



فصلنامه علمی پژوهشی
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
دوره ۱۷ / شماره ۲ (پیاپی ۶۶) / تابستان ۱۴۰۷
صفحه ۲۱۹ تا ۲۳۶

تأثیر راهبردهای تامین مالی بر ارزش آفرینی شرکتهای هلدینگ چندرشتهای

محمد ابراهیم راعی عزآبادی

استادیار گروه حسابداری و مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

meraei68@iau.ac.ir

سمیه سادات حسینی

کارشناس ارشد مدیریت مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

psc.hosseini@gmail.com

مهرداد بختیار دهکردی

دانشجوی دکتری مهندسی مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

mehردادbakhtiar68@gmail.com

ابوالفضل کرمی

دانشجوی دکتری مهندسی مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

abolfazlkarami58@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۵/۱۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۱۷

چکیده

شرکتهای هلدینگ چندرشتهای به دلیل تنوع فعالیت‌هایشان در صنایع مختلف، با چالش‌های پیچیده‌ای در تأمین مالی مواجه هستند. این پژوهش به بررسی تأثیر راهبردهای تأمین مالی (شامل تأمین مالی از طریق منابع سهامداران و ابزارهای بدهی) بر ارزش آفرینی شرکتهای هلدینگ چند رشته‌ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. ارزش آفرینی با استفاده از شاخص‌های بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، نسبت Tobin's Q و بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده اندازه‌گیری شده است. داده‌ها از صورت‌های مالی ۷ شرکت هلدینگ چندرشته‌ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ جمع‌آوری شده‌اند. روش پژوهش توصیفی-همبستگی با رویکرد استقرایی است و تحلیل داده‌ها با استفاده از تکنیک‌های داده‌های پانل و نرم‌افزار EViews نسخه ۹ انجام شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تأمین مالی از طریق منابع سهامداران رابطه مثبت و معناداری با ارزش آفرینی دارد، در حالی که تأمین مالی از طریق بدهی به دلیل هزینه‌های بالای بهره، رابطه منفی و معناداری با ارزش آفرینی دارد. این مطالعه بر اهمیت انتخاب راهبردهای مناسب تأمین مالی برای بهبود عملکرد مالی شرکتهای هلدینگ چندرشته‌ای تأکید دارد.

واژه‌های کلیدی: ارزش آفرینی، بازده حقوق صاحبان سهام، راهبردهای تأمین مالی، شرکتهای هلدینگ چند رشته‌ای، کیوتوبین.

۱- مقدمه

در اقتصادهای در حال توسعه مانند ایران، بازارهای سرمایه با چالش‌هایی نظیر عدم تقارن اطلاعاتی، نقدینگی پایین و قوانین سخت‌گیرانه مواجه هستند و همین موضوع تامین مالی شرکت‌ها را دشوار می‌سازد و شرکت‌های هلدینگ چندرشته‌ای از جمله شرکت‌های هستند که به دلیل تنوع فعالیت‌ها و فعالیت در صنایع متنوع، نیازمند منابع مالی پایدار و انعطاف‌پذیر برای تامین سرمایه در گردش و منابع مورد نیاز سرمایه‌گذاری‌های کلان برای توسعه پروژه‌ها و تملک سهام سایر شرکت‌ها، وابستگی شدیدی به منابع مالی دارند. تصمیم‌گیری در مورد راهبردهای تامین مالی، از جمله تامین مالی از طریق سهامداران یا بدهی، تأثیر مستقیمی بر ارزش‌آفرینی شرکت‌ها دارد. در کشورهای در حال توسعه، بازار سرمایه ناقص و کارآمد است و از عدم تقارن اطلاعات، بیشتر از بازارهای سرمایه در کشورهای توسعه یافته رنج می‌برد. این محیط بازار ممکن است باعث ناقص بودن تصمیمات تامین مالی و موجب افزایش میزان قابل توجهی از بی‌نظمی شود. نه تنها تحقیقات کمتری در مورد تأثیر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت انجام شده است، بلکه تحقیقاتی که انجام شده است فقط تامین مالی را به‌عنوان متغیر ساختار سرمایه در نظر می‌گیرد، مدیران شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا با استفاده از ترکیبات و تصمیمات مختلف مالی، ارزش بازار شرکت را افزایش داده و هدف شرکت را تحقق بخشند. هرچند که تغییرات ثروت سهامداران تحت تأثیر عوامل مختلفی است، اما استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و در پیش گرفتن سیاست‌های بدهی و تقسیم سود مناسب، که از جمله ابزارهای تصمیمات مالی به حساب می‌آیند، می‌تواند موجب بهبود جایگاه شرکت گردد. از طرفی وجه نقد از منابع مهم و حیاتی برای هر واحد اقتصادی محسوب می‌شود. تصمیمات مالی مختلف برای تامین مالی شرکت ضروری است. یک تصمیم نادرست درباره ساختار مالی ممکن است به فشارهای مالی و سرانجام ورشکستگی منجر شود. معمولاً مدیران، ساختار سرمایه شرکت‌ها را به‌گونه‌ای تعیین می‌کنند که ارزش شرکت بیشینه شود. بدین منظور نظریه‌های مالی به مدیران کمک می‌کند که درک بهتری از روش‌های تامین مالی و ارتباط آن با ارزش شرکت داشته باشند. روشن است که موج تصمیم‌گیری مدیران مالی در زمینه روش‌های تامین منابع مالی شرکت، رویکردی معین در تعدیل تصمیمات با توجه به مقتضیات محیط اقتصادی است و الگوی مناسبی برای رونق و اثربخشی روزافزون تفکر حاکم بر ارزش شرکت‌ها شمرده می‌شود. تامین مالی یکی از اجزای ضروری عملیات هر شرکت است. بدون دسترسی به منابع تامین مالی، توان رشد شرکت‌ها در معرض خطر قرار می‌گیرد، زیرا در زمان حاضر، محیطی که

شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط در حال توسعه، رشد و رقابتی است و اگر در موقع نیاز، شرکتی منابع لازم را از بازار مالی تامین نکند، مجبور به چشم‌پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب خواهد شد. از این‌رو اتخاذ سیاست‌های درست تامین مالی، یکی از جنبه‌های مهم تصمیم‌گیری مدیران به شمار می‌آید. تامین مالی از طریق بدهی، یکی از راه‌حل‌های مطلوب پیش روی شرکت‌ها است. شرکت‌ها به‌منظور تامین مالی از طریق بدهی عموماً از دو جنبه نگران وضعیت اعتباری خود هستند: نخست، آیا در زمان نیاز، توانایی تامین منابع مالی از طریق وام بانکی، اعتبارات تجاری یا سایر منابع اعتباری لازم (توانایی دسترسی به بدهی) با هزینه پایین (هزینه بدهی) را دارند و دوم، در پرداخت اصل و فرع بدهی‌هایشان توانایی لازم را داشته باشند (رتبه اعتباری)، تا با بحران مالی روبه‌رو نشوند و مبدا تصمیم‌های اعتباری امروز بنگاه، انعطاف‌پذیری مالی فردای شرکت را با خطر مواجه کند. یکی از دغدغه‌های همیشگی مدیران بنگاه‌های اقتصادی تامین مالی است. شرکت‌ها به‌مثابه یک موجود زنده برای ادامه بقا در محیط رقابتی نیازمند رشد و توسعه بوده و ناگزیر ملزم به اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری هستند. اجرای این پروژه‌های سرمایه‌گذاری نیازمند تامین مالی مناسب در زمان مدنظر هست، به‌گونه‌ای که ضمن دستیابی به بالاترین بازدهی، کمترین هزینه به شرکت تحمیل گردد. لذا انتخاب استراتژی مناسب تامین مالی می‌تواند اثر معناداری بر عملکرد مالی داشته باشد. هدف از تامین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب و کار بنگاه از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه‌های اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تامین مالی فعالیت‌های عملیاتی بنگاه در آینده است. به طور کلی هر نوع فعالیت نیاز به منابع مالی دارد. از این‌رو، منابع مالی را به شریان حیاتی بنگاه‌های اقتصادی و سازمان‌های کوچک و بزرگ تشبیه کرده‌اند. در حقیقت هدف اصلی از نوع فعالیت اقتصادی، سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکان‌پذیر نیست. مدیران مالی بنگاه‌های اقتصادی برای انجام طرح‌های توسعه‌ای و یا تامین سرمایه در گردش نیاز به تامین مالی پیدا می‌کنند. با رشد و توسعه دانش مالی و طراحی ابزارهای مختلف، مدیران مالی جهت تامین مالی بنگاه، با ابزارها، روش‌ها و قراردادهای تامین مالی گوناگونی مواجه هستند. تصمیم‌گیری جهت انتخاب بهینه‌ترین روش تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی بر اساس معیارهای کمی و کیفی سرمایه‌گذاری صورت می‌پذیرد. توانایی بنگاه‌های اقتصادی در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه برای تهیه سرمایه در راستای سرمایه‌گذاری و تدوین برنامه‌های مالی مناسب از عوامل اصلی

۷۶۹ شرکت طی سال‌های ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۲، با استفاده از روش‌های مختلف تخمین، مانند حداقل مربعات معمولی (OLS)، مدل اثرات ثابت (FEM)، مدل اثرات تصادفی (REM) و حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS)، تأثیر ساختار سرمایه بر شاخص‌های کلیدی مالی، یعنی بازده دارایی‌ها (ROA)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و Q توبین، ارزیابی می‌کند. یافته‌ها نشان می‌دهد که نسبت بدهی تأثیر مثبتی بر ROA، ROE و Q توبین دارد، به طوری که Q توبین بیشترین تأثیر (۰.۴۵۰) و ROA کمترین تأثیر (۰.۰۱۱) را نشان می‌دهد. با این حال، نسبت بدهی بلندمدت تأثیر قابل توجهی بر ارزش شرکت ندارد. جالب توجه است که هر دو نسبت بدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت اثرات منفی بر ROA، ROE و Q توبین دارند و بیشترین تأثیر بر کاهش Q توبین (۰.۵۶۲) است. بر اساس نتایج این تحقیق، نویسندگان توصیه‌های ارزشمندی به شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران، رهبران کسب‌وکار و سیاست‌گذاران ارائه می‌دهند تا در انتخاب ساختار سرمایه بهینه و ممکن، تصمیمات آگاهانه‌ای بگیرند. (تران و همکاران، ۲۰۲۱)

شرکت‌های هلدینگ یا چند کسب و کاره، برای بقا و اثرگذاری مناسب بر اقتصاد باید به‌صورت مداوم اقدام به توسعه فعالیت‌ها و انجام سرمایه‌گذاری‌های کلان نمایند. شرایط اقتصادی جدید نظیر محدودیت دسترسی به منابع بانکی، تغییرات نرخ تسعیر ارز در کنار طرح‌های توسعه با مخارج کلان و پروژه‌های تملیک سهام، سبب تضعیف وضعیت مالی و افزایش ریسک شرکت‌های چند رشته‌ای و هلدینگ در ایران شده‌اند. این مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین سرمایه مورد نیاز خود، وابستگی شدیدی به بازارهای مالی دارند. نقش این بازارها در اختیار گذاشتن سرمایه‌های لازم برای مؤسسات و شرکت‌ها است. یکی از نکات اساسی مورد توجه مدیران مالی بنگاه‌های اقتصادی به ویژه شرکت‌های هلدینگ، روش‌ها و میزان تأمین مالی است (ایزدی و همکاران، ۱۳۸۶). از سوی دیگر، برنامه‌ریزی تأمین مالی یکی از موضوعاتی است که معیارها و اهداف متعددی در تصمیم‌گیری‌های مربوط به آن دخیل بوده و در نتیجه استفاده از روش‌های چند معیاره و چند هدفه را برای اخذ تصمیم بهینه ضروری ساخته است (احمدی، ۱۴۰۳). با بررسی شرکت‌های هلدینگ پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مشاهده شد که این شرکت‌ها در برنامه‌ریزی‌های مربوط به تأمین مالی خود و واحدهای تابعه‌شان، به‌نوعی مکانیزم بازار سرمایه داخلی را نادیده گرفته و عمدتاً از منابع خارجی تأمین مالی استفاده می‌کنند. بنابراین نیاز است ابزاری در اختیار آنان قرار

رشد و پیشرفت هر بنگاه محسوب می‌شود (یو و همکاران، ۲۰۱۹).

افزایش حضور بنگاه‌های اقتصادی در بازارهای جهانی، بیانگر وجود فرصت‌های رشد و سودآوری در این بازارها است. این حضور نه تنها نیازمند نیروی انسانی متخصص، فناوری جدید، کاهش بهای تمام‌شده، کاهش قیمت فروش، افزایش کیفیت محصول، مشتری‌مداری و مدیریت راهبردی بوده بلکه نیازمند تعیین ساختار بهینه سرمایه برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی در راستای افزایش فعالیت‌های عملیاتی و خلق ارزش برای بنگاه است با در نظر گرفتن جنبه‌های اهمیت تصمیم‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری شامل پروژه‌های بلندمدت سرمایه‌ای از قبیل حجم بالای سرمایه‌گذاری، پیامدهای قابل توجه و بلندمدت و همچنین تعهدات مالی عمده و تأثیری که تصمیمات سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت دارند، اهمیت شناخت بهتر و دقیق رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بیش از پیش نمایان می‌سازد. در تئوری، نحوه تأمین مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری را در شرایطی که به دلیل هزینه‌های انتقال و بازارهای نامتقارن، بازارهای ناقص وجود دارد، تحت تأثیر قرار می‌دهد. با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار مهم است. کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک‌سو از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش‌تر از حد مطلوب انجام شده است ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از دیگر سو منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه‌گذاری) (احمدی، ۱۴۰۳). زمانی که مالکیت یک شرکت در دست سهامداران عمده است، سیستم کنترل متمرکز و زمانی که مالکیت توزیع شده باشد، سیستم کنترل نامتمرکز خواهد بود. به عقیده برخی صاحب‌نظران، وجود سهامداران عمده در شرکت از یک‌سو، زمینه‌ها و انگیزه‌های نظارت بر عملکرد مدیران را تقویت می‌کند و از سوی دیگر به دلیل عدم انطباق منافع و اهداف سهامداران بزرگ با منافع و انتظارات سهامداران خرد، هزینه‌های کنترل و همسو کردن خواسته‌های سهامداران عمده با منافع سایر سهامداران افزایش می‌یابد. به همین دلیل اغلب سهامداران عمده به دلیل دید بلندمدت خود، بر مزایای ناشی از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور تأکید می‌کنند.

مطالعات انجام‌شده در بازارهای نوظهور، مانند ویتنام، نشان‌دهنده نقش کلیدی ساختار سرمایه در ارزش آفرینی شرکت‌هاست. پژوهشی در بازار سهام ویتنام با بررسی داده‌های

می‌شود و تأثیری روی سود مجموع ندارد. از معایب آن این است که سهامداران در ازای ریسک بیشتری که نسبت به صاحبان بدهی تحمل می‌کنند، خواهان سود بیشتری هستند و این موضوع موجب بیان نظرهای غیرتخصصی شده و مشکلات نمایندگی را به وجود می‌آورد. (امینی و علیزاده، ۱۳۹۸).

مبانی نظری پژوهش

مبانی نظری این پژوهش بر نظریه‌های کلیدی ساختار سرمایه و ارزش آفرینی استوار است که در بازارهای ناقص مانند ایران، تحت تأثیر عواملی مانند تورم بالا، محدودیت‌های نقدینگی و عدم تقارن اطلاعاتی قرار می‌گیرند. در حوزه تأمین مالی و ارزش آفرینی شرکت‌ها، تئوری‌های متعددی وجود دارند که هر یک از منظرهای خاص به رابطه میان ساختار سرمایه، تصمیمات تأمین مالی و پیامدهای آن بر ارزش شرکت می‌پردازند. در سال‌های اخیر، پژوهش‌های مالی بر پویایی‌های این نظریه‌ها در بازارهای نوظهور تمرکز کرده‌اند، جایی که شرایط اقتصادی ناپایدار، تصمیم‌گیری‌های مالی را پیچیده‌تر می‌کند. این بخش به بررسی عمیق نظریه‌های مرتبط، با تأکید ویژه بر نظریه مودیلیانی-میلر و ارتباط آن با هلدینگ‌های چندرشته‌ای در ایران، می‌پردازد.

نظریه مودیلیانی-میلر (MM)، که ابتدا توسط مودیلیانی و میلر در سال ۱۹۵۸ ارائه شد، یکی از پایه‌های اساسی مالی شرکتی است. این نظریه در دو قضیه اصلی خلاصه می‌شود: قضیه اول بیان می‌کند که در بازارهای کامل (بدون مالیات، هزینه‌های ورشکستگی یا عدم تقارن اطلاعاتی)، ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه (ترکیب بدهی و سهام) است، زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند از طریق آربیتراژ، هرگونه ناکارایی را خنثی کنند. قضیه دوم می‌افزاید که هزینه سرمایه سهام با افزایش اهرم مالی (نسبت بدهی) افزایش می‌یابد، زیرا ریسک مالی بالاتر می‌رود، اما ارزش کلی شرکت ثابت می‌ماند. با این حال، در دنیای واقعی، مفروضات MM (مانند نبود مالیات یا هزینه‌های ورشکستگی) برقرار نیست. در بازارهای ناقص مانند ایران، عواملی مانند مالیات، هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیرات قابل توجهی دارند. برای مثال، در ایران، نرخ‌های بهره بالا (۲۰-۳۰ درصد در سال‌های ۱۴۰۴-۱۴۰۰) هزینه بدهی را افزایش می‌دهد، که ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. مطالعه‌ای در سال ۲۰۲۳ در بازارهای نوظهور نشان داد که در شرایط تورمی، بدهی اثر منفی بر ارزش شرکت دارد، زیرا هزینه‌های مالی سنگین‌تر از

گیرد تا بتوانند از این طریق بخشی از منابع موردنیاز خود را از طریق مکانیزم بازار سرمایه داخلی تأمین کنند و موجبات رشد خود و در نهایت توسعه اقتصادی کشور را فراهم آورند. بنابراین انجام تحقیق و بررسی‌های هدفمند در خصوص تقویت نقش بازار سرمایه داخلی در هلدینگ‌های ایرانی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور در صحنه رشد شرکت نقش بسیار مهمی ایفا می‌کند. شرکت‌ها از شیوه‌های مختلف تأمین مالی استفاده می‌کنند، از جمله تأمین مالی درون‌سازمانی و تأمین مالی برون‌سازمانی. با توجه به اینکه تأمین مالی، شرکت را در مسیر درست پیشرفت قرار خواهد داد یا خیر. لذا اهمیت و ضرورت دارد که چنین تحقیقی انجام شود تا برای ذینفعان از جمله سرمایه‌گذاران، شکاف‌های موجود در این رابطه پاسخ داده شده و معیاری برای ارزش برای شرکت‌ها باشد و در نهایت آن را به صورت بازده نقدی به دست می‌آورند. برای رسیدن به این هدف لازم است تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیریت به شیوه‌ای مناسب توسط سهامداران عمده، نظارت و کنترل شود تا در نهایت ارزش آفرینی افزایش یابد. با تکیه بر مطالب فوق پژوهش حاضر درصدد پاسخگویی به این سؤال هست که آیا راهبردهای تأمین مالی بر ارزش آفرینی شرکت‌های هلدینگ چند رشته‌ای تأثیرگذار می‌باشد؟

شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری و کسب انتفاع بیشتر (سود) نیازمند پول هستند، و می‌بایست این پول را از دو روش تأمین کنند که عبارتست از، بدهی و سرمایه و هر کدام از این روش‌ها مزایا و معایبی دارند که آن‌ها را بر می‌شماریم. بدهی یکی از اجزای اصلی ساختار سرمایه اکثر شرکت‌ها است که نقش مهمی در مدیریت تأمین مالی شرکت‌ها ایفا می‌کند. در تأمین مالی از طریق بدهی در تصمیم‌های تأمین مالی، شرکت وجوه مورد نظر خود را در حال حاضر به کار می‌گیرد تا در آینده بتواند به تعهدات خود در قبال تأمین‌کنندگان منابع مالی عمل کند و آنچه که در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نقش کلیدی را بازی می‌کند، هزینه سرمایه شرکت است. زیرا هزینه سرمایه به عنوان نرخ تنزیل جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. وجود بدهی در ساختار مالی شرکت‌ها بدلیل مزیت مالیاتی، موجب افزایش سود حسابداری و به تبع آن افزایش نرخ سود هر سهم می‌گردد اما بدلیل وجود هزینه‌های بهره و احتمال عدم ایفای تعهدات در سررسید، سبب افزایش ریسک مالی و در نتیجه کاهش قیمت بازار سهام و به تبع آن کاهش بازده سهام می‌شود. در روش تأمین مالی از طریق سهام شرکت مبادرت به انتشار سهام می‌کند که شامل سهام عادی می‌شود و همواره دارای مزایا و معایبی می‌باشد. از مزایای آن این است که سهامدار فقط از سود به ازای هر سهم (EPS) بهره‌مند

را کاهش می‌دهد (چل و همکاران^۳، ۲۰۲۳). نظریه سلسله‌مراتب مالی توضیح می‌دهد که چرا تامین مالی از سهامداران در این پژوهش اثر مثبت بر ارزش آفرینی دارد. استفاده از منابع داخلی یا مشارکت سهامداران موجود، هزینه‌های اطلاعاتی را کاهش می‌دهد، زیرا نیازی به افشای اطلاعات حساس به سرمایه‌گذاران جدید نیست، که از سیگنال‌های منفی در بازار (مانند کاهش قیمت سهام) جلوگیری می‌کند. همچنین، این روش انعطاف‌پذیری مالی را افزایش می‌دهد، زیرا شرکت‌ها از تعهدات بازپرداخت بدهی آزاد می‌مانند و می‌توانند در بازار ناپایدار ایران، مانند شرایط تورمی سال‌های ۱۴۰۱-۱۳۹۶، به سرعت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری واکنش نشان دهند. این امر به‌ویژه برای هلدینگ‌های چندرشته‌ای، که نیاز به سرمایه‌گذاری‌های کلان دارند، حیاتی است در ایران، هلدینگ‌های چندرشته‌ای به دلیل محدودیت‌های بازار سهام، به سود انباشته یا بدهی بانکی متکی هستند، اما بدهی به دلیل هزینه‌های بالا ارزش را کاهش می‌دهد عباسی و همکاران (۱۴۰۰).

نظریه موازنه (Trade-Off Theory) بیان می‌کند که شرکت‌ها بین مزایای بدهی (مانند کسر مالیاتی بهره) و هزینه‌ها (مانند ریسک ورشکستگی) تعادل برقرار می‌کنند. در بازارهای نوظهور، این تعادل به دلیل نرخ‌های بهره بالا و ریسک‌های اقتصادی دشوار است. مطالعه‌ای در سال ۲۰۲۴ در بازارهای خلیج فارس نشان داد که شرکت‌های با تنوع فعالیت، مانند هلدینگ‌ها، می‌توانند از بدهی با ریسک کمتر استفاده کنند، اما هزینه‌های بهره بالا این مزیت را خنثی می‌کند (Boubaker & Leu, 2020). در ایران، تورم بالا و محدودیت‌های بانکی، بدهی را نامطلوب می‌کند، به‌ویژه برای هلدینگ‌های چندرشته‌ای که پروژه‌های بلندمدت دارند. پژوهش دیگری در سال ۱۴۰۳ نشان داد که کاهش اهرم مالی ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، زیرا هزینه‌های مالی کاهش می‌یابد (احمدی منصورآبادی، ۱۴۰۳). نظریه نمایندگی بر تضاد منافع بین مدیران و سهامداران تمرکز دارد. بدهی می‌تواند با کاهش جریان نقد آزاد، نقش نظارتی ایفا کند، اما هزینه‌های نمایندگی (مثل هزینه‌های نظارت بر مدیران) ضعیف‌بالتر است. در هلدینگ‌های چندرشته‌ای، سهامداران عمده (مانند نهادهای دولتی) می‌توانند نظارت را تقویت کنند، اما بدهی بیش از حد ریسک مالی را افزایش می‌دهد پدرسون و همکاران^۴ (۲۰۲۱).

مزایای مالیاتی است (آلشهی و همکاران^۱، ۲۰۲۲). در هلدینگ‌های چندرشته‌ای که نیاز به سرمایه‌گذاری‌های کلان دارند، این نظریه توضیح می‌دهد چرا تامین مالی از سهامداران (مانند افزایش سرمایه از سود انباشته) ارزش آفرینی را افزایش می‌دهد، زیرا ریسک مالی را کاهش می‌دهد. همچنین، MM پیشنهاد می‌کند که در بازارهای ناقص، تصمیمات تامین مالی باید با توجه به هزینه‌های بازار تنظیم شوند، که در ایران به دلیل نقدینگی پایین بورس، به سمت تامین از سهامداران سوق پیدا می‌کند (صفی و همکاران (۱۴۰۳). کاربرد MM در ایران چالش‌برانگیز است، زیرا بازار سرمایه داخلی با محدودیت‌هایی مانند قوانین سخت‌گیرانه و عدم تقارن اطلاعاتی مواجه است. برای مثال، مطالعه‌ای در سال ۲۰۲۳ نشان داد که در بازارهای نوظهور، عدم تقارن اطلاعاتی باعث می‌شود شرکت‌ها به جای انتشار سهام جدید، به بدهی متکی شوند، اما این امر در ایران به دلیل تحریم‌های بانکی محدود است (چالدا و همکاران^۲، ۲۰۲۳). در هلدینگ‌های چندرشته‌ای، که تنوع فعالیت‌ها ریسک را کاهش می‌دهد، MM پیشنهاد می‌کند که تامین از سهامداران می‌تواند انعطاف‌پذیری مالی را افزایش دهد و ارزش بازار را بهبود بخشد (بهجا و همکاران، ۱۴۰۱).

نظریه ساختار سرمایه مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) بیان می‌کند که در بازارهای کامل، انتخاب نوع تامین مالی بر ارزش شرکت تأثیری ندارد. اما در بازارهای ناقص، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی می‌توانند بر تصمیمات تامین مالی و در نتیجه بر ارزش شرکت تأثیر بگذارند. به عبارت دیگر، در یک بازار کامل با شرایط ایده‌آل (بدون مالیات، هزینه ورشکستگی و اطلاعات نامتقارن)، نحوه تامین مالی شرکت (از طریق بدهی یا سهام) بر ارزش شرکت تأثیری ندارد. اما در دنیای واقعی، این شرایط ایده‌آل برقرار نیست و عواملی مانند عدم تقارن اطلاعاتی (مثلاً زمانی که مدیران اطلاعات بیشتری نسبت به سهامداران دارند) و هزینه‌های نمایندگی (مثل هزینه‌های نظارت بر مدیران) می‌توانند باعث شوند که نوع تامین مالی بر ارزش شرکت اثر بگذارد. (Myers & Majluf, 1984). نظریه سلسله‌مراتب مالی پیشنهاد می‌کند که شرکت‌ها به دلیل هزینه‌های اطلاعاتی، ابتدا از منابع داخلی، سپس بدهی، و در نهایت از انتشار سهام جدید استفاده می‌کنند (Baker & Wurgler, 2002). در بازارهای نوظهور، عدم تقارن اطلاعاتی این اولویت را تقویت می‌کند. مطالعه‌ای در سال ۲۰۲۳ نشان داد که در اقتصادهای با نقدینگی پایین، شرکت‌ها به بدهی بانکی وابسته‌اند، اما این وابستگی ارزش

است. سایر محققان ادعان می‌کنند که تعادلی بین این دو ثروت مادی و ثروت رابطه‌ای وجود دارد که در آن اولی می‌تواند به صورت منفی بر دومی به دلیل مصرف بیش از حد مادیات تأثیر بگذارد. هدف سیاست اجتماعی باید به حداکثر رساندن ثروت مادی و ثروت رابطه‌ای به طور مشترک باشد (نولج و همکاران^۶، ۲۰۱۹).

ارزش ترکیبی با عملکرد سه‌گانه رده‌های پایین^۸ (TBL) ارتباط دارد، محققان سازمانی، مجموعه‌ای از ارزش‌های مالی، اجتماعی و محیطی ایجاد می‌کنند. سازمان باید در هر سه بعد به صورت جامع عمل نماید. سه بعد دارای وابستگی متقابل هستند یا تا حدی همپوشانی دارند، بنابراین در اصل، حداکثر سازی ارزش مالی هنگام تنظیم ارزش‌های اجتماعی و محیطی تا صفر، قابل قبول نیست، حتی اگر امکان‌پذیر باشد. چارچوب ارزش ترکیبی ممکن است به عنوان یک مدل سه بعدی دارای همپوشانی نسبی، که هر کدام دارای ارزش مثبت برای ابعاد مالی، اجتماعی و محیطی هستند، نشان داده شود. متناوباً ممکن است، این مدل به عنوان مدل عملکرد TBL سه محوری در نظر گرفته شود که در آن هر بعد در محدوده مثبت محور آن قرار دارد. علاوه بر این، توزیع سود، مدیران شرکت‌ها را وادار می‌سازد که برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، بیشتر به بازار روی آورند و در نتیجه از قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار، بانک‌ها و سایر سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی تبعیت کنند. این امر، باعث صرفه‌جویی در برخی از هزینه‌های احتمالی، مثل هزینه به‌کارگیری افراد برون‌سازمانی به منظور نظارت بر مدیریت، می‌شود. بنابراین انتظار می‌رود رابطه بین تأمین مالی داخلی و بازده آتی سهام منفی باشد (راگرس^۹، ۲۰۲۳). مدل مودیلیانی و میلر^{۱۰} (۱۹۵۸)، فعالیت‌های تأمین مالی شرکت را بر ارزش آن، بی‌تأثیر می‌دانند. در زمانی که مفروضات مدل مودیلیانی و میلر نادیده گرفته شوند، فعالیت‌های تأمین مالی خارجی، یک شرکت اطلاعاتی راجع به جریان‌های نقدی عملیاتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن فراهم می‌آورند. در حالت اول (فراهم ساختن اطلاعاتی راجع به جریان‌های نقدی عملیاتی)، تأمین مالی خارجی پیش‌بینی نشده، مبین این است که جریان وجوه نقد جاری و آتی شرکت، برای تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری آن کافی نیست. بنابراین، این رویداد از سوی سرمایه‌گذاران، نوعی خبر نامساعد تلقی می‌شود. از سوی دیگر، تأمین مالی خارجی ممکن است معرف افزایش در سرمایه‌گذاری باشد. از آنجاکه معمولاً

جنسن (۱۹۸۶) معتقد است که بدهی می‌تواند با کاهش جریان نقد آزاد، نقش نظارتی بر مدیران داشته باشد، اما هزینه‌های بالای بهره اثر منفی بر ارزش دارد.

در ادبیات سهامداران (ذینفعان)، نظریه مدیریتی (کارآفرینی) یا خلق ارزش آفرینی ارائه شده توسط فریمن و همکارانش، مدیر را به عنوان فردی که از اختیار کافی برای ایجاد ارزش برای سهامداران (ذینفعان) متعدد از طریق نوآوری و کارآفرینی برخوردار می‌باشد، تلقی می‌کند. نظریه سهامداری، توسعه یافته توسط فریمن (۱۹۸۴)، بر خلق ارزش برای تمام ذینفعان (سهامداران، کارکنان، جامعه) تأکید دارد. در بازارهای نوظهور، این نظریه با پایداری مالی مرتبط است. مطالعه‌ای در سال ۲۰۲۵ نشان داد که استراتژی‌های مالی پایدار، مانند تأمین از سهامداران، ارزش شرکت را در اقتصادهای ناپایدار افزایش می‌دهد (نولج و همکاران^۱، ۲۰۲۵). در ایران، هلدینگ‌ها با پروژه‌های توسعه‌ای می‌توانند از TBL برای خلق ارزش اجتماعی و مالی استفاده کنند، اما بدهی بالا پایداری را تهدید می‌کند. (موسوی و همکاران، ۱۳۹۶). ادبیات پیرامون سهامدار در حال حاضر بسیار متنوع است و در مدیریت استراتژیک، بازاریابی و همچنین ادبیات مسئولیت اجتماعی منتشر شده است. رویکرد اخیر، نظریه سهامدار را با تابع رفاه مطلوبیت (اجتماعی)^۲ مرتبط می‌سازد. (پریم و همکاران^۳، ۲۰۱۸).

ثروت سهامدار، منابع یا دارایی‌های ارزشمند است. اصطلاح ثروت سازمانی به معنای تسهیم این منابع است که تمام سهامداران (ذینفعان) سازمان از آن بهره‌مند هستند. مطابق با نظر آنتونسیک و هیسریچ، چشم‌انداز ثروت سازمانی، استدلال می‌کند که ثروت سازمانی از تعامل سازمان با سهامداران (ذینفعان) آن حاصل می‌شود. این چشم‌انداز هدف سازمان را ایجاد سود متقابل برای همه سهامداران (ذینفعان) قلمداد می‌کند. همچنین سایر محققان به بررسی شیوه‌های مدیریت کامینز، انجین موتورولا و رویال داچ شل گروپ^۴ می‌پردازند. این سه شرکت به عنوان شاخص تعهد به ارزش‌های انسانی^۵ و یادگیری مداوم انتخاب شدند. چشم‌انداز ثروت سازمانی دارای رابطه نزدیکی با چشم‌انداز ثروت رابطه‌ای است که در آن ثروت از روابط ایجاد می‌شود و تفاوت این دو در این است که ثروت رابطه‌ای در ارزش‌های خانواده و جامعه ریشه دارد (دیوان^۶، ۲۰۲۰). در نتیجه رفاه اجتماعی مستلزم ثروت مادی است و ثروت رابطه‌ای ارتباطات انسانی با خانواده و جامعه

6- Diwan
7- Knowledge et al
8- Triple Bottom Line
9- Rogers
10- Modigliani & Miller

1- Knowledge et al
2- Utilitarian welfare functions
3- Priem et al
4- Cummins Engine, Motorola, and the Royal Dutch/Shell Group
5- humanistic values

بیشتر باشد، وضعیت مالی و نتایج عملیات جاری و مورد انتظار آن شرکت بهتر است.

از سوی دیگر برخی از محققان بر این عقیده‌اند که با افزایش اهرم مالی هزینه‌های نمایندگی بدهی، شامل هزینه‌های ورشکستگی، افزایش می‌یابد. علاوه بر این، تأثیرات کنترل بدهی در شرکت‌های با رشد زیاد و دارای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، که فاقد وجوه نقد آزاد هستند، اهمیت زیادی ندارد، زیرا این شرکت‌ها عمدتاً به منظور تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود، به بازارهای سرمایه متوسل می‌شوند که در این وضعیت، بازار فرصت کافی را برای ارزیابی عملکرد شرکت، مدیریت آن و پروژه‌های سرمایه‌گذاری به دست می‌آورد و تا حدودی باعث کاهش مشکل نمایندگی می‌شود (اندرسون^۶، ۲۰۲۲).

عموم مدیران مالی ابتدا به ارزیابی ظرفیت استقراض خود اقدام کرده و پس از اعمال ملاحظات خاص تا سطح به‌دست‌آمده، بدهی ایجاد می‌کنند. بنابراین بقاء و ادامه حیات چنین شرکتی به مراتب بیشتر از شرکتی است که منابع مالی خود را از طریق اوراق قرضه فراهم آورده است. در این باره می‌توان گفت که سودمندی استفاده از وام تا جایی است که افزایش بازدهی سهام از افزایش ریسک ناشی از بدهی بیشتر باشد. چنین رویکردی در چارچوب توجه و کنترل ساختار بهینه و مطلوب سرمایه امکان‌پذیر است (چل و همکاران^۷، ۲۰۲۳).

چالدا و همکاران^۸ (۲۰۲۳) در پژوهشی که با عنوان تأثیر تصمیمات تأمین مالی شرکت برای ارزش شرکت در بورس مالزی انجام گردیده است، پی بردند که نتایج این پژوهش مطابق با این دیدگاه است که ساختار سرمایه با ارزش شرکت رابطه دارد. بدهی کل به‌کل دارایی بر ارزش شرکت تأثیر منفی می‌گذارد و دلالت بر این دارد که اگرچه بدهی دارای مزایایی هست، اما هزینه‌هایی هم بر سازمان تحمیل می‌گردد. هزینه تأمین مالی به طریق بدهی، منجر به افزایش احتمال ورشکستگی می‌گردد و ارزش شرکت با سررسید بدهی هیچ‌گونه ارتباطی ندارد.

آلشهی و همکاران^۹ (۲۰۲۲) در پژوهشی، رابطه بین سیاست‌های تأمین مالی و ارزش شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داده‌اند، برای این بررسی تعداد ۱۳۲ مقاله را مورد بررسی قرار دادند که بیش از ۷۵ درصد از این مقالات، پس از سال ۲۰۱۵ منتشر شده‌اند. محققان پژوهش بیان می‌دارند در بیش از ۸۰ درصد از مجموع این مقالات نتایج تجربی حاکی از وجود رابطه

مدیران، پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت را قبول می‌کنند، افزایش در تأمین مالی را می‌توان به‌عنوان علامتی مثبت، تلقی کرد. در مورد تأثیر انتشار سهام جدید بر بازده آتی سهام، تحقیقات متعددی صورت گرفته است. مایرز و ماژلوف^{۱۰} (۱۹۸۴) بیان می‌کنند که اعلامیه تأمین مالی خارجی، حامل اطلاعات نامطلوبی به بازار سرمایه است و بر قیمت بازار سهام، تأثیر منفی می‌گذارد. آن‌ها بیان می‌کنند که خریداران اوراق بهادار، افرادی نسبتاً ناآگاهی (راجع به وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت ناشر اوراق بهادار) هستند و به‌منظور مصون‌سازی خود در مقابل ریسک قیمت‌گذاری بیش از واقع اوراق بهادار، مبلغی را بابت تخفیف، مطالبه می‌کنند. بر اساس مدل آن‌ها، هر چه ریسک اوراق بهادار منتشرشده بیشتر باشد، تأثیر منفی انتشار این اوراق بر بازار بیشتر است. بنابراین، تأثیر منفی سهام بر بازار، بیشتر از تأثیر منفی بدهی است (اندرسون^۲، ۲۰۲۲). بیکر و وگلر^۳ (۲۰۰۰) برای منفی بودن تأثیر انتشار سهام جدید بر بازده آتی سهام، دو دلیل عمده ذکر می‌کنند:

یک) هرچه سهام منتشرشده از سوی یک واحد اقتصادی بیشتر باشد، نسبت بدهی و در نتیجه ریسک مالی آن شرکت کمتر است. از این رو، سرمایه‌گذاران، بازده مورد انتظار کمتری را مطالبه می‌کنند.

دو) با فرض اینکه شرکت‌ها برای تأمین منابع مالی، از مدل سلسله‌مراتبی، تبعیت می‌کنند، سرمایه‌گذاران انتشار سهام جدید را نوعی خبر نامساعد راجع به وضعیت مالی و نتایج عملیات مورد انتظار شرکت‌های ناشر سهام، تلقی می‌کنند و سهام منتشرشده را کمتر از قیمت واقعی، ارزیابی نمایند و در نتیجه این خبر باعث کاهش بازده آتی سهام می‌شود (راگرس^۴، ۲۰۲۳).

نظریه پردازان مالی در مورد تأثیر استفاده از ابزار بدهی بر بازده آتی سهام، دو دیدگاه ضد و نقیض را ارائه کرده‌اند. از یک‌سو، برخی از محققان و نظریه‌پردازان مانند جنسن^۵ (۱۹۸۶) بر این عقیده‌اند که چون بدهی، جریان نقد آزاد در دسترس مدیران شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد زیادی دارند، ولی فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور ندارند را کاهش می‌دهد، موجب افزایش بازده آتی سهام می‌شود. همچنین بریک و راوید^۶ (۱۹۹۱) بدهی و سود تقسیمی را به‌عنوان ابزارهای اطلاعاتی برابر مطرح می‌کنند. آن‌ها بیان می‌کنند که تقسیم سود و بدهی، اطلاعات برابری را راجع به وضعیت مالی و سودهای آتی یک شرکت، فراهم می‌آورند، به‌گونه‌ای که هر چه سود تقسیمی یا بدهی

6- Berks
7- Anderson
8- Chul & Pincus
9- Chaleeda et al
10- Alshehhi et al

1- Myers & Majluf
2- Anderson
3- Baker & Wurgler
4- Rogers
5- Jensen

از نظر (Tobin Q) دارد. نتایج این مطالعه نشان میدهد که از آنجایی که تامین مالی بدهی میتواند اثر نامطلوب قابل توجهی بر سودآوری شرکت داشته باشد، مدیران باید اهرم های مالی را تعدیل کنند تا ثروت سهامداران را به حداکثر برسانند. در واقع، از آنجایی که بدهی پرهزینه تر از حقوق صاحبان سهام است، مدیران باید سطوح بدهی را پایین تر نگه دارند و به جای آن، تامین مالی در حاشیه را بر منابع داخلی مانند سود انباشته و سهام جدید متمرکز کنند و تنها به عنوان آخرین راه از تامین مالی خارجی استفاده کنند. نتایج مطالعه باید به سیاست گذاران درک بهتری از رابطه بین ساختار سرمایه شرکت و عملکرد ارائه دهد و در نتیجه فرمول سیاست های آینده را زیربنای قرار دهد.

بهاج و همکاران در پژوهشی به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت با تاکید بر نقش عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی - همبستگی از نوع علی می باشد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، ۱۲۴ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره ۸ ساله بین سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ مورد تحقیق قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان می دهد که وجود بدهی های بالا در ساختار سرمایه، با ارزش شرکت رابطه عکس دارد. عملکرد مالی یک معیار تعدیل کننده مناسب بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت است. در حقیقت عملکرد مالی می تواند روابط بین ساختار سرمایه با ارزش شرکت را تعدیل کند.

اسلام دوست و همکاران (۱۳۹۶) در بررسی اثر توسعه مالی بر تامین مالی شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران در میان صنایع وابسته به خودروسازی، تأثیر چهار شاخص توسعه مالی به همراه متغیرهای کنترلی، نظیر سودآوری، نقدینگی و اندازه شرکت در قالب دو مدل رگرسیون بر دو متغیر مربوط به تامین مالی، یعنی نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی ها و نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی ها را مورد بررسی قرار دادند. به این ترتیب که این دو مدل، با اطلاعات تابلویی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ مربوط به ۵۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار که در صنعت خودروسازی وجود دارند، با روش اثرات ثابت برآورد شده است. نتایج نشان می دهد که توسعه بازار سهام، اثر مثبت و معناداری بر نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی ها دارد و در این بین، میزان اثر گذاری شاخص مربوط به فعالیت بازار سهام،

مثبت میان این دو متغیر می باشد. نتایج این پژوهش ها در زمینه تأثیر افشای اطلاعات بر عملکرد مالی و ارزش شرکت ها، احتمال وجود رابطه ای مثبت بین این متغیرها را قوت می بخشد.

پدرسون و همکاران^۱ (۲۰۲۱) در تحقیق خود به بررسی رابطه سیاست های تامین مالی و ارزش آفرینی شرکت در صنعت مد پرداختند. آن ها با ۴۹۲ مدیر شرکت های سوئدی در این زمینه مصاحبه نموده و دریافتند شرکت هایی که سیاست های تامین مالی داخلی بیشتری دارند، تمایل بیشتری به افشای عملکرد پایداری داشته و در نهایت افزایش ارزش شرکت بالاتری نیز دارند.

میشل^۲ (۲۰۱۹) در پژوهش خود با عنوان تصمیمات تامین مالی در مشاغل خانوادگی دو زمینه تحقیقاتی کاملاً مهم در زمینه تجارت خانوادگی و امور مالی را گرد هم آورده است. این مطالعه به طور انتقادی ۵۰۰ مقاله در مورد تصمیم گیری در مورد تامین مالی در مشاغل خانوادگی، که بین سال های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۸ در ۲۵ مجله مالی و مدیریتی منتشر شده است را بررسی می کند. این پژوهش با شناسایی شکاف ها در چشم اندازهای تئوریک و عناصر خاص متن، مانند ناهمگونی مشاغل خانوادگی و عوامل خاص کشور، یک حالت هنری در زمینه ادبیات تامین مالی مشاغل خانوادگی ایجاد کرده و مدلی را برای هدایت تحقیقات موجود و آینده ارائه داد.

مظلومان (۱۴۰۲) در پژوهش تحت عنوان بررسی تاثیر تامین مالی از طریق بدهی و سهام بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۲۸۸ شرکت در دوره مالی سال های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ را مورد بررسی قرار داده اند و فرضیه های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون پانل دیتا و رگرسیون ترکیبی در نرم افزار Eviews ۱۰ مورد تجزیه و قرار گرفته اند. نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه ها با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته در سطح اطمینان ۸۵ درصد نشان داده است که تامین مالی از طریق بدهی، تأثیر مثبت و معناداری بر بازده سهام شرکت دارد و همچنین تامین مالی از طریق سهام تأثیر مثبت و معناداری بر بازده سهام شرکت دارد.

صفی و همکاران (۱۴۰۳) در مقاله تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکتهای و ارزش شرکت، نشان می دهد که بدهی کوتاه مدت، بدهی بلندمدت، نسبت کل بدهی و بدهی به حقوق صاحبان سهام، همگی تاثیر منفی قابل توجهی بر عملکرد عملیاتی شرکت (بازده دارایی) دارند، در حالی که بدهی بلندمدت، کل بدهی و بدهی به ارزش سهام چنین تاثیری بر عملکرد مالی شرکت (بازده حقوق صاحبان سهام) و عملکرد بازار

گروه تحقیقات شبه‌آزمایشی قرار خواهد گرفت. روش تحقیق از لحاظ نوع استدلال، قیاسی- استقرایی است. در تجزیه و تحلیل اطلاعات، از مدل‌های رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده و برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. منبع مورد استفاده برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز، صورت‌های مالی شرکت‌ها بوده است. داده‌های جمع‌آوری شده از طریق نرم‌افزار Excel اصلاح و طبقه‌بندی شده و تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم‌افزارهای Spss و Eviews انجام می‌گیرد. اطلاعات صورت‌های مالی نیز از طریق پایگاه‌های زیر تأمین می‌گردد:

- ۱) نرم‌افزار اطلاعاتی تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین.
- ۲) صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که نزد کتابخانه سازمان بورس تهران موجود است.
- ۳) بانک اطلاعاتی جامع شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس (سایت اینترنتی سازمان بورس تهران).

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق تعداد ۷ شرکت هلدینگ چندرشته‌ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که از سال ۱۳۹۶ لغایت ۱۴۰۱ در بورس فعال بوده‌اند.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش به دو دسته فرضیه اصلی و فرضیه فرعی دسته بندی می‌شوند.

فرضیه اصلی پژوهش

راهبردهای تامین مالی بر ارزش آفرینی شرکت‌های هلدینگ چند رشته‌ای تأثیر دارد.

فرضیه فرعی پژوهش

- راهبردهای تامین مالی بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های هلدینگ چند رشته‌ای تأثیر دارد.
- راهبردهای تامین مالی بر شاخص Q توپین شرکت‌های هلدینگ چند رشته‌ای تأثیر دارد.
- راهبردهای تامین مالی بر مدل ارزشیابی سهام با بازده و جوه سرمایه‌گذاری شده شرکت‌های هلدینگ چند رشته‌ای تأثیر دارد.

مدل پژوهش و متغیرهای تحقیق و نحوه محاسبه آن‌ها

خصوصیت، موقعیت یا حالتی می‌باشد که قابل تبدیل به مقدار کمی می‌باشد و در اصطلاح پژوهش از آن به عنوان متغیر یاد می‌شود. متغیر جز موارد لازم برای انجام آزمایش و یا بررسی

بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن است. این در حالی است که اثر توسعه بخش بانکی بر نسبت مذکور منفی است که میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت سیستم بانکی، بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن بوده است. همچنین، تمامی شاخص‌های توسعه مالی، تأثیر معنادار و مثبت بر نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها دارد، به طوری که تأثیر شاخص‌های بانکی بیش از شاخص‌های بازار سهام است.

عباسی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی نحوه اثرگذاری تصمیم‌گیری‌های مالی بر ارزش بازار شرکت‌های با مازاد وجوه نقد و شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کم پرداختند. تصمیم‌گیری‌های مالی را می‌توان از سه جنبه تصمیمات سرمایه‌گذاری، سیاست‌های بدهی و سیاست‌های تقسیم سود بررسی کرد. بدین منظور داده‌های ۹۰۰ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شدند. فرضیه‌ها با توجه به روش داده‌های پانل و مدل‌های رگرسیون چندگانه مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج نشان داد که در شرکت‌های با فرصت سرمایه‌گذاری کم، سرمایه‌گذاری‌ها کمتر و بدهی‌ها بیشتر ارزش‌گذاری می‌شوند و سهامداران برای توزیع سود نقدی ارزش بیشتری قائل هستند. همچنین نتایج مشابه برای شرکت‌های با مازاد وجوه نقد به دست آمد.

موسوی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر تامین مالی اسلامی بر ثبات مالی در کشورهای منتخب اسلامی طی سال‌های ۲۰۱۶-۲۰۱۰ پرداخت. روش مورد استفاده برای جمع‌آوری داده‌ها روش کتابخانه‌ای بوده است. جامعه آماری این پژوهش طبق حداکثر داده‌های موجود، کشورهای منتخب اسلامی است. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل داده‌های تابلویی و تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج نشان داد که تامین مالی اسلامی بر ثبات مالی تأثیر مثبت و معناداری دارد و اجرای تامین مالی اسلامی می‌تواند در ایجاد ثبات مالی، توسعه مالی و تورم تأثیرگذار باشد.

تشریح مدل

پژوهش حاضر از نوع تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی در صورت‌های مالی شرکت‌ها است. همچنین این پژوهش از نوع همبستگی و از لحاظ روش جمع‌آوری داده‌ها، تحقیقی توصیفی است. روش‌شناسی تحقیق پس رویدادی است و چون می‌تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا نوعی تحقیق کاربردی است. در این تحقیق هدف، تعیین میزان رابطه بین متغیرهاست. این تحقیق در حوزه تحقیقات اثباتی قرار می‌گیرد و با توجه به اینکه برای آزمون فرضیه تحقیق از اطلاعات تاریخی استفاده می‌شود در

فرضیه‌ها در پژوهش‌ها می‌باشد و جز ابزارهای مهم در تحقیق محسوب می‌گردد. بر این اساس و همچنین با توجه به موضوع مدل رگرسیونی به شرح زیر متغیرهای این پژوهش به سه دسته زیر تقسیم می‌شوند:

$$\text{Value Creation}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Financing Strategies}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{MTB}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{LOSS}_{it} + \beta_6 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر مستقل پژوهش

راهبردهای تأمین مالی^۱: متغیر مستقل این تحقیق راهبردهای تأمین مالی است. در یک دیدگاه کلی روش‌های تأمین مالی به دو دسته تأمین مالی از محل ابزارهای بدهی و تأمین مالی از محل منابع سهامداران تقسیم می‌شود که در زیر به تعریف عملیاتی هر یک از آن‌ها می‌پردازیم:

تأمین مالی از محل منابع سهامداران: حقوق صاحبان سهام یا همان حق مالکیت شرکت‌ها یکی از منابع اصلی تأمین مالی است. در واقع در زمان تأسیس هر بنگاه اقتصادی، آورده نقدی مؤسسان، اولین منبع تأمین مالی شرکت خواهد بود. مؤسسان در زمان تأسیس شرکت مبلغی را به‌عنوان سرمایه در اختیار شرکت می‌گذارند و در ازای آن به نسبت سهم شرکت خود در سود و زیان شرکت شریک شده و در تصمیمات آن حق رأی به دست می‌آورند. مالکان یک شرکت می‌توانند با واگذاری بخشی از حق مالکیت خود اقدام به تأمین مالی کنند. در نهایت حجم تأمین مالی انجام‌شده به‌عنوان متغیر وارد مدل خواهد شد (بولو، ۱۳۹۵).

تأمین مالی از محل ابزارهای بدهی: بدهی یکی از دو منبع اصلی تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است. مدیران شرکت‌ها می‌توانند از طریق استقراض و دریافت وام، میزان منابع مالی تحت اختیار شرکت برای عملیات تجاری را افزایش دهند. تأمین مالی از طریق بدهی نسبت به حقوق صاحبان سهام مزایا و معایبی دارد که به آن خواهیم پرداخت (همان منبع).

متغیرهای وابسته پژوهش

ارزش آفرینی^۲

متغیر وابسته این تحقیق ارزش آفرینی در شرکت‌های هلدینگ چند رشته‌ای است که با استفاده از سه معیار بازده حقوق صاحبان سهام، Q توبین، بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده به شرح زیر محاسبه می‌شود:

بازده حقوق صاحبان سهام: بازده حقوق صاحبان سهام از تقسیم سود خالص بعد از مالیات بر جمع حقوق صاحبان سهام برحسب فرمول زیر محاسبه می‌شود (محب راد، ۱۴۰۱).

$$\text{ROE}_{IT} = \frac{\text{سود خالص بعد از مالیات}}{\text{جمع حقوق صاحبان سهام}}$$

Q توبین: برای محاسبه Q توبین از مدل ساده‌شده آن به شرح رابطه زیر استفاده می‌شود (رضایی، ۱۴۰۲).

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام سال مورد نظر - ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت در سال مورد نظر + ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در سال مورد نظر
ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در سال مورد نظر

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت و به شرح زیر اندازه‌گیری می‌شود (مهرانی، ۱۴۰۲).

ارزش بازار شرکت در سال مورد نظر
ارزش دفتری شرکت در سال مورد نظر

اهرم مالی: اهرم مالی که با استفاده از نسبت جمع بدهی به جمع دارایی‌ها به شرح فرمول زیر سنجیده می‌شود (مهرانی، ۱۴۰۲).

کل بدهی
کل دارایی

بازده وجوه سرمایه‌گذاری: بازده سرمایه‌گذاری یک شاخص مهم و سودآوری برای سهامداران شرکت است که از تقسیم سود قبل از کسر بهره و مالیات بر مجموع دارایی‌ها به شرح فرمول زیر حاصل می‌گردد (مهرانی، ۱۴۰۲).

$$\text{ROIC}_{IT} = \frac{\text{سود قبل از کسر بهره و مالیات}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت: اندازه شرکت که با استفاده از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها سنجیده خواهد شد و به شرح فرمول زیر است (رضایی و همکاران، ۱۴۰۱).

$$\text{SIZE}_{IT} = \text{Log ASSET}_{IT}$$

2) Value Creation

1) Financing Strategies

سود خالص

مجموع دارایی‌ها

تجزیه و تحلیل یافته‌های تحقیق

آزمون فرضیه اول تحقیق

فرضیه فرعی اول: راهبردهای تأمین مالی بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های هلدینگ چند رشته‌ای تأثیر دارد. نتایج حاصل از رگرسیون مدل اول به شرح زیر است:

زیان‌ده بودن: به صورت متغیر موهومی و به صورت صفر و یک در نظر گرفته خواهد شد به گونه‌ای که در صورت زیان‌ده بودن شرکت عدد یک و در صورت سودده بودن عدد صفر در نظر گرفته خواهد شد (رضایی، ۱۴۰۱).

بازده دارایی: بر اساس نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها تعریف می‌گردد و به شرح فرمول زیر اندازه‌گیری می‌گردد (مهرانی، ۱۴۰۲).

(جدول شماره ۱)

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره
عرض از مبدأ (C)	۰/۰۲۱	۰/۰۰۵۲	۴/۰۰۶	۰/۰۰۰
تأمین مالی از محل سهامداران	۰/۱۷۹	۰/۰۳۹۴	۴/۵۴۲	۰/۰۰۰
تأمین مالی از طریق بدهی	-۰/۳۵۶	۰/۰۸۸۸	-۴/۰۰۹	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۴۰۵	۰/۰۹۷	۴/۱۴۵	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۳۲۹	۰/۱۱۰	۲/۹۸۷	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۱۵۴	۰/۰۴۷	-۳/۲۳۶	۰/۰۰۰
زیان‌ده بودن	۰/۲۵۶	۰/۰۶۹	۳/۷۵۳	۰/۰۰۰
بازده دارایی	۰/۳۲۴	۰/۰۹۸	۳/۳۰۶	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۳۶۷	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۶۴
آماره F	۶/۰۰۹۸	احتمال آماره		۰/۰۰۰
آماره دوربین- واتسون				۲/۲۱۴

بررسی معناداری متغیرهای کنترلی

با عنایت و بررسی جدول برآورد رگرسیونی فرضیه فرعی اول در قبال متغیرهای کنترلی این فرضیه می‌توان نکات زیر را اشاره داشت.

اندازه شرکت

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی اندازه شرکت، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی اندازه شرکت، با ضریب رگرسیونی ۰/۴۰۵ برآزش شده است، به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در اندازه شرکت، (بازده حقوق صاحبان سهام) ۰/۴۰۵ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب مثبت است پس می‌توان بیان داشت رابطه مثبت بین اندازه شرکت و بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده

نتایج تحلیل رگرسیون نشان می‌دهد که مدل برآزش شده با سطح معناداری ۰/۹۹ (آماره $F=0.000$) از نظر آماری معنادار است. آزمون دوربین-واتسون با مقدار ۲.۲۱۴ مشخص کرد که خودهمبستگی در پسماندهای مدل وجود ندارد، زیرا این مقدار در بازه ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد. بررسی آماره t متغیرهای مستقل تأیید می‌کند که تأمین مالی از طریق سهامداران (ضریب ۰.۴۰۵، $p<0.05$) رابطه مثبت و معنادار و تأمین مالی از طریق بدهی (ضریب -۰.۱۵۴، $p<0.05$) رابطه منفی و معنادار با متغیر وابسته (بازده حقوق صاحبان سهام) دارد. آماره t متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اهرم مالی، زیان‌ده بودن و بازده دارایی) با سطح احتمال کمتر از ۰.۰۰۵، معناداری آماری را تأیید می‌کند و فرض H_0 (عدم معناداری ضرایب) رد می‌شود. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، زیان‌ده بودن و بازده دارایی، رابطه مثبت و معنادار با بازده حقوق صاحبان سهام دارند، در حالی که اهرم مالی رابطه منفی و معنادار با آن دارد. ضریب تعیین مدل ($R^2=0.367$) نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی ۳۶.۷٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی زیان ده بودن، با ضریب رگرسیونی ۰/۲۵۶ برازش شده است به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام ۰/۲۵۶ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب مثبت است پس می‌توان بیان داشت رابطه مثبت بین زیان ده بودن و بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

بازده دارایی

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی اندازه شرکت، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی بازده دارایی، با ضریب رگرسیونی ۰/۳۲۴ برازش شده است به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام ۰/۳۲۴ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب مثبت است پس می‌توان بیان داشت رابطه مثبت بین بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

آزمون فرضیه دوم تحقیق

فرضیه فرعی دوم: راهبردهای تامین مالی بر شاخص Q توپین شرکت‌های هلدینگ چند رشته ای تاثیر دارد.

است، پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، با ضریب رگرسیونی ۰/۳۲۹ برازش شده است، به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، بازده حقوق صاحبان سهام ۰/۳۲۹ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب مثبت است پس می‌توان بیان داشت رابطه مثبت بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

اهرم مالی

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی اهرم مالی، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است، پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی اهرم مالی، با ضریب رگرسیونی ۰/۱۵۴- برازش شده است، به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام ۰/۱۵۴ درصد تغییر در جهت معکوس از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب منفی است پس می‌توان بیان داشت رابطه منفی بین اهرم مالی و بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

زیان ده بودن

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی زیان ده بودن، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است پس می‌توان

(جدول شماره ۲)

احتمال آماره	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیرها	
۰/۲۷۴	۲/۹۶۳	۰/۰۷۵۲	۰/۲۲۳	عرض از مبدأ (C)	
۰/۰۰۰	۳/۵۵۱	۰/۱۱۴۳	۰/۴۰۶	FISSTA	تأمین مالی از محل سهامداران
۰/۰۰۰	-۴/۰۰۹	۰/۰۸۸۸	-۰/۳۰۶	FISLIB	تأمین مالی از طریق بدهی
۰/۰۰۰	۳/۱۲۳	۰/۱۳۵۴	۰/۴۲۳	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۴/۵۵۰	۰/۰۸۶۸	۰/۳۹۵	MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۰۰۰	-۴/۲۳۵	۰/۰۰۸۵	-۰/۳۷۵	LEV	اهرم مالی
۰/۰۰۰	-۳/۶۳۰	۰/۱۲۴۵	-۰/۴۵۲	LOSS	زیان ده بودن
۰/۰۰۰	۴/۶۰۹۱	۰/۰۸۷	۰/۴۰۱	ROA	بازده دارایی
۰/۵۸۹۳	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۸۹۷	ضریب تعیین	
۰/۰۰۰	احتمال آماره		۱۰/۱۲۵۰	آماره F	
۲/۲۵۶			آماره دوربین - واتسون		

بررسی معناداری متغیرهای کنترلی

با عنایت و بررسی جدول برآورد رگرسیونی فرضیه فرعی دوم در قبال متغیرهای کنترلی این فرضیه می‌توان نکات زیر را اشاره داشت.

اندازه شرکت

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی اندازه شرکت، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی اندازه شرکت، با ضریب رگرسیونی ۰/۴۲۳ برازش شده است، به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در اندازه شرکت، مقدار کیوتوبین ۰/۴۲۳ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب مثبت است پس می‌توان بیان داشت رابطه مثبت بین اندازه شرکت و کیوتوبین وجود دارد.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است، پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، با ضریب رگرسیونی ۰/۳۹۵ برازش شده است به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری مقدار کیوتوبین ۰/۳۹۵ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب مثبت است پس می‌توان بیان داشت رابطه مثبت بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و کیوتوبین وجود دارد.

اهرم مالی

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی اهرم مالی، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی اهرم مالی، با ضریب رگرسیونی ۰/۳۷۵- برازش شده است، به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در اهرم مالی، مقدار کیوتوبین ۰/۳۷۵ درصد تغییر در جهت معکوس از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب منفی است، پس می‌توان بیان داشت رابطه منفی بین اهرم مالی و متغیر کیوتوبین وجود دارد.

زیان‌ده بودن

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی زیان‌ده بودن، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و

همچنین متغیر کنترلی زیان‌ده بودن، با ضریب رگرسیونی ۰/۴۵۲ برازش شده است به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در اندازه شرکت، مقدار کیوتوبین ۰/۴۵۲ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب مثبت است پس می‌توان بیان داشت رابطه مثبت بین زیان‌ده بودن و متغیر کیوتوبین وجود دارد.

بازده دارایی

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی اندازه شرکت، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی بازده دارایی، با ضریب رگرسیونی ۰/۴۰۱ برازش شده است به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در بازده دارایی، مقدار کیوتوبین ۰/۴۰۱ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب مثبت است پس می‌توان بیان داشت رابطه مثبت بین بازده دارایی و متغیر کیوتوبین وجود دارد.

آزمون فرضیه سوم تحقیق

فرضیه فرعی سوم: راهبردهای تامین مالی بر مدل ارزشیابی سهام با بازده وجوه سرمایه گذاری شده شرکت‌های هلدینگ چند رشته ای تأثیر دارد.

بر اساس نتایج تحلیل رگرسیون، مدل برازش شده با سطح معناداری ۹۹٪ (آماره $F=0.000$) از نظر آماری معنادار است. آزمون دوربین-واتسون با مقدار ۲.۴۷۸ نشان می‌دهد که خودهمبستگی در پسماندهای مدل وجود ندارد، زیرا این مقدار در بازه ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد. بررسی آماره t متغیرهای مستقل نشان می‌دهد که تأمین مالی از طریق سهامداران ($t=4.133$) و تأمین مالی از طریق بدهی ($t=-3.173$) با مقادیر بالاتر از ۲.۸ و سطح احتمال کمتر از ۰.۰۵، از نظر آماری معنادار هستند. سایر متغیرهای مدل، به جز عرض از مبدأ، نیز معناداری آماری دارند. تأمین مالی از طریق سهامداران رابطه مثبت و تأمین مالی از طریق بدهی رابطه منفی با متغیر وابسته (بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده) دارد. ضریب تعیین مدل ($R^2=0.598$) نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل ۵۹.۸٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده ($Adjusted R^2=0.594$) بیانگر آن است که متغیرهای مستقل و جزء اخلاص، ۵۹.۴٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند.

(جدول شماره ۲)

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره
عرض از مبدأ (C)	۰/۲۳۱	۰/۰۱۹۶	۱۱/۷۵۸	۰/۰۰۰
تأمین مالی از محل سهامداران	۰/۳۷۹	۰/۰۹۱۷	۴/۱۳۳	۰/۰۰۰
تأمین مالی از طریق بدهی	-۰/۳۲۴	۰/۱۰۲۱	-۳/۱۷۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۴۲۶	۰/۱۰۰۷	۴/۲۳۰	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۴۵۶	۰/۰۹۸۱	۴/۶۴۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۴۹۸	۰/۱۰۰۳	-۴/۹۶۵	۰/۰۰۰
زیان‌ده بودن	-۰/۵۶۳	۰/۰۹۸۶	-۵/۷۰۹	۰/۰۰۰
بازده دارایی	۰/۵۸۴	۰/۰۷۱۶	۸/۱۵۶	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۵۹۸	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۹۴
آماره F	۱۰/۵۶۹	احتمال آماره		۰/۰۰۰
آماره دوربین - واتسون			۲/۴۷۸	

بررسی معناداری متغیرهای کنترلی

با عنایت و بررسی جدول برآورد رگرسیونی فرضیه فرعی سوم در قبال متغیرهای کنترلی این فرضیه می‌توان نکات زیر را اشاره داشت.

اندازه شرکت

با بررسی سطح معناداری متغیرکنترلی اندازه شرکت، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی اندازه شرکت، با ضریب رگرسیونی ۰/۴۲۶ برازش شده است به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در اندازه شرکت، مدل ارزشیابی سهام با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده ۰/۴۲۶ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب مثبت است پس می‌توان بیان داشت رابطه مثبت بین اندازه شرکت و مدل ارزشیابی سهام با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده وجود دارد.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است پس می‌توان بیان داشت که متغیرکنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیرکنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، با ضریب رگرسیونی ۰/۴۵۶ برازش شده است به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، مدل ارزشیابی سهام با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده ۰/۴۵۶ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب مثبت است پس می‌توان بیان داشت رابطه مثبت بین

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و مدل ارزشیابی سهام با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده وجود دارد.

اهرم مالی

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی اهرم مالی، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیرکنترلی اهرم مالی، با ضریب رگرسیونی -۰/۴۹۸ - برازش شده است، به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در اهرم مالی، مدل ارزشیابی سهام با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده ۰/۴۹۸ درصد تغییر در جهت معکوس از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب منفی است پس می‌توان بیان داشت رابطه منفی بین اهرم مالی و مدل ارزشیابی سهام با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده وجود دارد.

زیان‌ده بودن

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی زیان‌ده بودن، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۵٪ بوده است پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی زیان‌ده بودن، با ضریب رگرسیونی ۰/۵۶۳ برازش شده است به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در زیان‌ده بودن شرکت، مدل ارزشیابی سهام با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده ۰/۵۶۳ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب منفی است پس می‌توان بیان داشت رابطه منفی بین زیان‌ده بودن و مدل ارزشیابی سهام با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده وجود دارد.

بازده دارایی

- زیان‌ده بودن: شرکت‌های زیان‌ده ممکن است از تأمین مالی سهامداران برای بازسازی استفاده کنند، اما در بلندمدت بر ROIC اثر منفی دارد.
- بازده دارایی: کارایی دارایی‌ها مستقیماً ارزش آفرینی را افزایش می‌دهد.

آزمون‌های آماری مانند آماره F مدل را معنادار نشان می‌دهد، و آزمون دوربین-واتسون عدم خودهمبستگی را تأیید می‌کند.

نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر، تأثیر راهبردهای تأمین مالی بر ارزش آفرینی شرکت‌های هلدینگ چند رشته‌ای بررسی گردید. نتایج این پژوهش نشان داد که راهبردهای تأمین مالی در قالب دو نوع تأمین مالی از طریق سهامداران و استقراض (بدهی) تأثیر معناداری بر ارزش آفرینی شرکت دارد. پرداختن به ارتباط نوع استراتژی‌های تأمین مالی و رفتار بازار نسبت به شرکت‌ها در قالب ارزش بازار آن‌ها دارای اهمیت زیادی است زیرا بسیاری از تئوری‌ها بیان می‌کند ارتباط بین استراتژی‌های تأمین مالی و ارزش شرکت بدین دلیل است که احتمالاً شرکت‌های با ارزش بازار بالا به راحتی می‌توانند از فرصت‌های رشد آتی خود استفاده کنند. از آنجا که مدیران، استراتژی‌های تأمین مالی را بر اساس اطلاعات محرمانه انتخاب می‌کنند. روش تأمین مالی می‌تواند معیاری برای سرمایه‌گذاری بهینه شرکت‌ها باشد. در بررسی کلیه شرکت‌های نمونه، نوع استراتژی‌های تأمین مالی در قالب سهامداران و بدهی، بر ارزش شرکت، به ترتیب رابطه مثبت و منفی با یکدیگر دارند و تأمین مالی از طریق سهامداران به افزایش ارزش آفرینی منجر می‌شود، در حالی که تأمین مالی بدهی به دلیل هزینه‌های بهره، اثر منفی دارد. و همچنین به‌عنوان سایر نتایج می‌توان به مواردی چون، با کاهش اهرم مالی که در این پژوهش با تقسیم بدهی بر کل دارایی حاصل شده است، ارزش شرکت افزایش می‌یابد بر این اساس، دو فرضیه بر مبنای تئوری‌های بیان شده مطرح و بعد از نمونه‌گیری به روش حذفی سیستماتیک، تعداد ۷ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ با استفاده از تحلیل رگرسیون داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفتند. در ابتدا آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای وابسته و مستقل ارائه گردید. سپس فرضیه‌های مطرح‌شده، مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج تحقیق حاضر نشان می‌دهد که امکان بهره‌گیری از روش‌های کمی برای پردازش اطلاعات و آماده‌سازی آن‌ها برای تصمیم‌گیری وجود دارد. شناخت علمی چگونگی تأثیر استراتژی‌های تأمین مالی بر ارزش شرکت، فرصتی برای جایگزین نمودن تحلیل‌های علمی به‌جای یافته‌های ذهنی است که نباید مورد بی‌توجهی قرار گیرد.

با بررسی سطح معناداری متغیر کنترلی اندازه شرکت، از آنجایی که سطح معناداری آن‌ها زیر ۰/۵ بوده است پس می‌توان بیان داشت که متغیر کنترلی از نظر آماری معنادار بوده و همچنین متغیر کنترلی بازده دارایی، با ضریب رگرسیونی ۰/۵۸۴ برازش شده است به این معنی که به ازای تغییر یک واحدی در بازده دارایی، (مدل ارزشیابی سهام با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده) ۰/۵۸۴ درصد تغییر از خود نشان خواهد داد و از آنجایی که این ضریب مثبت است پس می‌توان بیان داشت رابطه مثبت بین بازده دارایی و مدل ارزشیابی سهام با بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده وجود دارد.

تحلیل کلی نتایج رگرسیون

در هر سه فرضیه، تأمین مالی از سهامداران (شامل منابع داخلی مانند سود انباشته یا افزایش سرمایه از مطالبات سهامداران) رابطه مثبت و معنادار با ارزش آفرینی دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که در بازارهای ناقص مانند ایران، جایی که نقدینگی پایین و عدم تقارن اطلاعاتی حاکم است، تأمین مالی از سهامداران انعطاف‌پذیری مالی را افزایش می‌دهد و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. به عبارت دیگر، این روش اجازه می‌دهد هلدینگ‌ها بدون تعهدات بازپرداخت بدهی، منابع را به پروژه‌های سرمایه‌گذاری کلان (مانند تملیک سهام شرکت‌های تابعه) اختصاص دهند، که منجر به بهبود عملکرد مالی می‌شود. در مقابل، تأمین مالی از بدهی (مانند وام‌های بانکی یا اوراق بدهی) رابطه منفی و معنادار با ارزش آفرینی دارد. این اثر منفی به دلیل هزینه‌های بالای بهره در ایران (نرخ بهره بانکی حدود ۳۰-۲۰ درصد در دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۱) است، که سودآوری را کاهش می‌دهد و ریسک ورشکستگی را افزایش می‌دهد. در هلدینگ‌های چندرشته‌ای، که فعالیت‌های متنوعی در صنایع مختلف دارند، بدهی بیش از حد می‌تواند انعطاف‌پذیری را محدود کند و جریان نقد آزاد را به پرداخت بهره اختصاص دهد، که با نظریه موازنه (Trade-Off Theory) همخوانی دارد. متغیرهای کنترلی نیز نقش کلیدی دارند:

- اندازه شرکت: شرکت‌های بزرگ‌تر دسترسی بهتری به منابع مالی دارند و ریسک کمتری را تجربه می‌کنند، که ارزش آفرینی را افزایش می‌دهد.
- نسبت ارزش بازار به دفتری: نشان‌دهنده ادراک مثبت بازار از پتانسیل رشد هلدینگ‌هاست.
- اهرم مالی: افزایش بدهی ریسک مالی را بالا می‌برد و ارزش را کاهش می‌دهد.

مهم‌ترین تصمیمات مربوط به استراتژی‌های شرکت، اهرم مالی است، در این خصوص با دقت و تأمل بیشتری عمل نموده تا در این خصوص شرکت و سرمایه‌گذاران دچار زیان نشوند.

در سطح سیاست‌گذاری، نتایج بر نیاز به تسهیل بازار سرمایه داخلی تأکید دارد. سیاست‌گذاران می‌توانند با کاهش محدودیت‌های انتشار سهام یا تشویق ابزارهای اسلامی تأمین مالی (مانند صکوک)، وابستگی به بدهی بانکی را کاهش دهند. این امر به ویژه در شرایط تحریم‌ها مفید است، جایی که دسترسی به تأمین مالی خارجی بسیار محدود است.

با توجه به مطالعات صورت گرفته و نیازمندی‌های فعلی، پیشنهادهایی به شرح زیر برای پژوهش‌های آتی تبیین می‌شود.

- ۱) بررسی تأثیر نوع صنعت بر رابطه بین استراتژی‌های تأمین مالی بر ارزش شرکت،
- ۲) تأثیر نوع مالکیت (دولتی و خصوصی) بر رابطه بین استراتژی‌های تأمین مالی بر ارزش شرکت،
- ۳) تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی مانند تورم، بیکاری، تولید ناخالص داخلی بر رابطه بین استراتژی‌های تأمین مالی بر ارزش شرکت،
- ۴) بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی مدیریت بر رابطه بین استراتژی‌های تأمین مالی بر ارزش شرکت.

منابع

- احمدی منصورآبادی، مسعود. (۱۴۰۳). بررسی روش‌های تأمین مالی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت دولتی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات.
- اسلام دوست، علی، احمدی، شیمایا. (۱۳۹۶). بررسی اثر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار» است که مربوط به صنایع وابسته به خودروسازی. پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار. (۱۸) ۲۵.
- امینی مهر، سمیه، ناظمی اردکانی، مهدی، عارف منش، زهره. (۱۴۰۲). گزارشگری مالی اینترنتی بر ارزش شرکت. پژوهش‌های تجربی حسابداری. ۲۵.
- عباسی، نظام‌الدین، بابایی، فاطمه، جهانگیری، حسین. (۱۴۰۰). بررسی نحوه اثرگذاری تصمیم‌گیری‌های مالی بر ارزش بازار شرکت‌های با مازاد وجوه نقد. پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، (۱۴) ۲۰.
- صفی، مهدی و نفرشلمزاری، ناهید، ۱۴۰۳، تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکتها و ارزش شرکت، ششمین همایش

اثر مثبت تأمین از سهامداران به دلیل کاهش هزینه‌های اطلاعاتی (بر اساس نظریه سلسله‌مراتب مالی) و افزایش انعطاف‌پذیری است. در دوره ۱۳۹۶-۱۴۰۱، که با نوسانات ارزی و تحریم‌ها همراه بود، هلدینگ‌ها با استفاده از منابع داخلی توانستند پروژه‌های توسعه‌ای را بدون فشار بازپرداخت پیش ببرند، که ROIC و ROE را افزایش داد. اثر منفی بدهی به هزینه‌های بهره بالا و ریسک ورشکستگی مربوط است، که در هلدینگ‌ها (با فعالیت‌های متنوع) جریان نقد را مختل می‌کند. این نتایج با شرایط اقتصادی ایران، مانند نرخ تورم بالای ۴۰ درصد در ۱۴۰۰، همخوانی دارد، که بدهی را گران‌تر می‌کند. تفاوت کلیدی: در بازارهای توسعه‌یافته، بدهی گاهی مثبت است (به دلیل مزیت مالیاتی)، اما در ایران، تورم و تحریم‌ها بدهی را نامطلوب می‌کنند. این پژوهش با افزودن تمرکز بر هلدینگ‌های چندرشته‌ای (که تنوع فعالیت‌ها ریسک را تعدیل می‌کند)، به ادبیات موجود می‌افزاید.

پیشنهاد‌های تحقیق

پیشنهاد‌های مبتنی بر نتایج تحقیق

با توجه به آنکه اهرم مالی نتوانسته است بازده لازم را برای سهامداران واحد اقتصادی ایجاد کند، شرکت‌ها ناگزیر باید از روش‌های تأمین مالی داخلی و خارجی و همچنین سایر تغییرات در ساختار سرمایه (سود سهمی و افزایش سرمایه از محل مطالبات) وجوه موردنیاز خود را تأمین کنند. برای مدیران هلدینگ‌ها پیشنهاد می‌شود که اولویت را به تأمین مالی از سهامداران بدهند، مانند استفاده از سود انباشته برای افزایش سرمایه یا جذب سهامداران نهادی. این رویکرد می‌تواند ارزش بازار را افزایش دهد و ریسک را کاهش دهد. برای سرمایه‌گذاران، تمرکز بر هلدینگ‌هایی با اهرم مالی پایین توصیه می‌شود، زیرا این شرکت‌ها پایداری بیشتری دارند.

با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران و علاقه‌مندان به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در مطالعات خود به اهرم مالی شرکت‌ها توجه نمایند و اگر به دنبال کسب سود از طریق سرمایه‌گذاری بلندمدت هستند می‌توانند شرکت‌های دارای سهام مدیریتی را در اولویت قرار دهند.

به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود تا در خصوص شفاف‌سازی هر چه بیشتر ارائه اطلاعات در خصوص اهداف و استراتژی‌های آن‌ها در خصوص پرداخت یا عدم پرداخت و یا کاهش یا افزایش سود نقدی و همچنین تأثیرات آن بر فعالیت‌های عمومی شرکت در بازار تلاش بیشتری انجام داده و در جلب هرچه بیشتر رضایت بازار تلاش بیشتری بنمایند. همچنین به آنان توصیه می‌شود با توجه به اینکه یکی از

- Priem W, Janzen M, & Meier I. (2019). Investment and financing decisions of private and public firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(1-2): 225-262.
- Rogers K.L.H, & Lee B.C.J. (2023). Debt Maturity, Underinvestment Problem and Corporate Value. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 12(Suppl. 1).
- Yu S, Chourou L, Saadi S, & Zhong, L. (2019). Does institutional investor horizon influence US corporate financing decisions?. *International Review of Financial Analysis*.
- Tran, T. T., & Nguyen, H. T. (2021). The effect of capital structure on firm value: Evidence from Vietnam. *Cogent Economics & Finance (Taylor & Francis)*, 9(1), 1937820.
- بین‌المللی پژوهش‌های شاخص در مدیریت، حسابداری، بانکداری، بهاج، پردیس و خانلاری، مرتضی، ۱۴۰۱، تأثیر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت با تأکید بر نقش عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، یازدهمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد، حسابداری و بانکداری مظلومان، محمدحسین، ۱۴۰۲، بررسی تأثیر تامین مالی از طریق بدهی و سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری موسوی، عارفه، جعفری صمیمی، احمد، یحیی زاده فر، محمود، ۱۳۹۶، تأثیر تأمین مالی اسلامی بر ثبات مالی در کشورهای منتخب اسلامی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی راه دانش - بابل
- Alshehhi M, Islam A, Ahmad T.S.T, & Ghazalat A.N.M. (2022). Investigating the relationship between financing policies on the value of companies. *International Journal of Economics and Finance*, 11(3).
- Anderson C.H, Liu P, & Zhang Z. (2022). Real assets, liquidation value and choice of financing. *Real Estate Economics*, 47(2):12-16.
- Boubaker A, Leu J.D. (2020). Does the horizon of institutional investors affect the financing decisions of American companies? *Proof-of-Work*. Retrieved October, 8.
- Chaleeda K, Fairchild R, & Guney Y. (2023). Title: The Effect of Corporate Financing Decisions on Corporate Value in the Malaysian Stock Exchange. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(3).
- Chul A, & Molly V. (2023). Financing decisions in family businesses: A review and suggestions for developing the field. *Family Business Review*, 30(4).
- Harrison M, & Eldomiaty T.I. (2021). Determinants of corporate capital structure: Evidence from an emerging economy. *International Journal of Commerce and Management*, 17(1/2): 25-43.
- Knowledge X, Chen Y, & Dasgupta S. (2019). Macroeconomic conditions, financial constraints, and firms' financing decisions. *Journal of Banking & Finance*. 101:242-255.
- Knowledge, X., Chen, Y., & Dasgupta, S. (2025). Macroeconomic conditions and financing decisions. *Journal of Banking & Finance*, 112, 300-315.
- Michiels Team. (2019). Financing Decisions in Family Businesses" due to the ever-increasing growth in financing decisions of family businesses. Retrieved September 18, 153-179.
- Pedersen N, Zinecker M. (2021) Investigating the relationship between financing policies and company value creation in the fashion industry. *ProcediaSocial and Behavioral Sciences*, 110.



Accounting Knowledge & Management Auditing

Vol. 17/ No. 66/ Summer 2027

The Impact of Financing Strategies on Value Creation of Multidisciplinary Holding Companies

Mohammad Ebrahim Raei Ezabadi

Assistant Professor, Department of Accounting and Finance, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran

(Corresponding Author)

meraei68@iaui.ac.ir

Somayeh Sadat Hosseini

MSc. of Finance, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran

pse.hosseini@gmail.com

Mehrdad Bakhtiar Dehkordi

PHD Student of Finance, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran

mehrdadbakhtiar68@gmail.com

Abolfazl Karami

PHD Student of Finance, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran

abolfazlkarami58@gmail.com

Abstract

Multi-disciplinary holding companies, due to the diversity of their activities across various industries, face complex challenges in financing. This study investigates the impact of financing strategies, including equity financing and debt instruments, on the value creation of multi-disciplinary holding companies listed on the Tehran Stock Exchange. Value creation is measured using the indicators of Return on Equity (ROE), Tobin's Q ratio, and Return on Invested Capital. Data were collected from the financial statements of seven multi-disciplinary holding companies listed on the Tehran Stock Exchange over the period from 1396 to 1401 (2017–2022). The research adopts a descriptive-correlational approach with an inductive methodology, and data analysis was conducted using panel data techniques and EViews version 9 software. The findings indicate that equity financing has a significant positive relationship with value creation, whereas debt financing, due to high interest costs, exhibits a significant negative relationship with value creation. This study underscores the importance of selecting appropriate financing strategies to enhance the financial performance of multi-disciplinary holding companies.

Keywords: Value creation, return on equity, financing strategies, multidisciplinary holding companies, Q, Tobin.