



توانایی مدیریت در استفاده از اهرم مالی

زهره حسنی

مدیر گروه حسابداری و کارآفرینی دانشگاه دکتر شریعتی تهران

شکوفه بالاور

دانشجو کارشناسی دانشگاه دکتر شریعتی تهران

چکیده

در این تحقیق به نحوه رفتار و استراتژیک مدیران در رابطه با مسایل تامین مالی با استفاده از اهرم مالی و چگونگی استفاده مدیران از اهرم مالی و ضرورت استفاده از آن پرداخته شد و نتیجه حاصله از آن این بود که برای رشد شرکت نیاز به منابع مالی می باشد و تصمیم گیری در خصوص استفاده از منابع مختلف مالی با توجه به اینکه این منابع همواره با محدودیت همراه است و تعیین اهرم مالی و ساختار سرمایه مطلوب یکی از مهمترین مسائلی است که مدیران با آن روبرو هستند. همچنین به تعریف نظری اهرم مالی پرداخته شد و مثال هایی از کاربرد اهرم مالی برای مدیران در ادامه گفته شده است. توانایی مدیریت صرفا با اهرم مالی ارتباط مثبت و معنادار داشته است که میتواند نشان دهنده این موضوع باشد که مدیرانی که از توانایی مدیریتی بالایی برخوردارند به جهت انجام سرمایه گذاری های سودآور و بالا نشان دادن توانایی های خود به سمت استفاده از اهرم مالی حرکت میکنند. در ادامه به ارتباط کیفیت اطلاعات حسابداری با اهرم مالی که مسولیت آن با مدیران شرکت است و رابطه ایپدمی کرونا و بیروس با استفاده از اهرم مالی در این بحران توضیح داده شد.

واژگان کلیدی: مدیریت، اهرم مالی، کرونا



مقدمه

بازار سرمایه در هر کشور دو وظیفه اصلی دارد، اول این که بستری را برای سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک توسط سرمایه‌گذاران فراهم کند و ثانیاً، سازوکارهایی را برای تأمین مالی موسسات ایجاد کند. سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز شرکت از طریق ابزارهای مختلف تأمین مالی تأمین می‌شود که هر یک مطابق با شرایط اقتصادی و وضعیت فعلی شرکت نتایج خاص خود را دارد. مدیریت شرکت در راستای تأمین منابع مالی مناسب باید هزینه منابع متعدد تأمین مالی را مشخص و آثاری را که بر جریان‌های نقدی شرکت دارند را تعیین نماید. منابع تأمین مالی از نظر یک شرکت در حالت کلی به دو دسته بدهی و حقوق صاحبان سهام تقسیم میشوند. هریک از این منابع در اهرم مالی شرکت از ویژگی‌های خاصی برخوردار است و با توجه به شرایط کلی هر شرکت و بر اساس معیار افزایش بازدهی که افزایش ثروت سهامداران را به دنبال خواهد داشت، صورت می‌پذیرد. تصمیمات مربوط به اهرم مالی شرکت دارای دو جنبه است: اول میزان سرمایه مورد نیاز و دوم ترکیب منابع تأمین سرمایه. توانایی مدیریت یکی از بعدهای سرمایه‌انسانی شرکت‌ها است که به عنوان دارایی نامشهود طبقه بندی میشود (حاجب و همکاران، ۱۳۹۳).

برای تشخیص توانایی مدیریت معمولاً از دو نوع اطلاعات استفاده میشود: نوع اول، اطلاعاتی است که با خصوصیات و ویژگی‌های فردی مدیران ارتباط دارد، مانند میزان تحصیلات، تجربه، موفقیت‌های قبلی و... نوع دوم اطلاعاتی است که چگونگی اعمال مدیریت مدیران را در طول گذر زمان ارزیابی میکند. اتخاذ تصمیم برای سیاست‌های تأمین مالی به عهده مدیران است. مدیرانی که توانمند هستند به واسطه توانایی‌های ذاتی خود می‌توانند به سرعت از نوع صنعت، استراتژی‌های سازمانی، ضرورت‌های اقتصادی، رقابت، متغیرهای کلان اقتصادی همچون نرخ بهره و تورم شاخص‌های مالی (همچون شیوه‌های تأمین مالی، ریسک تجاری، ریسک مالی، ریسک اعتباری و ریسک سیاسی و ...) شناخت کافی به دست آورده و به واسطه شناخت و قدرت درک خود، بهترین نوع تأمین مالی را که کمترین هزینه مالی را برای شرکت به همراه دارد انتخاب نماید و با سرمایه‌گذاری‌های مناسب جریانهای نقدی را بهبود بخشند. انتظار بر این است که با افزایش توانایی مدیریت، ارزش بنگاه اقتصادی بیشتر شود. مدیران دارای توانایی بالا، قدرت درک بهتری از شرایط داخلی و خارجی شرکت در کنار هم دارند و با احتمال بیشتری در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که ارزش فعلی خالص مثبت بالاتری دارد و همچنین توانایی بهتر و بیشتری در اجرای مناسب آن خواهند داشت، در نتیجه قدرت تأمین منابع مالی بیشتر و با نرخ‌های کمتر و دوره طولانی‌تر را دارند چرا که در این شرایط انتظار بر این است که هزینه ورشکستگی و ریسک عدم پرداخت بدهی کمتر باشد.

اهمیتی که سود حسابداری برای استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی دارد، باعث شده است که مدیریت واحد تجاری به مبلغ و چگونگی تهیه و ارائه آن توجهی خاص نشان دهد. یکی از جنبه‌های با اهمیت سود حسابداری نقش آن در قراردادهای تأمین مالی است. وجود بدهی‌ها علاوه بر اینکه خود یکی از عوامل ایجاد انگیزه برای مدیریت سود است، می‌تواند از طریق کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، از نوسانات سود واحد تجاری کاسته و در نتیجه به کاهش مدیریت سود منجر گردد. اولین عاملی که به بررسی ارتباطش با مدیریت سود با در نظر گرفتن نقش آن در میزان رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران پرداخته می‌شود، اهرم مالی است (هاشمی و کمالی، ۱۳۸۹).



مبانی نظری:

اهرم های مالی: یکی از ابزارهای مهم برای کسب سود بیشتر استفاده از اهرم مالی است. اهرم مالی به سرمایه گذاران کمک می کند تا بتوانند سودی بیشتر از سود سرمایه خود کسب کنند. این ابزار به افراد و شرکت ها فرصت های سرمایه گذاری و کسب سود بیشتری را ارائه می دهد. اهرم مالی سالیان زیادی است که در بخش های مختلف بازارهای مالی مورد استفاده قرار می گیرد. در بازار ملک و مسکن افراد برای خرید خانه، زمین و سایر موارد از وام یا قرض استفاده می کنند. هرچه میزان وام و قرض دریافتی بیشتر باشد، فرد می تواند سرمایه بیشتر را خریداری نماید در مقابل ریسک بیشتری را برای بازپرداخت وام و قرض متحمل خواهد شد. در سایر بازارهای مالی نیز افراد برای استفاده از فرصت های سرمایه گذاری و کسب سود از وام و اعتبار استفاده می کنند. شرکت ها نیز برای اجرای طرح های جدید و تأمین منابع مالی از وام و اعتبار استفاده می کنند و اهرم مالی خود را افزایش می دهند. هرچه اهرم مالی به کار برده شده در یک شرکت بیشتر باشد به سرمایه کمتری نیاز دارد. استفاده از اهرم مالی سبب می شود سود یا ضرر بر روی پایه کمتری باشد اما نسبت بالاتری بسازد.

نکته حائز اهمیت در مورد شرکت هایی که دارای اهرم مالی بالا می باشند این است که، اگر این شرکت ها قادر به پرداخت تعهدهای ناشی از تأمین مالی برون سازمانی خود نباشند، هم در معرض ریسک ورشکستگی قرار خواهند گرفت و هم امکان دستیابی به منابع تأمین مالی از طریق اعتباردهندگان جدید را در آینده نخواهند داشت. این در حالی است که برای تداوم فعالیت و سودآوری آتی وجود وجه نقد کافی برای شرکت ها امری ضروری می باشد (ایزدی نیا و ربیعی و حمیدیان، ۱۳۹۲).

اهرم مالی (lev) از تقسیم کل بدهی های شرکت بر کل دارایی های شرکت به دست می آید (احمدپور و پاکدلان ۱۳۹۵)
درجه اهرم مالی نشان دهنده درصد تغییراتی است که در ازای یک درصد تغییر در سود قبل از بهره و مالیات در سود هر سهم EPS رخ می دهد (پی نوو، ۱۳۹۰).

$$\text{درجه اهرم مالی (DFL)} = \frac{\text{سود قبل از بهره و مالیات (EBIT)}}{\text{سود خالص قبل از مالیات (EBT)}} \times 100$$

اهرم مالی نسبت بدهی های شرکت به جمع حقوق صاحبان سهام می باشد (سولابامی و آجی بولادی، ۲۰۱۳). دیوید گلسمن و بنت استواردر تحقیقات خود به منظور بررسی منافع ناشی از تجدید ساختار مالی در شرکت ها، به آزمون استفاده متهورانه از اهرم مالی پرداختند. به عقیده آنها فقط در فرآیند اهرم مالی است که برجسته ترین روش ها و محرک های تجدید ساختار مالی قرار دارند. مهم ترین نتیجه تحقیق آنها حاکی از این بود که در اکثر موارد، تجدید ساختار مالی موجب افزایش ارزش بازاری شرکت و بهبود عملکرد عملیاتی آن می گردد. آنها معتقد بودند که به دلایل مختلفی استفاده از بدهی موجب افزایش بهره وری و ارزش بازار شرکت ها می گردد (گلسمن و استوارت، ۲۰۰۱).

در محاسبه اهرم مالی، به بخش مالی صورت سود و زیان توجه می شود. درجه اهرم مالی نشان دهنده درصد تغییر سود هر سهم در ازای یک درصد تغییر سود قبل از بهره و مالیات است. استفاده از عبارت «اهرم مالی» بدان علت است که این اهرم به آثار سود هر سهم مربوط و ناشی از تصمیماتی است که برای تأمین مالی شرکت گرفته می شود. اهرم مالی را «اهرم ترازنامه» یا «اهرم ساختار سرمایه» نیز می نامند (پی نوو، ۱۳۹۰).



تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها یکی از موضوعات اساسی در مدیریت مالی است. براساس نظریه (میلر و مودیلیانی ۱۹۵۸) تصمیمات سرمایه گذاری امری مستقل از فرآیند تأمین مالی است. در این تئوری بحث میشود که هزینه سرمایه، صرفه نظر از میزان اهرم غیر قابل تغییر است. تا زمانی که شرکت ها فرصت های سرمایه گذاری سودآوری داشته باشند، میتوانند بدون در نظر گرفتن ترازنامه، خود منابعی برای تأمین مالی آن ها بیابند (Hubbard, R. (1998).

در پی پژوهشی که (میرز سال ۱۹۹۷) انجام داد به این نتیجه دست یافت که مدیران تمایل زیادی به تأمین مالی سرمایه گذاری ها از محل بدهی ها نشان نمیدهند، زیرا اعتباردهندگان نیز در خروجی سرمایه گذاری شریک میشوند. بنابراین با افزایش بدهی انگیزه ایتلاف سهامدار-مدیر، برای سرمایه گذاری در فرصت هایی با خالص ارزش فعلی مثبت کاهش مییابد که با کاهش ارزش شرکت همراه است. شرکت هایی با اهرم بالا ممکن است در تأمین مالی برای پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت با مشکلات نقدینگی روبرو شوند و این امر بر توانایی شرکت در تأمین مالی فرصت های رشد، اثر گذارد. تحت چنین شرایطی، اهرم بالا میتواند مشکل سرمایه گذاری کمتر از اندازه را ایجاد کند. بنابراین شرکت هایی با اهرم بالا (در مقایسه با شرکت هایی با اهرم پایتتر) کمتر قادر به استفاده از فرصت های رشد خواهند بود. میرز معتقد است که اهرم به دلیل مشکلات نمایندگی بین سهامداران و اعتباردهندگان با سرمایه گذاری ارتباط منفی دارد. اگر مدیران در اداره شرکت تنها منافع سهامداران را مدنظر قرار دهند، احتمالاً از برخی از پروژه ها با خالص ارزش فعلی مثبت، به دلیل بیشتر شدن بدهی چشم پوشی نمایند. ارتباط اهرم با تصمیمات سرمایه گذاری، از این جنبه با اهمیت است که بسیاری از تئوری های ساختار سرمایه بیان می کنند که ارتباط بین اهرم و سرمایه گذاری بدین دلیل است که احتمالاً شرکت هایی با اهرم بالا نخواهند توانست از فرصت های رشد آتی خود استفاده کنند. همچنین، شرکت هایی با فرصت رشد آتی کمتر باید از مصرف وجه نقد در پروژه های ضعیف پرهیز نمایند. از آنجا که مدیران، میزان اهرم را بر اساس اطلاعات محرمانه انتخاب می کنند، اهرم می تواند معیاری برای فرصت های رشد باشد.

در تئوری ها اگرچه اهرم، انگیزه های سرمایه گذاری کمتر از اندازه را ایجاد میکند، ولی این اثر میتواند توسط عملیات اصلاحی شرکت کاهش داده شود و در نهایت شرکت با تشخیص به موقع فرصت های آتی، میتواند اثر بدهی را تضعیف نماید. از طرفی اهرم میتواند مکانیسمی برای غلبه بر سرمایه گذاری بیش از اندازه باشد. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران تمایل دارند شاخص شرکت را بالا ببرند، حتی اگر مجبور به پذیرش پروژه های ضعیف شده و ثروت سهامداران را کاهش دهند. اگر جریان های نقدی آزاد در دسترس نباشد، مدیران در رسیدن به این هدف محدود شده و این محدودیت میتواند به وسیله تأمین مالی از محل بدهی ها تشدید شود. متعاقب استفاده از بدهی، مدیر باید اصل و بهره این بدهی ها را با وجه نقدی پرداخت کند که ممکن بود در پروژه های سرمایه گذاری ضعیف به کار گرفته شود.

(گرین ۱۹۸۴) در تحقیقاتش به این نتیجه دست یافت که تصمیمات سرمایه گذاری مستقل از تصمیمات تأمین مالی نیست و اهرم ممکن است انگیزه هایی برای سرمایه گذاری نامناسب منجر شود. تأمین مالی از محل بدهی، انگیزه مدیران و سهامداران را برای سرمایه گذاری در پروژه های با ارزش کاهش میدهد.

اهرم مالی عامل توانایی مالی شرکت را مشخص میکند. اعتقاد بر این است که اهرم مالی، درجه توانایی مالی را کاهش میدهد. به عقیده (بریلی و میرس ۱۹۸۴) اهرم مالی ریسک شرکت را افزایش میدهد. پژوهش های زیادی نیز در مدل های خود از اهرم مالی شرکت به منزله متغیر نشانگر ریسک شرکت یا هزینه های مربوط به ساختار سرمایه استفاده کرده اند.



مطالعات گوناگون انجام شده، تأثیر اهرم مالی بر عملکرد شرکت را منفی ارزیابی کردند؛ این ارزیابی نشان می‌دهد، اهرم مالی شرکت‌ها، ریسک آن‌ها را افزایش می‌دهد. اهرم حاوی هشدار از اطلاعات مدیران درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. نظریه‌های ساختار سرمایه بیان می‌کنند که مدیران شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد مناسب، باید اهرم کمتری انتخاب کنند؛ زیرا اگر میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، نمیتوانند از مزایای فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود استفاده کنند و در نتیجه میان رشد و اهرم ارتباط منفی ایجاد میشود؛ زیرا مدیران شرکت‌هایی با رشد بالا، اهرم پایین را انتخاب خواهند کرد. همچنین، باید به این موضوع توجه کرد که معمولاً عواقب اهرم مالی به مراتب سنگین‌تر از مزایای آن است و با افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت میتوان این عواقب را کاهش داد برای مثال، افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، ممکن است هزینه‌های ایجاد یا افزایش در میزان بدهی را کاهش دهد، زیرا دارایی‌های ثابت افزوده شده در تأمین مالی بدهی به صورت وثیقه به کار می‌روند.

(لانگ و مالیتز ۱۹۸۳) (اندرسون ۱۹۹۰) (لو و همکاران ۱۹۹۴) تحقیقاتی در این زمینه انجام دادند:

لانگ و مالیتز که سرمایه‌گذاری سنگین در دارایی‌های ثابت را موجب افزایش اهرم مالی میدانستند، اندرسون و لو و همکاران نیز درباره افزایش سطح بدهی به علت افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت اظهار نظر داشتند، شرکت‌ها با دارایی‌های ثابت بیشتر به علت برخورداری از مزیت به کارگیری سرمایه‌گذاری سنگین در دارایی‌های ثابت به عنوان وثیقه، سطح بدهی خود را آسان‌تر افزایش می‌دهند. افزون بر این، (شیل ۱۹۹۴) و (تانگ و جانگ ۲۰۰۷) اثر مثبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بر اهرم مالی شرکت‌های بخش صنعت و معدن ایالات متحده را استنتاج کردند.

استفاده از اهرم مالی در بحران کرونا و ویروس

شیوع اپیدمی کرونا تأثیر بسیار زیادی در اقتصاد کشورهای جهان گذاشته و شرکت‌ها و سازمان‌ها را درگیر خود کرده است. با شروع کرونا و ویروس کم‌کم رکود اغلب کشورها را درگیر خودش کرد. رکود رشد اقتصادی را متوقف می‌کند ولی یک بخش طبیعی ناخوشایند از چرخه اقتصاد و تجارت است. معمولاً بحران‌هایی که اتفاق می‌افتند می‌توانند آغازگر یک رکود باشند. از مسئولیت‌های مهم مدیریت در این بحران این است که تصمیمات درست و به موقع اتخاذ کند. همانطور که گفته شد استفاده از اهرم مالی یکی از راه‌های تأمین مالی مدیران میباشد ولی از آنجایی که اهرم مالی یعنی استفاده از ابزارهای مالی و بدهی برای افزایش سود سرمایه‌گذاری‌ها؛ پس در زمان رکود که بازار در حالت کساد است و معاملات و تجارت‌ها کاهش می‌یابند، استفاده از اهرم مالی که خود باعث افزایش بدهی میشود جایز نیست. زیرا اهرم مالی یعنی قرض کردن برای چند برابر کردن سود سرمایه‌گذاری و در زمانی که باید به فکر بقا بود و از هزینه‌ها کم کرد نباید به فکر حداکثر کردن سود باشیم. در دوران رکود در تأیید برخی شواهد تجربی (ریجان و زینگلر، ساندر و مایرز، هانگ و سانگ، فوزی و الساوالا و کردستانی و نجفی عمران) نشان‌دهنده وجود رابطه معکوس و معنادار سودآوری و ساختار سرمایه است. تمایل نداشتن شرکتهای سودآور به استقراض در شرایط رکود اقتصادی ممکن است ناشی از تمایل مدیران به حفظ قابلیت کنترل و انعطاف‌پذیری باشد، زیرا آن‌ها در این‌گونه موارد گرایش چندانی به افشای اطلاعات شرکت ندارند و تأمین مالی داخلی را به استقراض ترجیح می‌دهند. همچنین، به دلیل بالا بودن هزینه تأمین مالی از محل استقراض در شرایط رکود اقتصادی و افزایش احتمال ورشکستگی، شرکت‌ها تأمین مالی به روش استقراض از نظام بانکی را مقرون به صرفه نمی‌دانند و از این روش هم استفاده نمی‌کنند. از طرفی، به نظر می‌رسد شرکت‌ها در برخی مواقع



منابع حاصل از استقراض را صرف رفع مشکلات مالی خود در شرایط رکود می کنند و در بلندمدت با کاهش سودآوری روبه رو می شوند. در دوران رکود اقتصادی به دلیل کاهش نقدشوندگی دارایی های ثابت، وابستگی مالی شرکت ها به تأمین مالی خارجی افزایش می یابد. از طرفی، شرکت های رشدی به دلیل افزایش هزینه های ورشکستگی مورد انتظار، تمایل کمتری به استقراض دارند. (مریم دولو، حسن درگاهی، مریم حکمت ۱۳۹۶). از اهرم مالی در موارد بسیاری استفاده میشود از جمله: شرکت های بورسی، قرارداد های مشتقه و برای انجام معاملات اعتباری

استفاده از اهرم مالی در شرکت های بورسی:

مدیران می توانند به جای افزایش تعداد سرمایه گذاران، از اهرم مالی استفاده کنند. یکی از مزیت های استفاده از اهرم مالی نسبت به انتشار سهام جدید و دعوت سرمایه گذاران، این است که سودهای افزایش یافته از محل سرمایه گذاری های جدید، بین تعداد زیادی از سهامداران توزیع نمی شوند. البته اگر برنامه های توسعه ای شرکت طبق پیش بینی ها و سودی که مدنظر بوده محقق نشود، ممکن است بدهی بسیار زیادی از محل اهرم مالی برای شرکت ایجاد شود که شرکت را ناگزیر سازد تا از محل سود سهامداران این بدهی ها را تسویه کند. استفاده از اهرم مالی در حالی که سبب می شود افراد یا شرکت ها بازدهی های بالاتری را کسب کنند، سبب بالا رفتن ریسک سرمایه گذاری آن ها نیز می شود. هر چه استفاده از اهرم مالی بیشتر باشد، افراد ریسک بیشتری را نیز باید بپذیرند. لذا زمانی که از اهرم برای سرمایه گذاری استفاده می شود و سرمایه گذاری مطابق با پیش بینی ها پیش نرود، زیان احتمالی بسیار بزرگتر از زمانی می شود که از اهرم استفاده نشده است. اهرم سود و زیان بالقوه را بسیار بیشتر می کند. بنابراین توجه به اهرم مالی شرکت ها برای بررسی تحلیلی آن ها بسیار مهم است؛ زیرا اهرم مالی نشان می دهد که چه میزان از رشد شرکت به وسیله طرح های توسعه ای و فعالیت های شرکتی بوده است یا توسط منابع مالی قرض گرفته ایجاد شده است. نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام می تواند این موضوع را به خوبی نشان دهد.

استفاده از اهرم مالی در قرارداد های مشتقه:

بازار مشتقه شامل بازارهای مختلفی از جمله قراردادهای اختیار معامله و آتی است. که مدیران میتوانند در این بازارها از اهرم مالی استفاده کنند. در بازار آتی، سرمایه گذاران از اهرم مالی برخوردارند. در این بازار، قراردادهای هر دارایی در شروع، اهرم ۱۰ دارند؛ اما با توجه به شرایط بازار و تغییر وجوه تضمین این میزان تغییر خواهد کرد. برای مثال اگر کسی بخواهد از بازار قراردادهای آتی ۱ کیلو زعفران بخرد، با توجه به اینکه اندازه قرارداد آتی زعفران ۱۰۰ گرم است، باید ۱۰ قرارداد آتی بخرد. برای اخذ ۱۰ قرارداد آتی زعفران این فرد باید به میزان ۱۰ برابر وجه تضمین اولیه قراردادهای آتی، وجه نقد به حساب عملیاتی واریز کند. با فرض اینکه وجه تضمین اولیه قراردادهای آتی زعفران ۲۰۰ هزار تومان باشد، این فرد باید ۲ میلیون تومان پرداخت نماید.

وجه لازم = تعداد قرارداد * وجه تضمین اولیه

$$2000000 = 10 * 200000$$



استفاده از اهرم مالی برای انجام معاملات اعتباری:

بخشی از معاملات صورت گرفته در بازار سرمایه با استفاده از اهرم مالی یا همان اهرم بدهی انجام شده است. این بخش از معاملات توسط خریدارانی صورت می‌پذیرد که با تثبیت رونق بازار، به دنبال استفاده از فرصت رشد سریع قیمت‌ها هستند. افرادی که همچنان معتقد به بازدهی بالای بازار سرمایه هستند و می‌خواهند با گرفتن منابع مالی از کارگزاری‌ها (گرفتن اعتبار) کسب سود بیشتری کنند. با توجه به ناپایدار بودن این منابع و ریسک بالایی که این قسمت از بازار به خریداران تحمیل می‌کند، معاملات انجام شده با ضررهای بسیار زیادی پایان می‌یابند.

در بحث اهرم مالی نیز حالت زیر برای مدیران مطرح می‌شود:

اگر دریافت وام سبب افزایش سود عملیاتی شود، با افزایش وام در بافت مالی شرکت‌ها، هزینه‌های مالی (بهره)، سود قبل از کسر مالیات و در نهایت، هزینه مالیات افزایش می‌یابد. اما بالطبع چون افزایش وام، به افزایش هزینه‌های مالی (بهره) در شرکت‌ها منجر می‌شود، به نظر می‌رسد تنها راه کاهش اهرم مالی عموماً کاهش مالیات (فرار مالیاتی یا معافیت مالیاتی) و کاهش سایر هزینه‌های غیر عملیاتی است. انتظار می‌رود اهرم مالی به طور معمول افزایش یابد ولی از طرف دیگر، چون با دریافت وام هزینه سرمایه کاهش می‌یابد رابطه هزینه سرمایه با اهرم مالی به صورت منفی و معنی‌دار می‌شود. البته در حالت خاص کاهش اهرم مالی، رابطه هزینه سرمایه با اهرم مالی به صورت مثبت و معنادار خواهد بود.

همچنین در رابطه با ارتباط کیفیت اطلاعات حسابداری با اهرم مالی میتوان گفت:

به موازات کاهش اهرم مالی (اثر تعاملی معکوس می‌باشد)، اثر مستقیم بر کیفیت اطلاعات حسابداری افزایش می‌یابد و با افزایش اهرم مالی اثر اخلاق بر کیفیت اطلاعات حسابداری کاهش می‌یابد؛ یعنی به موازات افزایش اهرم مالی شرکت‌ها، اثر اخلاق بر کیفیت اطلاعات حسابداری کمتر شده و در این قسمت به طور کلی میتوان اینگونه نتیجه‌گیری نمود که در شرکت‌های کوچکتر و با اهرم مالی (ریسک) پایینتر، اخلاق اثر مستقیم بر کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها دارد و در شرکت‌های بزرگتر و با اهرم مالی (ریسک) بالاتر این اثر مستقیم اخلاق فردی و شرکتی بر کیفیت اطلاعات حسابداری کم‌رنگتر می‌شود.

با توجه به اینکه شرایط اقتصادی ایران دستخوش عوامل مختل داخلی و خارجی می‌باشد، از ثبات کافی برای اطمینان به آینده برخوردار نیست. این شرایط باعث عدم اطمینان، ریسک بالا و اثرات متعاقب آن شده و شرکت‌ها را به سمت تأمین مالی از طریق استقراض یا انتشار اوراق بدهی بیشتر (اهرم بالاتر) سوق داده و موجب شده که توجه شرکت‌ها به برخی از اصول اخلاقی در شرایط بحران مالی کمتر شده و در شرکت‌هایی با اهرم بالاتر اثر اخلاق بر کیفیت اطلاعات حسابداری کمتر شود که موافق با تحقیق (نوروش و همکاران ۱۳۸۴) می‌باشد که زیاد بودن بدهی شرکت (بالا بودن اهرم)، تمایل مدیران را به دستکاری سود داده و کاهش کیفیت اطلاعات حسابداری را منجر شود.

به طور کلی، در شرکت‌های کوچکتر، اخلاق فردی و شرکتی اثر مستقیمی بر کیفیت اطلاعات حسابداری دارد اما در شرکت‌های بزرگتر این اثرگذاری کمتر شده و یا اینکه در برخی مواقع منفی می‌شود. بر اساس نتایج به دست آمده، مشخص است که اندازه شرکت و اهرم از مهمترین پارامترهای تعدیل‌گر بر روابط بین اخلاق فردی و شرکتی بر کیفیت اطلاعات حسابداری برای مدیران



شرکت میباید. بنابراین لازم است که مدیران شرکت ها و نیز مؤسسات تأمین سرمایه این مقوله را با تدوین و ارزیابی به روزتر و جامع تری مدنظر قرار دهند.

پیشینه تحقیق

دکتر مهدی علی نژاد ساروکالی و ستاره تارفی (۱۳۹۶) در مقاله خود (تأثیر توانایی مدیریت با سیاست تأمین مالی)، با بررسی اهرم مالی به این نتیجه رسیدند که بیش از نیمی از شرکت ها از اهرم به منظور تأمین مالی خود استفاده میکنند که این رقم در متغیر سطح نگه داشت وجه نقد بسیار پایین است که با توجه به مشاهده کمترین رقم و نیز انحراف معیار پایین این متغیر میتوان به وضعیت نه چندان مساعد شرکت ها از بعد نقدینگی پی برد.

اندر و همکاران (۲۰۱۳)، آنان در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که مدیران توانا در طول زمان هایی که دچار بحران مالی هستند به تأمین مالی بیشتر کمک می کنند، تا به دنبال فرصت های سرمایه گذاری به منظور افزایش عملکرد شرکت باشند. همچنین نتایج پژوهش نشان میدهد که اندازه شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی دارد. بدیهی است که هر چه شرکت ها بزرگتر باشند از اهرم مالی بیشتری استفاده میکنند. معمولاً شرکت های بزرگتر از مدیران توانا تر استفاده می کنند. مدیران توانا به منظور بالا نشان دادن توانایی خود نیاز به سرمایه گذاری هایی با ارزش فعلی مثبت دارند. در نتیجه نیاز به تأمین مالی بیشتری خواهند داشت.

ایزدی نیا و ربیعی و حمیدیان (۱۳۹۲) در تحقیق خود تحت عنوان (بررسی رابطه اهرم مالی و مدیریت سود واقعی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) به این نتیجه رسیدند که بین اهرم مالی و معیار های مدیریت سود واقعی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. در واقع با افزایش اهرم مالی انگیزه مدیران برای مدیریت سود واقعی کاهش میابد.

هاشمی و کمالی (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان (تأثیر افزایش اهرم مالی، میزان جریان نقد آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) به این نتیجه رسیدند که میزان مدیریت سود شرکت هایی که اهرم مالی بالایی دارند و شرکت هایی که به تدریج درگیر افزایش اهرم مالی شدند، تفاوت معناداری وجود ندارد و جریان های نقدی آزاد و رشد شرکت در انجام رفتار طلبانه مدیران و مدیریت سود موثرتر است.

یوماتلو (۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی (ارتباط اهرم مالی و تصمیمات سرمایه گذاری) برای شرکت های تولیدی بورس در کشور ترکیه پرداخته اند. در این پژوهش از داده های تابلویی با روش اثرات ثابت برای تخمین مدل خطی چند متغیره استفاده شده است. خلاصه یافته های پژوهش حاکی از این مطلب است که اهرم مالی تأثیر منفی بر تصمیمات سرمایه گذاری دارد و شرکت هایی که بدهی بیشتری نسبت به سایر شرکت ها دارند، رغبت کمتری به سرمایه گذاری در دارایی های سرمایه ای از خود نشان میدهند.

کامران کریمی، شادی شاهوردیانی و افسانه نعیمی فر (۱۳۹۶) در پژوهش خود به بررسی تأثیر اهرم مالی بر نقدشوندگی عملیاتی شرکتها در چارچوب مدل GOEL پرداختند که در این راستا نتایج تحقیق نشان داد که اهرم مالی بر نقدشوندگی عملیاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد. در بحث تأثیر اهرم مالی بر نقدشوندگی عملیاتی شرکتها، نتایج نشان می دهد که بطور کلی تأمین مالی از محل اهرم مالی (بدهی ها) بر کوتاه شدن چرخه تبدیل وجه نق دو بازده دارایی ها



تاثیرمطلوب ومعنی دار دارد ولی برنسبت جاری اگرچه معنی دار است ولی اثر نامطلوب دارد مضافاً اینکه اهرم مالی برحاشیه جریانهای نقدی عملیاتی تاثیری ندارد. اهرم مالی بر چرخه تبدیل وجه نقد شرکت ها اثر معکوس و معناداری دارد، به مدیران و تصمیم گیرندگان مالی شرکت ها پیشنهاد می گردد به منظور افزایش عملکرد مالی شرکت ها سعی نموده به اهرم مالی به عنوان یکی از راهکارهای تامین مالی شرکت ها توجه ویژه ای داشته باشند چرا که استفاده مناسب از اهرم مالی موجب کاهش چرخه تبدیل وجه نقد و افزایش سود آوری و عملکرد مالی شرکت ها می گردد .

منابع تامین مالی شرکت ها بر اساس سیاست تامین مالی آنها، به دو بخش "منابع مالی درون" و "منابع مالی بیرون" شرکت تقسیم می شود. در منابع مالی درونی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تامین مالی می کند، یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیت های عمدتاً عملیاتی شرکت برای کسب بازده بیشتر بکار می گیرد و در منابع مالی بیرونی از محل بدهی ها و سهام، اقدام به تامین مالی کند. در انتخاب شیوه مناسب تامین مالی، این مساله مطرح می شود که شرکتها چگونه اقدام به تامین منابع مالی نمایند تا بر سود شرکت و بازده سهامداران حداکثر تاثیر مثبت را بگذارند؟ توانایی مدیران شرکت در تعیین منابع مالی مناسب از عوامل اصلی بقا و رشد و پیشرفت یک شرکت بشمار می رود. مدیریت باید در زمان انتخاب روش تامین مالی به هدف بیشینه سازی ثروت سهامداران توجه کند و با توجه به هزینه منابع مختلف تامین مالی و آثار این منابع بر بازده و ریسک شرکت به گزینش منابعی روی آورد که باعث به حداقل رساندن هزینه تامین مالی شوند. به ساختار سرمایه ای که بتواند ارزش شرکت را به حداکثر ممکن یا هزینه کل سرمایه را به حداقل ممکن برساند، ساختار بهینه می گویند.

به عبارت دیگر، ساختار سرمایه بهینه ترکیبی از منابع داخلی و خارجی تامین مالی است که به گونه ای که بتواند ارزش شرکت را به حداکثر ممکن برساند. به مدیران پیشنهاد می گردد که در زمان انتخاب روش تامین مالی مناسب به هدف بیشینه سازی ثروت سهامداران توجه کنند و با توجه به هزینه منابع مختلف تامین مالی و آثار این منابع بر بازده و ریسک شرکت به گزینش منابعی روی آورد که باعث به حداقل رساندن هزینه تامین مالی شوند.

نتیجه گیری

حداکثر کردن ثروت سهامداران(حداکثر کردن ارزش سهام شرکت) یکی از مهمترین اهداف مدیران شرکت است. حداکثر سازی ثروت سهامداران تحقق نمی یابد مگر اینکه شرکت ها صرف نظر از نوع آنها، سرمایه گذاری هایی را انتخاب کنند که بیشترین بازدهی را برای آنها به همراه داشته باشد. این کار به وسیله اهرم مالی امکان پذیر میباشد. همچنین تصمیمات تامین مالی شامل تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه و همچنین تعیین و انتخاب بهترین شیوه تامین مالی و ترکیب آن میباشد. اگر مسائلی مانند مالیات، عدم توسعه یافتگی بازارهای مالی و غیرکارا بودن سیستم قانونی وجود داشته باشند، ساختار مالی در به وجود آوردن ارزش برای شرکتها مؤثر خواهد بود. (همپتون) میگوید: شرکتها در برنامه ریزی سود به کسب سود خالص بیشتر از محل اهرم مالی ناشی از استقراض توجه مینمایند. همپنین مدیران در زمان رکود بازار به استفاده از اهرم مالی زیاد مایل نیستند، زیرا ترجیح میدهند به بقا و حفظ سرمایه و کم کردن هزینه ها توجه کنند. ولی در زمان عادی با توجه به تأثیر مثبت توانایی اهرم مالی در شرکت های بورسی تهران به این نتیجه میتوان رسید که مدیران توانا به سمت سرمایه گذاری در پروژه های سودآور حرکت میکنند و به همین منظور سعی در تامین منابع مالی خود دارند که بهترین گزینه را استفاده از بدهی میدانند.



منابع

- ۱- تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی (دکتر مهدی علی نژاد ساروکالئی، ستاره تارفی ۱۳۹۶)
 - ۲- تأثیر مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی بر سودآوری برخی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران (امید فرمان ارا، میثم عارف نژاد، محبوبه جعفری ۱۳۹۴)
 - ۳- بررسی تاثیر پذیری هزینه سزایه از اهرم عملیاتی و اهرم مالی (عبدالمهدی انصاری، سعید صفری بیدسکان ۱۳۹۱)
 - ۴- تأثیر رویکردهای اخلاقی حسابداران بر کیفیت اطلاعات حسابداری با نقش تعدیل کنندگی اندازه و اهرم مالی شرکت (مهدی خلیل پور، یحیی کامیابی سیدعلی نبوی چاشمی ۱۳۹۸)
 - ۵- بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (ایرج نوروش، سیما یزدانی ۱۳۸۹)
 - ۶- تأثیر فرصت رشد بر اهرم مالی (مریم دولو، فاطمه بسطامی ۱۳۹۷)
 - ۷- تأثیر سطوح اهرم مالی بر مدیریت سود واقعی شرکت ها (فرزین رضایی، امید صابر فرد ۱۳۹۴)
 - ۸- تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (اسداله افشاری، علی سعیدی، الهام رشادی ۱۳۹۰)
 - ۹- بررسی تأثیر اهرم مالی بر نقدشوندگی عملیاتی شرکتهای در چارچوب مدل GOEL (کامران کریمی، شادی شاهوردیانی، افسانه نعیمی ۱۳۹۶)
 - ۱۰- رابطه جریانهای نقدی سرمایه گذاری و اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (دکتر حمیدرضا وکیلی فر، حسن اسماعیلی ۱۳۹۴)
 - ۱۱- اهرم مالی و ارتباط آن با توانایی مالی، رشد و سرمایه گذاری سنگین در دارایی های ثابت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (روابط خطی و انحنایی) (اسماعیل توکل نیا، جاوید حاتم، مهران فضلالله پورنقارچی ۱۳۹۳)
 - ۱۲- اثر چرخه تجاری بر رابطه سود آوری و اهرم مالی (مریم دولو، حسن درگاهی، مریم حکمت ۱۳۹۶)
- سایت رسمی <https://agahinvest.com/financial-leverage>