

## اثرات درماندگی مالی، سیاست تقسیم سود و نسبت بدهی به ارزش ویژه بر ارزش شرکت

دکتر فاطمه صراف

استادیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).  
aznyobe@yahoo.com

منصور خجسته اهوازی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
masnsour.khojasteh@yahoo.com

### چکیده

واکنش مثبت یا منفی بازار به سیاست‌های تقسیم سود واحدهای اقتصادی و شدت چنین واکنشی، به سطح محدودیت‌های مالی بستگی دارد. هدف این تحقیق بررسی اثرات درماندگی مالی، سیاست تقسیم سود و نسبت بدهی به ارزش ویژه (بدهی به حقوق صاحبان سهام) بر ارزش شرکت است. پژوهش انجام شده از نظر نوع هدف، جزء پژوهش‌های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی علت و معلولی هست. انجام پژوهش در چارچوب استدالات قیاسی - استقرایی صورت گرفته و برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۶۸ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره‌ی زمانی ۸ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ مورد تحقیق قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد اگرچه درماندگی مالی منجر به کاهش تغییر جهت رابطه میان تقسیم سود و ارزش شرکت می‌شود؛ اما این تأثیر معنی‌دار نیست؛ همچنین نتایج نشان داد نسبت بدهی به ارزش ویژه بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت تأثیر منفی و معنی‌دار دارد.

**واژگان کلیدی:** درماندگی مالی، سیاست تقسیم سود، نسبت بدهی به ارزش ویژه، ارزش شرکت.

### مقدمه

ارزش شرکت به مفهوم توانایی شرکت برای خلق منافع برای ذینفعانش است. یک شرکت زمانی برای سهام‌دارانش ایجاد ارزش می‌کند که بازده سهام‌دار بیشتر از هزینه سهام (بازده مورد انتظار سرمایه) باشد؛ یعنی اینکه، شرکتی در طی یک سال موجب ایجاد ارزشی می‌شود که فراتر از انتظارات عمل نماید (افسری و همکاران، ۱۴۰۰). سرمایه‌گذاران ابتدا عملکرد شرکت را قبل از خرید سهام بررسی و تجزیه و تحلیل می‌کنند تا ضرر سرمایه‌گذاری را به حداقل برسانند (پارنرنگی و گیمز<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). نوسان قیمت سهام تحت تأثیر وضعیت شرکت است. یکی از مواردی می‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد وضعیت سلامت مالی آن است. اگر شرکت در آستانه ورشکستگی باشد، قیمت سهام کاهش خواهد یافت. شرکت‌هایی که در بحران مالی قرار دارند قیمت سهام پایین‌تری نسبت به شرکت‌هایی دارند که در مضیقه مالی نیستند؛ اما درماندگی مالی حالتی از زوال مالی است که قبل از ورشکستگی یک شرکت اتفاق می‌افتد (احمد و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). درماندگی مالی شرایطی است که شرکت‌هایی با مشکلات مالی مواجه هستند و قادر به انجام تعهدات

<sup>1</sup> Parenrengi & Gems

<sup>2</sup> Ahamed

کوتاه مدت نیستند در این حالت اگر وضعیت نادیده گرفته شود و بلافاصله توسط مدیریت حل نشود، شرکت احتمال دارد منحل شود زیرا درماندگی مالی یک نشانه اولیه قبل از وقوع انحلال است و در پیامد آن سرمایه گذاران و طرف های مرتبط نیز در نتیجه ناتوانی شرکت در حفظ ثبات مالی متضرر خواهند شد و در نتیجه بازده مورد نظر آنها از بین رفته و یا کاهش می یابد. (جرگد و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). همچنین عملکرد شرکت ممکن است در میزان سود دریافتی سرمایه گذاران نیز نشان داده شود که یکی از آنها سود هر سهم است. سیاست های تقسیم سود و تصمیم گیری درباره پرداخت سود و مقدار آن، موضوعی مهم در حوزه مدیریت شرکتی می باشد؛ زیرا مدیران باید تصمیم بگیرند چه میزان از سود های شرکت را به منظور سرمایه گذاری مجدد و کاهش هزینه های تأمین مالی برای فرصت های سرمایه گذاری به میزان معقول نگهداری کنند و چه بخشی از آن را به عنوان سود تقسیمی اعلان کنند که البته توزیع سود منابع در دسترس برای سرمایه گذاری را کاهش می دهد (کیقبادی و دامن کشیده، ۱۴۰۰). همچنین تخصیص سود برای ارزیابی ظرفیت کسب و کار برای کسب سود استفاده می شود، زیرا هر چه سود تقسیمی بیشتر باشد، قیمت سهام شرکت بالاتر رفته نیز و در نتیجه آن عملکرد شرکت بهتر می شود (ویدادو و سعدیه، ۲۰۲۲). عامل دیگری در این زمینه بر عملکرد شرکت ها مؤثر است و عموماً توسط سیستم رتبه بندی شرکت ها و مبتنی بر ریسک اندازه گیری می شود، نسبت وام به ارزش (بدهی به حقوق صاحبان سهام) که شامل نمایه ریسک، حاکمیت شرکتی خوب، درآمد و سرمایه است. پوتو<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) تحقیقی در مورد تأثیر مؤلفه نسبت وام به ارزش بر تغییرات قیمت سهام انجام داد و نشان داد که نسبت وام به ارزش، می تواند به عنوان شاخصی برای ارزیابی سطوح سلامت شرکت ها استفاده شود که می تواند بر عملکرد شرکت ها تأثیر گذار باشد. همچنین بنابر تحقیقات ویدادو و سعدیه (۲۰۲۲) ارزش شرکت به طور قابل توجهی تحت تأثیر نسبت وام به ارزش و سود هر سهم است؛ بنابراین در این تحقیق به بررسی این سؤالات پرداخته می شود که آیا درماندگی مالی بر رابطه تقسیم سود شرکت و ارزش شرکت تأثیر گذار است؛ همچنین این سؤال مورد بررسی قرار می گیرد که آیا نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت تأثیر گذار است یا خیر؟

### پیشینه تحقیق

ویدادو و سعدیه (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان درماندگی مالی سیاست تقسیم سود، نسبت وام به ارزش و ارزش شرکت، به این نتیجه رسیدند که درماندگی مالی هیچ تأثیری بر ارزش واقعی یا سود هر سهم ندارد. سیاست تقسیم سود و نسبت وام به ارزش تأثیر عمده ای بر سود هر سهم دارند. ارزش شرکت به طور قابل توجهی تحت تأثیر نسبت وام به ارزش و سود هر سهم است و نسبت سود هر سهم بر ارتباط بین سیاست سود سهام و نسبت وام به ارزش در ارزش شرکت، نقش میانجی دارد. فالاوینگنا و ایپولیتی<sup>۳</sup> (۲۰۲۱) در تحقیقی با عنوان محدودیت های مالی و پایداری سیاست پرداخت سود سهام نشان دادند که رابطه مثبتی بین پرداخت بدهی شرکت و پرداخت سود سهام وجود دارد که نشان می دهد، زمانی که محدودیت های مالی شرکت ها بیشتر است، می توان انتظار داشت که شانس کمتری برای پرداخت سود سهام داشته باشند. آخمادی و جانوارسی<sup>۴</sup> (۲۰۲۱) در شناخت عوامل نشان دهنده رابطه ناسازگار بین سودآوری و ارزش شرکت با توجه به نقش سیاست تقسیم سود به این نتیجه رسیدند که یک رابطه مستقیم مثبت بین سودآوری و ارزش شرکت وجود دارد. علاوه بر این، رابطه سودآوری - ارزش شرکت با نسبت سیاست تقسیم سود بالاتر قوی تر می شود. آبدیسا و هاویتیبو<sup>۵</sup>

<sup>1</sup> Gerged

<sup>2</sup> Putu

<sup>3</sup> Falavigna & Ippoliti

<sup>4</sup> Akhmadi and Januarsi

<sup>5</sup> Abdisa & Hawitibo

(۲۰۲۱) در تحقیقی با عنوان عملکرد شرکت تحت محدودیت‌های مالی: شواهدی از کشورهای جنوب صحرای آفریقا نشان می‌دهند که بین محدودیت اعتباری و تصمیم شرکت برای سرمایه‌گذاری در تولید داخلی، همبستگی منفی وجود دارد. این امر نشان شرکت‌هایی که دارای محدودیت اعتبار هستند، در مقایسه با شرکت‌هایی که محدودیت اعتباری ندارند، انگیزه کمتری برای سرمایه‌گذاری در تولدی داخلی دارند؛ اما نتایج آنها نشان داد که این موضوع بر حجم سرمایه‌گذاری تأثیر نمی‌گذارد. تحقیق تامایو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) درباره ارزش شرکت و تصمیم‌گیری شدت بازاریابی در شرایط محدودیت مالی: نشان داد مدیران بازاریابی معمولاً باید تحت محدودیت‌های مالی (ناتوانی شرکت در ایجاد جریان نقدی برای سرمایه‌گذاری و بازاریابی)، با اطمینان محدود از نتایج، تصمیمات بازاریابی را اتخاذ کنند. نتایج آنها نشان می‌دهد که محدودیت‌های مالی بر شدت بازاریابی تأثیر منفی دارد و در نهایت بر ارزش و عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. هوان و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) در بررسی اعتبار تجاری، سودآوری شرکت و محدودیت‌های مالی: شواهدی از شرکت‌های کوچک و متوسط در شرق آسیا و اقیانوس آرام نشان دادند اعتبار دریافتی تجارت و اعتبار پرداختی رابطه معکوس U با شکل‌گیری سودآوری شرکت‌های کوچک و متوسط دارند که نشان می‌دهد وجود یک سطح اعتبار تجاری مطلوب لازم است که بین هزینه‌ها و منافع متعادل باشد تا سودآوری آنها به حداکثر برسد. این نتیجه نشان می‌دهد که مدیران باید سعی کنند سطح سرمایه‌گذاری اعتباری تجاری را تا حد ممکن به نقطه مطلوب نزدیک کنند تا مانع از آن شوند که با دور شدن از این نقطه مطلوب، سودآوری آنها کاهش یابد. علاوه بر این، این مطالعه نشان می‌دهد که سطح اعتبار تجاری مطلوب به محدودیت‌های مالی حساس است. به‌طور خاص، سطح مطلوب شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر از شرکت‌های دارای محدودیت مالی کمتر است.

مشایخ و احمدی (۱۴۰۱) در مطالعه‌ای با عنوان تأثیر نقدینگی و فرصت سرمایه‌گذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلگری محدودیت مالی، نشان می‌دهند، شرکت‌های دارای محدودیت مالی دسترسی کمتری به منابع بیرونی دارد و نسبت به نقدینگی در سرمایه‌گذاری حساس‌تر هستند. این در حالی است که شرکت فاقد محدودیت مالی، دارای انعطاف‌پذیری مالی بیشتر بوده و تمایل بالاتری در دسترسی به بازار سرمایه بیرونی دارد و دارای حساسیت بیشتری به فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند. خوشکار و همکاران (۱۴۰۰) در مطالعه‌ای با عنوان سرمایه‌گذاران نهادی، سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت، نشان می‌دهند بین نسبت مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین بین نسبت مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. سلمانیان و همکاران (۱۴۰۰) در تحقیقی با عنوان پیش‌بینی محدودیت مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که الگوریتم ماشین بردار پشتیبان با استفاده از داده‌های مالی منتخب توانایی پیش‌بینی محدودیت مالی را با قدرت بالای ۸۰ درصد و همچنین بیشتر از الگوریتم قانون‌گرا چاید دارد. حسینی و همکاران (۱۳۹۹) در بررسی ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک نشان دادند که مالکیت خانوادگی بر سودآوری تأثیر مثبت و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. حیدری هراتمه و شیرین بخش (۱۳۹۶) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت بر محدودیت‌های تأمین مالی نشان دادند: الف؛ درصد مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار بر محدودیت‌های تأمین مالی تأثیر معناداری دارد؛ یعنی اثر متغیر درصد سهام نگه‌داری شده توسط بزرگ‌ترین سهامدار بر متغیر محدودیت‌های تأمین مالی مثبت و معنادار است؛ ب) اثر متغیرهای نسبت سهامداران نهادی فعال و غیرفعال بر محدودیت‌های تأمین مالی به ترتیب مثبت و منفی اما از نظر آماری ضریب متغیر سهامداران نهادی فعال

<sup>1</sup> Tamayo

<sup>2</sup> Huan

معنادار و ضریب متغیر سهامداران نهادی غیرفعال معنی‌دار نیست؛ و نهایتاً؛ (ج) اثر متغیر نسبت کل سود تقسیمی به کل دارایی‌ها بر متغیر محدودیت‌های تأمین مالی منفی و معنادار است. مشکی میاوقی و صرفه‌جو (۱۳۹۶) در مطالعه‌ای با عنوان بررسی پیامدهای سیاست سود تقسیمی رو به رشد در شرایط محدودیت مالی و موقعیت رقابتی، نشان می‌دهند واکنش بازار سرمایه (شامل بازده غیرعادی و گردش معاملات) به افزایش سود تقسیمی در شرکت‌هایی با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، ضعیف‌تر است. همچنین کاهش تمرکز و در نتیجه، افزایش رقابت در فروش محصولات در شرکت‌هایی با محدودیت مالی، باعث تضعیف بیشتر واکنش بازار به خبر افزایش سود تقسیمی می‌شود.

## چارچوب نظری و فرضیات تحقیق

### تأثیر درماندگی مالی بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت

درماندگی مالی را این‌گونه تعریف می‌کنند که هرگاه نرخ بازده تحقق‌یافته سرمایه به‌کاررفته در بنگاه به‌صورت معنادار و مداوم کمتر از نرخ بازده درخواست شده باشد، درماندگی مالی روی داده است (مراد زاده فر و همکاران، ۱۳۹۳). همچنین درماندگی مالی را وضعیتی می‌دانند که در آن جریان‌های نقدی شرکت از مجموعه هزینه‌های بهره‌مربوط به بدهی بلندمدت کمتر است. از منظر اقتصادی، درماندگی مالی را می‌توان به زیان ده بودن شرکت تعبیر کرد که در آن شرکت دچار عدم موفقیت شده است. در واقع در این حالت نرخ بازدهی شرکت کمتر از نرخ هزینه سرمایه است (عطایی شریف و همکاران، ۱۳۹۹). درماندگی مالی منجر به هدر رفتن منابع و عدم بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری شده و هزینه‌های زیادی را به همراه دارد که در نهایت منجر به از دست رفتن سرمایه و همچنین از بین رفتن حمایت تأمین‌کنندگان و اعتباردهندگان می‌شود و بنابراین هزینه عدم توجه به عوامل مؤثر بر آن می‌تواند حتی به‌اندازه کل سرمایه یک شرکت برآورد شود (استیلیان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). دوره درماندگی مالی، وخیم‌تر از ورشکستگی است و معمولاً نشان‌دهنده یک حالت مزمن موقتی می‌باشد (گنگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵).

سیاست تقسیم سود مربوط به تصمیم‌گیری در مورد اینکه آیا سود کسب‌شده توسط شرکت در یک دوره معین به‌عنوان سود تقسیمی بین سهامداران تقسیم می‌شود یا در غیر این صورت نگه‌داشته و سپس مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری می‌شود (هانادی و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۱) سیاست تقسیم سود سیاستی است مربوط به تعیین محل توزیع درآمد یا سود بین استفاده‌کنندگان از درآمد به سهامداران در قالب سود سهام یا استفاده برای شرکت به این معنی که درآمد باید مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. سود سهام یکی از بازده‌های مورد انتظار سرمایه‌گذاران علاوه بر سود سرمایه است (فالوویجیاناً<sup>۴</sup>، ۲۰۲۱).

در حوزه سیاست تقسیم سود، تئوری علامت‌دهی سود سهام بر این اساس استوار است که مدیریت یک شرکت در مورد چشم‌انداز آینده شرکت نسبت به سهامداران شرکت، بیشتر می‌داند (ماریا<sup>۵</sup>، ۲۰۲۱). بر اساس این تئوری، اگر شرکت سود سهام بیشتری نسبت به آنچه توسط بازار پیش‌بینی شده است اظهار کند، این موضوع ممکن است نشانه این باشد که چشم‌انداز مالی آینده شرکت روشن‌تر از مورد انتظار آن است. همچنین مطابق با فرضیه علامت‌دهی، افزایش سود سهام از دید سرمایه‌گذاران نشانه توانایی سودآوری آتی شرکت بوده و به‌عنوان یک خبر خوب مبنی بر روشن بودن افق آینده شرکت از دید مدیریت تفسیر می‌شود. در تئوری اثر مشتری نیز گروه‌های مختلفی از سرمایه‌گذاران (مشتریان)

<sup>1</sup> Stelian

<sup>2</sup> Geng

<sup>3</sup> Hanady

<sup>4</sup> Falavigna

<sup>5</sup> MARIA

سیاست‌های تقسیم سود متفاوتی را ترجیح می‌دهند. به عبارت دیگر، گروهی از سرمایه‌گذاران به سهام شرکت‌هایی علاقه‌مند هستند که از نسبت سود پرداختی بالایی برخوردارند. درحالی‌که گروه دیگری از مشتریان به نسبت سود پرداختی پایین اعتقاد دارند. این تفاوت‌ها به دلایل مختلفی ممکن است رخ دهد (اعتمادی و اسمعیلی، ۱۳۹۴). (مایرز و مجلوف<sup>۱</sup>، ۱۹۸۴) معتقدند واکنش مثبت یا منفی بازار به سیاست‌های تقسیم سود واحدهای اقتصادی و شدت چنین واکنشی، به سطح محدودیت‌های مالی بستگی دارد. به عبارتی می‌توان گفت که سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌هایی با محدودیت مالی بیشتر است. همچنین عملکرد مالی شرکت‌ها به دلیل فضای رقابتی بازار تحت تأثیر تأمین مالی و محدودیت‌های ناشی از آن خواهد بود. سطح این محدودیت مالی سیاست‌های تقسیم سود را تحت تأثیر قرار می‌دهد (ویدادو و سعدیه، ۲۰۲۲)؛ در نتیجه مشکلات مالی تجربه‌شده توسط شرکت باعث شد شرکت نتواند سود را بین سهامداران توزیع کند که این امر بر ارزش شرکت نیز تأثیر می‌گذارد. بنابراین فرضیه اول به شرح زیر ارائه می‌شود:

**فرضیه اول:** بین تقسیم سود و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** درماندگی مالی بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت تأثیرگذار است

### تأثیر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (نسبت بدهی به ارزش ویژه) بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت

عملکرد مالی شرکت‌ها معمولاً بر پایه معیارهای مبتنی بر حسابداری و معیارهای مبتنی بر ارزش محاسبه می‌شود معیارهای مبتنی بر حسابداری بر پایه اطلاعات تاریخی قرار داشته و بر صورت سود و زیان و ترازنامه تأکید دارند. در روش اول معمولاً از چهار معیار نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)، حقوق صاحبان سهام (ROE)، رشد سود عملیاتی (OPG) و نسبت قیمت به سود (P/E) استفاده می‌شود (باقری و همکاران، ۱۳۹۷). از آنجاکه هدف اصلی شرکت‌ها به حداکثر رساندن حقوق صاحبان سهام است. مدیریت جهت نیل به این هدف همواره در جستجوی متغیرها و محرک‌ها است که در افزایش ارزش بازار سهام و به تبع در افزایش ارزش حقوق صاحبان سهام نقش مؤثری ایفا می‌کنند (پیرایش و پورزنجانی، ۱۳۹۷)؛ و به این دلیل تقسیم سود شرکت، به‌عنوان یکی از عوامل مؤثر بر بازده حقوق صاحبان سهام شناخته می‌شود. از طرفی دیگر نسبت بدهی به ارزش ویژه یکی از نسبت‌های اهرمی بوده که نشان‌دهنده توان شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها است. این نسبت از تقسیم کل بدهی‌های شرکت بر حقوق صاحبان سهام حاصل می‌شود. اگر این نسبت کمتر از یک باشد، نشان‌دهنده ریسک مالی پایین در شرکت است. در نتیجه وام‌دهندگان تمایل بیشتری برای اعطای وام خواهند داشت؛ اما هرچه این نسبت بیشتر باشد بدین معناست که در ساختار مالی شرکت از بدهی‌های بیشتری استفاده شده است. همچنین نسبت بدهی بلندمدت به ارزش ویژه یکی از نسبت‌های اهرمی بوده و شاخصی برای سنجش توان شرکت در پرداخت بدهی‌های بلندمدت است. بدهی‌هایی که موعد پرداخت آن‌ها از یک سال بیشتر است بلندمدت محسوب می‌شوند (رامادانی<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰)؛ مطالعات می‌دهد ویدادو و سعدیه (۲۰۲۲) نشان داد نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت تأثیرگذار است. در نتیجه فرضیه دوم به شرح زیر ارائه می‌شود:

**فرضیه سوم:** نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (نسبت بدهی به ارزش ویژه) بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت تأثیرگذار است.

<sup>1</sup> Myers & Majluf

<sup>2</sup> Ramadani

## روش تحقیق

پژوهش حاضر، از نظر هدف کاربردی، از نظر ماهیت و محتوا از نوع توصیفی همبستگی؛ و با توجه به استفاده از اطلاعات تاریخی، پس رویدادی است. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه‌ای کتابخانه‌ای و تحلیلی - علمی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) نیز می‌باشد؛ و برای تجزیه و تحلیل داده‌های از نرم‌افزارهای EVIEWS10 استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز این پژوهش از طریق وبسایت کدال گردآوری شده و برای مطالعه مبانی نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران در یک بازه زمانی ۸ ساله طی دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ می‌باشد نمونه پژوهش نیز به روش حذفی از میان آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد که شرایط زیر را داشته باشند:

۱) شرکت تا قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۴۰۰ در بورس فعال باشد.

۲) به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها، مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری و تفاوت فراوان آن‌ها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی جز شرکت‌های یاد شده نباشد.

۳) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد و شرکت طی بازه زمانی تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

۴) اطلاعات مالی شرکت در بازه زمانی تحقیق در دسترس باشد.

۵) وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشد.

## متغیرها و مدل تحقیق

**متغیر وابسته:** متغیر وابسته در این تحقیق ارزش شرکت (FV) می‌باشد.

برای اندازه‌گیری آن از بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) استفاده می‌شود که برابر است با سود خالص/کل دارایی‌ها

**متغیر مستقل:** متغیر مستقل در این تحقیق تقسیم سود (Payout) می‌باشد که برابر است با نسبت سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم.

## متغیرهای تعدیلگر

### درماندگی مالی (Distress):

جهت تفکیک نمونه‌ها به درمانده مالی و غیر درمانده مالی از معیار Z آلتمن مطابق پژوهش بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۳) و فروغی (۱۳۹۶) استفاده شده است و طبق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$Z = 1.2 x_1 + 1.4 x_2 + 3.3 x_3 + 0.6 x_4 + 0.99 x_5$$

این مدل که از پنج نسبت مالی سرمایه در گردش به کل دارایی ( $X_1$ )، سود انباشته به کل دارایی ( $X_2$ )، درآمد قبل از بهره و مالیات به کل دارایی ( $X_3$ )، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری بدهی ( $X_4$ )، فروش به کل دارایی ( $X_5$ ) تشکیل شده به صورت زیر است:

در فرمول بالا اگر  $Z < 1.2$  ورشکستگی کامل خواهد بود.

اگر  $1.2 < Z < 2.9$  حالت مابین ورشکستگی و عدم ورشکستگی،

اگر  $Z > 2.9$  حالت سلامت.

در این مدل هر اندازه Z بیشتر باشد درماندگی مالی شرکت بیشتر خواهد بود

نسبت بدهی به ارزش (بدهی به حقوق صاحبان سهام) (D/E): کل بدهی‌های شرکت تقسیم بر حقوق صاحبان سهام.

### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت: (SIZE) لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در پایان سال؛

اهرم مالی: (LEV): کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

ارزش بازار به ارزش دفتری (MB): برابر با ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

میانگین بازده ماهانه سهام: (RET): میانگین و انحراف معیار بازده ماهانه سهام میانگین و انحراف معیار بازده ماهانه سهام به صورت زیر محاسبه می‌شوند:

$$RET_{i,t} = \frac{\sum R_{i,t}}{N}$$
$$RET_{i,t} = \sqrt{\frac{\sum (R_{i,t} - RET_{i,t})^2}{N}}$$

در این روابط:

$RET_{i,t}$ : میانگین بازده ماهانه سهام شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ .

$SIGMA_{i,t}$ : انحراف معیار بازده ماهانه سهام شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ .

$R_{i,t}$ : بازده ماهانه سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$N$ : تعداد ماه‌هایی که بازده آنها محاسبه شده است.

استقلال هیئت‌مدیره (Indep): نسبت مدیران غیرموظف نسبت به اعضای کل هیئت‌مدیره

اندازه حسابرس (BIG): در صورت حسابرسی توسط سازمان حسابرسی عدد ۱ و در غیر این صورت برابر با صفر

مدل آماری فرضیه اول:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Payout_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 RET_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 Indep_{i,t} + \beta_9 BIG_{i,t} + \epsilon_{it}$$

مدل آماری فرضیه دوم:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Payout_{i,t} + \beta_2 Distress_{i,t} + \beta_3 (Payout_{i,t} * Distress_{i,t}) + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 RET_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \beta_{10} Indep_{i,t} + \beta_{11} BIG_{i,t} + \epsilon_{it}$$

مدل آماری فرضیه سوم:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Payout_{i,t} + \beta_2 D/E_{i,t} + \beta_3 (Payout_{i,t} * D/E_{i,t}) + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 RET_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \beta_{10} Indep_{i,t} + \beta_{11} BIG_{i,t} + \epsilon_{it}$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی پژوهش که شمای کلی از وضعیت توزیع داده‌ها را نشان می‌دهد، در جدول زیر نشان داده شده است:

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها

شاخص‌های پراکندگی					شاخص‌های مرکزی		نام و تعداد متغیرها	
بیشینه	کمینه	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی	میانگین	میانگین	علامت اختصاری	متغیرها
۹.۴۸	-۴.۲۲	۰.۵۱	۱۰.۹۸	۵.۸۰	۰.۲۸	۰.۲۹	FV	ارزش شرکت
۰.۴۷	۰	۰.۳۸	۸.۵۴	۱.۰۳	۰.۴۷	۰.۴۴	Payout	تقسیم سود
۱۲.۷۱	-۳.۷۳	۱.۶۵	۵.۷۲	۰.۹۶	۲.۴۲	۲.۶۶	Distress	درماندگی مالی
۲۴.۳۱	-۰.۲۸.۵۷	۲.۶۶	۳۵.۴۰	-۰.۱۸	۱.۲۰	۱.۷۰	D/E	نسبت بدهی به ارزش ویژه
۲۰.۷۶	۱۰.۵۳	۱.۶۴	۳.۸۸	۰.۸۲	۱۴.۴۵	۱۴.۷۰	SIZE	اندازه شرکت
۱.۸۲	۰.۰۳	۰.۲۱	۴.۲۶	۰.۳۳	۰.۵۵	۰.۵۵	LEV	اهرم مالی
۷.۱۶	۲.۹۴	۷.۲۲	۲۴.۴۵	۲.۶۷	۲.۹۴	۴.۹۴	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری
۰.۳۷	-۰.۰۷	۰.۰۷	۳.۶۵	۰.۸۷	۰.۰۴	۰.۰۶	RET	میانگین ماهانه بازده سهام
۱	۰	۰.۱۸	۳.۰۷	-۰.۲۷	۰.۶۰	۰.۶۶	INDEP	استقلال هیئت‌مدیره
۱	۰	۰.۴۰	۳.۰۹	۱.۴۴	۰	۰.۲۰	BIG	اندازه حسابرس

## آزمون فرضیه اول تحقیق

### انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

### جدول (۲): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن فرضیه اول

P-Value	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون
۰/۰۰۰	۱۵۷	۲.۰۱	آزمون F لیمر
۰/۰۰۰۰	۷	۳۱.۷۸	آزمون هاسمن

با توجه به جدول ۲ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.



جدول (۳): نتایج برآورد فرضیه اول تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	t مقدار	مقدار احتمال
IPAYOUT	۰.۰۷	۱.۶۳	۰.۱۰۲
SIZE	۰.۱۳۹	۴.۹۸	۰.۰۰۰
LEV	۰.۴۴	۴.۰۵	۰.۰۰۰
MB	-۰.۰۲	-۹.۴۳	۰.۰۰۰
RET	۱.۹۰	۸.۶۸	۰.۰۰۰
INDEP	۰.۲۳	۱.۹۴	۰.۰۵۲
BIG	-۰.۰۰۸	-۰.۰۷	۰.۹۳۸
C (مقدار ثابت)	-۲.۱۹	-۴.۹۶	۰.۰۰۰
F مقدار	۲.۶۵	F مقدار احتمال	۰/۰۰۰
ضریب تعیین (R <sup>2</sup> )	۰.۲۸۶۳	دوربین واتسون	۱.۷۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۱۷۶۵		

با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۳، سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر تقسیم سود بزرگ تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۱۰۲) یعنی بی معنی است، ضریب آن (۰/۰۷) مثبت می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۱/۶۳ می باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار نمی گیرد؛ بنابراین بین تقسیم سود و ارزش شرکت رابطه ای معنی دار وجود ندارد در نتیجه فرضیه اول تحقیق رد می شود.

### آزمون فرضیه دوم تحقیق انتخاب مدل

جدول (۴): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن فرضیه دوم

آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	P-Value
آزمون F لیمر	۲.۰۱	۱۵۷	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۳۲.۷۶	۹	۰/۰۰۰۱

با توجه به جدول ۴ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول (۵): نتایج برآورد فرضیه دوم تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	t مقدار	مقدار احتمال
PAYOUT	۰.۱۱	۱.۳۲	۰.۱۸۶
distress	۰.۰۰۸	۰.۵۸	۰.۵۵۹
PAYOUT* distress	-۰.۰۱	-۰.۵۴	۰.۵۸۴
SIZE	۰.۱۳۹	۴.۹۸	۰.۰۰۰
LEV	۰.۴۵	۴.۱۱	۰.۰۰۰

۰.۰۰۰		-۹.۴۶	-۰.۰۲۲	MB
۰.۰۰۰		۸.۶۲	۱.۸۹	RET
۰.۰۶۲		۱.۸۶	۰.۲۲	INDEP
۰.۹۲۶		-۰.۰۹	-۰.۰۱۰	BIG
۰.۰۰۰		-۴.۹۸	۲.۲۱	C (مقدار ثابت)
۰/۰۰۰	F مقدار احتمال	۲.۶۲		F مقدار
۱.۷۰	دوربین واتسون	۰.۲۸۷۳		ضریب تعیین ( $R^2$ )
		۰.۱۷۸۰		ضریب تعیین تعدیل شده

با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵، سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر PAYOUT\* distress بزرگ تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۵۸۴) یعنی بی معنی است، ضریب آن (۰/۰۱-) می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۰/۵۴- می باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار نمی گیرد؛ بنابراین می توان نتیجه گرفت که اگرچه درماندگی مالی منجر به کاهش تغییر جهت رابطه میان تقسیم سود و ارزش شرکت می شود؛ اما این تأثیر معنی دار نیست و در نتیجه فرضیه دوم تحقیق رد می شود.

## آزمون فرضیه سوم تحقیق انتخاب مدل

جدول (۶): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن فرضیه سوم

آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	P-Value
آزمون F لیمر	۴.۹۸	۱۵۷	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۲۱.۶۸	۹	۰/۰۹۹

با توجه به جدول ۶ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول (۷): نتایج برآورد فرضیه سوم تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	t مقدار	مقدار احتمال
PAYOUT	۰.۰۲۹	۰.۹۶	۰.۳۳۴
D/E	-۰.۱۰۱	-۲۰.۲۱	۰.۰۰۰
PAYOUT* D/E	-۰.۰۹	-۶.۲۳	۰.۰۰۰
SIZE	۰.۰۴۲	۲.۸۱	۰.۰۰۵
LEV	۰.۰۵۷	۰.۹۸	۰.۳۳۲
MB	۰.۰۰۵	۴.۲۲	۰.۰۰۰
RET	۰.۵۴	۴.۵۹	۰.۰۰۰
INDEP	۰.۱۴	۲.۳۵	۰.۰۱۸
BIG	۰.۰۸	۱.۴۹	۰.۱۳۶
C (مقدار ثابت)	-۰.۴۰	-۱.۶۹	۰.۰۹۱

۰/۰۰۰	F مقدار احتمال	۱۱.۲۹	F مقدار
۱.۷۸	دوربین واتسون	۰.۶۳۵۰	ضریب تعیین ( $R^2$ )
		۰.۵۷۸۸	ضریب تعیین تعدیل شده

با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۷، سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر D/E \* PAYOUT کوچک تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۰) یعنی بی معنی است، ضریب آن (۰/۰۹-) می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۶/۲۳- می باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ بنابراین می توان نتیجه گرفت نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (نسبت بدهی به ارزش ویژه) بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت تأثیر گذار است، در نتیجه فرضیه سوم تحقیق تأیید می شود.

### نتیجه گیری و پیشنهادات

اگر شرکت سود سهام بیشتری نسبت به آنچه توسط بازار پیش بینی شده است اظهار کند، این موضوع ممکن است نشانه این باشد که چشم انداز مالی آینده شرکت روشن تر از مورد انتظار آن است. واکنش مثبت یا منفی بازار به سیاست های تقسیم سود واحدهای اقتصادی و شدت چنین واکنشی، به سطح محدودیت های مالی بستگی دارد. در این تحقیق بر اساس داده های مربوط به ۱۶۸ شرکت در فاصله سال های ۱۳۹۳-۱۴۰۰ به بررسی اثرات درماندگی مالی، سیاست تقسیم سود و نسبت بدهی به ارزش ویژه (بدهی به حقوق صاحبان سهام) بر ارزش شرکت پرداخته شد. نتایج نشان داد که تقسیم سود شرکت بر ارزش آن تأثیر گذار نیست و همچنین اگرچه درماندگی مالی منجر به کاهش تغییر جهت رابطه میان تقسیم سود و ارزش شرکت می شود؛ اما این تأثیر معنی دار نیست.

بنابر ادبیات تحقیق انتظار بر این بود که در نتیجه مشکلات مالی تجربه شده توسط شرکت، شرکت نتواند سود را بین سهامداران توزیع کند که این امر بر ارزش شرکت نیز تأثیر باشد. این یافته ها می تواند ناشی از سطح بالای درماندگی در شرکت های ایرانی باشد که تفاوتی را در بازده حقوق صاحبان آنها ایجاد نمی کند. این نتیجه در تضاد با یافته های ویدادو و سعدیه (۲۰۲۲) می باشد. همچنین نتایج نشان داد نسبت بدهی به ارزش ویژه بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت تأثیر منفی و معنی دار دارد. نسبت بدهی به ارزش ویژه نشان دهنده ریسک مالی پایین در شرکت است. بر این اساس می توان گفت در شرکت هایی که وام ها و بدهی ها سطح بالاتری نسبت به حقوق صاحبان سهام دارند، به دلیل کاهش توان مالی شرکت در بازپرداخت وام ها امکان تقسیم سود کاهش می یابد و در نتیجه رابطه سیاست های تقسیم سود با ارزش شرکت تحت تأثیر قرار می گیرد. این نتیجه مطابق با یافته های ویدادو و سعدیه (۲۰۲۲) می باشد.

با توجه به این نتایج پیشنهاد می شود که سهامدارانی که به ارزش شرکت به عنوان سیگنالی از وضعیت آتی و روبه به رشد آن توجه دارند و همچنین خواهان بهبود بازده حقوق صاحبان سهام هستند، بیشتر از آنکه درماندگی مالی شرکت ها را مورد نظر داشته باشند نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام را مورد ارزیابی قرار دهند؛ چراکه می تواند منجر به کاهش ارزش رکت شود. همچنین پیشنهاد می شود که اعتبار دهندگان نیز نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام را به عنوان شاخصی از ریسک شرکت در نظر داشته باشند. در انتها پیشنهاد می شود که محققین آتی به بررسی تأثیر محدودیت های فروش شرکت و همچنین سهم بازار شرکت بر رابطه سیاست های تقسیم سود و ارزش شرکت بپردازند.

## منابع

- ✓ اعتمادی، حسین، اسمعیلی کجانی، محمد، (۱۳۹۴)، مروری جامع بر تئوریهای سیاست تقسیم سود، مطالعات حسابداری و حسابرسی سال پنجم، شماره ۱۷، صص ۱-۲۳.
- ✓ افسری، نیما، ترابی، تقی، نیکومرام، هاشم، دارابی، رؤیا، (۱۴۰۰)، تبیین تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۱۰، شماره ۳۷، صص ۶۹-۸۲.
- ✓ باقری، سید محمد، لطیفی، صدیقه، محسنی، شکوفه، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر بازار گرایی بر عملکرد سازمانی در چارچوب مزیت رقابتی در شرکت‌های صنعتی کوچک و متوسط (مطالعه موردی: مجموعه‌ای از شهرک‌های صنعتی استان مازندران)، کاوش‌های مدیریت بازرگانی، سال ۱۰، شماره ۱۹، صص ۱۶۹-۱۸۷.
- ✓ پیرایش، رضا، محمدپورزنجان، مسعود، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه عملکرد مالی و ارزش شرکت در بین شرکت‌های معدنی استان زنجان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، شماره ۷، صص ۱۰۳-۱۱۶.
- ✓ حسینی، مریم، گرجی زاده، داود، خان محمدی، محمد حامد، (۱۳۹۹)، ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، شماره ۴۰، صص ۱۰۰-۱۱۵.
- ✓ حیدری هراتمه، مصطفی، شیرین بخش، شمس اله، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت بر محدودیت‌های تأمین مالی، شاخص kZ شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری و منافع اجتماعی، دوره ۷، شماره ۴، صص ۸۳-۹۸.
- ✓ خوشکار، فرزین، نیکجو، محسن، عابدینی، پریرسا، (۱۴۰۰)، سرمایه‌گذاران نهادی، سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت، فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۵، شماره ۸۳، صص ۴۰۲-۴۱۸.
- ✓ سلیمانیان، مریم، وکیلی فرد، حمیدرضا، حمیدیان، محسن، صراف، فاطمه، دارابی، رؤیا، (۱۴۰۰)، پیش‌بینی محدودیت مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با بکارگیری روش‌های Relief-Svm - Chaid، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۱۹، شماره ۳۷، صص ۱۷۹-۱۹۴.
- ✓ عطایی شریف، عباس، لشکری، زهرا، خسروی پور، نگار، (۱۳۹۹)، اثر تعاملی توانایی مدیریت و درماندگی مالی بر کیفیت حسابرسی (شواهد تجربی: بورس اوراق بهادار تهران)، دانش حسابرسی، سال ۲۰، شماره ۷۸، صص ۷۷-۹۶.
- ✓ فروغی، داریوش، امیری، هادی، الشریف، محمد، (۱۳۹۶)، تأثیر درماندگی مالی بر اثرگذاری اقلام تعهدی بر بازده‌های آتی، مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۴، شماره ۵۵، صص ۹۳-۱۲۳.
- ✓ کیقبادی، امیررضا، دامن کشیده، مرجان، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود بر عملکرد مالی و ساختار سرمایه بانک‌ها، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۱۰، شماره ۴۰، صص ۲۸۳-۳۰۳.
- ✓ مردزاده فر، مهدی، روحی، علی، آذری، واحد، (۱۳۹۳)، تأثیر درماندگی مالی بر کیفیت اقلام تعهدی، حسابداری مالی، سال ۵، شماره ۱۸، صص ۱۰۳-۱۲۹.
- ✓ مشایخ، شهناز، احمدی، الهه، (۱۴۰۱)، در مطالعه‌ای با عنوان تأثیر نقدینگی و فرصت سرمایه‌گذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلگری محدودیت مالی، مجله دانش حسابداری، دوره سیزدهم، شماره ۱، صص ۸۳-۹۶.
- ✓ مشکی میاوقی، مهدی و صرفه‌جو، فاطمه، (۱۳۹۶)، بررسی پیامدهای سیاست سود تقسیمی رو به رشد در شرایط محدودیت مالی و موقعیت رقابتی، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۵، شماره ۳، صص ۱۹-۳۴.

- ✓ Abdisa L& Hawitibo, A (2021) Firm performance under financial constraints: evidence from sub-Saharan African countries, *Journal of Innovation and Entrepreneurship* volume 10, Article number: 38 (2021).
- ✓ Ahamed, Fatematuz Tamanna., Muhammad Nurul Houqe (2022) Meta-analysis of the impact of financial constraints on firm performance, <https://doi.org/10.1111/acfi.12923>
- ✓ Akhmadi, Akhmadi, and Yeni Januarsi. (2021). Profitability and Firm Value: Does Dividend Policy Matter for Indonesian Sustainable and Responsible Investment (SRI)-KEHATI Listed Firms? *Economies* 9: 163. <https://doi.org/10.3390/economies9040163>
- ✓ Falavigna, G.; Ippoliti, R. Financial Constraints and the Sustainability of Dividend Payout Policy. *Sustainability* 2021, 13, 6334. <https://doi.org/10.3390/su13116334>.
- ✓ Geng, R., Bose, I., & X. Chen. (2015). Prediction of financial distress: An empirical study of listed Chinese companies using data mining. *European Journal of Operational Research*, Vol. 241, No. 1, Pp. 236–247.
- ✓ Gerged, Ali Meftah, Mohamed Marie, and Israa Elbendary. (2022). Estimating the Risk of Financial Distress Using a Multi-Layered Governance Criterion: Insights from Middle Eastern and North African Banks. *Journal of Risk and Financial Management* 15: 588. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120588>.
- ✓ Hanady, B. (2021). The impact of ownership structure on dividend policy of listed firms in Jordan. *Cogent Business & Management*, 8(1), pp. 1-18.
- ✓ Huan, H., Xiao, Q., Akbar, S (2019) Trade credit, firm profitability, and financial constraints: Evidence from listed SMEs in East Asia and the Pacific. *International Journal of Managerial Finance* DOI: 10.1108/IJMF-09-2018-0258.
- ✓ Kaplan, S.N., Zingales, L. and Zingales, L. (1997), “Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112 No. 1, pp. 169–215.
- ✓ MARIA, NGWOKE OGECHUKWU(2021) EFFECT OF DIVIDEND POLICY ON FINANCIAL PERFORMANCE OF MANUFACTURING FIRMS IN NIGERIA, *International Journal of Advanced Research in ISSN: 2278-6236 Management and Social Sciences*.
- ✓ Parenrengi, D. S., & Permata, I. S. 2018. Analysis Of Distress Financial Condition Toward Stock Price Of Manufacture Company In The Period Of (2012 – 2016). *The International Journal of Engineering and Science (IJES)*, 7(10), 64–69. <https://doi.org/10.9790/1813-0710036469>
- ✓ Ramadani , Dwi, Supto Jumono (2020) Analysis of Cash Position Effect, Debt to Equity Ratio, Return on Assets, And Loan to Deposit Ratio, Net Call Money Over Pay-out Ratio Dividends (Case Study of Banking Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange in 2012 - 2018), *J Joma*, Vol 4, No 3 (2020) .
- ✓ Stellan , Rémi Jenny P. Danna- Buitrago (2019) Financial distress, free cash flow, and interfirm payment network: Evidence from an agent- based model, <https://doi.org/10.1002/ijfe.1769>.
- ✓ Tamayo, W., Julio Cerviño, J (2020) The Firm Value and Marketing Intensity Decision in Conditions of Financial Constraint: A Comparative Study of the United States and Latin America, <https://doi.org/10.1177/1069031X20943533>
- ✓ Widagdo, Bambang., Chalimatuz Sa'diyah (2022) FINANCIAL DISTRESS, DIVIDEND POLICY, RGEC AND EARNING PER SHARE, *Trikonomika* Volume 21, No. 1, June 2022, Page. 37-45 ISSN 1411-514X (print) / ISSN 2355-7737 (online).
- ✓ Yustika, Y. 2015. Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas, Operating Capacity Dan Biaya Agensi Manajerial Terhadap Financial Distress (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2013). *Jom FEKON*, 2(2).