



Examining the Relation of Financial Crisis, Life Cycle, and Asset and Financial Restructuring Strategies of Companies with Financial Crisis¹

Abdollah Amiri², Parviz Saeedi³

Received: 2019/03/14

Accepted: 2020/07/11

Abstract

Restructuring is a concept of profound changes that have an extensive impact on the future activities of the company. In this regard, investigating the effect of enforcement of these strategies is crucial. The purpose of this study is to investigate the impact of the implementation of restructuring strategies in different stages of the life-cycle of companies that are stuck in crises. For this purpose, we used Z-score Toffler to select crisis companies. Our sample consists of 406 years – Companies between 2005-2015. Dickinson's cash flow model (2011) was used to determine the stages of the company's life cycle and the Logit regression model was used to test the hypotheses. The results suggest that Toobin's variable is only significant and negatively correlated with the asset restructuring strategy. The total assets variable correlated negatively with the restructuring of management structures, and positively with the asset restructuring strategy. We found no relationship between the financial leverage variables, the cash flows of the institutional shareholders, the firm's assets, and two structure renewal strategies. The results indicate that growth-stage companies are less likely to use the asset restructuring plan than firms in the birth, maturity, shake-out, and decline stage. Similarly, in the birth stage Companies, the use of management restructuring is less likely than firms in growth, maturity, and shake-out stages.

Keywords: Restructuring, Strategy, Life Cycle, Company, Financial Crisis.

JEL Classification: G3, G30, G320.

1. DOI: 10.22051/JFM.2020.25221.2019

2. PhD Student, Department of Public Administration (Finance), Bojnourd Branch, Islamic Azad University, Bojnourd, Iran. **Email:** amiri.abdollah@yahoo.com

3. Associate Professor, Department of Management and Accounting, Aliabad Katoul Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran. Corresponding Author. **Email:** dr.parvizsaeedi@yahoo.com.



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال نهم، شماره سی و پنجم، زمستان ۱۴۰۰

صفحات ۱۹۰-۱۷۵



مقاله پژوهشی

بررسی رابطه بحران مالی، چرخه عمر و راهبردهای تجدید ساختار دارایی و مالی شرکت‌های
دارای بحران مالی^۱

عبداله امیری^۲، پرویز سعیدی^۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۴/۲۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۲/۲۳

چکیده

تجدید ساختار به مفهوم تغییرات عمیق و راهبردی در شرکت است که به‌طور گسترده بر فعالیت‌های آینده آن تأثیر می‌گذارد. بنابراین، مطالعه حاضر به بررسی تأثیر راهبردهای تجدید ساختار دارایی و مالی در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت‌های بحران‌زده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۴ پرداخته است. برای انتخاب شرکت‌های بحران‌زده از *Z-score Toffler* استفاده شد و ۴۰۶ سال-شرکت به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. مراحل چرخه عمر شرکت با استفاده از مدل جریان‌ات نقدی دیکینسون (۲۰۰۷) تعیین گردید. از مدل رگرسیون لاجیت نیز برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. نتایج نشان داد متغیر *Q* توبین فقط با راهبرد تجدید ساختار دارایی رابطه منفی و معناداری دارد. متغیر دارایی کل با راهبرد تجدید ساختار مدیریتی رابطه مثبت و با راهبرد تجدید ساختار دارایی رابطه منفی دارد. بین متغیرهای اهرم مالی، جریان‌ات نقدی، سهامداران نهادی، بازده دارایی شرکت و هر دو راهبرد تجدید ساختار رابطه معناداری مشاهده نشد. همچنین یافته‌ها نشان داد شرکت‌های مرحله رشد نسبت به شرکت‌های مرحله تولد، بلوغ، احیا و افول کمتر از برنامه تجدید ساختار دارایی استفاده می‌کنند و شرکت‌های مرحله تولد نسبت به شرکت‌های مرحله رشد، بلوغ، احیا و افول کمتر از تجدید ساختار مالی استفاده می‌کنند.

واژگان کلیدی: تجدید ساختار، چرخه عمر، بحران مالی.

طبقه‌بندی موضوعی: *G320, G30, G3*.

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2020.25221.2019

۲. دانشجوی دکتری گروه مدیریت دولتی (مالی)، واحد بجنورد دانشگاه آزاد اسلامی، بجنورد، ایران. Email: amiri.abdollah@yahoo.com

۳. دانشیار گروه مدیریت و حسابداری، واحد علی‌آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی‌آباد کتول، ایران. نویسنده مسئول،

Email: dr.parvizsaeedi@yahoo.com

مقدمه

بحث تجدید ساختار شرکت به طیف وسیعی از فعالیت‌ها از قبیل تجدید ساختار مدیریتی، تجدید ساختار مالی، تجدید ساختار دارایی و عملیاتی اشاره دارد. برنامه‌ریزی و اجرای موفقیت‌آمیز تجدید ساختار به حمایت همه جانبه مدیران ارشد اجرایی، مدیران میانی سایر بخش‌های سازمان و همچنین به حمایت ارائه‌دهندگان خدمات تجدید ساختار خارج از سازمان نیازمند است و بدون حمایت قوی آنها، برنامه‌های تجدید ساختار شرکت محکوم به شکست است. برخی شرکت‌ها هیچ برنامه از پیش تعیین‌شده‌ای برای جلب حمایت از برنامه تجدید ساختار شرکت خود در نظر نمی‌گیرند و این عدم حمایت همه جانبه و اجرای ناقص برنامه‌ها، ممکن است شرکت را با بحران مالی مواجه کرده و به افول برساند. با توجه به این‌که اجرای برنامه تجدید ساختار در شرکت‌ها، در تصمیمات سرمایه‌گذاری آتی سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد. نحوه عملکرد مدیران در اجرای برنامه تجدید ساختار می‌تواند به استقبال و یا عدم استقبال آنها منجر شود. در نتیجه، این واقعیت بیش از پیش محرز می‌گردد که مدیران شرکت باید برنامه تجدید ساختار را به‌گونه‌ای طرح‌ریزی نمایند که در نهایت، قادر باشد به تغییرات فراگیر، کاهش هزینه‌ها، رشد پایدار سودآوری و بقا شرکت در بازارهای جهانی بیانجامد.

در این رابطه، نتایج پژوهش‌های خارجی نشان می‌دهد پاسخ بازارهای سرمایه به اطلاعات حسابداری در مراحل مختلف چرخه عمر متفاوت است. بنابراین انتظار می‌رود اثر تجدید ساختار از یک مرحله چرخه عمر به مرحله دیگر چرخه عمر متغیر باشد. اما علی‌رغم آن که در داخل کشور، مطالعات متعددی به بررسی عوامل تأثیرگذار بر راهبردهای تجدید ساختار شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران پرداخته‌اند. لیکن، مطالعات معدودی، بررسی رابطه شرکت‌های دارای بحران مالی، چرخه عمر و راهبردهای تجدید ساختار را به‌طور مستقل مورد توجه قرار داده‌اند. به همین منظور، پژوهش حاضر با هدف پاسخ به این سؤال اصلی شکل گرفته که تأثیر تجدید ساختار در دوره‌های مختلف چرخه عمر شرکت چگونه است؟. بدیهی است پاسخگویی به این سؤال ضمن توسعه دانش مالی در حوزه راهبردهای تجدید ساختار، می‌تواند عوامل اثرگذار بر برنامه‌های تجدید ساختار در بازار سرمایه ایران را مشخص کند.

مقاله پیش رو در ادامه چنین ساماندهی شده که ابتدا نظریه‌های تجدید ساختار، بحران مالی و چرخه عمر شرکت‌ها را بیان شده و پیشینه تجربی مرتبط به آنها مرور شده است. سپس، مدل پژوهش ارائه و با استفاده از مدل رگرسیون لاجیت برآورد گردیده است. در پایان، نتایج برآوردی مورد بحث و بررسی قرار گرفته و طبق نتیجه‌گیری به عمل آمده چند توصیه سیاستی پیشنهاد شده است.

مبانی نظری

تجدید ساختار شرکت به راهبردهای مورد نیاز برای بازگشت به شرایط عادی توسط مدیران و رهبران شرکت در مواقعی که سازمان در مرحله افول قرار دارد، اشاره دارد (اندکاگری^۱، ۲۰۱۸) و شامل سه نوع عمده زیر است:

- ✓ تجدید ساختار پورتفوی: شامل تغییرات قابل توجهی در ساختار و وضعیت عملیات کسب و کار شرکت می‌شود. ممکن است تجدید ساختار پورتفوی در واکنش به ضعف عملکرد شرکت یا بحران مالی شرکت طراحی شود. روش دیگر تجدید ساختار پورتفوی ممکن است برای متناسب‌سازی اندازه و دامنه شرکت استفاده شود.
- ✓ تجدید ساختار مالی: به تغییرات سرمایه شرکت و ساختار مالکیت در واکنش به عملکرد ضعیف اشاره دارد.
- ✓ تجدید ساختار سازمانی: این شکل تجدید ساختارها زمانی اتفاق می‌افتد که مدیران ایجاد تغییرات در ساختار شرکت، فرآیندها و کارکنان را آغاز کرده باشند. این تغییرات شامل تغییر در اندازه نیروی کار، ساختار شرکت و محل و موقعیت عملیات می‌باشد (فاینالی، ۲۰۱۵).

دلیل تجدید ساختار نیز این است که اهداف کلی ساختار اغلب سازمان‌ها سودآوری، رشد و بقا است. اما، اهمیت و موقعیت این سه هدف برای شرکت در طول زمان تغییر می‌کند. ولی به‌طور کلی، هنگامی که شرکت‌ها دریابند نسبت به شرکت‌های رقیب در وضعیت مناسبی قرار ندارند به تجدید ساختار اقدام می‌نمایند (فرد^۲، ۱۳۷۹). همچنین، تکنه‌های فناورانه، آزادسازی بازار و رشد فزاینده رقابت بین‌المللی برای تأمین سرمایه، مدیران را وادار می‌دارد که نسبت به بازسازی شرکت در شرایط عملکرد ضعیف، استفاده از فرصت‌های راهبردی و تصحیح اشتباهات ارزشیابی اقدام نمایند (فاینالی^۳، ۲۰۱۵) و این تجدید ساختار اگر دقیق اجرا شود به تغییرات فراگیر، کاهش هزینه‌ها، افزایش سودآوری، بهبود کیفیت و خدمات، افزایش قیمت سهام و استفاده سریع از فرصت‌ها منجر می‌شود (جیروود و وایتینگتن^۴، ۲۰۱۷). همچنین، تجدید ارزیابی با خارج کردن دارایی‌های ثابت بلااستفاده و تبدیل آن به منابع نقدی می‌تواند در کوچک‌تر شدن اندازه شرکت‌ها موثر باشد و باعث انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها در سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها با ارزش خالص مثبت شود (دی آنجلو و رول^۵، ۲۰۱۳). بنابراین، تجدید ساختار شرکت یکی از پیچیده‌ترین و اساسی‌ترین پدیده‌هایی است که مدیریت با آن مواجه است (کمپر و کوهن^۶، ۲۰۰۴) و می‌تواند بر تمام کارکنان صنعتی و پس از تولید تأثیر بگذارد (دنکر و چیچان^۷، ۲۰۱۰).

1. Ndekugri
2. Fred
3. Finlay
4. Girod & Whittington
5. De Angelo & Roll
6. Kemper & Khuen
7. Dencker & Chichun



از سویی، چرخه عمر یکی دیگر از مفاهیمی است که با آن می‌توان درباره رشد و تغییر سازمان اندیشید. مقصود از چرخه عمر نیز این است که یک سازمان روزی به‌وجود می‌آید (متولد می‌شود)، رشد می‌کند و سرانجام از بین می‌رود (می‌میرد). ساختار سازمان، شیوه رهبری و سیستم اداری سازمان‌ها از یک الگوی نسبتاً قابل پیش‌بینی پیروی می‌کنند، که در این چرخه عمر وجود دارد. این مراحل دارای ترتیب خاصی است و مسیر طبیعی مشخصی را طی می‌کنند (فرد، ۱۳۷۹). اما در یک تقسیم‌بندی، پنج مرحله زیر را برای چرخه عمر شرکت‌ها برشمرده‌اند:

✓ مرحله شروع (رشد اولیه): در این مرحله، شرکت‌های جدید با تلاش برای سرمایه‌گذاری در یک ایده برای یک اختراع جدید، فن بازاریابی جدید، کارایی بیشتر ساختار سازمانی شرکت مواجه می‌شوند. تمرکز شرکت‌ها در این مرحله روی امورات روزمره است و با شناسایی تعداد کافی از مشتریان، تنها از موجودیت شرکت حمایت می‌کنند. در این مرحله، ساختار مالکیت غالب به‌صورت مدیر-مالک است، خصوصیاتش شبیه مرحله جوانی و به ساختارهای ساده و غیررسمی متمایل است. در این مرحله، احتمالاً تصمیم‌گیری و پردازش اطلاعات در سطح پائین قرار دارند.

✓ مرحله توسعه (رشد سریع): اگر محصول، ایده یا فکر، ایده خوب و موفقی باشد، شرکت توسعه سریع را تجربه خواهد کرد. در این مرحله، شرکت موفقیت بازار اولیه‌اش را تجربه می‌کند و به دنبال ایجاد شایستگی متمایز است. معمولاً در این مرحله، چرخه عمر، اندازه شرکت از متوسط به بزرگ تغییر می‌یابد و حرکت از ساختار مدیر-مالک به سهامدارن متعدد تغییر شکل پیدا خواهد کرد. ساختار شرکت به سمت رسمی‌سازی بیشتر تغییر خواهد کرد و برخی از اختیارات به مدیران میانی واگذار خواهد شد.

✓ مرحله بلوغ: با توسعه رقابت و شروع به‌کار شرکت‌های دیگر، استفاده از فرصت‌های سودآور و بهبود افکار و ایده‌های ایجاد شده در مرحله آغازین توسط کارآفرینان شروع می‌شود. تعداد فرصت‌های سودآور کاهش می‌یابد و ممکن است افول در این مرحله از چرخه عمر اتفاق بیافتد. مقادیر فروش ثابت پیدا می‌کند و منجر به افزایش سطح رقابت می‌شود. مدیران ارشد بر راهبرد و برنامه‌ریزی تمرکز می‌کنند. درحالی که تصمیمات عملیاتی روزانه معمولاً به مدیران میانی واگذار می‌شود. پردازش اطلاعات و تصمیم‌گیری با مرحله توسعه مشابه است.

✓ مرحله احیاء: در این مرحله، شرکت‌ها به‌منظور بازیابی مقادیر رشد اضافی را که در مرحله اولیه تجربه کرده بودند، به تغییر در ساختار سازمان می‌پردازند. شرکت‌ها در این مرحله چرخه عمر خیلی بزرگ هستند و با شرکت‌های مشابه که سهم بازار را در اختیار دارند در رقابت شدید



هستند. آنها فعالیت‌های متنوع و گسترده برای مقابله با کاهش رشد فروش اتخاذ می‌کنند. شرکت‌ها در مرحله احیاء به سطوح بالای نوآوری و ریسک به‌منظور بازگشت شرکت به مقادیر رشد تجربه شده در مراحل ابتدائی چرخه عمر تمرکز خواهند کرد. شرکت‌های موفق در مرحله احیاء رشد سریع‌تری را تجربه خواهند کرد.

✓ مرحله افول: این مرحله با کاهش اندازه (سهم) بازار شرکت مشخص می‌شود. در محیط رقابتی موجود، این احتمال وجود دارد که شرکت با کاهش تقاضا به رکود نزدیک شود. معمولاً شرکت‌ها در این مرحله چرخه عمر دارای سطح پایین نوآوری هستند که این مسئله به نوبه خود میزان تقاضا را کاهش می‌دهد. در این مرحله شرکت در یک دور باطل گرفتار می‌شود. به دلیل عدم جذابیت خطوط تولید، تقاضا همچنان کمتر و کمتر می‌شود، مالکیت به شدت متمرکز می‌شود (میلر و فریزن^۱، ۱۹۸۴).

طبق نظریه چرخه عمر، شرکت‌ها در مراحل مختلف عمر خود از نظر مالی و اقتصادی دارای نمودگرها و رفتارهای خاصی هستند. بدین معنی که ویژگی‌های مالی و اقتصادی شرکت‌ها از مرحله‌ای از چرخه‌ای که در آن قرار دارد، تأثیر می‌پذیرد (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۹). از این‌رو، دانش چرخه عمر شرکت می‌تواند یک نقشه راه ارائه دهد (هانکس و همکاران^۲، ۱۹۹۴). زیرا، نظریه چرخه عمر در واقع به تفاوت راهبردهای ظرفیت سرمایه و رشد مناسب در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت‌ها اشاره دارد. هر مرحله چرخه عمر تفاوت قابل توجهی با مراحل دیگر از لحاظ راهبرد سازمانی، ساختار و سبک تصمیم‌گیری دارد (آنتونی و رامش^۳، ۱۹۹۲). شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر خود با محیط‌های مختلف مواجه شده، با سیاست‌های متفاوت سازگار می‌شوند و عملکردهای مختلفی را بروز می‌دهند (یان و ژو^۴، ۲۰۱۰).

بحران مالی به عنوان سومین مبحث این مطالعه به وضعیتی گفته می‌شود که درصد قابل توجهی از ارزش برخی دارایی‌ها به‌صورت غیرمنتظره از دست برود. سقوط بازار بورس، ترکیدن حساب‌های مالی، بحران ناشی از نرخ بهره‌های ارزی و ناتوانی در پرداخت بدهی‌های سنگین خارجی مصادیقی از بحران مالی محسوب می‌شود (بختیارزاده، ۱۳۸۸). رویدادهایی که ایجاد بحران مالی می‌کنند اغلب منجر به کاهش در تقسیم سود، افت شدید تجهیزات و امکانات، زیان‌آوری، اخراج نیروی انسانی، استعفا مدیران ارشد و توقف معاملات سهام شرکت‌ها می‌شود (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹). دلایل زیادی وجود دارد که شرکت‌ها با زیان مواجه می‌شوند. دلایل اصلی آن به مشکلات موقتی^۵ با مشکلات بلندمدت^۶ و چرخه حیات شرکت تقسیم می‌شود (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹).

1. Miller & Frizen
2. Hanks et al
3. Anthony & Ramesh
4. Yan & Zhao
5. Temporary Problems
6. Long Term Problems

یا توجه به مطالب پیش‌گفته می‌توان نتیجه گرفت که راهبردهای تجدید ساختار باید به‌موقع و متناسب با مرحله چرخه عمر شرکت باشد و امیدهای زیادی را برای خروج شرکت از بحران داشته باشد. برای سیاست‌گذاران، ریسکی وجود دارد و بیم آن می‌رود که مدیران شرکت‌های بحران زده اشتباه کنند و تصمیمات تجدید ساختار ناجوری (متناقضی) برای چرخه عمر بگیرند که می‌تواند برای ثبات اقتصاد کلان و ثبات مالی مضر باشد. اما، معمولاً زمانی که شرکت در بحران مالی قرار می‌گیرد، تجدید ساختار با بازده غیرعادی مثبت همراه است (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹).

مروری بر پیشینه پژوهش

احمد الهادی و همکاران^۱ (۲۰۱۹) رابطه مسئولیت اجتماعی، بحران مالی و چرخه عمر شرکت‌ها را در یک نمونه آماری شامل ۶۵۱ شرکت استرالیایی مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان داد عملکرد مسئولیت اجتماعی مثبت سبب کاهش بحران مالی شرکت‌ها می‌شود و این رابطه مثبت در مرحله بلوغ چرخه عمر شرکت‌ها برجسته‌تر است.

اندکاگری (۲۰۱۸) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاری و تجدید ساختار در شرکت‌های آمریکایی پرداخته‌اند. نتایج نشان داد که بین عملکرد قبلی شرکت و تصمیم سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. بنابراین عملکرد پیشین شرکت و موقعیت آن بر سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.

جیروود و وایتینگتن (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای به مقایسه نتایج بازسازی و تجدید ساختار در عملکرد شرکت به بررسی قابلیت‌های پویا و پویایی محیطی شرکت‌های بزرگ آمریکایی در بازه زمانی ۲۰۰۴-۱۹۸۵ پرداخته‌اند و نشان دادند که در محیط‌های پویا نتایج تجدید ساختار مثبت و نتایج بازسازی منفی است.

فاینلی (۲۰۱۵) رابطه بین چرخه عمر و بحران مالی را مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه رسید که اثر واگذاری ثروت در مراحل مختلف چرخه عمر متفاوت است و شرکت‌های در مرحله انتهایی چرخه عمر نسبت به شرکت‌های در مرحله اولیه، بازده‌های غیرعادی بالاتری را تجربه کردند.

دهدار و علی‌دادی (۱۳۹۶) با استفاده از روش داده‌های تابلویی به بررسی رابطه بین بحران مالی، چرخه عمر و تجدید ساختار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۶ پرداخته‌اند. نتایج نشان داد چرخه عمر شرکت بر راهبرد تجدید ساختار شرکت‌های بحران‌زده، در مرحله رشد و افول تأثیر معناداری دارد. اما چرخه عمر شرکت بر راهبرد تجدید ساختار شرکت‌های بحران‌زده در مرحله بلوغ تأثیر معناداری ندارد.

سرخوش (۱۳۹۵) با استفاده از روش داده‌های تابلویی به بررسی رابطه بین بحران مالی، چرخه عمر و تجدید ساختار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۶

پرداخته‌اند. نتایج نشان داد که چرخه عمر شرکت بر راهبرد تجدید ساختار شرکت‌های بحران‌زده در کلیه مراحل تأثیر معناداری ندارد.

عابدی و زینال‌زاده (۱۳۹۴) هماهنگی بین راهبرد مالی و چرخه عمر سازمان با عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده و نشان دادند که میانگین بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، Q توبین و حاشیه سود؛ شرکت‌های دارای راهبرد مالی هماهنگ با چرخه عمر شرکت، بیشتر و معنادارتر از شرکت‌های نا هماهنگ است.

فرضیه‌های پژوهش

بر اساس نظریه چرخه عمر، شرکت‌های مرحله رشد نسبت به شرکت‌های بالغ، منابع کمتری را انباشته می‌کنند. زیرا، بیشتر فعالیت‌های شرکت‌های مراحل تولد و رشد بر توسعه کسب‌وکار متمرکز است. همچنین، شرکت‌های بحران‌زده مراحل بالای چرخه عمر نسبت به شرکت‌های مرحله تولد، بیشتر به تجدید ساختار دارایی علاقمند هستند. از سویی، در جریان عادی کسب‌وکار، شرکت‌های کلیه مراحل چرخه عمر تمایل ندارند که سود تقسیمی را حذف کنند. زیرا این امر علائم اشتباهی به بازار مخابره می‌کند که شرکت عملکرد ضعیفی دارد. با این حال زمانی که شرکت در بحران قرار می‌گیرد، مجبور به حذف سود تقسیمی خواهد شد. همچنین در مواقع بحرانی شرکت‌ها تلاش می‌کنند که برای تأمین مالی از طریق انتشار سهام در مراحل رشد، بلوغ، احیا و افول استفاده کنند. در مقابل آنها کمتر تمایل دارند که از تأمین مالی خارجی استفاده کنند. با توجه به این که تأمین مالی بدهی در مقایسه با حقوق صاحبان سهام نسبتاً شفاف است. برای شرکت‌های بحران‌زده در مرحله تولد تأمین مالی بدهی آسان‌تر است. بدین ترتیب فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل می‌باشند:

فرضیه اول: شرکت‌های مرحله تولد نسبت به شرکت‌های مراحل رشد، بلوغ، احیا و افول کمتر از تجدید ساختار دارایی استفاده می‌کنند.

فرضیه دوم: شرکت‌های مرحله تولد نسبت به شرکت‌های مراحل رشد، بلوغ، احیا و افول کمتر از تجدید ساختار مالی استفاده می‌کنند.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از نظر روش اجرا (نحوه دسته‌بندی و گردآوری داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها) از نوع تحلیلی و توصیفی است. داده‌های مورد استفاده از نوع تاریخی (پسارویدادی) می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرکت‌های مورد مطالعه با توجه به اهداف پژوهش به شرح زیر انتخاب شده‌اند:

۱. شرکت‌هایی که سودآوری نداشته‌اند.
۲. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها و واسطه‌های مالی آنها نباشند.
۳. اطلاعات و داده‌های آنها به‌طور منظم وجود داشته و قابل حصول باشد.

۴. شرکت‌های دارای بحران مالی بر اساس مدل Z-score تافلر به شرح زیر محاسبه شدند.

$$Z=3.20+12.18X1+2.50X2-10.68X3+0.029X4 \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$X1 = Ebit - interest\ expense\ on\ debt / Current\ liabilities$$

$$X2 = Current\ assets / total\ liabilities$$

$$X3 = Current\ liabilities / Total\ assets$$

$$X4 = No\ Credit\ Interval =$$

$$((cash\ and\ short\ term\ equiv) / Sales - EBIT - interest\ expense\ on\ debt - Depreciation) / 365$$

$$z\text{-score} < 0$$

در این پژوهش برای دسته‌بندی شرکت‌ها از روش دیکینسون^۱ (۲۰۱۱) منطبق با الگوی جریان‌های وجه نقد (فعالیت‌های عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی) استفاده شده است. الگوهای جریان‌های وجه نقد جهت تعیین مراحل چرخه عمر از ترکیب علامت مثبت (ورودی) و منفی (خروجی) جریان‌های وجه نقد به شرح جدول ۱ حاصل می‌شود.

جدول ۱. تفکیک مراحل چرخه عمر به روش الگوی جریان‌های وجه نقد

| مرحله | ۱ | ۲ | ۳ | ۴ | ۵ | ۶ | ۷ | ۸ |
|--|-----|------|------|------|------|------|------|------|
| ایجاد | رشد | بلوغ | رکود | رکود | رکود | افول | افول | افول |
| علامت پیش‌بینی شده | - | + | + | - | + | + | - | - |
| جریان‌های وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی | - | - | - | - | - | - | - | - |
| جریان‌های وجه نقد ناشی از سرمایه‌گذاری | + | + | + | + | + | + | + | + |
| جریان‌های وجه نقد ناشی از تأمین مالی | - | - | - | - | - | - | - | - |

منبع: دیکینسون (۲۰۱۱)

الگوهای پژوهش

$$\text{Restructuring}_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 \text{BIRTH}_{it} + \alpha_3 \text{GROWTH}_{it} + \alpha_4 \text{MATURE}_{it} + \alpha_5 \text{SHAKE OUT}_{it} + \alpha_6 \text{FD}_{it} + \alpha_7 \text{TOBINSQ}_{it} + \alpha_8 \text{Ln TOTAL ASSETS}_{it} + \alpha_9 \text{LEVERAGE}_{it} + \alpha_{10} \text{CASH FLOW}_{it} + \alpha_{11} \text{RETURN}_{it} + \alpha_{12} \text{INSTITUTIONAL}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$\text{CEO}_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 \text{BIRTH}_{it} + \alpha_3 \text{GROWTH}_{it} + \alpha_4 \text{MATURE}_{it} + \alpha_5 \text{SHAKE OUT}_{it} + \alpha_6 \text{FD}_{it} + \alpha_7 \text{TOBINSQ}_{it} + \alpha_8 \text{Ln TOTAL ASSETS}_{it} + \alpha_9 \text{LEVERAGE}_{it} + \alpha_{10} \text{CASH FLOW}_{it} + \alpha_{11} \text{RETURN}_{it} + \alpha_{12} \text{INSTITUTIONAL}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

جدول ۲. تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

| نام متغیر | نوع متغیر | نحوه محاسبه متغیر | علامت اختصاری |
|-------------------------------|-----------|--|-------------------------------|
| تجدید ساختار | وابسته | شامل کاهش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته و فروش دارایی‌های ثابت است | Restructuring _{it} |
| تجدید ساختار مدیریتی | وابسته | با تغییر مدیر ارشد اجرایی شرکت برابر ۱ و در غیر این صورت ۰ است | CEO _{it} |
| فعالیت‌های سرمایه‌گذاری | وابسته | اگر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت در سال t یا t+1، ۱۵ درصد کمتر از سال t-1 باشد، برابر ۱ و در غیر این صورت ۰ است | INV _{it} |
| بهای تمام شده کالای فروش رفته | وابسته | اگر بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت در سال t-1 بیش از حد متوسط صنعت باشد و سپس در سال t یا t+1 به پایین‌تر از نصف میزان میانگین کاهش یابد برابر ۱ و در غیر این صورت ۰ است | COGS _{it} |
| فروش دارایی‌های ثابت شرکت | وابسته | اگر مجموع دارایی‌های ثابت یک شرکت در سال t یا t+1، ۱۵ درصد کمتر از سال t-1 باشد برابر ۱ و در غیر این صورت ۰ است | ASSETS _{it} |
| سود تقسیمی | وابسته | اگر سود سهام شرکت در سال t یا t+1، ۲۵ درصد کمتر از سال t-1 باشد برابر ۱ و در غیر این صورت ۰ است | DIV _{it} |
| خالص بدهی | وابسته | اگر بدهی‌های خالص شرکت در سال t یا t+1، بیش از ۵ درصد ارزش دفتری دارایی‌های شرکت باشد برابر ۱ و در غیر این صورت ۰ است | Net Debt _{it} |
| نسبت کیو توبین | مستقل | برابر حاصل جمع ارزش دفتری مجموع بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر جمع ارزش دفتری کل دارایی‌ها است | TOBINSQ _{it} |
| لگاریتم کل دارایی | مستقل | برابر لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت در سال t است | Ln TOTAL ASSETS _{it} |
| سهامداران نهادی | مستقل | برابر نسبت درصد سهام در تملک سرمایه‌گذاران نهادی شرکت به کل سهام شرکت در سال t است | INSTITUTIONAL _{it} |
| نوسانات سود | مستقل | برابر انحراف معیار بازده سالیانه در سال t است | VOLATILY _{it} |
| بازده سهام | مستقل | برابر بازده سالیانه شرکت در سال t است | RETURN _{it} |
| اهرم مالی | مستقل | برابر ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت به ارزش شرکت در سال t است | LEVERAGE _{it} |
| جریان‌های نقدی | مستقل | برابر نسبت خالص جریان‌های نقدی عملیاتی به مجموع دارایی‌های شرکت در سال t است | CASH FLOW _{it} |
| بحران مالی | مستقل | $Z=3.20+12.18X1+2.50X2-10.68X3+0.029X4$ | FD _{it} |
| مرحله تولد | تعدیل‌گر | بر اساس معیار دیکینسن محاسبه شد | BIRTH _{it} |
| مرحله رشد | تعدیل‌گر | بر اساس معیار دیکینسن محاسبه شد | GROWTH _{it} |
| مرحله بلوغ | تعدیل‌گر | بر اساس معیار دیکینسن محاسبه شد | MATURE _{it} |
| مرحله احیا | تعدیل‌گر | بر اساس معیار دیکینسن محاسبه شد | SHAKE OUT _{it} |
| مرحله افول | تعدیل‌گر | بر اساس معیار دیکینسن محاسبه شد | DECLIN _{it} |

در این پژوهش، برای اجرا یا عدم اجرای راهبردهای تجدید ساختار از طبقه‌بندی دو وجهی استفاده شده و مدل رگرسیون لاجیت بهترین مدلی است که این تصمیم را منعکس می‌سازد (فروغی و همکاران، ۱۳۹۰). زیرا، رگرسیون لاجیت فن آماری برای نشان دادن تأثیر متغیرهای مستقل کمی یا کیفی بر متغیر وابسته دو وجهی (دو طبقه‌ای) می‌باشد (نابیی، ۱۳۹۳). استفاده این پژوهش از مدل رگرسیون لاجیت برای تجزیه و تحلیل داده‌ها با این استدلال انجام شده که شرکت‌ها هنگام تصمیم‌گیری درباره تجدید ساختار با دو انتخاب اجرای راهبردهای تجدید ساختار و عدم اجرای راهبردهای تجدید ساختار روبه‌رو هستند. مدل کلی رگرسیون لاجیت چندمتغیره به شرح رابطه ۴ است.



$$\text{Ln}\left(\frac{\rho}{1-\rho}\right) = \sum_{j=1}^t \beta_j X_{ij} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۴)}$$

در رابطه بالا: Ln لگاریتم در پایه نپرین، ρ احتمال تجدید ساختار، $1 - \rho$ احتمال عدم تجدید ساختار، β_j ضرایب جزئی مدل، X_{ij} متغیرهای مستقل مدل و ε_{it} خطای مدل است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| نام متغیر | نماد | تعداد شرکت | میانگین | واریانس |
|----------------------|---------------|------------|---------|----------|
| مرحله تولد | BIRTH | ۴۰۶ | ۰/۱۶۲۶ | ۰/۱۳۴ |
| مرحله رشد | GROWTH | ۴۰۶ | ۰/۱۹۴۶ | ۰/۱۵۷ |
| مرحله بلوغ | MATURITY | ۴۰۶ | ۰/۲۷۰۹ | ۰/۱۹۸ |
| مرحله احیا | SHAKOUT | ۴۰۶ | ۰/۲۱۴۳ | ۰/۱۶۹ |
| مرحله افول | DECLINE | ۴۰۶ | ۰/۱۵۷۶ | ۰/۱۳۳ |
| کیو توبین | TOBINSQ | ۴۰۶ | ۳/۷۹۱۷ | ۷۹/۸۵۵ |
| اهرم مالی | LEV | ۴۰۶ | ۰/۴۵۶۶ | ۲۱/۳۷۴ |
| جریان نقدی | CASHFLO | ۴۰۶ | ۰/۳۶۰۶ | ۲۵/۵۶۸ |
| بازده | R | ۴۰۶ | -۰/۱۲۵۳ | ۱۳۴/۱۶۰ |
| سهامداران نهادی | INSTITUTIONAL | ۴۰۶ | ۱۶/۰۰۳۰ | ۵۵۰/۱۸۵۰ |
| لگاریتم دارایی کل | LNTASSET | ۴۰۶ | ۲۶/۰۵۹۷ | ۲/۳۹۸ |
| تجدید ساختار دارایی | OPS | ۴۰۶ | ۰/۸۹۴۱ | ۰/۰۹۵ |
| تجدید ساختار مالی | FIN | ۴۰۶ | ۰/۴۱۱۳ | ۰/۲۴۳ |
| تجدید ساختار مدیریتی | CEO | ۴۰۶ | ۰/۳۳۷۴ | ۰/۲۲۴ |

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون Wald

مقدار Sig به دست آمده برای آماره والد به شرح جدول ۴ کمتر از ۰/۰۵ درصد است. بنابراین از نظر آماری تفاوت معناداری بین هر یک از متغیرهای مستقل جهت اجرای راهبردهای تجدید ساختار در هر سه مدل وجود دارد. به عبارت دیگر، وجود هر کدام از متغیرهای مستقل تأیید می‌شود.

جدول ۴. آزمون والد

| فرضیه | استراتژی تجدید ساختار | آماره Wald | سطح معنی‌داری |
|-----------|-----------------------|------------|---------------|
| فرضیه اول | CEO | ۴۱/۳۲۵ | ۰,۰۰۰ |
| فرضیه دوم | OPS | ۱۷۴/۹۵۰ | ۰,۰۰۰ |
| فرضیه سوم | FIN | ۱۲/۶۳۳ | ۰,۰۰۰ |

منبع: یافته‌های پژوهش



آزمون فرضیه اول

نتایج الگوی لوجیت تجدید ساختار دارایی در جدول ۵ گزارش شده است. تعداد واحدهای که دارای تجدید ساختار دارایی بودند برابر ۳۶۳ واحد و تعداد واحدهای فاقد این تغییر برابر ۴۳ واحد است. مقدار درصد صحت پیش‌بینی این الگو برابر ۸۲/۳۸ درصد است. به عبارتی رفتار ۸۲/۳۸ درصد از نمونه مورد مطالعه با استفاده از این الگو به درستی پیش‌بینی شده است. در این الگو متغیرهای اهرم مالی، جریان نقدی، بازده شرکت و سهامداران نهادی اثر معنی‌داری بر تجدید ساختار دارایی شرکت ندارند. در مقابل متغیرهای چرخه عمر شامل مرحله تولد، رشد، بلوغ، احیا و افول، Q توبین و لگاریتم دارایی‌ها بر تجدید ساختار مدیریتی شرکت اثر معنی‌دار دارند. متغیرهای نشان‌دهنده چرخه عمر دارای اثر مثبت و متغیرهای Q توبین و کل دارایی اثر منفی بر احتمال تجدید ساختار دارایی دارند. اثر نهایی محاسبه شده برای هر یک از متغیرها نشان می‌دهد چنان‌چه واحدی در دوره تولد یا احیا باشد، احتمال تجدید ساختار دارایی در آن واحد به ترتیب ۰/۰۶۱ و ۰/۰۶۱ واحد بیشتر از سایر واحدها است. همچنین اگر واحد مورد مطالعه در یکی از دوره‌های رشد یا بلوغ قرار گرفته باشد احتمال تجدید ساختار دارایی آن به ترتیب ۰/۰۵۵، ۰/۰۵۹ واحد بیشتر از سایر دوره‌ها است. ارقام جدول ۵ نشان می‌دهد واحدهایی که در دوره افول قرار دارند ۰/۰۶۸ واحد احتمال تجدید ساختار دارایی آنها نسبت به سایرین بیشتر است. با توجه به ارقام ذکر شده می‌توان نتیجه گرفت فرضیه استفاده کمتر از تجدید ساختار دارایی شرکت‌های مرحله تولد نسبت به شرکت‌های مراحل رشد، بلوغ، احیا و افول، رد خواهد شد. چنان‌چه بر دارایی کل شرکت یک واحد افزوده شود، احتمال تجدید ساختار دارایی آن ۰/۰۰۲ واحد کاهش می‌یابد. همچنین، اگر بر مقدار شاخص Q توبین یک واحد افزوده شود، احتمال تجدید ساختار دارایی در یک شرکت ۰/۰۰۴ واحد کاهش می‌یابد.

جدول ۵. نتایج الگوی لوجیت تجدید ساختار دارایی

| متغیر | ضریب | انحراف معیار | آماره t | احتمال | اثر نهایی |
|---|---------|--------------|---------|--------|-----------|
| مرحله تولد | ۹/۱۶ | ۳/۱۹ | ۲/۸۷ | ۰/۰۰ | ۰/۰۶۱ |
| مرحله رشد | ۸/۲۷ | ۳/۲۰ | ۲/۵۸ | ۰/۰۱ | ۰/۰۵۵ |
| مرحله بلوغ | ۸/۸۲ | ۳/۲۱ | ۲/۷۵ | ۰/۰۱ | ۰/۰۵۹ |
| مرحله احیا | ۹/۱۶ | ۳/۱۹ | ۲/۸۷ | ۰/۰۰ | ۰/۰۶۱ |
| مرحله افول | ۱۰/۲۴ | ۳/۲۹ | ۳/۱۱ | ۰/۰۰ | ۰/۰۶۸ |
| Q توبین | -۰/۰۵ | ۰/۰۳ | -۲/۰۰ | ۰/۰۵ | -۰/۰۰۰۴ |
| اهرم مالی | ۰/۶۲ | ۰/۹۲ | ۰/۶۸ | ۰/۵۰ | ۰/۰۰۴ |
| جریان نقدی | ۰/۰۰۵ | ۰/۰۹ | ۰/۰۶ | ۰/۹۶ | ۰/۰۰۰۰۳ |
| بازده | -۰/۳۶ | ۰/۵۲ | -۰/۷۰ | ۰/۴۸ | -۰/۰۰۲ |
| سهامداران نهادی | ۰/۰۰۳ | ۰/۰۱ | ۰/۰۵۹ | ۰/۵۶ | ۰/۰۰۰۰۲ |
| دارایی کل | -۰/۲۶ | ۰/۱۲ | -۲/۱۷ | ۰/۰۳ | -۰/۰۰۲ |
| درصد صحت پیش‌بینی | ۸۲/۳۸ | | | | |
| تعداد واحدهای بدون تجدید ساختار دارایی | ۴۳ | | | | |
| تعداد واحدهای دارای تجدید ساختار دارایی | ۳۶۳ | | | | |
| Log like lihood | -۱۲۴/۹۱ | | | | |

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه دوم

نتایج الگوی تجدید ساختار مدیریتی شرکت‌های مورد مطالعه به شرح جدول ۶ نشان داد ۲۶۹ واحد واحد دارای تجدید ساختار مدیریتی و ۱۳۷ واحد فاقد این تغییر است. مقدار درصد صحت پیش‌بینی این الگو برابر ۵۶/۶۵ درصد است. به عبارتی رفتار ۵۶/۶۵ درصد از نمونه مورد مطالعه با استفاده از این الگو به درستی پیش‌بینی شده است. در این الگو متغیرهای Q توبین، اهرم مالی، جریان نقدی، بازده شرکت و سهامداران نهادی اثر معنی‌داری بر تجدید ساختار مدیریتی شرکت ندارند. اما متغیرهای چرخه عمر شامل مرحله تولد، رشد، بلوغ، احیا و افول و لگاریتم دارایی‌ها اثر معنی‌داری بر تجدید ساختار مدیریتی شرکت دارند. البته، متغیرهای چرخه عمر دارای اثر منفی و متغیر کل دارایی اثر مثبت بر احتمال تجدید ساختار مدیریتی دارند. اثر نهایی محاسبه شده برای هر یک از متغیرها نشان داد چنان‌چه واحدی در دوره تولد یا احیا باشد، احتمال تجدید ساختار مدیریتی در آن واحد به ترتیب ۱/۳ و ۱/۳۱ واحد کمتر است. همچنین اگر واحد مورد مطالعه در یکی از دوره‌های رشد، بلوغ یا افول قرار گرفته باشد احتمال تجدید ساختار مدیریتی آن به ترتیب ۱/۴۳، ۱/۴۴ و ۱/۴۵ واحد کمتر است. با توجه به اثر نهایی متغیرهای مورد مطالعه می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌های مرحله تولد نسبت به شرکت‌های مراحل رشد، بلوغ، احیا و افول کمتر از تجدید ساختار مدیریتی استفاده می‌کنند. همچنین ارقام در جدول ۶ نشان داد چنان‌چه بر دارایی کل شرکت یک واحد افزوده شود، احتمال تجدید ساختار مدیریتی آن ۰/۰۵ واحد افزایش می‌یابد.

جدول ۶. نتایج الگوی لجیت تجدید ساختار مدیریتی

| متغیر | ضریب | انحراف معیار | آماره t | احتمال | اثر نهایی |
|--|---------|--------------|---------|--------|-----------|
| مرحله تولد | -۴/۱۷ | ۲/۰۲ | -۲/۰۷ | ۰/۰۴ | -۱/۳۰ |
| مرحله رشد | -۴/۶۰ | ۲/۰۶ | -۲/۲۳ | ۰/۰۳ | -۱/۴۳ |
| مرحله بلوغ | -۴/۶۳ | ۲/۰۵ | -۲/۲۶ | ۰/۰۲ | -۱/۴۴ |
| مرحله احیا | -۴/۲۱ | ۲/۰۳ | -۲/۰۸ | ۰/۰۴ | -۱/۳۱ |
| مرحله افول | -۴/۶۶ | ۲/۰۳ | -۲/۲۹ | ۰/۰۲ | -۱/۴۵ |
| Q توبین | -۰/۰۰۱ | ۰/۰۲ | -۰/۰۳ | ۰/۹۸ | -۰/۰۰۰۲ |
| اهرم مالی | ۰/۱۴ | ۰/۱۴ | ۱/۰۰ | ۰/۳۲ | ۰/۰۴ |
| جریان نقدی | -۰/۰۱۰ | ۰/۱۴ | -۰/۷۳ | ۰/۴۶ | -۰/۰۳ |
| بازده | ۰/۰۲ | ۰/۰۵ | ۰/۴۴ | ۰/۶۶ | ۰/۰۱ |
| سهامداران نهادی | -۰/۰۰۰۴ | ۰/۰۰۲ | -۰/۲۶ | ۰/۸۰ | -۰/۰۰۰۱ |
| دارایی کل | ۰/۱۴ | ۰/۰۸ | ۱/۸۹ | ۰/۰۶ | ۰/۰۵ |
| درصد صحت پیش‌بینی | ۵۶/۶۵ | | | | |
| تعداد واحدهای بدون تجدید ساختار مدیریتی | ۲۶۹ | | | | |
| تعداد واحدهای دارای تجدید ساختار مدیریتی | ۱۳۷ | | | | |
| Log like lihood | -۲۵۲/۷۶ | | | | |

منبع: یافته‌های پژوهش

بحث و نتیجه‌گیری

تجدید ساختار به مفهوم تغییرات عمیق و راهبردی است که به‌طور گسترده‌ای بر فعالیت‌های آینده شرکت تأثیر می‌گذارد. پیاده‌سازی آن نیز زمانی موفق خواهد بود که در تمام سطوح شرکت اعم از حوزه‌های مالی، منابع انسانی، اطلاعاتی، مالکیت، تولید، فروش و بازاریابی اجرایی گردد. بنابراین به‌منظور افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک شرکت‌ها، شناسایی عوامل موثر بر تجدید ساختار بسیار مفید و حائز اهمیت است. در این راستا، پژوهش حاضر به تدوین دو فرضیه پرداخت و رابطه بین متغیرهای پژوهش را با استفاده مدل رگرسیون چندمتغیره لاجیت مورد بررسی قرار داد که نتایج مربوط به آزمون فرضیه اول نشان داد متغیرهای اهرم مالی، جریان نقدی، بازده شرکت و سهامداران نهادی اثر معنی‌داری بر تجدید ساختار دارایی شرکت ندارند. در مقابل متغیرهای Q توبین و لگاریتم دارایی‌ها بر تجدید ساختار دارایی شرکت اثر معنی‌داری دارند. البته اثر متغیرهای Q توبین و کل دارایی بر اجرای تجدید ساختار دارایی منفی است. اثر نهایی محاسبه شده برای هر یک از متغیرها نشان داد چنانچه واحدی در دوره رشد باشد، احتمال تجدید ساختار دارایی آن کمتر از ایجاد تجدید ساختار دارایی در سایر دوره‌های چرخه عمر است. به عبارت دیگر در این پژوهش از سه راهبرد فروش دارایی‌های ثابت، کاهش بهای تمام شده و کاهش فعالیت سرمایه‌گذاری جهت برنامه تجدید ساختار دارایی برای خروج از بحران و اصلاح ساختار استفاده شد. زیرا در شرایط بحران مالی بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی بخش زیادی از ارزش دارایی‌های خود را از دست می‌دهند و مدیران برای خروج از بحران مجبور می‌شوند بخشی از دارایی‌های ثابت خود را به فروش برسانند، یا کاهش قیمت تمام شده را در دستور کار قرار دهند و یا از انجام پروژه‌های سرمایه‌گذاری جدید صرف‌نظر کنند. نتایج نشان داد شرکت‌هایی که در مرحله رشد قرار دارند کمتر از راهبرد تجدید ساختار دارایی استفاده کرده‌اند که این نتیجه با نظریه‌های مالی سازگاری دارد.

نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم نیز نشان داد متغیرهای Q توبین و بازده شرکت اثر معنی‌داری بر تجدید ساختار مالی شرکت ندارند. در مقابل متغیرهای اهرم مالی، جریان نقدی، سهامداران نهادی و لگاریتم دارایی‌ها بر تجدید ساختار مالی شرکت‌ها اثر معنی‌داری دارند. متغیرهای اهرم مالی و سهامداران نهادی دارای اثر منفی و متغیرهای جریان نقدی و کل دارایی دارای اثر مثبت بر تجدید ساختار مالی هستند. اثر نهایی محاسبه شده برای هر یک از متغیرها نشان داد واحدهایی که در دوره افول قرار دارند، احتمال کمتری دارد که به تجدید ساختار مالی بپردازند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت فرضیه استفاده کمتر از تجدید ساختار مالی شرکت‌های مرحله تولد نسبت به شرکت‌های مراحل رشد، بلوغ، احیا و افول، رد خواهد شد. با توجه به این‌که شرکت‌ها از دو راهبرد سود تقسیمی و خالص بدهی برنامه تجدید ساختار مالی برای خروج از بحران استفاده کردند. استفاده متهورانه از اهرم مالی موجب صرفه‌جویی‌های مالیاتی شده که این عامل می‌تواند موفقیت و عملکرد بالاتر شرکت را به ارمغان آورد تا جریان خروج نقدی شرکت را کاهش دهد.

بنابراین به مدیران، سهامداران، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود با هدف اخذ بهترین تصمیمات توجه نمایند که متغیرهای چرخه عمر، اهرم مالی و سهامداران نهادی دارای اثر منفی و متغیرهای جریان نقدی و دارایی کل دارای اثر مثبت بر احتمال تجدید ساختار مالی هستند. همچنین، متغیرهای چرخه عمر اثر مثبت و متغیرهای Q توبین و کل دارایی اثر منفی بر احتمال تجدید ساختار دارایی دارند.

در پایان، برای غنی‌سازی ادبیات حوزه بحران مالی و تجدید ساختار به پژوهشگران پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آینده به بررسی رابطه چرخه عمر، بحران مالی و تجدید ساختار شرکت‌ها به تفکیک صنایع مختلف در بورس اوراق بهادار تهران بپردازند. همچنین، تجدید ساختار شرکت‌های ایرانی با سایر کشورها را مقایسه کنند.

ملاحظات اخلاقی:

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچگونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.



منابع

- بختیارزاده، سینا. (۱۳۸۸). بررسی علل و ریشه‌های بحران اقتصادی ۲۰۰۸ آمریکا و ارائه راهکارها. *بررسی‌های بازرگانی*، ۷(۳۸)، ۵۸-۵۰.
- دهدار، فرهاد و علی‌دادی، حسین. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین بحران مالی، چرخه عمر و تجدید ساختار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری، اقتصاد و مدیریت*، تبریز، ۲۳ آذرماه.
- سرخوش، زهره. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین بحران مالی، چرخه عمر و تجدید ساختار شرکت‌ها. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه خاتم، دانشکده حسابداری و مدیریت.
- عابدی رحیم و زینال‌زاده، حامد. (۱۳۹۴). مدل هماهنگی استراتژی مالی و چرخه عمر سازمان با عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۷(۲)، ۸۵-۱۱۶.
- فرد، دیوید آر. (۱۳۷۹). *مدیریت / استراتژیک*. ترجمه پارسائیان، علی و اعرابی، سیدمحمد. انتشارات دفتر پژوهش‌های فرهنگی، تهران، چاپ نهم.
- کرمی، غلامرضا و عمرانی، حامد. (۱۳۸۹). تأثیر چرخه عمر شرکت و محافظه‌کاری بر ارزش شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۷(۵۹)، ۹۶-۷۹.
- کرمی، غلامرضا و عمرانی، حامد. (۱۳۸۹). تأثیر چرخه عمر شرکت بر میزان مربوط بودن معیارهای ریسک و عملکرد. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲(۳)، ۶۴-۴۹.
- مهرانی، کاوه، مهرانی، کیارش و صانعی، سید روح‌اله. (۱۳۸۸). ارزشیابی سهام (روش‌ها و مدل‌ها) چارچوب تحلیل بنیادی و ارزش سهام. ناشر: موسسه مهربان کتاب نشر، چاپ اول.
- مهرانی، کاوه، تحریری، آرش و فرهادی، سوران. (۱۳۹۳). چرخه عمر واحد تجاری، ساختار سرمایه و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، ۵(۱۷)، ۱۸۰-۱۶۳.
- نایی، هوشنگ. (۱۳۹۳). آمار پیشرفته کاربردی، تهران، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ دوم.
- Abedi, R. & Zeynalzadeh, H. (2015). The coordination model of financial strategy and organizational life cycle with financial performance. *Journal of Accounting Advances*, 7(2), 116-85. (In Persian)
- Al-Hadi, A., Chatterjee, B. Yafian, A., Taylor, G. & Monzur Hasan, M. (2019). A corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: Evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 59(2), 961-989.
- Anthony, J. H. & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 203-227.
- Bakhtiyarzadeh, S. (2009). The study of the causes and origins of the American Economic Crisis in 2008, and Strategies. *Commercial Surveys*, 7(38), 50-58. (In Persian)
- De Angelo, H. & Roll, R. (2015). How stable are corporate capital structures?. *The Journal of Finance*, 70(1), 373-418.



Dehdar, F. & Alidadi, H. (2017). The relationship between financial crisis, life cycle and restructuring of companies acquired in Tehran stock exchange. *The First Conference on the Role of Accounting, Economics and Management, Tabriz*, 23 December. (In Persian)

Dencker, J. C & Chichun, F. (2010). Corporate restructuring and wage dynamics. School of labor and Employment Relations University of Illinois.

Dickinson, V. (2005). Firm Life Cycle and Future Profitability and Growth» workingpaper. *School of Business, University of Wisconsin - Madison*.

Finlay, W. (2015). An analysis of firm life cycle and financial distress: Evidence from UK divestitures. Submitted for the award of Ph.D. University of Strathclyde, Department of Accounting and Finance,

Fred, R. D. (2000). Strategic management. Translation: Ali Parsaeyan & Seyed Mohammad Aarabi, Tehran: Office of Cultural Research. (In Persian).

Hanks, S., Watson, C., Jansen, E. & Chandler, G. (1994). Tightening the life cycle contract: A taxonomic study of growth stage configuration in high-technology organizations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 18(2), 5-29.

Hassin, B. W. (2009). Restructuring the Eroupen energy market through M&A- an application of the model of economic dominance. *Frontiers in Finance and Economics*, 6(2), 140-180.

Girod, S. J. G. & Whittington, R. (2017). Reconfiguration, restructuring and firm performance: Dynamic capabilities and environmental dynamism. *Strategic Management*, 38(5), 1121-1133.

Karami, G. R. & Omrani, H. (2010). The effect of life-cycle stages and accounting conservatism on firm valuation. *Accounting and Audit Reviews*, 17(59), 79-96. (In Persian)

Karami, G. R. & Omrani, H. (2010). Life cycle effect on the value relevance of risk measures and performance measures. *Journal of Financial Accounting Research*, 2(3), 49-64. (In Persian)

Kemper, A. & Khuen, F. (2004). Corporate restructuring dynamics: A case study analysis. https://proceedings.systemdynamics.org/2004/SDS_2004/PAPERS/305KEMPE.pdf.

Mehrani, K., Mehrani, K. And Seyyed, R. S (2009). *Stock Valuation (Methods and Models) Fundamental Stock and Stock Price Framework*. Islamic Azad University, Pardis Unit. (In Persian)

Mehrani, K., Tahriri, A. & Farhadi, S. (2014). Firm's life cycle, capital structure and value of firms listed in Tehran stock exchange (TSE). *Journal of Accounting Knowledge*, 5(17), 163-180. (In Persian)

Miller, D. & Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183.

Ndekugri, A. (2018). Corporate restructuring and investment. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 10(1), 129-144.

Naibi, H. (2014). Applied Advanced Statistics. Second Edition, Tehran, University Press, Tehran. (In Persian)



Sarkhosh, Z. (2016). The relationship between financial crisis, life cycle and corporate restructuring. M.s Thesis, Khatam University, Faculty of Accounting and Management, Tehran. (In Persian)

Yan, Z. & Zhao, Y. (2010). A new methodology of measuring firm life-cycle stages. *International Journal of Economic Perspectives*, 4(4), 579-587.

Xu, B. (2007). Life cycle effect on the value relevance of common risk factors. *Review of Accounting and Finance*, 6(2), 162-175.

© 2020 Alzahra University, Tehran, Iran. This article is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0 license) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>).

