

## بررسی نقش استراتژی‌های تجدید ساختار در ارزش ایجاد شده برای سهامداران

بهاره رنجبر محمدی بناب

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران (نویسنده مسئول).

bahareranjbar1988@gmail.com

دکتر رسول عبدی

استادیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

abdi\_rasool@yahoo.com

شماره ۳۵ / زمستان ۱۳۹۹ (جلد سوم) / صص ۱۴۸-۱۷۰  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

### چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی نقش استراتژی‌های تجدید ساختار در ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. جامعه مورد مطالعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر محدودیت‌های خاص، که از این میان نمونه‌ای شامل ۹۹ شرکت فعال انتخاب گردید. قلمرو زمانی تحقیق شامل یک دوره هشت ساله بر اساس صورت‌های مالی شرکت‌های مورد مطالعه طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ است و برای آزمون فرضیات از روش رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که متغیرهای افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام و کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته بر ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش معنی دار و منفی دارند. همچنین متغیر کاهش یا حذف سود سهام نقدی بر ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش معنی دار و مثبتی دارد. مزیت تقسیم سود اعطای وجه به سهامداران در راستای ارزش‌های ایجاد شده به آنهاست لذا به هنگام تقسیم سود طبیعی است که ارزش ایجاد شده برای سهامداران نیز کاهش یابد. که این مهم موجب جبران بخش کاهش ارزش ایجاد شده نیز محسوب می‌شود. همچنین با کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته و افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام می‌توان با مشارکت دادن سهامداران شرکت نسبت به افزایش ایجاد برای سهامداران اقدام نمود. زیرا تامین مالی از طرق سهامداران موجبات افزایش ارزش ایجاد شده سهامداران می‌شود.

**کلید واژگان:** ارزش ایجاد شده سهامداران، استراتژی‌های تجدید ساختار سرمایه، افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام، کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته.

### مقدمه

جهانی شدن بازار سرمایه و تغییر نگرش عمومی نسبت به پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و توسعه مؤسسات سرمایه‌گذاری موجب تاثیر گرفتن منافع گروه کثیری از آحاد جامعه از نتایج عملکرد شرکت‌ها شده است. از طرف دیگر با توجه به چالش‌های ناشی

از مسئله نمایندگی و تضاد منافع بین گروه‌های ذینفع، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران همواره در جستجوی شاخصی به موقع و قابل اتکا برای اندازه‌گیری توانایی خلق ثروت در واحد تجاری می‌باشند. همچنین از آنجایی که مفهوم توسعه پاینده به چالشی برای نگرش کلاسیک ارزش سهامداران در واحدهای تجاری و نقش آن‌ها در جامعه تبدیل شده است. اکنون شرکت‌ها برای اثرات اعمال و فعالیت‌هایشان بر محیط و جامعه متعهد و مسئول هستند، به گونه‌ای که توسعه پاینده به‌عنوان بخشی ذاتی در ادبیات تجاری تلقی می‌شود (حاجیها و شاکری، ۱۳۹۸). در طول دو دهه گذشته ارزش ایجاد شده سهامداران به‌عنوان شاخصی برای موفقیت شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. معمولاً تمایل به افزایش ارزش ایجاد شده سهامداران روش تصمیم‌گیری شرکت‌ها را تغییر می‌دهد و در نتیجه جهت‌گیری‌های بازار و تصمیم‌های مدیریت به منظور افزایش ارزش ایجاد شده سهامداران از طریق معیارهایی مانند سهم بازار، رشد فروش و یا بازگشت سرمایه گذاری مورد بررسی قرار می‌گیرد (گل ارضی، ملکی مین باش رزگاه و شهیری، ۱۳۹۵). با افزایش رقابت جهانی، واحدهای تجاری برای اینکه در عرصه رقابت باقی بمانند تلاش‌هایشان را به خلق ارزش برای سهامدار معطوف کرده‌اند. بر این اساس برای واحدهای تجاری مهم است تا ارزشی را که برای سهامدارانشان ایجاد می‌کنند، اندازه‌گیری نمایند. حفظ توالی ارزش ایجاد شده سال به سال، واحدهای تجاری را قادر می‌کند تا تصمیمات گذشته را ارزیابی و تصمیماتی اتخاذ کنند که خلق ارزش برای سهامدار را بهبود خواهد بخشید (حساس‌یگانه و مولودی، ۱۳۹۰). مدل‌های کسب و کارهای امروزی نیازمند انعطاف‌پذیری کافی در زمینه‌های انطباق با شرایط بروز بحران‌های مالی است. شرکت‌هایی قادر به استمرار فعالیت‌های اقتصادی خود هستند که بتوانند با ساختاربندی مجدد کسب و کار، خود را با شرایط محیطی انطباق دهند (شوایزر و نینهاس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیطی در حال تغییر و رقابتی است که شرکت‌ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل متعدد و گسترش فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید هستند. انجام این سرمایه‌گذاری‌ها نیازمند تأمین منابع مالی است که این منابع را می‌توان از محل حقوق صاحبان سهام یا بدهی تأمین کرد و هر یک از این منابع دارای مزایا و معایبی است بنابراین، نکته مهم این است که شرکت‌ها برای دستیابی به اهداف اصلی خود، باید کدام‌یک از منابع مالی را انتخاب و چه میزان از آن منابع را در ترکیبی سرمایه خود استفاده کنند. بدین منظور نیازمند است تا مدیریت با توجه به منابع در دسترس، نیروی انسانی کارا و در نظر گرفتن محیط رقابتی پرتلاطم بازار، اقدام به اتخاذ استراتژی مناسب نماید. استراتژی‌های تجدید ساختاری که شرکت‌ها انتخاب می‌کنند در بیرون آمدن از درماندگی مالی بسیار حائز اهمیت است. زمانی که شرکت دچار درماندگی مالی می‌شود، پیامدهای جدی برای ذی‌نفعان به وجود می‌آید. در چنین شرایطی، با توجه به فشارهایی که مدیران متحمل می‌شوند هدف اولیه از اتخاذ تصمیمات مالی، خروج سریع‌تر از این شرایط است و مدیران تصمیمات خود را برای جلوگیری از تشدید وضعیت درماندگی مالی و وقوع شرایط ورشکستگی می‌گیرند بنابراین، انتظار می‌رود در شرایط مالی دشوار، درباره ارتباط عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه تردید وجود دارد. به عبارتی به نظر می‌رسد شرایط درماندگی مالی شرکت‌ها نقش تعدیل‌کنندگی بر رابطه بین عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه داشته باشد و بر آن تأثیر بگذارد (حیدری و همکاران، ۱۳۹۷). در ادامه، مبانی نظری و فرضیه پژوهش، روش‌شناسی و یافته‌های پژوهش ارائه می‌شود.

<sup>1</sup> Schweizer, Lars and Nienhaus, Andreas

## مبانی نظری پژوهش

**استراتژی‌های تجدید ساختار:** یکی از مباحثی که در روند موفقیت یک شرکت و تضمین پیشرفت آن نقش تعیین کننده دارد، استراتژی تجدید ساختار شرکت است. از نظر رایینز استراتژی عبارت است از فرآیند تعیین اهداف بنیادی بلندمدت، اتخاذ شیوه کار و تخصیص منابع لازم برای تحقق این اهداف. استراتژی‌های تجدیدساختار به مجموعه‌ای از اقدامات قاطعانه اطلاق می‌شود که به شکل مجزا به منظور افزایش رقابت شرکت و در نتیجه بالابردن ارزش آن صورت می‌گیرد (رامداس و کومار<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). تجدید ساختار شرکت به استراتژی‌های مورد نیاز برای بازگشت به شرایط عادی توسط مدیران و رهبران شرکت در مواقعی که سازمان در مرحله افول قرار دارد اشاره دارد. تجدید ساختار شرکت، یکی از پیچیده ترین و اساسی‌ترین پدیده‌ای است که مدیریت با آن مواجه است. و به فرایندی اشاره دارد که روی تمام کارکنان صنعتی و پس از تولید تاثیر می‌گذارد (دنکر و فنگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰). اهداف کلی ساختار اغلب سازمان‌ها شامل سودآوری، رشد و بقا می‌باشد. با این حال، بر اساس اهمیت این سه هدف برای شرکت، موقعیت آن در طول زمان تغییر خواهد کرد. هنگامی که شرکت‌ها در می‌یابند، باتوجه به شاخص‌های شرکت‌های رقیب در وضع مناسبی قرار ندارند، اقدام به تجدید ساختار می‌نمایند. هدف یا منفعت اصلی حاصل از تجدید ساختار این است که هزینه‌ها کاهش یابند شوک‌های تکنولوژیکی، آزاد سازی بازار و رشد فزاینده رقابت بین‌المللی برای تامین سرمایه مدیران را متعهد می‌کند که نسبت به بازسازی شرکت در شرایط عملکرد ضعیف، بکار گیری فرصت‌های استراتژیک و تصحیح اشتباهات ارزشیابی خودشان اقدام نمایند (امیری، سعیدی، پورشهبابی و بهرام زاده، ۱۳۹۹). سازماندهی موفقیت آمیز تجدید ساختار، بدون حمایت قوی مدیران ارشد اجرایی، رهبران سایر بخش‌های سازمان و ارائه دهندگان خدمات تجدید ساختار خارج از سازمان، همواره شکست خورده است. به گفته متوبین، حمایت‌های مدیران ارشد یکی از کلیدهای موفقیت تجدید ساختار می‌باشد و نقش قابل توجه و فعالی در اطمینان بخشی به کارکنان در پایان عملیات تجدید ساختار دارد (ریکاردو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). سه نوع عمده از تجدید ساختار شرکت شامل: پورترفوی، سازمانی و مالی می‌باشد (فاینلی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵)

تجدید ساختار پورترفوی: تجدید ساختار پورترفوی شامل تغییرات قابل توجهی در ساختار و وضعیت عملیات کسب و کار شرکت می‌شود. ممکن است تجدید ساختار پورترفوی در واکنش به ضعف عملکرد شرکت یا بحران مالی شرکت طراحی شود. دنیس و شومه، (۲۰۰۵)، روش دیگر تجدید ساختار پورترفوی ممکن است برای متناسب سازی اندازه و دامنه شرکت استفاده شود. تجدید ساختار مالی: تجدید ساختار مالی عبارتند از تغییرات سرمایه شرکت و ساختار مالکیت در واکنش به عملکرد ضعیف می‌باشد.

تجدید ساختار سازمانی: شکل سوم از تجدید ساختارها، تجدید ساختار سازمانی است. زمانی اتفاق می‌افتد که مدیران ایجاد تغییرات در ساختار شرکت، فرآیندها و پرسنل را آغاز کرده باشند. این تغییرات شامل تغییر در اندازه نیروی کار، ساختار شرکت و محل و موقعیت عملیات می‌شود.

<sup>1</sup> Ramdas and kumar

<sup>2</sup> Dencker and Fang

<sup>3</sup> Recardo

<sup>4</sup> Finlay

تجدید ساختار منجر به تغییرات فراگیر می شود. اگر دقیق اجرا شود منجر به کاهش هزینه‌ها، افزایش سودآوری، بهبود کیفیت و خدمات، افزایش قیمت سهام و استفاده سریع از فرصت‌ها می شود (دنکر و فنگ، ۲۰۱۰). شرکت‌ها تلاش می‌کنند با انتخاب بهترین استراتژی، از وضعیت بحران خارج شده و به حیات خود ادامه دهند، زیرا در این شرایط شرکت‌ها از سوی سهامداران و اعتباردهندگان تحت فشار قرار می‌گیرند و باید هرچه سریع‌تر اقدامات اصلاحی انجام دهند. دنیس و کروز<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) معتقدند هنگامی که شرکتی درمانده است، تجدید ساختار با بازده غیرعادی مثبت مرتبط است (عبدالباقی عطاءآبادی و میرلوحی، ۱۳۹۸). هدف تجدید ساختار عملیاتی بازگرداندن سودآوری با کنترل هزینه‌ها و کاهش هزینه‌های سربار به واسطه فروش منابع ثابت مازاد مانند زمین، تجهیزات و ساختمان‌های اداری می‌باشد. با کاهش ورودی و حداکثر کردن خروجی، شرکت‌ها می‌توانند جریان وجه نقد و افزایش کارایی، حداقل در کوتاه‌مدت را ایجاد کنند (سودارسنم و لای<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱). بنابراین، تجدید ساختار سرمایه در اصل یک ثبات کوتاه‌مدت برای ایجاد سریع وجه نقد می‌باشد. هنگامی که شرکت درمانده خطوط غیر مرکزی و بدون سود کسب و کار را به صورت ارزان و یکجا به فروش می‌رساند، این درگیر شدن در تجدید ساختار دارایی در نظر گرفته می‌شود. هدف این شکل از تجدید ساختار، تعدیل تمرکز شرکت با کاهش تنوع نامرتب و متمرکز کردن دوباره پرتفوی اوراق بهادار بر قابلیت‌های اصلی می‌باشد. فروش قسمت‌های با عملکرد ضعیف، اجازه می‌دهد که سهم آنها از منابع به سمت استفاده‌ی بهتر انتقال داده شود. بنابراین، تجدید ساختار دارایی به‌طور کلی ارزش افزوده در نظر گرفته می‌شود (اتنسو و کیم<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹). تجدید ساختار مالی عموماً به تغییرات در سیاست‌های سود سهام شرکت یا ساختار سرمایه اشاره می‌کند. این منجر به کاهش فشارهای پرداخت با به کار بردن استراتژی‌های مبنی بر حقوق صاحبان سهام و مبنی بر بدهی می‌شود. استراتژی‌های مبنی بر حقوق صاحبان سهام ممکن است سود سهام یا انتشار سهام به‌عنوان ابزار نگه‌داری یا ایجاد وجوه را در برگیرد. استراتژی‌های مبنی بر بدهی شامل تعدیل بهره، سررسید بدهی یا نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام می‌شود. سپس وجوه نگهداری شده برای پرداخت بدهی تعهدات مورد استفاده قرار می‌گیرد (زهرودی، خدای پور و پورحیدری، ۱۳۹۵).

**ارزش ایجاد شده سهامداران:** در سه دهه اخیر ایده ارزش برای سهامداران و ثروت ایجاد شده<sup>۴</sup> برای سهامداران همزمان با شکل‌گیری حاکمیت شرکتی در اقتصادی‌ها و شرکت‌ها، در سراسر جهان مطرح شده است. بحث حداکثر کردن ثروت سهامداران در تدوین اصول حاکمیت شرکتی در کشورهای با اقتصاد سرمایه داری همیشه مورد تاکید قرار می‌گیرد (برادران حسن زاده و همکاران، ۱۳۹۱). نرخ بازده یک ورقه بهادار، عامل اصلی در انتخاب یک سرمایه‌گذار می‌محسوب می‌شود. چنانچه نرخ بازده سرمایه گذار بیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد، ارزش دارایی سرمایه گذاری شده بیشتر است و ثروت بیشتری ایجاد می‌شود. به این افزایش ارزش ایجاد شده سهامدار یا ثروت ایجاد شده برای سهامدار می‌گویند (رضایی و عباس نژاد، ۱۳۹۱). هدفی که در حال حاضر شرکت‌ها در پیش رو دارند حداکثر کردن ارزش شرکت در دراز مدت است که می‌توان این هدف را تحت عنوان حداکثر کردن ثروت و خلق ارزش بیان نمود. البته منظور از ثروت، خالص ارزش فعلی شرکت می‌باشد. در حقیقت به جای تاکید مستقیم بر سود به عنوان یک هدف تاکید بر سود حاصل از ارزش شرکت مدنظر می‌باشد؛ طبیعتاً یک ارتباط متقابل بین ارزش فعلی شرکت و ارزش آن در بلند مدت وجود دارد. سهامداران همواره به دنبال

<sup>1</sup> Denis, D., & Kruse, T.

<sup>2</sup> Sudarsanam and Lai

<sup>3</sup> Atanassov and Kim

<sup>4</sup> Created Shareholder Value

کسب بازدهی بیشتری باشند؛ لذا به همین منظور با قبول ریسک سرمایه گذاری در سهام شرکت ها اقدام به سرمایه گذاری در آنها می کنند که طی آن جهت کسب امکان مصرف بیشتر درآینده مصرف فعلی را به تعویق می اندازد و چنانچه نرخ بازده یک سرمایه گذار بیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد ارزش ایجاد شده وی افزایش پیدا خواهد کرد که این افزایش در ثروت را ارزش ایجاد شده ایجاد شده برای سهامدار می نامند (احدیان پور، ۱۳۹۰).

**استراتژی های تجدید ساختار و ارزش ایجاد شده سهامداران:** اصولاً استفاده از بدهی در ساختار مالی موجب می شود بازده مورد انتظار سهامداران افزایش یابد، ولی این امر می تواند افزایش ریسک شرکت را نیز سبب شود. به طور کلی استفاده از بدهی در ترکیب مالی شرکت ها مثل شمشیر دولبه عمل نموده و هم می تواند افزایش ارزش شرکت ها را سبب شده و هم موجب کاهش ارزش شرکت گردد (رضایی و پیری، ۱۳۹۰). به حداکثر رساندن ارزش شرکت ها مستلزم اجرای طرح های سودآور است. در دنیای امروز با توجه به شرایط بازار رقابت، تعیین روش تأمین مالی مناسب برای افزایش سودآوری و ادامه حیات شرکت ها امری ضروری است. تصمیم های مربوط به ساختار سرمایه در بستری مستمر برای جریان عملیاتی شرکت اتخاذ می شود. بنابراین میزان اهرم مالی در ساختار سرمایه شرکت، انتخاب نوع فعالیت های عملیاتی شرکت ها را تحت تأثیر قرار می دهد که این فعالیت ها به نوبه خود، عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار می دهد. وقتی شرکتی از نظر مالی در سطح بهینه ساختار سرمایه خود نباشد، تغییر در اهرم مالی آن می تواند سبب کاهش میانگین موزون هزینه سرمایه آن شود و بدین ترتیب، ساختار سرمایه آن به سطح مطلوب نزدیک می شود؛ بنابراین تغییر در ساختار سرمایه شرکت ها در ارزش آن ها تأثیرگذار است؛ در نتیجه، تغییر ساختار مالی شرکت ها در ارزش شرکت و ارزش ایجاد شده برای سهامداران می تواند تأثیر بگذارد (اردکانی و همکاران، ۱۳۹۷).

سودارسنام و لایی<sup>۱</sup> (۲۰۰۱)، در یک طبقه بندی، استراتژی های تجدید ساختار را به چهار دسته عمده استراتژی های تجدید ساختار مدیریتی، عملیاتی، دارایی و مالی تقسیم کردند. این چهار گروه استراتژی از نظر ایشان به شرح زیر تعریف می شوند: (دموری و هژبری، ۱۳۹۸).

استراتژی تجدید ساختار مدیریتی عبارت است از تغییر ترکیب اعضای هیئت مدیره در طی دوره مالی مورد نظر. از اینرو تغییر مدیریت ارشد شرکت، رویه ای است که به شرکت کمک می کند فصل جدیدی از فعالیت خود را آغاز کند (اسکندل و همکاران<sup>۲</sup>، ۱۹۷۶؛ هوفر<sup>۳</sup>، ۱۹۸۰؛ اسلاتر<sup>۴</sup>، ۱۹۸۴؛ بایلت<sup>۵</sup>، ۱۹۹۸). در زنجیره ارزش ایجاد شده برای سهامداران، مدیریت همواره نقش تعیین کننده داشته، لذا این سؤال مطرح می شود که استراتژی تجدید ساختار مدیریتی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران چه تاثیری دارد؟ از این رو فرضیه زیر مطرح می گردد:

**فرضیه اول:** استراتژی های تجدید ساختار مدیریتی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران موثر است.

۱-۱- تغییر مدیرعامل شرکت در ارزش ایجاد شده برای سهامداران موثر است

استراتژی تجدید ساختار عملیاتی با کاهش میزان سرمایه گذاری یا تغییر سطح بهای تمام شده کالای فروش رفته اتخاذ می شود. تجدید ساختار عملیاتی از طریق کنترل هزینه ها و کاهش هزینه های سربار، مانند فروش زمین، ساختمان، اثاثیه و

<sup>1</sup> Sudarsanam and Lai

<sup>2</sup> Schendel et al

<sup>3</sup> Hofer

<sup>4</sup> Slatter

<sup>5</sup> Bibeault

تجهیزاتی که مزاد هستند، باعث بهبود جریان نقد در کوتاه مدت و برگرداندن سودآوری به شرکت می‌شود. آنچه اهمیت دارد این است که آیا تمایل مدیران به استفاده از استراتژی تجدید ساختار عملیاتی متأثر از ارزش ایجاد شده برای سهامداران است یا خیر؟ از این رو فرضیه زیر مطرح می‌گردد:

**فرضیه دوم:** استراتژی های تجدید ساختار عملیاتی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران موثر است.

۲-۱- کاهش سرمایه گذاری در ارزش ایجاد شده برای سهامداران موثر است

۲-۲- کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته در ارزش ایجاد شده برای سهامداران موثر است.

۲-۳- کاهش در دارائی‌ها در ارزش ایجاد شده برای سهامداران موثر است.

استراتژی تجدیدساختار مالی عبارت است از بازسازی ساختار سرمایه شرکت، به منظور از بین بردن فشار پرداخت هزینه بهره و بازپرداخت بدهی. آنچه این پژوهش به دنبال آن است، این است که آیا استراتژی تجدیدساختار مالی بر ارزش ایجاد شده برای سهامداران موثر است؟ از این رو فرضیه زیر مطرح می‌گردد.

**فرضیه سوم:** استراتژی های تجدید ساختار مالی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران موثر است.

۳-۱- کاهش یا حذف تقسیم سود نقدی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران موثر است.

۳-۲- کاهش خالص بدهی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران موثر است.

۳-۳- افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام در ارزش ایجاد شده برای سهامداران موثر است.

### پیشینه تجربی

امیری و همکاران (۱۳۹۹)، با بررسی رابطه بحران مالی، چرخه عمر و استراتژی های تجدید ساختار در ۴۰۶ سال - شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که متغیر کیوتوبین فقط با استراتژی تجدید ساختار دارایی رابطه معنی دار و منفی دارد، متغیر دارایی کل با استراتژی های تجدید ساختار مدیریتی و مالی رابطه مثبت و با استراتژی تجدید ساختار دارایی رابطه منفی دارد، متغیر های اهرم مالی و سهامداران نهادی تنها با استراتژی تجدید ساختار مالی رابطه معنی دار و منفی دارند. متغیر جریان نقدی فقط با استراتژی تجدید ساختار مالی رابطه مثبت و معنادار دارد، بین متغیر بازده دارایی شرکت و هر سه استراتژی تجدید ساختار رابطه ای پیدا نشد. شرکت های مرحله رشد کمتر از برنامه تجدید ساختار دارایی استفاده می کنند. شرکت های مرحله تولد نسبت به شرکت های مراحل دیگر کمتر از تجدید ساختار مدیریتی استفاده می کنند. همچنین شرکت های مرحله افول، نسبت به واحد های سایر مراحل کمتر از تجدید ساختار مالی استفاده می کنند. عبدالباقی عطاآبادی و میرلوحی (۱۳۹۸)، با بررسی تأثیر توأمان چرخه عمر و درماندگی مالی بر نوع استراتژی تجدید ساختار یعنی تجدید ساختار مدیریتی، تجدید ساختار عملیاتی و تجدید ساختار مالی به این نتیجه رسیدند که درماندگی مالی بر اتخاذ استراتژی های تجدید ساختار مدیریتی و مالی تأثیر دارد؛ همچنین چرخه عمر دارای تأثیر معنی داری بر تجدید ساختار عملیاتی است. نهایتاً یافته های تحقیق مبین تأثیر چرخه عمر و درماندگی مالی بر ابعاد مختلف استراتژی های تجدید ساختار مالی است. دموری و هژبری (۱۳۹۸). با بررسی تأثیر چرخه عمر بر تجدید ساختار شرکت در شرایط درماندگی مالی در ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ به این نتیجه رسیدند که چرخه عمر تأثیر مثبت و معناداری روی تجدید ساختار شرکت دارد. همچنین چرخه عمر و تجدید ساختار شرکت روی سطوح درماندگی



مالی، تأثیر مثبت و معناداری دارد. سایر نتایج نشان داد چرخه عمر شرکت روی تجدید ساختار مالی، تجدید ساختار عملیاتی و تجدید ساختار دارایی تأثیر مثبت و معناداری دارد، درحالی که چرخه عمر روی تجدید ساختار مدیریتی تأثیر معناداری نداشت. ولیان و همکاران (۱۳۹۷)، با بررسی تأثیر حساسیت تجدید ارزیابی دارایی‌ها بر اهرم مالی هدف شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران به این نتیجه رسیدند که با توجه به ضریب و سطح خطا، متغیر حساسیت تجدید ساختار دارایی‌ها، ارتباط منفی و معناداری با انحراف اهرم مالی دارد. بادآور نهندی و حشمت (۱۳۹۷)، با بررسی اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهامداران به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریتی با ارزش ایجاد شده برای سهامداران ارتباط مثبت دارد و سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیز این ارتباط مثبت را تشدید می‌کند. به عبارت دیگر در شرکت‌های با رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر، توانایی مدیریتی، بیشتر در جهت افزایش ارزش سهامداران متمرکز می‌شود. اردکانی و همکاران (۱۳۹۷)، با بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده اقتصادی با توجه به شدت رقابت در بازار محصول در صنعت به این نتیجه رسیدند که تأثیر منفی اهرم مالی در نرخ بازده دارایی‌ها است. اثر تعدیل‌کنندگی رقابت بازار محصول در رابطه اهرم مالی و نرخ بازده دارایی‌ها، منفی و معنادار است؛ اما اثر تعدیل‌کنندگی رقابت در بازار محصول در رابطه منفی بین اهرم مالی و ارزش افزوده اقتصادی، مثبت و معنادار است.

ساین و چنگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۸)، در تحقیقی به بررسی ارزیابی عملکرد پایدار شرکت‌های دولتی تایوانی پس از تجدید ساختار مالکیتی و مدیریتی پرداختند. آن‌ها با بررسی واحدهای کسب و کار سیزده شرکت در زمینه تولید شکر دریافتند که تنها دو شرکت با تجدید ساختار عملیات و مدیریت دارایی توانستند موقعیت رقابتی خود را در بازار تثبیت کنند. درحالی که اتکای سایر شرکت‌ها به حمایت‌های دولتی موفقیت چندانی در شرایط رقابتی به همراه نداشته است. کوه و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی رابطه بین چرخه عمر و تجدیدساختار شرکت‌های درمانده مالی پرداختند. و دریافتند که زمانی شرکت با درماندگی مالی مواجه می‌شود، استراتژی‌هایی را که برای تجدید ساختار و بهبود وضعیت خود بر می‌گزیند، بسته به این که در کدام یک از مراحل چرخه عمر قرار دارد، متفاوت خواهد بود. به بیان دیگر، چرخه عمر بیشترین اثر را در انتخاب استراتژی‌های تجدید ساختار مانند کاهش تقسیم سود یا تغییر ساختار سرمایه ایفا می‌کند. المیر و سبوی<sup>۳</sup> (۲۰۰۸)، در تحقیقی به بررسی حاکمیت شرکتی و رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران پرداخته و به این نتیجه رسیدند که EVA پارامتر مناسبی نیست چون نمی‌تواند CSV را توضیح دهد. آن‌ها با استفاده از تحلیل رگرسیون دریافتند که هم‌گرایی یا واگرایی EVA و CSV به‌طور گسترده‌ای از طریق معیارهای حاکمیت شرکتی (از جمله ویژگی‌های هیئت‌مدیره، حساب‌رسان، مالکیت سهام اعضای اجرایی، مالکیت نهادی و ترکیب پاداش) توضیح داده می‌شود. عبدالله<sup>۴</sup> (۲۰۰۶)، در تحقیقی به بررسی رابطه بین عملکرد شرکت، ساختار هیئت‌مدیره و صاحبان سهام با پاداش و حق الزحمه هیئت‌مدیره در شرکت‌های ورشکسته مالزی پرداخت. وی برای تحقیق خود از ۸۶ شرکت ورشکسته و ۸۶ شرکت غیر ورشکسته برای سال مالی ۲۰۰۱ استفاده نمود. یافته‌ها نشان داد که: سودآوری با پاداش هیئت‌مدیره رابطه‌ای ندارد. استقلال هیئت‌مدیره و گسترش منافع مدیران غیر اجرایی یک رابطه منفی با سطح پاداش هیئت‌مدیره دارد. رشد و اندازه شرکت به‌طور مثبت در سطح پاداش مدیران تأثیرگذار است.

<sup>1</sup> Li-Hsing and Tsai, Chen-Cheng

<sup>2</sup> Koh et al

<sup>3</sup> El Mir, Ali and Seboui, Soad

<sup>4</sup> Abdullah S

## روش پژوهش

برای آزمون فرضیه های پژوهش از تحلیل رگرسیون چندگانه با داده های ترکیبی استفاده شده است. برای انجام این کار، اطلاعات مورد نیاز از شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن شرایط زیر جمع آوری شدند:

الف- سال مالی نمونه انتخابی، منتهی به پایان اسفند باشد.

ب- توقف معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند (به دلیل استفاده از نمونه های سال شرکت، شرکت هایی که توقف معاملاتی داشته باشند، نمونه آماری را تخریب می کنند. دلیل در نظر گرفتن توقف بیش از شش ماه به این دلیل است که در آن صورت بیش از نیمی از سال، اطلاعات بازاری شرکت وجود ندارد و نمی شود به نتایج اتکا کرد).

پ- داده های مورد نیاز برای دوره زمانی پژوهش موجود باشد.

ت- سال مالی را طی دوره زمانی اجرای پژوهش تغییر نداده باشند.

ث- به دلیل ماهیت خاص فعالیت، از شرکت های بیمه، سرمایه گذاری، بانک ها و لیزینگ نباشد.

بر این اساس ۹۹ شرکت ب عنوان نمونه انتخاب شدند که نحوه غربالگری آنها در جدول شماره ۱ ارائه شده است.

داده های مربوط به آنها طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ از صورت های مالی منتشر شده در سایت کدآل و ره آورد نوین ۳ به منظور جمع آوری Excel استخراج شد. پس از استخراج داده ها و محاسبه مقدار متغیرها، برای انجام آزمون ناهمسانی واریانس ها، آزمون خود هم بستگی، اف لیمر و هاسمن و آزمون فرضیه های پژوهش از نسخه ۱۰ نرم افزار Eviews استفاده شد.

### جدول (۱): انتخاب نمونه آماری با اعمال محدودیت ها و شرایط جامعه

شرکت	محدودیت ها و شرایط
۵۱۹	کل شرکتهای موجود بوسی در پایان سال ۱۳۹۷
(۱۴۶)	حذف شرکتهای شرکت های غیر فعال
(۱۳۲)	برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آنها حذف شرکتهای غیر از دوره منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند ماه
(۶۴)	حذف شرکتهای هلدینگ، بانکها و سرمایه گذاری
(۷۸)	عدم دسترسی به برخی داده های شرکتها و حذف شرکتهای غیر تولیدی
۹۹	تعداد شرکت های موجود در جامعه آماری بعد از اعمال محدودیت ها و شرایط

## مدل تجربی

برای آزمون فرضیات از مدل کلی رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$CSV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 restructuring\ strategies_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CashFlow_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 TOBINQ_{it} + \alpha_6 RETURN_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

### متغیر وابسته: ارزش ایجاد شده برای سهامدار (CSV):

نرخ بازده یک ورقه بهادار، عامل اصلی در انتخاب یک سرمایه گذاری محسوب می شود. چنانچه نرخ بازده سرمایه گذار بیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد، ارزش دارایی سرمایه گذاری شده بیشتر بوده و ثروت بیشتری ایجاد می شود. به این افزایش



ارزش، ثروت ایجاد شده برای سهامدار یا ارزش ایجاد شده برای سهامدار گویند. روش محاسبه ارزش ایجاد شده برای سهامدار (CSV) به شرح زیر است (فتحی و همکاران، ۱۳۹۰).

$$*(Kr - Ke) \text{ ارزش بازار سرمایه شرکت} = \text{ارزش ایجاد شده برای سهامدار}$$

ke: نرخ هزینه سرمایه شرکت (بازده مورد نیاز): برای محاسبه ke ابتدا سود نقدی تقسیم شده بین سهامداران در یک دوره مالی به قیمت بازار ابتدای دوره سهام تقسی می‌شود و سپس با نرخ رشد سود شرکت جمع می‌شود.

$$K_e = (DPS/P_{t-1}) + g$$

نرخ بازده واقعی سهامداران به شکل زیر محاسبه می‌شود:

تفاوت بین قیمت بازار پایان دوره با ابتدای دوره سهام شرکت با میزان سود نقدی تقسیم شده در همان دوره جمع می‌شود و مجموع حاصل بر قیمت سهام در ابتدای دوره تقسیم می‌شود (محمدمزاده سالطه و همکاران، ۱۳۹۹).

$$\text{نرخ بازده واقعی سهام} = [(P_t - P_{t-1}) + DPS]/P_{t-1}$$

### جدول (۲): خلاصه متغیرهای پژوهش

متغیر	نام متغیر	علامت اختصاری	دسته بندی	شاخص اندازه گیری
مستقل استراتژی های تجدید ساختار	ارزش ایجاد شده برای سهامدار	CSV	-----	= ارزش ایجاد شده برای سهامدار (Kr- Ke)* ارزش بازار سرمایه شرکت
	تجدید ساختار مدیریتی	CEO	تغیر مدیر عامل	تغییر ترکیب حداقل یکی از اعضای هیئت مدیره یا مدیران ارشد طی دوره مالی مورد نظر منظور در این پژوهش تغییر مدیر اجرایی مد نظر می‌باشد. یعنی اگر مدیرعامل شرکت تغییر کرده است برابر با یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود
	تجدید ساختار عملیاتی	INV	کاهش سرمایه گذاری	چنانچه مانده کل سرمایه گذاری شرکت ۱۵ درصد کاهش نسبت به سال قبل داشته باشد. عدد یک در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته می‌شود.
		COGS	کاهش بهای تمام شده کالای فروشی رفته	چنانچه در دوره مالی مورد نظر، کاهش بهای تمام شده شرکت از میانگین بهای تمام شده کل آن صنعت بالاتر باشد، اما در سال بعد در پایین ترین چارک آن قرار بگیرد عدد یک در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته می‌شود.
	تجدید ساختار دارایی	ASS	کاهش در دارائی‌ها	چنانچه کاهش در مجموع دارائی‌ها، ماشین آلات و تجهیزات (خالص) نسبت به سال قبل داشته باشد. عدد یک در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته می‌شود.
	تجدید ساختار مالی	DPS	کاهش یا حذف تقسیم سود نقدی	چنانچه شرکت در دوره مورد مطالعه، بیش از ۲۵ درصد کاهش در تقسیم سود نسبت به دوره قبل داشته باشد عدد یک در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته می‌شود.
		NEQU	افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام	چنانچه میزان سهام منتشره شرکت در دوره مورد مطالعه، بیش از ۵ درصد ارزش دفتری کل دارایی هایش باشد عدد یک در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

چنانچه میزان کاهش خالص بدهی شرکت در دوره مورد مطالعه، بیش از ۵ درصد ارزش دفتری کل دارایی هایش باشد عدد یک در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته می‌شود.	کاهش خالص بدهی	NDEB		متغیرهای کنترلی
لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌های شرکت	----	size	اندازه شرکت	
از نسبت جمع بدهی‌ها تقسیم بر دارایی‌ها که اطاعات آن از ترازنامه استخراج شده، به دست می‌آید	----	lev	اهرم مالی	
از نسبت جریان های نقدی عملیاتی به جمع کل دارایی‌ها بدست می‌آید	----	Cash Flow	جریان‌های نقدی عملیاتی	
از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری از تقسیم حاصلضرب قیمت پایانی سهام در تعداد سهام منتشر شده و در دست سهامداران به ارزش دفتری جمع کل حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید	----	MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	
سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت بدست می‌آید	----	ROA	بازده دارائی ها	
از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش دفتری کل بدهی‌ها، تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها بدست می‌آید	----	QTOBIN	کیو توبین	
از تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره سهام، به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهام مانند مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره بدست می‌آید	----	RETUREN	بازده سالانه سهام	

**آمار توصیفی متغیرها:** به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود.

جدول (۳): آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

متغیرهای پژوهش		ارزش ایجاد شده برای سهامدار	اندازه شرکت	نسبت بدهی ها به دارایی ها	ارزش بازار به ارزش دفتری	جریان های نقدی عملیاتی	نسبت کیو-توبین	بازده سهام	بازده دارایی ها
تعداد	شرکت	۹۹	۹۹	۹۹	۹۹	۹۹	۹۹	۹۹	۹۹
	سال - شرکت	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲	۷۹۲
میانگین		E-۸.۰۸	۱۴.۲۶۳	۰.۶۲۸	۲.۵۷۶	۰.۱۱۸	۱.۶۷۳	۰.۴۸۷	۰.۱۱۴
میانه		۰.۰۰۰	۱۴.۱۴۹	۰.۶۲۱	۲.۱۱۶	۰.۱۰۶	۱.۴۳۱	۰.۱۶۰	۰.۰۹۶
ماکزیمم		۰.۱۳۱	۱۹.۳۱۳	۳.۹۷۵	۱۲۱.۵۰۶	۰.۶۴۲	۱۳.۴۷۹	۸.۱۰۳	۰.۶۷۴
مینیمم		-۰.۲۱۶	۱۰.۱۶۶	۰.۰۹۰	-۴۹.۷۰۳	-۰.۴۰۲	۰.۵۵۷	-۰.۶۱۵	-۱.۰۶۳
انحراف معیار		۰.۰۲۷	۱.۴۲۱	۰.۲۸۴	۵.۶۸۸	۰.۱۳۶	۰.۸۸۱	۰.۹۷۰	۰.۱۶۹
چولگی		-۴.۱۷۳	۰.۸۰۵	۳.۸۹۸	۱۰.۳۸۲	۰.۴۱۶	۴.۷۶۷	۲.۷۰۲	-۰.۶۰۸
کشیدگی		۳۷.۶۵۶	۴.۷۴۵	۳۶.۶۲۱	۲۵۹.۲۹۴	۴.۵۶۵	۴۹.۰۷۴	۱۳.۸۴۴	۸.۶۲۶

جدول (۴): شاخص‌های آمار توصیفی مربوط به متغیر کیفی

شرح	فراوانی	درصد	
مدیرعامل	تغییر مدیرعامل شرکت	۲۱۵	۲۷.۱۵
کاهش سرمایه گذاری	کاهش بیش از ۱۵ درصد	۳۱۲	۳۹.۳۹
کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته	کاهش نسبت بهای تمام شده به فروش	۴۰۳	۵۰.۸۸
کاهش در دارائی‌ها	کاهش در مجموع دارائی‌ها، ماشین‌آلات و تجهیزات	۱۴۹	۱۸.۸۱
کاهش یا حذف تقسیم سود نقدی	کاهش بیش از ۲۵ درصد در مجموع سود سهام	۱۸۱	۲۲.۸۵
کاهش خالص بدهی	افزایش خالص بدهی بیش از ۵ درصد از ارزش دفتری کل دارایی	۴۴۳	۵۵.۹۳
افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام	افزایش خالص حقوق صاحبان سهام بیش از ۵ درصد از ارزش دفتری کل دارائی	۳۴۵	۴۳.۵۵

جدول‌های ۳ و ۴ آمار توصیفی داده‌ها را نشان می‌دهند. از آنجا که شرکت‌های استفاده شده در مدل‌های پژوهش یکسان هستند، آمار توصیفی بر حسب مدل‌های پژوهش تفکیک نشده و به صورت یکجا ارائه شده است. جدول ۳ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای کمی پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت جداگانه است. برای مثال میانگین بازده دارایی‌ها برابر ۱۱.۴ درصد بوده که نشان می‌دهد که نسبت سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی‌های برابر ۱۱.۴٪ است.

جدول ۴ آمار توصیفی متغیرهای کیفی (متغیرهای دارای دو ارزش صفر و یک) پژوهش را نشان می‌دهد. به طور کلی در ۷۹۲ مشاهده این پژوهش، در ۲۱۵ مورد تغییر مدیرعامل شرکت صورت گرفته است. همچنین در ۴۳.۵۵ درصد شرکتها افزایش خالص حقوق صاحبان سهام بیش از ۵ درصد از ارزش دفتری کل دارائی بوده است.

آزمون نرمال بودن

جدول (۵): آزمون تشخیص توزیع نرمال جارکو برا

تفسیر	سطح معناداری جارکو برا	نام متغیر	
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	ارزش بازار به ارزش دفتری	ارزش ایجاد شده برای سهامدار
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	نسبت کیو-توبین	اندازه شرکت
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	بازده سهام	نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها
توزیع نرمال ندارد	۰.۰۰۰	بازده دارایی‌ها	جریان‌های نقدی عملیاتی

به منظور بررسی نرمال بودن دادها از آزمون جارکو برا استفاده شده است با توجه به جدول ۴ سطح معنی‌داری تمامی متغیرها کمتر از ۵ درصد هستند. لذا از توزیع نرمال برخوردار نیستند. بنابراین از تبدیل جانسون در نرم افزار مینی تب جهت تبدیل توزیع متغیر وابسته به توزیع نرمال استفاده شده است.

## آزمون مانایی متغیرها

اگر در یک تحلیل رگرسیونی، داده‌ها مانا نباشند ممکن است در حالی که ضریب تعیین بزرگ است، مقادیر آماره ضرایب  $t$  بزرگ باشند که این ممکن است باعث استنباط‌های غلط در مورد میزان ارتباط بین متغیرها شود. در این حالت رگرسیون کاذب یا ساختگی ایجاد شده است. برای جلوگیری از این حالت، داده‌های مدنظر باید ساکن شوند. برای بررسی وجود ریشه واحد در الگوهای تابلویی، می‌توان از آزمون لوین، لین و چو، آزمون هریس و ... استفاده کرد که نتایج آن به صورت جدول شماره ۶ خلاصه عرضه می‌گردد.

جدول (۶): نتایج آزمون مانایی

نتیجه	سطح معناداری	آماره Z	نام متغیر	آماره Z	نام متغیر
مانا است	۰.۰۰۰	-۹.۴۲۵	اندازه شرکت	-۲۴.۵۵۲	ارزش ایجاد شده برای سهامدار
مانا است	۰.۰۰۰	-۸.۱۸۷	اهرم مالی	-۱۹.۴۷۲	تغییر مدیرعامل
مانا است	۰.۰۰۰	-۱۷.۴۶۷	جریان های نقدی عملیاتی	-۲۲.۰۷۰	کاهش سرمایه گذاری
مانا است	۰.۰۰۰	-۱۲.۹۴۹	ارزش بازار به ارزش دفتری	-۱۷.۸۰۳	کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته
مانا است	۰.۰۰۰	-۹.۶۴۳	نسبت کیو-توبین	-۱۳.۳۰۴	کاهش در دارائی‌ها
مانا است	۰.۰۰۰	-۲۳.۲۳۳	بازده سهام	-۱۴.۴۲۸	کاهش یا حذف تقسیم سود نقدی
مانا است	۰.۰۰۰	-۲۳.۳۰۵	بازده دارایی ها	-۱۸.۳۸۶	کاهش خالص بدهی
مانا است	۰.۰۰۰	---	---	-۱۵.۱۴۷	افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام

استراتژی تجدید ساختار مدیریتی

با توجه به جدول شماره ۵ مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری تمامی متغیرها دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد هستند و مانا می‌باشند. به جهت اینکه جملات اخلال در هر مدل مانا هستند، لذا مدل‌ها به صورت جمعی مانا بوده و نیازی به مانا بودن یکایک متغیرها نمی‌باشد.

## آزمون فرضیات

**فرضیه اول:** تغییر مدیرعامل شرکت در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش دارد.

در این فرضیه، برای مشخص کردن آنکه استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مد نظر کارآمد خواهد بود یا خیر، از آزمون چاو و در صورت استفاده از روش داده‌های پانل، به منظور اینکه مشخص شود کدام روش (اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی) برای برآورد مناسب‌تر است، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. همچنین به دلیل اینکه روش داده‌های تابلویی، ترکیبی از داده‌های سری زمانی و داده‌های مقطعی است، برای بررسی شرط وجود نداشتن خودهم بستگی سریالی از آزمون وولدریج استفاده می‌شود. نتایج حاصل از برآزش مدل در جدول ۷ ارائه شده است. نتایج آزمون چاو و هاسمن نشان دهنده برتری استفاده از روش اثرهای مقید در مقابل روش‌های اثرهای تصادفی و ثابت هستند.

جدول (۷): تخمین نهایی نقش تغییر مدیرعامل در ارزش ایجاد شده برای سهامداران

$CSV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ECO_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CashFlow_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 TOBINQ_{it} + \alpha_6 RETURN_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم-خطی	دوربین واتسون
تغییر مدیر عامل	۰.۰۵۸	۰.۰۵۷	۱.۰۱۵	۰.۳۱۰	۱.۰۳۴	۲.۰۲۱
اندازه شرکت	۰.۰۰۹	۰.۰۱۸	۰.۵۲۶	۰.۵۹۸	۱.۰۶۳	ضریب تعیین
اهرم مالی	۰.۶۸۰	۰.۱۴۵	-۴.۶۸۲	۰.۰۰۰	۲.۰۸۸	۰.۳۳۷
جریان های نقدی عملیاتی	۱.۰۷۵	۰.۲۲۶	۴.۷۴۷	۰.۰۰۰	۱.۴۲۲	ضریب تعیین تعدیل شده
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰.۰۰۶	۰.۰۰۴	-۱.۵۸۷	۰.۱۱۲	۱.۰۶۸	۰.۳۳۰
نسبت کیو-توبین	۰.۲۹۰	۰.۰۴۲	۶.۷۹۹	۰.۰۰۰	۱.۴۰۳	آماره فیشر
بازده سهام	۰.۴۳۱	۰.۰۰۸	۱۴.۹۲۷	۰.۰۰۰	۱.۱۶۵	(۰.۰۰۰)۴۹.۷۸۴
بازده دارایی ها	-	۰.۲۷۷	-۱۱.۲۰۹	۰.۰۰۰	۲.۸۰۷	ناهمسانی واریانس
C (عرض از میدا)	۰.۱۴۲	۰.۲۷۶	-۰.۵۱۴	۰.۶۰۷	----	(۰.۰۰۰)۱۶۳۲۹.۴۵
اف لیمر	(۰.۱۹۸)۱.۱۲۹	هاسمن	----	نوع رگرسیون	پول - اثرات مقید	

متغیر تغییر مدیرعامل دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۳۱۰) و ضریب ۰.۰۵۸ است، از اینرو تغییر مدیرعامل در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقشی ندارد. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۲.۰۲۱ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۳۳۰ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۳۳ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت- ۱۶۳۲۹.۴۵ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

### فرضیه دوم: استراتژی تجدید ساختار عملیاتی دارائی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش دارند.

۱-۲ کاهش سرمایه گذاری در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش دارند.

در این فرضیه، برای مشخص کردن آنکه استفاده از روش داده های پانل در برآورد مدل مد نظر کارآمد خواهد بود یا خیر، از آزمون چاو و در صورت استفاده از روش داده‌های پانل، به منظور اینکه مشخص شود کدام روش (اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی) برای برآورد مناسب تر است، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. همچنین به دلیل اینکه روش داده‌های تابلویی، ترکیبی از داده‌های سری زمانی و داده‌های مقطعی است، برای بررسی شرط وجود نداشتن خودهم بستگی سریالی از آزمون و

ولدریج استفاده می‌شود. نتایج حاصل از برازش مدل در جدول ۸ ارائه شده است. نتایج آزمون چاو و هاسمن نشان دهنده برتری استفاده از روش اثرهای مقید در مقابل روش‌های اثرهای تصادفی و ثابت هستند.

**جدول (۸): تخمین نهایی نقش کاهش سرمایه گذاری در ارزش ایجاد شده برای سهامداران**

$CSV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INV_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CashFlow_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 TOBINQ_{it} + \alpha_6 RETURN_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم-خطی	دوربین واتسون
کاهش سرمایه گذاری	۰.۰۳۰	۰.۰۵۰	۰.۵۸۹	۰.۵۵۵	۱.۰۳۶	۲.۰۲۸
اندازه شرکت	۰.۰۰۹	۰.۰۱۸	۰.۵۱۵	۰.۶۰۶	۱.۰۶۵	ضریب تعیین
اهرم مالی	۰.۶۶۳	۰.۱۴۳	-۴.۶۱۷	۰.۰۰۰	۲.۰۶۹	۰.۳۳۵
جریان های نقدی عملیاتی	۱.۰۹۲	۰.۲۲۶	۴.۸۲۰	۰.۰۰۰	۱.۴۲۵	ضریب تعیین تعدیل شده
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰.۰۰۶	۰.۰۰۴	-۱.۵۷۵	۰.۱۱۵	۱.۰۶۹	۰.۳۲۸
نسبت کیو-توبین	۰.۲۸۹	۰.۰۴۲	۶.۷۷۱	۰.۰۰۰	۱.۳۹۸	آماره فیشر
بازده سهام	۰.۴۲۹	۰.۰۲۸	۱۴.۸۸۷	۰.۰۰۰	۱.۱۶۵	(۰.۰۰۰)۴۹.۴۲۵
بازده دارایی ها	۳.۰۸۷	۰.۲۷۸	-۱۱.۰۷۲	۰.۰۰۰	۲.۸۳۶	ناهمسانی واریانس
C (عرض از مبدا)	۰.۱۵۰	۰.۲۷۷	۰.۵۴۴	۰.۵۸۶	-----	(۰.۰۰۰)۱۶۱۸۸.۳۷
اف لیمر	(۰.۱۸۲)۱.۱۳۹	هاسمن		-----	نوع رگرسیون	پول - اثرات مقید

متغیر کاهش سرمایه گذاری دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۵۵۵) و ضریب ۰.۰۳۰ است، از اینرو کاهش سرمایه گذاری در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقشی ندارد. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۲.۰۲۸ ناشی از عدم خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۳۲۸ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۳۲.۸ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می-باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۱۶۱۸۸.۳۷ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

۲-۲ کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش دارند.

جدول (۹): تخمین نهایی نقش کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته در ارزش ایجاد شده برای سهامداران

$CSV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 COGS_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CashFlow_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 TOBINQ_{it} + \alpha_6 RETURN_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم-خطی	دوربین واتسون
کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته	۰.۳۴۲ -	۰.۰۴۹	-۶.۹۷۸	۰.۰۰۰	۱.۰۹۵	۲.۰۳۹
اندازه شرکت	۰.۰۰۴	۰.۰۱۷	۰.۲۴۲	۰.۸۰۸	۱.۰۵۳	ضریب تعیین
اهرم مالی	۰.۶۱۴ -	۰.۱۴۱	-۴.۳۳۲	۰.۰۰۰	۲.۰۰۹	۰.۳۷۶
جریان های نقدی عملیاتی	۱.۱۲۱	۰.۲۲۰	۵.۰۹۴	۰.۰۰۰	۱.۴۳۶	ضریب تعیین تعدیل شده
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰.۰۰۷ -	۰.۰۰۴	-۱.۹۳۶	۰.۰۵۳	۱.۰۷۳	۰.۳۷۰
نسبت کیو-توبین	۰.۲۹۴	۰.۰۴۱	۷.۱۱۹	۰.۰۰۰	۱.۴۱۳	آماره فیشر
بازده سهام	۰.۴۶۷	۰.۰۲۸	۱۶.۴۷۲	۰.۰۰۰	۱.۲۰۷	(۰.۰۰۰)۵۹.۱۸۰
بازده دارایی ها	۲.۹۱۷ -	۰.۲۷۲	-۱۰.۷۱۹	۰.۰۰۰	۲.۸۱۱	ناهمسانی واریانس
C (عرض از میدا)	۰.۰۳۲	۰.۲۶۸	۰.۱۲۱	۰.۹۰۳	-----	(۰.۰۰۰)۱۶۱۵۴.۳۴
اف لیمر	(۰.۲۲۹)۱.۱۱۱	هاسمن	-----	نوع رگرسیون	پول - اثرات مقید	

در این فرضیه، برای مشخص کردن آنکه استفاده از روش داده های پانل در برآورد مدل مد نظر کارآمد خواهد بود یا خیر، از آزمون چاو و در صورت استفاده از روش داده های پانل، به منظور اینکه مشخص شود کدام روش (اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی) برای برآورد مناسب تر است، از آزمون هاسمن استفاده می شود. همچنین به دلیل اینکه روش داده های تابلویی، ترکیبی از داده های سری زمانی و داده های مقطعی است، برای بررسی شرط وجود نداشتن خودهم بستگی سریالی از آزمون وولدریج استفاده می شود. نتایج حاصل از برآزش مدل در جدول ۹ ارائه شده است. نتایج آزمون چاو و هاسمن نشان دهنده برتری استفاده از روش اثرهای مقید در مقابل روش های اثرهای تصادفی و ثابت هستند.

متغیر کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۰) و ضریب ۰.۳۴۲- است، از اینرو کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش دارند. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۲.۰۳۹ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برآزش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۳۷۰ درصد است که نشان می دهد متغیر وابسته ۳۷ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. باتوجه به نتایج بدست آمده مشاهده می شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت- ۱۶۱۵۴.۳۴ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.



۲-۳ کاهش در دارائی‌ها در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش دارند.

در این فرضیه، برای مشخص کردن آنکه استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مد نظر کارآمد خواهد بود یا خیر، از آزمون چاو و در صورت استفاده از روش داده‌های پانل، به منظور اینکه مشخص شود کدام روش (اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی) برای برآورد مناسب‌تر است، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. همچنین به دلیل اینکه روش داده‌های تابلویی، ترکیبی از داده‌های سری زمانی و داده‌های مقطعی است، برای بررسی شرط وجود نداشتن خودهم بستگی سریالی از آزمون وولدریج استفاده می‌شود. نتایج حاصل از برآزش مدل در جدول ۱۰ ارائه شده است. نتایج آزمون چاو و هاسمن نشان دهنده برتری استفاده از روش اثرهای مقید در مقابل روش‌های اثرهای تصادفی و ثابت هستند.

جدول (۱۰): تخمین نهایی نقش کاهش در دارائی‌ها در ارزش ایجاد شده برای سهامداران

$CSV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ASS_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CashFlow_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 TOBINQ_{it} + \alpha_6 RETURN_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم-خطی	دوربین واتسون
کاهش در دارائی‌ها	۰.۰۵۹	۰.۶۸	۰.۸۷۱	۰.۳۸۳	۱.۱۱۹	۲۰.۳۰
اندازه شرکت	۰.۰۱۱	۰.۰۱۸	۰.۶۲۰	۰.۵۳۴	۱.۰۷۲	ضریب تعیین
اهرم مالی	-	۰.۱۴۵	-۴.۴۸۹	۰.۰۰۰	۲.۰۷۶	۰.۳۳۴
جریان های نقدی عملیاتی	۱.۰۳۴	۰.۲۳۳	۴.۴۳۸	۰.۰۰۰	۱.۴۹۶	ضریب تعیین تعدیل شده
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-	۰.۰۰۴	-۱.۶۷۱	۰.۰۹۴	۱.۰۶۹	۰.۳۲۷
نسبت کیو-توبین	۰.۲۹۲	۰.۰۴۲	۶.۸۵۵	۰.۰۰۰	۱.۳۹۹	آماره فیشر
بازده سهام	۰.۴۲۷	۰.۰۲۸	۱۴.۸۸۰	۰.۰۰۰	۱.۱۶۷	(۰.۰۰۰)۴۹.۲۴۷
بازده دارایی‌ها	-	۰.۲۸۷	-۱۰.۵۳۸	۰.۰۰۰	۳.۰۰۰	ناهمسانی واریانس
C (عرض از مبدا)	-	۰.۲۷۹	-۰.۶۷۴	۰.۵۰۰	-----	(۰.۰۰۰)۱۶۵۲۵.۱۵
اف لیمر	(۰.۲۰۲)۱.۱۲۷	هاسمن		-----	نوع رگرسیون	پول - اثرات مقید

متغیر دارائی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۳۸۳) و ضریب ۰.۰۵۹ است، از اینرو دارائی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقشی ندارد. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۲۰.۳۰ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برآزش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۳۲۷ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۳۲.۷ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. باتوجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۱۶۵۲۵.۱۵ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

۳-۱ کاهش یا حذف تقسیم سود نقدی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش دارند.

در این فرضیه، برای مشخص کردن آنکه استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مد نظر کارآمد خواهد بود یا خیر، از آزمون چاو و در صورت استفاده از روش داده‌های پانل، به منظور اینکه مشخص شود کدام روش (اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی) برای برآورد مناسب‌تر است، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. همچنین به دلیل اینکه روش داده‌های تابلویی، ترکیبی از داده‌های سری زمانی و داده‌های مقطعی است، برای بررسی شرط وجود نداشتن خودهم بستگی سریالی از آزمون وولدریج استفاده می‌شود. نتایج حاصل از برازش مدل در جدول ۱۱ ارائه شده است. نتایج آزمون چاو و هاسمن نشان دهنده برتری استفاده از روش اثرهای مقید در مقابل روش‌های اثرهای تصادفی و ثابت هستند.

جدول (۱۱): تخمین نهایی نقش کاهش یا حذف تقسیم سود نقدی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران

$CSV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIV_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CashFlow_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 TOBINQ_{it} + \alpha_7 RETURN_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره $F$	سطح معناداری	آزمون هم-خطی	دوربین واتسون
کاهش یا حذف تقسیم سود نقدی	۰.۴۰۸	۰.۰۶۱	۶.۶۷۳	۰.۰۰۰	۱.۱۳۰	۲.۰۱۱
اندازه شرکت	۰.۰۰۸	۰.۰۱۷	۰.۵۰۰	۰.۶۱۷	۱.۰۵۸	ضریب تعیین
اهرم مالی	۰.۴۹۲	۰.۱۴۱	-۳.۴۶۸	۰.۰۰۰	۲.۰۹۶	۰.۳۷۱
جریان های نقدی عملیاتی	۰.۹۲۶	۰.۲۲۱	۴.۱۹۴	۰.۰۰۰	۱.۴۴۷	ضریب تعیین تعدیل شده
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰.۰۰۵	۰.۰۰۴	-۱.۲۲۸	۰.۲۱۹	۱.۰۷۲	۰.۳۶۵
نسبت کیو-توبین	۰.۲۹۹	۰.۰۴۱	۷.۲۸۰	۰.۰۰۰	۱.۴۰۸	آماره فیشر
بازده سهام	۰.۴۶۳	۰.۰۰۲	۱۶.۱۵۸	۰.۰۰۰	۱.۱۹۱	(۰.۰۰۰)۵۷.۸۵۹
بازده دارایی ها	۲.۶۶۷	۰.۲۷۵	-۹.۶۶۸	۰.۰۰۰	۲.۹۵۲	ناهمسانی واریانس
C (عرض از مبدا)	۰.۳۸۹	۰.۲۶۸	-۱.۴۵۲	۰.۱۴۶	-----	(۰.۰۰۰)۱۶۴۱۶.۱۹
اف لیمر	(۰.۱۳۹)۱.۱۶۹	هاسمن		-----	نوع رگرسیون	پول - اثرات مقید

متغیر کاهش یا حذف تقسیم سود نقدی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۰) و ضریب ۰.۴۰۸- است، از اینرو کاهش یا حذف تقسیم سود نقدی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش دارند. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۲.۰۱۱ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۳۶۵ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۳۶.۵ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. باتوجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت- ۱۶۴۱۶.۱۹ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

۲-۳ کاهش خالص بدهی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش دارند.

در این فرضیه، برای مشخص کردن آنکه استفاده از روش داده های پانل در برآورد مدل مد نظر کارآمد خواهد بود یا خیر، از آزمون چاو و در صورت استفاده از روش داده های پانل، به منظور اینکه مشخص شود کدام روش (اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی) برای برآورد مناسب تر است، از آزمون هاسمن استفاده می شود. همچنین به دلیل اینکه روش داده های تابلویی، ترکیبی از داده های سری زمانی و داده های مقطعی است، برای بررسی شرط وجود نداشتن خودهم بستگی سریالی از آزمون وولدریج استفاده می شود. نتایج حاصل از برآزش مدل در جدول ۱۲ ارائه شده است. نتایج آزمون چاو و هاسمن نشان دهنده برتری استفاده از روش اثرهای مقید در مقابل روش های اثرهای تصادفی و ثابت هستند.

جدول (۱۲): تخمین نهایی نقش کاهش خالص بدهی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران

$CSV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NDEB_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CashFlow_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 TOBINQ_{it} + \alpha_6 RETURN_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم-خطی	دوربین واتسون
کاهش خالص بدهی	۰.۰۸۰	۰.۰۵۱	۱.۵۵۷	۰.۱۱۹	۱.۱۱۴	۲.۰۲۸
اندازه شرکت	۰.۰۰۵	۰.۰۱۸	۰.۲۷۲	۰.۷۸۵	۱.۰۸۹	ضریب تعیین
اهرم مالی	۰.۶۹۸	۰.۱۴۶	-۴.۷۶۴	۰.۰۰۰	۲.۱۴۸	۰.۳۷۱
جریان های نقدی عملیاتی	۱.۱۵۲	۰.۲۲۹	۵.۰۲۶	۰.۰۰۰	۱.۴۶۸	ضریب تعیین تعدیل شده
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰.۰۰۷	۰.۰۰۳	-۱.۷۹۵	۰.۰۷۳	۱.۰۶۸	۰.۳۳۲
نسبت کیو-توبین	۰.۲۸۷	۰.۰۴۲	۶.۷۳۶	۰.۰۰۰	۱.۴۰۲	آماره فیشر
بازده سهام	۰.۴۳۲	۰.۰۲۸	۱۴.۹۷۱	۰.۰۰۰	۱.۱۶۴	(۰.۰۰۰)۵۰.۱۷۹
بازده دارایی ها	۳.۱۵۹	۰.۲۷۸	-۱۱.۳۳۳	۰.۰۰۰	۲.۸۷۴	ناهمسانی واریانس
C (عرض از مبدا)	-	۰.۲۷۹	-۰.۳۳۳	۰.۷۳۸	-----	(۰.۰۰۰)۱۶۱۶۴.۶۶
اف لیمر	(۰.۱۴۹)۱.۱۶۱	هاسمن		-----	نوع رگرسیون	پول - اثرات مقید

متغیر کاهش خالص بدهی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰.۱۱۹) و ضریب ۰.۰۸۰ است، از اینرو کاهش خالص بدهی در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقشی ندارد. آماره دوربین-واتسون با مقدار ۲.۰۲۸ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برآزش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۳۳۳ درصد است که نشان می دهد متغیر وابسته ۳۳.۳ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می باشد. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۱۶۱۶۴.۶۶ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

۳-۳ افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش دارند. در این فرضیه، برای مشخص کردن آنکه استفاده از روش داده های پانل در برآورد مدل مد نظر کارآمد خواهد بود یا خیر، از آزمون چاو و در صورت استفاده از روش داده های پانل، به منظور اینکه مشخص شود کدام روش ( اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی) برای برآورد مناسب تر است، از آزمون هاسمن استفاده می شود. همچنین به دلیل اینکه روش داده های تابلویی، ترکیبی از داده های سری زمانی و داده های مقطعی است، برای بررسی شرط وجود نداشتن خودهم بستگی سریالی از آزمون وولدریج استفاده می شود. نتایج حاصل از برآزش مدل در جدول ۱۳ ارائه شده است. نتایج آزمون چاو و هاسمن نشان دهنده برتری استفاده از روش اثرهای مقید در مقابل روش های اثرهای تصادفی و ثابت هستند.

جدول (۱۳): تخمین نهایی نقش افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام در ارزش ایجاد شده برای سهامداران

$CSV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NEQU_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CashFlow_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 TOBINQ_{it} + \alpha_6 RETURN_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره $t$	سطح معناداری	آزمون هم-خطی	دوربین واتسون
افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام	۰.۴۵۹ -	۰.۰۵۵	-۸.۲۶۰	۰.۰۰۰	۱.۳۸۴	۲۰.۳۴
اندازه شرکت	۰.۰۲۷	۰.۰۱۷	۱.۵۹۱	۰.۱۱۱	۱.۰۶۲	ضریب تعیین
اهرم مالی	۰.۷۵۸ -	۰.۱۴۲	-۵.۳۲۰	۰.۰۰۰	۱.۹۹۷	۰.۳۸۶
جریان های نقدی عملیاتی	۰.۷۹۰	۰.۲۲۵	۳.۵۰۶	۰.۰۰۰	۱.۴۷۵	ضریب تعیین تعدیل شده
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰.۰۰۰۷ -	۰.۰۰۴	-۱.۶۵۱	۰.۰۹۹	۱.۰۷۶	۰.۳۸۰
نسبت کیو-توبین	۰.۳۲۶	۰.۰۴۱	۷.۸۰۵	۰.۰۰۰	۱.۴۵۴	آماره فیشر
بازده سهام	۰.۴۸۸	۰.۰۲۹	۱۶.۷۶۸	۰.۰۰۰	۱.۲۳۹	۶۱۶.۰۳ (۰.۰۰۰)
بازده دارایی ها	۲.۶۰۶ -	۰.۲۷۶	-۹.۴۲۰	۰.۰۰۰	۲.۹۴۲	ناهمسانی واریانس
C (عرض از مبدا)	۰.۲۴۳ -	۰.۲۶۳	-۰.۹۲۲	۰.۳۵۶	----	۱۶۱۶۶.۵۴ (۰.۰۰۰)
اف لیمر	۱.۰۲۰ (۰.۴۳۲)	هاسمن	----	نوع رگرسیون	پول - اثرات مقید	

متغیر افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۰) و ضریب ۰.۴۰۸- است، از اینرو افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام در ارزش ایجاد شده برای سهامداران نقش دارند. آماره دوربین- واتسون با مقدار ۲۰.۳۴ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برآزش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰.۳۸۰ درصد است که نشان می دهد متغیر وابسته ۳۸ درصد به متغیرهای موجود در مدل وابسته است. با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده

می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت- ۱۶۱۶۶.۵۴ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

### بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش بررسی نقش اسراتژی‌های تجدید ساختار در ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای دستیابی به این هدف نمونه‌ای متشکل از ۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ در نظر گرفته شد. در ادامه داده‌های مربوط به مدل‌های پژوهش گردآوری شده و با استفاده از نرم‌افزار Excel مرتب‌سازی شده و محاسبات اولیه بر روی داده‌های خام جهت رسیدن به متغیرهای اصلی پژوهش انجام پذیرفت. داده‌های نهایی جهت تجزیه و تحلیل بر اساس مدل‌های عملیاتی شده پژوهش به نرم‌افزار Eviews منتقل شدند. پس از آن و قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش و پردازش نهایی مدل‌ها به بررسی و تحلیل آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش پرداخته شد. با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در این پژوهش از نوع داده‌های ترکیبی بود، لذا با استفاده از آزمون‌های تشخیصی انتخاب روش برازش همچون آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، اقدام به انتخاب روش برازش مناسب برای مدل مربوط به هر یک از فرضیه‌های پژوهش گردید. نتایج آزمون اف لیمر در تمام مدل‌های پژوهش حاکی از آن است که سطح معنی‌داری این آزمون بیشتر از ۰.۰۵ بود لذا نوع رگرسیون در این فرضیه پول- اثرات مقید می‌باشد. آماره دوربین- واتسون با مقدار در بازه ۱.۵ تا ۲.۵ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. همچنین با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

### پیشنهادات

با توجه به یافته‌های پژوهش و مبانی نظری مورد مطالعه و با عنایت به اهداف، و ضمن تایید فرضیه‌های پژوهش پیشنهادها زیر در راستای فرضیات تایید شده قابل ارائه است.

- براساس نتایج پژوهش، مشاهده می‌شود بین کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته در ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه منفی وجود دارد لذا با افزایش نسبت بهای تمام شده ارزش ایجاد شده برای سهامداران کاهش می‌یابد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود به هنگام اخذ تصمیمات مالی شرکت به نسبت بهای تمام شده به فروش توجه شود.
- براساس نتایج پژوهش، مشاهده می‌شود بین افزایش سرمایه از طریق انتشار اوراق سهام در ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه منفی وجود دارد. که امر شاید ناشی از این باشد که هزینه تامین مالی از محل سهامداران بیشتر از تامین مالی از طریق بدهی است که در نهایت موجب کاهش ارزش ایجاد شده برای سهامداران خواهد شد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود به هنگام اخذ تصمیمات مالی شرکت به میزان خالص حقوق صاحبان سهام در تعیین ارزش ایجاد شده برای سهامداران توجه شود.

- براساس نتایج پژوهش، مشاهده می‌شود بین کاهش یا حذف تقسیم سود نقدی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه منفی وجود دارد. مزیت تقسیم سود اعطای وجه به سهامداران در راستای ارزش‌های ایجاد شده به آنهاست لذا به هنگام تقسیم سود طبیعی است که ارزش ایجاد شده برای سهامداران نیز کاهش یابد. که این مهم موجب جبران بخش کاهش ارزش ایجاد شده نیز محسوب می‌شود.

#### محدودیت های پژوهش

در فرآیند پژوهش علمی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل محقق می‌باشد، ولی به طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار دهد. برخی از این محدودیت‌ها ذاتی و برخی ناشی از شرایط محیطی و محدودیت های زمانی پژوهش می‌باشد.

- نخستین محدودیت ویژگی خاص تحقیق نیمه تجربی است که در حوزه علوم اجتماعی متداول است. به بیان دیگر عدم امکان بی‌اثر کردن متغیرهای دیگری که کنترل آنها خارج از دسترس محقق است و امکان تاثیر گذاری آنها بر نتایج پژوهش منتفی نیست. متغیر هایی مانند شرایط سیاسی، وضعیت بازار سرمایه، عمر شرکت‌ها، تحصیلات و تجربه مدیران شرکت‌ها و غیره،
- از آنجایی که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورتهای مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است؛ در صورت تعدیل اطلاعات صورتهای مالی برای تورم ممکن است نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی باشد.
- عدم امکان دسترسی مناسب و کامل به اطلاعات دقیق در مورد مدیر عامل شرکت از محدودیت‌های اساسی این پژوهش بوده است. بخصوص اینکه برای دستیابی به اطلاعات در این زمینه می‌بایست به یادداشت‌های همراه صورتهای رجوع کرد و اطلاعات بدست آمده از این رهگذر معمولاً سلیقه‌ای و به شکلی ناهماهنگ و گه‌گاه غیردقیق ارائه می‌شود.
- نمونه‌گیری در این تحقیق (با توجه در دسترس بودن اطلاعات)، محدود به ۹۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است، لذا برای تعمیم نتایج آن به سایر شرکت‌ها باید جانب احتیاط رعایت شود.

#### منابع

- ✓ احدیان پور پروین، دنیا، (۱۳۹۰)، رابطه شاخص های ارزیابی عملکرد با ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت های رشدی و ارزشی، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۴، شماره ۴، صص ۸۹-۱۰۹.
- ✓ اردکانی، سعید، ایزدی، مینو، ایزدی، فاطمه، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده اقتصادی با توجه به شدت رقابت در بازار محصول در صنعت (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۱، شماره ۲۰، صص ۷۳-۸۸.
- ✓ امیری، عبدالله، سعیدی، پرویز، پورشهبابی، فرشید، بهرام زاده، حسینعلی، (۱۳۹۹)، بررسی رابطه بحران مالی، چرخه عمر و استراتژی های تجدید ساختار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۱۳، شماره ۴۷، صص ۷۳-۸۶.

- ✓ بادآورنهدی، یونس، حشمت، نساء، (۱۳۹۷)، اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهامداران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، دوره ۱۱، شماره ۳۸، صص ۹۳-۱۰۸.
- ✓ برادران حسن زاده، رسول، بادآور نهدی، یونس، حسین بابایی، قادر، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۲، صص ۱-۱۶.
- ✓ حاجیها، زهره، شاکری، عبدالرضا، (۱۳۹۸)، حاکمیت شرکتی، افشای مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۴۴، صص ۱۷۵-۱۹۲.
- ✓ حساس‌یگانه، یحیی، مولودی، عبدالله، (۱۳۹۰)، رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران، مطالعات مدیریت صنعتی، دوره ۹، شماره ۲۳، صص ۲۳۳-۲۶۱.
- ✓ حیدری، مهدی، منصورفر، غلامرضا، قاسم‌زاده، مرتضی، (۱۳۹۷)، عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه و نقش تعدیل‌گری درماندگی مالی؛ رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۱۰، شماره ۲، صص ۲۳-۴۴.
- ✓ دموری، داریوش، هژبری، فرحناز، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر چرخه عمر بر تجدید ساختار شرکت در شرایط درماندگی مالی، دانش حسابداری، دوره ۱۰، شماره ۲، صص ۱۱۳-۱۳۵.
- ✓ رضایی، فرزین، عباس نژاد، شکوفه، (۱۳۹۱)، ارائه الگوی ارزیابی ارزش ایجادشده برای سهامداران با استفاده از الگوی سرمایه فکری و سود مازاد، چشم انداز مدیریت مالی و حسابداری، دوره ۲، شماره ۶، صص ۹۳-۱۰۹.
- ✓ رضایی، فرزین، پیری، عبدالله، (۱۳۹۰)، تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت‌ها، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۳، شماره ۱۱، صص ۱۵۵-۱۷۴.
- ✓ زهرودی، فریبا، خدای پور، احمد، پورحیدری، امید، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین مراحل مختلف چرخه عمر با تجدید ساختار شرکت‌های درمانده مالی، پایان نامه تحصیلی برای دریافت درجه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر کرمان، بخش حسابداری.
- ✓ گل ارضی، غلامحسین، ملکی مین باش رزگاه، مرتضی، شهریار، مهری، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر بازارگرایی شرکت بر ارزش ایجاد شده سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران، دو فصلنامه راهبردهای بازرگانی دانشگاه شاهد، دوره ۷، شماره ۲۳، صص ۴۵-۵۶.
- ✓ عبدالباقی عطاآبادی، عبدالمجید، میرلوحی، سیدمجتبی، (۱۳۹۸)، چرخه عمر، درماندگی مالی و استراتژی‌های تجدید ساختار (شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۱۱، شماره ۱، صص ۲۲۱-۲۵۱.
- ✓ محمدزاده‌سالطه، حیدر، ابیضی، عیسی، محبعلی پور، مهدی، (۱۳۹۹)، تأثیر سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۶، صص ۲۰۳-۲۳۲.
- ✓ ولیان، حسن، عبدلی، محمدرضا، استاد هاشمی، علی، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر حساسیت تجدید ارزیابی دارایی‌ها بر اهرم مالی هدف شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، مجله راهبرد مدیریت مالی دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی دانشگاه الزهراء، دوره ۶، شماره ۲۰، صص ۱۱۵-۱۴۲.
- ✓ Abdullah S(2006) " Directors remuneration, firms performance and corporate governance in Malaysia among distressed companies" Corporate Governance VOL. 6 NO. 2, Available at: www.emeraldinsight.com.
- ✓ Atanassov, J., Kim, H., (2009). Labor And Corporate Governance: International Evidence From Restructuring Decisions. The Journal of Finance 64, 341-373..



- ✓ Bibeault, D.B. (1998). Corporate turnaround: How managers turn losers into winners! Beard Books .
- ✓ Dencker John .c and Chichun. Fang. (2010). Corporate Restructuring and Wage Dynamics. School of labor and Employment Relations University of Illinois. April, 2010
- ✓ Denis, D., & Kruse, T. (2000). Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines. *Journal Financ Econ*, 55(2), 391–424.
- ✓ Finlay, William,(2015) An analysis of firm life cycle and financial distress: Evidence from UK divestitures Submitted for the award of Ph.D. Department of Accounting and Finance, University of Strathclyde
- ✓ El Mir, Ali and Seboui, Soad. (2008)."Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value" .*Corporate Governance VOL. 8 NO. 1*(pp. 46-58) Available at: [www.emeraldinsight.com](http://www.emeraldinsight.com)
- ✓ Hofer, C.W. (1980). Turnaround strategies. *Journal of Business Strategy*, 1(1), 19-31 .
- ✓ Koh, S., Durand, R.B., Dai, L., Chang, M. (2018). Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19-33..
- ✓ Li-Hsing and Tsai, Chen-Cheng (2018). A model constructed to evaluate sustainable operation and development of state-owned enterprises after restructuring. *Sustainability*.10(4), 2-11.
- ✓ Ramdas, R., Kumar, J. (2014). Effect of corporate restructuring on shareholder's value in the information technology sector. *International Review of Research in Emerging Markets and the Global Economy*, 1(1), 33-39 .
- ✓ Recardo Ronald J. (2013), *Global Business and Organizational Excellence*. January
- ✓ Slatter, S. (1984). *Corporate recovery: successful turnaround strategies and their implementation*. Middlesex, Penguin, Harmondsworth, UK .
- ✓ Schweizer, Lars and Nienhaus, Andreas. (2017). Corporate distress andturnaround: Integrating the literature and directing future research, *Business Research*, 10 (1), 3–47..
- ✓ Schendel, D., Patton, G.R., Riggs, J. (1976). Corporate turnaround strategies-study of profit decline and recovery. *Journal of General Management*, 3(3), 3-11 .
- ✓ Sudarsanam, S., Lai, J. (2001). Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*, 12 (3), 183-199.