



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال دوم / شماره پنجم / بهار ۱۳۹۲

## تبیین وجه تمایز صنایع استراتژیک و غیر استراتژیک بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر ساختار سرمایه و ارزش افزوده نقدی (CVA) با رویکرد پانل دیتا

سعید سعیدا اردکانی

دانشیار گروه مدیریت بازرگانی دانشگاه یزد  
dr.saeida@yazduni.ac.ir

فروغ حیرانی

مربی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی یزد  
heiranyforough@gmail.com

محسن دهقان میرک آباد

کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد (مسئول مکاتبات)  
Mhsndh80@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۰/۵ تاریخ پذیرش: ۹۱/۱۲/۲۰

### چکیده

یکی از مهمترین اجزای هر فعالیت اقتصادی، فراهم کردن منابع مالی مورد نیاز است. منابع مالی مورد نیاز را می توان از محل حقوق صاحبان سهام یا بدهی تأمین کرد. ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام در تأمین مالی بیانگر ساختار مالی است. ساختار مالی بهینه نیز اشاره به ترکیبی از آن دو است که ارزش شرکت را حداکثر کند و هزینه سرمایه را به حداقل برساند. هدف تحقیق حاضر تأکید بر مقوله ساختار مالی و تأثیر آن بر ارزش شرکت با توجه به نوع صنعت می باشد. معیارهای مورد استفاده برای سنجش ساختار مالی در این تحقیق نسبت بدهی ها به دارایی ها و نسبت بدهی های بلند مدت به جمع حقوق صاحبان سهام است که میزان منابعی را که شرکت از طریق بدهی ها تأمین کرده است نشان می دهد. ارزش افزوده نقدی؛ بخش نقدی ثروت ایجاد شده توسط شرکت را نشان می دهد. نتایج تحقیق بیانگر این مطلب است که در هر دو دسته از صنایع استراتژیک و غیر استراتژیک و نیز کل صنایع رابطه معناداری بین ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی وجود دارد. همچنین ضرایب تعیین تعدیل شده و ضرایب متغیرهای مستقل در مدل های رگرسیونی نشان می دهد روابط بین ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی در صنایع استراتژیک و غیراستراتژیک با یکدیگر تفاوت معناداری دارند.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالی، صنایع استراتژیک، ارزش افزوده نقدی، رگرسیون ترکیبی.

## ۱- مقدمه

وجود بعضی از شرایط و ویژگی‌ها از جمله تفاوت در سطح تکنولوژی، موقعیت جغرافیایی، شرایط اقلیمی، منابع طبیعی و... که کشورها از آن برخوردار و بهره‌مند هستند باعث شد تا به نظر برسد که نوعی تفکیک در بین صنایع فعال در بورس اوراق بهادار ایران جهت تحقیق و مطالعه انجام گیرد. ویژگی‌های فوق می‌تواند صنایعی را برای کشوری استراتژیک نماید و همین صنایع را برای کشوری دیگر که دارای بعضی از این منابع و مزایا نمی‌باشد غیر استراتژیک نماید لذا در ایران با وجود داشتن منابع طبیعی غنی از جمله نفت، گاز و داشتن معادن عظیم کانی طبیعی، صنایعی مانند: صنایع پتروشیمی، صنایع فولاد، صنایع سیمان و صنایع ذوب آهن، صنایع خودرو را می‌توان در گروه صنایع استراتژیک و دیگر صنایع پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را به عنوان صنایع غیر استراتژیک طبقه بندی نمود و بحث ساختار سرمایه را به عنوان مهم ترین عامل مؤثر بر ارزش گذاری شرکت‌ها و برای جهت گیری آنان در بازارهای سرمایه مطرح کرد. محیط متحول و متغییر کنونی، درجه بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری نیز تا حدودی به ساختار سرمایه آنان منوط ساخته است. این امر برنامه ریزی استراتژیک آنان را به انتخاب منابع مؤثر بر هدف حداکثر سازی ثروت سهامداران نزدیک کرده است. در این تحقیق سعی می‌شود تا از زاویه جدید و با دیدگاه مقایسه‌ای بین دو دسته از صنایع استراتژیک و غیر استراتژیک به این مقوله با اهمیت پرداخته شود و تأثیر هر یک از ابزارهای مالی بر ارزش افزوده نقدی شرکت‌های موجود در هر صنعت (استراتژیک و غیر استراتژیک) را به صورت مقایسه‌ای مورد بحث قرار دهد. ارزش آفرینی حاصل شده از صنایع مختلف مورد مقایسه قرار می‌گیرد تا مشخص شود که آیا تأثیر ساختار سرمایه بر ارزش افزوده نقدی بر اساس نوع صنعت تغییر خواهد نمود یا خیر؟ هدف از این تحقیق آن است تا به کسانی که قصد سرمایه‌گذاری یا اعطای اعتبار دارند کمک کند تا با اطلاعاتی که در دسترس دارند بتوانند تصویر مناسبی از محل سرمایه‌گذاری داشته باشند و برای مدیران محکی جهت تأکید بر اهمیت ساختار سرمایه با توجه به نوع صنعت در جهت ارزش آفرینی برای شرکت و بالا بردن ثروت سهامداران می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری پژوهش و مروری بر پیشینه

هدف از تعیین ساختار سرمایه مشخص کردن ترکیب منابع مالی به منظور به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. ساختار سرمایه را می‌توان یکی از عوامل مؤثر بر ثروت سهامداران تلقی نمود. اگر شرکتی اوراق قرضه بیشتری منتشر کند، نقطه سر به سر مالی و درجه اهرم آن بالا خواهد رفت. بعلاوه اگر شرکت به نرخ بازده بیشتر از نرخ بهره دست یابد، سود هر سهم آن افزایش خواهد

یافت؛ در غیر این صورت سود هر سهم کاهش می یابد در نتیجه مدیران مالی توجه خود را به آثار روشهای مختلف تأمین مالی بر میزان ریسک و بازده شرکت معطوف می کنند و از این طریق آثار ساختارهای مختلف سرمایه را بر ثروت سهامداران می سنجند (پی نوو، ۱۳۸۹).

واحدهای اقتصادی برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود دو راهکار پیش روی دارند

۱- تأمین مالی از محل منابع داخلی

۲- تأمین مالی از محل منابع خارجی

تأمین مالی از محل منابع داخلی در واقع استفاده از سود انباشته است. یعنی بجای اینکه سود بین سهامداران تقسیم شود به منظور کسب بازده بیشتر در فعالیت های عملیاتی شرکت بکار گرفته می شود. تأمین مالی از منابع خارجی نیز از طریق انتشار سهام و انتشار اوراق قرضه (استقراض) صورت می پذیرد. تفاوت تأمین مالی از طریق سهام و استقراض در این است که، زمانی که شرکت منابع خود را از استقراض تأمین کرده است باید تعهدات خود به بستانکاران را قبل از سهامداران پرداخت کند و دیگر اینکه پرداخت تعهدات به بستانکاران باعث صرفه جویی مالیاتی می شود.

ارزش آفرینی از مهم ترین موضوعات مورد توجه سهامداران، اعتبار دهندگان، دولت ها و مدیران می باشد. سرمایه گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در بکارگیری سرمایه شان آگاهی یابند. آنها علاقه مندند دریابند از سرمایه گذاری انجام شده چه اندازه ایجاد ارزش شده است. ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت از مهمترین اهداف شرکت ها محسوب می شود (یحیی زاده و همکاران، ۱۳۸۹).

### ارزش افزوده نقدی<sup>۱</sup> (CVA)

مفهوم ارزش افزوده نقدی بسیار شبیه به ارزش افزوده است، با این تفاوت که ارزش افزوده، کل ثروت ایجاد شده توسط شرکت طی یک دوره مالی را تخمین می زند، ولی ارزش افزوده نقدی، تنها بخش نقدی آنرا لحاظ می کند. به عبارت دیگر، ارزش افزوده نقدی همان ارزش افزوده است که ارقام غیر نقدی آن حذف شده است (نو روش و مشایخی، ۱۳۸۳).

ابداع معیار ارزش افزوده نقدی به دنبال پیچیدگی های محاسباتی ارزش افزوده اقتصادی و انتقادات ساختاری وارد بر آن بود اتوسون<sup>۲</sup> به عنوان مبدع معیار ارزش افزوده نقدی استدلال می کند که با انجام تعدیلات پیشنهادی استوارت (مبدع ارزش افزوده اقتصادی) ارزش افزوده اقتصادی به جریانات نقدی بسیار نزدیک تر می شود (Fosberg & Ghosh, 2006). این نکته به نوعی در گفته روبن اسکالونا<sup>۳</sup>

(۲۰۰۳) نیز آمده است (Dewet & Hall, 2004)

با توجه به ویژگی‌های ایده آل معیارهای ارزیابی عملکرد، بهتر است برای ارزیابی عملکرد مدیریت شرکت‌ها از معیارهای مرتبط با جریان‌های نقدی استفاده گردد، نه معیارهای مبتنی بر سود تعهدی اعم از بازده سرمایه و بازده سرمایه‌گذاری. معیارهای مرتبط با جریان‌های نقدی با ارزش ذاتی شرکت سازگارند و از آنجایی که معیارهای مبتنی بر سود تعهدی مانند بازده سرمایه‌گذاری، بازده سرمایه و سود هر سهم دستخوش دستکاری و تفسیر غلط می‌باشند پس معیار خوبی برای تبیین تغییرات قیمت سهام نیستند و نباید در ارزیابی عملکرد مدیران مورد استفاده قرار گیرند. از بین معیارهای مبتنی بر جریان‌های نقدی، ارزش افزوده اقتصادی به خاطر پیچیدگی محاسباتی و ذهنی بودن محاسبات آن نسبت به ارزش افزوده نقدی ارجحیت کمتری دارد.<sup>۴</sup>

### صنایع استراتژیک<sup>۴</sup>

سیاست استراتژیک تجاری، سیاست تجاری برای اثرگذاری بر تصمیمات انحصارگران چند جانبه در بازارهای جهانی است. این سیاست طی دو مرحله قابل اجرا است: انتخاب صنایع و هدف‌گیری صنایع منتخب. مهمترین ابزارهای سیاست استراتژیک تجاری شامل وضع تعرفه<sup>۵</sup> بر واردات رقیب و اعطای یارانه<sup>۶</sup> به صادرات است. فرایند کاربرد سیاست استراتژیک تجاری در کشورهای در حال توسعه از طریق خلق مزیت<sup>۷</sup> است زیرا این سیاست براساس عملکرد تجاری کشورهای پیشرفته صنعتی شکل گرفته است که اولاً، در بازارهای جهانی دارای ساختار انحصار چندجانبه<sup>۸</sup>، بازیگر مهمی به شمار می‌آیند. دوماً، صنایع دارای تکنولوژی برتر که سیاست استراتژیک تجاری ابتدا در مورد آنها مطرح گردید، عمدتاً در کشورهای پیشرفته صنعتی وجود دارد. اما در کشورهای در حال توسعه عمدتاً در بازارهایی فعال هستند که بیش از یک یا دو رقیب دارند و در تکنولوژی برتر و صنایع آن سهم ناچیزی دارند

برای رتبه‌بندی صنایع ایران در سطح کد دورقمی ISIC روش تاکسونومی<sup>۹</sup> عددی بکار گرفته شده است بدین منظور، ابتدا ماتریس (۲۲\*۹) شاخص صنعت تشکیل داده شده و سپس استاندارد شده است. در مرحله بعد، فواصل مرکب میان صنایع محاسبه گردیده است و صنایع همگن تعیین شده‌اند. با به دست آوردن ماتریس فاصله عملکرد صنعت از عملکرد ایده آل، بردار جذر جمع سطرها در این ماتریس محاسبه شد و نتیجه نهایی تاکسونومی به دست آمده است. نتیجه بکارگیری روش تاکسونومی عددی نشان می‌دهد که اگر شاخص‌های یادشده برای رتبه‌بندی ۲۲ صنعت کد دورقمی ISIC به کار گرفته شود، سه صنعت برتر انتخاب شده برای خلق مزیت در صادرات صنعتی کشور به ترتیب عبارت خواهند بود از:

- تولید فلزات اساسی (کد ۲۷)
- تولید سایر محصولات کانی غیرفلزی (کد ۲۶)

• تولید مواد و محصولات شیمیایی (کد ۲۴)

با توجه به طبقه بندی کلی انجام شده فوق که به وسیله روش های آماری به تأیید و رسمیت رسیده است می توان بعضی از صنایع خاص را که زیر مجموعه گروه های فوق می باشد به عنوان صنایع استراتژیک و برگزیده ایران عنوان نمود که بعضی از این صنایع عمده شامل:

- ۱- صنایع پترو شیمی
- ۲- صنعت نفت
- ۳- صنعت گاز
- ۴- صنعت خودرو
- ۵- صنعت فولاد
- ۶- صنعت سیمان
- ۷- ذوب آهن
- ۸- سایر محصولات کانی غیر فلزی و .....

**پیشینه پژوهش**

چاین<sup>۱۰</sup> (۱۹۹۷) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نسبتهای سودآوری برای ۲۶۷ شرکت طی سالهای ۱۹۸۵-۱۹۹۴ در بورس اوراق بهادار کوالالمپور پرداخت، برای متغیر ساختار سرمایه از نسبتهایی همچون نسبت بدهی، نسبت حقوق صاحبان سهام، نسبت اهرم مالی و... و از نسبتهای ROE، ROI و EPS بعنوان نسبت سودآوری استفاده شد. نتایج نشان داد بین نسبتهای ساختار سرمایه و نسبتهای سودآوری رابطه معنادار وجود دارد.

فرناندز (۲۰۰۸) در مقاله ای تحت عنوان " ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی خلق ارزش برای سهامداران را اندازه گیری نمی کند " به بررسی در این خصوص می پردازد. او مطرح می کند که همبستگی بین بازده صاحبان سهام در سال ۱۹۹۴ - ۱۹۹۸ و افزایش در ارزش افزوده نقدی (طبق گروه مشاوره ای بوستون) در ۱۰۰ شرکت سودآورتر جهان ۱/۷ درصد می باشد

کلینتون و چن<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۸) پس از مقایسه قیمت و بازده سهام با معیار ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای سنتی، پیشنهاد کردند؛ شرکت هایی که برای ارزیابی عملکرد از معیار ارزش افزوده اقتصادی استفاده می کنند، ارزش افزوده نقدی را بعنوان جایگزین در نظر بگیرند.

ویشنو و ناگاوارو<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۷) با توجه به شواهد تجربی نشان داده شده است که بین قیمت گذاری، پویایی صنعت و نوع صنعت با ساختار سرمایه ارتباط وجود دارد و ارزش و عملکرد شرکت در ارتباط و همبستگی با نسبت بدهی شرکتها است و روش ارزیابی مقایسه عملکرد شرکت با متوسط صنعتی که آن شرکت در آن حضور داشته بوده است و نتایج این تحقیق از فرضیه کاهش هزینه های قابل اجتناب در زمان اضطرار نیز حمایت می کند

رالف الساس و دیوید فلوریزاک<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۸) این مقاله با هدف ارزیابی و خلاصه کردن ساختار سرمایه در شرکت های آلمانی انجام شده و عنوان نمودند که حتی پس از گذشت ۵۰ سال از تحقیق اولیه میلر

و مودیگلیانی هنوز انتخاب ساختار سرمایه بهینه و ایده آل امکان پذیر نیست و همچنین در تحقیق خود به سایر عوامل بیرونی اثرگذار بر روی تصمیمات ساختار سرمایه اشاره کرده و عواملی مانند تصمیمات غیر عقلایی بعضی از مدیران را از عوامل تأثیرگذار روی ساختار سرمایه عنوان نمودند.

سعید باقر زاده (۱۳۸۲) در تحقیق خود به بررسی مهم ترین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نمونه مورد بررسی مشتمل بر ۵۸ شرکت تولیدی از بین ۲۵۲ شرکت تشکیل دهنده کل جامعه آماری در قلمرو زمانی تحقیق بوده است نتایج تحقیق حکایت از این دارد که الگوی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران عمدتاً تابع متغیرهایی نظیر میزان دارایی های ثابت شرکت، اندازه شرکت و سود آوری آن می باشد. و حاکی از این مطلب است که شرکت های مذکور در تأمین مالی مورد نیاز از خارج شرکت استقراض را به انتشار سهام ترجیح می دهند

فربیا فرامرزی خسرو شاهی (۱۳۸۶) دانشگاه مازندران، به بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و سود آوری شرکت ها پرداخته است. ROA را به عنوان متغیر وابسته تحقیق در نظر گرفته شده است و سه متغیر به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده اند نتایج تحقیق وجود ارتباط بین ساختار مالی و سود آوری را تأیید نمود ولی این ارتباط در حد ضعیف می باشد.

محمد رضا نیکبخت، محسن پیکانی (۱۳۸۸) در مقاله خود رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد شرکت (ROA, ROE) طی سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ را مورد بررسی قرار دادند. مشخص گردید بین ۴ نسبت ساختار سرمایه، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی رابطه معنادار و همبستگی چندگانه وجود دارد اما این همبستگی در مورد ROA قوی تر است.

### ۳- روش شناسی پژوهش

این تحقیق از نوع همبستگی و روش شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی است. در بررسی ارتباط بین یک متغیر وابسته با یک یا چند متغیر مستقل و با استفاده از داده های تاریخی، از سه نوع داده می توان پارامترهای متغیر (متغیرهای) مستقل را برآورد و با ارائه مدل اقدام به پیش بینی کرد. این سه نوع داده عبارت اند از: داده های مقطعی، سری زمانی و ترکیبی. داده های این تحقیق از نوع ترکیبی (تلفیقی) هستند. داده های ترکیبی، داده هایی هستند که از ترکیب دو دسته داده های سری زمانی و مقطعی حاصل می شود. در مواردی که تعداد داده های در دسترس برای به کار بردن معادله سریهای زمانی به تنهایی کافی نباشد، برای پیش بینی و تهیه الگویی مناسب، می توان داده های زمانی و مقطعی را با هم تلفیق کرد و الگوی مورد نظر را بر اساس مجموع داده ها برآورد کرد. در این صورت

تعداد مشاهدات (N) برابر است با تعداد سالهای موردنظر (t) ضربدر تعداد داده های مقطعی در یک سال (n).

برآورد روابطی که در آنها از داده های ترکیبی (سری زمانی، مقطعی) استفاده می شود، غالباً با پیچیدگی هایی مواجه است. در حالت کلی، مدل زیر نشان دهنده یک مدل رگرسیون با داده های ترکیبی است:

$$Y_{it} = B_{1it} + \sum_{k=2}^n B_{kit} X_{kit} + e_{it}$$

که در آن  $i = 1, 2, \dots, n$  نشان دهنده واحدهای مقطعی و  $t = 1, 2, \dots, T$  بر زمان اشاره دارد و  $Y_{it}$  متغیر وابسته را برای  $i$  امین واحد مقطعی در سال  $t$  و  $X_{kit}$ ،  $k$  امین متغیر مستقل غیر تصادفی برای  $i$  امین واحد مقطعی در سال  $t$  است.

روش گردآوری اطلاعات کتابخانه ای می باشد، اطلاعات مورد نیاز بخش ادبیات تحقیق از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین و مقالات استخراج شده از اینترنت، گردآوری شده است و یکسری از اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه های تحقیق از صورت های مالی شرکت های مورد مطالعه استخراج می شود. این اطلاعات از بانک های اطلاعاتی بورس و نرم افزار ره آورد نوین و تدبیرپرداز تهیه می شود. بوسیله نرم افزار Excel اطلاعات دسته بندی و نسبتهای مالی و متغیر های مورد نیاز محاسبه شده، سپس بوسیله نرم افزار ۶ Eviews آزمون های مورد نظر انجام می شود.

قلمرو زمانی تحقیق: محدوده زمانی تحقیق، اطلاعات مالی مربوط به ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی طی سال های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۷ شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. قلمرو مکانی تحقیق: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت های غیر مالی (تولیدی) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۰ لغایت انتهای سال ۱۳۸۷ که شامل ۳۰۳ شرکت بوده است و نمونه آماری مشتمل بر ۱۲۷ شرکت (۱۰۱۶ مشاهده) می باشد که با استفاده از روش حذف سیستماتیک استخراج گردیده است که با توجه به توضیحات قبلی به صنایع استراتژیک (۵۴ شرکت و ۴۳۲ مشاهده) و صنایع غیر استراتژیک (۷۳ شرکت و ۵۸۴ مشاهده) تقسیم گردیده است. هر یک از شرکت های جامعه آماری که فاقد ویژگی های زیر می باشند حذف گردیده است.

(۱) دوره مالی آن ها منتهی به پایان اسفند ماه (xx/۱۲/۲۹) هر سال باشد که این موضوع باعث می شود تا از اثر گذاری عوامل و شرایط فصلی و سایر اتفاقات روی داده بر نتایج تحقیق جلوگیری شود و قابلیت مقایسه افزایش یابد

۲) شرکت‌هایی که در دوره تحقیق، دوره مالی خود را تغییر نداده باشند بر این اساس اطلاعات مورد استفاده از صورت‌های مالی تماماً دوازده ماهه خواهد بود و قابلیت مقایسه افزایش خواهد یافت.

۳) حقوق صاحبان سهام این شرکت‌ها در تمامی دوره‌های مورد ارزیابی مثبت باشد

۴) در دوره ۸ ساله تحقیق (۱۳۸۷-۱۳۸۰) در بورس به طور متمادی فعالیت داشته‌اند و اطلاعات آنها کامل و در دسترس می‌باشد.

جدول ۱- شرکت‌های نمونه انتخابی

صنایع غیر استراتژیک		صنایع استراتژیک	
تعداد شرکت	نوع صنعت	تعداد شرکت	نوع صنعت
۳	استخراج معادن	۱۰	فلزات اساسی
۱۳	انواع فرآورده‌های غذایی و آشامیدنی	۵	مواد و محصولات شیمیایی (پتروشیمی)
۱۳	ساخت قطعات	۱۶	مواد و محصولات شیمیایی (دارو)
۷	سایر محصولات فلزی	۹	سایر محصولات کانی غیر فلزی (سیمان)
۳	لاستیک و پلاستیک	۷	سایر محصولات کانی غیر فلزی (کاشی و سرامیک)
۸	ماشین‌آلات و تجهیزات	۲	فرآورده‌های نفتی
۳	ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی	۵	خودرو
۶	سایر محصولات کانی غیر فلزی (سایر)		
۹	مواد و محصولات شیمیایی (سایر)		
۸	سایر صنایع		
۷۳	جمع	۵۴	جمع

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

۱) رابطه معنا داری بین ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) وجود دارد

۱-۱- رابطه معنا داری بین ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع استراتژیک وجود دارد

۲-۱- رابطه معنا داری بین ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع غیر استراتژیک وجود دارد



۲) بین رابطه ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع استراتژیک و رابطه ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع غیراستراتژیک تفاوت معنا داری وجود دارد.

### ۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

**متغیر وابسته** ارزش افزوده نقدی (CVA) می باشد که به صورت زیر محاسبه می گردد:  
هزینه سرمایه نقدی - سود نقدی عملیاتی پس از کسر مالیات = ارزش افزوده نقدی

که در آن :

وجه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی پس از کسر مالیات پرداختی = سود نقدی عملیاتی پس از کسر مالیات

بهره پرداختی به علاوه سود سهام پرداختی = هزینه سرمایه نقدی

**متغیر مستقل** ساختار مالی است که با نسبت بدهیهای بلند مدت به حقوق صاحبان سهام (NCE<sup>۱۴</sup>) و نسبت کل بدهیها به کل داراییها (FL<sup>۱۵</sup>) سنجیده می شود.

### ۶- نتایج پژوهش

با توجه به ترکیبی بودن داده‌های پژوهش، ابتدا آزمون F (آزمون چاو) به منظور انتخاب شیوه تخمین مدل از بین دو راهکار Pooling و Panel اعمال می‌شود. سپس از طریق آماره F معنادار بودن یا نبودن مدل مربوط به فرضیه را مشخص کرده و برای آزمون عدم وجود خود همبستگی جملات خطا از آماره دوربین-واتسون استفاده شده است. در گام بعدی آزمون معنادار بودن متغیرهای مستقل به وسیله آماره t در سطح اطمینان ۹۵٪ استفاده شده است. و برای مقایسه ضرایب تعیین از آزمون Z - کرامر<sup>۱۶</sup> استفاده می‌شود.

**فرضیه اصلی (۱)** : این فرضیه به ارزیابی وجود رابطه بین ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. که با استفاده از مدل زیر آزمون می‌گردد:

$$\text{مدل } CVA_{it} = \alpha_i + \alpha_1 FL_{it} + \alpha_2 NCE_{it} + \varepsilon_{it}(1-1)$$

$$H_0 : \alpha_1, \alpha_2 = 0$$

$$H_1 : \alpha_1, \alpha_2 \neq 0$$

براساس آزمون چاو اثرات ثابت مقطعی برای عرض از مبداء مدل انتخاب گردید.

جدول ۲: خلاصه نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه اصلی (۱)

متغیر وابسته	متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	p-value
CVA	FL	-۴۸۸۵۷.۳۴	۷۱۸۴.۵۲	-۶.۸	۰.۰۰۰
	NCE	۴۴۲۷.۲۳	۱۸۶۲.۱۷	۲.۳۷۷	۰.۰۱۷۶
	c	۳۲۴۴۹.۹	۴۶۹۴.۲۸	۶.۹۱۲	۰.۰۰۰
DW= 2/076		R <sup>2</sup> Adj = 0/22		F = 3/211	

با توجه به جدول (۲)، از آماره F می‌توان نتیجه گرفت در سطح اطمینان ۹۹٪ معادله رگرسیون معنادار است. نتایج مربوط به آماره دوربین - واتسون (عدم خودهمبستگی جملات خطا) برای مدل نشان دهنده استقلال نسبی داده‌ها است.

ضریب تعیین تعدیل شده مدل بیان‌کننده میزان ارتباط متغیرهای مستقل با متغیر وابسته (ارزش افزوده نقدی) می‌باشد. مطابق با جدول (۲) ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۰.۲۲ است. بنابراین می‌توان مدعی شد که ارزش افزوده نقدی تا سطح ۲۲ درصد از این دو متغیر اثر می‌پذیرد. آماره t و احتمال مربوط به آن برای متغیرهای مستقل NCE، FL نشان می‌دهد که این متغیرها از اعتبار آماری برخوردار می‌باشند. چرا که احتمال (prob) برای آنها از ۰.۰۵ کوچکتر می‌باشد. براساس مطالب فوق فرض H<sub>0</sub> رد و فرض H<sub>1</sub> مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

- فرضیه فرعی (۱-۱) این فرضیه به ارزیابی وجود رابطه بین ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع استراتژیک منتخب از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. که با استفاده از مدل زیر آزمون می‌گردد:

$$\text{مدل (۲-۱)} \quad CVA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FL_{it} + \alpha_2 NCE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$H_0 : \alpha_1, \alpha_2 = 0$$

$$H_1 : \alpha_1, \alpha_2 \neq 0$$

براساس آزمون چاو اثرات ثابت مقطعی برای عرض از مبداء مدل انتخاب گردید.

جدول ۳: خلاصه نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه فرعی (۱-۱)

متغیر وابسته	متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	p-value
CVA	FL	-۹۰۸۳۵.۳۲	۲۰۵۵۳.۳	-۴.۴۱۹	۰.۰۰۰
	NCE	۷۱۹.۲۶	۸۱۱۰.۸	۰.۰۸۸	۰.۹۲۹
	c	۱۴۶۹۶۴.۷	۱۳۸۵۱.۸۱	۱۰.۶۰۹	۰.۰۰۰
DW=۱/۸۸		R <sup>2</sup> Adj = 0/۳۱		F = ۴/۵۳۱	

با توجه به جدول (۳)، از آماره F می توان نتیجه گرفت در سطح اطمینان ۹۹٪ معادله رگرسیون معنا دار است. نتایج مربوط به آماره دوربین - واتسون (عدم خودهمبستگی جملات خطا) برای مدل نشان دهنده استقلال نسبی داده ها است

ضریب تعیین تعدیل شده مدل بیان کننده میزان ارتباط متغیرهای مستقل با متغیر وابسته (ارزش افزوده نقدی) می باشد. مطابق با جدول (۳) ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۰.۳۱ است. بنابراین می توان مدعی شد که ارزش افزوده نقدی تا سطح ۳۱ درصد از این دو متغیر اثر می پذیرد. آماره t و احتمال مربوط به آن برای متغیرهای مستقل NCE، FL نشان می دهد متغیر مستقل FL از اعتبار آماری برخوردار می باشد، چرا که احتمال (Prob) برای این متغیر کوچکتر از ۰.۰۵ می باشد. اما همین مقدار برای متغیر NCE بزرگتر از ۰.۰۵ است، که نشان دهنده بی معنا بودن این متغیر در مدل رگرسیونی در سطح اطمینان ۹۵٪ است.

براساس مطالب فوق فرض  $H_0$  رد و فرض  $H_1$  مورد پذیرش قرار می گیرد.

- **فرضیه فرعی (۱-۲):** این فرضیه به ارزیابی وجود رابطه بین ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع غیراستراتژیک منتخب از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. که با استفاده از مدل زیر آزمون می گردد:

$$CVA_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 FL_{it} + \alpha_3 NCE_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱-۳)}$$

$$H_0 : \alpha_1, \alpha_2 = 0$$

$$H_1 : \alpha_1, \alpha_2 \neq 0$$

براساس آزمون چاو اثرات ثابت مقطعی برای عرض از مبداء مدل انتخاب گردید.

جدول ۴: خلاصه نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه فرعی (۱-۲)

متغیر وابسته	متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	p-value
CVA	FL	-۱۵۳۱۲.۸۱	۳۹۰۰.۹	-۳.۹۲۵	۰.۰۰۰
	NCE	۳۱۹.۲۸۴	۹۴۱.۲۳	۰.۳۳۹	۰.۷۳۴
	c	۹۰۸.۴۳۱	۲۸۵۰.۱۳	۰.۳۱۸	۰.۷۵
DW=۲/۱۵		R <sup>2</sup> Adj = 0/۲۲		F = ۳.۲۸	

با توجه به جدول (۴)، از آماره F می توان نتیجه گرفت در سطح اطمینان ۹۹٪ معادله رگرسیون معنا دار است. نتایج مربوط به آماره دوربین - واتسون (عدم خودهمبستگی جملات خطا) برای مدل نشان دهنده استقلال نسبی داده ها است

ضریب تعیین تعدیل شده مدل بیان کننده میزان ارتباط متغیر های مستقل با متغیر وابسته (ارزش افزوده نقدی) می باشد. مطابق با جدول (۴) ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۰.۲۲ است. بنابراین می توان مدعی شد ارزش افزوده نقدی در صنایع غیر استراتژیک تا سطح ۲۲ درصد از این دو متغیر اثر می پذیرد. آماره  $t$  و احتمال مربوط به آن برای متغیر های مستقل NCE, FL, نشان می دهد متغیر مستقل FL از اعتبار آماری برخوردار می باشد. چرا که، احتمال (Prob) برای این متغیر کوچکتر از ۰.۰۵ می باشد. اما همین مقدار برای متغیر NCE بزرگتر از ۰.۰۵ می باشد که نشان دهنده بی معنا بودن این متغیر در مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ است. براساس مطالب فوق فرض  $H_0$  رد و فرض  $H_1$  مورد پذیرش قرار می گیرد.

**آزمون فرضیه (۲):** این فرضیه بیان می کند بین رابطه ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع استراتژیک و رابطه ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع غیراستراتژیک تفاوت معنا داری وجود دارد.

فرض صفر و فرض یک به صورت زیر تعریف شده است :

$H_0$ : بین رابطه ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع استراتژیک و رابطه ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع غیراستراتژیک تفاوت معنا داری وجود ندارد  
 $H_1$ : بین رابطه ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع استراتژیک و رابطه ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع غیراستراتژیک تفاوت معنا داری وجود دارد.  
 در فرضیه قبل صنایع را به دو دسته استراتژیک و غیر استراتژیک تفکیک و رابطه بین ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی را در آنها مورد ارزیابی قرار داده شد که نتایج در جدول (۵) قابل مشاهده هستند.

جدول ۵: جدول ضرایب تعیین تعدیل شده

مدل	نوع صنعت	F	احتمال (prob)	سطح اطمینان	Adj R <sup>2</sup>
(۱-۱)	کل صنایع	۳.۲۱	۰.۰۰۰	٪۹۹	۰.۲۲
(۲-۱)	استراتژیک	۴.۵۳	۰.۰۰۰	٪۹۹	۰.۳۱
(۳-۱)	غیر استراتژیک	۳.۲۸	۰.۰۰۰	٪۹۹	۰.۲۲

در این فرضیه در نظر داریم تأثیر نوع صنعت (استراتژیک و غیراستراتژیک) بر رابطه بین ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی، در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهیم. بنابراین برای مقایسه ضرایب تعیین تعدیل شده از آزمون Z- کرامر استفاده می نماییم.

جدول ۶: نتایج آزمون Z-کرامر

احتمال	آماره Z کرامر	R <sup>2</sup> Adj	R <sup>2</sup>	نوع صنعت	مدل
۰.۰۰۰	۱۱.۴۵۹	۰.۳۱	۰.۳۹	استراتژیک	(۲-۱)
		۰.۲۲	۰.۳۲	غیراستراتژیک	(۳-۱)

آماره Z - کرامر برای ضرایب تعیین در صنایع استراتژیک و غیر استراتژیک در جدول (۶) نشان داده شده است، که در سطح ۰.۰۱ معنادار می باشد. بنابراین می توان نتیجه گرفت اختلاف در ضرایب تعیین تعدیل شده حاصل از برآورد مدل ها در صنایع استراتژیک و غیراستراتژیک معنادار می باشد و نوع صنایع روی ارتباط میان ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی تأثیر دارد.

ضریب متغیر مستقل با فرض ثابت بودن سایر متغیرهای مستقل نشان دهنده میزان تغییر متغیر وابسته به ازای یک واحد تغییر در متغیر مستقل است و علامت ضرایب جهت تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته را نشان می دهد. تغییر در متغیر مستقل با ضریب بالاتر، می تواند تأثیر بیشتری بر متغیر وابسته داشته باشد. جدول (۷) ضرایب متغیرهای مستقل در مدل یکسان برای صنایع استراتژیک و غیراستراتژیک را نشان می دهد. اختلاف بین ضرایب متغیرهای مستقل تفاوت اثرگذاری متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته در صنایع استراتژیک و غیراستراتژیک را نشان می دهد.

جدول ۷: ضرایب متغیرهای مستقل

ضریب متغیر	سطح اطمینان	نوع صنعت	متغیر مستقل	متغیر وابسته
۹۰۸۳۵.۳۲-	%۹۹	استراتژیک	FL	CVA
۱۵۳۱۲.۸۱-	%۹۵	غیراستراتژیک		
۷۱۹.۲۶۵	بی معنا	استراتژیک	NCE	
۳۱۹.۲۸	بی معنا	غیراستراتژیک		

براساس مطالب فوق فرض  $H_0$  رد و فرض  $H_1$  مورد پذیرش قرار می گیرد.

## ۷- نتیجه گیری و بحث

معیارهای مورد استفاده برای سنجش ساختار مالی در این تحقیق میزان منابعی را که شرکت از طریق بدهی ها تأمین کرده است نشان می دهد. تأمین مالی از طریق وام ها به دو دلیل باعث افزایش ثروت سهامداران می شود اولاً؛ بهره وام ها هزینه قابل قبول مالیاتی است و باعث کاهش هزینه مؤثر وام می شود. ثانیاً؛ اگر نرخ بازدهی حاصل از بکارگیری این منابع بیش از نرخ هزینه تأمین مالی باشد،

صاحبان شرکت الزامی به سهم کردن وام دهندگان در این سود اضافی ندارند. از سوی دیگر اتکای بیش از حد به تأمین مالی از طریق بدهی باعث افزایش اهرم و به تبع آن افزایش احتمال ورشکستگی و عدم توانایی بازپرداخت اصل و بهره وام می‌شود که این عامل می‌تواند نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان و نرخ بهره وام‌ها را افزایش دهد و باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شود. بنابراین از نظر تئوری این متغیرها می‌تواند اثر مثبت یا منفی بر ارزش آفرینی شرکت داشته باشد. نتایج نشان داد صنایع استراتژیک و غیر استراتژیک با کاهش نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها می‌توانند ارزش افزوده نقدی شرکت را افزایش دهند و در هر دو صنعت از طریق کاهش در تأمین مالی از طریق بدهی و افزایش تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام می‌توان ارزش افزوده نقدی را افزایش داد. دلایلی همچون الزامات پرداخت بدهی‌ها و بالا بودن نرخ بهره بدهی در ایران می‌تواند دلیل این نوع واکنش باشد.

آزمون فرضیه دوم نشان داد رابطه ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی (CVA) در صنایع استراتژیک و غیراستراتژیک با یکدیگر متفاوت است. که با توجه به ضرایب تعیین تعدیل شده و نوع تأثیر شاخص‌های ساختار مالی (نسبتهای بدهی به دارایی و بدهی‌های بلند مدت به حقوق صاحبان سهام) بر ارزش افزوده نقدی این تفاوت مشهود می‌باشد. بنابراین نوع صنایع و شرایط خاص صنایع بر تعیین ترکیب ساختار بهینه شرکت برای رسیدن به سطح مناسب ارزش افزوده نقدی مؤثر است.

جدول ۸: جدول نتایج آزمون فرضیات

فرضیه‌ها	متغیر مستقل	متغیر وابسته	نتیجه
فرضیه اول	NCE FL	CVA	فرضیه $H_0$ رد می‌شود
			فرضیه $H_0$ رد می‌شود
			فرضیه $H_0$ رد می‌شود
فرضیه دوم	تفاوت ارتباط ساختار مالی و ارزش افزوده نقدی در صنایع استراتژیک و غیر استراتژیک معنادار می‌باشد		فرضیه $H_0$ رد می‌شود

فسبرگ و قوش<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۶)، زایتون و تیان<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۷)، پائو<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۸)، لی و ژائو<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۹)، سرینگاج و مرامور<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۹)، ابراهیم<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۹) و ناصر و مظهر<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۷) در تحقیقات خود به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و عملکرد (براساس شاخص‌های متفاوت) رابطه معناداری وجود دارد.

محمد نمازی و جلال شیر زاده (۱۳۸۴) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و سود آوری رابطه معناداری وجود دارد اما این رابطه از نظر آماری ضعیف است همچنین رابطه بین ساختار سرمایه و سود آوری بستگی به نوع صنعت نیز دارد. با توجه به نتایج پژوهش حاضر، پیشنهادات زیر قابل تامل است.

(۱) براساس نتایج بدست آمده از این تحقیق و تحقیقات مشابه مشخص است که نوع صنعت یکی از پارامترهای مهم در تعدیل و یا انتخاب تصمیمات مالی محسوب می گردد بنابر این لازم است مدیران و سرمایه گذاران این مقوله در اتخاذ تصمیمات در نظر بگیرند.

(۲) با توجه به نتایج کسب شده پرواضح است که مدیران مالی میبایست تصمیمات تامین مالی را با دقت و بررسی بیشتر اتخاذ کنند تا با کاهش هزینه های سرمایه ای و کسب بازده معقول تر ارزش شرکت را افزایش دهند.

(۳) وجود برخی از شرایط و ویژگی ها از جمله سطح تکنولوژی، موقعیت جغرافیایی، شرایط اقلیمی، منابع طبیعی و ... که یک کشور از آن برخوردار و بهرمنند است باعث می گردد برخی از صنایع برای آن کشور استراتژیک گردد در حالی که برای کشوری دیگر استراتژیک نباشد. این صنایع مورد حمایت دولت ها قرار می گیرند که باعث تاثیر گذاری بر بدنه ساختاری و مالی شرکت ها می گردد لذا پیشنهاد می گردد مدیران، اعتبار دهندگان و سرمایه گذاران این مهم را نیز مورد توجه قرار دهند.

### فهرست منابع

- (۱) افلاطونی، عباس، نیکبخت، لیلی، (۱۳۸۹) "کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی"، انتشارات ترمه، چاپ اول،
- (۲) باقر زاده، سعید، (۱۳۸۲)، "تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، پاییز و تابستان ۸۲، شماره ۱۶، صص ۲۳-۴۷
- (۳) پارسائیان، علی، (۱۳۷۳)، "ساختار مطلوب سرمایه"، تحقیقات مالی، بهار ۷۳، شماره ۲، صص ۹۱ - ۱۱۰
- (۴) پور حیدری، امید، (۱۳۸۲)، "نوع صنعت و تاثیر آن بر ساختار مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، پاییز و زمستان ۸۲، شماره ۱۶، صص ۴۶-۶۰
- (۵) پی نوو، ریموند، (۱۳۸۵) "مدیریت مالی، جلد اول"، ترجمه و اقتباس: دکتر علی جهانخانی و دکتر علی پارسائیان، انتشارات سمت، چاپ دوازدهم.

- ۶) پی نوو، ریموند، (۱۳۸۹) "مدیریت مالی، جلد دوم"، ترجمه و اقتباس: دکتر علی جهانخانی و دکتر علی پارسائیان، انتشارات سمت، چاپ چهاردهم.
- ۷) جهانخانی، علی، ظریف فرد، احمد، (۱۳۷۴)، "آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه‌گیری شرکت استفاده می‌کنند؟"، تحقیقات مالی، تابستان و پاییز ۷۴، شماره ۷ و ۸، ص ۴۱ تا ۶۶
- ۸) جهانخانی، علی، سجادی، اصغر، (۱۳۷۴)، "کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی"، تحقیقات مالی، زمستان ۷۳ و بهار ۷۴، شماره ۵ و ۶، ص ۶۸ تا ۸۶
- ۹) رهنمای رودپشتی، فریدون، (۱۳۸۶)، "بررسی و ارزیابی کارکرد ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوه بازار جهت ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکت‌ها"، پژوهشنامه اقتصادی، تابستان ۸۶، شماره ۲، ص ۱۵۷-۱۷۵
- ۱۰) شیرین بخش، شمس‌ا...، خوانساری، زهرا، "کاربرد Eviews در اقتصادسنجی، تهران، پژوهشکده امور اقتصادی، چاپ دوم، (۱۳۸۴)
- ۱۱) کمیجانی، اکبر، میرجلیلی، سید حسین، (۱۳۸۰)، "ساز و کار سیاست استراتژیک تجاری برای توسعه صادرات ایران"، پژوهشنامه بازرگانی، پاییز ۸۰، شماره ۵، ص ۳۱ تا ۶۲
- ۱۲) نوروش، ایرج، حیدری، مهدی، (۱۳۸۳)، "ارزیابی عملکرد مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران با مدل CVA و بررسی رابطه آن با بازده سهام"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، زمستان ۸۳، شماره ۳۸، ص ۱۲۱-۱۴۷
- ۱۳) نوروش، ایرج، مشایخی، بیتا، (۱۳۸۳)، "محتوای افزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی در مقابل سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات"، تحقیقات مالی، بهار و تابستان ۸۳، ص ۱۳۱ تا ۱۵۰
- ۱۴) یحیی زاده فر، محمود، شمس‌شهاب الدین، لاریمی، سید جعفر، (۱۳۸۹)، "رابطه ارزش افزوده اقتصادی و نسبت سود آوری با ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، بهار ۸۹، شماره ۵۹، ص ۱۱۳-۱۲۸
- 15) Ámeels.A,Bruggeman.W,Scheipers.G.(2002). Value-Based Management control Processes to create Value through integration : A literature,Ghent University:  
[www.google.com](http://www.google.com)
- 16) Belkaoui , Ahmed Riahi , (1993) The information Content of Value Added , Earnings , and Cash Flow : US Evidences, International journal of Accounting , No2 , p:140
- 17) Crnigoj M , and Mramor D. (2009), "Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies : evidence from Slovenian Firms" , Emerging Markets Finance & Trade , 45(1) : 72-89



- 18) De wet, j. h. & j. h. hall(2004): concept of EVA, MVA ; meditari accountancy reset rch, vol. 12, no.1:34-42
- 19) Escalona,ruben,(2003),”mba dissertation, university of camberidg “value based management an analysis of the eva model
- 20) Fosberg , R.H,&Ghosh,A.,(2006), Profitability And Capital Structure of Amex And Nyse Firms, Journal of Business & Economics Research, N11, p 57-64
- 21) Ibrahim El-Sayed Ebaid . (2009) , “ The impact of capital – structure choice on firm performance : empirical evidence from Egypt” , The Journal of Risk Finance , Vol 10 No. 5, pp. 477-487
- 22) Li&Yue&Zhao . (2009), Ownership , Institutions and Capital Structure : Evidence from china
- 23) Modigliani,F., & Miller ,M. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment , American Economic Review, 261-297
- 24) Naser , Mohamed & Mazhar, Ayesha. (2007) , Determinants of Capital Structure Decisions Case of Pakistani Government Owned and private Firms
- 25) Ottoson.e,weissenrieder.f.(1996).”cash value added anew method for measuring financial performance”,Gothenburg studies in financial economics ,www.anelda.com
- 26) Pao H.T.(2008) , “ A Comparison of Neural Network and Multiple Regression Analysis in Modeling Capital Structure” Expert systems With Applications, Vol. 35: 720-727
- 27) Rezvan Hejazi, Malektaj Maleki Oskouei,” The information content of Cash Value Added (CVA) and P/E ratio: Evidence on association with Stock Returns for industrial companies in the Tehran Stock Exchange, Iranian Accounting & Auditing Review, Spring 2007,Vol. 14 No. 47, pp 21- 36
- 28) Spencer, Barbara, What Should Trade Policy Target? in:Strategic Trade Policy and the New International Economics, Edited by: Paul Krugman, The M.I.T press. 1988

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup> Cash Value Added

<sup>2</sup> Ottoson

<sup>3</sup> Ruben Escalona

<sup>4</sup> مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم اسلامی - ساز و کار سیاست استراتژیک تجاری برای توسعه صادرات صنعتی ایران. دکتر اکبر کمیجانی و "دکتر سید حسین میر جلیلی" (مستخرج از رساله دکتری علوم اقتصادی، دانشکده اقتصاد دانشگاه امام صادق(ع)، به راهنمایی دکتر اکبر کمیجانی)

<sup>5</sup> Tariff

<sup>6</sup> Subsidies

<sup>7</sup> Creation Advantage

<sup>8</sup> Oligopoly

<sup>9</sup> Taxonomy

<sup>10</sup> Chin

<sup>11</sup> Clinton & Chen

- 
- <sup>12</sup> Vishnu & Nageawara  
<sup>13</sup> R. Elsas & David Florysiak  
<sup>14</sup> Non Current Liability / Equity  
<sup>15</sup> Financial Leverage (Liabilities / Assets)  
<sup>16</sup> Cramer Z-test  
<sup>17</sup> Fosberg & Ghosh  
<sup>18</sup> Zeitun & Tain  
<sup>19</sup> pao  
<sup>20</sup> Li & Zhao  
<sup>21</sup> Crnigoj & Mramor  
<sup>22</sup> Ibrahim  
<sup>23</sup> Naser & Mazhar