

تأثیر سرمایه‌سازمانی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شیما اکبری

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد گچساران، دانشگاه آزاد اسلامی، گچساران، ایران. (نویسنده مسئول).
shima.akbari1394@gmail.com

دکتر محسن احمدی

استادیار گروه حسابداری، واحد گچساران، دانشگاه آزاد اسلامی، گچساران، ایران.
mohsantarh@yahoo.com

چکیده

ارزش‌گذاری شرکت‌ها، از ضروریات برنامه‌ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران است. ارزش‌گذاری نمایشگر چگونگی تأثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها است. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به‌سزایی دارد. سرمایه‌سازمانی (ساختاری) موجب ارتباط اجرایی، بهبود روند تجاری، افزایش درآمد، کاهش هزینه و بهبود کیفیت می‌گردد. سرمایه‌سازمانی به عنوان یک منبع هوشمند رقابتی تلقی می‌گردد، که در نهایت چرخه تولید را کوتاه کرده و ظرفیت سازمان را افزایش می‌دهد. از این رو هدف پژوهش بررسی این موضوع است که آیا سرمایه‌سازمانی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟ جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ هست که بعد از اعمال محدودیت‌ها ۱۰۵ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد که نتایج تحلیل فرضیه تحقیق نشان داد که سرمایه‌سازمانی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنادار و مثبتی دارد.

واژگان کلیدی: سرمایه‌سازمانی، سرمایه‌فکری، ارزش شرکت.

مقدمه

ارزش‌گذاری شرکت‌ها، از ضروریات برنامه‌ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران است. ارزش‌گذاری نمایشگر چگونگی تأثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها است. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به‌سزایی دارد. اگر شرکت در ایجاد ارزش موفق باشد، نه تنها سرمایه‌گذاران و افراد داخلی شرکت‌ها بلکه در سطح وسیع‌تر، جامعه از ایجاد ارزش بهره‌مند خواهد شد (ایزدی نیا، ۱۳۹۷). همچنین ارزش شرکت ناشی از درک سرمایه‌گذار از شرکت است که منجر به قیمت سهام در بازار شده است (ماهونی^۱، ۲۰۲۰).

تحلیلگران مالی، شرکت‌های تأمین مالی و مشاوران مالی اغلب در محاسبه ارزش شرکت‌ها اشتباه می‌کنند. برخی از این خطاها عبارتند از (فانی، ۱۳۹۸):

¹ Mahogany

الف) محاسبه اشتباه میانگین موزون هزینه سرمایه؛ برای محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه، توسعه ارزش خالص و بدهی باید در نظر گرفته شود. استفاده از نرخ مالیات رسمی به جای نرخ مالیات موثر در شرکت های دارای اهرم، یکی دیگر از اشتباهات محاسبه است.

ب) طرز تلقی نادرست از ریسک کشور؛ عدم توجه به ریسک کشور، که بخشی از ریسک سیستماتیک است، معمولاً منجر به نتایج اشتباه در تعیین ارزش شرکت می شود. درک نادرست از ریسک کشور به اشکال مختلف خود را نشان می دهد. از جمله این موارد می توان به عدم توجه به این خطر اشاره کرد. ریسک سیستماتیک این عامل اغلب به دلیل پیچیدگی محاسبه ریسک کشور نادیده گرفته می شود. یکی دیگر از اشتباهاتی که اغلب در این مورد انجام می شود این است که بنای محاسبه شده با اطلاعات تاریخی را به جای خطر کشور قرار می دهیم.

پ) محاسبه نادرست جریان نقدی؛ جریان نقدی به عنوان ورودی اصلی در محاسبه ارزش شرکت در رویکرد تخفیف جریان نقدی بسیار مهم است. اگر در محاسبه این ضریب دقت کافی محاسبه نشود، محاسبه ارزش شرکت با خطاهای زیادی همراه خواهد بود.

ت) خطا در ارزشگذاری شرکت های فصلی؛ بسته به نوع فعالیت شرکت ها در فصول مختلف سال دارای میانگین بدهی و میانگین سرمایه در گردش متفاوت هستند که در محاسبه ارزش شرکت باید مورد توجه قرار گیرد.

بعد سازمانی در سرمایه فکری به صورت سرمایه سازمانی (ساختاری) تعریف می گردد. سرمایه سازمانی به صورت مجموعه ای از دارایی هایی تعریف می شود که توانایی خالقیت سازمان را ممکن می سازد. مأموریت شرکت، چشم انداز، ارزش های اساسی و استراتژی ها و سیستم های کاری و فرایندهای درونی یک شرکت می توان در زمره این نوع دارایی ها شمرده شود. سرمایه سازمانی یکی از اصول زیر بنایی برای خلق سازمان های یاد گیرنده است حتی اگر کارکنان یک سازمان دارای توانایی ها و قابلیت های کافی و بالایی باشد، اگر ساختار سازمانی آن از یک سری قوانین و سیستم های ضعیفی تشکیل شده باشد نمی توان از این قابلیت و استعداد های کارکنان برای خلق ارزش و داشتن عملکرد خوب سازمانی استفاده کرد. البته باید این نکته را خاطر نشان کرد که اگر سازمان سرمایه گذاری شدیدی بر روی تکنولوژی نماید ولی کارکنان توانایی استفاده از این تکنولوژی را نداشته باشند، این سرمایه گذاری و به تبع آن سرمایه سازمانی مفید و موثر نخواهد بود. سرمایه سازمانی (ساختاری) موجب ارتباط اجرایی، بهبود روند تجاری، افزایش درآمد، کاهش هزینه و بهبود کیفیت می گردد. سرمایه سازمانی به عنوان یک منبع هوشمند رقابتی تلقی می گردد، که در نهایت چرخه تولید را کوتاه کرده و ظرفیت سازمان را افزایش می دهد (محموظی و همکاران، ۱۳۹۷). سرمایه سازمانی به عنوان یکی از ابعاد سرمایه فکری ممکن است یکی دیگر از عوامل اثرگذار بر چسبندگی هزینه باشد. ادوینسون و مالون (۱۹۹۷) سرمایه سازمانی را به عنوان سخت فزار، نرم افزار، پایگاه داده ها، ساختار سازمانی، علایم تجاری و توانایی های سازمانی که حامی بهره وری کارکنان است تعریف می نمایند (علی احمدی و همکاران، ۱۳۹۴) از این رو چنین استنباط می شود که سرمایه سازمانی در برگیرنده سرمایه گذاری در دارایی های نامشهودی است که بعضاً به عنوان منابع مالی در ترازنامه گزارش نمی شوند (علی احمدی و همکاران، ۱۳۹۴) از این رو هدف پژوهش بررسی این موضوع است که آیا سرمایه سازمانی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

در ادامه، مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه های پژوهش، روش شناسی پژوهش (شامل نحوه انتخاب شرکت های مدنظر و نیز الگوها و متغیرهای پژوهش)، یافته های پژوهش و در پایان، نتایج و پیشنهادها ارائه شده است.

**مبانی نظری
ارزش شرکت**

ارزش یک دارایی، واقعی یا مالی، بستگی به میزان حصول خواسته ها و نیازهای افراد دارد. کلید موفقیت در سرمایه گذاری و مدیریت دارایی ها درک ارزش و منابعی است که بر ارزش آن دارایی تأثیر می گذارد. همه دارایی ها قابل ارزیابی هستند. اما ارزش گذاری برخی دارایی ها آسان تر و برخی پیچیده تر است. مفهوم ارزش آنقدرها هم ساده نیست که گروهی از مردم فکر می کنند. ارزش هر دارایی به عوامل مختلفی بستگی دارد مانند شخصی که ارزش گذاری برای او انجام شده است، نوع ارزش مورد سنجش، هنگام برآورد ارزش و هدف از ارزش گذاری. ارزش یا مطلوبیت دارایی های یک شرکت به توانایی آن در ایجاد جریان نقدینگی در یک دوره زمانی بستگی دارد. برای تعیین ارزش دارایی ها از مفاهیم مختلفی استفاده می شود که عبارتند از: ارزش دفتری، ارزش بازار، ارزش با فرض تداوم فعالیت، ارزش با فرض انحلال شرکت و ارزش ذاتی سهام شرکت. هر یک از این مفاهیم کاربرد خاص خود را دارد و بستگی به این دارد که ارزش هر یک از دارایی های شرکت تعیین شود یا ارزش شرکت در کل (بیگی، ۱۳۹۸).

به طور کلی ارزش شرکت از دو عامل مشتق می شود (دارایی و حبیب زاده، ۱۳۹۵):

اول: توانایی دریافت بازده سرمایه مورد استفاده، به طوری که این بازده بیشتر از میانگین موزون هزینه سرمایه است. دوم: توانایی رشد، به عبارت دیگر، این بازده و رشد منجر به جریان نقدینگی می شود و در نتیجه برای شرکت ارزش ایجاد می کند. مشکل اصلی در ارزش یابی عدم وجود مدل نیست بلکه انتخاب بهترین مدل است. بنابراین، در گام اول، عواملی که منجر به انتخاب روش ارزش گذاری مناسب می شود، باید مشخص شود. از جمله عوامل اثرگذار بر انتخاب روش مناسب می توان موارد زیر را نام برد (همان منبع):

ویژگی دارایی ها یا نوع کسب و کار

رویکردی که برای ارزشگذاری انتخاب می شود به قابلیت نقدینگی دارایی، توانایی تولید جریان نقدی و منحصر به فرد بودن آن وابسته است.

قابلیت نقدینگی دارایی

استفاده از روش نقدینگی و هزینه جایگزین برای شرکتهایی مناسب است که دارایی های قابل تفکیک دارند و قابل فروش در بازار هستند. جدایی به این معنی است که جزء لاینفک یک نام تجاری نیست.

توانایی تولید جریان نقدی

از حیث توانایی تولید جریان نقد دارایی ها به سه گروه طبقه بندی می شوند:

الف) دارایی هایی که هم جریان نقدی دارند و هم توانایی ایجاد جریان نقدینگی در آینده را دارند. برای تخمین ارزش این دارایی ها از مدل تخفیف جریان نقدی و مدل های ارزش گذاری نسبی (ضرایب فروش) استفاده می شود.

ب) دارایی هایی که در حال حاضر جریان نقدینگی ندارند اما انتظار می رود در آینده تحت شرایط خاصی جریان نقدی کافی داشته باشند. از مدل تخفیف جریان نقدی برای ارزش گذاری این دارایی ها استفاده می شود. از آنجا که ایجاد جریان نقدی در آینده به شرایط متفاوتی بستگی دارد، ارزش گذار باید شرایط مختلف را برآورد کرده و ارزش مناسب دارایی را با توجه به آنها بدست آورد.

ج) دارایی هایی که نمی توان انتظار داشت جریان نقدی ایجاد کنند. از آنجا که انتظار نمی رود جریان نقدی از این نوع دارایی به هیچ وجه ایجاد شود، تنها روشی که برای ارزش گذاری این نوع دارایی مورد استفاده قرار می گیرد، مدل های ارزیابی نسبی است.

منحصر به فرد بودن دارایی

اگر دارایی منحصر به فرد است و دارایی های مشابه در بازار مشابه یافت نمی شود، باید از روشهای تنزیل جریان نقدینگی استفاده کرد، در غیر این صورت باید از مدل های نسبی ارزیابی استفاده کرد. هنگام استفاده از روش نقدینگی

دارایی، در حال حاضر بر ارزش دارایی تاکید می شود (افق زمانی بسیار کوتاه)، اما استفاده از روش تخفیف جریان نقدی به معنای داشتن یک دید بلند مدت است.

رفتار سازمانی

سرمایه فکری موضوع جدیدی است که به لحاظ نظری و در چند سال اخیر در سطح جهانی مطرح شده است. اما از آنجایی که منبع پر ارزش برای کشورها و سازمان ها به حساب می آید میزان رشد و توسعه آن به سرعت در حال تبدیل شدن به شاخص توسعه یافتگی کشورها است. از سوی دیگر این منبع نامشهود به عنوان یکی از ارزشمندترین منابع شرکت ها و سرمایه ای کلیدی در حال رشد کارآفرینی مطرح گردیده است. از این رو امروزه ضرورت توسعه و مدیریت سرمایه فکری به یک الزام جدید در سطح کلان ملی و در عرصه کسب و کار تبدیل شده است بنابراین سرمایه فکری نوعی دارایی محسوب می شود. دانش چیز جدیدی نیست اما پذیرش آن به عنوان سرمایه شرکت، امری جدید است (تامس و لارنس^۱، ۲۰۰۰). تغییر جهت اقتصاد در سطح جهانی از بخش تولید به بخش خدمات و اقتصاد مبتنی بر منابع نامشهود سبب افزایش چشمگیر توجه به دانش و سرمایه فکری و توانایی آن در عملکرد شرکت ها شده و ارتباط بین بازده مالی و عملکرد شرکت ها شده و ارتباط بین بازده مالی و عملکرد شرکت ها در اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه بسیار مورد توجه قرار گرفته است. واژه های ناشمهود دارایی ها و سرمایه فکری به طور وسیعی در ادبیات حسابداری، اقتصاد و مدیریت مورد استفاده می باشد ولی ارزش بالقوه و منافع آتی آنان به طور قابل اتکا قابل اندازه گیری و سنجش نمی باشد. به طور کلی بهره وری در شرکت ها وابسته به سرمایه فکری و قابلیت های سازمان در بکارگیری آن به عنوان یک دارایی است. انقلاب دیجیتال، در اقتصاد باعث پیدایش مفاهیم نوین از جمله اقتصاد فراماده و اقتصاد بی وزن و اقتصاد نرم افزاری شده و این مفاهیم به نوعی حکایت از آن دارد که عامل محرک اقتصاد دیگر ماده نیست، بلکه چیزی است بی وزن و غیرمادی مانند اطلاعات و دانایی در ادبیات مدیریت استراتژیک تحقیقات بسیاری در خصوص منابع شرکت و مزیت رقابتی پایدار صورت گرفته است. سرمایه فکری شامل منابع غیرفیزیکی، ارزش های مرتبط با قابلیت های نیروی انسانی منابع سازمان فرآیند عملیات و ارتباطات با ذینفعان است. در شرایط سازمانی امروز، توجه به دانش و مهارت نیروی انسانی ارتباطات و فرهنگ سازمان از جمله مهمترین عوامل برای مزیت رقابتی و عملکرد شرکت ها است (محموظی و همکاران، ۱۳۹۷).

سرمایه فکری شامل سرمایه انسانی سازمانی و سرمایه ارتباطی می باشد. به طور کلی سرمایه های انسانی هر شب به خانه هایشان باز میگردند و وظیفه مدیران ساخت دارایی های دانشی است که شب به شب باز نمی گردند. این مهم می تواند از طریق سرمایه سازمانی که شامل فناوری ها، شبکه های داده ها، انتشارات، فرایندها و سازمان می شود انجام شود (برون^۲، ۲۰۰۲).

سرمایه سازمانی محیطی ایجاد می کند که دانش از طریق آن خلق و آماده ورود به بازار می شود. ایجاد بانک دانش امکان استفاده دوباره دانش را می دهد. سرمایه ساختاری یک سازمان باید نقشه و راهنمایی برای دارایی های سرمایه منابع انسانی تنها در صورتی که زیر ساختهای پشتیبان مورد نظر وجود داشته باشد می تواند برای شرکت ارزشمند باشند. بدون این زیر ساخت و شالوده (سرمایه سازمانی) پتانسیل کمی جهت استفاده مفید از سرمایه انسانی وجود دارد. (محموظی و همکاران، ۱۳۹۷).

¹ Tams and Larens

² Brown

پیشینه تحقیق

بن^۱ (۲۰۲۰) پژوهشی را با عنوان بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت در ویتنام انجام داد. نتایج نشان می دهد که شرکت های با سهام دولتی نسبتاً بالاتر یا شرکت هایی که دولت ۵۰ درصد یا بیشتر از سهام آن ها را در اختیار دارد، از هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری در مقایسه با بقیه شرکت ها برخوردار هستند و در نتیجه این شرکت ها از ارزیابی و سودآوری بالاتری برخوردارند. همچنین مالکیت دولتی بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.

ویتالا و استفان^۲ (۲۰۲۰) پژوهشی را با عنوان بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر ارزش شرکت در ۴۸۱ شرکت در طی سال های ۲۰۱۰-۲۰۱۷ در اروپا با استفاده از روش های آماری تحلیل همبستگی و رگرسیون مقطعی به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر ارزش شرکت پرداختند. این تحقیق به روش استقرایی انجام شده است. نتایج تحقیق آن ها بیانگر این مطلب بود که ارتباط مثبت و معناداری بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت وجود دارد.

مایکلی^۳ (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت در ۳۲۰ شرکت در طی سال های ۲۰۱۶-۲۰۱۲ در اندونزی با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ارزش شرکت پرداخت. نتایج حاصل از تحقیق آنان حاکی از آن بود که بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد.

کیو و همکاران^۴ (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت در ۱۳۰ شرکت در طی سال های ۲۰۰۷-۲۰۱۱ در اتریش با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره به بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت پرداختند. نتایج حاکی از این بود که ارتباط مثبت و معناداری بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت وجود دارد.

گرگوریو و همکاران^۵ (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت در ۲۱۷ شرکت در طی سال های ۲۰۱۳-۲۰۱۷ در شرکت استرالیایی با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه به بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد که رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت وجود دارد.

ونیرس و ولیسماس^۶ (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان سرمایه سازمانی، رفتار چسبنده هزینه های فروش عمومی و اداری انجام دادند. آن ها این آزمون را بر اساس مشاهدات ۵۵۷۶۹ سال- شرکت آمریکایی در طی سال های ۱۹۷۹-۲۰۰۹ انجام دادند. در نهایت به این نتیجه رسیدند که شرکت هایی که سرمایه سازمانی بالایی دارند رفتار چسبنده هزینه فروش عمومی و اداری بیشتری از خود نشان می دهند.

باقری و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت در ۱۰۱ شرکت در طی سال های ۱۳۹۷-۱۳۹۱ با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات و داده های ترکیبی به بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج مطالعه آن ها نشان می دهد که بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

¹ Ben

² Vintala and Stephen

³ Michael

⁴ Kyo et al

⁵ Gregorio et al

⁶ Venieris and Vilsmas

یوسفی و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی را با عنوان بررسی تأثیر هزینه حقوق صاحبان سهام بر ارزش شرکت روی ۲۳۰ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۶ - ۱۳۹۰ با استفاده از روش‌های آماری تحلیل همبستگی و رگرسیون مقطعی انجام دادند. در این تحقیق به بررسی هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

محموظی و همکاران (۱۳۹۷) در بررسی سرمایه‌سازمانی و رفتار چسبیده هزینه‌های فروش، عمومی و اداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ و با نمونه مشتمل بر ۷۵ شرکت به این نتیجه رسیدند که بین سرمایه‌سازمانی و چسبندگی هزینه‌های فروش، عمومی و اداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

احمدی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان ارزیابی نقش سرمایه‌سازمانی بر چسبندگی هزینه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ به این نتیجه رسیدند که بین سرمایه‌سازمانی و چسبندگی هزینه‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد یعنی با افزایش سرمایه‌سازمانی چسبندگی هزینه‌ها نیز افزایش پیدا می‌کند.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: سرمایه‌سازمانی بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی است با توجه به اینکه این پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد از نوع پژوهش کاربردی محسوب می‌شود؛ برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و برای گردآوری داده‌های موردنظر از ماهنامه‌های بورس و سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم‌افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز استفاده شده است. برای آماده‌سازی اطلاعات از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است و به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ هست. در این پژوهش، برای تعیین نمونه آماری از روش غربالگری استفاده شد: بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود در پایان سال، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و شرکت باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند: شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به انتهای اسفندماه ختم می‌شود، جزء شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و واسطه‌گری‌های مالی و مؤسسات تأمین مالی نباشند، شرکت‌هایی که در طی دوره موردنظر تغییر سال مالی نداشته باشند و شرکت‌هایی که اطلاعات مالی موردنیاز آن‌ها جهت سنجش متغیرها در دسترس باشند. بعد از اعمال این شرایط ۱۰۵ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد.

متغیر وابسته

ارزش شرکت

ارزش شرکت (FV): برای محاسبه ارزش شرکت مطابق با پژوهش رسائیان (۱۳۸۸)، از معیار ارزش افزوده اقتصادی استفاده شده است.

ارزش افزوده اقتصادی (EVA SCORE): برآوردی از میزان سود اقتصادی یک شرکت است که به صورت رابطه زیر بیان می شود.
رابطه (۱):

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACC_t * CAPITAL_{t-1})$$

EVA_t = ارزش افزوده اقتصادی.

$NOPAT_t$ = سود عملیاتی بعد از کسر مالیات.

$WACC_t$ = میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه.

$CAPITAL_{t-1}$ = جمع حقوق صاحبان سهام به علاوه بدهی های بهره دار در سال قبل.

محاسبه میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه به شرح زیر است:

$$WACC = (w_e * k_e) + (w_s * k_s) + (w_d * k_d)$$

با توجه به فرمول ذکر شده، میانگین هزینه سرمایه از دو جزء اصلی نرخ هزینه منابع (ki) و وزن منابع (wi) تشکیل شده است. با بررسی صورت های مالی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، مشاهده شد که این شرکت ها از بدهی، سهام عادی، سود انباشته و اندوخته ها برای تأمین مالی استفاده کرده اند. نحوه محاسبه نرخ هزینه هر یک از منابع بالا به شرح زیر است:

$$k_d = \left(\frac{\text{هزینه تأمین مالی طی دوره}}{\text{بدهی بهره دار}} \right) * (1 - T)$$

$$k_e = \left(\frac{\text{سود پرداختی به هر سهم}}{\text{ارزش بازار هر سهم}} \right)$$

$$k_s = \left(\frac{\text{سود هر سهم}}{\text{ارزش بازار هر سهم}} \right) + (\text{درصد سود تقسیم نشده})$$

$$k_s = 1 - \left(\frac{\text{سود پرداختی به هر سهم}}{\text{سود هر سهم}} \right)$$

برای محاسبه وزن هر یک از منابع سرمایه از روش ارزش دفتری استفاده شده است:

جمع منابع = ارزش دفتری بدهی های بهره دار + ارزش دفتری سهام عادی + ارزش دفتری سود انباشته و اندوخته ها

$$w_d = \left(\frac{\text{ارزش دفتری بدهی های بهره دار}}{\text{جمع منابع}} \right)$$

$$w_e = \left(\frac{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}{\text{جمع منابع}} \right)$$

$$w_s = \left(\frac{\text{ارزش دفتری سود انباشته و اندوخته ها}}{\text{جمع منابع}} \right)$$

متغیر مستقل

سرمایه سازمانی

سرمایه سازمانی (OC): برای اندازه‌گیری این متغیر از مدل زیر استفاده شده است: (محفوظی و همکاران، ۱۳۹۷)

$$OC_{it} = \frac{SG\&A_{it} * \theta_0}{g + \delta_0}$$

در این مدل:

OC: سرمایه سازمانی

SG&A: هزینه‌های فروش، عمومی و اداری؛

θ_0 : درصد مخارج SG&A که در سرمایه سازمانی سرمایه‌گذاری شده است و مطابق با ادبیات گذشته (ایسفلد و پاپانیکولائو، ۲۰۱۴) این مقدار ۳۰ درصد در نظر گرفته می‌شود.

g: رشد جریان سرمایه سازمانی است که با استفاده از متوسط رشد مخارج SG&A در سطح شرکت محاسبه می‌شود.

δ_0 : نرخ استهلاک سرمایه سازمانی است که با توجه به ادبیات گذشته ۲۰ درصد در نظر گرفته می‌شود.

در نهایت مقدار به دست آمده با استفاده از مجموع دارایی، همگن و استانداردسازی می‌شود. هرچه رقم به دست آمده بیشتر باشد، نشان دهنده سرمایه سازمانی بالاتر است.

متغیرهای کنترلی

اهرم مالی (Lev): نسبت کل بدهی بر کل دارایی‌ها.

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی جمع ارزش دفتری دارایی شرکت در پایان سال t.

بازده کل دارایی (RoA): از تقسیم درآمد خالص بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

یافته‌ها

آمار توصیفی متغیرها

جدول (۱): شاخص‌های توصیفی متغیرها

متغیرها	میانگین	میانگین	انحراف معیار
ارزش شرکت (ارزش افزوده اقتصادی)	۰.۰۵	۰.۰۳	۰.۱۸
سرمایه سازمانی	-۰.۰۰۰۶	-۰.۰۰۲	۰.۰۷۲
اهرم مالی	۰.۰۷	۰.۰۳	۰.۱۴
بازده دارایی	۰.۱۱	۰.۰۹	۰.۱۷
اندازه شرکت	۱۴.۷۶	۱۴.۵۴	۱.۴۹

با نگاهی به جدول (۱)، می‌توان دریافت که میانگین و میانگین متغیرها فاصله چندانی با یکدیگر ندارند و هرچه نزدیکتر باشند، توزیع آنها به توزیع نرمال نزدیکتر است. در بین متغیرها، اندازه شرکت با ارزش (۱۴.۷۶) بیشترین میانگین و سرمایه سازمانی با مقدار (-۰.۰۰۰۶) کمترین میانگین را دارد. میانگین اهرم مالی ۰.۰۷ می‌باشد و نشان دهنده این است که تقریباً ۷٪ منابع مالی شرکت‌ها از طریق بدهی تأمین مالی شده است. بازده شرکت‌های نمونه برابر ۱۱٪ به دست آمده که بیانگر این است که به ازای هر ۱۰۰ ریال سرمایه‌گذاری در دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی، ۱۱ درصد بازدهی ایجاد شده است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد مطالعه، نتیجه می‌گیریم که متغیر سرمایه سازمانی با

مقدار (۰.۰۷۲) کمترین پراکندگی را نسبت به سایر متغیرها و متغیر اندازه شرکت با مقدار (۱.۴۹) بیشترین پراکندگی را دارد، به این معنی که این متغیر دارای نوسانات شدیدتری است.

آزمون های ریشه واحد در داده های تابلویی

برای بررسی مانایی از آزمون ریشه واحد^۱ استفاده شده است. فرض های آماری مربوط به آزمون وجود ریشه واحد به قرار زیر است: فرضیه صفر (H_0): ریشه واحد وجود دارد و متغیر مورد نظر مانا نیست. فرضیه یک (H_1): ریشه واحد وجود ندارد و متغیر مورد نظر مانا است.

جدول (۲): خلاصه نتایج آزمون ریشه واحد-آزمون لوین لین و چپو

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
ارزش شرکت	-۲۹/۵۳	۰/۰۰۰۰	مانا
سرمایه سازمانی	-۳۱۱/۷۰	۰/۰۰۰۰	مانا
بازده دارایی	-۲۰/۲۳	۰/۰۰۰۰	مانا
اهرم مالی	-۱۴۳/۳۵	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	-۳۰/۸۳	۰/۰۰۰۰	مانا (مرتبه اول)

با توجه به نتایج ۲، می توان گفت از آنجا که احتمالات محاسبه شده در آزمون لوین لین و چپو کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد برای متغیرها پذیرفته نمی شود و همه متغیرها ثابت هستند.

آزمون ضریب همبستگی

هدف از روشهای همبستگی بررسی رابطه بین دو یا چند متغیر است. از طرف دیگر، رگرسیون به دنبال پیش بینی یک متغیر بر اساس مطالعه تغییرات در یک یا چند متغیر دیگر است. آنچه در خروجی نتایج رگرسیون و همبستگی تفاوت ایجاد می کند این است که در همبستگی، رابطه بین متغیرها همیشه به صورت جفت اندازه گیری می شود، اما در یک مدل رگرسیون، اثرات متغیرها به طور همزمان بررسی می شود.

جدول (۳): ضریب همبستگی پیرسون

متغیرها	ارزش شرکت	سرمایه سازمانی	اهرم مالی	بازده دارایی	اندازه شرکت
ارزش شرکت	۱				

سرمایه سازمانی	۰.۱۳	۱			
	۰.۰۰	-----			
اهرم مالی	۰.۰۲	۰.۰۹	۱		
	۰.۵۵	۰.۰۴	-----		
بازده دارایی	۰.۲۳	۰.۰۱	-۰.۳۹	۱	
	۰.۰۰	۰.۷۷	۰.۰۰	-----	
اندازه شرکت	۰.۰۵	۰.۲۱	۰.۱۴	۰.۱۴	۱
	۰.۲۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	-----

¹ Unit Root Test

نتایج آزمون همبستگی پیرسون نشان می‌دهد که ارزش شرکت همبستگی مستقیم و معناداری با سرمایه سازمانی و بازده دارایی دارد.

آزمون ناهمسانی واریانس

برای آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است.

جدول (۴): آزمون همسانی واریانس

سطح معنی‌داری	مقدار آماره	آزمون وایت
۰/۰۰۰۰	۹/۶۷	مدل اول

روشهای مختلفی برای برآورد الگوهای اقتصادی وجود دارد. با توجه به مفروضات کلاسیک، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) بر اساس قضیه گاوس مارکوف بهترین برآوردگر خطی بدون سوگیری است. با این حال، در صورت وجود ناهمگونی واریانس، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) دیگر روش مناسبی برای برآورد نیست، به همین دلیل با وزن دهی (وزن مقطع) حل می‌شود و مدل مناسب برای برآورد فرضیه‌ها روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS).

آزمون هم خطی

برای بررسی هم خطی در این تحقیق از معیار عامل تورم واریانس^۱ استفاده شده است.

جدول (۵): بررسی هم خطی

متغیرها	مدل اول
عامل تورم واریانس (VIF)	
مالکیت دولتی	۱.۰۵۱۴۱۲
اهرم مالی	۱.۲۴۱۵۴۸
بازده دارایی	۱.۲۳۶۷۱۸
اندازه شرکت	۱.۱۰۹۸۳۰

نتایج نشان می‌دهد که مقادیر ضریب تورم واریانس برای هر یک از متغیرهای توضیحی مدل تحقیق پیشنهادی کمتر از ۱۰ است. لذا، هیچ مشکلی در مدل سازی وجود ندارد. خروجی آزمون نرم افزار Ives در پیوست ۵ ارائه شده است.

انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون

برای تعیین نوع مدل در بخشهای مختلف و دوره‌های زمانی داده‌های ترکیبی، از آزمون F محدود (Chav) استفاده شده است. خروجی آزمون در جدول ۶ نشان داده شده است.

جدول (۶): نتایج آزمون چاو (F مقید) در بررسی مدل فرضیات تحقیق

مدل	آماره F	p-value	نتیجه آزمون چاو	نوع آزمون
مدل اصلی اول	۲/۵۸	۰/۰۰۰۰	H ₀ رد می‌شود	داده‌های ترکیبی Panel date

¹ Vif

نتایج خروجی آزمون F نشان می دهد که فرضیه صفر مدل رد می شود زیرا سطح اهمیت کمتر از ۵٪ است و از طرح یا رگرسیون پانل (یکپارچه) و پانل انتخاب شده است. همچنین از آزمون هاسمن برای انتخاب اثرات ثابت و تصادفی مدل استفاده شد. اگر سطح معنی داری آزمون هاسمن بیش از ۵ درصد باشد، مدل اثرات تصادفی انتخاب می شود و اگر سطح معنی داری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد، مدل اثرات ثابت انتخاب می شود. خروجی آزمون هاسمن به شرح جدول ۷ می باشد.

جدول (۷): نتایج آزمون هاسمن در بررسی مدل فرضیات تحقیق

آزمون هاسمن	آماره	p-value	نتیجه آزمون هاسمن	نوع آزمون
مدل اول	۸/۵۸	۰/۰۷۲۳	H ₀ تایید می شود	اثرات تصادفی

بررسی آزمون فرضیه های تحقیق

فرضیه اصلی: سرمایه سازمانی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

جدول (۸): نتایج تخمین فرضیه اصلی تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰.۰۴۲۹۳۵	۰.۰۷۹۸۰۸	۰.۵۳۷۹۸۱	۰.۵۹۰۸
سرمایه سازمانی	۰.۰۴۲۳۳۵	۰.۰۱۶۵۲۷	۲.۵۶۱۵۹۸	۰.۰۱۰۷
اهرم مالی	۰.۱۷۱۱۷۸	۰.۰۶۰۹۹۶	۲۸.۰۶۳۸۰	۰.۰۰۵۲
بازده دارایی	۰.۳۱۸۹۱۴	۰.۰۴۹۹۹۱	۶.۳۷۹۳۷۶	۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۰.۰۰۴۱۰۹	۰.۰۰۵۵۸۲	-۰.۷۳۶۰۶۶	۰.۴۶۲۰
سایر آماره های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۰/۷۵			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۹			
آماره F	۱۲/۱۶			
سطح معناداری F	۰/۰۰			
دوربین واتسون	۱/۹۸			

در ارزیابی اهمیت کل مدل، با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره F کمتر از ۵٪ (۰.۰۰۰) است، بنابراین مدل معنی دار بود و فرضیه H₁ آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. ضریب تعیین مدل نیز نشان می دهد که ۷۵ درصد از ارزش شرکت با متغیرهای توضیحی توضیح داده شده است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده معادل ۶۹ درصد است. علاوه بر این، برای بررسی همبستگی جملات خطا، باید به آمار دوربین واتسون توجه کرد زیرا مقدار آن بین محدوده قابل قبول ۱.۹۸ است. فرض همبستگی جملات خطا رد می شود.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر سرمایه سازمانی، با توجه به اینکه سطح اهمیت آن کمتر از ۵٪ است که نشان دهنده رابطه معنی دار با ارزش شرکت است. بنابراین، فرضیه تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. همچنین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و بازده دارایی به دلیل سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و سطح اطمینان ۹۵٪ درصد با ارزش شرکت رابطه معناداری دارند. اما اندازه شرکت به دلیل سطح اهمیت بیش از ۵٪ با ارزش شرکت ارتباط معنی داری ندارد.

بحث و نتیجه گیری

بعد سازمانی در سرمایه فکری به صورت سرمایه سازمانی (ساختاری) تعریف می‌گردد. سرمایه سازمانی به صورت مجموعه‌ای از دارایی‌هایی تعریف می‌شود که توانایی خالقیت سازمان را ممکن می‌سازد. مأموریت شرکت، چشم انداز، ارزش‌های اساسی و استراتژی‌ها و سیستم‌های کاری و فرایندهای درونی یک شرکت می‌تواند در زمره این نوع دارایی‌ها شمرده شود. سرمایه سازمانی یکی از اصول زیر بنایی برای خلق سازمان‌های یاد گیرنده است حتی اگر کارکنان یک سازمان دارای توانایی‌ها و قابلیت‌های کافی و بالایی باشد، اگر ساختار سازمانی آن از یک سری قوانین و سیستم‌های ضعیفی تشکیل شده باشد نمی‌تواند از این قابلیت و استعدادها کارکنان برای خلق ارزش و داشتن عملکرد خوب سازمانی استفاده کرد. ارزش یک دارایی، واقعی یا مالی، بستگی به میزان حصول خواسته‌ها و نیازهای افراد دارد. کلید موفقیت در سرمایه گذاری و مدیریت دارایی‌ها درک ارزش و منابعی است که بر ارزش آن دارایی تأثیر می‌گذارد. همه دارایی‌ها قابل ارزیابی هستند. اما ارزش گذاری برخی دارایی‌ها آسان تر و برخی پیچیده تر است. مفهوم ارزش آنقدرها هم ساده نیست که گروهی از مردم فکر می‌کنند. ارزش هر دارایی به عوامل مختلفی بستگی دارد مانند شخصی که ارزش گذاری برای او انجام شده است، نوع ارزش مورد سنجش، هنگام برآورد ارزش و هدف از ارزش گذاری. ارزش یا مطلوبیت دارایی‌های یک شرکت به توانایی آن در ایجاد جریان نقدینگی در یک دوره زمانی بستگی دارد. برای تعیین ارزش دارایی‌ها از مفاهیم مختلفی استفاده می‌شود که عبارتند از: ارزش دفتری، ارزش بازار، ارزش با فرض تداوم فعالیت، ارزش با فرض انحلال شرکت و ارزش ذاتی سهام شرکت. هر یک از این مفاهیم کاربرد خاص خود را دارد و بستگی به این دارد که ارزش هر یک از دارایی‌های شرکت تعیین شود یا ارزش شرکت در کل. سرمایه فکری شامل سرمایه انسانی سرمایه سازمانی و سرمایه ارتباطی می‌باشد. به طور کلی سرمایه‌های انسانی هر شب به خانه هایشان باز می‌گردند و وظیفه مدیران ساخت دارایی‌های دانشی است که شب به شب به خانه باز نمی‌گردند. این مهم می‌تواند از طریق سرمایه سازمانی که شامل فناوری‌ها، شبکه‌های داده‌ها، انتشارات، فرایندها و سازمان می‌شود انجام شود. سرمایه سازمانی محیطی ایجاد می‌کند که دانش از طریق آن خلق و آماده ورود به بازار می‌شود. ایجاد بانک دانش امکان استفاده دوباره دانش را می‌دهد. سرمایه ساختاری یک سازمان باید نقشه و راهنمایی برای دارایی‌های سرمایه منابع انسانی تنها در صورتی که زیر ساختهای پشتیبان مورد نظر وجود داشته باشد می‌توانند برای شرکت ارزشمند باشند. بدون این زیر ساخت و شالوده (سرمایه سازمانی) پتانسیل کمی جهت استفاده مفید از سرمایه انسانی وجود دارد. از این رو هدف پژوهش بررسی این موضوع است که آیا سرمایه سازمانی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟ جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ هست که بعد از اعمال محدودیت‌ها ۱۰۵ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد که نتایج تحلیل فرضیه تحقیق نشان داد که سرمایه سازمانی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنادار و مثبتی دارد.

منابع

- ✓ ایزدی نیا، مجید، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر سود تقسیمی بر ارزش شرکت، فصلنامه دانش حسابداری، شماره ۲، صص ۹۵-۱۱۵.
- ✓ باقری، قاسم، (۱۳۹۸)، بررسی هزینه‌های تحقیق و توسعه در بخش آموزش عالی بر رشد اقتصادی کشورهای اتحادیه اروپا، نشریه علوم اقتصادی، دوره ۷، شماره ۲۴، صص ۷۳-۱۰۰.
- ✓ بیگی، یوسف، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه کیفیت حسابداری بر ارزش شرکت، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.

- ✓ دارابی، محسن، حبیب زاده، بهرام، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین راهبری شرکتی و ارزش شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تهران.
- ✓ رسائیان، علی، (۱۳۸۸)، ارتباط بین نسبت کیوتوبین و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
- ✓ علی احمدی، سعید، سروش یار، افسانه، دادخواه، مهدی، (۱۳۹۴)، ارزیابی نقش سرمایه سازمانی بر چسبندگی هزینه شرکت، مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۴، صص ۱۳۷-۱۵۳.
- ✓ فانی، قاسم، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین عملکرد شرکت های سرمایه گذاری بر اساس سه شاخص شارپ، ترینر و جنسن با اندازه (ارزش بازاری) و نقدشوندگی آن ها، تحقیقات مالی، شماره ۱۹، صص ۳-۲۴.
- ✓ Ben,X.(2020). Investigating the Impact of Public Ownership on the Relationship between Equity Cost and Company Value. *Open Journal of Accounting*, 3, 3-8.
- ✓ Ben.(2020). "Ownership structure and firm value in China's privatised firms: 1991 - 2001", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40 No. 1, pp. 87-108.
- ✓ Gregorio et al.(2019). Investigating the effect of equity cost on company value. *Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge, MA*.
- ✓ Kyo et al.(2019). Investing Excess Working Capital. *Management Accounting*, 71(9), PP: 24-27.
- ✓ Mahogany, H. (2020). Product market competition, idiosyncratic and systematic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 43, 500-513.
- ✓ Michael .(2019). Investigating the effect of ownership structure on company value. a test of the life-cycle theory. *Account. Finance* 51 (2), 381-407.
- ✓ Vintala and Stephen.(2020). Investigate the relationship between equity cost and company value. Working paper, The University of New South Wales.