حدود ۰,۶۲ و کمتر بوده است. در حالی که این مقدار برای نسبت بدهی های بلندمدت ۰,۰۴ و برای نسبت حقوق صاحبان سهام ۰,۳۱ بوده است. متوسط داده ها به ترتیب برای این سه نسبت ۰,۰۶، ۰,۰۷ و ۰,۳۳ بوده است. چون داده های تحقیق دارای مقیاس اندازه گیری فاصله ای هستند، برای آزمون فرضیه اصلی اول و فرضیات فرعی آن از آزمون همبستگی پیرسون به شرح زیر استفاده شده است:

۱-۶- نتایج آزمون فرضیه اول

جدل ۲ همبستگی بین متغیرهای تحقیق یعنی نسبت بدهی های کوتاه مدت، بلند مدت و حقوق صاحبان سهام به جمع دارایی ها و متغیر Q توپین که شاخص ارزش نامشهود شرکت است، بر اساس سال / شرکت ارائه شده است.

جدول ۳- همبستگی پیرسون

متغیرها		نسبت Q توبین	نسبت بدهی کوتاه مدت
نسبت بدهی کوتاه مدت	همبستگی پیرسون	1	.070
	سطح معنی داری - دو دامنه		.225
	تعداد	300	300
متغیرها		نسبت Q توبین	نسبت بدهی بلند مدت
نسبت بدهی بلند مدت	همبستگی پیرسون	-.027	1
	سطح معنی داری - دو دامنه	.636	
	تعداد	300	300
متغیرها		نسبت Q توبین	نسبت سرمایه
نسبت Q توبین	همبستگی پیرسون	-.079	1
	سطح معنی داری - دو دامنه	.173	
	تعداد	300	300

فرضیه اصلی اول ارتباط بین نوع ساختار سرمایه و ارزش نامشهود ایجاد شده در شرکتها را مورد آزمون قرار می دهد.

همانگونه که در جدول ۲ ارائه شده است، سطح معنی داری برای هر سه متغیر بدهی های کوتاه مدت، بلندمدت و سرمایه بیشتر است ۰,۰۵ است. بنابراین هیچ گونه رابطه معنی داری بین این متغیرها و مقدار نسبت Q توبین مشاهده نمی شود. در اینگونه موارد مقدار آماره همبستگی پیرسون نیز معنا دار نیست. گرچه نتایج جدول نشان می دهد که رابطه (هر چند بی معنی) مثبت بین ارزش نامشهود و نسبت بدهی کوتاه مدت و رابطه منفی بین ارزش و بدهی بلندمدت و سرمایه وجود دارد. به عبارت دیگر در سطح اطمینان ۰,۹۵ همه فرضیه های فرعی و در کل فرضیه اصلی اول تحقیق رد می شود.

۲-۶- نتایج آزمون فرضیه دوم

با توجه به اینکه آزمون فرضیات علی منوط به وجود رابطه معنی دار بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل است و در تحقیق حاضر رابطه معنی داری بین این متغیرها مشاهده نشد، ناگزیر فرضیات علی تحقیق نیز مورد تایید قرار نمی گیرد و مورد آزمون قرار نخواهد گرفت.

۷- نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف مقاله حار بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر ارزش نامشهود واحد تجاری با استفاده از شاخص نسبت Q توپین است. نتایج آزمون فرضیات تحقیق حاکی از عدم وجود رابطه معنی دار بین نوع ساختار سرمایه شرکت ها (ساختار بدهی محور یا سرمایه محور) و ارزش نامشهود ایجاد شده از طریق نسبت Q توپین می باشد. در این مطالعه سه نسبت کلیدی شامل نسبت بدهی کوتاه مدت به جمع دارایی ها، نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی ها و نسبت حقوق صاحبان سهام به جمع دارایی ها محاسبه و مورد استفاده قرار گرفت. به عبارت دیگر شرکت ها نتوانسته اند هیچ گونه ارزش نامشهودی با انتخاب روش تامین مالی برای خود فراهم سازند. این نتایج پیشنهاد می کند که انتخاب روش تامین مالی در شرکت های ایرانی مبتنی بر ارزش آفرینی بیشتر برای شرکت نیست و بدون بررسی و مطالعه کافی گزینه های ارزش آفرین، تامین مالی انجام می شود. البته نسبت های متنوعی برای اندازه گیری ارزش نامشهود در ادبیات حسابداری مطرح شده است Q لیندربرگ و راس، ۱۹۸۱؛ Q هال، ۱۹۹۳؛ Q لی ویلن و بادرنا، ۱۹۹۷؛ Q چانگ و پرویت، ۱۹۹۴). که در این مطالعه از یکی از آنها استفاده گردید بنابراین با توجه به نتایج بدست آمده می توان پیشنهادات زیر را مطرح ساخت:

- ۱) از سایر نسبت های ادبیات تحقیق برای محاسبه ارزش نامشهود استفاده گردد و رابطه این نسبت ها با ساختار سرمایه شرکت ها سنجیده شود.
- ۲) رابطه ارزش افزوده مالی و اقتصادی با انواع ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گیرد و نتایج آن با نتایج تحقیق حاضر مقایسه شود.

۳) روش های تامین مالی شرکت های ایرانی مورد مطالعه قرار گیرد و مشخص گردد که از چه روشی برای انتخاب بهترین گزینه جهت تامین مالی استفاده می شود.

فهرست منابع

- ۱) احمدی ، محمد رضا،(۱۳۸۰)، "ارتباط ساختار سرمایه و بازده شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری ، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزی.
- ۲) دلاوری، جواد،(۱۳۷۷)، " بررسی تاثیر تامین مالی بر روی نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری ، دانشگاه تربیت مدرس.
- ۳) عزیز خانی، مسعود و نورالله خدادادی،(۱۳۸۷)، " بررسی تاثیر هزینه تبلیغات بر ارزش نامشهود واحد تجاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری، شماره ۵۳، ۲۴-۷۸.
- ۴) نوو ، پی . ریموند (۱۳۷۳). مدیریت مالی . ترجمه علی جهانخانی و علی پارسائیان ، جلد ۱ و ۲ ، تهران : انتشارات سمت.
- 5) Azofra,A.P.and Lopez.V.(2005),Corporate Boards in OECD Countries:size, composition,functioning and effectiveness, Corporate Governance, Vol.14,No.2,189-194.
- 6) Chung ,K.H and S.W. Pruitt(1994), A simple approximation of Tobin' s q, Financial measurement , 23(3), 70-74.
- 7) Dammon,R.and senbet,L,(1988),"The Effect of Taxes and Depareciation on corporate Investment and Financial leverage"American Economic Review,85(3).357-373.
- 8) Fernandez,P,(2001),"Optimal structure: problems with the Havard and Damodarn Approaches"working papers,www.ssrn.com.
- 9) Hall, B.H(1992), The stock markets valuation of R &D investment during the 1980s , American Accounting Review, 70(2), 259-264.
- 10) Hovakimian ,A,(2001),"The Rol of Target leverage in security Issues and Repurchase"working papers,www.ssrn.com.
- 11) Hovakimian,A.Hovakimian,G&Tehranian,Hassan.(2004),"Determinants of Trrget capital structure: The case of dul debt and equity issues",Journal of Financial Economics ,71,517-540.

-
- 12) Klein, P., Shapiro, D. and Young, J. (2005), "Corporate Governance, Family ownership and Firm value :the Canadian Evidence", *Corporate Governance*, Volume 13, Number 6, 769-784.
 - 13) Lang, L. P. and Stulz, R. M. (1994) "Tobin's Q, corporate diversification, and firm performance", *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280.
 - 14) Leewillen W. G. and S. G. Badernat, (1997), on the measurement of Q Tobin's, *Journal of Financial Economics*, 44(1), 77-122.
 - 15) Lev, B. and S. L. Mintz, (1999), *Seeing is Believing*, CFO, February.
 - 16) Lindeberg, E. B., and S. A. Ross, (1981), Tobin's q Ratio and Industrial organization, *Journal of Business*, 54(1), 1-32.
 - 17) Olsen, B. and Elang, B. (2005), "Do Multinational Operation Influence Firm Value? Evidence from the Triad Regions", *International Journal of Business and Economics*, Vol. 4, No. 1, 11-29.
 - 18) Simon, C. J. and M. W. Sullivan (1993), the measurement and determinants of brand equity : a financial approach *Marketing Science*, 12(1), 28-52.
 - 19) Sveiby, K. E. (1997), the intangible assets monitor, *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, 12(1), 73-97.
 - 20) Tobin, J. (1969), A general equilibrium approach to monetary theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29

یادداشت‌ها

- ¹- Fernandez and Hovakimian
- 2- Dammon, and Senbet
- 3- Hovakimian & Tehranian
- 4- Olsen and Elang
- 5- Azofra, A. P. and Lopez