بررسی ارتباط بین تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی برارزش جاری و آتی شرکتها

حسن منصوری
دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری
مدرس دانشگاه علمی کاربردی استان البرز

فاطمه سادات کهکی
دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری

چکیده

ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان، و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آنها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به سزایی دارد. تحقیق حاضر به بررسی تقسیم سود، سودآوری، و اهرم مالی برروی ارزش شرکت‌ها که در این تحقیق(ارزش فعلی و ارزش آتی) مدنظر می‌باشد، پرداخته است. برای اندازه‌گیری متغیرها از مدل رگرسیونی قاش (۲۰۰۹) استفاده گردید. فرضیات تحقیق شامل دو فرضیه و بر مبنای یک نمونه آماری که از طرق حذف سیستماتیک صورت گرفته متشکل از ۹۶شرکت طی یک دوره ۶ ساله بین سالهای ۱۳۸۶و۱۳۹۱ با استفاده از الگوی رگرسیون خطی چندگانه و با استفاده از نرم افزار SPPS مورد آزمون قرار گرفت. نتایج تحقیق در فرضیه اول نشان می‌دهدکه بین متغیر اهرم مالی و ارزش جاری شرکت رابطه معناداری وجود دارد ولی تقسیم سود و سودآوری با ارزش جاری شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. در فرضیه دوم تحقیق نشان داده می‌شود که هر سه متغیراهرم مالی، تقسیم سود و سودآوری با ارزش آتی شرکت با اطمینان۹۹٪ رابطه معنادار وجود دارد.

کلمات کلیدی: ارزش شرکت، تقسیم سود، اهرم مالی

۱. مقدمه:

ارزش‌گذاری شرکت ها از ضروریات برنامه ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران است. ارزش‌گذاری نمایشگر چگونگی تاثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها است. افراد جهت تصمیمگیری نیاز به اطلاعات مالی دارند. یکی از منابع اطلاعاتی، اطلاعات حسابداری است. در مبانی نظری گزارشگری مالی به نقش اطلاعات مالی و مفید بودن آن در تصمیمگیری افراد اشاره شده است[1]. ارزش‌گذاری شرکت‌ها یکی از ارکان اصلی مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. ارزش‌گذاری اصولی و صحیح شرکت‌ها به خصوص باعث تخصیص بهینه منابع سرمایه‌ای می‌شود. اتخاذ تصمیمات اصولی سرمایه‌گذاری و تخصیص بهینه منابع سرمایه‌ای مستلزم ارزش‌گذاری سهام با استفاده از روش‌های معتبر علمی است، زیرا به قیمت‌های بازار نمی‌توان چندان اطمینان نمود یا حداقل اینکه پدیده کشف قیمت در کوتاه مدت به علت نوسانات شدید و غیر واقعی در بازار محقق نمی‌شود.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق:

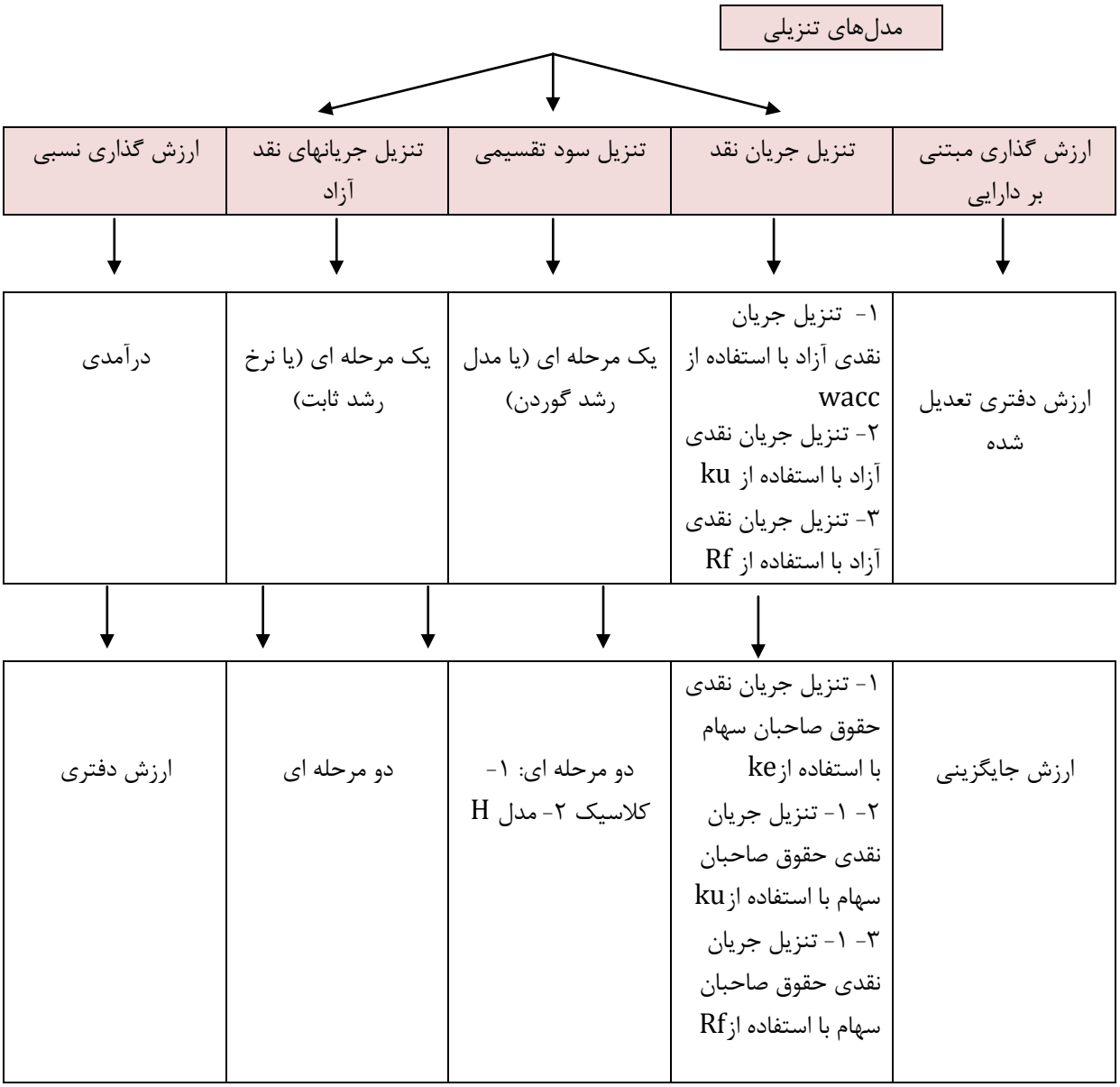
از آنجا که سهامداران و بستانکاران دو گروه اصلی استفاده کننده اطلاعات مالی‌اند و فراهم آوردن اطلاعات مربوط و قابل اتکا برای این دو گروه، از دغدغه‌های اصلی مدیریت و سیستم های اطلاعاتی حسابداری به شمار می‌رود، توجه به کیفیت اطلاعات تهیه شده برای این دو گروه ضرورتی خاص دارد. اکنون این سؤال مطرح می‌شود که آیا سیستم های حسابداری، اطلاعات مورد نیاز را برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها در زمینه های مختلف و ایجاد توان پیش بینی چگونگی جریان‌های نقدی آتی، به منظور نحوه مواجهه با سرمایه‌گذاری در شرکت، فراهم می آورد؟(ثقفی و عرب مازار یزدی، [2].تحقیق حاضر در جستجوی آن است تا میزان اثرگذاری کیفیت اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی را بر ارزش شرکت(جاری و آتی) بررسی کند.

بر اساس نظر هیأت تدوین استانداردهای حسابداری، (FASB[1]) گزارشگری مالی نه تنها شامل صورت های مالی، بلکه در برگیرندۀ ابزارها یا روش‌های اطلاع رسانی است و این ابزارها، به صورت مستقیم یا غیر مستقیم با اطلاعاتی ارتباط دارند که به وسیلۀ حسابداری ارائه می شوند؛ یعنی اطلاعاتی دربارۀ منابع شرکت، دارایی ها، بدهی ها، سود و غیره است. این اطلاعات باید به گونه‌ای باشد که سرمایه‌گذاران، اعطاکنندگان تسهیلات مالی و سایر گروه‌های استفاده کننده را در تشخیص نقاط قوت و ضعف مالی واحد انتفاعی یاری دهد و مبنایی را فراهم کند که بتوان بر اساس آن، اطلاعات مربوط به عملکرد واحد انتفاعی را طی یک دوره مالی ارزیابی کرد. علاوه بر این، اطلاعات مورد بحث می‌تواند تأثیر بالقوه برخی از منابع بر جریان وجوه نقد و همچنین وجوه نقد مورد نیاز برای ایفای تعهدات واحد انتفاعی را نشان دهد. (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵).[2]. این ایده که داده‌های حسابداری می‌توانند در تعیین ارزش شرکت نقش داشته باشند ابتدا به وسیله تحلیل گران مالی مطرح گردید. تحلیل گران برای ارزیابی اوراق بهادار از تحلیل‌های بنیادی و تحلیل‌های تکنیکی استفاده می‌کنند. در تحلیل های بنیادی، عمدتاً مبنای تعیین ارزش شرکت‌ها از طریق داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی می‌باشد[3]. تحلیل گران بنیادی در تلاش هستند تا بررسی عواملی که با ارزش شرکت در ارتباط هستند ارزش ذاتی اوراق بهادار را تعیین کنند. تحلیل گران و ارزیابان اوراق بهادار بر مبنای تحلیلهای بنیادی برای تعیین ارزش ذاتی

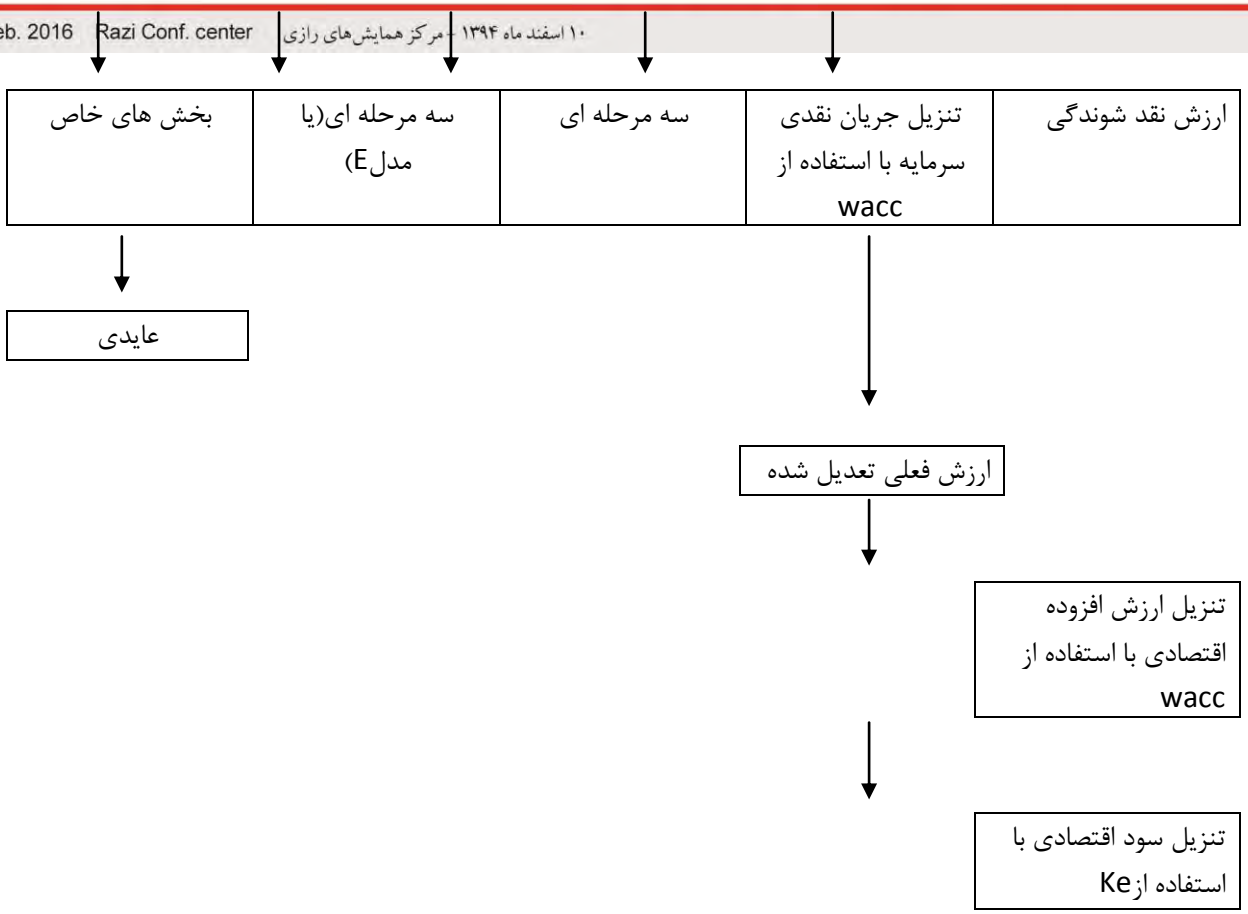
1 . Financial Accounting Standards Board

سهام شرکت از مدلهای متعددی استفاده میکنند، که از جمله آنها میتوان به مدلهای تنزیل و نسبت قیمت به درآمد PE[۲] اشاره کرد. مهمترین مدل‌های تنزیل شامل مدل تنزیل سود نقدی، جریان نقدی و مدل سود باقیمانده است که مبتنی بر داده‌های حسابداری است. تمامی این مدل‌ها از مدل ارزش فعلی سود تقسیمی مورد انتظار استفاده کرده‌اند. در مدل‌های ارزش‌گذاری معمولاً از پنج متغیرحسابداری سود باقیمانده، بازده، سود، جریان نقدی عملیاتی و سود تقسیمی جهت تعیین ارزش شرکت استفاده می‌شود[4].

در نمودار۱ نحوه ارزش‌گذاری شرکت‌ها و مدل‌های تنزیلی آورده شده است.



2 . Price and Earning



نمودار۱: نحوه ارزش‌گذاری شرکت‌ها و مدل‌های تنزیلی

با در نظر گرفتن این موضوع که سودآوری و تقسیم سود در مدل‌های ارزش‌گذاری شرکت مورد تأکید است و ارزش شرکت نیز سودهای آتی را منعکس می‌کند می‌توان چنین استنتاج کرد که سودآوری و سیاست تقسیم سود در تعیین ارزش شرکت نقش اساسی دارند. تأثیر اهرم مالی بر ارزش شرکت یکی از چالش‌های مباحث مدیریت مالی است. مدیران با انتخاب ترکیبی مناسب از منابع مختلف تأمین مالی سعی در حداکثر کردن ارزش شرکت دارند. بدهی یکی از مهمترین منابع تأمین مالی برای شرکت‌ها می‌باشد و افزایش در بدهی یکی از راه‌های رسیدن به این هدف است. با ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴قانون اساسی، ارزش‌گذاری شرکت‌هایی که می‌خواهند به بخش خصوصی واگذار شوند و عوامل مؤثر بر ارزش آن‌ها امری مهم محسوب می‌شود[۵].

پیشینه تحقیق:

انتظار بر این است که به دلیل پایین بودن هزینه بدهی، شرکت‌هایی که از بدهی برای تأمین مالی قسمتی از منابع مالی خود استفاده نمایند، ارزش شرکت بالایی نسبت به شرکت‌هایی که تمام سرمایه آنها توسط سهامداران تأمین شده است، داشته باشند[6]. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها حاکی از این مطلب می‌باشد که تقاضای سرمایه‌گذاران برای دریافت سود نقدی از بنگاها بر تصمیم‌گیری مدیران اثر گذار می‌باشد [7]. قاش[3] به تأثیر اهرم مالی، ساست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت پرداخته است. نتیجه تحقیق‌نشان داد که یک رابطه غیر خطی بین اهرم مالی، سودآوری و احتمالافزایش در ارزش

[3] . Ghosh

بنگاها بر تصمیم‌گیری مدیران اثر گذار می‌باشد [7]. قاش[4] به تأثیر اهرم مالی، ساست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت پرداخته است. نتیجه تحقیق‌نشان داد که یک رابطه غیر خطی بین اهرم مالی، سودآوری و احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت وجود دارد. احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت با افزایش اهرم مالی به طور تصاعدی کاهش پیدا می‌کند در صورتی که احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت با افزایش در پرداخت سود سهام و سودآوری شرکت، افزایش پیدا می‌کند[8] ناصر و جوید[5] به ارتباط بین سیاست تقسیم سود، ساختار سرمایه، سودآوری و ارزش شرکت در کشور تونس پرداختند، نتایج تحقیق نشان داد که سودآوری و نسبت اهرم مالی تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد در حالی که پرداخت سود تأثیر معکوس بر ارزش شرکت دارد [9].دهالیوال و ژنلی[6] دریافتند زمانی که کیفیت سود افزایش می‌یابد، عکس العمل بازار به تغییرات سود نقدی کمتر می‌شود. به عبارت دیگر در ارزش‌گذاری شرکت توسط سرمایه‌گذاران کیفیت سود عامل مهمی است که بر محتوای اطلاعاتی سود نقدی تأثیر می‌گذارد[10].

فرضیه‌های پژوهش:

۱- بین سیاست تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی با ارزش جاری شرکت رابطه وجود دارد.

۲- بین سیاست تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی با ارزش آتی شرکت رابطه وجود دارد.

۳. متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها

متغیروابسته:

۱- ارزش جاری شرکت: نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

۲- ارزش آتی شرکت: اگر نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتربزرگتر از ۱ باشد، ۱قرار می‌دهیم، در غیر این صورت صفرقرار داده می‌شود.

متغیر مستقل:

الف) اهرم مالی: نسبت کل بدهی بلند مدت به کل حقوق صاحبان سهام

ب) پرداخت سود: نسبت سود تقسیمی به کل درآمد

ج: سودآوری: نسبت سود خالص(پس از کسر مالیات) بر حقوق صاحبان سهام

متغیر کنترلی:

اندازه شرکت: لگاریتم مجموع داراییها

روش تحقیق:

بر اساس پژوهش قاش برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی خطی چند متغیره شماره ۱ و برای آزمون فرضیه دوم یک مدل نمایی تدوین شده شماره ۲ که جواب به دست آمد در رگرسیون فرضیه اول قرار می‌گیرد. تحقیق از نوع همبستگی و به شکل مقطعی است. برای تحلیل کلیت الگوی رگرسیونی از آماره f و برای معنا داری ضرایب پارامترهای الگوی رگرسیونی از

---

[4] . Ghosh
[5] . Naceur and Goaied
[6] . Dhalyval and Zhnly

آماره t استفاده می‌شود. برای بررسی و آزمون فرضیه ها و تجزیه تحلیل نهایی با استفاده از تحلیل رگرسیونی و آزمون فیشر و با استفاده از نرم افزار SPPS انجام می‌شود. (۱)

$$MBVR_{j,t}= \alpha + \beta_1 Leverage_{t-1} + \beta_2 (Leverage_{t-1})^{\wedge 2} + \beta_3 Pay - Out_{t-1} + \beta_4 ROE_{t-1} + \beta_5 (ROE_{t-1})^{\wedge 2} + \beta_6 Log(ASSET_{t-1}) + \varepsilon_{j,t}$$

MBVR = ارزش جاری شرکت: نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

LEVERAGE = اهرم مالی: نسبت کل بدهی بلند مدت به کل حقوق صاحبان سهام

PAY _OUT = پرداخت سود: نسبت سود تقسیمی به کل درآمد

ROE = سودآوری: نسبت سود خالص(پس از کسر مالیات) بر حقوق صاحبان سهام

LOG(ASSET) = اندازه شرکت: لگاریتم مجموع داراییها

پس از تجزیه تحلیل داده ها با استفاده از مدل رگرسیونی(۱)، چون ارزش آتی شرکت مورد توجه است. تأثیر متغیرهای فوق بر ارزش شرکت را نمی‌توان دقیق اندازه‌گیری کرد. بنابراین از مدل لگاریتمی زیر استفاده می شود تا کاهش و افزایش ارزش شرکت محاسبه شود. (۲)

$$Prob(Y_{j,t}= 1 \mid X_{j,t}) = e^{\alpha+\alpha_t + x_{j,t}\beta + \varepsilon_{j,t}} / 1+e^{\alpha+\alpha_t+x_{j,t}\beta+ \varepsilon_{j,t}}$$

Y = ارزش آتی شرکت: اگر نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتربزرگتر از ۱ باشد، ۱قرار می‌دهیم، در غیر این صورت صفرقرار داده می‌شود.

۴. دوره زمانی تحقیق، جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های غیرمالی تولیدی پذیرفته شده درسازمان بورس اوراق بهادارتهران از سال ۱۳۸۶تا پایان سال مالی۱۳۹۱هجری شمسی به تعداد ۹۶ شرکت می‌باشد. نمونه‌های مورد مطالعه در این تحقیق با استفاده از روش غربال-گیری و با توجه به معیارهای زیر انتخاب می‌گردد:

۱- شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۵ عضو بورس بوده و برای دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۲ صورت های مالی تهیه و به بورس ارائه نموده باشد و اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش را دارا باشند.

۲- در طول دوره مورد نظر، سهام آنها به طور فعال در بورس معامله شده باشد.

۳- به منظور افزایش قابلیت مقایسه شرکت های مورد بررسی، دوره مالی آنها باید منتهی به۲۹ اسفند ماه باشد و در دوره مورد مطالعه تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۴- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک ها و بیمه‌ها به دلیل متفاوت بودن عملکرد آنها، نباشند، جزء شرکت‌های تولیدی باشد.

۵- شرکت‌ها طی سالهای۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

۶- نبایستی معاملات آنها بیش از ۳ ماه دچار وقفه شده باشد.

قلمرو زمانی پژوهش حاضر به دلیل نیاز به داده های سال t-۱ به سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ تقلیل یافته است.

۵. یافته های پژوهش

۵-۱ آمارتوصیفی

جدول۱: آمار توصیفی برای کل مشاهدات

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
Y	۵۷۶	۰/۷۰۳۱	۱	۱	۰/۰۰	۰/۴۵۷
MVBR	۵۷۶	۱/۸۲	۱/۵۱	۵۷/۶۱	-۵۱/۷۹	۳/۴۸
LEVERAGE	۵۷۶	۱/۶۹	۰/۹۹	۲/۸۴	۰/۰۲	۲/۴۸
$LEVERAGE^2$	۵۷۶	۹/۰۵	۰/۹۹	۴/۲۴	۰/۰۰	۶۸/۵۹
PAY-OUT	۵۷۶	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۱۲	۰/۰۶	۰/۰۰	۰/۰۰۶۲۱
ROE	۵۷۶	۰/۱۶	۰/۱۷	۰/۹۳	-۱/۷۷	۰/۲۱۴۵
ROE^2	۵۷۶	۰/۰۷۲	۰/۰۳۱	۳/۱۲	۰/۰۰	۰/۱۹
LOG-ASSET	۵۷۶	۱۳/۶۰	۱۳/۴۰	۱۹/۶۲	۹/۸۸	۱/۴۲

۵- ۲ آزمون مفروضات رگرسیون

الف) نرمال بودن متغیرها (آزمون کلموگروف اسمیرنوف)

جهت آزمون نرمال بودن متغیرها از آزمون کلموگروف - اسمیرنوف[7] استفاده شده است. در این آزمون هرگاه سطح معناداری بیشتر از ۵ % باشد فرض صفر با اطمینان ۹۵ % می‌توان نرمال بودن باقیمانده ها را تأیید کرد.

سطح معناداری برای ارزش جاری شرکت در مدل ۵۷/و برای ارزش آتی شرکت ۴۵/ می‌باشد و بیشتر از 5% است(sig> 05.یا p-value) بنابراین فرض صفریعنی نرمال بودن باقیمانده متغیرها دارای توزیع نرمال می‌باشد.

ب) ضریب همبستگی پیرسون:

در جدول۲ اگرضریب همبستگی بین دو متغیر مثبت باشد بیانگر رابطه مستقیم بین آنهاست که اگر یکی از متغیرها افزایش(کاهش) یابد، دیگری نیز افزایش(کاهش) می‌یابد. اگر ضریب همبستگی بین دو متغیر منفی باشد بیانگر رابطه معکوس

بین آنهاست که اگر یک متغیر افزایش یابد متغیر دیگر کاهش می‌یابد. اگرضریب همبستگی برابر ۰ باشد نشان دهنده این است که بین دو متغیر رابطه خطی وجود ندارد.

7. Kolmogorov Asmrynvf

جدول۲: ضریب همبستگی پیرسون

Correlations									
		Y	MVBR	LEVERAGE	LEVERAGE2	PAYOUT	ROE	ROE2	LOGASSET
Y	Pearson Correlation	1	.286**	-.321**	-.057	.214**	.074	-.205**	-.050
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.168	.000	.076	.000	.228
MVBR	Pearson Correlation	.286**	1	-.124**	-.030	.089*	.008	-.091*	-.020
	Sig. (2-tailed)	.000		.003	.471	.033	.840	.029	.640
LEVERAGE	Pearson Correlation	-.321**	-.124**	1	.805**	-.197**	-.228**	.324**	.181**
	Sig. (2-tailed)	.000	.003		.000	.000	.000	.000	.000
LEVERAGE2	Pearson Correlation	-.057	-.030	.805**	1	-.055	-.067	.121**	.188**
	Sig. (2-tailed)	.168	.471	.000		.184	.108	.004	.000
PAYOUT	Pearson Correlation	.214**	.089*	-.197**	-.055	1	.138**	-.031	-.429**
	Sig. (2-tailed)	.000	.033	.000	.184		.001	.453	.000
ROE	Pearson Correlation	.074	.008	-.228**	-.067	.138**	1	-.510**	.115**
	Sig. (2-tailed)	.076	.840	.000	.108	.001		.000	.006
ROE2	Pearson Correlation	-.205**	-.091*	.324**	.121**	-.031	-.510**	1	-.002
	Sig. (2-tailed)	.000	.029	.000	.004	.453	.000		.954
LOGASSET	Pearson Correlation	-.050	-.020	.181**	.188**	-.429**	.115**	-.002	1
	Sig. (2-tailed)	.228	.640	.000	.000	.000	.006	.954	

علامت ۲ ستاره(**) در جدول (۲) معناداری در سطح خطای ۱٪ را نشان می‌دهد.
علامت تک(*)در جدول (۲) معناداری در سطح خطای ۵٪ را نشان می‌دهد.

آزمون فرضیه های پژوهش و نتایج آن

فرضیه (۱) : بین سیاست تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی با ارزش جاری شرکت رابطه وجود دارد.

$$MBVR_{j,t}= \alpha + \beta_1 Leverage_{t-1} + \beta_2 (Leverage_{t-1})^{\wedge 2} + \beta_3 Pay - Out_{t-1} + \beta_4 ROE_{t-1} + \beta_5 (ROE_{t-1})^{\wedge 2} + \beta_6 Log(ASSET_{t-1}) + \varepsilon_{j,t}$$

$H_0: \Theta_5 = 0$ سیاست تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی بر ارزش جاری شرکت تأثیر ندارد
$H_1: \Theta_5 \neq 0$ سیاست تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی بر ارزش جاری شرکت تأثیر دارد

با توجه به جدول ۳ ضریب تعیین این الگو برابر ۰/۳۸ می باشد که متغیرهای مستقل تحقیق قادر هستند ۳۸٪ رابطه با متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره دوربین واتسون عدد ۱/۹۰ را نشان می‌دهد از آنجا که این عدد بین(۱/۵و ۲/۵)، است نشان دهنده استقلال خطاها از یکدیگر است و نشان می‌دهد که امکان استفاده از رگرسیون برای آزمون فرضیه فوق وجود داشته، نتایج به دست آمده معتبراست. برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده می‌گردد، با توجه به آماره F محاسبه شده در جدول۳ (p-value =۰/۰۰۱) می‌باشد که در سطح خطای α =۰/۰۵ است، چون (۰/۰۰۱ < ۰/۰۵) است، که نشان دهنده این است که کل مدل رگرسیون معنا دار بوده است. برای بررسی نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۱ مربوط به آماره t در سطح خطای α =۰/۰۵ استفاده می‌شود. همان طور که در جدول۳ آمده است، P-VALUE ضریب **LEVERAGE** برابر است با ۰/۰۰۲ و ضریب $\mathbf{LEVERAGE^2}$ برابر است با ۰/۰۲۱که در سطح خطای مشخص شده، چون(۰/۰۵ > ۰/۰۰۱، ۰/۰۲۱) است، بنابراین دو متغیر مستقل اهرم مالی بر ارزش جاری شرکت تأثیر گذار بوده، بین این دو متغیر رابطه معناداری وجود دارد، ولی سه متغیر مستقل دیگر با ضریب ۰/۱۲، ۰/۰۷، ۰/۱۴، که بزرگتر از سطح خطای آلفا ۰/۰۵ می‌باشد. لذا این سه متغیر با ارزش جاری رابطه معنادار ندارند

در جدول ۳ متغیر کنترلی که به همراه ۵ متغیر مستقل وارد مدل شده‌اند، با ضریب ۰/۴۵ می‌باشد. که از۵٪ بزرگتر می-باشد و رابطه معنا داری با ارزش جاری شرکت ندارد.

جدول ۳: بین سیاست تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی با ارزش جاری شرکت رابطه وجود دارد.

متغیر وابسته: ارزش جاری MBVR				
تعداد مشاهده برا هر متغیر۷۶۶				
متغیرها	**ضریب**	**آماره تی استیودنت**	معناداری	**وضعیت متغیرهای فرضیه**
عرض از مبداء	۱/۳۴	۰/۸۳۰	۰/۴۰۷	-
LEVERAGE	-۰/۳۵۰	-۳/۱۹۰	۰/۰۰۲	تأیید
$LEVERAGE^2$	۰/۰۰۹	۲/۳۲	۰/۰۲۱	تأیید
PAY-OUT	۴۱/۷۲	۱/۵۴	۰/۱۲	عدم تأیید
ROE	-۱/۴۴	-۱/۷۹	۰/۰۷	عدم تأیید
ROE^2	-۱/۳۳	-۱/۴۵	۰/۱۴	عدم تأیید
LOG-ASSET	۰/۰۸	۰/۷۴	۰/۴۵	عدم تأیید
آماره فیشر	۳/۷۱۴	**معناداری**	۰/۰۰۱	
ضریب تعیین	۰/۳۸	**ضریب‌تعیین تعدیل شده**	۰/۲۸	
آماره دوربین واتسون	۱/۹۰			
معناداری در سطح خطای ۵٪				

فرضیه (۲) : بین سیاست تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی با ارزش آتی شرکت رابطه وجود دارد.

$$Y= \alpha + \beta_1 Leverage_{t-1} + \beta_2 (Leverage_{t-1})^{\wedge 2} + \beta_3 Pay - Out_{t-1} + \beta_4 ROE_{t-1} + \beta_5 (ROE_{t-1})^{\wedge 2} + \beta_6 Log(ASSET_{t-1}) + \varepsilon_{j,t}$$

$H_0: \Theta_5 = 0$ سیاست تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی بر ارزش آتی شرکت تأثیر ندارد

$H_1: \Theta_5 \neq 0$ سیاست تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی بر ارزش آتی شرکت تأثیر دارد

با توجه به جدول ۴ ضریب تعیین این الگو برابر ۰/۲۴ می باشد که متغیرهای مستقل تحقیق قادر هستند ۲۴٪ رابطه با متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره دوربین واتسون عدد ۱/۵۱ را نشان می‌دهد از آنجا که این عدد بین(۱/۵و ۲/۵)، است نشان دهنده استقلال خطاها از یکدیگر است و نشان می‌دهد که امکان استفاده از رگرسیون برای آزمون فرضیه فوق وجود داشته، نتایج به دست آمده معتبراست. برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده می‌گردد، با توجه به آماره F محاسبه شده در جدول۴ (p-value =۰/۰۰۰) می‌باشد که در سطح خطای α =۰/۰۵ است، چون (۰/۰۵ > ۰/۰۰۰) است، که نشان دهنده این است که کل مدل رگرسیون معنا دار بوده است. برای بررسی نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۲ مربوط به آماره t در سطح خطای α =۰/۰۵ استفاده می‌شود. همان طور که در جدول۴ آمده است، P-VALUE ضریب **LEVERAGE** ،

$LEVERAGE^2$، PAY-OUT ، ROE ، ROE^2، که هر پنج متغیر کوچکتر از سطح خطای آلفا ۵٪ می‌باشد بنابراین فرضیه H_0 پذیرفته نمی‌شود. بنابراین پنج متغیر مستقل بر ارزش آتی شرکت تأثیر گذار بوده، و فرضیه مورد تأیید قرار می‌گیرد.

در جدول ۴ متغیر کنترلی که به همراه ۵ متغیر مستقل وارد مدل شده‌اند، با ضریب ۰/۱۷ می‌باشد. که از۵٪ بزرگتر می‌باشد و رابطه معنا داری با ارزش آتی شرکت ندارد.

جدول ۴: بین سیاست تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی با ارزش آتی شرکت رابطه وجود دارد.

متغیر وابسته: ارزش آتی: Y				
تعداد مشاهده برا هر متغیر۷۶۶				
متغیرها	**ضریب**	**آماره تی استیودنت**	**معناداری**	**وضعیت متغیرهای فرضیه**
عرض از مبداء	۰/۶۷	۳/۵۸	۰/۰۰۰	-
LEVERAGE	-۰/۱۳۴	-۱۰/۴۷	۰/۰۰۰	تأیید
$LEVERAGE^2$	۰/۰۰۴	۸/۰۷	۰/۰۰۰	تأیید
PAY-OUT	۱۰/۲۷	۳/۲۵	۰/۰۰۱	تأیید
ROE	-۰/۲۸	-۲/۹۸	۰/۰۰۳	تأیید
ROE^2	-۰/۲۲۷	-۲/۱۲	۰/۰۳۴	تأیید
LOG-ASSET	۰/۰۱۸	۱/۳۴	۰/۱۷	عدم تأیید
آماره فیشر	۳۰/۷۰۱	**معناداری**	۰/۰۰۰	
ضریب تعیین	۰/۲۴	**ضریب‌تعیین تعدیل شده**	۰/۲۳	
آماره دوربین واتسون	۱/۵۱			
معناداری در سطح خطای ۵٪				

۶. نتیجه گیری و بحث

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که متغیر اهرم مالی با ارزش جاری شرکت رابطه معناداری دارد. این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش (هاشمی واخلاقی) و (ناصر و جوید)، همسو می‌باشد و بر خلاف پژوهش قاش [8] می‌باشد. و متغیرهای سودآوری و تقسیم سود رابطه معناداری با ارزش جاری شرکت ندارد. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه دوم نشن می‌دهد که متغیرهای اهرم مالی، تقسیم سود و سود آوری تأثیر معناداری بر ارزش آتی شرکت دارند و احتمال ارزش شرکت با

بالا رفتن نسبت‌های فوق بیشتر می‌شود. این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش (هاشمی واخلاقی) و (ناصر و جوید)، همسو می‌باشد و در مورد اهرم مالی مطابق با نتایج (ناصر و جوید) نمی‌باشد.

منابع:

[۱] هاشمی، عباس، صادقی، محسن، (۱۳۸۸)، ***رابطه اقلام تعهدی اختیاری با وجه نقد عملیاتی، بازده سهام و کارایی سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای***، فصلنامه حسابداری مالی، سال اول، شماره دوم.

[۲] ثقفی، علی، عرب مازاریزدی، مصطفی، (۱۳۸۹)، ***کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری***، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، زمستان۸۹، ص ۲۰-۱

[۳] جوادی، علیرضا، (۱۳۸۶)، ***بررسی رابطه بین هموارسازی سود و ارزش شرکت***، پایان نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه مازندران.

[4]Vardavaki, A. and Mylonakis, J.(2007). "Emprical Evidence on RetailFirms Equity Valuation Models**",International Reasearch Journal ofFinance and Economics**. Issue7. pp.105-119.

[۵]هاشمی، عباس، اخلاقی، حسنعلی، (۱۳۸۹)، ***تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت***، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۶، تابستان۸۹، ص ۴۹- ۳۸

[۶]علوی، سید علی (۱۳۸۷)، ***بررسی عوامل مؤثربر میزان استفاده از اهرم مالی***، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد نیشابور

[7] مستوری، افسانه، (۱۳۸۴)، ***بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت***، پایان نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی.

[8]Ghosh. S and Ghosh. A(2009). **“ Do Leverage, Dividend Policy andProfitability influence the Future Value of Firm**”. www. ssrn. com.

[9]Naceur. B and Goaied. M (2002), “**The Relationship between DividendPolicy, Financial Structure, Profitability and Firm Value**”, AppliedFinancial Economics, 12(12), 843-49.

[10]- Dhaliwal Dan , Zhenli Olive. (2008). **Earning quality and the market response todividend surprise**. from www.ssrn.com