



بررسی رابطه بین سود سهام و ارزش شرکت: با رویکرد منحنی J شکل

دکتر مهدی فراهانی^۱

ریحانه پرویزیان*^۲

سپیده صالحان^۳

چکیده

در این پژوهش، به بررسی رابطه بین سود سهام و ارزش شرکت (منحنی J شکل) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. این مطالعه از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و بر مبنای هدف از نوع تحقیق‌های بنیادی تجربی است. همچنین، تحقیق حاضر از جهت طبقه‌بندی تحقیق‌ها بر مبنای ماهیت از نوع تحقیق‌های کاربردی است. دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ در نظر گرفته شده است. برای انتخاب نمونه از روش هدفمند نمونه‌گیری برگزیده طی فرآیندی قضاوتی بهره‌گیری شد. برای آزمون فرضیه‌های این تحقیق و تعیین ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته نیز از الگوهای اقتصادسنجی استفاده شد و فرضیه‌های مربوطه از روش رگرسیون چند متغیره پانل مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان داد که جریان وجوه نقد آزاد با ارزش شرکت، ارتباط مثبت و معناداری دارد. سود تقسیمی با ارزش شرکت ارتباط منفی و معناداری دارد. سود تقسیمی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و ارزش شرکت تأثیرگذار است و باعث کاهش رابطه مثبت بین جریان نقد آزاد و ارزش شرکت می‌گردد همچنین، رابطه بین سود سهام و ارزش شرکت در طول زمان متغیر است.

واژه‌های کلیدی: سود سهام، ارزش شرکت، جریان نقد آزاد، منحنی J شکل.

طبقه‌بندی JEL: G17، G25 و J25.

۱. استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران غرب، تهران، ایران (نویسنده مسئول): Farahani144@gmail.com
۲. دانش آموخته کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، تهران، ایران؛ re.parvizian@gmail.com
۳. دانشجوی مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران غرب، تهران، ایران؛ Sepidehsalehan83@gmail.com

مقدمه

یکی از مسائل اصلی در امور مالی شرکت‌ها این است که آیا بین سود سهام و ارزش شرکت رابطه‌ای وجود دارد یا خیر. میلر و مودیلیانی^۱ (۱۹۶۱) معتقدند که در بازارهای اصطکاک‌ی، سیاست‌های تقسیم سود سهام برای سهام‌داران ارزشی بیش از سرمایه‌گذاری ایجاد نمی‌کند. با این حال، اصطکاک‌هایی مانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی جریان نقدی آزاد، می‌توانند اندازه و زمان سود سهام را با ارزش شرکت مرتبط کنند. به‌عنوان مثال، مودیلیانی معتقد است که شرکت‌ها ۱۰۰ درصد از جریان نقدی آزاد خود را در هر دوره نقدی می‌پردازند، بنابراین اگر این فرض برای نگهداشت وجه نقد تعدیل شود، سیاست پولی ممکن است مهم باشد. در میان مطالعات تجربی موجود، فاما و فرنچ^۲ (۱۹۹۸) و پینکویتز و همکاران^۳ (۲۰۰۶) معتقدند که ارزش شرکت ارتباط مثبتی با اندازه سود سهام دارد، اما این دو مطالعه این یافته را به‌صورت متفاوتی تفسیر می‌کنند. فاما و فرنچ (۱۹۹۸) معتقدند که این رابطه مثبت بوجود می‌آید چون سود سهام، اطلاعاتی را در مورد چشم‌اندازهای تجاری آینده ارائه می‌کند که از طریق متغیرهای کنترل نادیده گرفته شده است، در حالی که پینکویتز و همکاران (۲۰۰۶) نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران ارزش‌های بالایی را به شرکت‌هایی اختصاص می‌دهند که هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد را از طریق پرداخت سود سهام کاهش می‌دهند. از سوی دیگر، بیکر و ورگلر^۴ (۲۰۰۴) رابطه پایداری بین سود سهام و ارزش شرکت نمی‌بینند. آنها معتقدند که رابطه بین سود سهام و ارزش شرکت می‌تواند مثبت یا منفی باشد. لذا این مقاله به‌منظور کسب شواهد جامع در این خصوص به بررسی تأثیر سود سهام بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

مبانی نظری

امروزه شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از جمله کارآمدترین، مؤثرترین و اقتصادی‌ترین بنگاه‌های اقتصادی هر کشوری محسوب می‌شوند. اگر چه این واحدها از نظر تعداد نسبت به سایر بنگاه‌های اقتصادی محدود می‌باشند، ولی از لحاظ منبع سرمایه، حجم فروش و سایر منابع اقتصادی دارای اهمیت فراوانی هستند. ارائه سهام این شرکت‌ها از طریق بورس اوراق بهادار این امکان را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد که از طریق خرید سهام این شرکت‌ها که بخشی به‌منظور

-
1. Miller & Modigliani
 2. Fama & French
 3. Pinkowitz et al
 4. Baker & Wurgler

بهره‌مندی از سود نقدی سهام است، اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند، برای اعتباردهندگان نیز میزان سود نقدی سهام در این شرکت‌ها می‌تواند به‌عنوان نشانه‌ای از وضعیت مالی این شرکت‌ها برای اتخاذ تصمیمات اعتباری مورد استفاده قرار گیرد. سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به جریان‌های نقدی مستمر علاقه بیشتری دارند و خواهان کسب اطمینان از دریافت مبالغ مشخص در زمان‌های تعیین شده هستند. لازمه پرداخت مستمر سود، توسعه، بهبود عملیات و انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید است، انجام این سرمایه‌گذاری‌ها از محل کاهش سود نقدی سهام، وجوه نقد قابل پرداخت به سهام‌داران فعلی را در زمان حال کاهش خواهد داد ولی در مقابل باعث افزایش وجوه در دسترس برای پرداخت سود سهام در آینده خواهد شد. دلیل این افزایش، کاهش بازده پرداختی برای منابع تامین شده از خارج و نیز منافع حاصل از این سرمایه‌گذاری‌ها است. از سوی دیگر شرکت‌ها می‌توانند با وجود کاهش قدرت سودآوری خود با ثابت نگاه داشتن سطح سود پرداختی خود و یا حتی افزایش آن، که می‌تواند ناشی از فروش دارایی‌ها و یا ایجاد بدهی‌های جدید باشد، موجب جلب توجه سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان شوند. البته بایستی به این نکته نیز توجه داشت که افزایش سود نقدی سهام یا کاهش آن به‌سادگی می‌تواند ناشی از عملکرد شرکت و بنابراین نشانه‌ای از موقعیت مالی شرکت باشد.

در تحقیقات پیشین حسابداری در حوزه ارزش‌گذاری سهام با استفاده از متغیرهای حسابداری رابطه بین ارزش بازار شرکت و متغیرهای حسابداری همچون سود سهام، به‌صورت یک رابطه خطی در نظر گرفته شده است. با این حال، شواهد تجربی اخیر چندان موید وجود رابطه خطی نیستند، بلکه بر وجود رابطه غیرخطی تاکید دارند. قش^۱ (۲۰۱۷) به بررسی رابطه سود سهام و ارزش شرکت در کشور هند پرداختند. این پژوهش نشان می‌دهد که یک رابطه غیرخطی بین سود سهام و احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت وجود دارد. احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت با افزایش سود سهام به‌طور تصاعدی کاهش پیدا می‌کند، به‌طوری که با افزایش در پرداخت سود سهام و سودآوری شرکت، احتمال افزایش ارزش شرکت افزایش پیدا می‌کند. نتایج به دست آمده از پژوهش کیم و پارک^۲ (۲۰۱۶) بیانگر آن است که رابطه سود نقدی پرداختی و ارزش شرکت دارای شکل J است. در پژوهش آن‌ها، نسبت کیوتوبین^۳ (به‌عنوان نماینده‌ای از ارزش شرکت‌ها) طی دوره ۱۹۶۲ تا ۲۰۱۰ محاسبه شده و شرکت‌ها بر مبنای سود نقدی به شش دسته تقسیم شده‌اند. هرچند رگرسیون تعدیل‌شده فاما و فرنچ ویژگی‌های مربوط به ارزش شرکت در رابطه J شکل را کنترل می‌کند، سؤال این است که آیا رابطه J شکل، صرف‌نظر از سود نقدی،

1. Ghosh

2. Kim & Park

3. Tobin's Q ratio

ناشی از ویژگی‌های شرکت است یا خیر؟ برای مثال، شرکت‌هایی که سود نقدی پرداخت نمی‌کنند عموماً تحت عنوان شرکت‌های رشدی شناخته می‌شوند و می‌توان ادعا کرد که به دلیل اینکه این شرکت‌ها رشدی هستند، دارای پرمیوم بیشتری نسبت به شرکت‌های با سود نقدی کم هستند. ناصر و جوید^۱ (۲۰۰۲) به ارتباط بین سیاست تقسیم سود، ساختار سرمایه، سودآوری و ارزش شرکت در کشور تونس پرداختند. خلاصه یافته‌های اصلی پژوهش حاکی از این است که سودآوری و نسبت اهرم تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارند، درحالی‌که پرداخت سود سهام تأثیر معکوس بر ارزش شرکت دارد. با توجه به مطالب ذکر شده می‌توان بیان نمود که استفاده از روابط خطی در ارزش‌گذاری سهام، نتایج چندان صحیحی در بر نخواهد داشت و نتایج تحقیقاتی که رابطه مذکور را خطی فرض کرده‌اند، چندان قابل اتکا نیست. یکی از عواملی که باعث ایجاد رابطه غیرخطی بین ارزش شرکت و متغیرهای حسابداری می‌شود، رشد شرکت است. وجود فرصت‌های رشد، موجب ایجاد ارزش برای یک شرکت می‌شود، درحالی‌که در مدل‌های خطی، این موضوع نادیده گرفته شده است. با توجه به این که خطی یا غیرخطی فرض نمودن روابط بین ارزش بازار سهام و متغیرهای حسابداری، تأثیر زیادی روی نتایج ارزش‌گذاری سهام دارد و در تحقیقات داخلی به این موضوع توجه چندانی نشده است، لذا این مقاله به دنبال پاسخ به این پرسش است که سود سهام بر ارزش شرکت چه تأثیری دارد؟ همچنین، رابطه بین سود سهام و ارزش شرکت خطی است یا غیرخطی؟

مروری بر پیشینه تحقیق

در این رابطه پژوهش‌هایی در خارج از کشور صورت پذیرفته است که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌گردد:

مطالعات داخلی

از جمله پژوهش‌هایی که در داخل کشور صورت پذیرفته می‌توان به موارد زیر اشاره نمود: هکی و همکاران (۱۴۰۲)، در پژوهش خود بیان داشتند که اگر شرکت در کسب منابع برای رفع نیازهایش توانایی کافی نداشته باشد، دچار درماندگی مالی می‌شود. شرکت‌ها در مواجهه با درماندگی مالی، سود حسابداری را به‌عنوان یکی از ارقام ارزیابی عملکرد، دستکاری می‌نمایند. در این شرایط، مدیریت با دستکاری حساب‌ها به مدیریت سود اقدام می‌نماید که هدف آن، دادن اطلاعات و اخبار خوب به بازار

سرمایه است تا بدین وسیله از کاهش ارزش شرکت جلوگیری نماید. از این رو ایشان در پژوهش خود به تحلیل اثرات انواع جریان وجوه نقد و سهام‌داران کنترلی بر ارتباط مدیریت سود و عملکرد مالی جهت پیش‌بینی ورشکستگی مالی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، پرداخته‌اند. برای این منظور از داده‌های ۱۲۸ شرکت منتخب طی دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ استفاده نموده‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که متغیر مدیریت سود اثرات مثبت و متغیرهای عملکرد، سهام‌داران کنترلی، جریان نقدی سرمایه‌ای، جریان نقدی حقوق صاحبان سهام و جریان نقدی عملیاتی آزاد، اثر منفی بر معیارهای ورشکستگی شرکت‌ها داشته است.

تحریری و همکاران (۱۳۹۸)، در تحقیق خود به بررسی رابطه غیرخطی بین ساختار سرمایه و اندازه شرکت با سودآوری و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه هفت ساله بین سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۶ پرداخته‌اند. ایشان جهت تحلیل داده‌ها از رگرسیون غیرخطی استفاده نموده‌اند. نتایج پژوهش ایشان نشان می‌دهد که بین شرکت با سودآوری و تقسیم سود، رابطه معنادار غیرخطی وجود دارد. همچنین، از دیگر نتایج پژوهش آن‌ها می‌توان به وجود رابطه غیرخطی بین ساختار سرمایه با سودآوری و تقسیم سود اشاره نمود.

راشکی قلعه‌نو و پورمحمدی (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر نسبت‌های سودآوری با ساختار سرمایه، شاخص ریسک سیستماتیک و بازده سالانه سهام کلیه شرکت‌های قند و شکر پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۷ ساله پرداختند. نتایج کلی حاصل از این تحقیق، بدین ترتیب است که رابطه مستقیمی میان نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و حاشیه سود و سود هر سهم، با بازده سالانه وجود دارد. افزون بر آن، رابطه مستقیمی میان حاشیه سود و سود تقسیمی و رابطه‌ای منفی میان حاشیه سود و سود هر سهم، به‌دست آمده است. همچنین، میان نرخ بازده دارایی حاشیه سود با ساختار سرمایه نیز، رابطه‌ای منفی برقرار است. برای سایر موارد، فرضیه‌ها رد شده‌اند و همبستگی میان متغیرهای این فرضیات وجود نداشته است.

صالح‌نژاد و غبور (۱۳۸۹) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی اخبار و اطلاعات حاصل از گزارشگری‌های مالی شرکت‌ها در قالب نسبت‌های مالی و میزان تأثیر این نسبت‌ها بر قیمت سهام شرکت‌ها پرداختند. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از الگوهای رگرسیون چندمتغیره و مدل متغیرهای تأخیری در دو سطح کلی و تفکیکی شرکت‌ها در صنایع مختلف، آزمون شده‌اند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که در سطح کل شرکت‌ها، نسبت‌های نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق

صاحبان سهام بر قیمت سهام مؤثر هستند ولی اهرم مالی تأثیر معناداری بر قیمت سهام شرکت‌ها ندارد. در سطح تفکیکی صنایع، نتایج تأثیر نسبت‌های مالی بر قیمت سهام در هر صنعت با صنایع دیگر متفاوت است و بیانگر استقلال صنایع از یکدیگر است.

ایزدینیا و رحیمی دستجردی (۱۳۸۸) در پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و سود هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و سود هر سهم پرداختند. در این پژوهش نسبت‌های بدهی‌ها به دارایی‌ها و بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام، به‌عنوان متغیرهای مستقل و نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم به‌عنوان متغیرهای وابسته مورد بررسی قرار گرفت. روش آماری در این تحقیق، روش تحلیل همبستگی از طریق رگرسیون بوده است و نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که بین تغییرات نرخ بازده سهام و تغییرات نسبت بدهی به دارایی و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، هیچ‌گونه ارتباط معناداری وجود ندارد.

خسروی‌نیا (۱۳۸۸) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین ساختار سرمایه با ارزش شرکت، به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بطور کلی یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد رابطه معنادار بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت وجود دارد.

مطالعات بین‌المللی

کیم و همکاران^۱ (۲۰۱۸) در تحقیق خود به وجود رابطه J شکل بین سود تقسیمی و ارزش شرکت پی بردند. در واقع آن‌ها با بررسی ۴۱۱۸ شرکت بین سال‌های ۱۹۶۲ و ۲۰۱۰ به این نتیجه رسیدند که رابطه بین سود سهام و ارزش شرکت متغیر است.

آلمیدا و همکاران^۲ (۲۰۱۷)، از ارتباط سود تقسیمی با تغییرات سود آتی برای توسعه آزمونی جدید برای بررسی اثر محدودیت‌های مالی لنسینگ و دیگران (۲۰۰۳) اثر گروه‌های تجاری را بر رفتار شرکت‌ها در کشور هند بررسی نمودند. آن‌ها با استفاده از داده‌های ۶۹۴ شرکت هندی در طی دوره زمانی ۱۹۹۷-۱۹۸۹ شواهدی بدست آوردند که افزایش سود تقسیمی ارتباط مثبتی با تغییرات سود آتی دارد.

دانگ و همکاران^۳ (۲۰۱۷) با استفاده از داده‌های ترکیبی شرکت‌های انگلستان در دوره زمانی ۲۰۰۸-۲۰۱۵ پژوهشی را با عنوان «ارتباط سود تقسیمی و نوسانات سود» انجام دادند. آن‌ها با استفاده از متغیرهایی

1. Kim et al

2. Almeyda et al

3. Dang et al

از قبیل، سود تقسیمی، نوسانات سود، تغییرات سود عدم تعادل مالی، فرصت‌های رشد، سرمایه‌گذاری، سودآوری، اندازه شرکت و نوسان درآمد که به‌طور بالقوه بر نوسانات آتی سود شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، به این نتایج دست یافتند که تغییرات سود آتی، نوسانات سود جاری را کاهش می‌دهد و این ارتباط متأثر از افزایش سود تقسیمی می‌باشد. همچنین آنها نشان دادند که شرکت‌ها با فرصت‌های رشد بالاتر، سودآوری بیشتر و اندازه کوچکتر، نوسانات سود بیشتری دارند.

جان و همکاران^۱ (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «سود تقسیمی و نوسانات سود آتی» مجموعه جامعی از ویژگی‌های شرکت و صنعت مؤثر بر نوسانات سود آتی را مورد بررسی قرار دادند. آنها با بررسی داده‌های مربوط به دوره زمانی ۲۰۰۷-۲۰۱۴ به این نتایج دست یافتند که افزایش سود تقسیمی، ارتباط معکوسی با تغییرات نوسانات سود دارد و همچنین این ارتباط معکوس با تغییرات نوسانات سود آتی در شرکت‌های با نوسانات سود جاری بیشتر است.

آنتونی و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت در کشور فرانسه برای دوره زمانی ۲۰۰۵-۲۰۱۴ پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن بود که حاکمیت شرکتی شرکت‌ها و ارزش شرکت رابطه مثبت دارند و شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی قوی‌تری هستند، نسبت به شرکت‌های ضعیف، از ارزش بالاتری برخوردارند.

جان و همکاران^۲ (۲۰۲۰) با استفاده از داده‌های سهام مربوط به ۲۷ بازار نوظهور، رقابت بازار محصول و تأثیر آن بر ارزش شرکت در بازارهای نوظهور را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها که از معیارهای هریشمن-هرفیندال^۳ و لرنر^۴ به عنوان رقابت بازار محصول استفاده کرده بودند، دریافتند که رقابت بازار محصول در کشورهای نوظهور به طور مستقیم با ارزش شرکت در ارتباط است. آن‌ها نشان دادند که این نتایج حتی پس از کنترل عواملی نظیر بتا بازار، در هر دو نوع تحلیل مقطعی و سری زمانی به قوت خود باقی است. چن^۵ (۲۰۱۶) ترکیب هفت معیار حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را مورد بررسی قرار داد و نشان داد که ابعاد مختلف حاکمیت شرکتی یک عامل مهم در تعیین ارزش شرکت محسوب می‌شود.

کیم و ژانگ^۶ (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «رابطه بین سودآوری و ارزش شرکت» به بررسی رابطه بین ابعاد مختلف کیفیت سود و ارزش شرکت در کشور آمریکا پرداختند. آن‌ها در این مطالعه برای

1. John et al

2. Jun et al

3. Herfindahl – Hirschman

4. Lerner

5. Chen

6. Kim & Zhang

اندازه‌گیری کیفیت سود از چهار معیار (کیفیت ارقام تعهدی، پایداری سود، قدرت پیش‌بینی‌کنندگی سود و سود محافظه‌کارانه) و برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از معیار کیوتوبین استفاده کردند. نتایج بررسی داده‌های مربوط به ۴۰ سال شرکت طی دوره زمانی ۱۹۷۴ تا ۲۰۱۳ با استفاده از روش رگرسیون خطی چند متغیره و مدل داده‌های ترکیبی، حاکی از آن است که کیفیت سود انگیزه‌های مدیران را برای بیش‌نمایی عملکرد و عدم افشای اخبار بد محدود کرده و از این رو ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. همچنین، محققین با استفاده از هزینه‌های تحقیق و توسعه، وضعیت بازار محصولات شرکت و درصد پوشش تحلیلگران به‌عنوان متغیرهای مؤثر بر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، اثبات کردند که در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی، توانایی کیفیت سود جهت افزایش ارزش شرکت بیشتر است.

لو و هنریچ^۱ (۲۰۱۶) در پژوهشی پیمایشی، به مطالعه رابطه بین کارایی اقتصادی و ارزش شرکت پرداختند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌هایی که از سطح کارایی بالاتری برخوردارند، ارزش شرکت بالاتری دارند و نقدشوندگی سهام این شرکت‌ها در مقایسه با سایر شرکت‌ها بیشتر است.

هانلون و همکاران^۲ (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان «آیا سودهای تقسیمی حاوی اطلاعات درباره سودهای آتی هستند؟» یک نمونه انتخابی از شرکت‌های بورس اوراق بهادار نیویورک طی سال‌های ۱۹۷۰ الی ۲۰۰۴ که شامل ۸۸۳۱۲ مشاهده شرکت می‌شد را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات حاکی از تأیید شدن هر دو فرضیه بود. به‌گونه‌ای که بازار پرداخت سود و همچنین میزان سود پرداختی را به‌عنوان یک علامت از سود آتی دریافت نموده و نسبت به آن واکنش نشان می‌دهد.

اجنیک و همکاران (۲۰۱۹) پژوهشی را تحت عنوان «عوامل تأثیرگذار بر ارزش شرکت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیجریه، در فاصله سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۱۷» مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش، عوامل فرصت‌های رشد، سودآوری، اندازه، سررسید بدهی و اهرم به‌عنوان عوامل تأثیرگذار بر ارزش شرکت، مورد بررسی قرار گرفت. آن‌ها در پژوهش خود از داده‌های پانل و روش اثرات ثابت استفاده نمودند. نتایج این پژوهش حاکی از تأثیر مثبت فرصت‌های رشد، سودآوری و اندازه و تأثیر منفی سررسید بدهی و اهرم مالی بر بازده سهام می‌باشد.

1. Lou & Henrich

2. Hanlon et al

روش شناسی پژوهش

روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می باشد. همچنین نوع پژوهش بر مبنای هدف از نوع پژوهش های بنیادی تجربی بوده و از جهت طبقه بندی پژوهش ها بر مبنای ماهیت از نوع پژوهش های کاربردی است. همچنین، اطلاعات مالی مورد نیاز از طریق مراجعه به صورت های مالی حسابرسی شده، یادداشت های توضیحی همراه صورت های مالی، گزارش های بورس اوراق بهادار، گزارش فعالیت هیئت مدیره شرکت ها، صورت جلسات مجمع عمومی شرکت ها، سایت سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی و سامانه جامع اطلاع رسانی ناشران (کدال) و نرم افزار ره آورد نوین گردآوری شده است.

مدل های پژوهش برگرفته از پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۸) است. برای آزمون فرضیه های پژوهش دو مدل ارائه می شود. مدل اول به منظور آزمون فرضیه های اول، دوم و سوم پژوهش بوده و به قرار زیر است:

$$Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIV_{it} + \alpha_2 FCF_{it} + \alpha_3 (DIV_{it} * FCF_{it}) + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 Sales\ Growth_{it} + \alpha_6 CASHHOLD_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۱}$$

مدل دوم به منظور آزمون فرضیه چهارم پژوهش بوده و به قرار زیر است:

$$Q_{it} = \alpha_1 E_{it} + \alpha_2 E^2_{it} + \alpha_3 dE_{it} + \alpha_4 dQ_{it+1} + \alpha_5 dDIV_{it+1} + \alpha_6 dDIV_{it} + \alpha_7 dTA_{it} + \alpha_8 dTA_{it+1} + \alpha_9 I_{it} + \alpha_{10} dI_{it} + \alpha_{11} dI_{it+1} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۲}$$

بطور خلاصه نحوه اندازه گیری متغیرها در جدول ۱ نشان داده شده است:

جدول ۱: نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نوع متغیر	تعریف و نحوه محاسبه
ارزش شرکت	وابسته	جمع ارزش بازاری شرکت و بدهی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها
سود تقسیمی	مستقل	نسبت سود تقسیمی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها
جریان نقد آزاد	مستقل	جریان نقد آزاد، سود عملیاتی منهای مالیات، سرمایه در گردش و مخارج سرمایه‌ای به علاوه استهلاک
سود سهام	مستقل	سود هر سهم ضرب در تعداد سهام منتشر شده تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها
اندازه شرکت	کنترلی	لگاریتم طبیعی فروش شرکت
رشد فروش	کنترلی	نسبت تفاوت فروش سال جاری و فروش سال قبل بر فروش سال قبل
نگهداشت وجه نقد	کنترلی	نسبت سود عملیاتی به ارزش دفتری کل دارایی‌ها
اهرم مالی	کنترلی	نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها
هزینه مالی	کنترلی	نسبت هزینه مالی پرداختی به سود عملیاتی

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ است. لذا به منظور همگنی شرکت‌های مورد بررسی، از طریق روش حذف سیستماتیک، تعداد ۱۰۸ شرکت به عنوان جامعه آماری، جهت بررسی و آزمون فرضیات انتخاب گردیدند.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: جریان وجوه نقد آزاد با ارزش شرکت ارتباط دارد.

فرضیه دوم: سود تقسیمی با ارزش شرکت ارتباط دارد.

فرضیه سوم: سود تقسیمی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و ارزش شرکت تأثیرگذار است.

فرضیه چهارم: رابطه بین سود سهام و ارزش شرکت در طول زمان متغیر است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

در این بخش ابتدا آمار توصیفی که شامل شاخص‌های مرکزی (ماکزیمم، مینیمم، میانگین) و پراکندگی شامل انحراف معیار هستند و در جدول ۲ آمده است، مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرد.

جدول ۲: شاخص آماری متغیرهای پژوهش

مشاهدات	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	متغیرها
۸۶۴	۶/۴۷۶۹	۰/۵۳۸۱	۶۹/۷۰۷۹	۲/۰۰۴۱	۳/۸۸۰۶	ارزش شرکت
۸۶۴	۰/۶۲۶۱	۰/۰۰۰۰	۰/۹۹۲۶	۰/۳۲۶۵	۰/۳۵۴۸	سود تقسیمی
۸۶۴	۰/۱۳۶۱	-۰/۳۴۳۶	۰/۶۴۲۴	۰/۰۹۴۶	۰/۱۱۴۱	جریان نقد آزاد
۸۶۴	۰/۱۳۱۶	-۰/۳۷۰۲	۰/۵۳۷۱	۰/۰۸۸۷	۰/۱۰۹۳	سود سهام
۸۶۴	۱/۴۰۵۷	۱۰/۴۹۱۶	۱۹/۹۱۹۲	۱۴/۱۵۳۵	۱۴/۱۶۴۳	اندازه شرکت
۸۶۴	۰/۴۶۹۴	-۰/۸۲۵۵	۲/۴۹۸۸	۰/۲۰۸۵	۰/۲۷۳۴	رشد فروش
۸۶۴	۰/۰۷۹۶	۰/۰۰۲۱	۰/۴۷۹۱	۰/۰۳۳۲	۰/۰۶۲۹	نگهداشت وجه نقد
۸۶۴	۰/۴۲۲۳	۰/۰۰۱۱	۱/۸۰۲۱	۰/۳۵۶۳	۰/۴۸۵۳	اهرم مالی
۸۶۴	۰/۰۶۹۴	۰/۰۰۰۰	۰/۷۵۷۷	۰/۰۳۲۱	۰/۰۵۵۲	هزینه مالی

با توجه به اطلاعات موجود در جدول ۲، متغیر سود تقسیمی دارای میانگین ۳۵ درصد بوده، به این معنا که به‌طور متوسط، شرکت‌های مورد بررسی، ۳۵ درصد از سود خالص خود را بین سهام‌داران تقسیم نموده‌اند. متغیر سود سهام دارای میانگین ۱۰ درصد بوده، به این معناست که به‌طور متوسط، سود سهام در شرکت‌های مورد بررسی، ۱۰ درصد از ارزش دفتری دارایی‌ها می‌باشد. متغیر رشد فروش دارای میانگین ۲۷ درصد بوده، به این معنا که به‌طور متوسط در شرکت‌های مورد بررسی، مبلغ فروش در هر سال نسبت به سال قبل، ۲۷ درصد رشد داشته است. متغیر اهرم مالی دارای میانگین ۴۸ درصد بوده، به این معنا که به‌طور متوسط در شرکت‌های مورد بررسی، به‌میزان ۴۸ درصد از ارزش دفتری کل دارایی‌ها، از محل بدهی‌ها تامین شده است.

آزمون توزیع متغیر وابسته

یکی از شروط لازم جهت استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون در آزمون فرضیه‌های پژوهش نرمال بودن توزیع متغیر وابسته است.

جدول ۳: نتایج آزمون توزیع متغیر وابسته

متغیر وابسته	آزمون چارک و برا	ارزش احتمال
ارزش شرکت	۶/۷۶۳۹	۰/۰۷۶۳

در جدول ۳، با توجه به آماره چارکا و برا مشاهده میشود که معناداری متغیر ارزش شرکت بیشتر از ۵ درصد بوده و در نتیجه توزیع متغیر وابسته پژوهش نرمال میباشد.

آمار استنباطی

پیش از تخمین مدل نیاز است تا آزمون F لیمر برای تعیین نوع روش مدل رگرسیونی از حیث پانل بودن (داده‌های تابلویی) یا پولینگ بودن (داده‌های تلفیقی) انجام گرفته و در صورت پذیرش روش پانل، آزمون هاسمن برای تعیین نوع روش از لحاظ اثرات ثابت یا اثرات تصادفی صورت گیرد. اگر سطح معناداری آزمون هاسمن کوچکتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر (اثرات تصادفی) رد شده و اثرات ثابت انتخاب می‌شود و اگر سطح معناداری آزمون هاسمن بزرگتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر تأیید شده و اثرات تصادفی انتخاب می‌شود. مطابق با نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، روش رگرسیونی مناسب انتخاب می‌شود و بر مبنای آن فرضیه‌های پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار خواهد گرفت. در صورت استفاده از روش داده‌های تابلویی هنگامی که تعداد شرکت‌ها از مقاطع دوره زمانی بیشتر باشد ممکن است مدل‌ها با مشکل ناهمسانی واریانس مواجه شوند. با توجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس در برآورد انحراف معیار و استنباط آماری لازم است تا قبل از پرداختن به هرگونه تخمین وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس مورد بررسی قرار گیرد. در این پژوهش به منظور آزمون برابری واریانس در داده‌های تابلویی از آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) استفاده شده است. در صورت وجود مشکل ناهمسانی واریانس در داده‌های تابلویی روش‌های مختلفی جهت رفع این مشکل وجود دارد که یکی از این روش‌ها استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) می‌باشد.

جدول ۴: آزمون ناهمسانی واریانس

مدل	آماره	مقدار	احتمال	نتیجه
۱	LR	۱۲۸۴	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس
۲	LR	۷۲۲	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس

همان طور که مشاهده می شود برای آزمون مدل های پژوهش نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته یا EGLS است.

جدول ۵: آزمون F لیمر

مدل	آماره F	ارزش احتمال	نتیجه گیری	روش
۱	۱/۲۶۸۳	۰/۰۴۴۹	عرض از میداها باهم برابر نیستند	پانل
۲	۱/۹۹۰۴	۰/۰۰۰۰	عرض از میداها باهم برابر نیستند	پانل

همان طور که مشاهده می شود برای آزمون مدل های پژوهش اثرات وجود داشته و با استفاده از آزمون هاسمن نوع اثرات مشخص می شود.

جدول ۶: آزمون هاسمن

مدل	آماره هاسمن	مقدار P-Value	نتیجه گیری
۱	۳۸/۷۴۲	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
۲	۲۶/۳۱۸	۰/۰۰۵۸	اثرات ثابت

با توجه به اینکه در آزمون هر دو مدل، احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین در هر دو مدل باید از روش اثرات ثابت استفاده شود.

برآورد مدل های پژوهش

برآورد مدل اول

متغیر وابسته در این مدل، ارزش شرکت بوده و متغیر مستقل، سود تقسیمی و جریان نقد آزاد است. نتایج آزمون این مدل به قرار جدول ۷ می باشد:

جدول ۷: برآورد مدل اول

متغیرها	ضرایب	خطای معیار	آماره	معناداری
عرض از مبدا	-۹/۱۰۶۴	۱/۸۵۲۹	-۴/۹۱۴۵	۰/۰۰۰۰
جریان نقد آزاد	۵/۵۶۲۸	۱/۷۰۲۱	۳/۲۶۸۲	۰/۰۰۱۱
سود تقسیمی	-۱/۵۸۹۴	۰/۲۱۲۴	-۷/۴۸۲۱	۰/۰۰۰۰
سود تقسیمی*جریان نقد آزاد	-۴/۲۰۴۶	۰/۲۲۵۳	-۱۸/۶۶۱۸	۰/۰۰۰۰
رشد فروش	۰/۹۰۲۳	۰/۱۶۵۸	۵/۴۳۹۵	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۱/۰۶۷۱	۰/۱۲۷۵	۸/۳۶۷۷	۰/۰۰۰۰
نگهداشت وجه نقد	-۱/۵۴۳۷	۱/۳۲۰۲	-۱/۱۶۹۲	۰/۲۴۲۷
اهرم مالی	-۰/۶۸۱۶	۰/۹۰۶۴	-۰/۷۵۲۱	۰/۴۵۲۳
ضریب تعیین	۰/۵۶۸۵		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۹۵۴
آماره F	۷/۷۷۹۶		دوربین واتسون	۱/۶۷۵۲
معناداری			۰/۰۰۰۰	

آماره ضریب کلی (آماره F) بزرگتر از آماره بحرانی و سطح معناداری آن نیز کوچک تر از ۵ درصد است که بیانگر آن است که رابطه‌ای خطی میان متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است.

همچنین در جدول فوق مشاهده می‌شود که ارزش احتمال برای متغیر جریان نقد آزاد، برابر با ۰/۰۰۱۱ بوده که این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است. همچنین، علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور مثبت است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که رابطه مثبت و معناداری بین جریان نقد آزاد و ارزش شرکت‌ها وجود دارد و فرضیه اول پژوهش تأیید می‌گردد.

از آنجا که ارزش احتمال برای متغیر سود تقسیمی، برابر با ۰/۰۰۰۰ بوده که این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است و علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور منفی است، می‌توان نتیجه گرفت که رابطه منفی و معناداری بین سود تقسیمی و ارزش شرکت وجود دارد؛ در نتیجه فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. از طرفی ارزش احتمال برای متغیر ضریب (سود تقسیمی*جریان نقد آزاد)، ۰/۰۰۰۰ بوده و علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور، منفی است. از آنجا که مقدار ارزش احتمال کمتر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که رابطه منفی و معناداری بین متغیر ضریب (سود تقسیمی*جریان نقد آزاد) و ارزش شرکت وجود دارد؛ در نتیجه فرضیه سوم پژوهش نیز تأیید می‌گردد. از طرفی ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۴۹ درصد بوده و نشان‌دهنده آن است که ۴۹ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. همچنین، آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۶۷ بوده که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار

گرفته است. لذا می‌توان بیان نمود که در مدل تحقیق، عدم وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها پذیرفته می‌شود. یعنی طبق فرآیند عملیاتی برآورد مدل این خودهمبستگی سریالی رفع شده است.

برآورد مدل دوم

متغیر وابسته در این مدل، ارزش شرکت بوده و متغیر مستقل، سود سهام می‌باشد. نتایج آزمون این مدل به قرار جدول ۸ است:

جدول ۸: برآورد مدل دوم

متغیرها	ضرایب	خطای معیار	آماره	معناداری
عرض از مبدا	۱/۸۱۹۱	۰/۱۱۱۷	۱۶/۲۳۳۲	۰/۰۰۰۰
سود سهام	۱/۱۴۳۱	۰/۳۳۹۹	۴/۷۶۳۲	۰/۰۰۰۰
² (سود سهام)	-۴/۲۳۷۲	۱/۸۷۵۱	-۲/۲۵۹۶	۰/۰۲۴۳
(+۱) تغییرات سود سهام	-۱/۴۶۲۱	۰/۷۸۴۵	-۱/۸۶۳۴	۰/۰۶۳۰
(+۱) تغییرات کیوتوبین	۰/۱۵۴۵	۰/۰۰۸۵	۱۸/۰۳۶۹	۰/۰۰۰۰
(+۱) تغییرات سود تقسیمی	-۰/۱۲۱۰	۰/۰۳۰۱	-۴/۰۰۸۲	۰/۰۰۰۱
تغییرات سود تقسیمی	-۰/۰۲۴۳	۰/۰۲۳۰	-۱/۰۵۴۸	۰/۲۹۲۰
تغییرات اندازه شرکت	۰/۲۰۲۳	۰/۰۸۱۹	۲/۴۶۹۱	۰/۰۱۳۹
(+۱) تغییرات اندازه شرکت	۱/۶۶۴۶	۰/۱۳۲۱	۱۲/۶۰۴۲	۰/۰۰۰۰
هزینه مالی	-۱/۰۶۷۸	۱/۰۲۳۲	-۱/۰۴۳۴	۰/۲۹۷۲
(+۱) تغییرات هزینه مالی	-۲/۶۲۱۶	۰/۵۲۶۵	-۴/۹۷۸۵	۰/۰۰۰۰
تغییرات هزینه مالی	-۱/۰۴۸۶	۰/۷۰۸۳	-۱/۴۸۰۳	۰/۱۳۹۴
ضریب تعیین	۰/۸۳۹۴	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۰۱۱
آماره F	۲۱/۹۳۳۸	دوربین واتسون		۲/۱۱۸۴
معناداری	۰/۰۰۰۰			

آماره ضریب کلی (آماره F) بزرگ‌تر از آماره بحرانی و سطح معناداری آن نیز کوچک‌تر از ۵ درصد است که بیانگر آن است که رابطه‌ای خطی میان متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است. همچنین، در جدول فوق مشاهده می‌شود که ارزش احتمال برای متغیر سود سهام، برابر با ۰/۰۰۰۰ بوده که این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است. علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور نیز مثبت است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که رابطه مثبت و معناداری بین سود سهام و ارزش شرکت‌ها وجود دارد. از طرفی، ارزش احتمال برای متغیر ²(سود سهام)، ۰/۰۲۴۳ بوده و علامت ضریب

برآوردی برای متغیر مذکور، منفی است. لذا می‌توان گفت که مطلوبیت سود سهام در طول زمان نزولی بوده و در نتیجه رابطه بین سود سهام و ارزش شرکت در طول زمان متغیر است؛ در نتیجه فرضیه چهارم تحقیق تأیید می‌گردد. از طرفی ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۸۰ درصد و نشان دهنده این است که ۸۰ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. همچنین، آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۱۱ بوده که در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته است. لذا می‌توان بیان نمود که در مدل تحقیق، عدم وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها پذیرفته می‌شود؛ یعنی طبق فرآیند عملیاتی برآورد مدل خودهمبستگی سریالی رفع شده است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

با توجه به یافته‌های پژوهش، بین جریان نقد آزاد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری برقرار است که این امر بیانگر تأیید شدن فرضیه اول پژوهش است. این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش‌های سوچون کیم و سون پارک (۲۰۱۶)، ادد (۲۰۱۲)، هان و همکاران (۲۰۱۰)، ستایش و صالحی نیا (۱۳۹۴)، آقایی و شاکری (۱۳۸۹)، مهام (۱۳۸۷) هم‌راستا است. مقدار مثبت جریان نقد آزاد برای شرکت نشان می‌دهد که شرکت پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها دارای وجوه نقد مازاد است. به بیان دیگر، جریان نقد آزاد، توانایی شرکت برای پرداخت بدهی‌ها، سود نقدی، بازخرید سهام، تسهیلات و رشد کسب‌وکار را علامت می‌دهد. همچنین، معیار مزبور یک پیش‌بینی اولیه در رابطه با قیمت آتی سهام ارائه می‌کند. برای مثال، وقتی قیمت سهام پایین است و جریان نقد آزاد در حال افزایش است، این احتمال مناسب است که سود خالص و ارزش سهام به‌زودی افزایش خواهد یافت، زیرا مقدار بالای جریان نقد آزاد هر سهم بدین معناست که سود هر سهم نیز احتمالاً باید افزایش یابد. بنابراین می‌توان بیان کرد که با افزایش جریان نقد آزاد در شرکت، وجوه نقد مازاد بیشتری در شرکت برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها و انجام فعالیت‌های سودآور وجود داشته و شرکت می‌تواند با عملکرد صحیح و مدیریت مناسب این وجوه، ارزش شرکت را افزایش دهد.

با توجه به یافته‌های پژوهش، بین سود تقسیمی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری برقرار است که بیانگر تأیید شدن فرضیه دوم پژوهش می‌باشد. این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش‌های کیم و دیگران (۲۰۱۸)، آلمیدا و همکاران (۲۰۱۷)، دانگ و همکاران (۲۰۱۷) و ناصر و جوید (۲۰۰۲) هم‌راستا است. هر اندازه که سود بیشتری بین سهام‌داران تقسیم گردد، منابع داخلی شرکت به‌منظور اجرای

پروژه‌های سرمایه‌گذاری کمتر خواهد شد و نیاز به منابع مالی خارج از شرکت بیشتر می‌شود که این می‌تواند بر قیمت سهام شرکت‌ها در آینده تأثیر داشته باشد. از طرف دیگر، بسیاری از سهام‌داران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند و از این رو مدیران با هدف حداکثر نمودن ثروت سهام‌داران، همواره باید بین علایق مختلف سهام‌داران تعادلی برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز بعضی از سهام‌داران را بپردازند. لذا با افزایش میزان سود پرداختی به سهام‌داران، وجوه مازادی که می‌تواند در پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور خرج شود و ارزش شرکت را افزایش دهد، کاهش یافته و در نتیجه می‌توان نتیجه گرفت بین سود تقسیمی و ارزش شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری برقرار است.

با توجه به یافته‌های پژوهش، سود تقسیمی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و ارزش شرکت تأثیرگذار است و باعث کاهش رابطه مثبت بین جریان نقد آزاد و ارزش شرکت می‌گردد. این امر بیانگر تأیید شدن فرضیه سوم پژوهش است. این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش‌های کیم و دیگران (۲۰۱۸)، آلمیدا و همکاران (۲۰۱۷) و ناصر و جوید (۲۰۰۲) هم‌راستا است. همان‌طور که در تفسیر نتیجه فرضیه اول تحقیق بیان گردید، جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد. لذا با افزایش میزان جریان نقد آزاد در شرکت، وجوه نقد کافی در شرکت برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید وجود داشته و شرکت می‌تواند با سرمایه‌گذاری این وجوه در پروژه‌های سودآور، ارزش شرکت را افزایش دهد. از طرفی، اگر شرکت سود تقسیمی بالایی به سهام‌داران پرداخت کند، وجوه نقد مازاد در شرکت کاهش یافته و نمی‌تواند ارزش شرکت را حداکثر نماید. زیرا شرکت در صورت عدم پرداخت سود نقدی بین سهام‌داران، می‌تواند این وجوه را در مسیر توسعه و سرمایه‌گذاری‌های پربازده صرف کرده و ارزش شرکت را افزایش دهد. بنابراین می‌توان بیان نمود که با افزایش میزان سود تقسیمی در شرکت، رابطه مثبت بین جریان نقد آزاد و ارزش شرکت تضعیف می‌گردد.

با توجه به یافته‌های پژوهش، رابطه بین سود سهام و ارزش شرکت در طول زمان متغیر است. این امر بیانگر تأیید شدن فرضیه چهارم پژوهش است. این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش‌های کیم و دیگران (۲۰۱۸)، هاو، جین و ژانگ (۲۰۱۱)، پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶)، بیکر و ورگر (۲۰۰۴)، ناصر و جوید (۲۰۰۲)، کوتاری (۲۰۰۱) و فاما و فرنچ (۱۹۹۸) هم‌راستا است. یکی از شاخص‌های عملکرد شرکت، سود سهام شرکت است؛ لذا می‌توان افزایش سود سهام را بیانگر بهبود عملکرد شرکت دانست. با افزایش سود سهام شرکت، مطلوبیت سهام آن شرکت برای سهام‌داران افزایش خواهد یافت. این امر منجر به بالا

رفتن ارزش و قیمت سهام آن شرکت می‌گردد. اما تأثیر افزایش سود سهام بر ارزش شرکت بین شرکت‌های زیانده و سودده یکسان نیست. شرکت‌هایی که در سال قبل، زیانده بوده‌اند، در صورت سوددهی، با تغییر ارزش بیشتری مواجه می‌شوند. زیرا با افزایش سود سهام، مطلوبیت سهام شرکت‌های زیانده در سال قبل، نسبت به شرکت‌های سودده در سال قبل بیشتر خواهد بود. به عبارت دیگر با افزایش سود سهام در شرکت‌های زیانده، ارزش شرکت به‌طور شدیدتری افزایش خواهد یافت و با افزایش سود سهام در شرکت‌های سودده، ارزش شرکت با شدت بسیار کمتری افزایش خواهد یافت. به بیان دیگر، افزایش ارزش شرکت در نتیجه افزایش سود سهام، در طول زمان، روند نزولی خواهد داشت.

پیشنهاد‌های کاربردی پژوهش

- با توجه به یافته‌های بدست آمده از آزمون فرضیه اول تحقیق، به تصمیم‌گیرندگان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که با کاهش هزینه‌های عملیاتی، وجوه نقد مازاد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و عملیاتی را بیشتر کنند. زیرا مقدار مثبت جریان نقد آزاد برای شرکت نشان می‌دهد که شرکت پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها دارای وجوه نقد مازاد است.
- یافته‌های بدست آمده از آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین سود تقسیمی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. از این رو به سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که عدم پرداخت سود را به منزله اخبار بد برداشت نکنند. چه بسا که عدم پرداخت سود توسط شرکت و سرمایه‌گذاری وجوه حاصل در پروژه‌های سودآور، به بازدهی بیشتر برای سرمایه‌گذاران منجر شود.
- یافته‌های بدست آمده از آزمون فرضیه سوم تحقیق نشان می‌دهد که سود تقسیمی، رابطه مثبت بین جریان وجوه نقد آزاد و ارزش شرکت را تضعیف می‌کند. از این رو به مدیران شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که بین سود تقسیمی و جریان وجوه نقد آزاد تعادل برقرار نمایند. از طرفی وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. لذا مدیران شرکت‌ها می‌توانند با کاهش سود تقسیمی، وجوه نقد آزاد بیشتری در اختیار داشته و با استفاده صحیح و مناسب این وجوه، زمینه افزایش ارزش شرکت را فراهم کنند.

منابع و مأخذ

الف. فارسی

ارمغان، پیمان؛ هادی نژاد منیژه؛ دامن کشیده، مرجان و شجاعی، معصومه. (۱۴۰۱). سازوکار اثرگذاری تکانه‌های وارده از سوی قیمت نفت، قیمت ارز و سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن هزینه‌های تعدیل بر شاخص قیمت سهام، اقتصاد مالی، ۱۶(۲)، ۴۶-۲۳.

آقایی، محمد علی و شاکری، امیر (۱۳۸۹). بررسی توانایی جریان نقد و اجزا تعهدی سود در پیش بینی جریان‌ات نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. فصل نامه علمی پژوهشی. سال دوم، شماره ۵. جبارزاده کنگرلوئی، سعید؛ متوسل، مرتضی (۱۳۹۱). تئوری ارضای سهام‌دار و شناسایی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رگرسیون توییت، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۱، شماره ۳، صص ۱۰۴-۸۱.

خواجه پور، علی و گرجی زاده، داوود (۱۳۹۱). " بررسی رابطه بین اقلام تعهدی، نقدی عملیاتی و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام ". فصلنامه پژوهشگر (مدیریت)، دوره ۹، شماره ویژه نامه صص ۱ تا ۱۵

سادات سلیم، میر حمید و داداشی، ایمان و غلام نیا روشن، حمیدرضا (۱۴۰۰) " بکارگیری رویکرد دلفی- فازی جهت تعیین عوامل مؤثر بر سطح مطلوب ریسک، ساختار بهینه سرمایه و کارایی در بانک‌های ایرانی"، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۵، شماره ۵۷، صص ۸۶-۵۵.

مدانلو، فاطمه، نادریان، آرش، خوزین، علی، گرگانلی، جمادوردی. (۱۴۰۰). بررسی رابطه جریان وجوه نقد آزاد، حساسیت سرمایه‌گذاری و نقش تعدیل‌گری محدودیت مالی. اقتصاد مالی. ۱۵(۵۷). ۳۰۹-۳۳۲.

هکی، قربان؛ صادقی عمروآبادی، بهروز و داودی، سید محمدرضا. (۱۴۰۲). بررسی اثرات انواع جریان وجه نقد و سهام‌داران کنترلی بر ارتباط مدیریت سود و عملکرد مالی جهت پیش‌بینی ورشکستگی مالی (الگوریتم کرم شب تاب). اقتصاد مالی، ۳ (۶۴)، ۱۵۹ - ۱۸۶.

انگلیسی

Aggarwal, D., Padhan, P.C. (2017). Impact of capital structure on firm value: evidence from Indian Hospitality Industry, Theoretical Economics Letters, 7(4), 982-1000

Aryonindito, S., Yadiati, W., Handoyo, S. (2020). Effect of Market Share and Firm Size on Efficiency and its Implications to Profitability of Sharia Insurance in Indonesia, Journal of Accounting Auditing and Business, 3(1), 122-134.

Baker, M.; Wurgler, J.; 2004; "A catering theory of dividends"; *Journal of Finance*, 59:1125-1165.

Beaver, H. and Ryan, G. (2005). Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. *Review of Accounting Studies*, 10, 269–309

Cheng, C.S, Liu, C, wang, n, and Schaefer, T. F (2005). "Earnings performance and the incremental information content of cash flows from operations". *journal of accounting research*. 34(1), pp 173-181.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life cycle theory. *Journal of Financial Economic*, 81(2), 227-254

Desai, J., Desai, R., (2020). Capital Structure and Profitability: Correlation study for Bank NIFTY. *Our Heritage*, 68(22), 16-21.

Fama, E.F. and French, K.R. (1998) Value versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance*, 53, 1975-1999.

Ghosh. S and Ghosh. A(2017). " Do Leverage, Dividend Policy and Profitability influence the Future Value of Firm". www.ssrn.com.

Han ks, Lee SJ , Park ES, Park YJ, Cheol KH. (2010). Structural model for quality of life of patients with chronic cardiovascular disease in korea. *Nurs res* 2010; 54(2): 85-96.

Jensen, M.C. Meckling, W.H (1986). Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, October, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

Miller & Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth & the Valuation of Shares", *Journal of Business*, Vol. 34, PP. 8-15.

Naceur. B and Goaied. M (2002), "The Relationship between Dividend Policy, Financial Structure, Profitability and Firm Value", *Applied Financial Economics*, 12(12), 843-49

Nguyen, V., (2020), Human capital, capital structure choice and firm profitability in developing countries: An empirical study in Vietnam, *Accounting*, 6(2), 127-136.

Pinkowitz, L., Stulz, R. And Williamson, R. (2006), "Does The Contribution Of Corporate Cash Holdings And Dividends To Firm Value Depend On Governance? A Cross-Country Analysis", *Journal Of Finance* 61:2725–52

Sari, I. A. G. D. M., Sedana, I. B. P., (2020), Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable, *International research journal of management, IT and Social Sciences*, 7(1), 116-127.