

## عنوان: نقش مدیریت ریسک مالی بر ارزش شرکت ها

### چکیده

ارزش گذاری یکی از موضوعات اساسی در حوزه مدیریت مالی و سرمایه گذاری است. این تحقیق نقش مدیریت ریسک مالی بر ارزش شرکت ها را مورد بررسی قرار می دهد. این تحقیق از لحاظ ماهیت از نوع توصیفی و از لحاظ هدف کاربردی است. جامعه آماری تحقیق، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که داده های مورد نیاز تحقیق از آن ها قابل استخراج است. شایان ذکر است که تعداد نمونه های تحقیق ۷۸ شرکت می باشد. دوره زمانی تحقیق، دوره ای پنج ساله از سال ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۹۱ است. این تحقیق دارای مدلی نظری است و از آزمون رگرسیون استفاده می گردد و تجزیه و تحلیل داده ها بر اساس تحلیل پانلی توسط نرم افزار Eviews 7 صورت گرفته است. نوآوری تحقیق در ترکیب متغیر های مستقل برای تبیین ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین استفاده از ابزار مشتقه و ارزش شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج این تحقیق می تواند مورد استفاده سیاست گذاران مالی، تصمیم گیرندگان بازار سرمایه، شرکت های پذیرفته شده در بورس، مؤسسات مالی و سرمایه گذاری و سرمایه گذاران فردی قرار گیرد.

واژگان کلیدی: ارزش شرکت، مدیریت ریسک، مدیریت ریسک مالی، مشتقات مالی، پوشش ریسک

# فصل اول

## کلیات تحقیق

## ۱-۱) مقدمه

دگرگونی اقتصاد جهانی طی دهه های اخیر و توسعه اقتصادی<sup>۱</sup>، موجب ابداع و تکامل ابزارهای متعدد مالی گردیده است. علاوه بر گسترش معاملات سنتی دارایی های فیزیکی و مالی، مبادلات مشتقات مالی<sup>۲</sup> نیز شتاب روز افزونی یافته است. انواع بسیاری از مشتقات مالی در سازمان ها اعمال می گردند که از طریق کنترل مکانیزم های مدیریت ریسک<sup>۳</sup> به ریسک های مالی<sup>۴</sup> اشاره دارند. بسیاری از مشتقات مالی، نسبتاً جدید بوده و نقش ویژه ای را در مدیریت ریسک ایفا کرده و استفاده از آن ها در سطح جهانی به سرعت گسترش یافته و مورد توجه بسیاری از شرکت ها قرار گرفته و در بین شرکت ها از اهمیت خاصی برخوردار است. این اهمیت از زیان های متاثر از موقعیت ابزار مشتقه می باشد. اگرچه علل اصلی این زیان ها نشان می دهد که این زیان ها در اثر استفاده از ابزار مشتقه نبوده، بلکه در اثر استفاده نابجا از این ابزارها است، که اغلب به خاطر عدم توجه به ریسک مرتبط با آن می باشد. شرکت ها و مؤسسات مالی در تلاش هستند تا با استفاده از مدیریت ریسک و مشتقات مالی، ریسک های موجود در دنیای واقعی را به ریسک های قابل کنترل تبدیل کرده و از آن ها در جهت رسیدن به اهداف خود استفاده نمایند. در ادبیات مالی، بازار مشتقه به عنوان مکمل بازار نقدی شناخته می شود، چرا که این بازار کمتر کارکرد تامین مالی دارد اما با ارائه ابزارهای پوشش ریسک، اطمینان کافی برای سرمایه گذاران فعال در بازار نقدی ایجاد می کند و باعث توسعه و تقویت کارکردهای بازار نقدی می شود. توجه به سرمایه گذاران و اطمینان به حضور آن ها در بورس در مواقعی که ریسک بازار بالا می رود از موضوعاتی است که اهمیت آن کمتر از پوشش مالی شرکت ها نیست. برای اغلب سرمایه گذاران این مساله اهمیت دارد که با کاهش ریسک، بازار سرمایه به سهامداران اطمینان دهد که با ورود سرمایه ها به این بازار، از سود مناسبی برخوردار شوند. البته بازار سرمایه و بورس مانند دیگر بازارها اساساً با ریسک همراه است، اما عدم شناخت و آگاهی و از سوی ریسک موجود در بازار باعث شده برخی از سرمایه گذاران با احتیاط بیشتری گام در این بازار بگذارند. شاید به همین دلیل است که در همه بازارهای مالی و کالایی جهان و ایران به موضوع پوشش ریسک در بازار سرمایه توجه می شود (گروه کارشناسان بورس، ۱۳۹۲، ص ۱). در این تحقیق بر روی قراردادهای آتی (به عنوان پوشش دهنده ریسک) و تاثیر آن بر ارزش شرکت ها کار شده است.

<sup>۱</sup> Economic Development

<sup>۲</sup> Financial Derivatives

<sup>۳</sup> Risk Management

<sup>۴</sup> Financial Risk

## ۲-۱) بیان مسأله

ارزش<sup>۱</sup>، بار معنایی خاصی است که انسان به برخی اعمال، حالت‌ها و پدیده‌ها نسبت می‌دهد و از جمله متغیرهایی است که بار معنایی گسترده‌ای دارد. گستردگی بار معنایی ارزش با گستردگی رشته‌ها و تخصص‌ها نظیر ارزش اجتماعی<sup>۲</sup>، ارزش مالی<sup>۳</sup> و ارزش اقتصادی<sup>۴</sup> ارتباط دارد (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۴، ص ۱۶۴). بر اساس رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش می‌توان مفهوم و نقش ارزش در کسب و کار را تبیین نمود. نایت<sup>۵</sup> بر این باور است که مدیریت مبتنی بر ارزش بر ذهن هرکسی که در سازمان است، این موضوع را القا می‌کند که بیاموزد و تصمیمات خود را بر اساس درکی که از چگونگی کمک این تصمیمات بر ارزش شرکت‌ها دارد، اولویت بندی نماید. به عبارت دیگر همه فرآیندها و نظام‌های اساسی باید به سمت ایجاد ارزش یا ارزش آفرینی (VC)<sup>۶</sup> جهت‌گیری شوند.

یکی از موضوعات اساسی در حوزه مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، ارزش‌گذاری است. با ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، ارزش‌گذاری شرکت‌هایی که می‌خواهند به بخش خصوصی واگذار شوند امری مهم محسوب می‌گردد (هاشمی و دیگران، ۱۳۸۹، ص ۳). ارزش شرکت در واقع لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است (Lins, 2003, p28). در صورتی که این نسبت بیشتر از یک باشد شرکت بیشتر ارزش‌گذاری می‌شود و بالعکس (اعتمادی و دیگران، ۱۳۹۱، ص ۴). در واقع تعیین ارزش شرکت از جمله عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری است و ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن قابل تعیین است. به عبارت بهتر ارزشیابی هر شرکت از طریق ارزشیابی دارایی‌های مالی آن شامل سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق قرضه و ... صورت می‌گیرد (صامتی و دیگران، ۱۳۸۶، ص ۴).

در دنیای رقابتی امروز، سرمایه‌داران خواستار آن هستند که سرمایه خود را روز به روز افزایش داده و به حداکثر برسانند و به این دلیل به دنبال فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند که بیشترین ثروت را برای آنان خلق می‌کند و برای نیل به این مقصد، به ابزارها و معیارهایی برای شناسایی و اندازه‌گیری ارزش موجود در هر یک از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نیاز دارند (مشایخ و همکاران، ۱۳۸۳، ص ۳۱). به منظور توصیف رفتار واقعی شرکت، اقدامات مدیریتی شرکت به دو بخش تقسیم می‌گردد که عبارتند از: مدیریت دارایی‌های واقعی (RAM)<sup>۷</sup> و مدیریت ریسک مالی (FRM)<sup>۸</sup>. مدیریت دارایی واقعی نیز شامل مدیریت

<sup>۱</sup> Value

<sup>۲</sup> Social Value

<sup>۳</sup> Financial Value

<sup>۴</sup> Economic Value

<sup>۵</sup> James A. Knight

<sup>۶</sup> Value Creation

<sup>۷</sup> Real Asset Management (RAM)

<sup>۸</sup> Financial Risk Management (FRM)

تولید و عملیات (POM)<sup>۱</sup>، و مدیریت ریسک واقعی (RRM)<sup>۲</sup> است. فعالیت های یک شرکت، مانند انتخاب پروژه و یا مصون سازی و غیره، ممکن است از طریق مدیریت دارایی واقعی و مدیریت ریسک مالی شکل گیرد. ارزش شرکت در چهار چوب مدیریت دارایی واقعی است به عبارتی آمیخته ای از رفتار مدیریت تولید و عملیات و مدیریت ریسک واقعی است. بنابراین مسئولیت مدیر یک شرکت عبارت است از: هماهنگ نمودن رفتار مدیریت تولید و عملیات و مدیریت ریسک واقعی در چهارچوب عملکرد مدیریت دارایی واقعی و نیز استفاده از مدیریت ریسک مالی در جهت کاهش مشکلات هماهنگی در مدیریت دارایی واقعی از طریق استراتژی های کلی شرکت. بنابراین، فرایند تصمیم گیری می تواند ترکیبی فوق العاده برای دستیابی به حداکثر ارزش در یک شرکت باشد (Boyer et al, 2005, p7).

گیلب<sup>۳</sup>، ریسک را پدیده ای می داند که بتواند نتیجه ی حاصل از آن چه که سرمایه گذار انتظار دارد را منحرف سازد. هوب<sup>۴</sup>، ریسک را احتمال کاهش درآمد یا از دست دادن سرمایه تعریف می کند. مفهوم مفهوم اصلی که تمام فرهنگ ها از تعریف ریسک بر آن تاکید دارند، وجود عدم اطمینان<sup>۵</sup> از اتفاقات آینده است که قابلیت محاسبه را داشته باشد. به عبارتی اگر نتوان میزان عدم اطمینان به آینده را محاسبه نمود ریسک نخواهد بود بلکه تنها عدم اطمینان است. به همین دلیل برای ریسک مقادیر مشخصی ارائه می گردد که قابل کنترل و مدیریت است (اکبریان و دیگران، ۱۳۸۵، ص ۱۵۸). در واقع مدیریت ریسک یک مسیر ساختاریافته برای تحلیل و پاسخ گویی به عدم اطمینان های آینده است و احتمال بروز ریسک و پیامدهای آن را کاهش می دهد و درباره ریسک هایی که قابلیت مهار و کنترل را دارند معنا می یابد (راعی و دیگران، ۱۳۹۱، ص ۴۹). دلیل اصلی اجرای مدیریت ریسک، حداقل سازی ریسک و عدم اطمینان همراه با حداکثر سازی بازده برای سرمایه گذاران است یعنی کاهش زیان و افزایش سود ناشی از سرمایه گذاری. افزون بر این مدیریت ریسک نقش اساسی در تبدیل وضعیت عدم اطمینان به وضعیت اطمینان بیشتر نیز دارد (اکبریان و دیگران، ۱۳۸۵، ص ۱۵۹). مدیریت ریسک کاربرد بسیار گسترده ای در جهان امروز دارد و دربرگیرنده مجموعه متنوعی از روش ها و فنون مختلف برای ارزیابی، تحلیل و کنترل انواع مختلف ریسک است.

اکثر نظریه پردازان، ریسک کل شرکت را به دو بخش ریسک تجاری<sup>۶</sup> و ریسک مالی<sup>۷</sup> تقسیم بندی می کنند. ریسک تجاری در ارتباط با ترکیب دارایی ها و تصمیمات عملیاتی شرکت و ریسک مالی در سایه ساختار سرمایه و پیرو تصمیمات مربوط به تامین مالی شرکت است. به عبارتی ریسک مالی در سایه

<sup>۱</sup> Production And Operation Management(POM)

<sup>۲</sup> Real Risk Management(RRM)

<sup>۳</sup> Tom Gilb

<sup>۴</sup> K. Hube

<sup>۵</sup> Uncertainty

<sup>۶</sup> Commercial Risk

<sup>۷</sup> Financial Risk

استفاده از بدهی در تامین مالی دارایی های یک شرکت ایجاد می گردد و هر اندازه شرکتی ، بدهی بیشتری داشته باشد ، ریسک مالی آن افزایش یافته و احتمال ورشکستگی شرکت و سوخت اصل و بهره سرمایه گذاری بیشتر می گردد . این امر به نوبه خود قلمرو مدیریت ریسک مالی را به عنوان متعادل کننده رابطه بین ریسک و بازده گسترش داده است . هارچر<sup>۱</sup> معتقد است ، مدیریت ریسک مالی فرآیندی برای شناسایی و کنترل ریسک های مالی است که شامل شناسایی و اولویت بندی ریسک های مالی عمده ، تعیین سطح مجاز ریسک ، به کارگیری راهبرد مدیریت ریسک بر اساس سیاست ها ، اندازه گیری ، گزارش دهی ، نظارت و بهبود بر حسب نیاز است . مدیریت ریسک مالی بر آن دسته از انواع ریسک نظارت دارد که هم قابل کنترل باشد و هم آثار مالی داشته باشند (راعی و دیگران، ۱۳۹۱، ص ۴۹). مدیریت ریسک مالی به رفتارهای معاملاتی و هزینه های مربوط به خرید یا فروش مشتقات مالی و استفاده از آن ها در جهت کاهش ریسک اشاره دارد. از آن جا که اوراق مشتقه<sup>۲</sup>، مهم ترین جزء تشکیل دهنده مدیریت ریسک مالی هستند ، استفاده شرکت ها از آن ها می تواند منعکس کننده رفتار مدیریت ریسک مالی شرکت ها باشد . بازار مشتقات مالی در ایران نسبت به سایر کشورهای پیشرفته ، بازار نسبتا کوچک و غیر فعالی است . با تصویب دستورالعمل اجرایی در شورای عالی بورس در ایران استفاده از قراردادهای آتی به عنوان مهم ترین ابزار مشتقه به مرحله عملیاتی رسیده است . امروزه با توجه به وجود بازارهای غیررسمی در گوشه های پنهان اقتصاد ایران ، ضرورت استفاده از ابزارهای جدید در جهت رفع نگرانی های طرفین معامله ، ایجاد تنوع<sup>۳</sup> در ابزارهای مالی بازار سرمایه ، جذب منابع مالی جدید ، امکان مشارکت وسیع افراد با سلیق و میزان ریسک پذیری<sup>۴</sup> متفاوت و افزایش کارایی بازار<sup>۵</sup> سرمایه ، در کشور احساس می گردد (میهنی، ۱۳۸۹، ص ۲۴). در کنار رونق و فعالیت بازار سرمایه ، بورس اوراق بهادار دو مأموریت اساسی دارد که مأموریت اصلی آن تامین مالی دراز مدت شرکت ها است و وظیفه دوم ، مدیریت ریسک است که از طریق ابزارهای پوشش ریسک ، سرمایه گذاران ریسک سرمایه گذاری خود را پوشش می دهند . توجه به سرمایه گذار و اطمینان به حضور وی در بورس در مواقعی که ریسک بازار بالا می رود از موضوعات مهم در بازار سرمایه است و برای اغلب سرمایه گذاران این مساله اهمیت دارد که با کاهش ریسک بازار سرمایه به سهامداران اطمینان دهد که با ورود سرمایه ها به بازار ، از سود مناسبی برخوردار شوند . اهمیت این موضوع باعث شده است که سازمان بورس اوراق بهادار توجه ویژه ای به موضوع ابزارها و روش های پوشش ریسک در بازار سرمایه داشته باشد (خوزین و همکاران، ۱۳۹۰، ص ۱۴۹) . کوشش در جهت محدود ساختن ریسک همواره در قلب عملیات مالی بوده و شرکت ها در تلاش هستند تا با بهره گیری از ابزارهای

<sup>۱</sup> K. Horcher

<sup>۲</sup> Derivatives

<sup>۳</sup> Diversification

<sup>۴</sup> Risk Appetite

<sup>۵</sup> Market Efficiency

مشتقه به کاهش و پوشش ریسک<sup>۱</sup> کمک نموده و به خلق ارزش برای خود اقدام نمایند. زیرا سرمایه گذار با توجه به ارزش شرکت اولویت خود را در سرمایه گذاری تعیین می نماید. درکل مطالعه اثربخشی مدیریت ریسک مالی از الزامات مدیریت ریسک و ضرورتی برای توسعه نظری است. لذا این تحقیق سعی دارد نقش مدیریت ریسک مالی بر ارزش گذاری شرکت ها را بررسی کند. بر این اساس سوال تحقیق به این صورت می باشد: آیا مدیریت ریسک مالی (استفاده از اوراق مشتقه) در بورس اوراق بهادار تهران بر ارزش شرکت ها تاثیر دارد؟

### ۳-۱) ضرورت و اهمیت تحقیق

محقق باید بتواند با توجه به دانش و ادبیات موجود، ضرورت انجام تحقیق خود را بیان نماید و برای این کار باید نشان دهد که تحقیق مربوط از دیدگاه جدید و خلاقانه به مسائل نگاه می کند. بیان اهمیت موضوع تحقیق باید بتواند اهمیت و ارزش تحقیق را نسبت به نظریه های موجود به اثبات برساند (خاکی، ۱۳۸۷، ص ۲۸). حضور در بازار سرمایه همواره یکی از گزینه های جذاب برای سرمایه گذاران بوده است اما سؤالی که همیشه در ذهن یک سرمایه گذار ایجاد می شود این است که با حضور در بازار سرمایه، کدام سهام برای خرید مناسب تر است؟ در طول سالیان اخیر، صاحب نظران تلاش زیادی برای پاسخ به این سؤال کرده اند. یکی از مقاصد ارزش گذاری شرکت ها، تعیین گران یا ارزان بودن یک سهم است. با تعیین ارزش یک شرکت، سرمایه گذاران می توانند اولویت های خود را در سرمایه گذاری مشخص نمایند (علیمی، ۱۳۹۰، ص ۸۲).

امروزه شرکت ها حجم زیادی از منابع اقتصادی نظیر نیروی کار، مواد اولیه و سرمایه را در اختیار خود دارند و نقش حائز اهمیتی در توسعه و پیشرفت کشورها ایفا می کنند. به این دلیل بحث در خصوص نقش شرکت ها، اهداف شرکت ها و عملکرد آن ها مورد توجه بسیاری از سرمایه گذاران قرار دارد. از آن جا که سهامداران، مالکان اصلی شرکت ها می باشند و پیوسته به دنبال حداکثر نمودن ثروت خویش هستند، این ثروت برای آن ها تنها در نتیجه عملکرد مطلوب شرکت ها حاصل خواهد شد. بنابراین عملکرد یک شرکت می تواند منعکس کننده ارزش آن باشد. در کنار رونق و فعالیت شرکت ها در بازار سرمایه، بورس اوراق بهادار دو مأموریت اساسی دارد که مأموریت اصلی آن تامین مالی دراز مدت شرکت ها است و وظیفه دوم مدیریت ریسک است که از طریق ابزارهای پوشش ریسک، سرمایه گذاران ریسک سرمایه گذاری خود را پوشش می دهند. توجه به سرمایه گذاران و اطمینان به حضور آن ها در بورس در مواقعی که ریسک بازار بالا می رود از موضوعاتی مهم در بازار سرمایه است و برای اغلب سرمایه گذاران این مساله

<sup>۱</sup> Hedge

اهمیت دارد که با کاهش ریسک ، بازار سرمایه به سهامداران اطمینان دهد که با ورود سرمایه‌ها به این بازار ، از سود مناسبی برخوردار شوند . اهمیت این موضوع باعث شده سازمان بورس اوراق بهادار توجه ویژه ای به موضوع ابزار و روش‌های پوشش ریسک در بازار سرمایه داشته باشد . مدیریت ریسک مالی ، قادر است با استفاده از ابزارهای مشتقه اقدام به پوشش ریسک شرکت ها و ارزش آفرینی برای آن ها نماید . (گروه کارشناسان بورس، ۱۳۹۲، ص ۱). بنابراین تعیین ارتباط بین مدیریت ریسک مالی و ارزش شرکت امری ضروری به نظر می رسد . در این راستا ، سرمایه گذاران می توانند از نتایج این تحقیق ، ارزش شرکت های موجود در بازار بورس اوراق بهادار را در جهت سرمایه گذاری ، پیش بینی نمایند . همچنین مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با آگاهی از چگونگی تاثیر متغیرهای این مدل بر ارزش شرکت ها ، قادر خواهند بود عملکرد شرکت ها را کنترل نموده و ریسک سرمایه گذاری در شرکت ها و ریسک تامین مالی را کاهش دهند و از بروز درماندگی های مالی که همانا منجر به ورشکستگی شرکت ها می گردند ، جلوگیری نمایند.

#### ۱-۴) اهداف تحقیق

این یک اصل است که هر عمل باید دارای هدف باشد و عمل بدون هدف ، عملی است که راه به جایی نمی برد . اهداف تحقیق در واقع بیان کننده خلاصه ای از آن چه که بایستی با انجام تحقیق به آن دست یافته شود، می باشد. در واقع هدف تحقیق پاسخگویی به یک نیاز است. نیازی که در ارتباط با سؤال تحقیق ایجاد شده است (خلعتبری، ۱۳۸۷، ص ۱۱۴). اهداف علمی و کاربردی تحقیق به شرح زیر است:

الف) اهداف علمی- هدف اصلی این تحقیق پاسخ به سؤال تحقیق است ؛ به عبارت دیگر هدف اصلی تحقیق ، معرفی ارزش شرکت به عنوان یک عامل مؤثر در سرمایه گذاری و ارائه مدلی رگرسیونی که بتواند رابطه مدیریت ریسک مالی با ارزش شرکت را به بهترین نحو ممکن بیان نماید ، است . در راستای این هدف ، اهداف علمی دیگری نیز قابل دستیابی است که عبارتند از:

- اندازه گیری متغیرهای تحقیق- متغیر وابسته در این تحقیق ارزش شرکت می باشد و استفاده از ابزار مشتقه ، نسبت آنی و نسبت بدهی متغیرهای مستقل و هزینه سرمایه ، تمرکز مالکیت و سودآوری متغیرهای کنترل تحقیق می باشند .
- برقراری رابطه بین متغیرها در چهارچوب مدل تحقیق .
- بررسی آزمون فرضیه های تحقیق .

ب) اهداف کاربردی- سرمایه گذاران می توانند از طریق نتایج این تحقیق ریسک سرمایه گذاری خود را کاهش دهند . در واقع یکی از اهداف کاربردی تحقیق کمک به سرمایه گذاران در جهت سرمایه گذاری بهتر و کم ریسک تر با ارائه ارزش شرکت ها است . به دلیل سابقه اندک استفاده از ابزارهای مشتقه در



شرکت های بورس اوراق بهادار تهران یکی دیگر از اهداف کاربردی تحقیق معرفی ابزارهای مشتقه به عنوان پوشش دهندگان ریسک شرکت ها به مدیران شرکت ها است تا از این طریق بتوانند اقدام به پوشش ریسک نمایند. در واقع مدیران شرکت ها از این طریق می توانند ریسک تامین مالی را کاهش داده و از بروز بحران در شرکت ها جلوگیری نمایند.

#### ۵-۱) چهارچوب نظری تحقیق

چهارچوب نظری بنیادی است که تمامی تحقیق بر آن استوار می گردد. این چهارچوب شبکه ای است منطقی، توصیفی و مشتمل بر روابط موجود میان متغیرهایی که در پی اجرای فرآیندهایی چون مصاحبه، مشاهده و بررسی پیشینه شناسایی شده اند. این متغیرها ناگزیر با مسئله تحقیق مرتبط هستند. پس از شناسایی متغیرهای مناسب، باید شبکه ای از روابط میان متغیرها تدوین گردد تا بتوان فرضیه های مرتبط با آن ها را پدید آورد و سپس آزمود. نتایج آزمون فرضیه ها (متضمن تایید یا عدم تایید است)، درجه حل شدن مشکل به یاری یافته های تحقیق را آشکار می سازد. بدین ترتیب، چهارچوب نظری گام مهمی در فرآیند تحقیق به شمار می آید (سکاران، ۱۳۸۱، ص ۹۴). در این تحقیق به بررسی جایگاه مدیریت ریسک مالی در ارزش شرکت ها پرداخته می شود. هر دارایی اعم از مالی یا واقعی ارزشی دارد. مقصود از تعیین ارزش شرکت، بحث ارزش دارایی های مالی شرکت مانند اوراق قرضه و سهام عادی و سهام ممتاز است. محققان مختلفی ارزش شرکت را مورد بررسی قرار داده اند و با توجه به تحقیقی که در این رابطه توسط وانگ<sup>۱</sup> و لی<sup>۲</sup> در سال ۲۰۰۹ انجام شده است مدل و متغیرهای تحقیق تعریف می گردد. در این تحقیق، بر اساس تحقیق وانگ و لی، ارزش شرکت متغیر وابسته بوده و به عنوان مهم ترین متغیر تحقیق به شمار می آید و استفاده از ابزار مشتقه، نسبت آنی و نسبت بدهی به عنوان متغیرهای مستقل تحقیق و هزینه سرمایه، تمرکز مالکیت و بازده دارایی ها متغیرهای کنترل تحقیق می باشند (Wang & Li, 2009, p.12).

• ابزار مشتقه- ابزار مشتقه، قراردادهای مالی هستند که ارزش آن ها از ارزش دارایی های اصلی از قبیل اوراق بدهی یا اوراق سهام گرفته شده است. بسیاری از ابزارهای مشتقه، سرمایه گذاران را به سوی مدیریت ریسک سوق می دهند (عباسی و دیگران، ۱۳۸۸، ص ۱۳). در واقع ابزار مشتقه، ابزاری برای کاهش یا انتقال خطر است که فاصله زمانی موجود تا اعمال آن ها کمک می کند تا مخاطرات تعدیل گردد (راعی و دیگران، ۱۳۸۳، ص ۲۰). ابزار مشتقه در واقع یک بدهی در زمانی مشخص هستند و بدهی در اوراق مشتقه بیانگر تعهدی است که در مقابل خریدار وجود دارد (راعی و دیگران، ۱۳۸۳، ص ۵۳۰). از آن جا که ابزار های مشتقه مهم ترین جزء تشکیل دهنده مدیریت ریسک مالی هستند، در این تحقیق

<sup>۱</sup> Peng Fei .Wang

<sup>۲</sup> Shi. Li

استفاده شرکت ها از این ابزارها به عنوان متغیر جایگزینی رفتار مدیریت ریسک مالی معرفی می گردد و آن را می بایست از طریق متغیرهای ساختگی استفاده شرکت ها از ابزار مشتقه اندازه گیری نمود .

- نسبت آنی - این نسبت یکی از مفیدترین نسبت ها است و به وضوح نشان می دهد که آن قسمت از دارایی های جاری که از لحاظ ارزش ، ثبات بیشتری دارد و احتمال کاهش در آن ها کمتر است تا چه میزان می تواند پشتوانه طلب کاران کوتاه مدت قرار گیرد . در این تحقیق از نسبت آنی می توان برای انعکاس انعطاف پذیری سرمایه ها در استفاده از مشتقات مالی استفاده نمود .

- نسبت بدهی - این نسبت ارزیابی نسبتا جامعی از درجه وابستگی شرکت را به وام نشان می دهد . نسبت بدهی بالا نشان دهنده این است که شرکت از لحاظ مالی دچار بحران گشته است . در این تحقیق از نسبت بدهی می توان به عنوان متغیر جایگزینی هزینه درماندگی مالی شرکت ها در استفاده از مشتقات مالی استفاده نمود .

بنابراین در تحقیق فوق ، مدیریت ریسک مالی بر اساس استفاده شرکت ها از ابزار مشتقه ، نسبت آنی و نسبت بدهی تبیین می گردد و نقش آن بر ارزش شرکت ها مورد بررسی قرار می گیرد . مدلی که در این تحقیق جهت بررسی نقش مدیریت ریسک مالی در ارزش شرکت مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت بر اساس مدلی است که در تحقیق وانگ و لی در سال ۲۰۰۹ استفاده شده است . بر مبنای این مدل ، رابطه هر یک از متغیرهای مستقل بر اساس متغیرهای کنترل با ارزش شرکت ها بررسی می گردد . مدل تحقیق به صورت زیر است:

$$V_{jt} = \beta_0 + \beta_1 D_{jt} + \beta_2 QR_{jt} + \beta_3 ALR_{jt} + \beta_4 CE_{jt} + \beta_5 CR_{jt} + \beta_6 ROA_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

$V_{jt}$  = ارزش شرکت

$D_{jt}$  = استفاده از ابزار مشتقه

$QR_{jt}$  = نسبت آنی

$ALR_{jt}$  = نسبت بدهی

$CE_{jt}$  = هزینه سرمایه

$CR_{jt}$  = تمرکز مالکیت

$ROA_{jt}$  = سودآوری (بازده دارایی)

$\varepsilon_{jt}$  = جمله خطای تصادفی

## ۶-۱) فرضیه های تحقیق

فرضیه یک حدس بخردانه است که بر اساس آن محقق راه حل های احتمالی مساله را پیشنهاد می کند به خصوص رابطه ی بین متغیرهای موجود را (خلعتبری، ۱۳۸۵، ص ۱۱۵). به عبارتی فرضیه گمانی است موقتی که درست بودن یا نبودنش باید مورد بررسی قرار گیرد و براساس معلومات کلی و شناخت های قبلی یا تجارب محقق پدید می آید. این شناخت ها ممکن است بر اساس تجارب یا مطالعات قبلی باشد، از منابع شفاهی به دست آمده باشد یا در جریان مطالعه ی ادبیات تحقیق حاصل شده باشد. در هر صورت مجموعه منابع مزبور می تواند ذهن محقق را آماده نمایند تا درباره چگونگی متغیرها و روابط آن ها در تحقیق مورد نظر حدس بزنند و پیش بینی به عمل آورد و حاصل آن را در قالب قضایای حدسی و خبری تدوین نماید (حافظ نیا، ۱۳۸۰، ص ۹۰). بر این اساس فرضیه های تحقیق عبارت است از:

- ✓ بین استفاده از ابزار مشتقه و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
  - ✓ بین نسبت آنی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
  - ✓ بین نسبت بدهی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه های فوق تحت تاثیر متغیرهای کنترلی هزینه سرمایه، تمرکز مالکیت و بازده دارایی قرار می گیرند.

## ۷-۱) تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

متغیر صفت یا خصیصه ای است که از شخصی به شخص دیگر و از موردی به مورد دیگر متفاوت است. در حقیقت متمایزکننده یک گروه را متغیر می نامند (فرهنگی و دیگران، ۱۳۸۵، ص ۱۸۱). عملیاتی کردن یا تعریف عملیاتی یک مفهوم به این جهت است که آن مفهوم قابل اندازه گیری شود و این امر از طریق دقت در ابعاد و خصوصیات رفتاری متعلق به آن مفهوم و طبقه بندی کردن آن ابعاد به عناصر قابل مشاهده و قابل اندازه گیری میسر است (سکاران، ۱۳۸۵، ص ۱۹۵). تعریف عملیاتی متغیرها در این تحقیق به صورت زیر است:

۱-۷-۱) متغیر وابسته - متغیر وابسته در این تحقیق ارزش شرکت<sup>۱</sup> می باشد. ارزش یک شرکت درگرو توانایی آن در ایجاد جریان نقدی در یک دوره معین زمانی است. در یک مفهوم کلاسیک ارزش یک شرکت به عنوان عقایدی است که به شرکت کمک می کند از بین ابزارها و اهداف بدیل انتخاب هایی را داشته باشد. این اهداف بدیل می توانند شامل سودآوری، بازده سهام، ارزش برای مشتریان، رشد شرکت و رضایت کارکنان باشد. شناخت بهتر از ارزش های شرکت، شناخت و درک را از رفتار شرکت بهبود خواهد بخشید (حساس یگانه و

<sup>۱</sup> Firm Value

دیگران، ۱۳۸۹، ص ۷۲). به عبارت دیگر مقصود از ارزش شرکت، تعیین ارزش دارایی های مالی شرکت است. برای تعیین ارزش دارایی ها از مفاهیم متعددی استفاده می گردد که عبارتند از: ارزش دفتری، ارزش بازار، ارزش با فرض تداوم فعالیت، ارزش با فرض انحلال شرکت و ارزش ذاتی سهام یک شرکت. هر یک از این مفاهیم کاربرد خاص خود را دارد و به این وابسته است که آیا ارزش تک تک ارقام دارایی ها باید تعیین گردد یا ارزش کل شرکت. در این تحقیق از روش Q توبین برای ارزیابی ارزش شرکت ها استفاده می گردد و داده های مورد نظر از طریق گزارشات سالیانه تامین می گردد. فرمول این روش به صورت

رابطه است:

$$Q = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی کوتاه مدت} + \text{ارزش دفتری بدهی بلند مدت} + \text{ارزش بازار سهام ممتاز} + \text{ارزش بازار سهام عادی}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی}}$$

(۷-۲) متغیر مستقل - در این تحقیق سه متغیر مستقل وجود دارد که تعریف عملیاتی هر یک به شرح زیر است:

الف) ابزار مشتقه<sup>۱</sup> - ابزارهای مالی ای هستند که ارزش خود را از یک ابزار مالی بنیادی تر اخذ می نمایند. این ابزارهای مالی بنیادی می توانند شامل سهام، قراردادهای مالی، اوراق بهادار و کالاها باشند. برخی از اقسام ابزارهای مشتقه، استاندارد بوده و در بازار ثانویه قابل معامله است و برخی از این ابزارها استاندارد نبوده و در هر معامله ای به گونه ای متفاوت و با توافق طرفین تنظیم می گردند (marshall, 2000, p 64). با استفاده از ابزار مشتقه، نتیجه مورد نظر مصون سازی<sup>۲</sup> یا پوشش ریسک در بازار نقد<sup>۳</sup> و تحویل فوری برای آینده کپی می شود. در واقع شرکت ها از مشتقات برای پوشش ریسک استفاده می کنند. ابزار مشتقه در واقع یک بدهی در زمانی مشخص هستند و بدهی در اوراق مشتقه بیانگر تعهدی است که در مقابل خریدار وجود دارد. دو دسته مهم از این ابزارها شامل قراردادهای آتی<sup>۴</sup> و اختیارات<sup>۵</sup> می باشد. این متغیر را می بایست از طریق متغیرهای ساختگی استفاده شرکت ها از ابزار مشتقه اندازه گیری نمود. به عبارت بهتر، شرکت ها در دو گروه طبقه بندی می گردند؛ یک گروه شرکت هایی هستند که از ابزار مشتقه در جهت پوشش ریسک استفاده می کنند و گروه دیگر شرکت هایی هستند که از ابزار مشتقه به منظور پوشش ریسک استفاده نمی کنند.

ب) نسبت آنی<sup>۶</sup> - کیفیت دارایی های جاری از لحاظ سرعت تبدیل به نقد یکسان نیست و برای تعیین این که دارایی آنی تا چه اندازه بدهی های جاری را فرا می گیرد از نسبت آنی استفاده می گردد.

<sup>۱</sup> Derivative

<sup>۲</sup> Hedge

<sup>۳</sup> Cash Market

<sup>۴</sup> Future Contract

<sup>۵</sup> Option

<sup>۶</sup> Quick Ratio(QR)

مقصود از دارایی های آنی ، همه ارقام دارایی جاری منهای موجودی مواد و کالا و پیش پرداخت ها است . به این نسبت ، نسبت اسیدی نیز می گویند . این نسبت یکی از مفیدترین نسبت ها است و به وضوح نشان می دهد که آن قسمت از دارایی های جاری که از لحاظ ارزش ، ثبات بیشتری دارد و احتمال کاهش در آن ها کمتر است تا چه میزان می تواند پشتوانه طلب کاران کوتاه مدت قرار گیرد .

این متغیر را می توان از طریق فرمول زیر محاسبه نمود :

نسبت آنی =

ج) نسبت بدهی به دارایی (نسبت بدهی ها) <sup>۱</sup> - با این نسبت ، می توان سهم طلب کاران از دارایی های شرکت را محاسبه نمود . این نسبت نشان می دهد که چند درصد از منابع مالی شرکت از طریق وام یا استقراض تامین شده است . از دیدگاه وام دهندگان ، هرچقدر این نسبت پایین تر باشد بهتر است . زیرا آن ها علاقمند هستند که وجوه خود را نزد شرکتی بسپارند که قبلا از وام زیادی استفاده نکرده باشد . نسبت بدهی بالا نشان دهنده این است که شرکت از لحاظ مالی دچار بحران گشته است (نیکومرام و رودپشتی، ۱۳۸۹، ص ۸۷) . این متغیر را می توان از طریق اطلاعات گزارشات سالیانه با استفاده از فرمول زیر محاسبه نمود :

$$\text{نسبت بدهی} = \frac{\text{کل بدهی}}{\text{کل دارایی ها}}$$

۱-۷-۳) متغیر کنترل <sup>۲</sup> - در یک تحقیق اثر تمام متغیرها را بر یکدیگر نمی توان به طور همزمان مورد مطالعه قرار داد . بنابراین محقق اثر برخی از متغیرها را کنترل نموده و یا آن ها را خنثی می کند و لازم است به گونه تصریحی یا تلویحی مشخص نماید که متغیرهای کنترل چه بوده و اثر آن ها چگونه ثابت ، حذف و یا خنثی شده است (فرهنگی و دیگران، ۱۳۸۵، ص ۱۹۲) . در این تحقیق سه متغیر کنترل وجود دارد که به شرح زیر است :

الف) هزینه سرمایه <sup>۳</sup> - حداقل نرخ بازدهی که یک شرکت باید بدست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه گذاران در شرکت تامین گردد . به عبارتی حداقل نرخ بازدهی که یک شرکت باید تحصیل کند تا این که در ارزش شرکت تغییری صورت نگیرد . مفهوم هزینه سرمایه بر این فرض استوار است که هدف یک شرکت ، به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران است (Neveu, 1986, p 317) . هزینه سرمایه یک

<sup>۱</sup> Assets-Liabilities Ratio(ALR)

<sup>۲</sup> Control Variable

<sup>۳</sup> Capital Expenditure(CE)

شرکت ، نرخ متوسط بازده موردنظر سرمایه گذارانی است که در اوراق بهادار شرکت سرمایه گذاری کرده اند . به عبارت دیگر، میانگین موزون هزینه تامین مالی سرمایه گذاری های شرکت را هزینه سرمایه می گویند . منابع تامین مالی سرمایه گذاری های شرکت شامل بدهی های بلند مدت نظیر وام و انواع مختلف اوراق قرضه ، سهام عادی و سهام ممتاز می باشد . هزینه سرمایه کل شرکت منعکس کننده نرخ بازده مورد انتظار دارایی های آن به عنوان یک کل است . نسبت هزینه سرمایه به مجموع دارایی ها برای سنجش رشد سرمایه گذاری استفاده می گردد . هزینه سرمایه شرکت به صورت میانگین موزون محاسبه می شود که وزن های آن بر حسب ارزش های منابع مختلف سرمایه تعیین می گردند . تخمین میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC) <sup>۱</sup> به صورت زیر است:

$$WACC = \sum_{i=1}^n W_i \times K_i$$

$W_i$  = وزن  $i$  امین منبع تامین مالی می باشد ( $i=1, \dots, n$ ) که بر اساس ارزش کلی بازار در ارتباط

با ارزش کل شرکت تعیین می گردد.

$K_i$  = بازده مورد انتظار منبع تامین مالی

ب) تمرکز مالکیت <sup>۲</sup> - به جالبی اطلاق می شود که میزان در خور ملاحظه ای از سهام شرکت به سهامداران عمده (اکثریت) تلقی داشته باشد و نشان می دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد و از طریق سنجش نسبت حقوق صاحبان سهام شرکت ها (۱۰ سهامدار برتر) بررسی می گردد و منعکس کننده تاثیر حقوق صاحبان سهام بر روی ارزش شرکت ها است .  
ج) سودآوری <sup>۳</sup> - مقصود از سودآوری همان بازده دارایی <sup>۴</sup> است . نرخ بازده دارایی رابطه بین حجم دارایی های شرکت و سود را تعیین می کند . در واقع بازده دارایی ها ارتباط بین سودآوری و سرمایه گذاری را در یک شرکت نشان می دهد و شرکت هایی با سودآوری بیشتر دارای ارزش بالاتری هستند . بازده دارایی به صورت درصد بیان می شود و گاهی اوقات به بازده سرمایه گذاری <sup>۵</sup> اشاره دارد . این متغیر از طریق فرمول زیر محاسبه می گردد:

$$ROA = \frac{\text{سود خالص پس از کسر مالیات}}{\text{مجموع دارایی ها}}$$

<sup>۱</sup> Weighted Average Cost Of Capital(WACC)

<sup>۲</sup> Ownership Concentration

<sup>۳</sup> Profitability

<sup>۴</sup> Return on Asset(ROA)

<sup>۵</sup> Return On Investment(ROI)

## ۸-۱) قلمرو تحقیق

به منظور بررسی عوامل تاثیر گذار بر ارزش شرکت ، مرزهای زیر به عنوان قلمرو تحقیق مشخص شده است :

۱-۸-۱) قلمرو موضوعی- در این تحقیق نقش مدیریت ریسک مالی بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است .

۲-۸-۱) قلمرو مکانی- قلمرو مکانی تحقیق فوق ، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است . دلیل این امر، امکان دسترسی به اطلاعات شرکت ها ، قابلیت اتکای بیشتر به اطلاعات ارائه شده توسط شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تهیه صورت های مالی شرکت ها است .

۳-۸-۱) قلمرو زمانی- داده ها و اطلاعات تحقیق مربوط به دوره زمانی سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ است .

مجموعه  
پژوهش  
پژوهش  
پژوهش