



## بررسی تاثیر درجه اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر ارزش افزوده بازار شرکت‌ها

عبداله شفیعی نسب<sup>a</sup>، سیدمحسن احمدی<sup>b</sup>

- دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد گچساران، کهگیلویه و بویراحمد، ایران
- استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد گچساران، کهگیلویه و بویراحمد، ایران (نویسنده مسئول)

نویسنده مسئول: نام (mohsen.a24@iau.ac.ir)

**چکیده:** تعامل بین ارزش افزوده بازار و اهرم در ارزش افزوده شرکت قابل درک است که به تصمیم‌گیری در مورد تخصیص دارایی کمک می‌کند. بنابراین، درک ارزش افزوده بازار به بهبود کلی در مجموعه آنها کمک می‌کند هدف تحقیق بررسی تاثیر درجه اهرم مالی بر ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از داده‌های ۱۲۰ شرکت بین سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه تحقیق درجه اهرم مالی رابطه معنادار و مستقیمی با ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد یعنی به عبارتی با افزایش درجه اهرم مالی، ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز افزایش پیدا خواهد کرد.

**کلمات کلیدی:** ارزش افزوده بازار، اهرم مالی، سودآوری، عملکرد.

### ۱. مقدمه

به دلیل اختلاف در هزینه‌های تأمین مالی، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند از بدهی‌ها به جای انتشار سهام استفاده کنند. از این رو، بدتر شدن عملکرد عملیاتی در وهله اول خود را در افزایش بدهی یا سطح اهرم مالی (بدهی‌ها تقسیم بر جمع دارایی‌ها) نشان می‌دهد. لازم است خاطرنشان شود که در بحث برای هر شرکت، تغییرات در بدهی و تغییر در اهرم مالی به صورت مترادف به کار می‌رود؛ اما در کار تجربی، تمرکز بر تغییرات در اهرم مالی به جای تغییرات در بدهی به منظور کنترل تأمین مالی پروژه‌های جدید سرمایه‌گذاری مد نظر قرار می‌گیرد؛ چرا که برخلاف تأمین مالی برای فعالیت‌های عملیاتی، تأمین مالی برای پروژه‌های جدید سرمایه‌گذاری (رشد دارایی‌ها) باید بازده سهام را به طور متوسط افزایش دهد (به عبارت دیگر با بازده رابطه مستقیم دارد)؛ چرا که مدیران، پروژه‌های سرمایه‌گذاری را اجرا می‌کنند که خالص ارزش فعلی مثبتی داشته باشد. ممکن است تغییرات در اهرم مالی شامل اطلاعات مشابهی با معیارهای سنتی مبتنی بر سود باشد، اما حداقل دو استدلال می‌توان ارائه کرد که چرا تغییرات در اهرم مالی شامل اطلاعات سودمند اضافه‌تر و متفاوتی در مورد تغییرات در عملکرد عملیاتی است: (فرمان آرا و همکاران، ۱۳۹۵).

اول اینکه اغلب اصول پذیرفته شده حسابداری از هزینه‌های تاریخی برای محاسبه سود استفاده می‌کند و از این رو تغییرات در عملکرد عملیاتی جاری، ضرورتاً در سود گزارش شده دوره جاری منعکس نیست. اما در مقابل می‌توان انتظار داشت که تغییرات جاری در اهرم مالی نشانه‌ای از تغییرات در عملکرد عملیاتی همان دوره باشد. دوم به دلیل اینکه بدهی‌ها یکی از اقلام ترازنامه است و ارزش آنها به طور معمول، ارزش بازاری و جاری آنهاست، سطح بدهی‌ها احتمالاً شامل خطاهای اندازه‌گیری کمتری نسبت به سود یا تغییرات در سود است. در همین ارتباط، دمیترو و جین<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) محتوای اطلاعاتی تغییرات اهرم مالی را در ارتباط با عملکرد عملیاتی شرکت‌ها مورد آزمون قرار دادند و در نهایت به این نتیجه دست یافتند که این متغیر دارای ارزش مربوطی بیش از سود، جریانات

<sup>1</sup> Dmytro and Jane



۵۹۴۰۴-۰۱۲۲۰




نخستین کنفرانس ملی



روانشناسی مدیریت سازمان



# چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۴/۲۲  
MCII-conf.ir

نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی حسابداری شرکت برای تشریح بازده سهام است. هم چنین آنها به این نتیجه رسیدند که بین تغییرات اهرم مالی با تغییرات سود و تغییرات در جریان وجه نقد عملیاتی ارتباط قوی منفی وجود دارد (حسامزاده، ۱۳۹۷).

اهرم مالی، مقدار بدهی استفاده شده در ساختار سرمایه شرکت را نشان می دهد. اهرم مالی معیاری از ریسک مالی است که از هزینه های ثابت مالی ناشی می شود. درصد اهرم مالی عبارت است از نسبت ارزش دفتری مجموع بدهی ها به ارزش دفتری مجموع دارایی ها؛ اهرم مبین آن بخش از هزینه های ثابت شرکت است که متضمن ریسک بوده و منجر به افزایش بازده می شود. از دیدگاه هزینه سرمایه، ارزان ترین منابع تامین مالی برای شرکت، بدهی های بلند مدت می باشد بنابراین در صورتی که هدف کاهش هزینه سرمایه و افزودن بر سود سهامداران باشد باید بیشتر از این ابزار تامین مالی استفاده کرد (رضایی و صابر فرد، ۱۳۹۵).

اهرم مکانیسمی برای غلبه بر مسأله سرمایه گذاری بیش از اندازه به شمار می رود و ارتباط منفی میان اهرم و سرمایه گذاری را در شرکت هایی توجیه می کند که فرصت های رشد کمتری دارند. به عبارت ساده تر، نظریه های ساختار سرمایه بهینه براساس هزینه های نمایندگی، چنین بیان می کنند که در برخی موارد، اثر معکوس اهرم بر رشد، ارزش شرکت را از طریق ممانعت از مدیر در تقبل پروژه های ضعیف افزایش می دهد. بنابراین، ارتباط منفی بین اهرم و رشد ممکن است بدین دلیل باشد که مانعی در برابر مدیر ایجاد می کند تا وی نتواند در پروژه هایی که نباید در آن سرمایه گذاری کند، دست به چنین کاری زند (نوروش و یزدانی، ۱۳۸۹).

به مفهوم ما به ازای ارزشی است که بر اثر برخی اعمال و پدیده ها ایجاد می شود که در چهارچوب ارزش های اقتصاد تعیین و طبقه بندی می گردد. نشان دهنده تفاوت ارزش معاملاتی (ارزش فروش) و ارزش کالا و خدمات خریداری شده (واسطه ای) است. ارزش افزوده در واقع عبارت است از ثروت اضافه ای که توسط شرکت از طریق فرآیند تولید و یا ارائه خدمات ایجاد می شود که با کسر نهاده های واسطه (مثل هزینه خریدها) از عایدی ها به دست می آید برای مثال نهاده هایی نظیر کابل، مراکز سوئیچ، نیروی انسانی متخصص در طی یک فرآیند، یک ارزش جدیدی (ارائه خدمت به مشترکین) تولید می کنند که در واقع به ارزش نهاده های ما افزوده می شود. محاسبه ارزش افزوده به منظور پرهیز از احتساب مضاعف صورت می گیرد. به این معنی که ارزش کالاها و خدماتی که به عنوان داده های واسطه یک فعالیت به کار گرفته می شود به نوبه خود ستانده یک فرآیند تولید بوده و لازم است از ستانده این فعالیت کسر شود تا ارزش افزوده آن به دست آید. بدین ترتیب ارزش افزوده ناخالص عبارت است از ارزش ستانده منهای ارزش مصرف واسطه و ارزش افزوده خالص عبارت از ارزش افزوده ناخالص منهای مصرف سرمایه ثابت ارزش افزوده ایجاد شده در شرکت بین افرادی که در ایجاد آن سهیم بوده اند توزیع می شود به عبارت دیگر ارزش افزوده به صورت دستمزد برای کارکنان، استهلاک برای سرمایه گذاری مجدد تجهیزات، سود برای شرکت، مالیات به دولت و... تسهیم می شود. (یحیی زاده فر و همکاران، ۱۳۸۹)

درواقع ارزش افزوده، عبارت است از ثروت اضافه ای که توسط شرکت از طریق فرآیند تولید و یا ارائه خدمات ایجاد می شود که با کسر نهاده های واسطه (مثل هزینه خریدها) از عایدی ها به دست می آید برای مثال نهاده هایی نظیر کابل، مراکز سوئیچ، نیروی انسانی متخصص در طی یک فرآیند، یک ارزش جدیدی (ارائه خدمت به مشترکین) تولید می کنند که در واقع به ارزش نهاده های ما افزوده می شود. (مهرانی و رسائیان، ۱۳۸۸)

تعامل بین ارزش افزوده بازار، اهرم و کارایی در ارزش افزوده شرکت قابل درک است که به تصمیم گیری در مورد تخصیص دارایی کمک می کند. بنابراین، درک ارزش افزوده بازار به بهبود کلی در مجموعه آنها کمک می کند. دستور کار اساسی این مقاله ارائه شواهد تجربی است که نشان می دهد ارزش افزوده بازار تحت تأثیر کارایی، درجه اهرم مالی و درجه اهرم عملیاتی قرار می گیرد. مطالعات متعددی در مورد این موضوع وجود دارد، اما بیشتر آنها در مورد اقتصادهای توسعه یافته هستند. کانلی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) ارزش افزوده بازار را بر اساس بازارهای نوظهور مطالعه کرد، اما ما نتوانستیم مطالعه ای را پیدا کنیم که آن را در رابطه با زمینه هند بررسی کند. این مقاله به مجموعه ادبیات ارزش افزوده بازار به طور کلی و در زمینه اقتصادهای نوظهور (هند) به طور خاص اضافه می کند. نتایج مطالعه به مدیران کمک می کند تا متوجه شوند کدام متغیر بیشترین سهم را در ارزش افزوده بازار دارد. درک بهتر در مورد محرک های ارزش افزوده بازار به سهامداران کمک می کند تا استراتژی و تخصیص دارایی خود را در پرتفوی خود بهبود بخشند. همچنین سازمانها را وادار می کند تا تصمیمات شرکتی اساسی خود را ایجاد و بهبود بخشند، یعنی تصمیمات بودجه بندی سرمایه، تصمیمات تامین مالی، تصمیمات تقسیم سود و تصمیمات سرمایه در گردش. این

<sup>1</sup> Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Trevis Certo,



۵۹۴۰۴-۰۱۲۲۰




نخستین کنفرانس ملی

مؤسسه عالی حسابداری و مدیریت

چالش ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۴/۲۲

MCII-conf.ir



مقاله همچنین نتیجه می‌گیرد که سایر متغیرهای غیراقتصادی مانند مشتریان، کیفیت محصول، کارفرما و نوآوری باید مورد توجه قرار گیرند تا تغییرات بیشتری در ارزش افزوده بازار شرکت‌ها توضیح داده شود، که تا به امروز ناشناخته بوده است.

## ۲. مبانی نظری

### ۱.۱.۲. درجه اهرم مالی:

نسبت های اهرم مالی معکس کننده توانایی شرکت برا پاسخ گویی به تعهدات کوتاه مدت و بلند مدت هستند. این نسبت‌ها از طریق مقایسه هزینه ثابت و سود (از طریق سود و زیان) یا با ارتباط دادن بدهی ها با حقوق صاحبان سهام محاسبه می شوند. نسبت‌های اهرم مالی برای وام دهندگان اهمیت زیادی دارند، زیرا نشان می دهد که آیا درآمد شرکت هزینه‌های ثابت و بهره را پوشش می‌دهد یا خیر؟ سهامداران نیز به نسبت‌های اهرم مالی توجه دارند زیرا بهره یکی از اقلام هزینه شرکت است و با افزایش بدهی، هزینه بهره نیز افزایش می‌یابد. اگر وام و هزینه بهره بیش از حد باشد، امکان ورشکستگی شرکت افزایش می‌یابد (نمازی و رستمی، ۱۳۸۵).

### ۱.۱.۲.۱. انواع نسبت های اهرمی

**الف) نسبت کل بدهی:** یعنی کل بدهی تقسیم بر حقوق صاحبان سهام که بدهی ها منظور کل بدهی های بلندمدت است. اگر این نسبت بالا باشد، یعنی درصد بالایی از نیازهای مالی بلند مدت از طریق وام یا بدهی تامین شده است. یعنی اهرم مالی بیشتر مورد استفاده قرار گرفته است.

**ب) نسبت بدهی:** یعنی کل بدهی تقسیم بر کل دارایی‌ها که معمولا وام دهندگان نسبت بدهی پایین را ترجیح می‌دهند زیرا به معنی حمایت بیشتر از آنهاست. اگر نسبت بدهی بالا باشد، به این معنی است که شرکت برای وام‌های دریافتی خود باید نرخ بهره بالاتری پرداخت کند. اگر این نسبت نامناسب باشد شرکت با ریسک ورشکستگی مواجهه می‌شود.

**ج) نسبت پوشش بهره:** یعنی سود قبل از کسر بهره و مالیات تقسیم بر هزینه‌های بهره (ثابت). سود قبل از کسر بهره و مالیات را می توان با افزودن هزینه بهره به سود قبل از مالیات محاسبه کرد. این نسبت معکس کننده قدرت شرکت در پرداخت از محل سود شرکت است. هر چه این نسبت افزایش یابد، توان پرداخت بدهی بیشتر می شود و وام دهندگان برای دادن به شرکت راغب تر می‌شوند.

**د) نسبت پوشش هزینه های ثابت:** یعنی سود در دسترس برای پرداخت هزینه های ثابت تقسیم بر پرداخت هزینه های ثابت که هزینه های ثابت شامل تمامی مخارج ثابت از جمله هزینه بهره ی وام ها، پرداخت اجاره و .. است. هزینه ثابت جریان نقدینة ی خروجی است که شرکت بدون خدشه دار کردن توافق های قراردادی خود نمی تواند از پرداخت ان خودداری کند (مهدوی، ۱۳۹۵).

## ۲.۲. ارزش افزوده بازار

جهت ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری تاکنون معیارهای مختلفی ارائه شده است. یکی از جدیدترین این معیارها ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد. به عقیده استوارت ارزش افزوده اقتصادی به دلیل ارتباطی که با تغییرات ایجاد شده در ثروت سهامداران دارد معیار مناسب تری جهت ارزیابی عملکرد شرکت در مقایسه با معیارهای اقتصادی می‌باشد. تفاوت بین ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای ارزیابی عملکرد در این است که در تعیین آن، تلاش می‌شود تا هزینه کلیه منابع تأمین مالی در نظر گرفته شود (رضوی‌راد و ودیعی، ۱۳۸۷)

یکی دیگر از معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد، ارزش افزوده بازار است که حاصل تفاوت بین ارزش بازار شرکت و سرمایه به کار گرفته شده در شرکت می‌باشد. در واقع این معیار را می‌توان حاصل ارزش فعلی طرح‌های گذشته و فرصت‌های سودآور آتی شرکت دانست که نشان می‌دهد چگونه شرکت به‌طور موفقیت آمیزی سرمایه‌اش را به کار گرفته و فرصت‌های سودآور آینده را پیش‌بینی و برای دستیابی به آن‌ها برنامه‌ریزی نموده است. از نظر تئوری و نحوه ارتباط آن با ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار یک شرکت برابر است با ارزش فعلی همه ارزش‌های افزوده اقتصادی شرکت یا سود باقی مانده‌ای که انتظار می‌رود در آینده ایجاد شود. بنابراین اگرچه ارزش افزوده اقتصادی یک معیار داخلی برای اندازه‌گیری عملکرد است ولی همین معیار داخلی منجر به ایجاد یک معیار



۵۹۴۰۴-۰۱۲۲۰




نخستین کنفرانس ملی



مؤسسه تحقیقات مدیریت



## چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۴/۲۲  
MCII-conf.ir

خارجی مهم می‌شود که ارزش شرکت را در بازار تعیین می‌کند. بدین ترتیب ارزش افزوده بازار نشان‌دهنده ارزیابی جامعه سرمایه‌گذار از فعالیت شرکت بوده و متأثر از عملکرد یک سال شرکت نمی‌باشد بلکه متأثر از عملکرد سال‌های آتی شرکت است. شرکتی که بازدهی کمتر از هزینه سرمایه‌اش تحصیل کند ( ارزش افزوده اقتصادی منفی داشته باشد) انتظار می‌رود که ارزش بازارش کمتر از سرمایه به کار گرفته شده‌اش باشد، لذا ارزش افزوده بازار منفی می‌گردد در مقابل شرکتی که بازدهی آن بیشتر از هزینه سرمایه‌اش باشد دارای ارزش افزوده اقتصادی مثبت خواهد بود در نتیجه از بازار سرمایه صرف (پاداش) دریافت کرده و دارای ارزش افزوده بازار مثبت خواهد بود. از این رو هدف هر شرکتی باید حداکثر ساختن ثروت سهامدارانش باشد (نخعی، ۱۳۹۵)

### ۳. پیشینه پژوهش

حاج حیدری و رجایی زاده هرندی (۱۴۰۱) اثر مالیات شرکت و اهرم مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۰۸ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و در دوره زمانی هفت‌ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ مورد تحقیق و بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر این است که هزینه مالیات بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد بدین معنی که با افزایش هزینه مالیات، ریسک سرمایه‌گذاری افزایش خواهد یافت. همچنین، اهرم مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد بدین معنی که با افزایش اهرم مالی، ریسک سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت.

ثابتی آقابزرگی (۱۴۰۱) رابطه مدیریت سود و مدیریت مالیاتی با حاکمیت شرکتی، اهرم مالی و نقدینگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با استفاده از تعداد ۹۰ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۵ مورد بررسی قرار داد. روش تجزیه و تحلیل، روش داده‌های ترکیبی یا داده‌های پانلی می‌باشد. در این پژوهش جهت ارزیابی حاکمیت شرکتی از توانایی حاکمیت شرکتی و برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی بهره بردیم، نتایج به دست آمده نشان می‌دهند رابطه بین مدیریت سود با حاکمیت شرکتی، اهرم مالی و نقدینگی سهام تأیید می‌گردد ضمناً مقدار مثبت آماره  $t$  در تمامی متغیرها نشان می‌دهد این رابطه مستقیم می‌باشد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که رابطه بین مدیریت مالیاتی با حاکمیت شرکتی، اهرم مالی و نقدینگی سهام تأیید می‌گردد ضمناً مقدار مثبت آماره  $t$  در تمامی متغیرها نشان می‌دهد این رابطه مستقیم می‌باشد.

جامی و کیخانی (۱۴۰۱) به بررسی کیفیت حاکمیت شرکتی و اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که درصد مالکیت سهامداران کنترلی بر اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است، به علت داشتن سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ مورد تأیید می‌باشد همچنین درصد مالکیت سهامداران عمده بر اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است، به علت داشتن سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ مورد تأیید می‌باشد و دوگانگی نقش مدیرعامل بر اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است، به علت داشتن سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ مورد تأیید می‌باشد.

رحمانی و نخعی (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از فرضیه نخست پژوهش نشان می‌دهد که اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. همچنین یافته‌های فرضیه دوم پژوهش بیانگر آن است که تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فرصت رشد بالا نسبت به شرکت‌های با فرصت رشد پایین، کمتر می‌باشد.

نخعی (۱۳۹۵) تحقیقی با عنوان ارزش افزوده بازار و معیارهای سنتی حسابداری: کدام معیار بهترین پیش‌بینی‌کننده بازده سهام در شرکت‌های مالزی است؟ انجام داد. نمونه آماری این تحقیق ۳۹۵ شرکت غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار مالزی در فاصله زمانی سال ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۱ است. برای تحلیل فرضیه‌ها، از روش داده‌های پانلی استفاده شده است. نتایج آزمون محتوای اطلاعاتی نسبی نشان داد که معیارهای حسابداری ارتباط بیشتری با نرخ بازده سهام در مقایسه با ارزش افزوده بازار دارند. بنابراین، نتایج این تحقیق، برتری ارزش افزوده بازار بر معیارهای حسابداری را در ارتباط با نرخ بازده سهام تأیید نکرد. بعلاوه، نتایج تحقیق نشان داد ارزش افزوده بازار دارای محتوای اطلاعاتی فزاینده است. در نتیجه، ارزش افزوده بازار معیاری مفیدی در تشریح نرخ بازده سهام در بورس مالزی است. بنابراین، شرکت‌های مالایی می‌توانند همراه با معیارهای حسابداری از ارزش افزوده بازار برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها استفاده نمایند.



۵۹۴۰۴-۰۱۲۲۰




نخستین کنفرانس ملی



راهنمای کارشناسان مدیریت صنعتی



# چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۴/۲۲  
MCII-conf.ir

استامولامپروس و سیمیتسی<sup>۱</sup> (۲۰۲۲) رفتار با کارکنان، اهرم مالی و ریسک ورشکستگی: شواهدی از خدمات تماس بالا را بررسی کردند. با استفاده از بررسی‌های آنلاین کارمندان به‌عنوان نماینده درمان و رفاه کارکنان برای شرکت‌های گردشگری و مهمان‌نوازی، ما ارتباط رضایت کارکنان را با اهرم مالی و ریسک ورشکستگی تعمیم می‌دهیم. مطابق با انتظارات نظری و شواهد تجربی، متوجه می‌شویم که شرکت‌هایی که از نظر رفتار با کارکنان رتبه بالایی دارند، سطوح پایین‌تری از اهرم بازار و کتاب دارند. این رابطه همچنین برای ریسک ورشکستگی که در آن شرکت‌هایی که رضایت کارکنان بالاتری دارند، از اعتبار بالاتری برخوردار هستند، مشخص است. نتایج کنترل قوی برای اثرات شناخته شده، مشخصات جایگزین، و نگرانی‌های درون زایی است.

کائو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۲) در تحقیقی به بررسی موضوع حمایت از سهامداران اقلیت و اهرم مالی شرکت: شواهدی از یک آزمایش طبیعی در چین پرداختند. این مقاله با استفاده از سیاست رای‌گیری آنلاین در بازار چین به عنوان یک آزمایش طبیعی از حمایت از سهامداران اقلیت، رابطه بین حمایت از سهامداران اقلیت و اهرم مالی شرکت را بررسی می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که مشارکت سهامداران اقلیت در رای‌گیری آنلاین مجمع سهامداران می‌تواند به طور قابل توجهی اهرم مالی شرکت را کاهش دهد. نتایج پس از یک سری تست‌های استحکام هنوز معتبر است. از نظر مکانیسم، متوجه می‌شویم که سهامداران اقلیت شرکت‌کننده در رای‌گیری آنلاین می‌توانند نقش نظارتی حیاتی بر مدیریت داشته باشند که می‌تواند سطح کنترل داخلی را بهبود بخشد و اعتماد بیش از حد مدیریت را کاهش دهد. اثر نظارتی فوق می‌تواند اهرم مالی شرکت را کاهش دهد. علاوه بر این، نتایج آزمون ناهمگونی ما نشان می‌دهد که تأثیر رای‌گیری آنلاین بر اهرم مالی برای سرمایه‌گذاری کوچک، شرکت‌های غیردولتی و شرکت‌هایی با سطح نسبتاً پایین نظارت خارجی مهم‌تر است.

ژو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۱) در تحقیق خود کیفیت حاکمیت شرکتی و اهرم مالی: شواهدی از چین را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تجربی نشان می‌دهد که بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی اثر قوی و منفی بر اهرم مالی برای نمونه کامل و نمونه فرعی بر اساس مالکیت، صنعت، مقیاس و غیره دارد. این اثر منفی توسط تأمین مالی داخلی و سهام شرکت واسطه می‌شود. علاوه بر این، از نظر عملکرد شرکتی، نشان می‌دهیم که اهرم مالی به طور قابل توجهی عملکرد مالی را به‌ویژه در دوران رکود اقتصادی کاهش می‌دهد و می‌تواند با بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی جبران شود.

دو و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۱) در تحقیقی رابطه بین اهرم مالی و حرکت بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند. سهام شروع کننده اهرم افزایش در حرکت بازده با سهام اهرمی و کاهش حرکت بازده با سهام با اهرم صفر در سال بعد از رویداد شروع اهرم را تجربه می‌کنند. برعکس، سهامی که به طور کامل اهرمی می‌دهند، بیشتر با هم‌تایان جدید خود با سهام اهرمی صفر همراه می‌شوند و کمتر با سهام هم‌تاهای قدیمی خود که دارای اهرم هستند. این یافته‌ها پس از کنترل عوامل مشترک و ویژگی‌های شرکت و استفاده از سری‌های زمانی و رویدادهای مختلف به عنوان شوک‌های برون‌زا برای تصمیم‌گیری‌های اهرمی شرکت، قوی هستند. یافته‌های این تحقیق را می‌توان توسط مشتریان سرمایه‌گذار برای اهرم مالی توضیح داد و توسط متغیرهای حذف‌شده و سایر حرکت‌های ناشی از ویژگی‌ها هدایت نمی‌شود.

باراتیری و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۲۱) در تحقیقی موضوع تأمین مالی، اهرم و سرمایه‌گذاری بانک‌ها را مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق یک مدل تعادل عمومی را پیشنهاد می‌کنیم که در آن تأمین مالی غیر اصلی بیمه در برابر ریسک‌های خاص بانک‌ها را ارائه می‌کند. بیمه اهرم و سرمایه‌گذاری را جذاب‌تر می‌کند، اما همچنین آسیب‌پذیری بخش بانکی را در برابر بحران‌ها افزایش می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که یادگیری در مورد احتمال وقوع یک بحران می‌تواند برای ایجاد پویایی مشاهده شده تأمین مالی غیر اصلی و اهرم مهم باشد، که به نوبه خود بر پویایی اقتصاد کلان تأثیر می‌گذارد.

ژان<sup>۶</sup> (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین افشای مسولیت اجتماعی و ارزش افزوده بازار پرداخت وی قلمرو زمانی پژوهش از سال ۲۰۰۴ تا سال ۲۰۱۸ است که در مجموع ۳۸۰ شرکت فعال در صنایع مختلف هند، نمونه پژوهش را تشکیل داده‌اند. روش پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی، از نوع پژوهش توصیفی-همبستگی و از نظر روش جمع‌آوری داده‌ها، پس‌رویدادی است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون چندگانه استفاده شده است. به این نتیجه رسید که افشای مسولیت اجتماعی باعث افزایش ارزش بازار شرکت می‌باشد.

<sup>1</sup> Stamolampros and Symitsi

<sup>2</sup> Cao et al

<sup>3</sup> Zhou et al

<sup>4</sup> Do et al

<sup>5</sup> Barattieri et al

<sup>6</sup> John A

گراما و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) در تحقیق با عنوان تأثیر اهرم مالی بر ارزش افزوده بازار در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس بومی پرداخت، وی در این راستا از داده‌های ۱۹۷ شرکت طبقه‌بندی‌شده در بورس بومی (هند) برای دوره زمانی ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۶ پرداخت و در این تحقیق از رگرسیون چند متغیره استفاده به عمل آمد و نتایج نشان داد که پوشش بهره مهم‌ترین عامل تأثیرگذار بر ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس بومی می‌باشد. همچنین نسبت حقوق صاحبان سهام به نسبت بدهی نیز تأثیر معنادار بر ارزش افزوده شرکت‌های مذکور دارد.

کانادحسن<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) ارتباط بین اهرم مالی و سرمایه گذاری شرکت‌ها را بررسی کرد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش اثرا ثابت اقتصادسنجی داده‌های پانلی استفاده شد. با توجه به مطالعات قبلی، نتایج تحقیق حاضر نشان می‌دهد که یک رابطه منفی بین اهرم و سرمایه گذاری وجود دارد. این بدان معنی است که بدهی‌ها به طور جدی سرمایه گذاری شرکت را محدود می‌کنند. با این حال، بر خلاف مطالعات قبلی، نتایج نشان می‌دهد که تأثیر منفی اهرم بر سرمایه گذاری در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا نسبت به شرکت‌های با فرصت رشد پایین، بیشتر است.

لو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۹) در تحقیقی تحت عنوان رابطه غیرخطی بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی با نقش کنترل خانوادگی بدین نتیجه رسیدند که رابطه غیرخطی بین این متغیرها تایید شد و وجود کنترل خانوادگی ضعیف بوده است و بیانگر ثابت باقی ماندن این رابطه از طریق سایر آزمون‌ها بوده است. همچنین نتایج نشان داد که ارتباط بدهی - مالکیت با حمایت ضعیفی از اقلیت سهامداران برخوردار است.

موتسامی (۲۰۱۸) تحقیقی با عنوان تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت‌های داروسازی هند از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۴ انجام داد. در این تحقیق شرکت‌ها به سه دسته شرکت‌های بزرگ، متوسط و کوچک تقسیم شدند. همچنین ۳ مدل تجربی (رگرسیون ترکیبی، اثرات ثابت و اثرات تصادفی) همزمان مورد استفاده قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که بین اهرم مالی و سرمایه گذاری رابطه معنی دار و مثبتی وجود دارد و همچنین دریافتند که جریان نقد و سود انباشته نقش معناداری بر تصمیمات سرمایه گذاری ایفا می‌کند.

#### ۴. فرضیه تحقیق

فرضیه تحقیق: درجه اهرم مالی بر ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

#### ۵. روش تحقیق

تحقیق مورد نظر بر اساس هدف که به دنبال پاسخگویی و ارائه راهکارها در جهت تصمیم‌گیری می‌باشد کاربردی می‌باشد. از طرفی دیگر با توجه به این که این تحقیق باعث شناخت بیشتر شرایط موجود شده و در آن رابطه بین متغیرها بر اساس هدف تحقیق تحلیل می‌گردد از نوع توصیفی همبستگی می‌باشد که تحقیق مورد بررسی از نوع تحلیل رگرسیون می‌باشد. داده‌های تحقیق حاضر از لوح‌های فشرده آرشو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط نظیر کدال استخراج گردیده است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. همچنین قلمرو زمانی شامل ۷ سال متوالی از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ است که بررسی فرضیه‌های تحقیق با استفاده از داده‌های واقعی این سال‌ها انجام خواهد شد. که پس از اعمال محدودیت ۱۲۰ شرکت انتخاب گردید. جهت سنجش فرضیه پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

مدل (۱):

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DFL_{it} + \beta_2 FirmSize_{it} + \beta_3 Leverage_{it} + \beta_4 Profitability_{it} + \beta_5 SalesGrowth_{it} + \beta_6 Investment_{it} + \beta_7 Cashflow_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

<sup>1</sup> Grima, S., Surtikanti, S., Anggadani, S.D,

<sup>2</sup> Kannadhasan

<sup>3</sup> Lo et al

ISC  
۵۹۴۰۴-۰۱۲۲۰

انجمن حسابداران  
و مدیران مالی ایران

نخستین کنفرانس ملی

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۴/۲۲  
MCII-conf.ir

#### ۶. متغیرهای تحقیق

##### متغیر مستقل: درجه اهرم مالی (DFL)

معیاری است که حساسیت سود خالص شرکت را با توجه به تغییر در درآمد عملیاتی شرکت نشان می‌دهد.

$$DFL = \text{تغییر در سود خالص} / \text{تغییر در درآمد عملیاتی}$$

##### متغیر وابسته: ارزش افزوده بازار

متغیر وابسته تحقیق ارزش افزوده بازار می‌باشد که از تفاوت بین ارزش بازار شرکت و سرمایه به کار گرفته شده در شرکت به دست می‌آید. این متغیر نشان می‌دهد چگونه شرکت به طور موفقیت آمیزی سرمایه‌اش را به کار گرفته است، از مدل زیر در تحقیقاتی همچون؛ پانديا<sup>۱</sup> (۲۰۱۶)، دی ویت<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) از مدل زیر برای سنجش ارزش افزوده بازار بهره برده‌اند. مدل مربوط به ارزش افزوده بازار به شرح زیر می‌باشد.

$$MVA = \text{کل سرمایه به کار گرفته شده در شرکت} - \text{ارزش شرکت} + \text{حقوق صاحبان سهام} + \text{بدهی‌های بهره دار} = \text{سرمایه به کار گرفته شده}$$

##### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال مالی به عنوان معیار اندازه شرکت سودآوری (Profitability): نسبت سود خالص بر مجموع دارایی‌های پایان سال مالی بدست می‌آید. اهرم مالی (lev): از تقسیم کل بدهی در پایان سال مالی بر کل دارایی در پایان همان سال مالی به دست می‌آید. نسبت جریان نقد عملیاتی بر کل دارایی (Cashflow): از نسبت جریان نقد عملیاتی بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید. رشد فروش (Sales Growth): رشد فروش از تفاضل فروش سال جاری منفی فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل به دست می‌آید. سرمایه‌گذاری (Investment): که از مخارج سرمایه‌ای بر کل دارایی بدست می‌آید.

#### ۷. یافته‌های تحقیق

##### آمار توصیفی تحقیق

جدول ۱ شاخص‌های توصیفی متغیرها

انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میان	میانگین	
۲.۳۸۴۰۰۵	-۰.۱۱۳۳۷۶	۸.۳۵۴۷۲۴	۱.۴۰۲۷۸۳	۲.۲۹۰۵۲۰	ارزش افزوده بازار
۰.۲۹۲۰۱۰	-۰.۵۱۸۴۸۱	۰.۹۵۵۲۶۵	۰.۰۵۰۱۱۰	۰.۰۵۳۸۵۵	درجه اهرم مالی
۰.۱۴۷۶۴۰	-۰.۳۸۷۰۱۲	۰.۷۲۶۶۵۴	۰.۰۹۸۰۴۲	۰.۱۱۸۰۹۶	نسبت جریان نقد عملیاتی
۰.۱۹۷۱۸۵	-۰.۰۵۷۲۸۱	۰.۷۰۹۹۵۰	۰.۲۹۶۹۰۳	۰.۳۲۴۳۹۳	سرمایه گذاری
۰.۲۴۳۰۴۹	-۰.۰۳۱۴۳۱	۱.۸۰۴۸۰۱	۰.۵۵۵۳۶۳	۰.۵۶۴۲۶۲	اهرم مالی
۰.۱۵۴۶۴۷	-۰.۱۰۸۰۶۸	۰.۴۶۷۳۷۱	۰.۱۲۳۴۲۹	۰.۱۴۴۵۸۶	سودآوری
۰.۴۱۲۳۰۰	-۰.۲۷۸۹۶۷	۱.۲۲۷۵۳۹	۰.۳۰۴۳۷۳	۰.۳۵۶۲۱۴	رشد فروش

<sup>1</sup> Bhargav Pandya

<sup>2</sup> Dewet, J. H. V



ISC  
۵۹۴۰۴-۰۱۲۲۰



وزارت امور اقتصادی و دارایی



مرکز ملی کنفرانس‌ها و همایش‌ها

نخستین کنفرانس ملی

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۴/۲۲  
MCII-conf.ir



۰.۷۷۸۱۲	۵.۱۵۳۴۴۹	۹.۴۵۸۷۸۹	۶۸۸۲۳۸۸	۶۸۷۵۲۲۶	اندازه شرکت
---------	----------	----------	---------	---------	-------------

#### ماخذ: یافته‌های تحقیق

با نگاهی به جدول (۱) مشاهده می‌شود که میانه و میانگین متغیرها فاصله زیادی باهم ندارند و هر چه قدر به هم نزدیک باشد توزیع آن‌ها به توزیع نرمال نزدیک‌تر است. در بین متغیرها اندازه شرکت با مقدار (۶,۸۷۵۲۲۶) دارای بیشترین میانگین و متغیر درجه اهرم مالی با مقدار (۰,۰۵۳۸۵۵) دارای کمترین میانگین است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی به این نتیجه می‌رسیم که متغیر نسبت جریان نقد عملیاتی با مقدار (۰,۱۴۷۶۴۰) نسبت به سایر متغیرها دارای کمترین پراکندگی است و متغیر ارزش افزوده بازار با مقدار (۲,۳۸۴۰۰۵) دارای بیشترین پراکندگی است و این بدان معناست که این متغیر نوسان‌های شدیدتری دارد است.

#### آزمون‌های ریشه واحد در داده‌های تابلویی

برای بررسی مانایی از آزمون ریشه‌ی واحد<sup>۱</sup> استفاده شده است.

#### جدول ۲ Error! No text of specified style in document. خلاصه نتایج آزمون ریشه‌ی واحد-آزمون لوین لین و چو

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
ارزش افزوده بازار	-۱۱/۷۲	۰/۰۰۰۰	مانا
درجه اهرم مالی	-۶۶/۶۹	۰/۰۰۰۰	مانا
درجه اهرم عملیاتی	-۲۸۲/۹۸	۰/۰۰۰۰	مانا
نسبت گردش دارایی	-۱۷/۳۰	۰/۰۰۰۰	مانا
نسبت جریان نقد عملیاتی	-۱۵/۲۵	۰/۰۰۰۰	مانا
سرمایه گذاری	-۱۸۷۲۰/۹	۰/۰۰۰۰	مانا
اهرم مالی	-۹/۷۱	۰/۰۰۰۰	مانا
سودآوری	-۵/۹۷	۰/۰۰۰۰	مانا
رشد فروش	-۱۷/۵۶	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	-۵/۸۵	۰/۰۰۰۰	مانا

#### ماخذ: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج ۲ می‌توان گفت از آنجایی که احتمال‌های محاسبه شده در آزمون لوین لین و چو کوچکتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه صفر که مبنی بر وجود ریشه واحد برای متغیرها پذیرفته نمی‌شود و تمامی متغیرها مانا هستند.

#### آزمون ناهمسانی واریانس

برای آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است.

#### جدول ۳ آزمون همسانی واریانس

<sup>1</sup> Unit Root Test



نتیجه	سطح معنی داری	مقدار آماره	آزمون وایت
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰۰	۳/۰۸	مدل اول

#### ماخذ: یافته‌های تحقیق

برای تخمین الگوهای اقتصادی، روش‌های متفاوتی وجود دارد. با لحاظ کردن فروض کلاسیک، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) بر اساس قضیه گاوس-مارکف بهترین تخمین زنده خطی بدون تورش است؛ اما در صورت وجود ناهمسانی واریانس دیگر روش حداقل مربعات معمولی (OLS) روش مناسبی برای تخمین نیست که از این رو با وزن دادن (Cross-section weights) به رفع آن پرداخته و مدل مناسب برای تخمین آزمون فرضیه‌ها روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) خواهد بود.

#### انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون

برای مشخص کردن نوع مدل در مقاطع و دوره‌های زمانی مختلف داده‌های ترکیبی از آزمون F مقید (چاو) استفاده شده است؛ که خروجی آزمون در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴ نتایج آزمون چاو (F مقید) در بررسی مدل فرضیات تحقیق

مدل	آماره F	p-value	نتیجه آزمون چاو	نوع آزمون
مدل اول تحقیق	۷/۸۶	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	داده‌های ترکیبی Panel date

#### ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج خروجی آزمون F نشان می‌دهد فرضیه صفر مدل رد شده چون سطح معناداری کمتر از ۵ درصد به دست آمده و از میان طرح پنل یا رگرسیون تجمیع شده (تلفیقی) و پنل انتخاب می‌شود. همچنین برای انتخاب اثرات ثابت و اثرات تصادفی مدل از آزمون هاسمن استفاده شد. در صورتی سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات تصادفی و در صورتی که سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات ثابت انتخاب می‌شود؛ خروجی آزمون هاسمن به شرح جدول ۵ می‌باشد.

جدول ۵ نتایج آزمون هاسمن در بررسی مدل فرضیات تحقیق

آزمون هاسمن	آماره	p-value	نتیجه آزمون هاسمن	نوع آزمون
مدل اول تحقیق	۴۲۲/۸۳	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	اثرات ثابت

#### ماخذ: یافته‌های تحقیق

#### بررسی آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه تحقیق: درجه اهرم مالی بر ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد

جدول ۶ نتایج تخمین فرضیه تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری	همخطی
درجه اهرم مالی	۲.۹۴۰۹۱۵	۰.۱۱۶۳۰۰	۲۵.۲۸۷۲۹	۰.۰۰۰۰	۱.۰۰۴۹۴۵



ISC  
۵۹۴۰۴-۰۱۲۲۰




وزارت امور اقتصادی و دارایی



انستیتو مطالعات علمی اقتصاد

نخستین کنفرانس ملی

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۴/۲۲  
MCII-conf.ir



۱.۴۵۰۷۹۷	۰.۱۴۳۵	۱.۴۶۴۴۴۴	۰.۴۱۷۰۶۹	۰.۶۱۰۷۷۵	نسبت جریان نقد عملیاتی
۱.۳۰۰۷۱۵	۰.۰۰۰۰	-۴.۷۲۶۷۷۵	۰.۴۹۸۲۲۱	-۲.۳۵۴۹۸۱	سرمایه گذاری
۱.۸۵۹۵۹۴	۰.۱۵۳۴	۱.۴۲۹۰۲۶	۰.۴۵۷۱۹۳	۰.۶۵۳۳۴۱	اهرم مالی
۳.۰۸۶۲۴۴	۰.۰۱۳۱	۲.۴۸۸۱۴۴	۰.۷۰۱۳۴۵	۱.۷۴۵۰۴۷	سودآوری
۱.۳۸۶۹۰۰	۰.۰۰۰۰	-۴.۳۸۸۰۹۰	۰.۱۴۴۹۶۶	-۰.۶۳۶۱۲۲	رشد فروش
۱.۶۱۱۶۷۸	۰.۲۰۱۷	۱.۲۷۷۸۹۶	۰.۱۲۷۶۶۳	۰.۱۶۳۱۴۰	اندازه شرکت
-	۰.۰۰۰۰	-۲۰.۹۵۹۵۸	۰.۸۴۱۶۳۴	-۱۷.۶۴۰۲۸	عرض از مبدا
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
			۰/۷۱		ضریب تعیین
			۰/۶۶		ضریب تعیین تعدیل شده
			۱۳/۹۸		آماره F
			۰/۰۰		سطح معناداری F
			۱/۷۱		دوربین واتسون

#### ماخذ: یافته‌های تحقیق

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی‌دار بوده و فرضیه  $H_1$  آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۷۱ درصد متغیر ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۶۶ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۷۱ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون همخطی مشاهده می‌شود همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد از این رو مشکل همخطی در این مدل وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر درجه اهرم مالی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است لذا فرضیه تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر مثبت است پس درجه اهرم مالی و ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه مستقیمی دارد. پس فرضیه تحقیق مبنی بر درجه اهرم مالی بر ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد پذیرفته می‌شود. همچنین متغیرهای کنترلی سرمایه گذاری، سود آوری و رشد فروش با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند. اما نسبت جریان نقد عملیاتی، اهرم مالی و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

#### ۸. بحث و نتیجه‌گیری

تعامل بین ارزش افزوده بازار، اهرم و کارایی در ارزش افزوده شرکت قابل درک است که به تصمیم‌گیری در مورد تخصیص دارایی کمک می‌کند. بنابراین، درک ارزش افزوده بازار به بهبود کلی در مجموعه آنها کمک می‌کند. دستور کار اساسی این مقاله ارائه شواهد تجربی است که نشان می‌دهد ارزش افزوده بازار تحت تأثیر کارایی، درجه اهرم مالی و درجه اهرم عملیاتی قرار می‌گیرد. مطالعات متعددی در مورد این موضوع وجود دارد، اما بیشتر آنها در مورد اقتصادهای توسعه

ISC  
۵۹۴۰۴-۰۱۲۲۰

دانشگاه علامه طباطبائی  
مؤسسه عالی مدیریت و حسابداری

نخستین کنفرانس ملی

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۴/۲۲  
MCII-conf.ir

یافته هستند. کانلی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) ارزش افزوده بازار را بر اساس بازارهای نوظهور مطالعه کرد، اما ما نتوانستیم مطالعه‌ای را پیدا کنیم که آن را در رابطه با زمینه هند بررسی کند. این مقاله به مجموعه ادبیات ارزش افزوده بازار به طور کلی و در زمینه اقتصادهای نوظهور (هند) به طور خاص اضافه می‌کند. نتایج مطالعه به مدیران کمک می‌کند تا متوجه شوند کدام متغیر بیشترین سهم را در ارزش افزوده بازار دارد. درک بهتر در مورد محرک های ارزش افزوده بازار به سهامداران کمک می‌کند تا استراتژی و تخصیص دارایی خود را در پرتفوی خود بهبود بخشند. همچنین سازمانها را وادار می‌کند تا تصمیمات شرکتی اساسی خود را ایجاد و بهبود بخشند، یعنی تصمیمات بودجه بندی سرمایه، تصمیمات تامین مالی، تصمیمات تقسیم سود و تصمیمات سرمایه در گردش. این مقاله همچنین نتیجه می‌گیرد که سایر متغیرهای غیراقتصادی مانند مشتریان، کیفیت محصول، کارفرما و نوآوری باید مورد توجه قرار گیرند تا تغییرات بیشتری در ارزش افزوده بازار شرکتها توضیح داده شود، که تا به امروز ناشناخته بوده است. از این رو با توجه به مطالب فوق این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که آیا درجه اهرم مالی بر ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟ با استفاده از داده‌های ۱۲۰ شرکت بین سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شد. نتایج آزمون فرضیه تحقیق نشان داد که درجه اهرم مالی رابطه معنادار و مستقیمی با ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد یعنی به عبارتی با افزایش درجه اهرم مالی، ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز افزایش پیدا خواهد کرد. نتایج این تحقیق با نتایج تحقیق کومار و همکاران (۲۰۲۲) مطابقت دارد.

یکی از عمده‌ترین محدودیت‌های پژوهشاتی که بر پایه آمار استنباطی انجام می‌شوند؛ تعمیم نتایج حاصل از آن‌ها به کل جامعه آماری در شرایط زمانی و مکانی مختلف است. بنابراین در تعمیم نتایج این پژوهش و به کارگیری عملی این نتایج نیز باید جانب احتیاط را مد نظر قرارداد. همچنین، استفاده از گزارشات مالی شرکت‌ها که مبتنی بر بهای تمام‌شده تاریخی می‌باشد، در شرایط تورمی فعلی، ممکن است به‌طور بالقوه بر نتایج پژوهش تأثیرگذار باشد. در صورتی که قلمرو زمانی پژوهش، برای دوره طولانی‌تر در نظر گرفته می‌شود، ممکن بود نتایج، قابلیت تعمیم بیشتری داشته باشد. لیکن در صورتی که سال‌های بیشتری برای گزینش نمونه در نظر گرفته می‌شود، تعداد بانک‌های عضو جامعه و نمونه آماری کاهش می‌یافت که این امر، موجب کاهش روایی پژوهش می‌گردد و امکان بررسی رابطه مذکور را دچار محدودیت می‌ساخت. شرایط سیاسی و اقتصادی کشور و نیز جو روانی حاکم بر بازار بورس اوراق بهادار تهران، از عواملی هستند که ممکن است بر متغیرهای این پژوهش اثر گذارند، اما در پژوهش حاضر کنترل نشده‌اند. داده‌های مستخرج از صورت‌های مالی، از بابت تورم تعدیل نشده‌اند. با توجه به متفاوت بودن نرخ تورم در سال‌های مورد بررسی، در صورتی که داده‌های مورد استفاده از این بابت تعدیل می‌شدند، ممکن بود نتایج، متفاوت از نتایج فعلی باشد.

در پژوهش‌های آتی می‌توان با انتخاب بازه زمانی طولانی‌تر این تحقیق را انجام و نتایج آن را به تفکیک صنایع بررسی کرد؛ تاثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه درجه اهرم مالی، عملیاتی و کارایی بر ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ تاثیر کمیته حسابرسی بر رابطه درجه اهرم مالی، عملیاتی و کارایی بر ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

## ۹. منابع

ثابتی آقابرگی، مجید. (۱۴۰۱). رابطه مدیریت سود و مدیریت مالیاتی با حاکمیت شرکتی، اهرم مالی و نقدینگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی تحقیقات پیشرفته در مدیریت و علوم انسانی

حاج حیدری، پریسا و رجایی زاده هرندی، احسان. (۱۴۰۱). بررسی اثر مالیات شرکت و اهرم مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۵ (۵۷): ۵۷-۱۵۴-۱۶۷.

<sup>1</sup> Connolly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Trevis Certo,



- Alipour, M., & Pejman, M. E. (2015). The impact of performance measures, leverage and efficiency on market value added: Evidence from Iran. *Global Economics and Management Review*, 20(1), 6–14.
- Asraf, A., & Desda, M. M. (2020). Analysis of the effect of operating leverage and financial leverage on companies profitability listed on Indonesia Stock Exchange. *Ilomata International Journal of Management*, 1(2), 45–50.
- Cao, Q., Fang, M., Pan, Y. (2022). Minority shareholders protection and corporate financial leverage: Evidence from a natural experiment in China, *Pacific-Basin Finance Journal*, 73,
- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Trevis Certo, S. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1561–1589.
- Do, Hung X., Nguyen, Nhut H., Nguyen, Quan M.P. (2021). Financial leverage and stock return comovement, *Journal of Financial Markets*, Available online 17 December,
- Ehrbar, A. (1999). Using EVA to measure performance and assess strategy. *Strategy & Leadership*, 27(3), 20–24.
- Ferguson, R., Rentzler, J., & Yu, S. (2005). Does Economic Value Added (EVA) improve stock performance profitability? (June 2018) *The Journal of Applied Finance*, Fall, 101–113.
- Grima, S., Surtikanti, S., Anggadini, S.D, (2020), The Impact of A Stock Split and the Economic Value Added on Stock Return, *International Business and Accounting Research Journal*, Vol 4, No
- Hartman, J. C. (2000). On the equivalence of net present value and market value added as measures of a project's economic worth. *The Engineering Economist*, 45(2), 158–165.
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22(2), 125–139.
- Kaur, J., & Vineet Kaur, H. (2015). Impact of financial leverage on profitability of fast moving consumer goods companies listed on BSE. *Asian Journal of Management*, 6(4), 276.
- Kim, J. J., Ahn, J.-H., & Yun, J. K. (2021). Economic Value Added (EVA) as a proxy for Market Value Added (MVA) and accounting earnings: Empirical evidence from the business cycle. *Journal of Accounting & Finance Research*, 12(1), 40–48.
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. M. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3–29.
- Lovata, L. M., & Costigan, M. L. (2002). Empirical analysis of adopters of economic value added. *Management Accounting Research*, 13(2), 215–228.
- Maditinos, D. I., & Row, P. (2006). The introduction of Economic Value Added (EVA®) in the corporate world. In *International Conference: Innovation, Entrepreneurship, and Competitiveness in Balkan and Black Sea Countries*, November 2–4, 2006, pp. 1–11.
- Murugesu, T., & Subramaniam, V. A. (2016). Impact of leverage on corporate profitability: A study on listed financial sector in Sri Lanka. *SSRN Electronic Journal (Dcl)*, 1–10.
- Peterson, P. P., & Peterson, D. R. (1996). Company performance and measures of value added. *The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analyst*.
- Sen, G. (2018). Rapport between leverage and profitability: A study of TVS Motor Company. *Journal of Finance and Accounting*, 6(2), 49.
- Stamolampros, P., Symitsi, E. (2022). Employee treatment, financial leverage, and bankruptcy risk: Evidence from high contact services, *International Journal of Hospitality Management*, 105,
- Stewart, G. B. (1991). *The quest for value—A guide for senior managers* (pp. 1–779). HarperBusiness.
- Uyemura, D. G., Kantor, C. C., & Pettit, J. M. (1996). Evar for banks: Value creation, risk management, and profitability measurement. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(2), 94–109.

ISC  
۵۹۴۰۴-۰۱۲۲۰

نخستین کنفرانس ملی

چالش‌ها و راهکارهای نوین در مدیریت، حسابداری و صنعت بیمه

زمان برگزاری: ۱۴۰۲/۰۴/۲۲  
MCII-conf.ir

مؤسسه عالی تحقیقات و آموزش مدیریت صنعتی

مؤسسه عالی تحقیقات و آموزش مدیریت صنعتی

MCII-CONF-IR

Yook, K. C., & McCabe, G. M. (2001). MVA and the crosssection of expected stock returns. *The Journal of Portfolio Management*, 27(3), 75–87.

Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2000). *EVA and value-based management*. McGraw-Hill Professional Publishing.

Zaima, J. K., Turetsky, H. F., & Cochran, B. (2005). The MVAEVA relationship: Separation of market driven versus firm driven effects. *Review of Accounting and Finance*, 4(1), 32–49.

Zhou, M., Li, K., Chen Zh. (2021). Corporate governance quality and financial leverage: Evidence from China , *International Review of Financial Analysis* ,73 ,doi.org/10.1016/j.irfa.