



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال چهارم / شماره چهاردهم / تابستان ۱۳۹۴

ارزیابی فرصت سرمایه‌گذاری با تجزیه و تحلیل ساختار مالی موثر بر ارزش شرکت

زهرا امیرحسینی

استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهرقدس
z.amirhosseini@shahryariau.ac.ir

معصومه قبادی

دانشجوی D.B.A انجمن مهندسی مالی ایران

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۲/۴ تاریخ پذیرش: ۹۴/۳/۱۷

چکیده

در رابطه با نیاز به تصمیم‌گیری در خرید یا سرمایه‌گذاری در نهادهای جدید اقتصادی با اطلاعات صحیح و مفصل درباره موقعیت و شرایط بهبود اقتصادی آنها، برآورد سرمایه‌گذاری بالقوه، نقش و مفهوم آن را بهتر از پیش مشخص می‌سازد. دانستن اثربخشی ایجاد شده توسط راهبرد مالی بر ارزش‌های سازمانی پا به پای عواملی که نقشی در فرآیند ارزیابی ساختار مالی ایفاء می‌کنند، عناصر اولیه و اصلی هستند که به موفقیت چنین روشی منتهی می‌شوند. هدف این پژوهش، بر اساس نمونه‌ای شامل 75 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به میزان وزن فعالیت آنها در دستیابی به تولید ناخالص داخلی GDP برای سال ۱۳۹۱، ترسیم یکسری الگوهای ریاضی است که می‌تواند به عنوان ابزاری برای تعیین و تعریف کمیّت اثربخشی‌های ایجاد شده توسط ساختار مالی بر روی ارزش شرکت‌ها بکار رود. پژوهش حاضر، همزمان، سعی در تعیین یک سری عوامل داخلی دارد که عوامل خاص برای شرکت به شمار می‌روند به گونه‌ای که ترکیب ساختار مالی و نیز شدت عملکرد آنها برپایه اهرم مالی را تعیین می‌کند. برای دستیابی به نتایج تحقیق، روش‌های تحلیل داده‌ها نظیر تکنیک نسبت‌ها و تحلیل رگرسیون خطی با متغیرهای مستقل جایگزین، نوع ANCOVA بکار رفته است. پردازش داده‌ها با استفاده از نرم افزار آماری SPSS21 و AMOS20 انجام شده است. نتایج نشان دهنده ارتباط مثبت میان نسبت خود استقلالی مالی و نسبت سود تقسیمی با ارزش شرکت از یک طرف و ارتباط منفی میان نسبت‌های بدهی با ارزش شرکت از طرف دیگر می‌باشد. همچنین افزایش نسبت خود استقلالی مالی و نسبت نقد باعث کاهش اهرم مالی در حالیکه افزایش بازده دارایی‌ها و نسبت دارایی ثابت نامشهود باعث افزایش در اهرم مالی می‌شود. علاوه بر این زمینه فعالیت‌های مختلف شرکت‌ها (گروه خدمات، نفت، کشاورزی و صنایع و معادن) در رابطه راهبردهای سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

واژه‌های کلیدی: ارزش شرکت، برآورد سرمایه‌گذاری بالقوه، ساختار مالی، عوامل اثربخشی.

۱- مقدمه

جهانی شدن و توسعه بازارهای مالی به‌همراه علاقه سرمایه‌گذاران برای قرار دادن سرمایه‌های قابل دسترسشان در یک سرمایه‌گذاری مطمئن که باعث ایجاد بازده‌های افزایشی شده و نگرانی آنها نسبت به درستی صورتهای مالی و فعالیت عملیاتی شرکت‌ها که در اثر بحرانی‌های مالی و اقتصادی اخیر بوجود آمده است، مشخص می‌سازد که شرکت‌های بزرگ مشاوره‌ای مالی برای ارائه خدمات ارزیابی سرمایه‌گذاری بالقوه^۱ چقدر خاص هستند. این فرآیند که توسط اورگان^۲ به عنوان فرآیندی تعریف شده است که تجزیه و تحلیل و ارزیابی یک سرمایه‌گذاری در زمینه کسب سود شرکت از نقطه نظر مالی، قانونی و عملیاتی توسط حسابرسان داخلی و خارجی به عنوان مشاور را در برمی‌گیرد، تلاشی به منظور تنظیم یک معیار برای ارزیابی واقعی کسب و کار می‌باشد. (اورگان، ۲۰۰۴).

معهدا، در تعیین ارزش یک شرکت، یکی از جنبه‌های اساسی عبارت است از تعیین حالتی که در آن، تامین مالی صورت می‌گیرد. راهبرد برگزیده باعث نتایج عملیاتی و مالی می‌شود که تداوم شرکت در یک افق زمانی قابل پیش‌بینی را اثبات می‌کند که بدون آن کل فعالیت شرکت از بین رفته یا کاهش چشم‌گیری خواهد داشت (IASB، ۲۰۰۹) از طرف دیگر همزمان، تامین مالی میان مدت و درازمدت شرکت باید با زمینه‌فعالیتش، چرخه عمر و نیز سایر عوامل اقتصادی و مالی (سیاست مالی تحمیل شده از سوی صاحب‌منصبان، محیط کسب و کار، مالکیت سهم بازار) همبستگی داشته باشد. با توجه به موارد مذکور هدف مقاله حاضر عبارت است از بررسی تاثیر استراتژیهای تامین مالی بر ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نیز تعیین عواملی است که تعیین‌کننده تصمیم در رابطه با راهبرد تامین مالی می‌باشد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

انتخاب یک ساختار مالی که بتواند به تامین و تکمیل اهداف پایدار و توسعه‌ای بیانجامد و به یک سطح سازمانی معطوف باشد، موضوع مطالعات بیشماری بوده است. می‌توان اظهار داشت که هیچ دستورالعمل جهانی وجود ندارد که توزیع مقولات مختلف منابع مالی وابسته به طیفی از عواملی که بر عملکرد شرکت‌ها هم از نظر داخلی و هم از نظر محیط خارجی تاثیر دارند را دربرگیرد. فرضیه امکان‌ترسیم یک ساختار مالی مطلوب در سطح شرکتی همانطور که به عوامل داخلی خاص وابسته است، بستگی به میزان توسعه محیط اقتصادی ایی دارد که شرکت، بخشی از آن است (لین و سایرین^۳، ۲۰۰۹). در همین راستا، هنسی و وایتد^۴ (۲۰۰۵) بیان می‌دارند که ما نمی‌توانیم از ساختار مالی مطلوبی صحبت کنیم که مستقل از عوامل داخلی باشد، همانطور که نمی‌توانیم در رابطه با ساختار مالی مطلوبی حرف بزنیم که مستقل از شرایط اقتصادی ایی باشد که توجه به آن برای دوره تحلیلی، مهم است. میرونیوک (۲۰۰۹) در تحقیق خود بیان می‌دارد که به منظور انتخاب ساختار مالی، لازم است مواردی را از نظر بگذرانیم: از جمله اهداف توسعه اقتصادی و سودآوری اقتصادی مورد انتظار شرکت؛ ساختار دارایی‌ها؛ اقتصاد مالی؛ لاروکا و همکاران^۵ (۲۰۰۹) به رابطه بین ساختار سرمایه و راهبردهای تنوع‌پذیری تجارت اشاره می‌کنند. شرکت‌هایی که تنوع‌پذیری تکمیلی را بکار می‌گیرند (تسهیم و انتقال منابع و

دانش از یک بخش تجاری به یک بخش تجاری دیگر) از ریسک مالی پایین و هزینه سرمایه ایی کمتری برخوردارند. برخلاف آنها، شرکت هایی که یک تنوع پذیری مستقل را بکار می گیرند، موضوع ریسک های افزایش یافته و در معرض افزایش میزان بدهی شان ناشی از این افزایش هستند که آنها را به سمت استفاده موثر از منابع مالی شان هدایت می کند. میرونیوک در مطالعه ای در سال ۲۰۰۷ بیان می دارد شرکت هایی با اهرم مالی بالا با احتمال افزایش ورشکستگی مواجهند. هرچند اگروال و کیاو^۶ در پژوهش خود در سال ۲۰۱۰ بیان می دارند که این موقعیت ارتباط مثبتی با میزان دارایی مشهود دارد. اگر وزن دارایی های ثابت در دارایی افزایش یابد، شرکت ها اعتباراتی را بدست خواهند آورد. در تصمیماتی که به ساختار سرمایه مربوط می شود، سطح نقدینگی دارای تاثیر مضاعفی است. شرکتها با میزان قابل توجهی از نقدینگی از طریق سطح بالایی از اهرم مالی تعریف می شوند زیرا در کوتاه مدت این احتمال برای آنها وجود دارد که بتوانند در مدت معین به بازپرداخت تعهدات خود بپردازند. از سویی دیگر، شرکت با نقدینگی بالا ممکن است از این منابع برای تامین مالی سرمایه گذاری خود استفاده نمایند (ویویانی^۷، ۲۰۰۸).

ایجاد ارزش، وابسته به هر هدف مالی دیگری است. تاثیر واقعی سیاست سرمایه گذاری از طریق اثری آشکار می شود که بر ارزش آن شرکت دارد. اگر شرکت، پروژه های سرمایه گذاری موثر را افزایش دهد بطوری که بتواند جریان نقدی قابل توجهی را به عنوان برآیندی از انتخاب بهترین ترکیب منابع مالی بدست آورد، می توان گفت که شرکت بصورت کاملا شفاف توسعه پیدا کرده است. بنابراین، نتیجه ای که بدست خواهیم آورد این است که ساختار مالی و هزینه سرمایه ایی دارای تاثیری بر ایجاد ارزش برای سهامداران می باشد (میرونیوک، ۲۰۰۷). میرونیوک در سال ۲۰۱۲ در پژوهشی به بررسی تاثیر راهبرد مالی شرکت بر ارزش سهام پرداخته و برخی از نسبتهای مالی را به عنوان عواملی تاثیرگذار بر اهرم مالی معرفی می کنند. کارپ در سال ۲۰۱۱ در تحقیقی محاسبه تاثیر مالیات بر درآمد در رابطه بین ساختار مالی و ارزش شرکت را مطرح کردند. فیلسوفوف و سایرین^۸ (۲۰۰۵) در تحقیقی بیان می دارند که وقتی نسبت بین بدهیها و حقوق صاحبان سهام پایین است، افزایش آن، مشخص کننده افزایش ارزش آن شرکت از طریق اثر ایجاد شده توسط کاهش مالیاتی می باشد. بدهی ها و حقوق صاحبان سهام بلندمدت، عوامل اصلی ایی هستند که بر ارزش شرکت تاثیر می گذارند اما مطالعه این ارتباطات باید با در نظر گرفتن تاثیر محرک های تکمیلی که به ترتیب عبارتند از بدهی های کوتاه مدت و بدهی های تجاری انجام گیرد. اثر ایجاد شده از طریق منابع تامین مالی که متعاقباً به ارزش آن مربوط می شود از اهمیت خاصی برخوردار است. اثر ساختار مالی بر ارزش شرکت که جدای از هزینه ها و فایده ها منعکس می گردد، به منابع داخلی یا خارجی مربوط می شود. علاوه بر این بین آنها یک ارتباط تکمیلی وجود دارد. تامین مالی مستقیم از طریق سود سرمایه گذاری مجدد به خودی خود یک منبع مالی به شمار نمی رود اما سیگنال هایی از راهبردهای توسعه آتی می فرستد (رهامان^۹، ۲۰۱۱). میزان ارزش شرکت به عنوان یک متغیر در الگوهای تحلیلی موثر بر راهبردهای مالی بر آن بکار می رود: میرونیوک و همکاران (۲۰۱۱) مطالعه ای را در رابطه با وابستگی روش های ارزیابی شرکت در شرایط ناپایداری اقتصادی انجام دادند. آنان بیان می دارند که ارزش شرکت که با استفاده از روش دارایی حسابداری خالص^{۱۰} (NAA) تخمین زده شده است می تواند به

ارائه تصویری صادقانه از شرکت مربوط باشد. بکارگیری این روش، آسان و ساده است و ریسک‌های بالقوه در رابطه با بازار سرمایه، مشکلات و محدودیت‌های پیش‌بینی یا بایاس و نسبیت سایر روش‌های ارزیابی را به سهامداران تحمیل نمی‌کند. فرانک و گوپال^{۱۱} (۲۰۰۸) نیز در مطالعه انجام شده بر روی تئوری‌های مربوط به تامین مالی شرکت‌ها، از زمینه فعالیت شرکت یعنی ناحیه‌ای که شرکت، فعالیتش را در آن انجام می‌دهد به عنوان عاملی یاد می‌کنند که دارای تاثیر مهمی بر اهرم مالی است. آنها به نیاز به استفاده از این متغیر در الگوهای تحلیلی ساختار مالی به علت قابلیت افزایشی آن برای تعریف پراکندگی‌های اهرم مالی اشاره می‌کنند. سجادی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان بررسی تاثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت‌های بورسی دریافتند که در شرایط عادی انتخاب ساختار سرمایه تاثیر اندکی یا هیچ تاثیری بر روی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

پورحیدری و یوسف زاده، (۱۳۸۸) در پژوهشی تحت عنوان بررسی عوامل موثر بر ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری انجام داده اند که نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که ارزش وثیقه‌ای دارایی‌ها مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده ساختار مالی شرکت‌ها است و نسبت بدهی‌های کوتاه مدت به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام مهم‌ترین شاخص معرف ساختار مالی شرکت است.

سلیمانی امیری و رام (۱۳۹۱) در پژوهشی تحت عنوان بررسی عوامل مؤثر بر ساختار مالی شرکت‌های کوچک و متوسط، به وجود رابطه معکوس میان متغیرهای نقدینگی و فرصت‌های رشد با ساختار مالی شرکت‌های کوچک و متوسط دست یافتند.

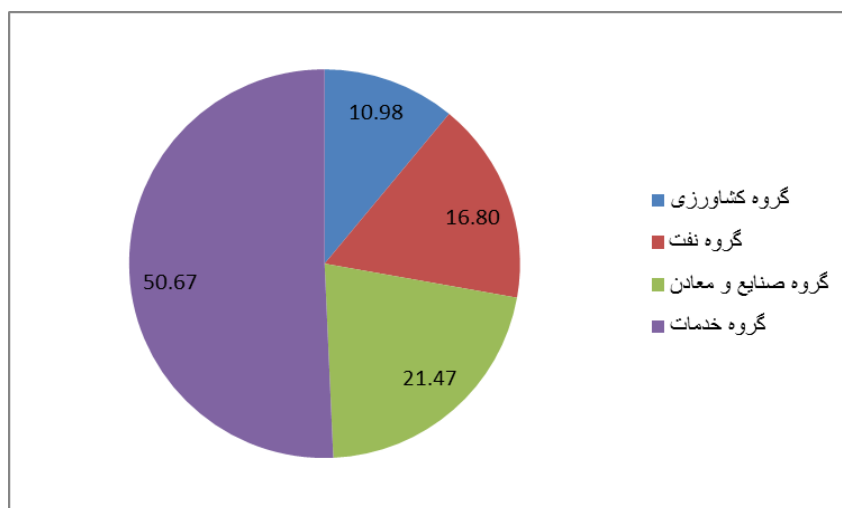
۳- فرضیه‌های پژوهش

- ۱) راهبرد مالی شرکت بر ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد.
- ۲) یکسری عوامل مهم شرکت بر ساختار مالی شرکت تاثیر معناداری دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، کاربردی است و به لحاظ جمع‌آوری اطلاعات از جمله تحقیقات توصیفی و پیمایشی از نظر تجزیه و تحلیل اطلاعات از نوع همبستگی است و از آنجا که از داده‌های گذشته در انجام این پژوهش استفاده گردیده از جمله تحقیقات پس‌رویدادی است. گردآوری ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق به روش کتابخانه‌ای و با مراجعه به کتب و مجموعه مقالات صورت پذیرفت. پس از جمع‌آوری داده‌های پژوهش از سایت بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار ره‌آورد نوین و بانک مرکزی محاسبات لازم در نرم افزار EXCEL انجام شد و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار SPSS21 و AMOS20 استفاده گردید. هدف این مقاله، تجزیه و تحلیل و ارزیابی اثرات ایجاد شده از طریق راهبرد تامین مالی بکار گرفته شده توسط شرکت‌ها به طریقی خواهد بود که آنها ساختار مالی خود را بر مبنای ارزش کسب و کار خود شکل داده‌اند و معیاری خواهد

بود برای اهداف مورد نظر سرمایه‌گذاران فعلی یا بالقوه. به طور همزمان این پژوهش به دنبال تعیین عوامل داخلی مهم شرکت است که بر اهرم مالی به عنوان شاخص ساختار مالی تاثیر دارد. در این پژوهش، جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال ۱۳۹۱ می باشد که از این میان توجه به وزن فعالیت شرکت‌ها در دستیابی به تولید ناخالص داخلی GDP برای سال ۱۳۹۱ در انتخاب نمونه آماری تحقیق لحاظ گردید. به گونه ای که تعداد شرکتها در یک زمینه فعالیت خاص نسبت مستقیم با وزن خاص برای هر زمینه در GDP حاصله دارد. نمونه آماری شامل ۷۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و ساختار آن بر طبق زمینه فعالیت شرکتها در نمودگر ۱ نشان داده شده است.



نمودگر ۱. سهم تولید ناخالص داخلی بر حسب فعالیت‌های اقتصادی سال ۱۳۹۱
(منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، مدیریت کل اقتصادی)

۵- متغیرهای پژوهش

- SHA ارزش سهام: عبارتست از نسبت ارزش دفتری به کل سهام.
- EQA نسبت خود استقلالی: عبارتست از نسبت کل حقوق صاحبان سهام به کل داراییها.
- LDA نسبت بدهی بلندمدت: عبارتست از نسبت بدهی های بلندمدت به کل داراییها.
- SDA نسبت بدهی کوتاه مدت: عبارتست از نسبت بدهی های کوتاه مدت به کل داراییها.
- CDA نسبت بدهی تجاری: عبارتست از نسبت بستانکاران تجاری به کل داراییها.
- DNP نسبت سود تقسیمی: عبارتست از نسبت سود تقسیمی به سود خالص.
- FL نسبت اهرم مالی: عبارتست از نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام.
- ROA نسبت بازده داراییها: عبارتست از نسبت سود خالص به کل داراییها.

CCD نسبت نقد : عبارتست از نسبت موجودی نقد به بدهی های جاری.
NTA نسبت داراییهای نامشهود: عبارتست از داراییهای نامشهود به کل داراییها.

۶- نتایج پژوهش

پژوهش با توجه به نحوه راهبرد مالی (شکل گرفته از طریق نسبت های مالی پیشنهادی در مدل) بر اساس ارزش شرکت و تعیین عوامل موثر بر انتخاب ساختار مالی شرکت عمل می کند که مستلزم تحلیلی متمایز با شناخت پارامترها می باشد. ابتدا کلیه متغیرهای تحقیق از نظر نرمال بودن مورد بررسی قرار گرفت ، به گونه ای که نتایج حاصل از آزمون کولموگراف - اسمیرونف نشان می دهد که کلیه متغیرهای تحقیق از توزیع نرمال برخوردار است.

با توجه به فرضیات پژوهش، محققین، پیش بینی ضرایب رگرسیون را برای دو الگوی زیر پیشنهاد می دهند:
برای فرضیه نخست؛

$$SHV = \beta_0 + \beta_1 EQA + \beta_2 LDA + \beta_3 SDA + \beta_4 CCD$$

برای فرضیه دوم بدون در نظر گرفتن تاثیر زمینه فعالیت:

$$FL = \gamma_0 + \gamma_1 ROA + \gamma_2 EQA + \gamma_3 NTA + \gamma_4 CCD$$

تعیین و ارزیابی ارتباطات ایجاد شده بین یک متغیر وابسته و ترکیبات خطی متغیرهای کیفی جایگزین با متغیرهای عددی بر اساس تحلیل رگرسیون چند خطی با متغیرهای عددی و جایگزین مستقل استوار می باشد. هدف این نوع تحلیل که به تحلیل ANCOVA معروف است، بررسی تاثیر یک متغیر کیفی (در این مورد، زمینه فعالیت) بر روی متغیر وابسته (اهرم مالی) است. این الگو را می توان با استفاده از متغیرهای جایگزین ناشی از تبدیل معیار کیفی (زمینه فعالیت) به عددی از k متغیر جایگزین جدید بدست آورد ($k =$ تعداد مشخصات - ۱) در این مورد، سه متغیر جدید با زمینه فعالیت ایجاد شده مربوط به آن بدست خواهد آمد. معادله رگرسیون از نوع:

$$Y = \gamma_0 + \gamma_1 D_1 X_1 + \gamma_2 D_2 X_2 + \gamma_3 D_3 X_3 + \varepsilon$$

خواهد بود. بنابراین، به منظور تایید فرضیه دوم، محققین، به پیش بینی پارامترهای الگوی ریاضی زیر اشاره می کنند:

$$FL = \gamma_0 + \gamma_1 ROA + \gamma_2 EQA + \gamma_3 NTA + \gamma_4 CCD + \gamma_5 D_1 ROA + \gamma_6 D_1 EQA + \gamma_7 D_1 NTA + \gamma_8 D_1 CCD + \gamma_9 D_2 ROA + \gamma_{10} D_2 EQA + \gamma_{11} D_2 NTA + \gamma_{12} D_2 CCD + \gamma_{13} D_3 ROA + \gamma_{14} D_3 EQA + \gamma_{15} D_3 NTA + \gamma_{16} D_3 CCD$$

که در اینجا، D_1 عبارت است از متغیر ساختگی مرتبط با زمینه فعالیت صنایع و معادن و D_2 که عبارت است از متغیر ساختگی مرتبط با زمینه فعالیت نفت و D_3 که عبارت است از گروه متغیر ساختگی مرتبط با گروه کشاورزی.

استفاده از تحلیل رگرسیون چند متغیره به پیش بینی ضرایب الگوی ریاضی پیشنهادی برای فرضیه اول منجر گشته است. نتایج آزمون رگرسیون چند متغیر در جدول ۱ آمده است:

جدول ۱: آزمون رگرسیون چندمتغیره

| متغیرها | اندازه ضریب بتا | آماره t | سطح معناداری |
|------------------------|-----------------|---------------------|--------------|
| ضریب ثابت | 3.24 | 12.54 | 0.035 |
| نسبت خود استقلالی مالی | 9.15 | 6.74 | 0.000 |
| نسبت بدهی بلند مدت | -5.34 | 4.416 | 0.001 |
| نسبت بدهی کوتاه مدت | -4.72 | 4.512 | 0.000 |
| نسبت بدهی تجاری | -5.86 | 5.41 | 0.004 |
| نسبت سود تقسیمی | 0.35 | 7.32 | 0.02 |
| آماره F فیشرف | ۶۳,۵۴۳ | آماره دوربین واتسون | ۲,۱۲۹ |
| سطح معناداری F | ۰,۰۰۰ | R^2 تعدیل شده | ۰,۴۲۵ |

همانگونه که نتایج در جدول ۱ نشان می‌دهد، سطح معناداری مدل (۰.۰۰۰) کمتر از ۰.۰۵ است بنابراین مدل رگرسیونی معنادار می‌باشد و یا به عبارتی بزرگ بودن مقدار آماره F فیشرف نشان دهنده معنادار بودن مدل رگرسیون است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪ مدل معنادار است. علاوه بر این ضریب تعیین ۰.۴۲۵ نشان می‌دهد که ۴۲.۵٪ از تغییرات ارزش هر سهم به متغیرهای مدل بدست آمده بستگی دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری تک تک متغیرهای مستقل مدل کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد، نشان دهنده وجود رابطه معناداری این متغیرها با ارزش سهم است. بنابراین پارامترهای الگوی پیشنهادی برای فرضیه اول به صورت زیر پیش بینی می‌شود.

$$SHV = 3.24 + 9.15 EQA - 5.43 LDA - 4.72SDA - 5.86CDA + 0.35DNP$$

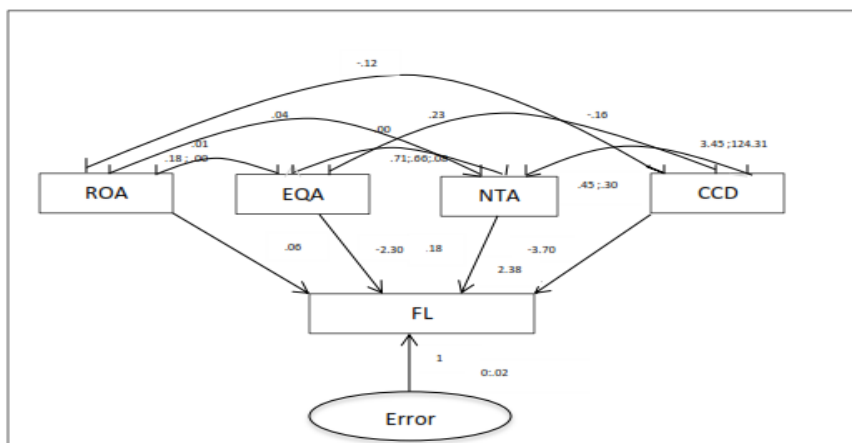
نتایج پیش بینی شده در الگوی فوق، با اطمینان ۹۵٪ بیان می‌دارند که نسبت بدهی بلند مدت، نسبت بدهی کوتاه مدت و نسبت بدهی تجاری دارای تاثیر منفی بر ارزش سهم است در حالی که نسبت خوداستقلالی مالی و نسبت توزیع سود تقسیمی دارای تاثیر مثبت می‌باشد بنابراین، افزایش یک درصد در نسبت خوداستقلالی مالی نشان دهنده افزایشی در ارزش سهم تا ۹.۱۵ درصد و افزایش نسبت توزیع سود تقسیمی تا یک واحد نشان دهنده افزایشی در ارزش سهم تا ۰.۳۵ درصد می‌باشد. نسبت های بدهی ها از این نظر مورد

توجه است که افزایشی تا یک درصد در نسبت بدهی بلند مدت، نسبت بدهی کوتاه مدت و نسبت بدهی تجاری به نوبه خود نشان دهنده کاهش در ارزش شرکت بطور میانگین تا ۵,۳۴٪، ۴,۷۲٪ یا ۵,۸۶٪ می‌باشد. تحلیلی از ضرایب در الگوی رگرسیون پیشنهادی نشان می‌دهد که افزایش در میزان نسبت خوداستقلالی مالی (تامین مالی بر اساس منابع خود) نشان دهنده افزایش معنادار در ارزش هر سهم خواهد بود؛ این روش مالی بطور معناداری به ایجاد ارزش و بطور تلویحی به توسعه شرکت مربوط می‌شود. این موقعیت، منعکس کننده نزدیکی روش تامین مالی بکار گرفته شده توسط شرکت های تحلیل شده برای درک تئوری سلسله مراتبی است که بر اساس آن، تامین منابع مالی لازم برای فعالیت شرکت، عمدتاً نخست از طریق دسته بندی سرمایه های ایجاد شده با منشاء داخلی و دوم دسته بندی بدهی ها انجام می‌شود.

تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری و نیز بخشی از چرخه عملیاتی عمدتاً از طریق مالکیت سرمایه بدست می‌آید؛ افزایش سطح بدهی های بلندمدت و کوتاه مدت و بدهی تجاری به کاهش در ارزش شرکت مربوط می‌شود. بنابراین، یک راهبرد مالی که انحصاراً بر اساس تامین منابع خارجی (بر اساس بدهی های مالی) استوار بوده و در شرایطی که طی آن، بدهی ها از طریق سرمایه گذاری (برای روزآمد کردن یا توسعه) به وزن تعادلی نمی‌رسند، خود می‌تواند باعث ایجاد جریان نقدی شود، که نشان دهنده کاهش معناداری در ارزش شرکت خواهد بود. این امر، ناشی از سطح بالای نرخ بهره برای اعتباراتی است که مورد توافق است و نمی‌تواند از طریق نسبت سوددهی افزایش یابد. با این حال، یک اهرم مالی منفی ایجاد می‌شود که اجرای فعالیت عملیاتی و بطور تلویحی اجرای سوددهی مالی که همگی تاثیر منفی بر ارزش شرکت ها دارند را خنثی می‌کند. با توجه به نسبت توزیع سود تقسیمی، محققین می‌توانند بیان دارند که گرچه این متغیر، تاثیر کمی بر روی ارزش شرکت دارد، معهداً، نشان دهنده گرایش راهبردی مربوط به اهداف توسعه شرکت ها و سیاست تقسیم سود بکار گرفته شده به منظور برآورده کردن انتظارات حداقل سهامداران می‌باشد. معذالک مشاهده شده است که شرکت هایی که به توزیع سود تقسیمی روی می‌آورند بر افزایش ارزش شرکت خود تا ۰,۳۵٪ تکیه دارند. با توجه به سطح نقدینگی که یک شرکت در زمان معینی دارد، می‌تواند میزان قابل توجهی از امنیت مالی را بویژه به اعتباردهندگان فعلی (بدهی های مالی یا کوتاه مدت) با اشاره مستقیم به قدرت پرداخت دیون و استمرار فعالیت و حفظ اعتماد ارائه دهد.

عوامل فوق در فرضیه اول که به تعریف تغییرات ارزش شرکت کمک می‌کنند عبارتند از اجزای راهبرد مالی که توسط شرکت برگزیده شده است. معهداً، دانستن عللی که انتخاب چنین راهبرد مالی را نشان داده و اشاره تلویحی به ساختار مالی دارد می‌تواند با کمک الگوی پیشنهادی که در نرم افزار آموس ۲۰ تحلیل شده است امکان پذیر باشد که به تعیین عوامل معنادار و بررسی تاثیر آنها بر ساختار مالی شرکت کمک می‌کند. بنابراین در فرضیه دوم به بررسی تاثیر بازده دارایی ها، نسبت خود استقلالی مالی، نسبت دارایی ثابت نامشهود و نسبت نقد به عنوان یک سری از عوامل مهم شرکت بر متغیر وابسته اهرم مالی که به عنوان شاخصی از ساختار مالی شرکت است می‌پردازیم. نمودگر ۲ تاثیر این عوامل را بر ساختار مالی که از خروجی نرم افزار آموس ۲۰ گرفته

شده است نشان می‌دهد. به منظور آزمون هرگونه هم‌خطی احتمالی، ضرایب همبستگی نیز در سطح متغیرهای مستقل محاسبه شده‌اند.



نمودگر ۲. تخمین‌های پارامترهای الگوی رگرسیون برای فرضیه دوم.

نتایج ارائه شده در نمودگر ۲ نشان می‌دهد که نسبت بین حقوق صاحبان سهام و کل سرمایه‌های قابل دسترس شرکت دارای اثر معناداری بر ساختار مالی بدون توجه به منبع آنها می‌باشد. افزایش خوداستقلال مالی (تا یک درصد) دلالت مستقیم بر کاهش اهرم مالی تا ۲٫۳٪ دارد. گرچه منابع سهامداران قطعاً به وجود دارایی‌های ثابت مربوط می‌شود، تحلیل انجام شده به این نتیجه منتهی می‌گردد که افزایشی در میزان دارایی نامشهود تا یک درصد نشان دهنده افزایش در میزان بدهی تا ۱۸٪ می‌باشد. تمایل به توسعه عملکرد شرکت از طریق حجم بالایی از سوددهی اقتصادی دارای تاثیر معناداری بر اهرم مالی می‌باشد. اگر مقادیر و ارزش سایر عوامل ثابت باقی بماند، افزایشی تا یک درصد در ROA نشان دهنده افزایشی تا ۰٫۶٪ در اهرم مالی خواهد بود. همچنین افزایش به میزان یک درصد در نسبت نقد باعث کاهش اهرم مالی به میزان ۳٫۷٪ خواهد شد. بنابراین، دستیابی به برآیندهای عملیاتی قابل توجه، امکان جبران هزینه‌های بدهی از طریق فعالیت سرمایه‌گذاری عمدتاً انجام شده بر اساس حمایت مالی ارائه شده توسط اعتباردهندگان خارجی را بوجود خواهد آورد. معادله رگرسیون بدست آمده بر اساس شاخص‌های فوق و ارائه شده در نمودگر ۲ در الگوی زیر نشان داده شده است که بیش از ۶۴٫۷٪ از تغییرات اهرم مالی را به شکل زیر تشریح می‌کند:

$$FL = 2.38 + 0.06 ROA - 2.3 EQA + 0.18 NTA - 3.7 CCD$$

به منظور پیش‌بینی تاثیر شاخص‌های مالی بر زمینه‌های فعالیت و بر ساختار مالی (اهرم مالی)، متغیرهای کیفی جایگزین بکار خواهند رفت که در الگوی فوق بر طبق برآیندهای ارائه شده در جدول ۲ جمع شده‌اند.

جدول ۲- پارامترهای الگوی ANCOVA متناظر با فرضیه دوم

| گروه خدمات | | | گروه صنایع و معادن | | | گروه نفت | | | گروه کشاورزی | | |
|------------|-------|-------|--------------------|--------|-----------|---------------|--------|-----------|---------------|-------|-----------|
| ضرب | ضرب | متغیر | ضرب | ضرب | متغیر | ضرب | ضرب | متغیر | ضرب | ضرب | متغیر |
| مقدار | مقدار | مرتبط | مقدار | مقدار | مرتبط | مقدار | مقدار | مرتبط | مقدار | مقدار | مرتبط |
| γ_0 | ۱,۸۵ | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| γ_1 | ۱۱.۵۲ | ROA | γ_5 | -2.46 | D_1 ROA | γ_9 | -12.21 | D_2 ROA | γ_{13} | -13.7 | D_3 ROA |
| γ_2 | -۹.۳ | EQA | γ_6 | -0.312 | D_1 EQA | γ_{10} | -0.65 | D_2 EQA | γ_{14} | -۰.۸۲ | D_3 EQA |
| γ_3 | 2.42 | NTA | γ_7 | 2.21 | D_1 NTA | γ_{11} | 2.76 | D_2 NTA | γ_{15} | 2.93 | D_3 NTA |
| γ_4 | -1.02 | CCD | γ_8 | 0.31 | D_1 CCD | γ_{12} | -0.74 | D_2 CCD | γ_{16} | -۰.۶۲ | D_3 CCD |

معادله الگوی رگرسیون پس از ترکیب شاخص های مالی با متغیرهای ساختگی متناظر با زمینه فعالیت شکل زیر را خواهد داشت:

$$FL = 1.85 + 11.52 ROA - 9.3 EQA + 2.42 NTA - 1.02 CCD - 2.46 D_1 ROA - 0.312 D_1 EQA + 2.21 D_1 NTA + 0.31 D_1 CCD - 12.21 D_2 ROA - 0.65 D_2 EQA + 2.76 D_2 NTA - 0.74 D_2 CCD - 13.7 D_3 ROA - 0.82 D_3 EQA + 2.93 D_3 NTA - 0.62 D_3 CCD$$

همانطور که جدول ۲ نشان می دهد برای شرکتهای گروه خدماتی افزایش تا یک درصد در ROA نشان دهنده افزایش تا ۱۱,۵۲٪ در اهرم مالی و کاهشی تا ۲,۴۶٪ برای شرکتهای گروه صنایع و معادن و ۱۲,۲۱٪ کاهش برای شرکتهای نفتی و ۱۳,۷٪ کاهش در شرکتهای گروه کشاورزی است. معهدا افزایش در نسبت خود استقلالی مالی تا یک درصد باعث بروز کاهش معنادار در اهرم مالی برای گروه خدمات تا میزان ۹,۳٪ و ۰,۳۱٪ برای گروه صنایع و معادن و ۰,۶۵٪ برای گروه نفت و ۰,۸۲٪ در گروه کشاورزی می باشد. در سطح دارایی ثابت افزایش در مقدار دارایی ثابت نامشهود تا یک درصد نشان دهنده بیشترین افزایش میزان بدهی تا ۲,۹۳٪ برای شرکتهای گروه کشاورزی و نیز افزایش بدهی در سایر گروهها است. افزایش نسبت نقد نشان دهنده افزایش معنادار در اهرم مالی برای شرکتهای گروه صنایع و معادن می شود در حالیکه باعث کاهش میزان اهرم مالی در سایر زمینه های فعالیت می شود.

۷- نتیجه گیری و بحث

برآورد فرصتهای سرمایه گذاری بالقوه که بنا به نیاز به تصمیم گیری در رابطه با خرید یا سرمایه گذاری در شرکتهای جدید، در شرایط دسترسی به اطلاعات صحیح و مفصل درباره موقعیت این شرکت ها و پیش بینی های توسعه اقتصادی ایجاد شده است، نقش و معنای خود را حتی قوی تر از آنچه که هست نشان می دهد. آشنایی با تاثیر ایجاد شده توسط راهبردهای مالی بر ارزش شرکت ها و نیز محرک های بکار رفته در فرآیند شکل دهی ساختار مالی، عناصر اصلی ای هستند که به موفقیت چنین روشی مربوط می شوند.

پیچیدگی برآورد سرمایه‌گذاری ناشی از دشواری تعیین دقیق ارزش واقعی شرکت مورد تحلیل بر طبق یکسری عوامل مالی و غیرمالی می‌باشد. بنابراین، تایید فرضیات تحقیق به دستیابی به الگوهای مفید برای سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی تاثیر راهبرد مالی بر ارزش شرکت و نیز تعیین و تعریف تاثیر عوامل مالی و غیرمالی بر میزان بدهی منجر گشته است. آشنایی با عوامل تعیین‌کننده و نحوه تاثیر آنها بر ساختار مالی نشان دهنده ارزیابی بهتر از ارزش شرکت است که بر پایه آن، یک قیمت مناسب در رابطه با خرید یا فروش شرکت بدست خواهد آمد.

این پژوهش که بر روی نمونه مورد تحلیل صورت گرفته است از یک سو بر ارتباطات مستقیم و مثبتی که بین نسبت خوداستقلالی مالی و نسبت توزیع سود تقسیمی بر ارزش شرکت وجود دارد، تمرکز دارد و از سوی دیگر یک ارتباط معکوس و منفی بین نسبت بدهی بلند مدت، نسبت بدهی کوتاه مدت و نسبت بدهی‌های تجاری را با ارزش شرکت مورد توجه قرار می‌دهد. همزمان، محرک‌های (بازده دارایی، نسبت خوداستقلالی مالی جهانی، نسبت دارایی‌های ثابت نامشهود، نسبت نقد) از تحلیل انجام شده قابل مشاهده خواهند بود که بر اساس تحول ساختار مالی که بر ارتباطات و شدت آن بر اهرم مالی استوار است. همچنین این مقاله، به تجزیه و تحلیل تاثیر فعالیت انجام شده بر روی میزان بدهی می‌پردازد، بنابراین، نیاز به بررسی رابطه راهبردهای سرمایه‌گذاری بر طبق زمینه فعالیت شرکت‌ها را نشان می‌دهد. این امر، به تاثیر ارزشهای متفاوت و مفاهیم در هر زمینه گروه فعالیت (کشاورزی، صنایع و معادن، نفت و خدمات) مربوط به متغیرهای مستقل تحلیل شده در اهرم مالی تاکید دارد. از این منظر، در حالت کلی قبل از وارد کردن متغیر کیفی زمینه فعالیت شرکتها به این نتیجه دست یافتیم که به طور کلی نسبت خود استقلالی مالی و نسبت نقد دارایی تاثیر منفی بر اهرم مالی به عنوان شاخص ساختار سرمایه هستند در حالیکه بازده دارایی‌ها و نسبت دارایی نامشهود تاثیر مثبتی بر اهرم مالی دارند. با وارد کردن زمینه فعالیت شرکتها در ۴ گروه فعالیتی با استفاده از تحلیل ANCOVA دریافتیم که نسبت بازده دارایی نشان دهنده افزایشی در اهرم مالی برای شرکت‌های خدماتی و کاهشی برای شرکت‌های فعال در سایر زمینه‌ها است، افزایش در نسبت خود استقلالی مالی باعث کاهش در میزان بدهی برای شرکتها در تمامی گروهها بالاخص گروه کشاورزی می‌گردد، افزایش نسبت دارایی نامشهود باعث افزایش اهرم مالی تمامی گروه‌ها و به بالاترین افزایش در اهرم مالی برای زمینه کشاورزی می‌گردد. افزایش در نسبت نقد به افزایش معناداری در اهرم مالی تنها برای شرکت‌های گروه صنایع و معادن مربوط می‌شود. نتایج تحقیق حاضر موافق با نتایج تحقیقات میرونیوک ۲۰۰۷، فرانک و گوپال ۲۰۰۸، میرونیوک و همکاران ۲۰۱۱ و ۲۰۱۲ و مخالف با تحقیق سجادی و همکاران ۱۳۹۰ می‌باشد.

فهرست منابع

* پورحیدری امید، یوسف زاده نسرین - "بررسی عوامل موثر بر ساختار مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری" پژوهشنامه اقتصادی، سال دوازدهم، شماره ۴۵.

- * سجادی سیدحسین، محمدی کامران، عباسی شعیب (۱۳۹۰) - "بررسی تاثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکتهای بورسی" فصلنامه علمی تخصصی پژوهش های تجربی حسابداری مالی - بهار ۱۳۹۰.
- * سلیمانی امیری غلامرضا، رام اکرم (۱۳۹۱) - "بررسی عوامل مؤثر بر ساختار مالی شرکت های کوچک و متوسط" فصلنامه علمی تخصصی پژوهش های تجربی حسابداری مالی مقاله ۳، تابستان ۱۳۹۱.
- * Aggarwal, R. & Kyaw, N. A. (2010). "Capital ,Structure, Dividend Policy, and , Multinationality: Theory Versus ,Empirical , Evidence," *International Review of Financial , Analysis*, 19, 140-150
- * Carp, M. (2011). *Teoriile Privind Dimensionarea Structurii Financiare - Suport Decizional in Managementul*.
- * Frank, M. Z. & Goyal, F. K. (2008). "Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt," *The Handbook of Corporate Finance*, 2, 135-202.
- * Hennessy, C. A. & Whited, T. M. (2005). "Debt Dynamics," *Journal of Finance*, 60, 1129-1165.
- * Lin, J. Y., Sun, X. & Jiang, Y. (2009). "Toward a Theory of Optimal Financial Structure," Working Paper 5038, World Bank retrieved 14.07.2011 <http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/5038.html>.
- * Marilena Mironiuc, Mihai Carp, Ionela-Corina Chersan and Ioan-Bogdan Robu (2012). "The Evaluation of the Investment opportunity by Analyzing the Financial Structure Influence on Company Value".
- * Mironiuc, M. (2007). 'Gestiunea Financiar Contabila a Întreprinderii: Concept, Politici, Practici,' Sedcom Libris, Iasi.
- * Mironiuc, M. (2009). 'Fundamentele Stiintifice Ale Gestiunii Financiar-Contabile a Întreprinderii,' Al. I. Cuza, Iasi.
- * Mironiuc, M., Carp, M. & Robu, I. B. (2011). 'The Relevance of Company Evaluation Methods in Conditions of Economic Instability. Empirical Study on the Companies Quoted in the Bucharest Stock Exchange,' Proceedings of the International Conference Accounting and Management Information Systems (AMIS) 8-9 June 2011, Bucharest, Romania, ISSN 2247 - 6245, 183-200.
- * Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- * O'Regan, D. (2004). 'Auditor's Dictionary. Terms, Concepts, Processes, and Regulations,' John Wiley & Sons, New Jersey.
- * Philosophov, L. V. & Philosophov, V. L. (2005). "Optimization of a Firm's Capital Structure: A Quantitative Approach Based on a Probabilistic Prognosis of Risk and Time of Bankruptcy," *International Review of Financial Analysis*, 14, 191-209.
- * Rahaman, M. M. (2011). "Access to Financing and Firm Growth," *Journal of Banking & Finance*, 35, 709-723.
- * Viviani, J. L. (2008). "Capital Structure ,Determinants: An Empirical Study of French Companies in the Wine Industry," *International Journal of Wine Business ,Research*, 20(2), 171-194.

یادداشت ها

¹ -Due diligence (DD)

² -O'Regan

³ -Lin et.al.

⁴ -Hennessy & Whited

⁵ -La Rocca et.al.

⁶ -Aggarwal and Kyaw

⁷ -Viviani

⁸ -Philosophov et.al.

⁹ -Rahaman

¹⁰ - Net Accounting Asset (NAA)

¹¹ - Frank and Goyal