

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

10NEKA - P. 32292



دانشگاه اصفهان  
دانشکده علوم اداری و اقتصاد  
گروه حسابداری

پایان نامه ی کارشناسی ارشد رشته ی مدیریت مالی

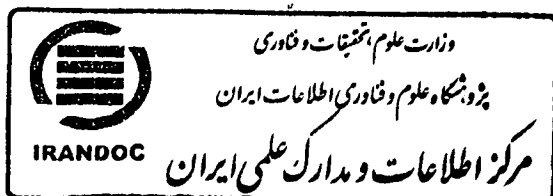
تحلیل اهرمی صورت های مالی و نقش اطلاعاتی آن در سودآوری و نسبت قیمت  
به ارزش دفتری سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:  
دکتر ناصر ایزدی نیا

استاد مشاور:  
دکتر داریوش فروغی

پژوهشگر:  
قاسم سلیمانی

اسفند ماه ۱۳۸۹



۱۵۸۴۲۵

۱۳۹۰/۳/۱۴

کلیه حقوق مادی مترتب بر نتایج مطالعات، ابتکارات  
و نوآوری های ناشی از تحقیق موضوع این پایان نامه  
متعلق به دانشگاه اصفهان است.

شبهه نگارش پایان نامه  
رعایت شده است  
تحصیلات تکمیلی دانشگاه اصفهان



دانشگاه اصفهان

دانشکده علوم اداری و اقتصاد

گروه حسابداری

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی آقای قاسم سلیمانی  
تحت عنوان

تحلیل اهرمی صورت های مالی و نقش اطلاعاتی آن در سودآوری و نسبت قیمت  
به ارزش دفتری سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران  
۱۳۷۹-۱۳۸۷

در تاریخ ۸۹/۱۲/۹ توسط هیأت داوران زیر بررسی و با نمره ۱۹/۵ و درجه عالی به تصویب نهایی رسید.

۱- استاد راهنمای پایان نامه: دکتر ناصر ایزدی نیا

با مرتبه علمی استادیار

۲- استاد مشاور پایان نامه: دکتر داریوش فروغی

با مرتبه علمی استادیار

۳- استاد داور داخل گروه: دکتر عبدالله خانی

با مرتبه علمی استادیار

۴- استاد داور خارج از گروه: دکتر حسین رضایی دولت آبادی

با مرتبه علمی استادیار

امضای مدیر گروه



## سپاس‌گزاری

با سپاس فراوان از کلیه اساتید گرامی که اندیشه امروز من، حاصل زحمات و تلاشهای آنان است. از استاد عالیقدر و ارجمند جناب آقای دکتر ناصر ایزدی نیا که همواره با شکیبایی و درایت فراوان، مرا مستفیض راهنمایی های بی‌دریغ و ذی‌قیمت خود از لحاظ علمی و اخلاقی نمودند، بسیار سپاسگزارم.

از استادگرانقدر جناب آقای دکتر داریوش فروغی، در مدتی که افتخار شاگردی ایشان را داشتم همواره با حوصله‌ای شایان تقدیر مرا از تجارب و رهنمودهای ارزشمند خویش بهره‌مند ساختند، نهایت تشکر و امتنان را دارم.

از خانواده عزیزم، دوستانم بویژه آقای دکتر باقر عسگرنژاد نوری و سایر عزیزانی که موجد شوق فراگیری بیشتر در من و مسبب اصلی موفقیت‌هایم می‌باشند، خالصانه و متواضعانه تشکر می‌نمایم.

قاسم سلیمانی

اسفند ماه ۱۳۸۹

اگر این مختصر ارزشی است. آن ارزش  
تقدیم به دو بهترین زندگیم:

پدر بزرگواری که در آرزوی سرفرازیم همواره فضا و امکانات مناسب برای تحصیل و پژوهش  
را فراهم ساخته.

و

مادم، اسوه رنج و پایداری، عشق و محبت و یثکار و تلاش، که افزون بر تشویق های کارساز در  
راه دانش اندوزی، همیشه مرا به درک صحیح از زندگی و حقیقت جوئی راهنمون بوده است.

و

تقدیم به سرزمین مادریم آذربایجان

## چکیده

بدهی، سودآوری و ارزش شرکت موضوعاتی هستند که همواره بیشترین توجه را در حوزه مدیریت مالی به خود اختصاص داده‌اند. بدهی در ارتباط با سودآوری شرکت همچون یک شمشیر دولبه عمل می‌کند. از طرفی وجود بدهی در ساختار مالی، منجر به استفاده از تخفیفات مالیاتی می‌شود زیرا هزینه بهره، هزینه قابل قبول مالیاتی است که این امر منجر به افزایش بازده می‌شود اما از طرفی دیگر وجود بدهی بیش از حد، منجر به افزایش ریسک شرکت، هزینه‌های آشفته‌گی مالی و هزینه‌های ورشکستگی است که این امر منجر به کاهش بازده می‌شود. به این علت تصمیم در مورد بدهی و نحوه ترکیب آن در ساختار مالی شرکت‌ها باید در راستای حداکثرسازی ارزش بازار شرکت باشد. از آنجا که بدهی یکی از حیاتی‌ترین بخش‌های مورد استفاده در ساختار مالی شرکت‌ها است بررسی در این زمینه و یافتن ارتباط آن با دیگر عناوین مالی مخصوصاً شاخص‌های عملکردی شرکت مهم می‌نماید و کمک زیادی را در استفاده از این ابزار مالی خواهد کرد لذا این پژوهش برای رسیدن به برخی از اهداف ذکر شده به دنبال پی بردن به وجود رابطه بین بدهی عملیاتی و برخی شاخص‌های عملکردی (سودآوری و نسبت P/B) خواهد بود.

هدف اصلی این پژوهش، بررسی تاثیر بدهی عملیاتی بر شاخص‌های عملکردی شرکت یعنی سودآوری و نسبت قیمت به ارزش دفتری می‌باشد. بدین منظور در این پژوهش، اجزاء بدهی عملیاتی، یعنی بدهی عملیاتی قراردادی و برآوردی به عنوان متغیرهای مستقل اصلی به کار گرفته می‌شوند و تاثیر هر یک از این متغیرها به طور جداگانه بر سودآوری سهامداران و نسبت قیمت به ارزش دفتری بررسی گردیده است. نمونه پژوهش متشکل از ۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۷ است. در این پژوهش از آزمون رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی جهت تعیین معنادار بودن ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته استفاده گردیده است. برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون F لیمر و بر حسب مورد آزمون هاسمن استفاده شده است. همچنین برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون‌های F فیشر و  $t$ -استیودنت استفاده گردیده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بدهی عملیاتی برآوردی با سودآوری آتی و نسبت قیمت به ارزش دفتری رابطه مثبت و معناداری دارد در حالی که بدهی عملیاتی قراردادی با معیارهای عملکردی شرکت (سودآوری آتی و نسبت P/B) رابطه معنی‌داری ندارد.

## واژگان کلیدی

بدهی عملیاتی قراردادی، بدهی عملیاتی برآوردی، بازده حقوق صاحبان سهام عادی، نسبت قیمت به ارزش دفتری

## فهرست مطالب

صفحه

عنوان

### فصل اول: کلیات پژوهش

۱	مقدمه.....
۲	۱-۱- شرح و بیان مساله پژوهشی.....
۵	۲-۱- اهداف پژوهش.....
۶	۳-۱- اهمیت و ارزش پژوهش.....
۷	۴-۱- کاربرد نتایج پژوهش.....
۷	۵-۱- فرضیه های پژوهش.....
۸	۶-۱- قلمرو پژوهش.....
۸	۱-۶-۱- قلمرو مکانی پژوهش.....
۸	۲-۶-۱- قلمرو زمانی پژوهش.....
۸	۳-۶-۱- قلمرو موضوعی پژوهش.....
۸	۷-۱- نمونه آماری پژوهش.....
۹	۸-۱- روش پژوهش.....
۱۲	۹-۱- تعاریف واژه های عملیاتی پژوهش.....
۱۳	خلاصه فصل اول.....

### فصل دوم: مروری بر ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش

۱۴	مقدمه.....
۱۵	۱-۲- تئوری ساختار سرمایه.....
۱۶	۱-۱-۲- رویکرد سود خالص.....
۱۷	۲-۱-۲- رویکرد سود خالص عملیاتی.....
۱۸	۳-۱-۲- رویکرد سنتی.....
۲۱	۴-۱-۲- مدل مبادله ایستا.....
۲۲	۱-۴-۱-۲- عوامل تعیین کننده نسبت بدهی بر اساس دو نظریه سلسله مراتبی و موازنه ایستا.....
۲۶	۵-۱-۲- تئوری ترجیحی.....



۲۷	۲-۱-۶- نظریه میلر و مودیلیانی
۲۷	۲-۱-۶-۱- الگوی میلر و مودیلیانی بدون مالیات
۳۰	۲-۱-۶-۲- میلر و مودیلیانی و مالیات شرکت
۳۳	۲-۲- هزینه های بحران مالی و نمایندگی و ارزش شرکت
۳۴	۲-۳- روش های تامین مالی
۳۵	۲-۳-۱- تامین مالی کوتاه مدت
۳۷	۲-۳-۲- تامین مالی میان مدت و بلند مدت
۴۲	۲-۴- ریسک
۴۳	۲-۴-۱- ریسک تجاری
۴۵	۲-۴-۲- ریسک مالی
۴۵	۲-۴-۳- ریسک ورشکستگی
۴۶	۲-۴-۴- ریسک تورم
۴۷	۲-۴-۵- ریسک نوسان نرخ بهره
۴۸	۲-۴-۶- ریسک نوسان قیمت بازار یا خطر بازار
۴۹	۲-۵- وجه تمایز بین سودآوری حاصل از فعالیت های مالی و عملیاتی
۵۱	۲-۶- اهرم
۵۲	۲-۶-۱- اهرم بدهی عملیاتی و تاثیر آن بر سودآوری عملیاتی
۵۶	۲-۶-۲- اهرم بدهی مالی و تاثیر آن بر روی سودآوری سهامداران
۵۷	۲-۶-۳- اهرم کل و تاثیر آن بر روی سودآوری سهامداران
۵۸	۲-۷- اهرم، ارزش حقوق صاحبان سهام و نسبت قیمت به ارزش دفتری
۵۹	۲-۸- بدهی های قراردادی و برآوردی و تاثیر آنها بر روی سودآوری و ارزش شرکت
۶۱	۲-۹- پیشینه پژوهش
۶۱	۲-۹-۱- پژوهش های خارجی
۶۵	۲-۹-۲- پژوهش های داخلی
۶۷	خلاصه فصل دوم

## فصل سوم: روش پژوهش

۶۸	مقدمه.....
۶۹	۱-۳- فرضیه تحقیق.....
۷۰	۲-۳- جامعه آماری.....
۷۰	۳-۳- قلمرو پژوهش.....
۷۰	۱-۳-۳- قلمرو موضوع پژوهش.....
۷۰	۲-۳-۳- قلمرو مکانی پژوهش.....
۷۰	۳-۳-۳- قلمرو زمانی پژوهش.....
۷۰	۴-۳- روش نمونه گیری و تعداد نمونه.....
۷۱	۵-۳- روش جمع آوری اطلاعات.....
۷۱	۶-۳- مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه ها.....
۷۲	۷-۳- متغیر های مورد بررسی.....
۷۶	۸-۳- روش پژوهش.....
۷۷	۱-۸-۳- روش های تخمین.....
۷۸	۲-۸-۳- مزیت استفاده از داده های ترکیبی نسبت به سری زمانی و مقطعی.....
۷۹	۳-۸-۳- داده های ترکیبی.....
۸۰	۴-۸-۳- آزمون معنی دار بودن اثرات فردی F لیمر.....
۸۱	۵-۸-۳- مدل های تابلویی.....
۸۱	۶-۸-۳- آماره هاسمن.....
۸۳	۹-۳- مدل خطی رگرسیون.....
۸۴	۱-۹-۳- ابزار های تحلیل رگرسیون.....
۸۴	۲-۹-۳- آزمون های آماری.....
۸۵	۳-۹-۳- فروض مدل رگرسیون خطی کلاسیک.....
۸۵	۱-۳-۹-۳- ناهمسانی واریانس ها.....
۸۶	۲-۳-۹-۳- عدم خود همبستگی جملات خطا.....
۸۷	۱۰-۳- روش آزمون فرضیات.....
۸۷	۱-۱۰-۳- آزمون فرضیه اول.....

۸۸.....	۲-۱۰-۳- آزمون فرضیه دوم.....
۸۸.....	۳-۱۰-۳- آزمون فرضیه سوم.....
۸۹.....	۴-۱۰-۳- آزمون فرضیه چهارم.....
۹۰.....	۱۱-۳- نرم افزار های تجزیه و تحلیل.....
۹۱.....	خلاصه فصل سوم.....

## فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۹۲.....	مقدمه.....
۹۲.....	۱-۴- آزمون فرضیه های پژوهش.....
۹۳.....	۱-۱-۴- آزمون فرضیه اول.....
۹۴.....	۱-۱-۱-۴- نتایج آزمون F لیمر.....
۹۴.....	۲-۱-۱-۴- نتایج آزمون هاسمن.....
۹۵.....	۳-۱-۱-۴- نتایج آزمون رگرسیون.....
۹۶.....	۲-۱-۴- آزمون فرضیه دوم.....
۹۷.....	۱-۲-۱-۴- نتایج آزمون F لیمر.....
۹۷.....	۲-۲-۱-۴- نتایج آزمون هاسمن.....
۹۸.....	۳-۲-۱-۴- نتایج آزمون رگرسیون.....
۹۹.....	۳-۱-۴- آزمون فرضیه سوم.....
۱۰۰.....	۱-۳-۱-۴- نتایج آزمون F لیمر.....
۱۰۰.....	۲-۳-۱-۴- نتایج آزمون رگرسیون.....
۱۰۲.....	۴-۱-۴- آزمون فرضیه چهارم.....
۱۰۲.....	۱-۴-۱-۴- نتایج آزمون F لیمر.....
۱۰۳.....	۲-۴-۱-۴- نتایج آزمون رگرسیون.....
۱۰۵.....	خلاصه فصل چهارم.....

## فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

مقدمه.....	۱۰۶
۵-۱- موضوع پژوهش.....	۱۰۶
۵-۲- فرضیه های پژوهش.....	۱۰۷
۵-۳- روش پژوهش.....	۱۰۷
۵-۴- یافته های پژوهش.....	۱۰۸
۵-۴-۱- تحلیل نتایج آزمون فرضیه اول.....	۱۰۸
۵-۴-۲- تحلیل نتایج آزمون فرضیه دوم.....	۱۰۹
۵-۴-۳- تحلیل نتایج آزمون فرضیه سوم.....	۱۱۰
۵-۴-۴- تحلیل نتایج آزمون فرضیه چهارم.....	۱۱۱
۵-۵- محدودیت های پژوهش.....	۱۱۲
۵-۶- پیشنهادات.....	۱۱۲
۵-۶-۱- پیشنهاد های ناشی از پژوهش.....	۱۱۲
۵-۶-۲- پیشنهاد برای پژوهش های آتی.....	۱۱۳
پیوست ها.....	۱۱۵
پیوست شماره ۱: لیست شرکت های عضو نمونه آماری.....	۱۱۵
پیوست شماره ۲: نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول.....	۱۱۹
پیوست شماره ۳: نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم.....	۱۲۲
پیوست شماره ۴: نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم.....	۱۲۴
پیوست شماره ۵: نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم.....	۱۲۶
منابع و مآخذ.....	۱۲۸

## فهرست شکل ها

صفحه

عنوان

- شکل (۱-۲) تاثیر اهرم بر هزینه سرمایه شرکت با توجه به رویکرد سود خالص..... ۱۷
- شکل (۲-۲) تاثیر اهرم بر هزینه سرمایه شرکت با توجه به رویکرد سود خالص عملیاتی..... ۱۸
- شکل (۳-۲) تاثیر اهرم بر هزینه سرمایه شرکت در فازهای ۱ و ۲ و ۳..... ۲۰
- شکل (۴-۲) تاثیر اهرم بر ارزش شرکت در فازهای ۱ و ۲ و ۳..... ۲۱
- شکل (۵-۲) هزینه سرمایه شرکت طبق مدل میلر و مودیلیانی در حالت بدون مالیات..... ۳۰
- شکل (۶-۲) ارزش شرکت طبق مدل میلر و مودیلیانی در حالت بدون مالیات..... ۳۰
- شکل (۷-۲) هزینه سرمایه شرکت طبق مدل میلر و مودیلیانی در حالت وجود مالیات..... ۳۱
- شکل (۸-۲) ارزش شرکت طبق مدل میلر و مودیلیانی در حالت وجود مالیات..... ۳۱

## فهرست جدول ها

صفحه

عنوان

- جدول (۱-۴) اطلاعات مربوط به روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه اول..... ۹۴
- جدول (۲-۴) اطلاعات مربوط به معنی داری متغیر های پژوهش در فرضیه اول..... ۹۵
- جدول (۳-۴) اطلاعات مربوط به مدل رگرسیون در فرضیه اول..... ۹۵
- جدول (۴-۴) اطلاعات مربوط به روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه دوم..... ۹۷
- جدول (۵-۴) اطلاعات مربوط به معنی داری متغیر های پژوهش در فرضیه دوم..... ۹۸
- جدول (۶-۴) اطلاعات مربوط به مدل رگرسیون در فرضیه دوم..... ۹۸
- جدول (۷-۴) اطلاعات مربوط به روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه سوم..... ۱۰۰
- جدول (۸-۴) اطلاعات مربوط به معنی داری متغیر های پژوهش در فرضیه سوم..... ۱۰۰
- جدول (۹-۴) اطلاعات مربوط به مدل رگرسیون در فرضیه سوم..... ۱۰۱
- جدول (۱۰-۴) اطلاعات مربوط به روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه چهارم..... ۱۰۲
- جدول (۱۱-۴) اطلاعات مربوط به معنی داری متغیر های پژوهش در فرضیه چهارم..... ۱۰۳
- جدول (۱۲-۴) اطلاعات مربوط به مدل رگرسیون در فرضیه چهارم..... ۱۰۳
- جدول (۱۳-۴) نتایج آزمون فرضیه های پژوهش..... ۱۰۴

## فصل اول

### کلیات پژوهش

#### مقدمه

یکی از وظایف اساسی مدیران مالی در شرکت‌ها تعیین بهترین ترکیب منابع مالی شرکت یا ساختار مالی است. تصمیمات در خصوص ساختار مالی بایستی در راستای افزایش ارزش شرکت باشد. برای حداکثر سازی ارزش شرکت باید در مورد بهترین سرمایه گذاری‌ها و ترکیب آنها و نیز نحوه تامین مالی آنها تصمیم گیری شود. تامین مالی می‌تواند از طریق استفاده از بدهی عملیاتی و ایجاد اهرم عملیاتی، یا از آورده های سهامداران باشد. وجود بدهی در ساختار مالی شرکت‌ها از یک سو به دلیل اثرات مالیاتی موجب افزایش سود حسابداری و به تبع آن افزایش بازده و ارزش شرکت می‌شود و از سوی دیگر به دلیل وجود هزینه های بهره و احتمال عدم پرداخت بدهی‌ها در سررسید موجب افزایش ریسک عملیاتی و در نتیجه کاهش قیمت بازار سهام شده که به تبع آن نیز باعث کاهش بازده سهام و ارزش شرکت می‌گردد.

در این فصل از پژوهش، ابتدا مسأله اصلی پژوهش، اهمیت و ضرورت آن مورد بحث قرار می‌گیرد. سپس توضیحاتی راجع به اهداف و فرضیه های پژوهش، کاربرد نتایج آن ارائه شده و در نهایت، این فصل با تعریف واژگان کلیدی به پایان خواهد رسید.

## ۱-۱- شرح و بیان مساله پژوهشی

محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند محیطی در حال رشد و بسیار رقابتی است و شرکت‌ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و بسط فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید می‌باشند. شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری احتیاج به منابع مالی دارند اما منابع سرمایه و استفاده از آنها باید به خوبی تعیین شود تا شرکت بتواند سودآور باشد و این از وظایف مدیران مالی است که منابع تامین مالی و نحوه استفاده از آنها را تعیین کنند. در نظریات نوین مالی وظایف مدیر مالی در یک واحد انتفاعی، تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، تامین مالی و تقسیم سود است. هدف مدیریت مالی از اتخاذ چنین تصمیماتی حداکثر کردن ثروت سهامداران می‌باشد که در این راستا باید تعیین کند در کجاها سرمایه‌گذاری شود یعنی دارایی‌ها با چه ترکیبی آورده شود و از چه منابعی تامین شده باشند. آیا از طریق استفاده از بدهی و ایجاد اهرم، شرکت تامین مالی کند یا از آورده سهامداران؟ به هر حال استفاده از بدهی و ایجاد اهرم در ساختار سرمایه شرکت باید در حد متعارف و معقولی باشد تا هم سودآوری شرکت و ثروت سهامداران حداکثر شود و هم اینکه هزینه‌های ورشکستگی زیادی به شرکت تحمیل نشود، یعنی شرکت ریسک معقول و متعارفی را با توجه به استفاده از بدهی تحمل نماید (ملکی پور غربی، ۱۳۷۵، ص ۵۶).

دیدگاه سنتی در ساختار سرمایه، بر این نظریه استوار بود که می‌توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد اما آغاز نظریات مدرن ساختار سرمایه را می‌توان مقاله اولیه مودیلیانی و میلر<sup>۱</sup> (۱۹۵۸) دانست که اظهار کردند تحت شرایط خاص (وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، عدم وجود هزینه‌های ورشکستگی و نمایندگی، وجود تقارن اطلاعاتی بین فعالان بازار سرمایه)، ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه است. اندکی بعد در سال ۱۹۶۳ این دو اندیشمند، با افزودن معافیت‌های مالیاتی بدهی برای شرکت‌هایی که از بدهی استفاده می‌کنند، ایجاد اهرم مالی را باعث افزایش ارزش شرکت دانستند (قالیباف اصل و ایزدی، ۱۳۸۸).

مکتب تجارت هاروارد روابط بین هدف حداکثر نمودن قیمت سهام و رسیدن به ساختار بهینه سرمایه را با در نظر گرفتن حداکثر نمودن ارزش شرکت و حداقل نمودن میانگین موزون هزینه سرمایه تجزیه و تحلیل می‌نماید در این مکتب با افزایش بدهی‌ها، هزینه تامین مالی از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد و این مساله ناشی از این است که سهامداران و طلبکاران شرکت در معرض ریسک بیشتری قرار می‌گیرند بر همین

<sup>۱</sup>. Modigliani & Miller



اساس نرخ بازده مورد انتظار صاحبان سهام رابطه مثبت و معنی داری با بدهی‌ها دارد، یعنی هر چه میزان بدهی‌ها افزایش می‌یابد نرخ بازده مورد انتظار صاحبان سهام هم افزایش می‌یابد (نمازی و شیرزاده، ۱۳۸۴).

نسبت قیمت به ارزش دفتری<sup>۱</sup> (P/B) یکی از نسبت‌های مالی بوده که برای سنجش قیمت بازار سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد این نسبت معیاری جهت سنجش ارزش ایجاد شده برای سهامدار نیز محسوب می‌گردد. یک نسبت P/B پایین می‌تواند بدین معنی باشد که سهام شرکت فاقد ارزش بالایی است و بهترین کاربرد این نسبت نیز زمانی است که در شرکت‌های با میزان دارایی‌های بالاتر به کار گرفته شود. هنگامی که شرکت‌ها زیان داشته باشند نمی‌توان عملکرد آنها را با معیار P/E<sup>۲</sup> سنجید، در چنین مواقعی نسبت P/B معیار سودمندی برای مقایسه شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود. هنگامی که نسبت‌های P/B و P/E به طور همزمان به کار گرفته شوند اطلاعات مکملی از وضعیت شرکت‌ها در شرایط رشد اقتصادی شان ارائه می‌نماید، نسبت P/B به بازده آتی حقوق صاحبان سهام<sup>۳</sup> و نسبت P/E به رشد عایدات شرکت‌ها وابسته است و ترکیب این دو در بررسی شرکت می‌تواند بیانگر انتظار بازار از سودآوری آینده در مقایسه با سودآوری جاری آن باشد به عبارتی نسبت P/B می‌تواند در پیش بینی رفتار سود غیرمنتظره نقش موثری را ایفا کرده و به عنوان یک عامل ریسک نیز در نظر گرفته شود (نیسیم و پنمن<sup>۴</sup>، ۲۰۰۳).

شرکت‌های مختلف دارای ساختارهای مختلف مالی، شرایط مختلف مالیاتی و مقادیر متفاوتی از دارایی‌های عملیاتی و غیرعملیاتی هستند این تفاوت‌ها بر معیارهای حسابداری سنتی مانند نرخ بازده سهام عادی اثر می‌گذارند و باعث می‌شوند که دو شرکت یا دو واحد مستقل به یک شرکت که دارای عملیات مشابهی هستند کارایی‌های متفاوتی داشته باشند. این موضوع مهم است زیرا اگر سیستم تعیین حقوق و مزایا با کارایی آن متناسب باشد، مدیران عملیاتی را باید بر اساس آنچه در حیطه کنترل دارند، نه بر مبنای چیزهایی که خارج از کنترل آنهاست، مورد ارزیابی و قضاوت قرار داد. از این رو برای قضاوت در مورد عملکرد مدیریت و شرکت ناگزیر هستند توانایی مدیران در ایجاد سود عملیاتی را با توجه به دارایی‌های عملیاتی تحت کنترل و بدهی‌های عملیاتی که شرکت در رابطه با این دارایی‌ها ایجاد می‌کند، مقایسه کنند. نخستین گام این است که چارچوب حسابداری سنتی را تعدیل کرده و کل بدهی‌ها در دو گروه قرار گیرد: بدهی‌های عملیاتی<sup>۵</sup> که در رابطه با فعالیت‌های عملیاتی

1. Price to Book Ratio

2. Price to Earning

3. Future Return on Common Equity

4. Nissim & Penman

5. Operating Liability

شرکت ایجاد می‌شوند و بدهی‌های مالی<sup>۱</sup> که در نتیجه استقراض شرکت برای فعالیت‌های مالی است. سرمایه‌گذاران (سهامداران، دارندگان اوراق قرضه و وام‌دهندگان، مانند بانک‌ها) نخستین منبع تامین سرمایه برای شرکت می‌باشند. به سبب استفاده از پول باید مبالغی را به سرمایه‌گذاران پرداخت کرد که این پول می‌تواند به صورت بهره، وام یا سود تقسیمی به اضافه سود سرمایه باشد. اما سوالی که وجود دارد این است که آیا سرمایه‌گذاران باید تمام سرمایه مورد نیاز برای خرید دارایی‌ها را تامین کنند؟ پاسخ منفی است زیرا برخی از این وجوه بوسیله عرضه کنندگان مواد اولیه تامین می‌شود و آنها را تحت حساب‌های پرداختی گزارش می‌نمایند در حالیکه برخی دیگر از این وجوه در قالب دستمزد تحقق یافته و پرداخت نشده و مالیات‌های معوق تامین می‌شود. از این رو، شرکت‌ها از عرضه کنندگان مواد اولیه، کارکنان و مقام‌های مالیاتی وام کوتاه مدت می‌گیرند. معمولاً بدهی‌های عملیاتی بدون هزینه هستند زیرا برای مصرف این اقلام هیچ هزینه آشکاری منظور نمی‌شود (نی سیم و پنمن، ۲۰۰۳).

همچنین در این پژوهش، بدهی عملیاتی در قالب دو بدهی قراردادی<sup>۲</sup> و برآوردی<sup>۳</sup> بیان می‌شود. بدهی‌های عملیاتی در صورتی به عنوان بدهی قراردادی تلقی می‌شوند که مبالغ آنها به موجب قرارداد با مقادیر ریالی تثبیت شده باشد و نشان دهنده ادعا برای مبالغ ثابت و مشخصی باشند مانند حساب‌ها و اسناد پرداختی و مالیات بردرآمد پرداختی. بدهی‌های عملیاتی برآوردی نیز با وجود آنکه مبتنی بر شرایط قراردادی هستند اما نوعاً با پیش‌بینی همراه می‌باشند و نشان دهنده ادعا برای مبالغ ثابت و مشخصی نیز نیستند مانند پیش‌دریافت که بیانگر تعهد ارائه خدمت به مشتریان می‌باشد و زمانی به عنوان درآمد دوره تخصیص می‌یابد که تعهد مربوط به آن انجام شده باشد. بنابراین تمایز بین بدهی‌های عملیاتی قراردادی و برآوردی به شکل بهتری تفاوت در سودآوری و نسبت قیمت به ارزش دفتری را توضیح خواهد داد (نی سیم و پنمن، ۲۰۰۳).

در برنامه ریزی سود و تحلیل حاشیه ای آن سه نوع اهرم (اهرم بدهی مالی، اهرم بدهی عملیاتی، اهرم کل) شناسایی شده است که هر یک از سه مورد مزبور، ارتباط بین مقیاس سودآوری (بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌های عملیاتی) و نسبت قیمت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام را با شرایط مالی و عملیاتی شرکت می‌سنجد. تجزیه و تحلیل استاندارد صورت‌های مالی بین سودآوری ناشی از عملیات و سودآوری ناشی از استقراض برای تامین مالی عملیات، تمایز قائل می‌شود بنابراین به خاطر تفاوتی که به اهرم‌ها نسبت داده می‌شود

<sup>۱</sup>. Financial Liability

<sup>۲</sup>. Contractual Operating Liability

<sup>۳</sup>. Estimated Operating Liability

بازده دارایی‌ها متمایز از بازده حقوق صاحبان سهام خواهد شد. با توجه به مدل سود باقیمانده<sup>۱</sup>، اهرم با تاثیر گذاشتن بر روی ROCE پیش بینی شده، به طور غیرمستقیم ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام را نیز تغییر خواهد داد: یعنی قیمت پرداختی برای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به سودآوری مورد انتظار آن بستگی دارد و سودآوری مورد انتظار نیز متاثر از اهرم‌ها است. بنابراین در حالت کلی می‌توان گفت که اهرم‌ها هم بر سودآوری و هم بر نسبت P/B تاثیرگذار هستند (نی سیم و پنمن، ۲۰۰۳).

علاوه بر ارتباط اهرم با مالیات، هزینه‌های معاملاتی و نمایندگی، برخی از پژوهش‌های انجام گرفته دلالت بر نقش اطلاعاتی اهرم‌ها نیز دارند. به منظور ارزیابی نسبت‌های P/B، اولین کار فراهم آوردن اطلاعاتی در مورد سودآوری آتی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد. اهرم‌ها سودآوری فعلی شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهند و سودآوری فعلی نیز در پیش بینی سودآوری آتی شرکت دخیل می‌باشد پس می‌توان گفت که هر دو اهرم بدهی عملیاتی و مالی می‌تواند اطلاعات اضافی را در پیش بینی چگونگی متفاوت بودن سودآوری فعلی از سودآوری آتی فراهم نمایند بنابراین مشروط به موجود بودن اطلاعاتی در مورد سودآوری فعلی، اهرم‌ها خاصیت توضیح دهنده‌گی بیشتری در مورد نسبت‌های P/B خواهند داشت. راس<sup>۲</sup> (۱۹۷۷) معتقد است که تامین کنندگان بدهی‌های عملیاتی در مقایسه با بانک‌ها و بازار اوراق قرضه از اطلاعات بیشتری در مورد شرکت‌ها برخوردار هستند، بنابراین بدهی‌های عملیاتی بالاتر می‌بایست نشان دهنده ارزشی بالاتر باشند: یعنی هرچه بدهی‌های عملیاتی بیشتر باشند شرکت در پرداخت بدهی به تامین کنندگان، با مشکلات بیشتری مواجه خواهد شد و فرصت‌های تامین مالی از این طریق برای شرکت کاهش خواهد یافت و شرکت برای تامین مالی هزینه بیشتری را متحمل می‌شود که باید برای پوشش این هزینه‌ها، ارزش بالاتری را از بدهی عملیاتی تامین شده، بدست آورد که این عمل ریسک تجاری شرکت را افزایش داده در نتیجه موجب کاهش ارزش شرکت خواهد شد (نی سیم و پنمن، ۲۰۰۳). لذا مساله اصلی در این پژوهش این است که آیا اهرم بدهی عملیاتی بر سودآوری آتی و نسبت قیمت به ارزش دفتری سهام سال جاری شرکت‌ها موثر است؟

## ۱-۲- اهداف پژوهش

۱- تعیین ارتباط بین اهرم بدهی عملیاتی قراردادی با نسبت قیمت به ارزش دفتری سهام در شرکت‌های پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران

<sup>۱</sup>.Residual Income Model

<sup>۲</sup>.Ross

۲- تعیین ارتباط بین اهرم بدهی عملیاتی برآوردی با نسبت قیمت به ارزش دفتری سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۳- تعیین ارتباط بین اهرم بدهی عملیاتی قراردادی با سودآوری آتی حقوق صاحبان سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۴- تعیین ارتباط بین اهرم بدهی عملیاتی برآوردی با سودآوری آتی حقوق صاحبان سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

### ۱-۳- اهمیت و ارزش پژوهش

بهبود ثروت سهامداران از اهداف اصلی بنگاه‌ها است در این رابطه تعیین ترکیب ساختار سرمایه و ارتباطی که با ثروت سهامداران دارد از نگرانی‌های عمده مدیران این بنگاه‌ها است. وجود بدهی در ساختار مالی شرکت‌ها به دلیل وجود مزیت مالیاتی موجب افزایش سود حسابداری و به تبع آن افزایش نرخ درآمد هر سهم می‌گردد و از سویی دیگر به دلیل وجود هزینه‌های بهره و احتمال عدم ایفای تعهدات در سررسید امکان افزایش ریسک مالی و در نتیجه کاهش قیمت بازار سهام و به تبع آن کاهش بازده سهام را فراهم می‌کند.

یکی از موضوعات مهمی که تمامی صاحب‌نظران و مدیران مالی بر آن توافق دارند مساله ساختار سرمایه و اهرم می‌باشد شرکتی که هیچ‌گونه بدهی (مالی و عملیاتی) نداشته باشد یک شرکت با ساختار کاملاً سرمایه‌ای است که در عالم واقع چنین شرکتی به ندرت وجود دارد تمامی شرکت‌ها به نسبت‌های مختلفی از بدهی استفاده می‌کنند اما سوال این است که شرکت چقدر باید از بدهی استفاده کند و اینکه چه نسبتی از این بدهی‌ها از منابع مالی و چه نسبتی از منابع عملیاتی تامین شود، آیا نرخ‌های مشخصی برای استفاده از این بدهی‌ها (مالی و عملیاتی) در ساختار سرمایه وجود دارد یا نه؟ در پاسخ باید گفت در کشور‌های پیشرفته که دارای بازار سرمایه بالنسبه کارا می‌باشند نسبت‌های اهرمی برای صنایع مختلف تهیه می‌شوند و شرکت‌ها در تعیین ساختار سرمایه خود و همچنین سرمایه‌گذاران، بانک‌ها و موسسات مالی هنگام سرمایه‌گذاری و اعطای وام به یک شرکت این معیارها را در نظر می‌گیرند (ایزدی نیا و رحیمی دستجردی، ۱۳۸۸). در همین راستا هدف این پژوهش بررسی رابطه بین اهرم بدهی عملیاتی با سودآوری و نسبت P/B می‌باشد هدفی که در ایران کمتر به آن پرداخته شده و اکثر شرکت‌ها شناخت کمتری در رابطه با تاثیرات این نوع بدهی‌ها دارند. چون بدهی‌های عملیاتی هزینه‌های تامین مالی مشخصی ندارند و شرکت‌ها برای محاسبه هزینه تامین این بدهی‌ها به طور تقریبی از هزینه‌های بهره کوتاه مدت موجود در بازار