



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

دکتر زهره حاجیها^۱

لیلا قصاب ماهر^۲

تاریخ پذیرش: ۸۹/۸/۲۰

تاریخ دریافت: ۸۹/۵/۱۷

چکیده

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

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

۱- عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق (قیامدشت)

۲- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک

۱- مقدمه

شرکت‌ها برای رشد و پیشرفت نیاز به سرمایه دارند. بخشی از سرمایه در داخل شرکت از طریق سود انباشته که در نتیجه سود آوری شرکت به وجود آمده و بین سهامداران تقسیم نشده است، تامین می‌شود و مابقی می‌تواند از طریق بازارهای مالی سرمایه یا استقراض ایجاد گردد. شرکتی که هیچ‌گونه بدهی نداشته باشد، ساختار سرمایه آن را حقوق صاحبان سرمایه تشکیل می‌دهد و از آنجایی که ساختار سرمایه بیشتر شرکت‌ها، همراه با بدهی و سرمایه است. از این رو مدیران مالی به دریافت وام اثرات آن و حداکثر کردن ثروت سهامداران، بسیار حساس و دقیق هستند. و با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران بر اساس معیارهای مختلف، ضمن مقایسه‌ی انواع سهام، در سهام خاصی سرمایه‌گذاری می‌کنند. قیمت سهام شرکت‌ها یکی از بارزترین معیارهای سرمایه‌گذاری است که مبین اعتبار شرکت برای سرمایه‌گذاری است که در واقع اعتبار شرکت برای سرمایه‌گذار است بنابراین مقایسه اعتبار شرکت یکی از روشهای بهبود سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران با شناخت عوامل موثر بر قیمت سهام شرکت‌ها روند تغییرات قیمت و تغییرات ارزش شرکت را پیش‌بینی می‌کنند و بر اساس آن، تصمیمات لازم برای خرید یا عدم خرید سهام اتخاذ می‌کنند. یکی از شاخصهای سنجش ارزش شرکت، شاخص Q توبین است. که تعیین ارزش شرکت به وسیله تعیین ارزش دارائیهای مالی شرکت مانند اوراق قرضه، سهام ممتاز و سهام عادی قابل بررسی است (نو، ۱۳۷۳). در اقتصاد رو به رشد فعلی، مدیران سرمایه‌گذار همواره به دنبال گزینه‌های مناسب سرمایه‌گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلندمدت ثروت خود را افزایش دهند. مدیران شرکت‌ها به عنوان نمایندگان صاحبان سهام می‌بایست دائماً تلاش نمایند ساختار سرمایه شرکت را به گونه‌ای تنظیم کنند که هزینه سرمایه شرکت حداقل و در نتیجه ارزش شرکت حداکثر گردد. تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه به معنی نحوه تا مین مالی شرکت همچون سایر تصمیمات مدیران مالی بر ارزش شرکت موثر بوده و این تاثیر گذاری از یک سو از طریق هزینه سرمایه است در واقع هزینه سرمایه تعیین‌کننده

نرخ بازده مورد انتظار درون شرکت بوده و از این طریق بر ارزش داراییهای شرکت تاثیر می گذارد. بنابراین سوالات زیر در این تحقیق مطرح می شود:

- ۱) شرکت ها چگونه اقدام به تامین مالی کنند تا بر سود و بازده سهامداران و بر ارزش شرکت حداکثر تاثیر مثبت را بگذارد؟
- ۲) مدیران، در استفاده از اهرم مالی با توجه به ارزش شرکت ها چه تصمیماتی بگیرند؟ به عبارت دیگر شرکت ها با کدام ساختار سرمایه ارزش بیشتری برای ذینفعان تولید خواهند کرد. بدین منظور در این تحقیق رابطه بین انواع ساختار سرمایه شرکت ها و ارزش نامشهود ایجاد شده توسط آنها مورد سنجش قرار می گیرد.

۲- مبانی نظری و پیشینه

۲-۱- پیشینه تحقیق

فرناند زوهواکیمیان^۱ (۲۰۰۱) و دامون، سنبت^۲ (۱۹۹۸) در زمینه ساختار سرمایه تحقیقاتی را انجام دادند و ترکیب بهینه را معرفی کرده اند. یکی از یافته های مهم این تحقیقات این بود که نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معنی داری با بدهی ها دارد، یعنی هرچه میزان بدهی ها افزایش می یابد، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد. نتایج حاصل از تحقیق هواکیمیان و تهرانیان^۳ (۲۰۰۴) نشان می دهد که شرکت های با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالا، نسبت بدهی پایینی دارند. اولسن و اولانگ^۴ (۲۰۰۵) تحقیقی در مورد منتخبی از کشورهای آمریکای شمالی، اروپا، ژاپن، طی سالهای ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۰ بر روی ۲۹۷ شرکت انجام دادند. آن ها در این تحقیق از نسبت توبین به عنوان معیار ارزش شرکت استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که در این کشورها نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (با ارزش شرکت رابطه معنی داری دارد. از و فرا و لوپز^۵ (۲۰۰۵) تحقیق خود را بر روی ۴۵۰ شرکت از ۱۰ کشور (سه کشور با سیستم آنگلوساکسون، شامل کانادا، آمریکا و انگلیس) و هفت کشور با سیستم کنتینتال، شامل آلمان، بلژیک، اسپانیا، فرانسه، هلند، ایتالیا و سوئیس) انجام دادند. آن ها ارزش شرکت را با نسبت ارزش بازار حقوق

صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بیان داشتند. نتیجه این بود که اهرم (نسبت بدهی بلند مدت به دارایی ها) با ارزش شرکت رابطه معنی داری ندارد. کلین و دیگران^۲ (۲۰۰۵) در تحقیق خود نمونه ای از ۲۶۳ شرکت کانادایی را مورد بررسی قرار دادند آنها از نسبت توپین به عنوان معیار عملکرد شرکت استفاده کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که اهرم (نسبت بدهی بلند مدت به دارایی ها) با عملکرد شرکت رابطه منفی دارد. استولز و لانگ (۱۹۹۴) ارتباط بین توپین و تنوع بخشی شرکت، طی دهه ۱۹۸۰ را بررسی کرده اند. براساس نتایج این تحقیق شرکت های دارای تنوع بخشی، از Q پایین تر و عملکرد ضعیف تر برخوردار بوده اند. در مقایسه با متوسط صنعت خود، این شرکت ها دارای توپین پایین نبوده اند. در این تحقیق شواهدی از تنوع بخشی و ایجاد دارایی های نا مشهود ارزشمند شرکت ها یافت نشده است.

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

۲-۲- مبانی نظری

ارزش نامشهود واحد تجاری

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

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

برآورد ارزش نامشهود برای اولین بار توسط جیمز توبین (۱۹۶۹) تحت عنوان Q توبین وارد ادبیات حسابداری گردید که بر مبنای نسبت بین ارزش بازار و جایگزینی جاری دارایی های واحد تجاری استوار است. استفاده از Q توبین برای اندازه گیری ارزش نامشهود بر این فرض استوار است که باید بین ارزش بازار شرکت و جایگزینی آن برابری وجود داشته باشد. در تحقیقات حسابداری روش های مختلفی برای محاسبه برای محاسبه Q توبین پیشنهاد شده است (Q لیندربرگ و راس، ۱۹۸۱؛ Q هال، ۱۹۹۳؛ Q لی ویلن و بادرنات، ۱۹۹۷؛ Q چانگ و پرویت، ۱۹۹۴).

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

با استفاده از ارزش دفتری دارایی ها به جای ارزش جایگزینی ، استفاده می کنند.(دمودران ، ۲۰۰۲).

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

۳- فرضیه های تحقیق

با توجه به پیشینه تحقیق و برای پاسخ به سؤال های تحقیق فرضیه های زیرتدوین گردید:
فرضیه اصلی اول: بین ساختار سرمایه و ارزش نامشهود ایجاد شده در شرکتها رابطه معنی داری وجود دارد.
 بر این اساس چون ساختار سرمایه شرکت از دو بخش بدهی و سرمایه تشکیل می گردد، فرضیه های فرعی زیر مطرح می شود:

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

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

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

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

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

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

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

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

۴- روش شناسی تحقیق

این تحقیق از نظر هدف از نوع تحقیقات کاربردی است و از نظر طبقه بندی بر مبنای روش و ماهیت در طبقه بندی تحقیقات همبستگی قرار می گیرد. شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری تحقیق حاضر را تشکیل می دهند به علت وجود

برخی نا هماهنگی ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرارداد شده و از این رو نمونه به روش حذف سیستماتیک انتخاب شد. شرایط یاد شده عبارتند از:

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

برای تعیین حجم نمونه روش نمونه گیری با جایگذاری از جامعه محدود بر اساس رابطه ۱ زیر استفاده شده است. مقادیر $(1-P)$ و P به عنوان حداکثر ممکن معمولاً ۰.۵

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

رابطه ۱

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

با توجه به شرایط یاد شده، تعداد ۶۰ شرکت در دوره زمانی ۸۲ تا ۸۶ به عنوان نمونه انتخاب شد. با توجه به موضوع تحقیق و فرضیه های موجود، جهت انجام آزمون های آماری از آمار توصیفی، تست همبستگی (ضریب همبستگی، ضریب تعیین) و مقدار Q توپین نیز از تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارائیهای شرکت استفاده شده است. دیگر اطلاعات مورد نیاز شرکت ها از طریق بررسی صورتهای مالی و گزارشات شرکت ها در سایت سازمان بورس اوراق و بهادار تهران و بانکهای اطلاعاتی نرم افزار ره آورد نوین بدست آمده است. لازم به ذکر است که جهت محاسبه متغیرهای تحقیق از نرم

افزار Excel استفاده شده است. با استفاده از نرم افزار SPSS رابطه بین Q توبین (شاخص ارزش شرکت) محاسبه شده است.

۵- مدل تحقیق و شیوه اندازه گیری متغیرهای تحقیق

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

$$\text{Tobin}Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SDA_{i,t} + \beta_2 LDA_{i,t} + \beta_3 CA_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{رابطه ۲}$$

باتوجه به رابطه فوق:

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

$SDA_{i,t}$: نسبت بدهی کوتاه مدت شرکت i در بازه زمانی تحقیق؛

$LDA_{i,t}$: نسبت بدهی بلند مدت شرکت i در بازه زمانی تحقیق

$CA_{i,t}$: نسبت حقوق صاحبان سهام شرکت i در بازه زمانی تحقیق

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

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

سایر متغیرهای تحقیق با رابطه های زیر سنجیده می شود:

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

رابطه ۳

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

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

رابطه ۴

Long term debt : بدهی بلند مدت؛

رابطه ۵

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

Equity : حقوق صاحبان سهام ؛

متغیر وابسته به شیوه زیر مورد محاسبه قرار میگیرد:

رابطه ۶

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

در رابطه فوق:

M.V.S نشانگر ارزش بازار سهام عادی ؛

B.V.D ارزش دفتری بدهی ها ؛

B.V.A ارزش دفتری دارایی ها ؛

۶- تجزیه و تحلیل داده ها و یافته های پژوهش

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

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای مربوط به شرکت های نمونه

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

بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش نامشهود واحد تجاری با استفاده از شاخص ...

تعداد مشاهدات برای ۶۰ شرکت و دوره ۵ ساله ۳۰۰ داده می باشد. در جدول ۱ به طور مثال میانه برای نسبت بدهی های کوتاه مدت بیانگر این است که ۵۰ درصد شرکت - سال های مورد بررسی حدود ۰.۶۲ و کمتر بوده است. در حالی که این مقدار برای نسبت بدهی های بلندمدت ۰.۰۴ و برای نسبت حقوق صاحبان سهام ۰.۳۱ بوده است. متوسط داده ها به ترتیب برای این سه نسبت ۰.۰۶، ۰.۰۷ و ۰.۳۳ بوده است. چون داده های تحقیق دارای مقیاس اندازه گیری فاصله ای هستند، برای آزمون فرضیه اصلی اول و فرضیات فرعی آن از آزمون همبستگی پیرسون به شرح زیر استفاده شده است:

۶-۱- نتایج آزمون فرضیه اول

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

جدول ۳- همبستگی پیرسون

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

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

دکتر زهرا حاجیها و لیلا قصاب ماهر



همانگونه که در جدول ۲ ارائه شده است، سطح معنی داری برای هر سه متغیر بدهی های کوتاه مدت، بلندمدت و سرمایه بیشتر است ۰.۰۵ است. بنابراین هیچ گونه رابطه معنی داری بین این متغیرها و مقدار نسبت Q توپین مشاهده نمی شود. در اینگونه موارد مقدار آماره همبستگی پیرسون نیز معنا دار نیست. گرچه نتایج جدول نشان می دهد که رابطه (هر چند بی معنی) مثبت بین ارزش نامشهود و نسبت بدهی کوتاه مدت و رابطه منفی بین ارزش و بدهی بلندمدت و سرمایه وجود دارد. به عبارت دیگر در سطح اطمینان ۰.۹۵ همه فرضیه های فرعی و در کل فرضیه اصلی اول تحقیق رد می شود.

۶-۲- نتایج آزمون فرضیه دوم

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

۷- نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف مقاله حار بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر ارزش نامشهود واحد تجاری با استفاده از شاخص نسبت Q توپین است. نتایج آزمون فرضیات تحقیق حاکی از عدم وجود رابطه معنی دار بین نوع ساختار سرمایه شرکت ها (ساختار بدهی محور یا سرمایه محور) و ارزش نامشهود ایجاد شده از طریق نسبت Q توپین می باشد. در این مطالعه سه نسبت کلیدی شامل نسبت بدهی کوتاه مدت به جمع دارایی ها، نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی ها و نسبت حقوق صاحبان سهام به جمع دارایی ها محاسبه و مورد استفاده قرار گرفت. به عبارت دیگر شرکت ها نتوانسته اند هیچ گونه ارزش نامشهودی با انتخاب روش تامین مالی برای خود فراهم سازند. این نتایج پیشنهاد می کند که انتخاب روش تامین مالی در شرکت های ایرانی مبتنی بر ارزش آفرینی بیشتر برای شرکت نیست و بدون بررسی و

مطالعه کافی گزینه های ارزش آفرین، تامین مالی انجام می شود. البته نسبت های متنوعی برای اندازه گیری ارزش نامشهود در ادبیات حسابداری مطرح شده است Q لیندربرگ و راس، ۱۹۸۱؛ Q، هال، ۱۹۹۳؛ Q لی ویلن و بادرنا، ۱۹۹۷؛ Q چانگ و پرویت، ۱۹۹۴). که در این مطالعه از یکی از آنها استفاده گردید بنابراین با توجه به نتایج بدست آمده می توان پیشنهادات زیر را مطرح ساخت:

- ۱) از سایر نسبت های ادبیات تحقیق برای محاسبه ارزش نامشهود استفاده گردد و رابطه این نسبت ها با ساختار سرمایه شرکت ها سنجیده شود.
- ۲) رابطه ارزش افزوده مالی و اقتصادی با انواع ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گیرد و نتایج آن با نتایج تحقیق حاضر مقایسه شود.
- ۳) روش های تامین مالی شرکت های ایرانی مورد مطالعه قرار گیرد و مشخص گردد که از چه روشی برای انتخاب بهترین گزینه جهت تامین مالی استفاده می شود.

فهرست منابع

- ۱) احمدی، محمد رضا، (۱۳۸۰)، "ارتباط ساختار سرمایه و بازده شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکزی.
- ۲) دلاوری، جواد، (۱۳۷۷)، "بررسی تاثیر تامین مالی بر روی نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.
- ۳) عزیز خانی، مسعود و نورالله خدادادی، (۱۳۸۷)، "بررسی تاثیر هزینه تبلیغات بر ارزش نامشهود واحد تجاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری، شماره ۵۳، ۲۴-۷۸.
- ۴) نوو، پی. ریموند. (۱۳۷۳). مدیریت مالی. ترجمه علی جهانخانی و علی پارسائیانی، جلد ۱ و ۲، تهران: انتشارات سمت.

- 5) Azofra, A.P. and Lopez, V. (2005), Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness, Corporate Governance, Vol. 14, No. 2, 189-194.
- 6) Chung, K.H and S.W. Pruitt (1994), A simple approximation of Tobin's q, Financial measurement, 23(3), 70-74.
- 7) Dammon, R. and Senbet, L. (1988), "The Effect of Taxes and Depreciation on corporate Investment and Financial leverage" American Economic Review, 85(3), 357-373.
- 8) Fernandez, P. (2001), "Optimal structure: problems with the Havard and Damodarn Approaches" working papers, www.ssrn.com.
- 9) Hall, B.H (1992), The stock markets valuation of R & D investment during the 1980s, American Accounting Review, 70(2), 259-264.
- 10) Hovakimian, A. (2001), "The Rol of Target leverage in security Issues and Repurchase" working papers. www.ssrn.com.
- 11) Hovakimian, A. Hovakimian, G. & Tehranian, Hassan. (2004), "Determinants of Traget capital structure: The case of dul debt and equity issues", Journal of Financial Economics, 71, 517-540.
- 12) Klein, P., Shapiro, D. and young, J. (2005), "Corporate Governance, Family ownership and Firm value :the Canadian Evidence", Corporate Governance, Volume 13, Number 6, 769-784.
- 13) Lang, L.p. and Stulz, R. M. (1994) "Tobin S Q, corporate diversification, and firm performance", Journal of Political Economy, 102, 1248-1280.
- 14) Leewillen W.G and S.G Badernat, (1997), on the measurement of Q Tobin's, Journal of Financial Economics, 44(1), 77-122.
- 15) Lev, B and S.L, Mintz, (1999), Seeing is Believing, CFO, Februry.
- 16) Lindeberg, E.B, and S.A. Ross, (1981), Tobin's q Ration and Industrial organization, Journal of Business, 54(1), 1-32.
- 17) Olsen, B. and Elang, B. (2005), "Do Multinational Operation Influence Firm Value? Evidence form the Triad Regions", International Journal of Business and Economics, Vol. 4, No. 1, 11-29.
- 18) Simon, C.J. and M.W. Sullivan (1993), the measurement and determinants of brand equity :a financial approach Marketing Science, 12(1), 28-52.
- 19) Sveiby, k.E. (1997), the intangible assets monitor, Journal of Humant Resource Costing and Accounting, 12(1), 73-97.
- 20) Tobin, J. (1969), A general equilibrium approach to monitory theory, Journal of Money, Credit and Banking, 1(1), 15-29

یادداشت‌ها

¹ - Fernandez and Hovakimian



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