

بررسی تأثیر اصلاح ساختار سرمایه، مدیریت هزینه های مالی و مؤلفه های متنوع رشد بر عملکرد مالی شرکت (مطالعه موردی شرکت نفیس نخ)

احمد جریان

دکترای مدیریت کسب و کار، دانشگاه صنایع و معادن ایران، تهران، ایران.

Jaryan.a@nafisnakh.com

مهدی بیدل

مدرس گروه مدیریت دانشگاه علامه قزوینی، قزوین، ایران.

Mehdibeedel@yahoo.com

ساسان غفاری فر

مدرس گروه مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، قزوین، ایران.

Ghaffarifar.Sasan@gmail.com

1

چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر ساختار سرمایه، مدیریت بهینه هزینه های مالی و مؤلفه های رشد بر عملکرد سازمان می پردازد. به این منظور اطلاعات مالی شرکت نفیس نخ بعنوان بزرگترین تولید کننده نخ های مصنوعی ایران که ضمن افزایش تولید و فروش، اصلاح مستمر ساختار سرمایه و کاهش وابستگی به بدهی بانکی را بعنوان اهداف استراتژیک خود مد نظر قرار داده است در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا پایان بهمن ماه ۱۴۰۰ بررسی و تجزیه و تحلیل گردید. از تکنیک رگرسیون خطی چند متغیره جهت برآورد مدل آماری پژوهش و آزمون فرضیه هایی که با مطالعه دقیق ادبیات تحقیق تدوین شده اند استفاده شده است. یافته های پژوهش بیانگر تأثیر منفی و معنادار هزینه های مالی بر عملکرد شرکت می باشد در حالی که در مورد متغیرهای رشد فروش و رشد سود این تأثیر مثبت و معنادار است. نتایج بدست آمده همچنین حاکی از عدم تأثیر معنادار متغیرهای قدرت مالی، اهرم مالی و رشد دارایی ها بر عملکرد مالی شرکت است.

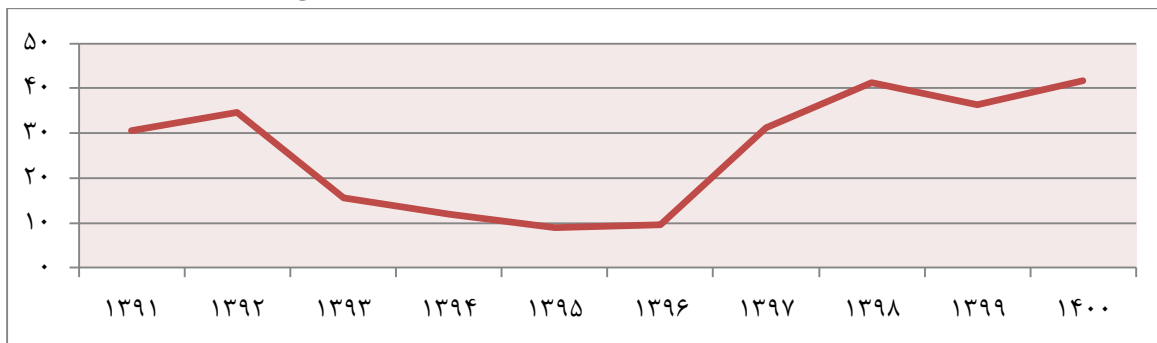
واژگان کلیدی: ساختار سرمایه، اهرم مالی، هزینه های مالی، قدرت مالی، عملکرد مالی.

مقدمه

همواره عملکرد مالی مطلوب در راستای تحقق هدف حداکثر کردن سود صاحبان سرمایه بیشترین توجه مدیریت سازمان را به خود اختصاص داده است. با این حال، وجود عوامل متعدد و تأثیر گذار بر عملکرد مالی مسیر تحقق این هدف را با چالش های جدی مواجه ساخته و لزوم شناسایی و میزان اثرگذاری این عوامل را ضروری ساخته است (Nguyen and Le, 2021). در جهان امروز با توجه به شرایط بازار رقابتی، تعیین روش تأمین مالی مناسب جهت افزایش سودآوری و ادامه حیات شرکت امری ضروری و شایان توجه بسیار است. سرمایه گذاران نیز با توجه به جدایی مالکیت از مدیریت و نیاز به تأمین مالی وسیع در شرکت ها به تجزیه و تحلیل عملکرد شرکت و ساختار سرمایه می پردازند تا سرمایه گذاری مناسبی انجام داده و از این

طریق مطلوبیات خود را حداکثر نمایند (کامیابی و همکاری، ۱۳۹۵). این موضوع بالاخص در شرایط خاص حاکم بر بازار ایران که بانک‌ها و مؤسسات مالی به سبب تورم نسبتاً شدید و پایدار در طی سال‌های متمادی نرخ سود بالایی (نرخ مؤثر بیش از ۲۰ درصد) از مشتریان طلب می‌کنند لزوم توجه و مدیریت میزان و حجم استقراض از سیستم بانکی و متعاقباً سرمایه‌گذاری در طرح‌های جدید و توسعه ظرفیت تولیدی را بیش از پیش حیاتی ساخته است.

نمودار (۱) نرخ تورم سالانه ایران بر حسب درصد (منبع: مرکز ملی آمار)



2

مدیران ارشد سازمان بخصوص مدیران مالی لازم است با توجه به نرخ بالای تورم که طرح‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری توجیه پذیر را با وجود رقبای متعدد محدودتر ساخته است، تمرکز زیادی بر تعیین بهترین ساختار سرمایه داشته باشند و در عین حال از توجه بر عواملی که بر رشد و سودآوری شرکت تأثیر گذارند نیز غافل نشوند. افزون بر این، ساختار سرمایه نامناسب برای هر شرکت کلیه زمینه‌های فعالیت‌های یک شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و می‌تواند باعث بروز مشکلاتی نظیر عدم کارایی در بازاریابی محصولات، عدم کارآمدی و ناتوانی در به‌کارگیری مناسب نیروی انسانی و موارد مشابه گردد (هاشمی و اخلاقی، ۱۳۸۹). تصمیم‌گیری در زمینه ساختار سرمایه دارای دو جنبه است؛ اول میزان سرمایه مورد نیاز و دوم ترکیب منابع تأمین سرمایه. بر طبق نظریات مالی فرض بر این است که بنگاه اقتصادی از میزان سرمایه مورد نیاز خود آگاهی دارد و در چنین حالتی، مسأله اساسی این است که برای تأمین سرمایه باید از کدام منبع استفاده کند. به بیان دیگر چه میزان از طریق انتشار سهام عادی (حقوق صاحبان سهام) و چه میزان از طریق اعتبارات بانکی و غیر بانکی خارج از سازمان بهره‌مند گردد (Van Auken, 2005).

علاوه بر ساختار سرمایه، عوامل و مؤلفه‌های مالی متعدد دیگری نیز وجود دارند که رشد و سودآوری هر سازمان و نهایتاً افزایش مطلوبیت سهامداران را در پی داشته و آنان را به سرمایه‌گذاری بیشتر تشویق می‌نماید. هر یک از این عوامل به نوبه خود از درجه اهمیت بالایی برخوردارند و همین موضوع سبب شده است مطالعات زیادی در زمینه شناسایی عوامل مؤثر بر عملکرد مالی شرکت‌ها صورت پذیرد. هر یک از این تحقیقات سعی کرده‌اند که به بررسی یک یا چند عامل مؤثر بر عملکرد شرکت پرداخته و لذا نمی‌توان به برداشتی جامع از کلیه عوامل مالی مؤثر بر عملکرد سازمان‌ها دست پیدا کرد. از همین رو هر پژوهش با تمرکز بر تنها تعدادی از این عوامل متعدد، میزان و معناداری اثرگذاری آن‌ها را تأیید یا رد کرده است.

از طرف دیگر، سنجش عملکرد شرکت‌ها در بازه‌های زمانی مشخص نیز دشواری و چالش‌های خاص خود را دارا است. مدیران کارآموده به کمک دانش حرفه‌ای و آکادمیک خود سعی دارند بهترین استفاده را از منابع کمیاب شرکت در طول دوران مدیریت خود تضمین نمایند. آن‌ها از مهارت‌ها و تجربیات خود برای دستیابی به رشد پایدار استفاده می‌کنند و در این راستا ویژگی‌های شخصیتی و شایستگی‌های مدیران ارشد و میانی، محرک‌های اصلی استفاده بهینه از این منابع می‌باشد (Bhutta et al, 2021).

عملکرد شرکت از جنبه‌های مختلف نظیر توسعه منابع انسانی، بهره‌وری تولید، رضایت مشتری و کارایی فرآیندها قابل بررسی و قضاوت است (Tran and Vo, 2020) اما از آن جا که هدف غایی هر بنگاه اقتصادی حداکثر کردن سود به منظور بیشینه کردن مطلوبیت صاحبان سرمایه می‌باشد می‌توان جنبه مالی را به عنوان مهمترین سنج قضاوت در مورد عملکرد شرکت‌ها در نظر گرفت و به بیان دیگر پیشرفت و بهبود در هر یک از جنبه‌های ذکر شده، چنانچه نهایتاً دستاورد مالی مشخصی نداشته باشند عملاً بدون فایده خواهد بود.

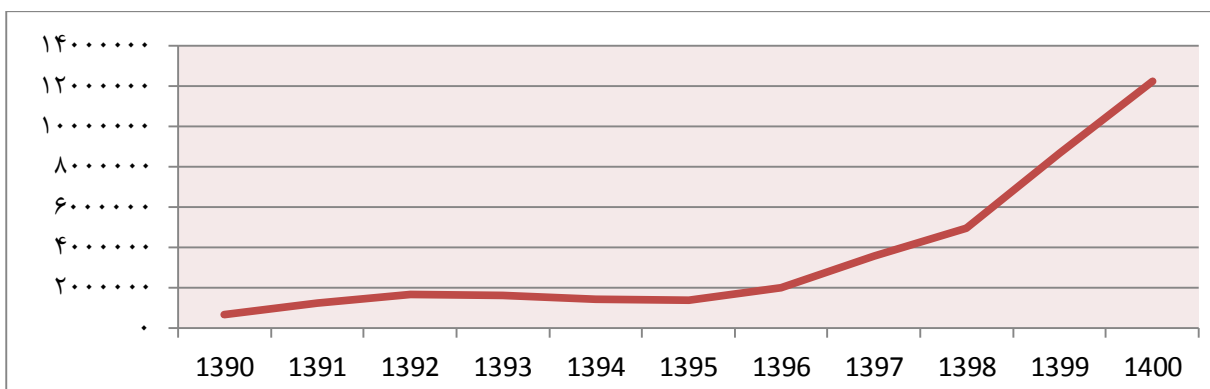
معیارهای متفاوتی برای اندازه‌گیری و قضاوت در مورد عملکرد مالی شرکت‌ها وجود دارد. عدم استفاده از معیارهای مناسب برای اندازه‌گیری عملکرد مالی یک شرکت سبب می‌شود که ارزش سهام یک شرکت به سمت ارزش واقعی سوق پیدا نکند و در نتیجه موجب ضرر و زیان یک گروه از خریداران سهام و سود سرشار گروه دیگر شود. این امر لزوم استفاده از معیاری جامع و دقیق جهت سنجش عملکرد مالی را برجسته می‌سازد (Dau and Ta, 2021).

یکی از معیارهایی که امروزه جهت ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها مورد توجه مدیران مالی و مدیریت ارشد سازمان‌ها قرار گرفته و استفاده از آن به سرعت رو به گسترش است، معیار ارزش افزوده اقتصادی است. مبانی اساسی در مفهوم ارزش افزوده اقتصادی این است که مدیران، مسئول ایجاد ارزش و حداکثر کردن ثروت سهامداران هستند. ارزش افزوده اقتصادی، ابزاری تحلیلی برای یافتن ارزش واقعی شرکت است و جایگزینی مناسب برای معیارهای سنتی حسابداری جهت ارزیابی عملکرد مالی سازمان‌ها می‌باشد (Jakub et al, 2015).

3

با توجه به آن چه گفته شد، در پژوهش حاضر تلاش شده است تأثیر ساختار سرمایه و سایر مؤلفه‌هایی که مطابق ادبیات پژوهش بر عملکرد مالی شرکت‌ها مؤثر هستند بر شاخص ارزش افزوده اقتصادی بعنوان معیار عملکرد مالی سنجیده شود. جهت نیل به این هدف، شرکت نفیس نخ بعنوان بزرگترین تولیدکننده نخ‌های پلی‌استر در کشور بعنوان نمونه انتخاب شده است. این شرکت با رویکردی مبتنی بر گسترش بازار داخلی از طریق توسعه محصولات دانش محور، تأکید ویژه بر صادرات بخصوص در سال اخیر و علی‌رغم تحریم‌های اقتصادی توانسته است به اهداف استراتژیک بلند مدت و سایر برنامه‌های تدوین شده دست یابد.

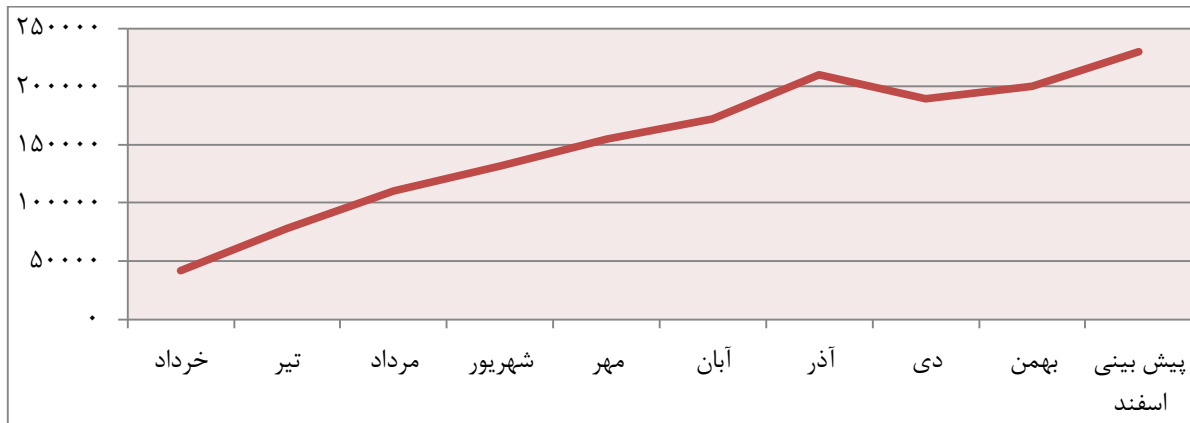
نمودار (۲) مبلغ فروش شرکت نفیس نخ (منبع: صورت‌های مالی حسابرسی شده) میلیون ریال



با توجه به مشکلات ناشی از تحریم و عدم امکان بازگشت مبالغ فروش صادراتی به کشور از این حیث، صادرات شرکت علی‌رغم کاهش در سال ۱۳۹۹ نسبت به سال‌های گذشته، با رویکرد جدید مدیریت مبنی بر حمایت همه‌جانبه، برنامه ریزی مناسب و تمرکز بر صادرات، به رغم تمامی مشکلات مجدداً آغاز و از اواسط سال ۱۴۰۰ به صورت نمایی رشد یافته است. این مبلغ تا پایان

بهمن ماه ۱۴۰۰ به عدد یک میلیون و چهارصد هزار دلار رسیده و مطابق بودجه بندی صورت پذیرفته پیش بینی می‌گردد تا پایان سال تا رقم یک میلیون و ششصد هزار دلار افزایش یابد.

نمودار (۳) مبلغ ماهانه فروش صادراتی شرکت در سال ۱۴۰۰ (منبع: گمرک ج.ا.ا)



4

با توجه به آن چه در باب اهمیت ساختار سرمایه و سایر عوامل مؤثر بر عملکرد مالی شرکت ها ذکر گردید، هدف پژوهش حاضر این است که رابطه بین ساختار سرمایه و دیگر مؤلفه های مؤثر در رشد شرکت را بر عملکرد مالی شرکت نفیس نخ مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار دهد. در واقع به دنبال پاسخگویی به این سؤال هستیم که آیا اهرم مالی و سایر عوامل مورد مطالعه بر عملکرد مالی شرکت تأثیر معناداری دارند یا خیر و شدت این اثرگذاری چه میزان است؟ بدون شک نتایج بدست آمده می‌تواند سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت ها را در تصمیم‌گیری‌های کارا تر یاری رساند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

با بررسی دلایل ناکامی شرکت ها و ورود آن ها به مرحله بحران مالی و بعضاً فروپاشی، شواهد روشنی از فقدان یا عدم کفایت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی نامناسب دیده می‌شود. مدیران این شرکت ها گاه با استفاده از ترکیبی نامناسب از بدهی و سرمایه و یا استفاده از منابعی که تعهدات، محدودیت ها و هزینه های مالی سنگینی را برایشان به ارمغان می‌آورد در بلند مدت شرکت را به سمت فروپاشی و ناتوانی در مقابل ایفای تعهدات سوق داده اند (Cassar, 2004)

لذا برای تمامی مدیران، تعیین سطح بهینه ای از ساختار سرمایه که موجب به حداکثر رساندن ثروت سهامداران می‌شود اهمیت فوق العاده ای دارد. تصمیم های مربوط به ساختار سرمایه همچنین در بستری مستمر برای جریان عملیاتی شرکت اتخاذ می‌شود (Goel et al, 2015). بعلاوه انتخاب ساختار سرمایه نامناسب برای هر شرکت، کلیه زمینه های فعالیت یک شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و باعث بروز مسائلی از قبیل عدم کارایی در بازاریابی محصولات و ناتوانی در بکارگیری مناسب نیروی انسانی و موارد مشابه شود (هاشمی و اخلاقی، ۱۳۸۹).

وقتی شرکتی در سطح بهینه ساختار سرمایه خود نباشد، تغییر در اهرم مالی آن می‌تواند سبب کاهش میانگین موزون هزینه سرمایه شود و بدین ترتیب، ساختار سرمایه آن به سطح مطلوب نزدیک می‌شود. بنابراین تغییر در ساختار سرمایه شرکت ها در ارزش آنها تأثیرگذار است و در نتیجه، تغییر ساختار مالی شرکت ها در ارزش شرکت، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار آن تأثیر می‌گذارد (De Wet and Hall, 2004).

تاکنون پژوهش‌های بسیاری درباره رابطه اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها انجام پذیرفته و اغلب نیز نتایج متناقضی به دست آمده است. برخی پژوهشگران بیان کرده‌اند اهرم، آثار منفی بر عملکرد مالی شرکت داشته، گروه دیگر مدعی اثر مثبت اهرم مالی بر عملکرد شرکت هستند و گروه آخر بر بی‌اثر بودن اهرم مالی بر عملکرد و ارزش شرکت تأکید دارند.

در هر صورت انتخاب از بین منابع مالی علاوه بر آن که در کسب بازده مناسب برای شرکت و سرمایه‌گذاران نقش دارد، مسلماً تعهداتی را برای شرکت به همراه خواهد داشت که تصمیم‌های آتی در حوزه مالی و مدیریتی را با محدودیت در تصمیم‌گیری مواجه می‌نماید (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۴). این امر در بازار پولی و مالی ایران که بانک‌ها و مؤسسات اعتباری تمایل بیشتری به پرداخت تسهیلات سرمایه در گردش (کوتاه مدت) با نرخ بالاتر دارند به این محدودیت‌ها شدت می‌بخشد.

نظریه ساختار سرمایه نخستین بار توسط مودigliani و میلر^۱ (۱۹۵۸) به طور جدی مطرح گردید. آن‌ها طی پژوهش‌های گسترده نهایتاً نظریه بی‌ارتباطی ساختار سرمایه با ارزش شرکت را بیان کرده و اعتقاد داشتند که شناخت و ارزش‌گذاری شرکت‌ها بر اساس دارایی‌ها و چگونگی تأمین مالی آن‌ها، به شناخت ساختار سرمایه وابسته نیست. پس از این تحقیق بنیادین، پژوهش‌های دیگری در همین حوزه صورت گرفت که نشان می‌داد در شرایط خاص بازار کارا، ساختار سرمایه عاملی اساسی در تعیین ارزش شرکت محسوب شده و می‌تواند بر عملکرد بنگاه اقتصادی تأثیرگذار باشد. درست از همین زمان بود که موضوع ساختار سرمایه و عوامل مؤثر بر آن به شدت مورد توجه پژوهشگران حوزه اقتصاد و مالی قرار گرفت.

در جدیدترین پژوهش‌های انجام شده، ریاض و همکاران^۲ (۲۰۲۲) به بررسی ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها در هفت کشور صنعتی (G-7) پرداختند. با استناد به داده‌های مالی ۱۶۷ شرکت ثبت شده فعال در این کشورها و در نظر گرفتن سه معیار بدهی کل، بدهی جاری و بدهی بلندمدت، آن‌ها دریافته‌اند که دارایی‌های ثابت، دارایی‌های مشهود، مالیات، خالص نقدینگی و سودآوری با میزان بدهی در ساختار سرمایه رابطه مثبت دارند.

در پژوهش دیگر، پانیگراهی و همکاران^۳ (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکت‌های فعال در صنعت فن‌آوری اطلاعات هند پرداختند. مطابق یافته‌های آن‌ها اهرم مالی دارای تأثیرگذاری قوی و معنادار بر اغلب معیارهای سودآوری شرکت دارند اگرچه این تأثیرگذاری بر سود خالص پایان دوره و شرکت‌های مورد بررسی مشاهده نشده و اثر گذاری منفی اهرم مالی بر نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) تأیید گردید.

هاکو و وارگسه^۴ (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر بیماری کووید ۱۹ بر ساختار سرمایه شرکت‌های دولتی آمریکا پرداختند. مشاهده گردید همه‌گیری کووید ۱۹ منجر به اهرم زدایی برای شرکت‌هایی که در معرض ریسک قابل توجهی از این بیماری هستند گردیده، در حالی که شرکت‌هایی که کسب و کارشان در برابر فاصله‌گذاری اجتماعی آسیب‌پذیرتر بوده است، اهرم را کاهش نداده‌اند. همچنین ریسک نکول در شرکت‌هایی در اندازه بزرگ که به نسبت میانگین صنعت از درجه اهرم بالاتری برخوردار بوده‌اند به طور معناداری افزایش یافته است که در مورد شرکت‌های با اندازه کوچکتر چنین تأثیری مشاهده نشد.

در پژوهش‌های داخلی، رضایی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان وجود رفتار توده وار در تعیین ساختار سرمایه شرکت و صنعت، با استفاده از روش پراکندگی مطلق مقطعی، رفتار توده وار صنعت‌های دیگر نسبت به ساختار سرمایه هر صنعت را بررسی کردند. مطابق یافته‌های این پژوهش مشاهده گردید که در صنعت خودرو و قطعات، فلزات اساسی، غذایی به جز قند و شکر، شیمیایی، دستگاه‌های برقی و کانی غیر فلزی نسبت به میانه صنعت، رفتار توده‌وار در ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد. به علاوه رفتار توده‌وار سایر صنعت‌ها نسبت به ساختار سرمایه صنعت خودرو و قطعات، لاستیک و پلاستیک، غذایی به جز قند

1. Modigliani and Miller
2. Riaz et al
3. Panigrahi et al
4. Haque and Varghese

و شکر، دارویی، کانی غیر فلزی و کاشی و سرامیک، ماشین‌آلات و تجهیزات، دستگاه‌های برقی و استخراج کانه‌های فلزی مشاهده گردید که به معنای این است که رفتار توده وار می‌تواند به عنوان عامل تعیین کننده ساختار سرمایه در نظر گرفته شود. در پژوهشی دیگر ملکبان و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر تغییرات اهرم مالی و هزینه بدهی بر تطابق درآمد و هزینه با استفاده از داده‌های مالی ۱۹۷ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تطابق درآمد و هزینه برای شرکت‌هایی که کاهش زیادی در اهرم مالی دارند بیشتر است. علاوه بر این، تغییرات افزایشی در اهرم مالی تأثیر منفی بر رابطه بین درآمد و هزینه‌های غیر عملیاتی همزمان دارد. نهایتاً مشخص شد فقط تغییرات کاهش‌ی در هزینه بهره منجر به بهبود تطابق درآمد و هزینه‌های غیر عملیاتی همزمان می‌گردد.

اسکندری و همکاران (۱۳۹۸) با هدف بررسی تأثیر اهرم مالی شرکت‌ها بر عملکرد و ارزش گذاری آن‌ها در بازار سرمایه ایران و با استفاده از داده‌های مالی ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دریافتند اهرم مالی بر بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده اقتصادی در بازار سرمایه ایران اثر منفی و معنی داری دارد بدین معنی هرچه قدر اهرم مالی بالاتر باشد بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده اقتصادی کاهش می‌یابد. بعلاوه، اهرم مالی بر ارزش گذاری شرکت و معیار Q توبین در بازار سرمایه ایران اثر مثبت و معنی داری دارد.

در کنار ساختار سرمایه و اجزاء و عوامل اثرگذار بر آن، ارزیابی عملکرد مالی و انتخاب معیاری مناسب جهت تحقق این هدف نیز از اهمیت بالایی برخوردار است. امروزه یکی از مهمترین مسایل مالی شرکت‌ها، اندازه‌گیری عملکرد آنهاست. این که شرکت‌ها تا چه اندازه در بالابردن منافع سهامداران خود کوشیده‌اند، بانک‌ها و موسسات اعتباری در اعطای تسهیلات به شرکت‌ها چه شاخص‌هایی را در نظر می‌گیرند، مالکان شرکت‌ها در پرداخت پاداش به مدیران چه ابعادی را در نظر می‌گیرند و در نهایت اینکه مراجع دولتی با توجه به الزامات قانونی در ارتباط با شرکت‌ها به چه نکاتی توجه می‌کنند را می‌توان با روش‌های مناسب ارزیابی عملکرد شرکت‌ها به صورتی مناسب پاسخ داد (Bacidore et al, 1997).

آنچه سهامداران را به سرمایه‌گذاری پس اندازهایشان در فعالیت خاصی سوق می‌دهد، ثروت آفرینی مطلوب آن فعالیت می‌باشد که در نتیجه افزایش ارزش شرکت و نهایتاً افزایش ثروت سهامداران را در بر خواهد داشت. دستیابی به عملکرد مطلوب شرکت نیز مسلماً در گرو مدیریت کارا و بهینه آن خواهد بود. در نتیجه سهامداران می‌توانند مطمئن باشند در صورتی که محرک‌های لازم به مدیران داده شود و کنترل داشته باشند، تصمیمات مطلوب در جهت حداکثر کردن ثروت سهامداران اتخاذ خواهند کرد (Fama, 1980).

بر خلاف معیارهای سنتی حسابداری، معیارهای اقتصادی سعی می‌کنند با تبدیل اطلاعات حسابداری از طریق انجام برخی تعدیلات به اطلاعات اقتصادی، اطلاعات اقتصادی را مبنای ارزیابی عملکرد شرکت قرار می‌دهند. به عبارت دیگر این معیارها عملکرد شرکت را با توجه به قدرت کسب سود دارایی‌های موجود و سرمایه‌گذاری‌های بالقوه و با عنایت به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه ارزیابی می‌کنند (جهانخانی و سجادی، ۱۳۷۴). یکی از معیارهای معتبر ارزیابی عملکرد، ارزش افزوده اقتصادی یا همان سود اقتصادی است که معیاری مبتنی بر مدل اقتصادی می‌باشد. بر اساس این معیار، ارزش زمانی ایجاد می‌شود که یک واحد تجاری بتواند تمامی هزینه‌های عملیاتی و سرمایه‌ای خود را پوشش دهد و مبالغی نیز به عنوان مازاد باقی بماند. ارزش افزوده اقتصادی مشارکت اساسی در مدیریت خلق ارزش دارد و معبری برای پیاده نمودن نظریه مدیریت مبتنی بر ارزش است (Baker et al, 2009).

در سالهای اخیر، اکثر شرکت‌های بزرگ کشورهای توسعه یافته که تعداد آنها از هزار مورد تجاوز می‌کند، ارزش افزوده اقتصادی را به عنوان مبنای گزارشگری نتایج عملیات و تنظیم طرح‌های انگیزشی انتخاب کرده‌اند (Sabol and Sverer, 2017). همزمان، این مفهوم اقتصادی به واسطه مزایای متعدد، مورد توجه پژوهشگران حوزه مالی قرار گرفته است. در همین راستا با مطالعه پژوهش‌های داخلی نیز مشاهده می‌شود بسیاری از پژوهش‌های حوزه مالی به این موضوع اختصاص یافته‌اند.

ال شراوی^۱ (۲۰۲۲) با در نظر گرفتن ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار ارزیابی عملکرد به ارزیابی فرآیند با خرید زودتر از موعد اوراق منتشر شده شرکت پرداخت. مطابق نتایج بدست آمده از بررسی داده‌های مالی ۶۶ شرکت مصری مشخص گردید با خرید اوراق قرضه دارای تأثیر مثبت بر عملکرد مالی شرکت هستند در حالی که تأثیر معناداری میان با خرید سهام ممتاز منتشر شده و عملکرد مالی مشاهده نگردید. بعلاوه مشخص شد تمرکز مدیریت بر جریان نقدی آزاد اثرات مطلوب و معناداری بر عملکرد مالی شرکت در سال‌های آتی خواهد داشت.

هسو و همکاران^۲ (۲۰۲۲) به بررسی میزان تأثیرگذاری مسئولیت‌پذیری اجتماعی در فرآیند زنجیره تأمین بر عملکرد شرکت‌ها با تکیه بر معیار ارزش افزوده اقتصادی پرداختند. آن‌ها با توسعه یک تابع تولید اقتصادی که دارای چندین شرط و محدودیت بهیچ‌گونه می‌باشد، نهایتاً دریافتند رابطه مثبت و معنادار بین معیارهای مسئولیت‌پذیری شرکت در فرآیند زنجیره تأمین و ارزش افزوده اقتصادی ایجاد شده در سازمان وجود دارد.

تورتلا و بروسکو^۳ (۲۰۰۳) با مطالعه عمیق مفهوم ارزش افزوده اقتصادی و جنبه‌های مختلف آن، به مقایسه این شاخص با معیارها و نسبت‌های حسابداری پرداختند. مطابق یافته‌های آن‌ها، ارزش افزوده اقتصادی بخصوص در بلندمدت تصویر مناسب‌تری از فعالیت‌های شرکت (ارزش آفرینی و کاهش ارزش) ارائه می‌دهد. بعلاوه، سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به استفاده از این معیار بجای معیارهای سنتی حسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود دارند. نهایتاً آن‌ها نشان دادند یک رابطه مستقیم و معنادار میان ارزش افزوده اقتصادی و جریان‌های نقدی آزاد شرکت وجود دارد.

7

در مطالعات صورت پذیرفته داخل کشور، احمدیان و علی‌آبادی^۴ (۱۳۹۹) به تحلیل ارزش افزوده اقتصادی ایجاد شده در بانک‌های ایران در یک دوره زمانی ۱۰ ساله پرداختند. در این پژوهش بانک‌ها بر اساس مدت فعالیت به دو گروه تقسیم شده و با استفاده از ۸ مدل اقتصادی، نهایتاً به این نتیجه دست یافتند که شاخص‌های مختلف حاکمیت شرکتی در تبیین تغییرات ارزش افزوده اقتصادی بانکداری ایران قابل توجه و معنادار است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که با توجه به سن بانک‌ها، اثربخشی ساختار هیئت مدیره بزرگتر از سایر عوامل می‌باشد (مقاله لاتین).

بیدل و همکاران^۵ (۱۳۹۷) به بررسی اجزاء سرمایه‌فکری و تأثیر آن بر ارزش افزوده اقتصادی بعنوان معیار سنجش عملکرد مالی سازمان پرداختند. مطابق یافته‌های این پژوهش به استثناء مؤلفه سرمایه فیزیکی، سایر اجزاء سرمایه فکری سازمان شامل مؤلفه‌های سرمایه انسانی و سرمایه ساختاری سازمان، دارای رابطه معنادار و مثبت با عملکرد مالی (ارزش افزوده اقتصادی) شرکت می‌باشند.

علی‌پور و پژمان^۵ (۱۳۹۴) با بررسی ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یک مدل اندازه‌گیری عملکرد، در مقایسه با شش معیار سنتی عملکرد حسابداری در مقابل ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (TSE) پرداختند. این مقاله همچنین تأثیر درجه اهرم عملیاتی، اهرم مالی و کارایی را بر ارزش افزوده بازار بررسی کرده است. با استفاده از ۴۵۰ مشاهده سالانه شرکتی در بازار ایران و روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی و داده‌های تابلویی مشخص گردید EVA نسبت به سایر معیارهای عملکرد برتری خاصی نداشته و بازده فروش و بازده دارایی‌ها در توضیح ارزش بازار شرکت قدرتمندتر از EVA هستند. به دلیل عدم همبستگی EVA با ارزش بازار، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند از آن به عنوان یک معیار ارزش آفرینی داخلی در کنار معیارهای عملکرد سنتی استفاده کنند. بعلاوه مشخص گردید اهرم مالی بر خلاف اهرم عملیاتی دارای تأثیر معنادار مثبت بر ارزش افزوده بازار می‌باشد (مقاله لاتین).

1. Al-Sharawi
2. Hsu et al
3. Tortella and Brusco
4. Ahmadyan and AliAbadi
5. Alipour and Pejman

فرضیه های پژوهش

بر اساس آن چه در مبانی پژوهش مورد بررسی قرار گرفت، با مطالعه دقیق پیشینه و نتایج مطالعات انجام شده در قلمرو موضوعی پژوهش و نهایتاً با هدف بررسی تأثیر اصلاح ساختار سرمایه، مدیریت هزینه های مالی و مؤلفه های متنوع رشد بر عملکرد مالی شرکت، فرضیه های پژوهش به این شرح تدوین شدند:

- ۱- اهرم مالی دارای تأثیر معنادار بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت (EVA) می باشد.
 - ۲- هزینه های مالی دارای تأثیر معنادار بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت (EVA) می باشد.
 - ۳- رشد دارایی ها دارای تأثیر معنادار بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت (EVA) می باشد.
 - ۴- رشد سود حسابداری دارای تأثیر معنادار بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت (EVA) می باشد.
 - ۵- رشد فروش دارای تأثیر معنادار بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت (EVA) می باشد.
 - ۶- قدرت مالی دارای تأثیر معنادار بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت (EVA) می باشد.
- هر یک از متغیرهایی که در فرضیه های پژوهش به آن ها اشاره شده است، در بخش مدل آماری و متغیرهای پژوهش تعریف و نحوه محاسبه آن ها بیان می گردد.

روش تحقیق

8

انتخاب روش پژوهش مناسب جهت دستیابی به نتایج واقعی و مطلوب از اهمیت زیادی برخوردار است. پژوهشگر در هر تحقیق بنا به شرایط محیطی، روش تحقیق مناسب برای انجام پژوهش را انتخاب می نماید. پژوهش های کاربردی با استفاده از زمینه و بستر شناختی و معلوماتی حاصل از پژوهش های بنیادی، جهت رفع نیازمندی های بشر و بهینه سازی ابزارها، روش ها، اشیا و الگوها در جهت توسعه رفاه و آسایش و ارتقاء سطح زندگی مورد استفاده قرار می گیرند (خاکی، ۱۳۸۹).

با توجه به این که انتظار می رود نتایج حاصل از این پژوهش در امر تصمیم گیری توسط مدیران ارشد، صاحبان سرمایه و همچنین تأمین کنندگان مالی شرکت ها مورد استفاده قرار گیرد، لذا این پژوهش بر مبنای هدف، کاربردی است. همچنین از آنجا که پژوهش به توصیف وضعیت متغیرها پرداخته و ارتباط بین آنها را با استفاده از تحلیل رگرسیونی بررسی می نماید، از لحاظ ماهیت و روش از نوع توصیفی - همبستگی می باشد.

نمونه آماری

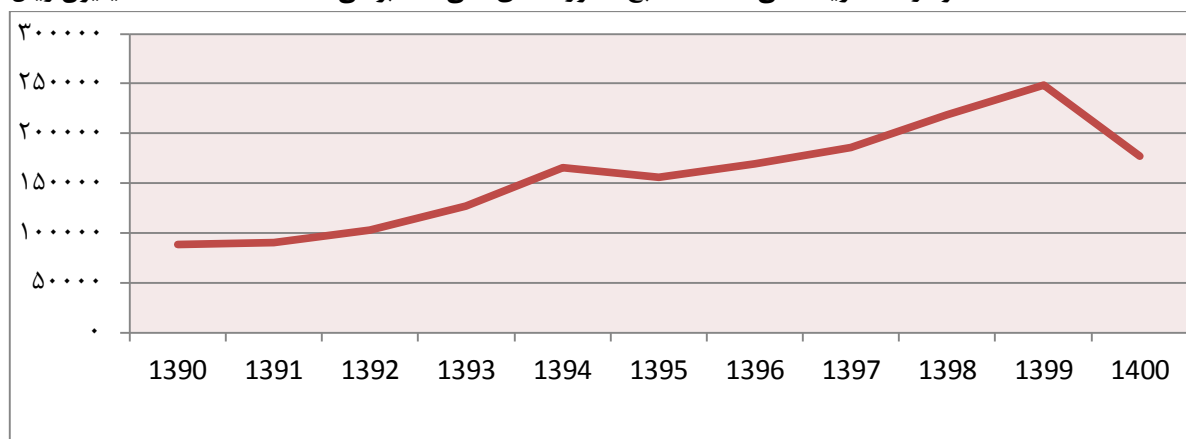
پژوهش حاضر بر مبنای اطلاعات مالی شرکت نفیس نخ (سهامی عام) انجام پذیرفته و لذا از این حیث در حیطه مطالعات موردی (Case Study) طبقه بندی می شود. دلیل انتخاب این شرکت با توجه به قلمرو موضوعی پژوهش، در مرحله اول تغییرات ساختار سرمایه و تمرکز بر کاهش هزینه های مالی و در مرحله دوم، طرح های متعدد توسعه ای (رشد) مدنظر شرکت در سال جاری و سال های آتی می باشد که سهامداران فعلی را ترغیب به سرمایه گذاری بیشتر نموده است.

این شرکت علی رغم شرایط سخت ناشی از تحریم های اقتصادی که بسیاری از شرکت های داخلی را با شرایط بحرانی روبرو ساخته است، با تکیه بر کادر مدیریتی متعهد و تحصیل کرده، به روز رسانی خطوط تولید و سرمایه گذاری در حوزه آموزش و منابع انسانی، توانسته است شرایط سخت تحریم را به نحوی شایسته مدیریت نماید.

بعلاوه، کادر مدیریت جدید تلاش کرده است تا همزمان با رشد فروش داخلی و صادراتی که در بخش مقدمه به آن اشاره شد، ضمن اصلاح ساختار سرمایه شرکت و استفاده هرچه بیشتر از آورده سهامداران با توجه به طرح های سودآور آتی، وابستگی به منابع گران قیمت بانکی را محدود ساخته و با ارائه طرح های دقیق توسعه به سازمان صنعت، معدن و تجارت به عنوان متولی

حمایت از طرح‌های تولیدی مولد در کشور، که منجر به افزایش ۱۰ درصدی نیروی کار فعال شرکت (استخدام ۶۰ نفر) در سال ۱۴۰۰ نسبت به سال ۱۳۹۹ شده است، از منابع مالی بلندمدت با نرخ بهره مؤثر پائین تر بهره مند گردید.

نمودار (۴) هزینه مالی سالانه (منبع: صورت‌های مالی حسابرسی شده) میلیون ریال



روش جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها و اطلاعات

به منظور جمع‌آوری و تلخیص اطلاعات در زمینه مبانی نظری پژوهش از مطالعه کتب، مقالات و مراجعه به سایت‌های تخصصی حوزه مالی و اقتصاد (روش کتابخانه‌ای) استفاده شده است. همچنین جهت جمع‌آوری اطلاعات مالی مورد نیاز برای محاسبه متغیرها و آزمون فرضیه‌های پژوهش، از روش داده‌کاوی و با مراجعه به صورتهای مالی حسابرسی شده شرکت نفیس نخ در بازه زمانی یازده ساله (۱۳۹۰-۱۴۰۰) استفاده شده است.

جهت طبقه‌بندی و محاسبه متغیرهای پژوهش از نرم‌افزار Excel و جهت آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews نسخه ۱۰ استفاده شده است.

مدل آماری و متغیرهای پژوهش

مدل رگرسیون آماری که جهت آزمون فرضیه‌ها از آن استفاده می‌شود به شرح رابطه (۱) می‌باشد. این مدل ترکیبی از مدل‌های بکارگرفته شده توسط بی و ویجوارادونا (۲۰۱۲) و فوسو (۲۰۱۳) می‌باشد که متغیر هزینه مالی به آن اضافه شده است.

$$EVA_t = a_0 + B_1(LEV)_t + B_2(IE)_t + B_3(AssetsG)_t + B_4(ProfitG)_t + B_5(SalesG)_t + B_6(FS)_t + e_t \quad (1)$$

در این مدل رگرسیونی، EVA_t بعنوان متغیر وابسته، نشان‌دهنده ارزش افزوده اقتصادی شرکت در ماه t می‌باشد. سایر متغیرهای مدل، یعنی متغیرهای مستقل به ترتیب شامل LEV_t ، اهرم مالی (ساختار سرمایه) شرکت در ماه t ؛ IE_t ، هزینه‌های مالی شرکت در ماه t ؛ $AssetG_t$ ، رشد دارایی‌های شرکت در ماه t ؛ $ProfitG_t$ ، رشد سود شرکت در ماه t ؛ $SaleG_t$ ، رشد فروش شرکت در ماه t ؛ FS_t ، قدرت مالی شرکت در ماه t ؛ α_0 عرض از مبدأ مدل، B_1 - B_6 ضرایب متغیرهای مستقل و e_t عامل خطای مدل رگرسیونی می‌باشد.

1. Bei and Wijewardana
2. Fosu

نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش:

با توجه به مدل آماری پژوهش، رابطه (۱)؛ روش محاسبه متغیرهایی که جهت برآورد این مدل و آزمون فرضیه‌ها از آن‌ها استفاده شده است، بیان می‌گردد.
ارزش افزوده اقتصادی (EVA):
جهت محاسبه ارزش افزوده اقتصادی از روش بریگام و همکاران (۱۹۹۶) به شرح روابط زیر استفاده شده است.

$$EVA = NOPAT - \text{Capital charge} \quad (۲)$$

$$NOPAT = (\text{Profit Before Taxes and Interests}) \times (1 - \text{Tax rate}) \quad (۳)$$

$$\text{Capital Charges} = \text{Total Operating Capital} \times (\text{WACC}). \quad (۴)$$

$$\text{Total Operating Capital} = \text{Net Operating Working Capital} + \text{Net Fix Assets}. \quad (۵)$$

در این روابط که مرحله به مرحله بیان شده است، NOPAT، سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات؛ Capital Charges، مخارج سرمایه‌ای؛ Total Operating Capital، مجموع سرمایه عملیاتی در دسترس؛ WACC، میانگین موزون هزینه سرمایه؛ Net Operating Working Capital، خالص سرمایه در گردش عملیاتی و Net Fix Assets خالص دارایی‌های ثابت در دوره زمانی (ماه) مورد نظر می‌باشند.

از آنجا که مقادیر محاسبه شده برای این متغیر و متغیر هزینه‌های مالی دارای تفاوت فاحش با سایر متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی پژوهش می‌باشد، مناسب‌ترین راه حل برای همگن کردن این متغیرها، استفاده از تبدیل لگاریتمی است که منجر به نرمال شدن متغیرهایی می‌گردد که از لحاظ ماهیت مقدار با سایر متغیرهای مدل متفاوت هستند (خداپرست، ۱۳۸۹).
اهرم مالی (LEV):

اهرم مالی در واقع ساختار سرمایه شرکت را نشان می‌دهد که برابر است با نسبت کل بدهی‌های شرکت به دارایی‌های آن در پایان ماه.
هزینه‌های مالی (IE):

شامل کلیه مبالغ پرداختی به بانک‌ها و سایر مؤسسات پولی و مالی بعنوان سود وام‌های دریافتی، کارمزدهای مربوطه و جرایم احتمالی در طول ماه می‌باشد. همان‌طور که در ذیل محاسبه متغیر ارزش افزوده اقتصادی عنوان شد، از آنجا که مقادیر محاسبه شده برای این دو متغیر با سایر متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی پژوهش همگن نیست از مقدار لگاریتم طبیعی این متغیر جهت برازش مدل رگرسیونی و آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است.

رشد دارایی‌ها (AssetsG)، رشد سود (ProfitG) و رشد فروش (SalesG) شرکت:
جهت محاسبه نرخ رشد دارایی‌ها، سود و فروش شرکت در هر ماه (t) نسبت به ماه گذشته (t-1) از فرمول نرخ رشد به شرح رابطه (۶) استفاده شده است.

$$X \text{ Growth Rate}_t = \frac{X_t - X_{t-1}}{X_{t-1}} \quad (۶)$$

در این رابطه، نرخ رشد متغیر X در ماه t نسبت به ماه گذشته (t-1) محاسبه شده است.

1. Economic Value Added
2. Leverage
3. Interest Expense
4. Growth

قدرت مالی (FS):

به منظور سنجش قدرت مالی شرکت از نمره Z آلتمن استفاده شده است. آلتمن با بکارگیری روش تحلیل تمایزی چندگانه و استفاده از نسبت های مالی به عنوان متغیرهای مستقل و با هدف پیش بینی ورشکستگی بنگاه ها، روش نمره Z را جهت سنجش قدرت مالی شرکت ها پیشنهاد داد که در پژوهش حاضر به شرح رابطه (۷) می باشد.

$$Z_t = 3.313A + 0.992B + 0.611C + 1.268D + 0.43E \quad (7)$$

در این رابطه A نسبت سرمایه در گردش خالص به مجموع دارایی ها؛ B، نسبت سود انباشته به مجموع دارایی ها؛ C، نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به مجموع دارایی ها؛ D، نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری کل بدهی و E، نسبت فروش به مجموع دارایی ها در پایان ماه t می باشد.

روش تجزیه و تحلیل داده ها

مشاهدات آماری به سه دسته شامل مشاهدات سری زمانی، مشاهدات مقطعی و مشاهدات ترکیبی (مقطعی و سری زمانی) تقسیم پذیر هستند. در این پژوهش از داده های سری زمانی برای برآورد مدل رگرسیونی استفاده شده است.

تحلیل رگرسیون به مطالعه وابستگی یک متغیر (متغیر وابسته) به یک یا چند متغیر دیگر (متغیر توضیحی) می پردازد. در واقع تحلیل رگرسیون تا حد زیادی به تخمین یا پیش بینی مقدار متوسط متغیر وابسته بر اساس مقادیر معین یا ثابت متغیر(های) توضیحی مربوط است. برای مدل های رگرسیونی خطی، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) ساده ترین و پرکاربردترین روش است. یک مدل رگرسیون خطی چند متغیره به شرح رابطه (۸) است.

$$y = \alpha + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + \dots + B_nX_n + e \quad (8)$$

که در این رابطه α ، عرض از مبدأ؛ X_i متغیرهای مستقل؛ y ، متغیر وابسته و e عامل خطا (پسماندها) می باشند. آزمون معنی دار بودن روشی است که با استفاده از نتایج برآورد مدل رگرسیونی، درستی یا نادرستی فرضیه H_0 را تعیین می کند. فرض صفر این آزمون بیان می کند که متغیر مستقل بر متغیر وابسته تأثیر معناداری ندارد. به عبارت دیگر، ضریب متغیر مستقل برابر صفر است. تصمیم درباره پذیرش یا رد فرض صفر، بر اساس مقدار و احتمال آماره t انجام می شود. مقدار آماره t با مقادیر جدول t و احتمال آن (در پژوهش حاضر سطح اطمینان ۹۵ درصد) با ۵ درصد مقایسه می شود. در صورتی که احتمال این آماره از ۵ درصد کمتر باشد، فرض صفر مبنی بر عدم تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته رد شده و رابطه معنادار بین متغیر مستقل و وابسته مورد پذیرش قرار قرار می گیرد.

استفاده از آزمون t ، معنادار بودن تک تک ضرایب رگرسیون مورد آزمون قرار می گیرد. اگر بر اساس آزمون t مشخص شد که یک یا چند ضریب رگرسیون به طور تکی و معناداری مخالف صفر نیستند، به این معنا نیست که می توان این فرضیه را که تمامی ضرایب جزئی رگرسیون از لحاظ آماری معنادار نیستند را پذیرفت. بلکه این فرضیه باید با استفاده از آزمون F مورد بررسی قرار گیرد. به عبارت دیگر جهت بررسی صحت مدل رگرسیون از آزمون F استفاده می شود. فرض های آماری این آزمون به شرح زیر است:

$$\begin{cases} H_0: \text{تمامی ضرائب غیر از عرض از مبدأ صفر است} \\ H_1: \text{حداقل یکی از ضرائب غیر از عرض از مبدأ مخالف صفر است} \end{cases}$$

1. Financial Strength
2. Altman Z score
3. Ordinary Least Square

در صورتی که احتمال آماره F (در سطح اطمینان ۹۵ درصد) کمتر از ۵ درصد باشد، فرضیه H_0 رد می‌شود و این امر به منزله معناداری مدل می‌باشد (بروکس، ۲۰۰۸).

جهت ارزیابی نیکویی برازش مدل پژوهش، با استفاده از ضریب تعیین (R^2)، مناسب بودن مدل رگرسیون برازش شده بر اساس مجموعه‌ای از داده‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. R^2 درصد تغییرات کل در متغیر مستقل (Y) را که از طریق مدل رگرسیونی توضیح داده شده است اندازه‌گیری می‌کند. در واقع R^2 بیان می‌کند که چه نسبتی از تغییرات متغیر وابسته به وسیله‌ی متغیرهای مستقل (توضیحی)، توضیح داده می‌شود. کمیت R^2 بین صفر و یک قرار دارد و هرچه به یک نزدیک‌تر باشد، مطلوب‌تر است.

جهت بررسی برقراری مفروضات مدل رگرسیون خطی کلاسیک، پس از برآورد مدل رگرسیونی، جهت سنجش همسانی واریانس خطاها از آزمون وایت استفاده شد و در صورت تأیید وجود ناهمسانی واریانس از روش‌های کنترل اثر ناهمسانی واریانس استفاده شده و این نقیصه برطرف گردید.

یافته‌های پژوهش

قبل از برآورد مدل رگرسیونی پژوهش، به منظور تعیین پایایی متغیرهای پژوهش که در بخش قبل به آن‌ها اشاره شد، از آزمون لوین و همکاران استفاده شده است. با توجه به این که سطح معناداری تمام متغیرها در این آزمون کمتر از ۵ درصد (در سطح اطمینان ۹۵ درصد) می‌باشد، می‌توان تأیید کرد تمامی متغیرها در بازه زمانی مورد بررسی (ماهانه) پایا بوده‌اند. اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در بازه زمانی مورد بررسی (سال ۱۳۹۰ تا پایان بهمن ماه سال ۱۴۰۰) در جدول (۱) منعکس شده است.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
لگاریتم ارزش افزوده اقتصادی	EVA	۱۳۱	۱۴/۲۱۱	۱۴/۷۲۲	۵/۰۷۱	۱۵/۸۱۱	۰/۴۹۳
اهرم مالی	Lev	۱۳۱	۰/۶۷۸	۰/۶۳۳	۰/۱۹۸	۰/۷۳۶	۰/۰۸۱
لگاریتم هزینه‌های مالی	IE	۱۳۱	۱۵/۶۵۱	۱۵/۱۹۲	۱۲/۸۱۱	۱۷/۲۳۱	۰/۴۱۳
رشد دارایی‌ها	AssetsG	۱۳۱	۰/۳۶۰	۰/۳۲۴	-۰/۰۷۲	۱/۴۵۰	۰/۱۳۱
رشد سود	ProfitG	۱۳۱	۱/۴۵۶	۱/۶۲۲	-۰/۸۹۱	۳/۹۱۲	۱/۲۱۱
رشد فروش	SalesG	۱۳۱	۰/۳۲۲	۰/۳۸۵	-۰/۱۱۴	۰/۷۵۳	۰/۳۲۹
قدرت مالی	FS	۱۳۱	۵/۱۲۲	۶/۷۷۱	۲/۶۳۱	۷/۹۹۳	۰/۵۲۲

مطابق آمار توصیفی متغیرها که در جدول (۱) ارائه شده است، پراکنش داده‌ها حول محور میانگین و میانه بعنوان شاخص‌های مرکزی با توجه به معیار پراکنندگی محاسبه شده (انحراف معیار)، قابل ملاحظه است.

قبل از برازش مدل رگرسیونی به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، میزان هم خطی متغیرها مورد بررسی قرار گرفت. توجه به این نکته ضروری است که همواره درجاتی از همبستگی میان متغیرهای مستقل مدل‌های آماری وجود دارد اما صرفاً درجات بالای همبستگی میان متغیرهای مستقل است که اثرات نامطلوبی بر برآوردگرهای روش حداقل مربعات (OLS) دارد. لذا با توجه به مقادیر بدست آمده برای میزان همبستگی متغیرهای مستقل این پژوهش، می‌توان اذعان نمود مشکل هم خطی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد.

آزمون فرضیه های پژوهش

همان طور که در بخش روش پژوهش بیان گردید، جهت آزمون فرضیه های پژوهش از مدل رگرسیونی به شرح رابطه (۱) استفاده شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل مذکور در جداول شماره (۲) و (۳) ارائه شده است.

جدول (۲) نتایج برآورد مدل رگرسیونی پژوهش به روش OLS

نتیجه	سطح معناداری	آماره t	ضریب	نماد	نام متغیر
عرض از مبدأ	۰/۹۴۷	-۰/۰۶۵	-۰/۰۸۶	α_0	
اهرم مالی	۰/۴۸۱	۰/۷۰۵	۸/۶۲۴	Lev	
لگاریتم هزینه های مالی	۰/۰۲۷	-۲/۲۱۹	-۱/۴۳۰	IE	
رشد دارایی ها	۰/۶۸۲	-۰/۴۰۹	-۵/۹۲۰	AssetsG	
رشد سود	۰/۰۱۹	۲/۶۱۲	۴/۹۱۳	ProfitG	
رشد فروش	۰/۰۲۲	۲/۳۰۲	۶/۸۹۳	SalesG	
قدرت مالی	۰/۶۵۲	۰/۴۵۲	۰/۳۵۹	FS	

جدول (۳) خلاصه سایر اطلاعات برآورد مدل پژوهش

ضریب تعیین (R^2)	۰/۶۰۲	۱۵/۰۵۶	آماره F
ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj R^2$)	۰/۵۲۷	۰/۰۰۰	احتمال آماره F
مجموع مربعات پسماندها	۳۸۲۱۵/۴۵	۲/۱۴۲	آماره دوربین واتسون

مطابق نتایج جدول (۳) مشاهده می شود که ۶۰/۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می شود (ضریب تعیین R^2) که در کنار مقدار آماره ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۵۲۷) نشان از نیکویی برازش و سطح بالای مطلوبیت مدل دارد.

همان طور که قبلاً عنوان شد، جهت بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده شده است. در صورتی که احتمال آماره F کمتر از ۵ درصد و یا آماره F بیشتر از مقدار بحرانی باشد، فرض صفر رد می شود. این امر بیانگر معنادار بودن کل رگرسیون برآوردی می باشد. مطابق اطلاعات جدول (۳) و با توجه به آماره آزمون به دست آمده و احتمال آن، معناداری کلی مدل برآوردی تأیید می گردد یعنی حداقل یکی از ضرائب به جز عرض از مبدأ مخالف صفر است.

نهایتاً مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۱۴۲ می باشد که این مقدار، بیانگر عدم وجود خودهمبستگی خطاها می باشد. با رجوع به اطلاعات جدول (۲) مشاهده می شود سطح معناداری متغیر اهرم مالی (LEV) برابر با ۰/۴۸۱ و بیش از سطح خطای ۵ درصد می باشد. این امر به منزله آن است که متغیر اهرم مالی تأثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت (ارزش افزوده اقتصادی) ندارد. لذا فرضیه اول پژوهش تأیید نمی گردد.

با توجه به سطح معناداری متغیر هزینه‌های مالی (IE) که کمتر از سطح خطای ۵ درصد و به میزان ۰/۰۲۷ می‌باشد، اثرگذاری این متغیر بر عملکرد مالی شرکت معنادار است که به منزله تأیید فرضیه دوم پژوهش باشد. بعلاوه از آنجا که ضریب محاسبه شده برای این متغیر منفی است، این اثرگذاری بر عملکرد مالی شرکت منفی بوده است.

سطح معناداری متغیر رشد دارایی‌ها (AssetsG) برابر با ۰/۶۸۲ و بیش از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. لذا نمی‌توان تأثیر معنادار متغیر رشد دارایی‌ها بر عملکرد مالی شرکت را پذیرفت. بنابراین فرضیه سوم پژوهش تأیید نمی‌گردد.

با توجه به سطح معناداری متغیر رشد سود حسابداری (ProfitG) و ضریب مثبت این متغیر، ۰/۰۱۹ و ۴/۹۱۳، به لحاظ آماری رشد سود حسابداری دارای تأثیر معنادار بر عملکرد مالی شرکت بوده و این معناداری به منزله تأیید فرضیه چهارم پژوهش است. همچنین با توجه به ضریب مثبت بدست آمده، این اثرگذاری مثبت و مستقیم است.

سطح معناداری متغیر رشد فروش (SalesG) برابر با ۰/۰۲۲ است. از آنجا که این مقدار از سطح معناداری یا خطای ۵ درصد کمتر است، تأثیر معنادار این متغیر بر عملکرد مالی شرکت (ارزش افزوده اقتصادی) پذیرفته شده و در نتیجه فرضیه پنجم پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار رشد فروش بر عملکرد مالی شرکت تأیید می‌گردد. بعلاوه از آنجا که ضریب محاسبه شده برای این متغیر مثبت است، این اثرگذاری همانند تأثیر متغیر رشد سود، از نوع مثبت و مستقیم است.

نهایتاً با بررسی سطح معناداری متغیر قدرت مالی (FS) که به میزان ۰/۶۵۲ می‌باشد، تأثیر معنادار این متغیر بر عملکرد مالی شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد (سطح خطای ۵ درصد) قابل پذیرش نیست. این امر به معنای عدم تأیید فرضیه ششم پژوهش است.

بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش تأثیر تغییرات ساختار سرمایه، مدیریت هزینه‌های مالی و مؤلفه‌های رشد بر عملکرد مالی شرکت مورد بررسی قرار گرفت. به این منظور از اطلاعات مالی ماهانه شرکت نفیس نخ (سهامی عام) در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا پایان بهمن سال ۱۴۰۰ استفاده شد. دلیل این انتخاب به سبب آن است که این شرکت ضمن تداوم رشد فروش و سودآوری طی سال‌های متمادی، بخصوص در سال ۱۴۰۰ تلاش کرده است همزمان با اجرای طرح‌های توسعه‌ای، هزینه‌های مالی شرکت که مهمترین بخش آن بهره‌تسهیلات دریافتی می‌باشد را به حداقل رساند. به منظور نیل به این هدف و آزمون فرضیات پژوهش، از ترکیب مدل‌های رگرسیونی بکار گرفته شده توسط بی و ویجوردونا (۲۰۱۲) و فوسو (۲۰۱۳) که متغیر هزینه‌های مالی به سبب اهمیت و موضوع پژوهش به آن اضافه شده است استفاده شد. مطابق نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش مشاهده شد اهرم مالی ارتباط و تأثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها که با استفاده از معیار ارزش افزوده اقتصادی اندازه‌گیری شده است ندارد. این نتیجه مغایر با یافته‌های ریاض و همکاران (۲۰۲۲)، دی و ت و هال (۲۰۰۴)، اسدی و سدیریانی (۱۳۹۴) بوده، لیکن مطابق و همسو با نتایج پژوهش سجادی و همکاران (۱۳۹۰)، ای بید (۲۰۰۹) و نمازی و شیرزاده (۱۳۸۴) است. بعلاوه، نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش حاکی از تأثیر معنادار و منفی هزینه‌های مالی بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت می‌باشد. این یافته با نتایج حاصل از پژوهش‌های اثنی عشری و ابراهیم جمارانی (۱۳۹۸) و مهرانی و همکاران (۱۳۸۹) با موضوع تأثیر مدیریت هزینه بر عملکرد مالی شرکت‌ها یکسان است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم بیانگر آن است که نمی‌توان تأثیر معنادار متغیر رشد دارایی‌ها بر عملکرد مالی شرکت را پذیرفت. رد این فرضیه برخلاف یافته‌های پیرایش و مختاری (۱۳۹۳) و افشار و زمانی (۱۳۹۳) و مطابق با یافته‌های بی و ویجوردونا (۲۰۱۲) می‌باشد. مطابق نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم، رشد سود شرکت دارای تأثیر مثبت و معنادار بر عملکرد مالی شرکت می‌باشد. تأیید این فرضیه مطابق یافته‌های شجاعی و همکاران (۱۴۰۰) و جواهری و

1. De Wet and Hall
2. Ebaid

زنجیردار (۱۳۹۶) و برخلاف یافته‌های جانگ و پارک^۱ (۲۰۱۱) می‌باشد. با آزمون فرضیه پنجم پژوهش مشخص گردید رشد فروش، دارای تأثیر مثبت و معنادار بر عملکرد مالی شرکت می‌باشد. این نتیجه با یافته‌های دهقانیان (۱۳۹۹)، هندریانی و همکاران^۲ (۲۰۱۸)، قره بیگلر و همکاران (۱۳۹۵) و وهاب زاده (۱۳۹۵) یکسان و هم جهت، لیکن با نتایج حاصل از پژوهش هاسانودین^۳ (۲۰۲۱) و مردادی و باقری (۱۳۹۴) که نشان دادند رشد فروش، بر عملکرد مالی شرکت‌ها بی تأثیر است و یا تأثیری منفی بر سودآوری و عملکرد شرکت‌ها دارد در تضاد است. مطابق یافته‌های حاصل از آزمون آخرین فرضیه پژوهش، تأثیر معنادار متغیر قدرت مالی بر عملکرد مالی شرکت تأیید نگردید. این نتیجه با یافته‌های طاوسی و همکاران (۱۳۹۸)، آلمن و همکاران (۲۰۱۷) و بانرجی و همکاران^۴ (۲۰۰۴) در تضاد است لیکن منطبق و همسو با نتایج پژوهش بی^۵ (۲۰۱۲) می‌باشد که طبق آن قدرت مالی محاسبه شده به روش نمره Z آلمن در اکثر مواقع فاقد کارایی لازم جهت پیش‌بینی صحیح و دقیق بحران‌ها و ورشکستگی‌های مالی و عملکرد آتی سازمان‌ها می‌باشد.

ذکر این نکته ضروری است که علی‌رغم اهمیت ساختار سرمایه که منجر به تغییر قابل توجه هزینه‌های مالی می‌گردد، برخی شرکت‌ها هیچ‌گونه برنامه‌ریزی از پیش تعیین شده‌ای جهت شناسایی ساختار سرمایه بهینه که منجر به بالاترین سطح عملکرد سازمانی می‌گردد نداشته و تنها در جهت رفع نیازهای فوری و کوتاه مدت و بدون برنامه‌ریزی از قبل تعیین شده اقدام به تغییر ساختار سرمایه می‌نمایند. علاوه بر این موضوع، مطابق پژوهش‌های انجام شده نتایج کاملاً متناقضی در خصوص ساختار سرمایه بهینه و اثرگذاری آن بر ارزش و عملکرد شرکت بدست آمده است که لزوم توجه به این حوزه در پژوهش‌های آتی را دوچندان می‌نماید. بعلاوه در این پژوهش با توجه به مزایای ارزش افزوده اقتصادی، از این معیار جهت سنجش عملکرد مالی شرکت استفاده شد که طی سال‌های اخیر بخصوص در شرکت‌های پیشتازی نظیر نایکی، کوکاکولا و تویوتا بصورت گسترده مورد استفاده قرار گرفته است. لذا صاحبان سرمایه و مدیران شرکت‌ها می‌توانند با استفاده از این معیار، بخصوص در حوزه مالی، میزان اثرگذاری سیاست‌ها و برنامه‌ریزی‌های بلندمدت و کوتاه مدت خود را مورد ارزیابی صحیح قرار دهند. همچنین پژوهشگران می‌توانند در زمینه ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای جدید که نسبت به معیارهای سنتی نظیر سود حسابداری و نسبت‌های مالی با دقت و صحت بالاتری کارایی عملکرد سازمان را مورد سنجش قرار می‌دهند اقدام به پژوهش‌های جدید نمایند. به علاوه در این پژوهش تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی نظیر تورم و نرخ ارز که خارج از کنترل شرکت می‌باشند در نظر گرفته نشده است که می‌تواند نتایج بدست آمده را بطور جدی دستخوش تغییرات نماید. پژوهشگران می‌توانند در پژوهش‌های آتی ضمن در نظر گرفتن این عوامل، مدل‌های جدیدی که عملکرد شرکت‌ها را مورد سنجش قرار می‌دهند ارائه و به بررسی و مقایسه دقت آن‌ها با سایر مدل‌های آماری بپردازند. بعلاوه، در پژوهش حاضر از نمره Z آلمن جهت سنجش قدرت مالی شرکت استفاده شد که با توجه به عوامل متعددی که محاسبه آن در نظر گرفته می‌شود، می‌تواند به تنهایی جهت سنجش توان مالی شرکت بخصوص در مواجهه با بحران‌های مالی و نوسانات بازار توسط مدیران شرکت‌ها و صاحبان سرمایه مورد توجه قرار بگیرد. پژوهشگران نیز می‌توانند ضمن در نظر گرفتن این معیار، از سایر معیارهای سنجش قدرت مالی در مدل‌های آماری خود استفاده نموده و یا معیارها و سنججه‌های جدیدی را در این خصوص ارائه نمایند. نهایتاً به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود از آنجا که در پژوهش حاضر مشخص شد رشد فروش و سودآوری شرکت بر عملکرد مالی تأثیرگذار است، به این عوامل با اهمیت که بر حیات و آینده شرکت‌ها و نیروی انسانی فعال در آن‌ها تأثیر بسزایی دارند توجه نموده و در صورت لزوم، سیاست‌های فروش، قیمت‌گذاری و حتی بازاریابی خود را اصلاح کرده یا بهبود ببخشند. بعلاوه به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد در انتخاب

شرکت‌هایی که قصد سرمایه‌گذاری در آن را دارند به روند و رشد متغیرهای مذکور که جریان‌های نقدی آزاد و به طبع آن، برنامه‌های آتی شرکت را بخصوص در طرح‌های توسعه‌ای تحت تأثیر قرار می‌دهد توجه ویژه‌ای نمایند.

منابع

- اثنی‌عشری، الهام و ابراهیم جمارانی، هاجر، بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و محدودیتهای مالی با عملکرد شرکت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه اورمزد، شماره پیاپی ۴۸، پاییز ۱۳۹۸، ۲۰-۶
- اسدی، مرتضی و صدری‌نیا، مصطفی، تأثیر اندازه شرکت، بتا و اهرم مالی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار (به تفکیک گروههای صنعتی)، فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، سال ششم، شماره اول، بهار ۱۳۹۴، ۱۷۴-۱۴۹
- اسکندری، علیرضا، ناسوتی، زینب و اورجعی زاده، فرحناز، بررسی اثر اهرم مالی شرکتهای بر عملکرد و ارزش گذاری آنها در بازار سرمایه ایران، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، سال پنجم، شماره دوم، تابستان ۱۳۹۸، ۶۸-۵۷
- اعتمادی، حسین، داغانی، رضا، عزیزخانی، مسعود و انواری‌رستمی، علی‌اصغر، تصمیم‌های تأمین مالی و زمان‌سنجی مدیریت، شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال سوم، شماره سوم، پاییز ۱۳۹۴، ۳۶-۲۱
- افشار، مصطفی و زمانی‌عموقین، رامین، تبیین ارتباط شاخص‌های ارزیابی عملکرد و رتبه عملکردی با رشد شرکت‌ها، سال ششم، شماره اول، بهار و تابستان ۱۳۹۳، ۲۸-۱
- بیدل، مهدی، آهنگریان، محسن، غفاری فر، ساسان و مسافر، محمود، سرمایه فکری و ارزش افزوده اقتصادی: مطالعه موردی شرکت نفیس نخ، دومین کنفرانس بین‌المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، ۳۱ خرداد ۱۳۹۷، تهران، ایران
- پیرایش، رضا و مختاری، سیده‌مینا، بررسی رابطه بین رشد دارایی‌ها با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، اولین کنفرانس بین‌المللی حسابداری اقتصاد و مدیریت مالی، چهارم و پنجم آبان ۱۳۹۳، تهران، ایران
- جواهری، محمدرضا و زنجیردار، مجید، رابطه بین مدیریت سود و عملکرد شرکت‌های مورد مطالعه در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه مدیریت بهره‌وری، سال یازدهم، شماره سوم، پاییز ۱۳۹۶، ۲۱۸-۱۹۷
- جهانخانی، علی و سجادی، اصغر، کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی، فصلنامه تحقیقات مالی، سال دوم، شماره پنجم، بهار ۱۳۷۴، ۸۶-۶۸
- خاکی، غلامرضا. ۱۳۸۹، روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی، چاپ ششم، تهران، انتشارات بازتاب
- خداپرست، عباس، بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بازده سرمایه‌گذاری، ماهنامه اقتصادی بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی، شماره یازدهم، بهمن ۱۳۸۹، ۱۲۸-۱۱۳
- دهقانیان، فتنه، بررسی رابطه بین رشد فروش شرکت و پایداری سود: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، سال پنجم، شماره سوم، پاییز ۱۳۹۹، ۳۶-۲۴
- رضایی، ساجده، وکیلی‌فرد، حمیدرضا و تهرانی، رضا، وجود رفتار توده‌وار در تعیین ساختار سرمایه شرکت و صنعت، فصلنامه دانش حسابداری، سال هشتم، شماره چهارم، زمستان ۱۴۰۰، ۱۰۷-۸۷
- سجادی، سیدحسین، محمدی، کامران و عباسی، بررسی تأثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت‌های بورسی، فصلنامه حسابداری مالی، سال سوم، شماره اول، بهار ۱۳۹۰، ۳۸-۱۹
- شجاعی، معصومه، جان‌بزرگی، مجتبی، زحمتکش، وحید و حقیقی‌نژاد، وحید، مدیریت سود و عملکرد مالی شرکت‌ها، اولین کنفرانس ملی مدیریت و تجارت الکترونیک، سوم تیر ۱۴۰۰، تهران، ایران
- طاوسی، جمال، کشته‌گر عبدالعلی و کاملیان، امین‌رضا، رابطه بین اهرم مالی، رشد شرکت و قدرت مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت توسعه و تحول، سال یازدهم، شماره چهارم، پاییز سی و نه، زمستان ۱۳۹۸، ۴۲-۳۷

قره بیگلو، حسین، آب چر، بهجت و آب چر، سمانه، تئوری چشم انداز و بررسی نقش نرخ رشد فروش و نحوه سنجش عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، ماهنامه پژوهش های مدیریت و حسابداری، سال سوم، شماره پیاپی بیست و دوم، فروردین ۱۳۹۵، ۴۳-۲۹.

کامیابی، یحیی، کاظم پور، مرتضی و منصور لکوج، رویا، بررسی رابطه بین تنوع پذیری محصولات و مؤلفه های متنوع اندازه گیری ساختار سرمایه با عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال چهارم، شماره دوم، تابستان ۱۳۹۵، ۷۶-۶۵.

مرادی، جواد و باقری، فاطمه، تاثیر چرخه عمر بر رابطه رشد شرکت و سودآوری شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی، سال هفتم، شماره دوم، تابستان ۱۳۹۴، ۱۰۸-۹۳.

ملکیان، اسفندیار، حسنی، حسن و ملکیان، مصطفی، تأثیر تغییرات اهرم مالی و هزینه بدهی بر تطابق درآمد و هزینه، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، سال نهم، شماره سوم، پاییز ۱۴۰۰، ۶۰-۴۱.

مهرانی، ساسان، مهرانی، کاوه و لهراسی، حمیدرضا، تأثیر مدیریت هزینه و تمایز محصول بر عملکرد مالی بلندمدت، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری، سال هشتم، شماره سوم، پاییز ۱۳۸۹، ۷۴-۵۹.

نمازی، محمد و شیرزاده، جلال، بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر نوع صنعت)، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره چهارم، زمستان ۱۳۸۴، ۹۵-۷۵.

وهاب زاده، میلاد، بررسی رابطه بین نقدینگی، اهرم مالی و رشد فروش بر شاخص ارزیابی عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ششمین کنفرانس ملی و چهارمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، بیست و ششم بهمن ۱۳۹۵، تهران، ایران.

هاشمی، سیدعباس و اخلاقی، حسنعلی، تاثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت، نشریه حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، تابستان ۱۳۸۹، ۴۹-۳۸.

Ahmadyan, Azam. and AliAbadi, Mehdi. (2021). Corporate Governance and Iranian Banking Economic Value Added. Iranian Journal of Finance. Vol. 5. No. 2. 46-69.

Alipour, Mohammad. and Pejman, Mohammad Ebrahim (2015). **The impact of performance measures, leverage and efficiency on market value added: Evidence from Iran.** Global Economics and Management Review. Vol. 20. No. 1. 6-14.

Altman, Edward. (1968). **Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of cooperate bankruptcy.** Journal of Finance, Vol. 23. No. 4. 589-609.

Altman, Edward. Iwanicz, Malgorzata. Laitinin, Erkki. and Suvas, Arto. (2017). **Financial Distress Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model.** Journal Of International Financial Management & Accounting. Vol. 28. No 2. 131-171.

Al-Sharawi, Hossam Hassan Mahmoud. (2022). **The impact of the share buyback process on financial performance: An economic and accounting perspective: Evidence from Egypt.** Investment Management and Financial Innovations. Vol. 19. No. 1. 210-224.

Bacidore, Jeffrey. Boquist, John. and Todd, Milbourn. (1997). **The Search for the Best Financial Performance Measure.** Financial Analysts Journal. Vol. 53. No. 3. 11-20.

Baker, Kent. Deo, Prakash. and Mukherjee, Tarun. (2009). EVA Revisited. Journal of Financial Education. Vol. 35. No. 3. 1-22.

Banerjee, Saugata. Heshmati, Almas. and Wihlborg, Clas. (2004). The Dynamics of Capital Structure. Working Paper Series in Economics and Finance No. 333. Research in Banking and Finance. 275-297.

Bei, Zhao. and Wijewardana, Percy-W. (2012). **Financial leverage, firm growth and financial strength in the listed companies in Sri Lanka.** Social and Behavioral Sciences. Vol. 40. 709 – 715.

Bhutta, Aamir Inam. Sheikh, Muhammad Fayyaz. Munir, Aroosa. Naz, Arooj. and Saif, Iqra. (2021). **Managerial ability and firm performance: Evidence from an emerging market.** Cogent Business & Management. Vol. 8. No. 1. 1879449.

Brooks, Chris. (2008). **Econometrics for finance.** 2nd Edition, Cambridge University Press.

- Cassar, Gavin. (2004). **The financing of business start-ups**. Journal of Business Venturing. Vol. 7. No. 1. 261-283.
- Dao, Binh-Thi Thanh. and Ta, Tram-Dieu Ngoc. (2020). **A meta-analysis: capital structure and firm performance**. Journal of Economics and Development. Vol. 22. No. 1. 111-129.
- De Wet, Johannes Hendrik. and Hall, John Henry. (2004). **The relationship between EVA, MVA and leverage**. Research Journal of the School of Accounting Sciences, Vol. 12. No. 1. 39-59.
- Ebaid, Ibrahim & Sayed. (2009). **The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt**. Journal of Risk Finance. Vol. 10. No. 5. 477-487.
- Fama, Eugene. (1980). **Agency Problems and the Theory of the Firm**. Journal of Political Economy. Vol. 88. No. 2. 288-307.
- Fosu, Samuel. (2013). **Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa**. The Quarterly Review of Economics and Finance. Vol. 53. No. 2. 140-151.
- Goel, Utkarsh. Chadha, Saurbh and Sharma, Anil. (2015). **Operating Liquidity and Financial Leverage: Evidences from Indian Machinery Industry**. Social and Behavioral Sciences. Vol. 189. 344-350.
- Handriani, Eka. Ghozali, Imam. and Hersugondo, Hersugondo. (2018). **The Role Of Sales Growth To Increase Firm Performance In Indonesia**. International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCIET). Vol. 9. No. 7. 1822-1830.
- Haque, Sharjil. and Varghese, Richard. (2021). **The COVID-19 Impact on Corporate Leverage and Financial Fragility**. SSRN Electronic Journal. IMF Working Paper, No. 265. October 5. 1-50.
- Hasanudin, Hasanudin. (2021). **Analysis of the Effect of Sales Growth, Inventory, Turnover and Growth Opportunities on Profitability and Stock Return**. ATESTASI. Jurnal Ilmiah Akuntansi journal. Vol. 4. No. 2. 282 – 290.
- Hsu, Bo-Xiang. Chen, Yi-Min. and Chen, Yi-Min. (2022). **Corporate social responsibility and value added in the supply chain: Model and mechanism**, Technological Forecasting and Social Change. Vol. 174. No. 3. 121302.
- Jakub, Salaga. Viera, Bartosova. and Eva, Kicova. (2015). **Economic Value Added as a measurement tool of financial performance**. 4th World Conference on Business, Economics and Management, Procedia Economics and Finance. Vol. 26. 484 – 489.
- Jang, Soocheong. and Park, Kwangwin. (2011). **Inter-relationship between firms growth and firm profitability**. International Journal of Hospitality Management. Vol. 30. No. 4. 1027-1035.
- Levin, Andrew. Lin, Chien-Fu and Chu, Chia-Shang James. (2002). **Unit root tests in panel data: asymptotic finite-sample properties**. Journal of econometrics. Vol. 108. No. 1. 1-24.
- Modigliani, Franco. and Miller, Merton. (1963). **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment**. The American Economic Review. Vol. 48. No. 3. 261-29
- Nguyen, Thi-Kim-Lien. and Le, Hong-Huyen. (2021). **Efficiency Analysis of Large Global Manufacturing Companies by Data Envelopment Analysis Approach**. International Review of Economics & Finance. Vol. 19. No. 8. 176-183.
- Panigrahi, Ashok-Kumar. Chaudhury, Suman Kalyan. and Swain, Kirti-Ranjan. (2021). **Does Capital Structure Affect Profitability? Evidence from Indian IT Companies**. Journal of Management Research and Analysis. Vol. 8. No. 1. 15-22.
- Riaz, Muhammad. Jinghong, Shu. and Akhtar, Muhammad Nadeem. (2022). **Antecedents of capital structure and firm performance: evidence from G-7 countries**. Journal of Money and Business, Vol. 1. No. 2. ISSN: 2634-2596.
- Sabol, Andrija. and Sverer, Filip. (2017). A review of the economic value added literature and application. UTMS Journal of Economics. Vol. 8. No.1. 19-27.
- Tortella, Bartolomé Deyá. and Brusco, Sandro. (2003). **The Economic Value Added: An Analysis of Market Reaction**. Advances in Accounting. Vol. 20. No. 1. 265-290.
- Tran, Ngoc-Phu . and Vo, Duc-Hong. (2020). **Human capital efficiency and firm performance across sectors in an emerging market**. Cogent Business & Management. Vol. 7. No. 1. 1738832.
- Van Auken, Howard. (2005). **A Model of Small Firm Capital Acquisition Decisions**. The International Entrepreneurship and Management Journal. Vol. 1. No. 3. 335-352.
- Yi, Wang. (2012). **Z-score Model on Financial Crisis Early-Warning of Listed Real Estate Companies in China: a Financial Engineering Perspective**. Systems Engineering Procedia. Vol. 3. Part. 1. 153-157.

پنجمین کنفرانس بین المللی مطالعات بین رشته‌ای در مدیریت و مهندسی



۱۴ تیر ۱۴۰۱ | محل برگزاری: دانشگاه تهران

5th International Conference on Interdisciplinary Studies in
Management & Engineering (ICISME-2022)

5 July 2022 | University of Tehran

