

The Effect of Investments in Intangible Assets in the Explanatory Impact of Financial Health and Agency Problems on the Market Value Company's

Javad Nikkar^{1*}, Mahmood Hematfar², Maryam Esami³

- 1- Ph.D. Student in Accounting, Shahid Cahnman University of Ahvaz
j.nickar@yahoo.com
- 2- Associate professor of accounting, Islamic Azad University of Boroujerd
dr.hematfar@yahoo.com
- 3- MSc Student in Accounting, Islamic Azad University of Boroujerd
mari2010esami.ma@yahoo.com

Abstract

The aim of this study is to investigate the effect of investments in intangible assets in the explanatory impact of financial health and agency problems on the market value company's in the company at listed in the Tehran Stock Exchange. For this purpose five hypotheses are developed and data on the 120 companies in Tehran Stock Exchange for the period between the years 2009 to 2014 were analyzed. This regression model using panel data with fixed effects approach, reviews and tests. The results showed that the intangible asset helps to companies to create value. In other words, the results confirm that intangible assets the major driver for growth and value creation in many sectors of the economy. In addition, the results showed that intangible assets has a significant effect on the explanatory relationship between financial health of the company's (variable performance) and agency costs (profit distribution policy) on the company's market value. Also, the results indicate that the intangible asset on the explanatory impact other two variables (the solvency and debt) No significant effect on the market value of the company.

Keywords: Intangible assets, financial health, agency problems and the market value of the compa

تأثیر سرمایه گذاری در دارایی نامشهود در توضیح دهنده گی تأثیر سلامت مالی و مشکلات نمایندگی در ارزش بازار شرکت

جواد نیک کار^{۱*}، محمود همت فر^۲، مریم اعصامی^۳

- ۱- دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز
j.nickar@yahoo.com
- ۲- دانشیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد بروجرد
dr.hematfar@yahoo.com
- ۳- دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد بروجرد
mari2010esami.ma@yahoo.com

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر سرمایه گذاری در دارایی نامشهود در توضیح دهنده گی تأثیر سلامت مالی و مشکلات نمایندگی در ارزش بازار شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، پنج فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده های مربوط به ۱۲۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار برای دوره زمانی بین سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ تجزیه و تحلیل شد. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده های تابلویی با رویکرد آثار ثابت، بررسی و آزمون شد. نتایج نشان داد دارایی نامشهود مناسب، به شرکت برای دستیابی موفقیت آمیز به ریشه های خلق ارزش کمک می کند؛ به عبارت دیگر، دارایی های نامشهود، محرک اصلی رشد و ایجاد ارزش در بسیاری از بخش های اقتصادی است. افزون بر این، نتایج نشان داد دارایی نامشهود در توضیح دهنده گی ارتباط بین سلامت مالی شرکت (متغیر عملکرد شرکت) و هزینه نمایندگی (سیاست توزیع سود) در ارزش بازار شرکت، تأثیر معناداری دارد. همچنین نتایج نشان داد دارایی نامشهود بر توضیح دهنده گی تأثیر دو متغیر دیگر (قدرت پرداخت بدهی و نسبت بدهی) در ارزش بازار شرکت، تأثیر معناداری ندارد.

واژه های کلیدی: ارزش بازار شرکت، دارایی نامشهود، سلامت مالی، مشکلات نمایندگی.

مقدمه

امروزه نگاه مدیریت واحدهای انتفاعی به جای محیط و صنعت به طور جدی به منابع درون سازمانی معطوف شده است. منابع غیرعینی که از آن با عناوینی چون دانش، دارایی نامشهود، دارایی راهبردی و ... نیز یاد می‌شود، مهم‌ترین منابع درون‌سازمانی است که شرایط ایجاد و افزایش مزیت‌های رقابتی پایدار را دارد. مقارن با انقلاب فناوری اطلاعات و توسعه سریع فناوری برتر، از دهه ۱۹۹۰ الگوی رشد اقتصادی، تغییرات اساسی یافت؛ در نتیجه، عامل دانش که مهم‌ترین سرمایه بود، جایگزین سرمایه‌های مالی و فیزیکی در اقتصاد جهانی شد؛ به بیان دیگر، اقتصاد صنعتی جای خود را به اقتصاد دانش‌محور داد. در اقتصاد صنعتی، عوامل اصلی تولید ثروت اقتصادی، دارایی‌های فیزیکی و مشهود مانند زمین، نیروی کار، پول و ماشین‌آلات و ... است و در نهایت، ترکیب این عوامل موجب تولید ثروت می‌شود. در این نوع اقتصاد، دانش که کلیدی‌ترین عامل ایجاد ارزش و ثروت است، نقش اندکی دارد [۸]. در اقتصاد دانش‌محور، به دانش و دارایی‌های نامشهود به‌عنوان عامل اصلی تولید ثروت در مقایسه با سایر دارایی‌های مشهود و فیزیکی، جایگاه مهم‌تری اختصاص می‌یابد. در بازارهای رقابتی کنونی که هدف سازمان‌ها، کسب سهم بیشتر بازار با ایجاد مزیت‌های رقابتی است، موفقیت یک سازمان در گروی به‌کارگیری و مدیریت عنصر دانش و دارایی‌های نامشهود در تمامی ابعاد سازمانی است.

افزون بر این، افزایش شکاف بین ارزش واقعی و دفتری شرکت‌ها، توجه پژوهشگران را برای توضیح ارزش نامرئی جلب کرده است؛^۱ ارزشی که از آن با نام دارایی نامشهود نام برده می‌شود و در تمامی ابعاد

سازمان همچون یک پیکره دانش حضور دارد؛ اما نادیده گرفته می‌شود. براساس پژوهش‌های انجام‌شده بین ۵۰۰ شرکت تایوانی، نسبت ارزش بازار (واقعی) شرکت‌ها به ارزش دفتری آنها به تدریج از ۱ تا بیشتر از ۵ برابر بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۱ افزایش یافته است. پژوهش‌ها نشان داد در حدود ۸۰ درصد ارزش بازار شرکت‌ها در گزارش‌های مالی آنها منعکس نشده است [۱۷]. همچنین نتایج نشان داد در سال ۱۹۸۲، از هر صد دلار سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های تولیدی امریکا، ۶۲ درصد از این سرمایه‌گذاری، صرف دارایی‌های مشهود می‌شد و دارایی‌های مشهود، سهم عظیمی از ارزش بازار شرکت‌ها را در بر می‌گرفت؛ اما در سال ۱۹۹۹، این عدد به ۱۶ درصد رسید؛ یعنی حدود ۸۴ درصد ارزش بازار شرکت را دارایی‌های نامشهود تشکیل می‌داد. این افزایش نسبت دارایی‌های نامشهود به کل ارزش بازار شرکت‌ها، اهمیت توجه به این دارایی را نشان می‌دهد [۲۵].

مسئله اصلی این پژوهش نیز بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود در توضیح‌دهندگی تأثیر سلامت مالی و مشکلات نمایندگی در ارزش بازار شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اهمیت و ضرورت پژوهش حاضر به دلیل اهمیت فزاینده‌ای است که این سرمایه کمتر شناخته شده (دارایی‌های نامشهود) در ارزش واقعی شرکت‌ها و به تبع آن، موفقیت و شکست آنها در محیط رقابتی و پیچیده امروزی دارد. افزون بر این، به دلیل اقبال و توجه رو به افزایش شرکت‌های مطرح نسبت به دارایی نامشهود، این پژوهش کوششی برای ارج نهادن بر این مفهوم در کشور نیز به شمار می‌آید. ساختار مقاله تا انتها در برگیرنده پیشینه نظری و تجربی پژوهش،

دارند نسبت زیاد ارزش بازار سهام به ارزش دفتری، نشان‌دهنده وجود دارایی‌های نامشهود ثبت‌نشده‌ای در شرکت است و اگر دارایی‌های ثبت‌نشده‌ای در ترازنامه وجود داشته باشد، موجب بروز مشکلات متعدد خواهد شد. مطالعات تجربی نشان داده است رابطه مثبتی بین دارایی نامشهود و قیمت‌های سهام وجود دارد [۱۹] و [۲۳]. دلایل دیگر افراد مبنی بر وجود دارایی نامشهود در شرکت‌ها و ارزش آنها، وثیقه قراردادن این نوع دارایی‌های ثبت‌نشده برای وام‌ها و بیمه کردن این نوع دارایی‌ها است [۲۸]. علاوه بر این، کاسترو^۲ (۲۰۱۴) بیان می‌کند اگر دارایی‌ها کمتر ارزیابی شوند و یا دارایی‌های نامشهود ثبت نشوند، عواقب متعددی شامل؛ بازده بازار کمتر به دلیل بسنده کردن مدیر به بازده کم در اثر دارایی‌های کمتر، دامنه قیمت کم برای شرکت، برنامه‌ریزی ضعیف، رهبری منابع ضعیف، ازدست‌دادن اعتماد سرمایه‌گذاران و آسیب در فروپاشی یا اعمال کنترل متوجه شرکت است [۴].

درمقابل، عده‌ای از اندیشمندان حسابداری معتقدند به دو دلیل دارایی‌های نامشهود را نمی‌توان در ترازنامه شرکت ثبت کرد. اول اینکه، شواهد عینی برای ارزش این نوع دارایی وجود ندارد و دوم اینکه، شناسایی این اقلام، هزینه‌های غیرضروری به شرکت تحمیل می‌کند [۷]. افزون بر این، پنمن (۲۰۰۹) عقیده دارد بیشتر دارایی نامشهود به‌تنهایی دارایی‌ای نیست که آن را مستقل از سایر دارایی‌ها در ترازنامه بتوان ارزشیابی کرد. ارزش آنها از ایجاد جریان‌های نقدی با دارایی‌های دیگر به‌طور مشترک ناشی می‌شود؛ بنابراین، ترازنامه مکانی برای گزارش ارزش دارایی‌های نامشهود نیست [۲۴]. پتکو^۳ (۲۰۱۱) بیان کرد دارایی‌های نامشهود، مزایای بسیاری برای شرکت ایجاد می‌کنند؛ با

تدوین فرضیه‌ها و روش‌شناسی پژوهش و درانتها، شامل یافته‌های پژوهش به همراه نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها پژوهش است.

مبانی نظری پژوهش

در چند دهه گذشته، توسعه و تغییر محیط کسب و کار رشد زیادی داشته است. پیشرفت سریع فناوری، خصوصی‌سازی و جهانی‌شدن، شرکت‌ها را به سرمایه‌گذاری مجدد مجبور کرده است. سرمایه‌گذاری‌هایی که به شرکت‌ها کمک می‌کند توانایی رقابتی خود را بهبود دهند، به دو دسته تقسیم می‌شود. مورد اول، دارایی مشهود است که شواهد فیزیکی دارد؛ در حالی که مورد دوم، دارایی نامشهود است که بدون شواهد فیزیکی است. دارایی نامشهود مناسب، به شرکت برای دستیابی موفقیت‌آمیز به ریشه‌های خلق ارزش کمک می‌کند [۹]. افزون بر این، پژوهشگران معتقدند دارایی‌های نامشهود، محرک اصلی برای رشد و ایجاد ارزش در بسیاری از بخش‌های اقتصادی است [۲۶]. پنمن^۱ (۲۰۰۹) تفاوت دارایی مشهود و نامشهود را در فیزیکی بودن و قابلیت شناسایی می‌داند و عقیده دارد حتی اگر دارایی‌های نامشهود شناسایی شوند، قیمت بازار مناسبی برای آنها وجود ندارد و ارزش تخمینی یک دارایی نامشهود هرگز نمی‌تواند با قیمت بازار تأیید شود و به‌طور ذاتی، قضاوتی است. دردسر حسابداری نیز وارد کردن ارزش‌های ذهنی در آن است؛ در حالی که خود دارایی نیز ذهنی است. این موضوع باعث شده است بیشتر دارایی‌های نامشهود در امریکا شناسایی و ثبت نشود [۲۴].

دو دیدگاه عمده درباره حسابداری دارایی نامشهود وجود دارد. عده‌ای از صاحب‌نظران حسابداری عقیده

2. Castro
3. Petkov

1. Penman

این حال، آن نیز موجب هزینه نمایندگی و ورشکستگی شرکت می‌شود [۲۵]. به علاوه، بسیاری از اقتصاددانان، مدیران را به دلیل اشتباه در ارزش‌گذاری و رفتار با دارایی نامشهود متهم می‌کنند که به بحران اقتصاد جهانی در سال ۲۰۰۸ منجر شده است. آنان معتقدند پدیده حباب قیمتی به دلیل ناتوانی در شناسایی برخی دارایی‌های نامشهود می‌تواند اتفاق بیفتد و قیمت دارایی مقدار واقعی از ارزش ذاتی دارایی را منعکس نکند؛ بنابراین، افزایش شکاف بین ارزش بازار و ارزش دفتری شرکت موجب انعکاس اهمیت دارایی نامشهود و راهی برای اندازه‌گیری آن است [۹]؛ در نتیجه، هر دو ویژگی دارایی نامشهود یعنی ایجاد مزیت رقابتی برای شرکت و ایجاد خطر بالقوه حباب قیمتی باعث می‌شود این دارایی خاص به موضوع پژوهشی جالبی تبدیل شود.

افزون بر این، از آنجا که امروزه پرهیز از ورشکستگی، راهبردی بنیادی است که هدف آن تضمین فعالیت‌های کسب و کار است، پژوهشگران به بحث پیش‌بینی سودآوری و ارزیابی تداوم فعالیت شرکت‌ها توجه کرده‌اند. سلامت مالی به مفهوم توان سودآوری و تداوم فعالیت واحد اقتصادی (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۰۰) برای کلیه سهامداران و صاحبان منافع، اهمیت بسیار زیادی دارد و اساساً همه صاحبان منافع در واحدهای اقتصادی به داشتن ابزارهای مناسبی علاقه‌مندند که سودآوری و تداوم فعالیت این واحدها را بتوانند ارزیابی و پیش‌بینی کنند [۱۳]. پیشرفت سریع فناوری و تغییرات محیطی وسیع نیز شتاب فزاینده‌ای به اقتصاد بخشیده است و رقابت روزافزون بنگاه‌های اقتصادی، دستیابی به سود را محدود و احتمال ناتوانی در ایفای تعهدات و توقف فعالیت‌های آنها را افزایش داده است. ورشکستگی‌های بی‌سابقه اخیر شرکت‌های

بزرگ در سطح بین‌المللی و نوسان‌های بورس اوراق بهادار در ایران، وجود بحران‌های مالی در شرکت‌ها و صنایع مهم داخلی و تأثیر آنها در ورشکستگی و نابودی شرکت‌ها که از آنها به سونامی وحشتناک مالی می‌توان یاد کرد، نگرانی‌هایی را ایجاد کرده است که نیاز به وجود ابزارهایی را برای ارزیابی توان و سلامت مالی شرکت‌ها با توجه به شرایط محیطی نشان می‌دهد. یکی از ابزارهای ارزیابی توان مالی شرکت‌ها، استفاده از نسبت‌های مالی مستخرج از صورت‌های مالی و انواع مؤلفه‌های مبتنی بر ارزش به‌عنوان متغیرهای پیش‌بینی‌کننده سلامت مالی شرکت‌ها است [۲۷].

در پژوهش حاضر از دو معیار برای اندازه‌گیری سلامت مالی شرکت استفاده می‌شود؛ معیار اول، عملکرد شرکت و معیار دوم، نسبت قدرت پرداخت بدهی^۱ شرکت است. درباره معیار عملکرد شرکت (به‌عنوان معیاری برای سلامت مالی)، گارانینا و پاولو^۲ (۲۰۱۰) معتقدند ارزش نامشهود، ارتباط مثبتی با عملکرد شرکت دارد [۸]. پتکو (۲۰۱۱) استدلال می‌کند وجود دارایی نامشهود مستلزم آن است که شرکت در چند سال اخیر منفعی به دست آورده باشد و در بین رقبای جایگاه مناسبی در صنعت داشته باشد؛ در نتیجه، این درک وجود دارد که وجود دارایی نامشهود می‌تواند عملکرد شرکت را بهبود دهد [۲۵]. افزون بر این، ماهیت دارایی نامشهود به گونه‌ای است که ریسک زیادی دارد (ریسک ورشکستگی و ریسک نقدینگی) و مستلزم توجه خاص از لحاظ مدیریت ریسک است؛ بنابراین ماهیت ریسکی دارایی نامشهود، نگرانی بسیار مهمی در سرمایه‌گذاری در آن ایجاد می‌کند [۲]. براساس همین مشکل، پتکو (۲۰۱۱) گام‌هایی برای مقابله با ریسک دارایی نامشهود ارائه کرد. وی استدلال

1. Solvency Ratio
2. Garanina & Pavlova

محرمانه در زمینه پروژه‌های موجود، به نفع خود و به هزینه سهامداران صرف شود. دوم اینکه، سودهای سهام تقسیمی موجب می‌شود شرکت‌ها در معرض بازرسی‌های مکرر بازارهای سرمایه قرار بگیرند؛ زیرا پرداخت سود سهام، احتمال انتشار سهام عادی جدید را افزایش می‌دهد [۲۰].

درباره تضاد نمایندگی که با سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود ایجاد می‌شود، دو دیدگاه وجود دارد. دیدگاه اول، بیان می‌کند مدیر به‌عنوان مجری طرح سرمایه‌گذاری دارایی نامشهود، نقش زیادی در نگهداری موقعیت استراتژیک در پروژه دارد؛ بنابراین، منافع برای مدیران با افزایش قدرت چانه‌زنی آنان ایجاد می‌شود [۲۱]. دیدگاه دوم، بیان می‌کند پروژه‌های سرمایه‌گذاری نوآور (دارایی نامشهود) پرمخاطره و پیش‌بینی‌نشده است؛ بنابراین، قرارداد مدیریت تحت مجموعه‌ای از این شرایط، تقاضاهای خاصی از سوی مدیریت دارد؛ در نتیجه، هزینه نمایندگی درباره نوآوری (سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود) افزایش می‌یابد [۱۱]. مارتین و آلوز^۱ (۲۰۱۰) استدلال می‌کنند نتیجه آزادی عمل در رفتار اختیاری مدیران سبب تشدید بیشتر ارزیابی بیشتر دارایی نامشهود، جابه‌جایی دارایی (انتقال ریسک) و افزایش مشکلات سرمایه‌گذاری می‌شود که در نهایت، مشکلات انتخاب مغرضانه را تشدید می‌کند. از این دیدگاه، دارندگان بدهی در معرض بیشترین ریسک در عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های ورشکستگی زیاد قرار دارند [۱۸]؛ در نتیجه، دارندگان بدهی، اعتبار خود را برای شرکت‌ها با تشدید دارایی نامشهود محدود خواهند کرد. وجود دارایی نامشهود نیز کنترل سهامداران را بر حجم بدهی افزایش خواهد داد؛ زیرا مالکان برای تأمین

می‌کند سهامداران برای کاهش ریسک دارایی نامشهود، سهم بدهی را به‌عنوان یکی از منابع تأمین مالی، در سرمایه‌گذاری دارایی نامشهود کاهش می‌دهند (به عبارت دیگر، ریسک بدهی را برای جبران ریسک دارایی نامشهود کاهش می‌دهد)؛ بنابراین، این نظریه وجود دارد که شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود، بیشتر به سرمایه‌گذاری با صدور سهام جدید تمایل دارند؛ زیرا شرکت هیچ تعهدی برای پرداخت بازده سهام به‌صورت دوره‌ای ندارد؛ در نتیجه، انتظار می‌رود در ادامه، کاهش بدهی سبب افزایش قدرت پرداخت بدهی و سلامت مالی شرکت شود [۲۵].

رابطه نمایندگی، نوعی قرارداد است که براساس آن یک یا چند نفر (مالک یا مالکان) شخص دیگری (نماینده یا مدیر) را مأمور اجرای عملیاتی می‌کنند و در این راستا، اختیار برخی تصمیم‌گیری‌ها را نیز به وی تفویض می‌کنند [۱۲]. با برقراری رابطه نمایندگی، هر یک از دو طرف رابطه به دنبال به‌حداکثر رساندن منافع شخصی خویش است. به دلیل یکسان‌بودن تابع مطلوبیت مدیران با مالکان، بین آنان تضاد منافع به وجود می‌آید. هدف اولیه شرکت‌ها، افزایش ثروت مالکان است؛ اما به دلیل وجود تضاد منافع، مدیران لزوماً همیشه در پی کسب حداکثر منافع برای مالک (مالکان) نخواهند بود [۲۳]؛ در نتیجه، این تضاد منافع به مشکلات نمایندگی منجر می‌شود. پرداخت سود سهام یکی از ابزارهای مؤثری است که مدیران برای کاهش تعارض‌های نمایندگی در شرکت می‌توانند به کار ببرند. پرداخت سود سهام به دو دلیل ممکن است تضاد نمایندگی را در شرکت کاهش دهد: نخست، پرداخت سود سهام، میزان جریان نقد آزاد شرکت را کاهش می‌دهد که ممکن است با اشخاص دارای اطلاعات

مالی دارایی نامشهود به حقوق صاحبان سهام به جای ایجاد بدهی تمایل دارند؛ زیرا بدهی صرف پرداختی بیشتری دارد که سبب ریسک زیادی برای تأمین مالی نوآوری می‌شود؛ بنابراین، این قضیه سبب همبستگی منفی بین سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود با سطح بدهی می‌شود [۲۹].

افزون بر این، در پژوهش حاضر از سود پرداختی سهام به‌عنوان یکی از معیارهای هزینه نمایندگی استفاده می‌شود. این استدلال وجود دارد که حفظ سود سهام یکی از منابع تأمین مالی سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود شرکت است [۱۰]. علاوه بر این، شرکت‌هایی که خود سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود دارند، از این دارایی‌ها برای سرمایه‌گذاری بلندمدت استفاده می‌کنند؛ بنابراین با توجه به سرمایه‌گذاری بلندمدت، چرخه حیات این شرکت‌ها در مرحله رشد قرار دارد؛ در نتیجه، شرکت‌ها با تشدید دارایی نامشهود، به پرداخت سود کمتری تمایل دارند (به دلیل قرار گرفتن در مرحله رشد). مطابق نظریه علامت‌دهی، شرکت‌های با عدم تقارن زیادی، به پرداخت سود بیشتری تمایل دارند؛ بنابراین، با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود به سبب ریسک زیاد، بیشتر با صدور سهام به جای ایجاد بدهی تأمین مالی می‌شود، شرکت‌ها تمایل دارند برای جذب بیشتر سرمایه‌گذاری با صدور سهام، سهام شرکت را با پرداخت سود تقسیمی بیشتر، جذاب‌تر نشان دهند [۲۹].

پیشینه پژوهش

لیم و همکاران (۲۰۱۵) ارتباط بین دارایی نامشهود و ساختار سرمایه را بررسی کردند. این پژوهش با دوره زمانی بین سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۱ با استفاده از روش تجزیه و تحلیل همبستگی با رویکرد رگرسیونی انجام شد. نتایج حاصل از پژوهش وی نشان داد رابطه مثبت

معناداری بین دارایی نامشهود و دارایی مشهود با اهرم مالی شرکت وجود دارد. همچنین نتایج نشان داد دارایی نامشهود، اثر قوی‌تری در اهرم مالی در شرکت‌های با فناوری قوی‌تر و شرکت‌های با شدت دارایی مشهود کمتر دارد [۱۵]. افزون بر این، راسل (۲۰۱۴) با استفاده از داده‌های شرکت‌های استرالیایی در دوره ۱۹۸۷ تا ۲۰۱۲، رابطه بین شناسایی دارایی‌های نامشهود و ارزش‌های آن را با انگیزه‌های شرکت برای مدیریت سود آزمون کرد. علاوه بر این، ارتباط ارزشی دارایی نامشهود و شناسایی سرقفلی، مخارج تحقیق و توسعه، اکتشاف و ارزیابی و دارایی‌های نامشهود شناسایی‌شدنی با عملکرد شرکت را بررسی کرد. یافته‌های وی نشان داد شناسایی دارایی‌های نامشهود با برنامه‌های پاداش مدیران، انتشار سهام و اهرم ارتباط دارد. علاوه بر این، اکتشاف و ارزیابی و سرقفلی در مقایسه با دارایی‌های نامشهود شناسایی‌شدنی و تحقیق و توسعه، رابطه بسیار قوی‌تری با عملکرد دارند. دارایی‌های نامشهود نیز با عملکرد شرکت‌های کوچک و هم با عملکرد شرکت‌های بزرگ، رابطه‌ای منفی دارد [۱۷]. کاسترو (۲۰۱۴) تأثیر دارایی نامشهود را در ارزش بازار شرکت در کشورهای امریکای جنوبی بررسی کرد. نتایج پژوهش وی نشان داد دارایی نامشهود، تأثیر منفی معناداری در ارزش بازار شرکت دارد [۴].

نسیف^۱ (۲۰۱۳) اثر ارزش افزوده سرمایه فکری را در سلامت مالی شرکت بررسی کرد. نتایج پژوهش وی نشان داد سرمایه فکری و انسانی، ارتباط معناداری با شاخص‌های سلامت مالی نظیر بهره‌وری و سودآوری دارد. سرمایه ساختاری نیز ارتباط معناداری با قدرت نقدینگی به‌عنوان متغیر سلامت مالی شرکت دارد [۲۱]. اولیا^۲ و همکاران (۲۰۱۳) نیز تأثیر دارایی نامشهود را در

1. Nasif
2. Aulia

بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد بین دارایی نامشهود گزارش شده و ارزش بازار، ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. درآمد عملیاتی غیرعادی نیز رابطه مثبت معناداری با ارزش بازار شرکت داشته است [۹]. شمس و خلیلی (۱۳۹۰) معتقدند سرمایه فکری با شاخص‌های نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، بهره‌وری کارکنان و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم، بازده دارایی‌ها و سود هر سهم، رابطه مستقیم دارد [۲۶].

روش پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرح شده و پژوهش‌های پیشین، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: دارایی نامشهود، ارتباط مثبتی با ارزش بازار شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

فرضیه دوم: دارایی نامشهود به توضیح ارتباط بین عملکرد شرکت و تأثیر آن در ارزش بازار شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کمک می‌کند.

فرضیه سوم: دارایی نامشهود به توضیح ارتباط بین سلامت مالی شرکت و تأثیر آن در ارزش بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شرکت کمک می‌کند.

فرضیه چهارم: دارایی نامشهود، بیشتر، ارتباط بین نسبت بدهی و ارزش بازار شرکت را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توصیف می‌کند.

فرضیه پنجم: دارایی نامشهود به توضیح رابطه سیاست تقسیم سود و ارزش بازار در شرکت‌های

مزیت‌های رقابتی شرکت و ارزش بازار آن بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد دارایی نامشهود، تأثیر مثبت معناداری در مزیت‌های رقابتی و ارزش بازار شرکت دارد. علاوه بر این، آنان بیان کردند که این تأثیر در شرکت‌های تولیدی بیشتر از شرکت‌های غیرتولیدی است [۳]. هوسنا^۱ و همکاران (۲۰۱۳) تأثیر دارایی نامشهود را در استراتژی رقابتی و عملکرد مالی شرکت در شرکت‌های اندونزیایی بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد وجود دارایی نامشهود سبب انتخاب مزیت رقابتی برتر و درنهایت، سبب بهبود عملکرد مالی شرکت می‌شود [۱۱]. علاوه بر این، ویدین^۲ (۲۰۱۲) تأثیر سرمایه‌گذاری را در دارایی نامشهود در سلامت مالی و مشکلات نمایندگی شرکت بررسی کرد. نتایج نشان داد دارایی نامشهود شرکت، تأثیر مثبت معناداری در ارزش بازار شرکت دارد. نتایج وی نشان داد دارایی نامشهود در مشکلات نمایندگی شرکت تأثیر گذار است؛ اما تأثیری در سلامت مالی شرکت ندارد [۲۹]. اولیورا^۳ و همکاران (۲۰۱۰) ارزش ارتباطی دارایی‌های نامشهود شناسایی شده براساس استانداردهای بین‌المللی را بررسی کردند که به تازگی پرتغال آنها را پذیرفته است. نتایج پژوهش آنان نشان داد سرفق‌لی گزارش شده و دیگر دارایی‌های نامشهود تا حد زیادی، با قیمت سهام شرکت در ارتباط است. علاوه بر این، نتایج آنان نشان دادند ارزش ارتباطی دارایی‌های نامشهود بعد از پذیرش استانداردهای بین‌المللی کاهش یافته است [۲۳]. در پژوهش‌های داخلی نیز قهرمان‌ایزدی و بهنام (۱۳۹۲) ارتباط بین دارایی‌های نامشهود و ارزش بازار شرکت را برای شرکت‌های داروسازی در بورس اوراق بهادار تهران

1. Husnah
2. Widiantoro
3. Oliveira

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کمک می‌کند.

پژوهش حاضر با توجه به نبود امکان کنترل کلیه متغیرهای مربوط، از نوع پژوهش‌های تجربی محض نیست؛ اما با توجه به تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته، از نوع نیمه تجربی است. با توجه به اینکه نتایج به دست آمده از پژوهش، یک مشکل یا موضوع خاص را حل می‌کند، از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ روش نیز از نوع تجزیه و تحلیل همبستگی با رویکرد رگرسیونی است.

نمونه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بوده است. در پژوهش حاضر، برای تعیین نمونه آماری از روش نمونه‌گیری به صورت حذف نظاممند استفاده شد؛ بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود در ابتدای سال ۱۳۸۷، شرکت‌هایی انتخاب شدند که در دوره پژوهش تداوم فعالیت داشتند و شامل شرکت‌های تولیدی و صنعتی بودند و سال مالی آنها به انتهای اسفندماه ختم می‌شد. در نهایت، پس از مراحل مزبور، تعداد ۱۲۰ شرکت برای انجام آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شد.

در پژوهش حاضر، گردآوری اطلاعات در دو مرحله انجام شده است. در مرحله اول برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌های مد نظر از ماهنامه‌های بورس و سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم‌افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده شده است؛ سپس برای آماده‌سازی اطلاعات از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است؛ به این ترتیب که پس از استخراج اطلاعات مربوط به متغیرهای مد نظر از منابع

ذکر شده، این اطلاعات در کاربرگ‌های ایجاد شده در محیط این نرم‌افزار وارد و سپس محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای مد نظر انجام شده است و در نهایت نیز برای آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار ایویوز (eviews) نسخه ۷ استفاده شده است.

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار و برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی ترکیبی^۱ و تابلویی^۲ از آزمون F لیمر استفاده شده است؛ یعنی اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی انتخاب شود، کار تمام است؛ اما اگر روش داده‌های تابلویی انتخاب شد، لازم است آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی آثار ثابت در مقابل الگوی آثار تصادفی استفاده می‌شود [۱]. قبل از برآزش الگو و با توجه به اینکه شرکت‌های مد نظر در پژوهش حاضر مربوط به صنایع مختلف است و در آن از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است؛ در نتیجه، امکان وجود ناهمسانی - واریانس وجود دارد که برای رفع این مشکل از روش رگرسیون کم‌ترین مربعات تعمیم یافته برای برآزش الگو استفاده شد. پس از برآزش الگو برای بررسی نبود خودهمبستگی در باقی مانده‌های الگو از آماره دوربین واتسون استفاده شده است.

الگوها و متغیرهای پژوهش

با توجه به چارچوب نظری و پیشینه پژوهش، الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چندمتغیره است؛ بنابراین الگوهای زیر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

1. Pooled Data
2. Panel Data

بررسی سایر فرضیه‌های پژوهش به کار گرفته شده است.

پیشنهاد می‌شود [۲۹]. گفتنی است این الگوها با توجه به فرضیه‌های پژوهش در دو الگو ارائه شده است که الگوی اول برای بررسی فرضیه اول و الگوی دوم برای الگوی شماره (۱)

$$Q\ tobin_{i,t} = \alpha + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 Debt\ Ratio_{i,t} + \beta_3 Solvency\ Ratio_{i,t} + \beta_4 Dividend_{i,t} + \beta_5 In\ tan\ gible\ Valu_{i,t} + \beta_6 Ln(Size\ of\ Firm)_{i,t} + \varepsilon$$

الگوی شماره (۲)

$$Q\ tobin_{i,t} = \alpha + \beta_1 Solvency\ Ratio_{i,t} + \beta_2 Debt\ Ratio_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 Dividend_{i,t} + \beta_5 In\ tan\ gible\ Valu_{i,t} + \beta_6 Ln(Size\ of\ Firm)_{i,t} + \beta_7 [In\ tan\ gible \times Solvency\ Ratio]_{i,t} + \beta_8 [In\ tan\ gible \times Debt\ Ratio]_{i,t} + \beta_9 [In\ tan\ gible \times ROE]_{i,t} + \beta_{10} [In\ tan\ gible \times Dividend]_{i,t} + \beta_{11} [In\ tan\ gible \times Ln(Size\ of\ Firm)]_{i,t} + \varepsilon$$

Debt Ratio (معیار مشکلات نمایندگی): از

تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید [۲۹].

Dividend (معیار مشکلات نمایندگی): برابر با

نسبت سود پرداختی هر سهم به سود هر سهم شرکت است [۲۹].

In tan gible Valu: برابر با ارزش دارایی

نامشهود که در ترازنامه نشان داده شده است به کل دارایی‌های ابتدای دوره شرکت است [۲۹].

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

نسبت *Q tobin*: این شاخص از دیدگاه نظری،

برابر با نسبت ارزش بازار به ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت است و به صورت زیر محاسبه می‌شود [۲۹]:

$$\text{نسبت کیو توین} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی‌ها} + \text{ارزش بازار سهام}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}}$$

متغیرهای مستقل

ROE (معیار سلامت مالی شرکت): بازده حقوق

صاحبان سهام، متغیر عملکرد شرکت است که از تقسیم سود خالص پس از مالیات بر حقوق صاحبان سهام شرکت به دست می‌آید [۲۹].

Solvency Ratio (معیار سلامت مالی شرکت): این

نسبت از تقسیم مجموع سود خالص پس از مالیات به اضافه هزینه استهلاک بر کل بدهی‌های شرکت به دست می‌آید [۲۹].

متغیر کنترل:

Size of Firm: برابر با لگاریتم طبیعی

دارایی‌های شرکت است [۲۹].

یافته‌های پژوهش

نمونه آماری پژوهش حاضر، شامل ۱۲۰ شرکت است که با توجه به دوره ۶ ساله پژوهش، نمونه نهایی دربرگیرنده ۷۲۰ سال-شرکت است. میانگین، اصلی‌ترین و مهم‌ترین شاخص مرکزی به شمار می‌آید که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است.

داد، میانگین نسبت بدهی برابر با ۶۷ درصد است که نشان‌دهنده سهم زیاد بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌های ایرانی است. با توجه به میانگین درصد سود پرداختی، که برابر با ۵۴ درصد است، می‌توان ادعا کرد که درصد سود پرداختی در بازار سهام کشور، مقدار زیادی از سود کسب‌شده را دارد. افزون بر این، میانگین متغیر بازده حقوق صاحبان سهام برابر با ۲۵ درصد است که با توجه به سطح تورم در دوره پژوهش، این بازده معقول و منطقی به نظر می‌رسد.

افزون بر این، همانگونه که در نگاره شماره (۱) مشاهده می‌شود، نتایج همبستگی بین متغیرهای پژوهش نشان داده شده است.

میان، نقطه‌ای است که یک نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می‌کند. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش و نزدیک‌بودن میانگین و میانه در بیشتر متغیرهای پژوهش، گفتنی است کلیه متغیرها، توزیع مناسبی دارند. افزون بر این، آماره‌های انحراف معیار، ضریب کشیدگی، چولگی و احتمال آماره جارکوبرا نیز برای بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها به کار گرفته می‌شوند. با بررسی معیارهای مذکور می‌توان گفت داده‌های مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته، توزیع نرمال دارند؛ زیرا متغیرها، حداقل فاصله از ارزش ارائه‌شده برای کشیدگی را دارند. علاوه بر این، نتایج حاصل از آمار توصیفی نشان

نگاره شماره (۱) همبستگی متغیرهای پژوهش

متغیر	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷
نسبت کیوتوبین	۱						
نسبت دارایی نامشهود به کل دارایی‌ها	۰/۱۷۶	۱					
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۱۰۶	۰/۰۱۰	۱				
نسبت قدرت باز پرداخت بدهی	۰/۳۸۵	۰/۰۳۱	۰/۱۹۰	۱			
نسبت بدهی	-۰/۰۷	۰/۰۲۷	-۰/۰۷	-۰/۵۳	۱		
درصد سود تقسیمی	۰/۰۵۱	-۰/۰۳	۰/۱۶۹	۰/۳۴۹	-۰/۴۴	۱	
اندازه شرکت	-۰/۱۴	-۰/۰۷	-۰/۰۱	۰/۰۴۹	-۰/۰۶	۰/۰۸۸	۱

می‌دهد تمامی متغیرهای پژوهش در سطح اطمینان ۹۹ درصد پایا هستند؛ بنابراین پارامترها را بدون نگرانی از کاذب بودن آنها می‌توان برآورد کرد.

هدف این پژوهش، اندازه‌گیری تأثیر سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود در سلامت مالی و مشکلات نمایندگی شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در همین راستا، با توجه به مبانی نظری مطرح‌شده، پنج فرضیه تدوین و

با توجه به نگاره شماره (۱)، همانگونه که مشاهده می‌شود، ضریب همبستگی متغیرهای پژوهش، منطقی است که نشان‌دهنده نبود همبستگی در بین متغیرهای پژوهش است. با استفاده از آزمون لوین، لین و چو نیز پایایی متغیرهای پژوهش آزموده شد. در صورتی که متغیرهای پژوهش پایا نباشند، خواه درباره داده‌های سری زمانی و خواه در داده‌های ترکیبی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب خواهد شد. نتایج آزمون نشان

تابلویی با آثار ثابت یا داده‌های تابلویی با آثار تصادفی، آزمون هاسمن نیز باید انجام شود. نتایج مربوط به آزمون هاسمن نشان می‌دهد الگوی داده‌های تابلویی با آثار ثابت برای الگوهای (۱ و ۲) روش برتر است؛ بنابراین در ادامه، الگوهای پژوهش با توجه به روش برتر تخمین زده شد. برای بررسی فرضیه اول از الگوی شماره (۱) استفاده شده است. نتایج مربوط به آزمون فرضیه اول در نگاره شماره (۳) آورده شده است.

در ادامه، بررسی و آزمون شده است. برای این منظور، ابتدا الگوی شماره (۱) آزمون شده است؛ البته قبل از برآزش الگوهای پژوهش، آزمون F لیمر باید برای بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی در مقابل روش داده‌های تلفیقی برای نمونه پژوهش انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای الگوی شماره (۱) و (۲) نشان می‌دهد روش داده‌های تابلویی، روش برتر است؛ بنابراین برای انتخاب از بین الگوی داده‌های

نگاره شماره (۲) نتایج حاصل از برآورد الگوی پژوهش

$Q\ tobin_{i,t} = \alpha + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 Debt\ Ratio_{i,t} + \beta_3 Solvency\ Ratio_{i,t} + \beta_4 Dividend_{i,t} + \beta_5 Intangible\ Valu_{i,t} + \beta_6 Ln(Size\ of\ Firm)_{i,t} + \varepsilon$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	-۱۰/۱۵۶	-۷/۸۲۵	۰/۰۰۰
دارایی نامشهود (Intangible)	۸/۳۰۱	۲/۱۴۶	۰/۰۴۱۳
بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)	۰/۰۵۶	۱/۲۸۲	۰/۲۰۳
قدرت بازپرداخت بدهی (Solvency)	۰/۶۱۰	۵/۲۳۷	۰/۰۰۰
نسبت بدهی (Debt)	۱/۱۱۵	۴/۹۶۴	۰/۰۰۰
نسبت سود تقسیمی (Dividend)	۰/۰۶۰	۰/۵۹۸	۰/۵۴۹
اندازه شرکت (Size)	۰/۷۹۱	۸/۳۴۱	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۵۷۱	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۵۷	
آماره دورین-واتسون		۱/۸۱۰	
آماره F		۵/۰۴۹	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰	

تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۴۵ درصد است، گفتنی است در مجموع، متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیشتر از ۴۵ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار

با توجه به نتایج نگاره شماره (۲) و با توجه به آماره F به دست آمده (۵/۰۴۹) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰) می‌توان ادعا کرد که در مجموع، الگوی پژوهش، معناداری زیادی دارد. با توجه به ضریب تعیین

آماره دوربین واتسون که برابر ۱/۸۱۰ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول بین باقی مانده‌های الگو وجود ندارد.

با توجه به نتایج ارائه شده در نگاره شماره (۲)؛ سطح معناداری مربوط به فرض صفر، مبنی بر تأثیر سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود بر ارزش بازار شرکت، برابر ۰/۰۴۱ است که کوچک‌تر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرض صفر در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود؛ در نتیجه، با توجه به ضریب به دست آمده (۸/۳۰) و سطح خطای (۰/۰۴۱) می‌توان ادعا کرد که

ارتباط مثبت معناداری بین سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود و ارزش بازار شرکت وجود دارد؛ به عبارت دیگر، می‌توان ادعا کرد دارایی نامشهود مناسب، به شرکت برای دستیابی موفقیت‌آمیز به ریشه‌های خلق ارزش کمک می‌کند (مطابق با پژوهش ویدین، ۲۰۱۲ و گارائینا و پاولو، ۲۰۱۱).

علاوه بر این، برای بررسی سایر فرضیه‌های پژوهش از الگوی شماره (۲) استفاده شده است. نتایج مربوط به آزمون این الگو در نگاره شماره (۳) آورده شده است.

نگاره شماره (۳) نتایج حاصل از برآورد الگوی پژوهش

$Q\ tobin_{i,t} = \alpha + \beta_1 Solvency\ Ratio_{i,t} + \beta_2 Debt\ Ratio_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 Dividend_{i,t} + \beta_5 In\ tan\ gible\ Valu_{i,t} + \beta_6 Ln(Size\ of\ Firm)_{i,t} + \beta_7 [In\ tan\ gible \times Solvency\ Ratio]_{i,t} + \beta_8 [In\ tan\ gible \times Debt\ Ratio]_{i,t} + \beta_9 [In\ tan\ gible \times ROE]_{i,t} + \beta_{10} [In\ tan\ gible \times Dividend]_{i,t} + \beta_{11} [In\ tan\ gible \times Ln(Size\ of\ Firm)]_{i,t} + \varepsilon$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	-۶/۱۴۷	-۸/۵۷۷	۰/۰۰۰
دارایی نامشهود (Intangible)	۴۷/۴۰۹	۲/۰۶۷	۰/۰۴۴
بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)	۰/۰۰۸	۰/۵۸۸	۰/۵۵۶
قدرت بازپرداخت بدهی (Solvency)	۰/۳۴۰	۳/۶۸۰	۰/۰۰۰
نسبت بدهی (Debt)	۱/۰۱۱	۹/۶۸۷	۰/۰۰۰
نسبت سود تقسیمی (Dividend)	۰/۰۲۵	۰/۳۱۲	۰/۶۹۷
اندازه شرکت (Size)	۰/۵۰۸	۹/۷۶۴	۰/۰۰۰
Intangible* ROE	-۷/۸۳۳	-۱/۹۹۴	۰/۰۴۷
Intangible* Solvency	۶/۸۲۱	۰/۶۵۷	۰/۵۱۱
Intangible* Debt	-۲/۶۹۸	-۰/۱۸۵	۰/۶۵۲
Intangible* Dividend	-۱۷/۰۳۰	-۲/۵۳۵	۰/۰۱۱
Intangible* Size	-۲/۵۱۰	-۱/۳۵۲	۰/۱۷۷
ضریب تعیین	۰/۷۴۷		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۷۷		
آماره دوربین-واتسون	۱/۹۲۳		
آماره F	۱۰/۶۸۷		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰		

با توجه به نتایج نگاره شماره (۳) و با توجه آماره F به دست آمده (۱۰/۶۸۷) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰) می‌توان ادعا کرد که در مجموع، الگوی پژوهش، معناداری زیادی دارد. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۶۷ درصد است، گفتنی است در مجموع، متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیشتر از ۶۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که برابر ۱/۹۲۳ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول بین باقی مانده‌های الگو وجود ندارد.

فرضیه دوم پژوهش، تأثیر دارایی نامشهود را در توضیح ارتباط بین عملکرد شرکت و ارزش بازار شرکت بررسی می‌کند. با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره شماره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر بازده حقوق صاحبان سهام برابر ۰/۰۰۸ و سطح خطای آن ۰/۵۵۶ است. ضریب متغیر تعدیلی ضرب دارایی نامشهود در بازده حقوق صاحبان سهام برابر ۷/۸۳۳- است و با توجه به سطح معناداری آن که برابر با ۰/۰۴۷ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، باید گفت بازده حقوق صاحبان سهام، تأثیر مثبت غیرمعناداری (در سطح خطای ۵ درصد) در ارزش بازار سهام شرکت دارد؛ اما در شرکت‌های با دارایی نامشهود بیشتر به دلیل افزایش ریسک مرتبط با سرمایه‌گذاری در اینگونه دارایی‌ها، این رابطه به یک رابطه منفی معنادار تبدیل می‌شود؛ به عبارت دیگر، افزایش سودآوری (عملکرد) ناشی از استفاده دارایی نامشهود با توجه به ریسک زیاد آن نه تنها تأثیر مثبتی در قیمت ندارد، به سبب افزایش ریسک ناشی از این دارایی‌ها، سبب تأثیر منفی در ارزش شرکت می‌شود. افزون بر این، ضریب تعیین

تعدیل شده در نگاره شماره (۳) برابر ۴۵ درصد و در نگاره شماره (۴) برابر ۶۷ درصد است که قدرت توضیح دهندگی بیشتر الگوی شماره (۲) را نشان می‌دهد؛ بنابراین با توجه به سطح معناداری، فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود.

فرضیه سوم پژوهش، تأثیر دارایی نامشهود را در توضیح ارتباط بین سلامت مالی شرکت و ارزش بازار شرکت بررسی می‌کند. با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره شماره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر قدرت بازپرداخت بدهی برابر ۰/۳۴۰ و سطح خطای آن ۰/۰۰۰ است. ضریب متغیر تعدیلی ضرب دارایی نامشهود در قدرت بازپرداخت بدهی برابر ۶/۸۲۱ است و با توجه به سطح معناداری آن که برابر با ۰/۵۱۱ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، باید گفت قدرت بازپرداخت بدهی (سلامت مالی شرکت) تأثیر مثبت معناداری (در سطح خطای ۵ درصد) در ارزش بازار سهام شرکت دارد؛ اما در شرکت‌های با دارایی نامشهود بیشتر به دلیل افزایش ریسک مرتبط با سرمایه‌گذاری در اینگونه دارایی‌ها، تأمین مالی با بدهی کاهش می‌یابد؛ در نتیجه، قدرت بازپرداخت بدهی افزایش و در نهایت، سبب افزایش سلامت مالی می‌شود؛ به عبارت دیگر، می‌توان انتظار داشت دارایی نامشهود بیشتر سبب افزایش تأثیر مثبت سلامت مالی شرکت در ارزش بازار آن شود؛ البته سطح معناداری متغیر نشان می‌دهد این رابطه در سطح خطای ۵ درصد، یک رابطه غیرمعنادار است. افزون بر این، ضریب تعیین تعدیل شده در نگاره شماره (۳) برابر ۴۵ درصد و در نگاره شماره (۴) برابر ۶۷ درصد است که نشان‌دهنده قدرت توضیح دهندگی بیشتر الگوی شماره (۲) است؛

بنابراین با توجه به سطح معناداری، فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد رد می‌شود.

فرضیه چهارم پژوهش، تأثیر دارایی نامشهود را در توضیح ارتباط نسبت بدهی شرکت و ارزش بازار شرکت بررسی می‌کند. با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره شماره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر نسبت بدهی برابر ۱/۰۱۱ و سطح خطای آن ۰/۰۰۰ است. ضریب متغیر تعدیلی ضرب دارایی نامشهود در نسبت بدهی برابر ۲/۶۹۸- است و با توجه به سطح معناداری آن که برابر با ۰/۶۵۲ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، باید گفت نسبت بدهی، تأثیر مثبت معناداری (در سطح خطای ۵ درصد) در ارزش بازار سهام شرکت دارد؛ البته باید استدلال کرد شاید وجود این تأثیر مثبت معنادار به سبب استفاده از بدهی برای افزایش سودآوری است که در نهایت، سبب تأثیر مثبت معناداری در ارزش بازار شرکت شده است؛ اما در شرکت‌های با دارایی نامشهود بیشتر، به دلیل افزایش ریسک مرتبط با سرمایه‌گذاری در اینگونه دارایی‌ها، سبب افزایش ریسک شرکت می‌شود؛ در نتیجه، این تأثیر مثبت را به منفی تبدیل می‌کند؛ البته سطح معناداری متغیر نشان می‌دهد این رابطه در سطح خطای ۵ درصد، رابطه غیر معناداری است. افزون بر این، ضریب تعیین تعدیل شده در نگاره شماره (۳) برابر ۴۵ درصد و در نگاره شماره (۴) برابر ۶۷ درصد است که قدرت توضیح‌دهندگی بیشتر الگوی شماره (۲) را نشان می‌دهد؛ بنابراین با توجه به سطح معناداری، فرضیه چهارم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد رد می‌شود.

فرضیه پنجم پژوهش، تأثیر دارایی نامشهود را در توضیح ارتباط سیاست تقسیم سود شرکت و ارزش بازار شرکت بررسی می‌کند. با توجه به نتایج

به دست آمده در نگاره شماره (۴) از برآورد الگو، ضریب متغیر نسبت سود پرداختی برابر ۰/۰۲۵ و سطح خطای آن ۰/۶۹۷ است. ضریب متغیر تعدیلی ضرب دارایی نامشهود در نسبت سود پرداختی برابر ۱۷/۰۳۰- است و با توجه به سطح معناداری آن که برابر با ۰/۰۱۱ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، باید گفت نسبت سود پرداختی، تأثیر مثبت غیر معناداری (در سطح خطای ۵ درصد) در ارزش بازار سهام شرکت دارد؛ اما در شرکت‌های با دارایی نامشهود بیشتر، شرکت‌هایی که خود سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود دارند، از این دارایی‌ها برای سرمایه‌گذاری بلندمدت استفاده می‌کنند؛ بنابراین با توجه به سرمایه‌گذاری بلندمدت، چرخه حیات این شرکت‌ها در مرحله رشد قرار دارد؛ در نتیجه، شرکت‌ها با تشدید دارایی نامشهود، به پرداخت سود کمتری تمایل دارند (به دلیل قرار گرفتن در مرحله رشد) که در نهایت، سبب کاهش قیمت می‌شود؛ البته این کاهش قیمت حتی می‌تواند به سبب افزایش ریسک در ارتباط با سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود باشد. علاوه بر این، سطح معناداری متغیر نشان می‌دهد این رابطه در سطح خطای ۵ درصد، رابطه معناداری است. ضریب تعیین تعدیل شده در نگاره شماره (۳) نیز برابر ۴۵ درصد و در نگاره شماره (۴) برابر ۶۷ درصد است که نشان‌دهنده قدرت توضیح‌دهندگی بیشتر الگوی شماره (۲) است؛ بنابراین با توجه به سطح معناداری، فرضیه پنجم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود.

نتیجه‌گیری

در این پژوهش، تأثیر سرمایه‌گذاری در دارایی نامشهود در سلامت مالی و مشکلات نمایندگی شرکت

معناداری ندارد (مطابق با پژوهش‌های ویدین، ۲۰۱۲، گارانینا و پاولو، ۲۰۱۱).

علاوه بر این، با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها، دارایی نامشهود را شناسایی و کنترل کنند و در فرایند تصمیم‌گیری و برنامه‌ریزی فعالیت‌های شرکت، آن را برای پیش‌بینی ارزش آینده شرکت مد‌نظر قرار دهند و بدینگونه تصمیم‌گیری دقیق‌تر و جامع‌تری را ارائه کنند. افزون بر این، به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌شود در فرایند ارزشیابی شرکت‌ها و تعیین ارزش آینده آنان، مقدار دارایی نامشهود را مد‌نظر قرار دهند و آن را در تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند.

با انجام هر پژوهش، راه به سوی مسیری جدید باز می‌شود و ادامه راه، مستلزم انجام پژوهش‌های دیگری است؛ بنابراین، انجام پژوهش‌هایی شامل بررسی تأثیر دارایی نامشهود در ارزش بازار شرکت‌ها در شرایط و صنایع متفاوت و بررسی تأثیر دارایی نامشهود در روش‌های متفاوت تأمین مالی شرکت پیشنهاد می‌شود. مهم‌ترین محدودیت‌های پژوهش حاضر شامل عدم تعدیل اقلام صورت‌های مالی با وجود تورم که ممکن است در نتایج پژوهش مؤثر باشد، کنترل‌نکردن بعضی از عوامل مؤثر در نتایج پژوهش از جمله تأثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی، قوانین و مقررات و... خارج از دسترس پژوهشگر است و ممکن است در بررسی روابط اثرگذار باشد و به علت در دسترس نبودن داده‌های مربوط به میزان دارایی نامشهود برای سال‌های قبل از سال ۱۳۸۷، نویسندگان، دوره پژوهش را به دلیل این محدودیت از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ تعیین کرده‌اند.

در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. بدین منظور، فرضیه‌هایی برای بررسی این موضوع تدوین و با استفاده از اطلاعات در دسترس تجزیه و تحلیل شد. به طور کلی، این استدلال وجود دارد که دارایی‌های نامشهود، مزایای بسیاری برای شرکت ایجاد می‌کنند؛ با این حال، آن نیز موجب هزینه نمایندگی و ورشکستگی شرکت می‌شود. بسیاری از اقتصاددانان، مدیران را به دلیل اشتباه در ارزش‌گذاری و رفتار با دارایی نامشهود متهم می‌کنند که به بحران اقتصاد جهانی در سال ۲۰۰۸ منجر شده است. آنان معتقدند پدیده حباب قیمتی می‌تواند به دلیل ناتوانی در شناسایی برخی دارایی‌های نامشهود اتفاق بیفتد و قیمت دارایی مقدار واقعی از ارزش ذاتی دارایی را منعکس نکند؛ بنابراین، افزایش شکاف بین ارزش بازار و ارزش دفتری شرکت موجب انعکاس اهمیت دارایی نامشهود و راهی برای اندازه‌گیری آن است؛ در نتیجه، هر دو ویژگی دارایی نامشهود یعنی ایجاد مزیت رقابتی برای شرکت و ایجاد خطر بالقوه حباب قیمتی باعث می‌شود این دارایی خاص به موضوع پژوهشی جالبی تبدیل شود. مطابق این استدلال‌ها، نتایج نشان داد دارایی نامشهود مناسب، به شرکت برای دستیابی موفقیت‌آمیز به ریشه‌های خلق ارزش کمک می‌کند (مطابق پژوهش‌های ویدین، ۲۰۱۲، گارانینا و پاولو، ۲۰۱۱ و قهرمان‌ایزدی و بهنامی ۱۳۹۲). افزون بر این، نتایج نشان داد دارایی نامشهود در توضیح‌دهندگی ارتباط بین سلامت مالی شرکت (متغیر عملکرد شرکت) و هزینه نمایندگی (سیاست توزیع سود) در ارزش بازار شرکت، تأثیر معناداری دارد. نتایج نشان داد دارایی نامشهود در توضیح‌دهندگی تأثیر دو متغیر دیگر (قدرت پرداخت بدهی و نسبت بدهی) در ارزش بازار شرکت، تأثیر

منابع

- [11] Husnah., subroto, B., Aisjah, S., & Djumahir. (2013). Intangible assets, competitive strategy and financial performance: Study On Rattan SMEs In Palu City Of Central Sulawesi (Indonesia). *IOSR Journal of Business and Management*, e-ISSN: 2278-487X. 7(4):14-27.
- [12] Jensen, M.C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*. 3: 305-360.
- [13] Kritsonis , A.(2005). Assessing a firms future financial health. *International Journal of Scholarly Academic Intellectual Diversity*. 8(1):
- [14] Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
- [15] Lim, S,C., & Macias, A,J. (2015). Intangible assets and capital structure. <http://ssrn.com/abstract=2514551>.
- [16] Madhoshi, M., & AsgharneJad Amiry, M. (2009). Measuring intellectual capital and assess its relationship with financial return companies, *Reviews of Accounting and Auditing*. 57: 101-116. (in persian).
- [17] Russell, M. (2014). Capitalization of intangible assets and firm performance. *The University of Queensland*, pp.1-67.
- [18] Martins, J., & Alves, S. (2010). The impact of intangible asete on financial and governance policies: A Literature Review. *Portuguese Journal of Management Studies*. 15(1): 87-107.
- [19] Matolcsy, Z., & Wyatt, A. (2006). Capitalized intangibles and financial analysts. *Accounting and Finance*. 46: 457-479.
- [20] McKnight, F., & Weir, C. (2008). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*.
- [21] Nasif, F. (2013). The impact of value added intellectual coefficient components on financial health. *Review of International Comparative Management*. 14(3): 459-472.
- [22] Noravesh, E., Karami, Gh., & Vafi Sani, J. (2009). Examine the mechanisms of corporate governance on Agency Costs, *Accounting Research*. 1:1-27. (in persian).
- [1] Aflatoni, A., & Nikbakht, L. (2011). *Econometrics application of Accounting Research, Financial Management and Economic Sciences*, Tehran, Publications Termeh. (in Persian).
- [2] Alves, S., & Martins, J. (2010). The Impact of intangible assets on financial and governance policies: UK Evidence. *International Research Journal of Finance & Economics*. (36): 147-169.
- [3] Aulia, H., Fanani, Z., Prasetyo, K., & Mardijuwono, W. (2013). The impact of intangible asset on firm's competitive advantage and market value: Empirical Examination from Emerging Market. www.ssrn.com.
- [4] Castro, W.B. (2014). The impact of intangible assets on the company's market value: A comparative analysis in the listed companies on Latin America and USA, <http://ssrn.com/abstract=2496118>.
- [5] Chen, M.Y., Lin, J.Y., Hsiao, T.Y., & Thomas, W.L. (2008). Censoring model for evaluating intellectual capital value drivers. *Journal of Intellectual Capital*. 9(4): 639-654.
- [6] Esmailzadeh Mqry, A., Hematfar, M., & Zamanian, A. (2010). The relationship between intellectual capital and indicators evaluating the performance of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Management Accounting*. 3(6): 1-12. (in persian).
- [7] Foster, B.P., Fletcher, R., & Stout, W. D. (2003). Valuing intangible assets. *The CPA Journal*. October.PP.217-233.
- [8] Garanina, T., & Pavlova, Y. (2011). Intangible assets and value creation of a company: Russian and UK Evidence. *Proceedings of the European Conference on Intellectual Capital*. 165-175.
- [9] Ghahraman Ezady, M., & Behnameh, M. (2013). The relationship between intangible assets and market value of companies, the pharmaceutical industry Case Study of Tehran Stock Exchange, National Conference Accounting and Management. *Institute of International Education and Research Kharazmi Safashahr*. (in persian).
- [10] Holmstrom. (1989). Agency costs and innovation. *Journal of Economic Behavior and Organization*. 12(4): 305-327.

- listed on the stock exchange. *Perspective Financial Management and Accounting*. 1: 51-65. (in Persian).
- [27] Taghavi, M., & Porali, M.R. (2010). Analysis of financial ratios in determining the different levels of the financial health of manufacturing units in Iran. *Journal of Financial Studies*. 8: 23-51. (in Persian).
- [28] Whitwell, S. (2008). Intangible assets. *Financial Management*. 50-51.
- [29] Widiatoro, D.M. (2012). Measuring the impact of intangible asset investment toward company financial health and company agency problem. *ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives*. 1(2): 2224-9729.
- [23] Oliveira, L., Rodrigues, L.L., & Craig, R. (2010). Intangible assets and value relevance: evidence from the portuguese stock exchange. *The British Accounting Review*. 42(4): 241-252.
- [24] Penman, S.H. (2009). Accounting for intangible assets: There is also an income statement. *ABACUS*. 45(3): 358-371.
- [25] Petkov, R.R. (2011). The current financial crisis and its potential impact on internally generated intangible assets. *International Journal of Business & Management*. 6(3): 37-44.
- [26] Shams, Sh., & Khalili, M. (2011). Relationship between intellectual capital and financial performance of companies





پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی