

ارائه مدل ارزش شرکت براساس نسبت های مالی، سرمایه فکری و سیاست تقسیم سود

دکتر حسین بدیعی

استادیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).
badiei@iau.ac.ir

مهناز قادری

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، تهران، ایران.
Mahnaz_ghaderi20@yahoo.com

محمدامین علی اکبری

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، تهران، ایران.
Aliakbarimohammadamin1@gmail.com

چکیده

هدف این پژوهش ارائه مدل ارزش شرکت براساس نسبت های مالی، سرمایه فکری و سیاست تقسیم سود بوده است. قلمرو مکانی این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی بین سال های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ بوده است. روش پژوهش حاضر از لحاظ ماهیت در زمره پژوهش ها توصیفی قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته پژوهش های علت معلولی محسوب می گردد. در بخش داده های پژوهش از طریق جمع آوری داده های شرکت های نمونه با مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۷ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده های جمع آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. نتایج پژوهش نشان داد بین نسبت های مالی با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. بین سرمایه فکری با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. سیاست تقسیم سود بر رابطه بین نسبت های مالی با ارزش شرکت تاثیرگذار است. سیاست تقسیم سود بر رابطه بین سرمایه فکری با ارزش شرکت تاثیرگذار است.

واژگان کلیدی: ارزش شرکت، نسبت های مالی، سرمایه فکری، سیاست تقسیم سود.

مقدمه

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از مباحث علم مالی در بیش از پنج دهه اخیر مطرح بوده است. تقسیم سود بعنوان عاملی موثر بر استفاده از فرصت های سرمایه گذاری برای شرکت ها محسوب می شود. هر قدر میزان سود تقسیمی بیشتر باشد، نیاز به منابع مالی خارج از شرکت جهت سرمایه گذاری بیشتر می گردد. این عامل می تواند بر قیمت سهام شرکت ها در آینده تاثیر بسزایی داشته باشد. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران خواهان تقسیم سود نقدی می باشند، از این رو مدیران همواره باید بین علایق مختلف سهامداران تعادل برقرار نمایند تا هم فرصت های سودآور سرمایه گذاری را از دست ندهند و هم سود نقدی مصوب را به سهامداران بپردازند (یحیی زاده فر و عمادی، ۱۳۹۰). سود تقسیمی به واسطه عینیت و ملموس بودن از جایگاه منحصربه فردی نزد مالکان شرکت برخوردار است و سرمایه گذاران با هدف آگاهی از توان ایجاد نقدینگی و توزیع آن بین سهامداران، علاقه ویژه ای به آن دارند. از این رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت ها معطوف به مقوله ای است که از آن به عنوان، سیاست تقسیم سود یاد می شود. این

سیاست، بیانگر پرداخت شرکت و میزان وجوه نقدی است که بین سهامداران توزیع می‌شود. با توجه به شواهد موجود، سیاست‌های تقسیم سود هنوز به عنوان یک معما در امور مالی شرکت‌ها مطرح است (بدیعی و همکاران، ۱۴۰۰). همچنین در جهان کنونی که دوره تحولات لجام گسیخته می‌باشد بحث مدیریت دارایی‌های ناملموس سازمان‌ها بعد از مهندسی مجدد (دهه، ۸۰) و مدیریت کیفیت فراگیر (دهه، ۹۰) به عنوان پدیده‌ای مهم، به صورت همه جانبه‌ای افق تحولات مدیریت را تحت تاثیر قرار داده است. در این میان یکی از پارادایم‌هایی که بحث فوق را در مدیریت سازمان‌ها تحت پوشش قرار می‌دهد، بحث سرمایه‌فکری می‌باشد. سرمایه‌فکری مجموعه‌ای از دانش، اطلاعات، دارایی‌های فکری، تجربه، رقابت و یادگیری سازمانی است که می‌تواند برای ایجاد ثروت بکار گرفته شود. بنابراین سرمایه‌فکری در پی آن است که در سازمان‌ها، دارایی‌های فکری، دانش، تجربه و یادگیری سازمانی جهت نیل به توسعه همه جانبه بیشتر از پیش مورد توجه قرار گیرد. پس برخلاف تصورات رایج، که صرف وجود فناوری را متضمن توسعه می‌دانستند، دانش و به اشتراک گذاشتن آن در سازمان‌ها و سرمایه‌فکری تضمین کننده بهبود عملکرد و توسعه می‌باشند (کرنیاوان^۱، ۲۰۱۴). ارزش تعیین شده سهام شرکت یکی از فرصت‌های دستیابی به رشد و توسعه در آینده می‌باشد. امروزه صدها شرکت وارد بورس اوراق بهادار تنها برای یکبار می‌شوند. قیمت سهام هر لحظه و بر اثر تغییرات عرضه و تقاضای بازار قابل تغییر است. اگر تعداد فروشندگان یک سهم از تعداد خریداران آن بیشتر باشد، یعنی عرضه یک سهم برای فروش بیش از میزان تقاضای آن برای خرید باشد، قیمت آن سهم کاهش می‌یابد و برعکس. قیمت یک سهم شاخص عملکرد شرکت است. مردم عملیات تجاری شرکت را نمی‌توانند از نزدیک ببینند اما به طور حتم، می‌توانند قیمت سهام شرکت را در بازار شاهد باشند. تمام معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش دارای رابطه معنادار با قیمت هستند. حداکثر کردن قیمت سهم به عنوان هدف اصلی شرکت می‌تواند به رضایت سهامداران و مشتریان منجر شود (انواری رستمی، ۱۳۹۲).

مبانی نظری پژوهش

سیاست تقسیم سود

سیاست تقسیم سود رویه شرکت در پرداخت سود به عنوان سود تقسیمی یا انباشته کردن آن به صورت سود انباشته برای سرمایه‌گذاری مجدد در شرکت می‌باشد. سیاست تقسیم سود رابطه بین پرداخت سود تقسیمی به سهامداران و سرمایه‌گذاری مجدد در شرکت را تعیین می‌کند. بنابراین سیاست‌های تقسیم سود بخش مهمی از راهبردهای بلندمدت تامین مالی شرکت‌ها می‌باشد (حجازی و همکاران، ۱۳۹۶).

عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود:

عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را می‌توان در قالب موارد ذیل دسته بندی نمود:

- هزینه‌های معاملاتی تامین مالی از بازار سرمایه.
- محدودیت‌های تامین مالی ناشی از افزایش اهرم مالی و عملیاتی.
- هزینه‌های نمایندگی مالکیت بیرونی (سهامداران اقلیت).

نسبت‌های مالی

نسبت‌های مالی را می‌توان به چهار گروه نسبت‌های نقدینگی، بدهی، سودآوری و فعالیت، دسته‌بندی کرد. تحلیل‌گران مالی هر یک از گروه‌های بالا را در جای ویژه‌ای به کار می‌برند. اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران و دولت از استفاده-

¹ Kurniawan

کنندگان نسبت‌های مالی هستند. این گونه نسبت‌ها برای کنترل شیوه‌های مدیریتی و آگاهی از این که تامین‌کنندگان بیرونی سرمایه، چه چشم‌داشتی از شرایط مالی و کارکرد شرکت دارند، سودمند می‌باشد. چگونگی بهره‌گیری از نسبت‌های مالی، به چیره‌دستی و کارآزمودگی تحلیل‌گران مالی که آن‌ها را به کار می‌برند، بستگی دارد. این نسبت‌ها، به خودی خود بی‌معنا می‌باشد و باید بر پایه‌ی روش مقایسه‌ای تحلیل شود. مقایسه نسبت‌های یک شرکت در زمان‌های گوناگون این توانایی را به ما می‌دهد تا دگرگونی‌ها و چگونگی‌های شرایط مالی شرکت و سودآوری آن را پیگیری و ارزیابی کنیم.

نسبت‌های مالی یکی از ابزارهای مهم ارزیابی شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران و نیز ابزاری برای مدیریت واحد تجاری به منظور ارزیابی وضعیت موجود و هم‌چنین پیش‌بینی وضعیت آتی واحد تجاری است. نشانه‌های خطر درباره تردید جهت حفظ تداوم فعالیت واحد مورد رسیدگی می‌تواند از صورت‌های مالی یا منابع دیگر به دست آید. نمونه‌هایی از این نشانه‌ها عبارتند از:

۱. فزونی کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها یا فزونی بدهی‌های جاری بر دارایی‌های جاری.
 ۲. نامساعد بودن نسبت‌های مالی.
 ۳. ناتوانی در پرداخت به موقع حساب‌های پرداختی.
 ۴. اتکای بیش از حد بر استقراض کوتاه‌مدت برای تامین مالی دارایی‌های بلند مدت.
- نسبت‌های مالی مقادیر عددی هستند که با هدف به دست آوردن اطلاعات معنادار از صورت‌های مالی یک شرکت استخراج می‌شوند. اعداد استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت مانند ترازنامه، صورت سود و زیان و صورت جریان نقدینگی، در مواردی هم چون آنالیزهای مقداری و ارزیابی نقدینگی، رشد، حاشیه سود، سودآوری، نرخ بازگشت، ارزش‌گذاری و غیره استفاده می‌شوند. یکی از متداول‌ترین راه‌های تحلیل مالی، محاسبه و بررسی نسبت‌های مالی است. این نسبت‌ها در چندین گروه تعریف شده‌اند و هر کدام به یکی از جنبه‌های وضعیت مالی شرکت‌ها می‌پردازند.

سرمایه‌فکری

سرمایه‌فکری در برگیرنده همه فرایندها و دارایی‌هایی است که به طور معمول و سنتی در ترازنامه منعکس نمی‌شوند. همچنین شامل آن گروه از دارایی‌های نامشهود مانند علائم تجاری و حق امتیازها و... است که روش‌های حسابداری مدرن آنها را مدنظر قرار می‌دهند. عبارتی سرمایه‌فکری عبارتست از: اجزای فکری، دانش، اطلاعات، دارایی فکری، تجربه که استفاده از آن می‌تواند باعث ایجاد ثروت شود. (اسمعیل زاده مقری و همکاران، ۱۳۸۹).

باس (۲۰۱۲)^۱ معتقد است سازمان‌ها به ۴ دسته از دلایل ممکن است سرمایه‌های فکری خود را مورد سنجش قرار دهند که عبارتند از:

- ۱- بهبود مدیریت داخلی.
 - ۲- بهبود گزارش دهی به خارج از سازمان.
 - ۳- مبادلات این سرمایه.
 - ۴- دلایل قانونی بهبود این حسابداری در میان شکاف بین ارزش بازار سازمان و ارزش خالص دارائی‌های مشهود که در واقع سهام ناشی از دارائی‌های نامشهود تلقی می‌شود روز به روز، توجه سرمایه‌گذاران را جلب می‌نماید.
- طبق این مطالعات و تعاریف، سرمایه‌ی فکری شامل:
- ۱- سرمایه ارتباطی (سرمایه‌ی مشتری).

¹ bose

۲- سرمایه انسانی.

۳- سرمایه ساختاری (سازمانی) می باشد.

۱. سرمایه ارتباطی (مشتری)

بدون مشتری، سازمان‌ها درآمد ندارند و نمی‌توانند به حیات خود ادامه دهند. شرکت‌ها باید رضایت مشتریان و وفاداری آنها را مورد توجه قرار دهند. اگر سازمان نتواند مشتریان خود را راضی نگه دارد نمی‌تواند در کسب و کار خود موفق باشد و به اهداف خود برسد (پوتراک^۱، ۲۰۱۴).

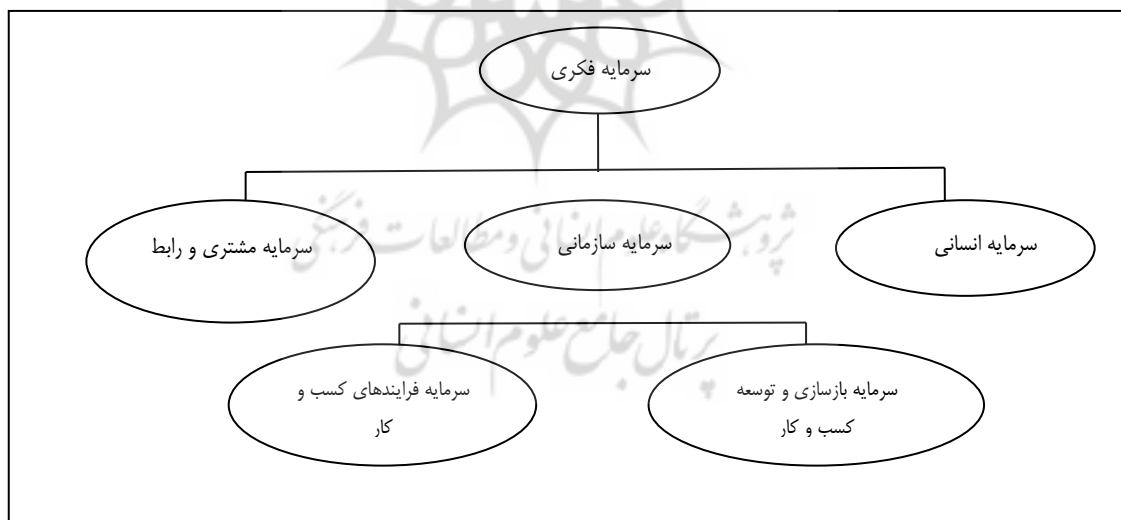
۲. سرمایه انسانی

سرمایه‌ی انسانی یک سازمان شامل مهارت‌ها، تخصص، توانایی حل مساله و شبکه‌های رهبری می‌شود. سرمایه‌ی انسانی به عنوان مبنای سرمایه‌ی فکری منتج به بهبود عملکرد و ایجاد سود برای شرکت می‌شود.

۳. سرمایه‌ی ساختاری (سازمانی)

سرمایه ساختاری ۹ مقوله ابزار تکنولوژی، سیستم‌های مالی، اطلاعات شرکت، قابلیت ارتباط با دیگران، رفتارها، تحقیق و توسعه، پایگاه‌های اطلاعاتی، نظام‌های سازمانی و فرهنگ سازمانی را در بر می‌گیرد. در این مضمون برای تحقق عملکرد نوآورانه در حوزه سرمایه ساختاری که شامل همه ذخایر غیرانسانی دانش در سازمان و هر آنچه که ارزش آن برای سازمان بالاتر از ارزش مادی اش است، می‌باشد (رشیدی و بنی طالبی، ۱۴۰۱).

نمودار (۱): درخت شاخص سرمایه فکری از نظر روس و همکاران (۲۰۰۳)



ارزش شرکت

اگر اوراق بهادار شرکت در بورس اوراق بهادار معامله شود، معمولاً قیمت معامله مؤید ارزش بازار آن سهم می‌باشد. اعتبار این ارزش منوط به تداوم بازاری دارد که این قیمت در آن استخراج شده است. باید توجه داشت که این ارزش با ارزش ذاتی سهام می‌تواند متفاوت باشد. غالباً، تفاوت بین ارزش جاری بازار و ارزش ذاتی که می‌توان آن را ارزش واقعی به

¹ Potrak

ارزش تئوریک سهام دانست، مبنای تصمیمات خرید و فروش سهام است. در ضمن ارزش بازار سهام زمانی قابلیت اتکا دارد که برآیند حجم مبنای از سهام باشد، تا بتوان آن را برای کل سهام شرکت و در نتیجه محاسبه ارزش آن استفاده نمود (یانوار^۱، ۲۰۱۵).

مدل‌های کلی تعیین ارزش شرکت

به طور کلی دو مدل در رابطه با تعیین ارزش شرکت و عملکرد مدیران وجود دارد:

۱- مدل‌های حسابداری

این مدل‌ها ارزش سهام شرکت را از طریق حاصل ضرب سود شرکت در ضریب تبدیل سود به ارزش به دست آورد که در مدل حسابداری، ارزش یک شرکت تابعی از معیارهای مختلف نظیر سود، سود هر سهم، رشد سود، بازدهی حقوق صاحبان سهام، ارزش دفتری، سود تقسیمی و عرضه و تقاضای سهام است (روحی، ۱۳۹۱).

۲- مدل‌های اقتصادی

این مدل‌ها ارزش سهام شرکت را بر اساس قدرت کسب سود دارایی‌های موجود و سرمایه‌گذاری‌های بالقوه و مابه التفاوت نرخ بازده و هزینه سرمایه‌ی شرکت تعیین می‌کند. عدم استفاده از معیارهای مناسب برای اندازه‌گیری عملکرد و ارزش سهام یک شرکت باعث ضرر و زیان یک گروه از خریداران سهام و سود سرشار گروه دیگر خواهد شد. در مدل‌های اقتصادی برای تعیین ارزش شرکت، فرض می‌شود که قیمت سهام به وسیله سرمایه‌گذاران با هوشی تعیین می‌شود که فقط به دو چیز توجه دارند. جریان نقد بدست آمده در طول یک فعالیت اقتصادی و ریسک دریافت‌های نقدی. در روش‌های اقتصادی اذعان می‌شود که اگر چه کسب و اندازه‌گیری درآمد با سود ناشی از عملیات شرکت مهم است، با این وجود، به همان اندازه اهمیت دارد که بیان می‌شود درآمد با حجمی از سرمایه‌ی بکار رفته برای کسب آن مرتبط است (روحی، ۱۳۹۱).

مهمترین مدل‌های اقتصادی و حسابداری تعیین ارزش شرکت‌ها

مدل اقتصادی میلر و مودیگلیانی^۲

میلر و مودیگلیانی در مقاله خط مشی تقسیم سود، رشد و ارزیابی سهام، یک مدل پایه اقتصادی برای ارزیابی شرکت‌ها ارائه نمودند. آن‌ها ارزیابی شرکت را از مدل حسابداری ارزش (ضریب $\frac{P}{E}$ ضربدر سود هر سهم) بدین صورت که میزان پرداخت سود نقدی ارزش هر شرکت را تعیین می‌کند، بیان نمودند. میلر و مودیگلیانی سه روش متفاوت ارزیابی ارائه نمودند و نشان دادند که در یک سری پیش بینی‌های یکسان هر سه روش، به نتایج همانندی منتج می‌شود. البته در حال حاضر یکی از روش‌ها، "جریان‌های نقدی تنزیل شده" به طور وسیع مورد استفاده قرار می‌گیرد. در هر سه روش ارزش بازار واحد تجاری، (V) برابر است با مجموع ارزش بازار کل بدهی (D) و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، (E) (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲):

$$V = D + E$$

در یک واحد تجاری منفرد یا یک واحد خصوصی، ارزش کل شرکت (V) از اهمیت برخوردار است. در حالی که در یک واحد تجاری بزرگ، قیمت هر سهم بیشتر مورد علاقه است. برای محاسبه‌ی قیمت سهام هر یک شرکت منفرد، ارزش

¹ Yanuar

² Miller & Modigliani

بازار بدهی شرکت (و سایر ادعاهای مقدم بر ادعاهای سهامداران عادی) از ارزش کل شرکت کسرمی‌گردد، و سپس ارزش حقوق صاحبان سهام عادی بر تعداد سهام منتشره تقسیم می‌شود (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲):

$$P = \frac{E}{N}$$
$$E = V - D$$

مدل اقتصادی محرک ارزش

مدل کل ارزش در این روش به شکل زیر است (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲):

$$V = D + E = \frac{NOPAT}{C} + t$$
$$D + \frac{I(R-C)^t}{C(1+C)}$$

که در آن NOPAT سود عملیاتی خالص پس از کسر مالیات، C میانگین هزینه سرمایه، نرخ بازده مورد انتظار سهامداران، t نرخ مالیات، D بدهی، I سرمایه و T دوره زمانی معین می‌باشد. این مدل نشان می‌دهد که چه مقدار از کل ارزش از عملیات جاری $\frac{NOPAT}{C}$ صرفه جویی مالیاتی منتج از تامین مالی از طریق ایجاد بدهی (tD) و ارزش طرح های آتی آن $\frac{I(R-C)^t}{C(1+C)}$ است (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲).

مدل حسابداری جریان های نقدی آزاد

بر اساس این مدل، ارزش شرکت برابر با ارزش فعلی جریان های نقدی آتی است و در آن تنزیل جریان های نقدی آزاد^۱ بدست آمده از عملیات شرکت، که مازاد بر وجوه سرمایه گذاری شده برای رشد می‌باشد، ارزش شرکت را تعیین می‌کنند (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲).

$$V = PV (FCF)$$

که در آن: $FCF = NOPAT - 1$ است. NOPAT عبارتست از: سود عملیاتی تعدیل شده از بابت هزینه استهلاک و I نشانگر خالص سرمایه گذاری جدید در دارایی های غیر جاری در طی یک دوره مالی است (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲).

مدل ارزش افزوده اقتصادی

استرن استیوارت، جوئل استرن و بنت استیوارت^۲ ارزش افزوده اقتصادی نوعی نماد تجاری تلقی می‌کنند که بیانگر سود باقیمانده پس از پوشش هزینه سرمایه توسط سودهای عملیاتی است. استرن توضیح می‌دهد که نرخ بازده کسب شده توسط اعتباردهندگان و سهامداران میبایست متناسب با ریسک پذیرفته شده، کافی باشد. اگر سود باقیمانده (به عبارتی ارزش افزوده اقتصادی^۳) صفر باشد، آنگاه نرخ بازده عملیاتی شرکت برابر است با نرخ بازده مورد انتظاری که سرمایه گذاران در قبال ریسک معین پذیرفته اند. مدل ارزش افزوده اقتصادی به شکل زیر است:

$$V = \text{capital} + \text{EVA آتی های}$$

که در آن $EVA = \text{capital} \times (r-c)$ (capital به معنای سرمایه بکار گرفته شده).

¹ FCF

² Estern Stiwart, Joel Estern & Bent Stiwart

³ EVA

$$N = CAPITAL + \sum \frac{\Sigma VA}{(1+C)}$$

البته در استفاده از این مدل بایستی تعدیلات در سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و کل سرمایه‌ی به کار گرفته شده صورت گیرد، که این تعدیلات، اصل محافظه‌کاری و رعایت یکنواختی در اجرای اصول پذیرفته شده‌ی حسابداری را نقض خواهد کرد و همچنین قضاوت‌های شخصی را بالا برده و فرآیند جمع‌آوری اطلاعات، برای محاسبه‌ی ارزش ذاتی شرکت را نیز طولانی می‌کند.

مدل ارزشیابی سهام بر اساس جریان‌های نقدی آتی مورد انتظار

ارزش سهام یک شرکت می‌تواند با برآورد و تنزیل جریان‌های نقدی برای سهامداران محاسبه شود. در حقیقت سهام سهامداران در شرکت، ارزش فعلی مجموع سودهای نقدی مورد انتظار بعلاوه‌ی ارزش فعلی قیمت مورد انتظار سهام در پایان دوره سرمایه‌گذاری است. این تعریف در فرمول زیر بیان می‌شود (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲):

$$VE = pv (\text{سود نقدی مورد انتظار}) + pv (\text{ارزش سهام پایان دوره دیگر گرفته شده})$$

مدل بازده مورد انتظار سهام عادی (مدل گوردن)^۱

در این روش برای تعیین ارزش بازار سهام عادی، باید کلیه سودهای سهام آتی را بر حسب نرخ بازده مورد انتظار تنزیل و ارزش فعلی آن‌ها را محاسبه نمود (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲).

$$Mktp = pv (\text{div 1} + \text{div 2} + \dots + \text{div n})$$

که در آن:

Mktp: ارزش بازار سهام شرکت k در دوره t و div: سود تقسیمی هر سهم می‌باشد.

بین ترتیب ارزش بازار سهام عادی عبارت است از: جمع ارزش فعلی سودهای سهام پرداختی که از سال یک شروع و به طور نامحدود ادامه دارد. در این روش یک راه عملی برای محاسبات وجود دارد و به این پرسش پاسخ می‌دهد که چگونه ارزش سهام در طی یک فعالیت مداوم تعیین می‌شود. مدل گوردن با فرض یک نرخ رشد ثابت سود سهام، ارزش بازار سهام را به شکل زیر محاسبه می‌کند:

$$Mktp = \frac{D}{ke - g}$$

در این فرمول ke بازده مورد انتظار، D سود سهام پرداختی سال آتی و g نرخ رشد سود سهام است. (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲).

مدل ترکیب سود و ارزش دفتری در ارزشیابی سهام (مدل برگ استالر و دیچف)^۲

دیچف و برگ استالر بر این باورند که ارزش حقوق صاحبان سهام یک تابع مقعر از هر دو مقدار سود و ارزش دفتری است، و این تابع به ارزش نسبی سود و ارزش دفتری بستگی دارد. به بیان دیگر ارزش شرکت برابر است با مجموع ارزش

¹ Gordon

² Burg Stuler & Dichof

بازگشت و ارزش سازگاری. ارزش بازگشت مبلغی است که در اثر محاسبه‌ی ارزش فعلی سودهای آینده (با این فرض که شرکت کماکان از منابع فناوری کنونی خود استفاده می‌کند) به دست می‌آید. ارزش سازگاری برابر است با ارزش منابع شرکت، مستقل از فناوری کنونی شرکت (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲).

$$\frac{vt}{Bt-1} = \frac{b1+b2 Et}{Bt-1+E}$$

مدل مایر^۱

در این مدل ارزش شرکت تابعی از ارزش دفتری سهام، به علاوه خالص ارزش دارایی‌های تحقق نیافته است که به صورت فرمول‌های زیر بیان می‌شود (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲):
ارزش فرصت‌های رشد + ارزش تحقق یافته دارایی‌ها = ارزش شرکت

مدل مایر به طور کامل مبتنی بر مدل‌های ارزشیابی مورد استفاده برگ و دیچف است که می‌گویند ارزش بازار سهام یک شرکت در سال t یک تابع خطی از خالص دارایی‌های تحقق یافته (که با ارزش دفتری سهام اندازه گیری می‌شود) و خالص دارایی‌های تحقق نیافته ناشی از فرصت‌های رشد^۲ است.

$$MVE = a_1 BE + a_2 UNA$$

در مدل فوق، ارزش شرکت تابعی از ارزش دفتری سهام و فرصت‌های رشد شرکت است. سود یک نماینده شناخته شده برای فرصت‌های رشد است و جریان‌های دفتری نماینده‌ای است که بر اساس آن می‌توان ارزش شرکت را پیش‌بینی کرد (اشرافی و فرید، ۱۳۹۲).

پیشینه پژوهش‌ها پژوهش‌های داخلی

بنی طالبی و رشیدی (۱۴۰۱) در پژوهشی به ارائه الگوی مفهومی سرمایه فکری از منظر نوآوری پرداختند. این پژوهش نشان داد که اجزای سرمایه فکری دارای خصوصیتی مبتنی بر واقعیت‌ها و تجارب سازمانی می‌باشند که به کمک تکنیک‌های نوآورانه می‌توان از آنها برای بهبود دانش، ارتقاء مهارت کارکنان و تمرکز بر خصوصیات نامشهود، استفاده کرد تا ارزش سهام شرکت از طریق گسترش دارایی‌ها افزایش یابد.

نیکبخت و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی تحت عنوان ارائه الگوی ارزیابی چند شاخصه سرمایه فکری، دریافتند که سرمایه فکری مهم‌ترین عامل ایجاد ارزش افزوده در شرکت‌ها و عملکرد آنها از جمله عملکرد مالی آنها می‌باشد؛ بنابراین اندازه‌گیری سرمایه فکری دارای اهمیت ویژه‌ای در اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها دارد. همچنین در این پژوهش با استفاده از تکنیک‌های تصمیم‌گیری چندشاخصه و پیاده‌سازی آن، مدلی چند شاخصه برای ارزیابی سرمایه فکری در پنج صنعت از صنایع بورسی ارائه شده است.

غفوری و همکاران (۱۳۹۹) پژوهش حاضر از منظر هدف کاربردی و از منظر شیوه گردآوری داده‌ها توصیفی از نوع همبستگی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش حاضر کارکنان شرکت فرودگاه‌ها و ناوبری هوایی ایران مستقر در فرودگاه

¹ Mayer

² UNA

شیراز به تعداد ۴۶۰ نفر در نظر گرفته شد، شیوه نمونه‌گیری به صورت گروهی و حجم نمونه از طریق فرمول کوکران به تعداد ۲۱۰ مشخص گردید. به منظور جمع‌آوری اطلاعات مورد نظر و سنجش متغیرهای پژوهش، از پرسش‌نامه استاندارد استفاده شد. نتایج تحلیل مسیر نشان داد ابعاد سرمایه‌فکری ارتباط معناداری با اشتراک دانش ولی ابعاد سرمایه‌فکری ارتباط معناداری با عملکرد مالی نداشت. همچنین اشتراک دانش ارتباط معناداری با عملکرد مالی شرکت دارد. بحرالعلوم و شمسی (۱۳۹۸) به بررسی تاثیر کیفیت افشاء سرمایه‌فکری بر هزینه سرمایه سهام عادی پرداختند. در این پژوهش افشای سرمایه ساختاری، سرمایه انسانی و سرمایه رابطه‌ای به عنوان متغیرهای مستقل و اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار دارایی‌ها، اهرم مالی و شاخص ورشکستگی آلتمن به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شدند و تاثیر آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد که کیفیت افشاء سرمایه فکری (افشای سرمایه ساختاری، افشای سرمایه انسانی و افشای سرمایه رابطه‌ای) بر هزینه سرمایه سهام عادی، تاثیر معنادار و معکوس دارد.

پژوهش‌های خارجی

ویجیجایانتي^۱ و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی تاثیر سرمایه‌فکری بر قیمت بازار سهام و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی پرداختند. نتایج پژوهش آنان حاکی از آن بود که سرمایه فکری بر ارزش بازار سهام و رشد درآمد شرکتها تاثیرگذار نمی باشد. سرمایه ارتباطی تنها بر بازده حقوق صاحبان سهام تاثیرگذار است. سرمایه انسانی هیچگونه تاثیر معناداری بر ارزش بازار و عملکرد مالی شرکتها ندارد. همچنین سرمایه ساختاری تاثیرگذاری معناداری بر عملکرد مالی شرکتهای اندونزی داشته است.

کادیم و همکاران^۲ (۲۰۲۰) به بررسی تاثیر سیاست تقسیم سود بر رابطه بین نسبت‌های مالی، سرمایه فکری با ارزش شرکت پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. بین سرمایه فکری با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. سیاست تقسیم سود بر رابطه بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت تاثیرگذار است. سیاست تقسیم سود بر رابطه بین سرمایه‌فکری با ارزش شرکت تاثیرگذار است.

سالوی^۳ و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی تاثیر سرمایه‌فکری بر رابطه بین گزارشگری مالی یکپارچه و ارزش شرکتها پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود بین گزارشگری مالی یکپارچه و ارزش شرکتها رابطه معنادار وجود دارد. سرمایه فکری بر رابطه بین گزارشگری مالی یکپارچه و ارزش شرکتها تاثیرگذار است.

نجیب اله^۴ (۲۰۱۹) در پژوهش‌ها خود به بررسی ارتباط بین سرمایه فکری و عملکرد مالی و قیمت سهام بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بنگلادش پرداخت. وی نشان داد که ارتباط معناداری بین سرمایه فکری و عملکرد مالی بانک‌های بنگلادش وجود دارد. همچنین سرمایه‌فکری منجر به افزایش ارزش سهام بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بنگلادش نیز می‌گردد.

جامعه و نمونه آماری

مدل پژوهش در قالب مدل رگرسیونی با توجه به پژوهش کادیم و همکاران (۲۰۲۰):

¹ Wijijayanti et al

² Kadim et al

³ Salvi

⁴ Najibollah

$$Value_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FRatio_{it} + \alpha_2 IC_{it} + \alpha_3 DIV_{it} + \alpha_4 (DIV_{it} \times FRatio_{it}) + \alpha_5 (DIV_{it} \times IC_{it}) + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 ROA_{it} + \varepsilon$$

$FRatio_{it}$: نسبت‌های مالی (متغیر مستقل).

DIV_{it} : سود تقسیمی (متغیر میانجی).

ROA_{it} : بازده دارایی‌ها (متغیر کنترلی).

$Value_{it}$: ارزش شرکت (متغیر وابست).

IC_{it} : سرمایه فکری (متغیر مستقل).

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت (متغیر کنترلی).

ε : سطح خطای مدل.

فرضیه‌های پژوهش

- بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد.
- بین سرمایه فکری با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد.
- سیاست تقسیم سود بر رابطه بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت تاثیرگذار است.
- سیاست تقسیم سود بر رابطه بین سرمایه فکری با ارزش شرکت تاثیرگذار است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

در این بخش تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی مثل میانگین، میانه، نما (مد) و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی انجام گرفته است. میانگین، متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد. میانه، نشان‌دهنده این است که ۵۰ درصد داده‌ها کمتر از عدد وسط جامعه و ۵۰ درصد داده‌ها بیش از عدد وسط جامعه هستند. نزدیک بودن مقدار میانگین و میانه، تقارن داده‌ها را نشان می‌دهد. انحراف معیار، پراکندگی را نشان می‌دهد و در نهایت چولگی، شاخص تقارن داده‌هاست. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول زیر ارائه شده است.

جدول (۱): آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ارزش شرکت	۰/۳۱۴	۲/۱۱۶	۰/۸۹۰	۰/۸۹۰	۰/۳۸۷	۱/۵۱۷	۶/۲۶۳
سرمایه فکری	۰/۰۰۱	۰/۲۸۷	۰/۰۹۴	۰/۰۹۰	۰/۰۴۵	۲/۳۱۸	۸/۰۳۷
سود تقسیمی	۰/۰۴۷	۰/۳۵۵	۰/۱۱۰	۰/۱۹۳	۰/۲۶۴	-۰/۴۹۶	۲/۰۳۱
نسبت‌های مالی	۰/۱۱۲	۰/۵۹۹	۰/۲۵۶	۰/۲۰۵	۰/۱۹۹	۴/۰۴۳	۱۷/۵۷۴
اندازه شرکت	۱۰/۹۵۴	۱۴/۹۲۸	۱۲/۵۶۱	۱۲/۳۸۳	۱/۱۵۹	-۰/۵۴۴	۲/۵۱۰
بازده دارایی‌ها	-۰/۲۸۹	۰/۳۰۴	۰/۰۴۱	۰/۰۵۴	۰/۱۳۲	-۰/۸۹۶	۴/۶۲۰
تعداد مشاهدات	۵۳۵						

در جدول فوق برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر مشاهده‌ها به عنوان شاخص‌های مرکزی و انحراف معیار به عنوان شاخص پراکندگی و ضریب کشیدگی، ضریب چولگی به عنوان شاخص‌های توزیعی ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه‌ی تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین متغیر ارزش شرکت عدد ۰/۸۹۰، سرمایه

فکری عدد ۰/۰۹۴، سود تقسیمی ۰/۱۱۰، اندازه شرکت ۵۶۱/، بازده دارایی ها ۰/۰۴۱ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند.

میانہ یکی دیگر از شاخص های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همان طور که نتایج نشان می دهد میانہ متغیر ارزش شرکت برابر با ۰/۸۹۰ می باشد که بیانگر این است که نیمه از داده ها کمتر از این مقدار و نیمه دیگر بیشتر از این مقدار هستند. انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است؛ بیشترین مقدار این پارامتر برای متغیر اندازه شرکت برابر با ۱/۱۵۹ می باشد. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. ضریب کشیدگی میزان کشیدگی منحنی فراوانی را نسبت به منحنی نرمال استاندارد نشان می دهد. اگر کشیدگی حدود سه باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار بزرگتر از عدد ۳ باشد منحنی برجسته و اگر کمتر از عدد ۳ باشد منحنی پهن می باشد. در این پژوهش بیشترین کشیدگی مربوط به متغیر نسبت های مالی و کمترین کشیدگی مربوط به متغیر سود تقسیمی می باشد.

آزمون مانایی

در این پژوهش برای بررسی مانایی از آزمون لین و لوین استفاده می گردد. فرضیه صفر آزمون، بیانگر وجود ریشه واحد متغیرهاست.

جدول (۲): آزمون لین و لوین

نام متغیر	آماره	سطح معناداری
ارزش شرکت	-۲/۲۳۵۱	۰/۰۰۶۸
نسبتهای مالی	-۳/۴۸۱۲	۰/۰۰۱۳
سود تقسیمی	-۳/۵۵۱۸	۰/۰۰۳۶
اندازه شرکت	-۵/۱۶۲۹	۰/۰۰۲۷
بازده دارایی ها	-۸/۶۵۲۸	۰/۰۰۴۱
سرمایه فکری	-۶/۳۹۸۵	۰/۰۰۰۵

با توجه به جدول فوق چون سطح معناداری همه متغیرها از ۰,۰۵ کوچکتر است؛ فرضیه صفر مبنی بر نامانایی برای همه متغیرها رد می شود و تمامی متغیرهای مورد مطالعه در سطح مانا هستند.

آزمون رگرسیون مدل پژوهش

$$Value_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FRatio_{it} + \alpha_2 IC_{it} + \alpha_3 DIV_{it} + \alpha_4 (DIV_{it} \times FRatio_{it}) + \alpha_5 (DIV_{it} \times IC_{it}) + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 ROA_{it} + \varepsilon$$

جدول (۳): آزمون رگرسیون و معناداری مدل

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰/۱۱۷	۰/۱۱۳	۱/۰۳۵	۰/۰۹۰۱
نسبت های مالی	۰/۶۸۶	۰/۱۲۰	۵/۶۶۹	۰/۰۱۱۷
سرمایه فکری	۰/۶۴۰	۰/۱۷۴	۳/۶۸۳	۰/۰۳۶۹
سود تقسیمی	۰/۵۰۳	۰/۰۹۶	۵/۲۳۹	۰/۰۱۵۷
سود تقسیمی*نسبت های مالی	۰/۴۸۱	۰/۱۵۱	۳/۱۸۵	۰/۰۲۶۹
سود تقسیمی*سرمایه فکری	۱/۳۲۰	۰/۷۴۵	۱/۷۷۳	۰/۰۰۸۳

اندازه شرکت	۰/۵۰۲	۰/۱۰۳	۴/۸۳۷	۰/۰۱۴۷
بازده دارایی ها	۰/۶۳۲	۰/۱۱۲	۵/۶۴۲	۰/۰۰۲۶
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۱/۹	۰/۶۸	۰/۶۷	۴۳/۵۰۱۲۶	**۰/۰۰۰

*سطح خطای ۵ درصد و **سطح خطای ۱ درصد

یکی از مشکلات معمول در یک الگوی رگرسیون، وجود همبستگی بین جملات پسماند است. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون می‌باشد. به این ترتیب ویژگی‌های بهترین برآوردکننده خطی بدون تورش خدشه‌دار می‌شود و در نتیجه استنباط آماری قابل اعتماد نخواهد بود. آماره دوربین واتسون برای بررسی خطای تصریح در مدل استفاده می‌شود. به عبارت دیگر، اگر باقیمانده‌های رگرسیون، الگوی سیستماتیک و قابل توجهی از خود نشان دهند، خطای تصریح وجود خواهد داشت. به طور ساده، این همبستگی منعکس کننده این واقعیت است که بعضی از متغیرها که متعلق به مدل واقعی هستند، در اخلاص قرار گرفته‌اند که باید از آن خارج شده و به عنوان یک متغیر توضیحی صحیح وارد مدل شوند. بطور کلی اگر این آماره در بازه ۱،۵-۲،۵ قرار داشته باشد می‌توان گفت مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند (خطا) مشاهده نمی‌شود. آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقدار ۱/۹ را نشان می‌دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلاص می‌باشد. نتیجتاً مشکل خودهمبستگی سریالی در این فرضیه مشاهده نمی‌شود. قبل از آزمون فرضیه پژوهش براساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به سطح معنی‌داری آماره F محاسبه شده (۰،۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۶۷ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (ارزش شرکت) توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

فرضیه اول

H0: بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود ندارد.

H1: بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل نسبت‌های مالی در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان نسبت‌های مالی و ارزش شرکت در سطح خطای ۰،۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، کمتر از ۰،۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H0 رد و فرض H1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه دوم

H0: بین سرمایه‌فکری با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود ندارد.

H1: بین سرمایه‌فکری با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل سرمایه‌فکری در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان سرمایه‌فکری و ارزش شرکت در سطح خطای ۰،۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، کمتر از ۰،۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H0 رد و فرض H1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ بین سرمایه‌فکری با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه سوم

H0: سیاست تقسیم سود بر رابطه بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت تاثیرگذار نیست.
H1: سیاست تقسیم سود بر رابطه بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت تاثیرگذار است.
ضریب برآوردی متغیر هم افزایی سود تقسیمی* نسبت‌های مالی در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان متغیر هم افزایی سود تقسیمی* نسبت‌های مالی و ارزش شرکت در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H0 رد و فرض H1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ سیاست تقسیم سود بر رابطه بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت تاثیرگذار است.

فرضیه چهارم

H0: سیاست تقسیم سود بر رابطه بین سرمایه فکری با ارزش شرکت تاثیرگذار نیست.
H1: سیاست تقسیم سود بر رابطه بین سرمایه فکری با ارزش شرکت تاثیرگذار است.
ضریب برآوردی متغیر هم افزایی سود تقسیمی* سرمایه فکری در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان متغیر هم افزایی سود تقسیمی* سرمایه فکری و ارزش شرکت در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H0 رد و فرض H1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ سیاست تقسیم سود بر رابطه بین سرمایه فکری با ارزش شرکت تاثیرگذار است.
ضریب برآوردی متغیر کنترلی اندازه شرکت در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان اندازه شرکت و ارزش شرکت در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر کنترلی پژوهش، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ بین اندازه شرکت و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

هدف این پژوهش ارائه مدل ارزش شرکت براساس نسبت‌های مالی، سرمایه فکری و سیاست تقسیم سود بوده است. قلمرو مکانی این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ بوده است. روش پژوهش حاضر از لحاظ ماهیت در زمره پژوهش‌ها توصیفی قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته پژوهش‌های علت معلولی محسوب می‌گردد. در بخش داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۷ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. نتایج پژوهش نشان داد بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. بین سرمایه فکری با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. سیاست تقسیم سود بر رابطه بین نسبت‌های مالی با ارزش شرکت تاثیرگذار است. سیاست تقسیم سود بر رابطه بین سرمایه فکری با ارزش شرکت تاثیرگذار است. خلاصه نتایج پژوهش به صورت زیر می‌باشد:

جدول (۴): خلاصه نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه	شرح فرضیه	نتیجه گیری
اول	بین نسبت های مالی با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد.	تایید شد
دوم	بین سرمایه فکری با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد.	تایید شد
سوم	سیاست تقسیم سود بر رابطه بین نسبت های مالی با ارزش شرکت تأثیرگذار است.	تایید شد
چهارم	سیاست تقسیم سود بر رابطه بین سرمایه فکری با ارزش شرکت تأثیرگذار است.	تایید شد

پیشنهادات مبتنی بر نتایج پژوهش

۱. با توجه نتیجه آزمون فرضیه اول بین نسبت های مالی با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. شاخص های نوین نقدینگی و نسبت های مبتنی بر صورت جریان در ارزیابی سودآوری و ارزش شرکت ها تصویر دقیق تری به استفاده کنندگان از اطلاعات مالی ارائه می دهند. افزون بر این، هر چند انواع شاخص های نقدینگی با یکدیگر همبستگی دارند ولی دارای محتوای اطلاعاتی متفاوتی هستند که به گونه ای موثر می تواند راهنمای استفاده کنندگان در جهت اخذ تصمیم های بهینه باشد.

۲. با توجه نتیجه آزمون فرضیه دوم بین سرمایه فکری با ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. می توان توجه و تاکید بیشتر بر سرمایه فکری در سازمان ها و درک اهمیت و تاثیر این عامل در عملکرد کلی سازمان ها و تاثیر مثبت آن در فرایند خلق ارزش در سازمان ها را به عنوان یک عامل تأثیرگذار در بهبود عملکرد مالی سازمان ها توصیه کرد. از آنجایی که در الگوی پژوهش سرمایه انسانی به عنوان یک عامل کلیدی در محاسبه سرمایه فکری ایفای نقش می کند، فراهم آوردن یک فضای رقابتی در جهت تعیین سطح حقوق و دستمزد کارکنان، کارایی الگوی پژوهش را به میزان زیادی افزایش می دهد.

۳. با توجه نتیجه آزمون فرضیه سوم سیاست تقسیم سود بر رابطه بین نسبت های مالی با ارزش شرکت تأثیرگذار است. با توجه به این که هدف مدیران این است که اعتماد مالکان شرکت را فراهم کنند پیشنهاد می شود این نکته را در نظر بگیرند که افزایش ارزش شرکت از طریق رشد شرکت، منجر به تأثیر شدیدتر رابطه منفی سیاست های تقسیم سود نقدی سهام و تصمیمات سرمایه گذاری می گردد.

۴. با توجه نتیجه آزمون فرضیه چهارم سیاست تقسیم سود بر رابطه بین سرمایه فکری با ارزش شرکت تأثیرگذار است. بنابراین به سرمایه گذاران و سهامداران پیشنهاد می شود در زمان سرمایه گذاری در سهام شرکت ها به سود تقسیمی شرکت ها نیز توجه نمایند چرا که بر میزان سرمایه گذاری شرکت ها تأثیرگذار می باشد. در نهایت، شرکت ها هر چه سرمایه گذاری خود را افزایش دهند مناسب تر می باشد و می تواند بر روی منابع شرکت تأثیر مثبت بگذارد.

منابع

- ✓ اسماعیل زاده مقری، علی، همت فر، محمود، زمانیان، علیرضا، (۱۳۸۹)، بررسی ارتباط میان سرمایه فکری و شاخص های ارزیابی عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، دوره ۳، شماره ۶، صص ۱۲-۱.
- ✓ اشرافی، آذرمدخت، فرید، داریوش، (۱۳۹۲)، مروری بر رابطه بین نقدشوندگی، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، موسسه بین المللی خوارزمی صفاشهر.

- ✓ انواری رستمی، علی اصغر، سراجی، حسن، (۱۳۹۲)، سنجش سرمایه فکری و بررسی رابطه سرمایه فکری و ارزش بازار سهام شرکت های بورس اوراق بهادار، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، صص ۱-۱۹.
- ✓ بحر العلوم، محمد مهدی، شمسی، پروانه، (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر کیفیت افشاء سرمایه فکری بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۶، شماره ۶۱، صص ۷۹-۱۰۰.
- ✓ بدیعی، حسین، علی اکبری، محمدمین، حسین زاده، آوات، (۱۴۰۰)، تاثیر ارزش دارایی های نامشهود بر سودآوری، بهره‌وری، ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و ارزش بازار در شرکتهای بورسی و فرابورسی، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۴۹، صص ۶۶-۸۱.
- ✓ حجازی، رضوان، فصیحی، صغری، کرشاهی، بهنام، (۱۳۹۶)، بررسی تاثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۴، شماره ۵۴، صص ۱-۱۷.
- ✓ رشیدی، عباس، بنی طالبی دهکردی، بهاره، (۱۴۰۱)، ارایه الگوی مفهومی سرمایه فکری از منظر نوآوری، حسابداری مدیریت، دوره ۱۵، شماره ۵۴، صص ۲۱-۴۴.
- ✓ روحی پناه، علی، جاجرمی زاده، محسن، نیک کار، ملیحه، (۱۳۹۱)، بررسی تاثیر ابعاد دارایی های نامشهود سازمانی (سرمایه اجتماعی و سرمایه فکری) بر مدیریت دانش در شرکت آب و فاضلاب استان یزد، همایش ملی مهندسی صنایع و سیستم.
- ✓ غفوری ابراهیم، ثابت عباس، انوری، علی، (۱۳۹۹)، بررسی ارتباط بین سرمایه فکری با عملکرد مالی بر اساس نقش میانجی اشتراک دانش، نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، دوره ۴، شماره ۱۲، صص ۱-۱۴.
- ✓ محمدی نافچی، آرش، علیخانی، شهناز، (۱۳۹۸)، بررسی نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود در تاثیر بین مازاد وجه نقد بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره پنجم، شماره ۳، صص ۴۲-۵۹.
- ✓ نیکبخت، محمدرضا، دیانتی دیلمی، زهرا، مومنی، منصور، احمدی، حسین، (۱۴۰۰)، ارائه الگوی ارزیابی چند شاخصه سرمایه فکری، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۴۹، صص ۱-۳۰.
- ✓ یحیی زاده فر، محمود، عمادی، سیدمهدی، (۱۳۹۰)، رابطه میان جریان نقدی آزاد، وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره ۴، شماره ۱۴، صص ۲۷-۴۵.
- ✓ Andry Kurniawan, (2014). The Indonesian Accounting Review Vol. 4, No. 1, January 2014, pages 53 – 64. The impact of intellectual capital on stock price with financial performance as intervening variable of manufacturing listed in Indonesia Stock Exchange period 2008 – 2012.1 STIE Perbanas Surabaya, Nginden Semolo Street 34-36, Surabaya, 60118, East Java, Indonesia.
- ✓ Asghar Ali ,M.,Hussain,A.,and Azim,A.(2013).Organizational Investment in Social Capital (OISC)and Employee Jop Performance :Moderation by Employee Job Engagement . International REVIEW OF Management and Business Research,2(1),250-257.
- ✓ Bose S, Thomas K. Applying the Balanced Scorecard for better Performance of Intellectual Capital , Journal of Intellectual Capital(2012);4 : 653-665.

- ✓ Choudhury, J.(2011).HR Configuration,Social Capital and Organization Performance ,Theoretical Synthesis and Empirical Analysis .The Journal of Commerce ,3(3),1-9.
- ✓ Chen 'M.'Cheng 'S.and Hwang ' Y. (2005). "An Empirical Investigation of the Relationship between Intellectual Capital and Firms Market Value and Financial Performance". Journal of Intellectual Capital'6(2)'159-176.
- ✓ Clarke,M,Seng,D&Whiting,R.(2011). Intellectual capital and firm performance in Australia. Journal of intellectual capital, vol 12,pp 505-530
- ✓ Ferreira, A, & Feranco, M. (2017). Strategic alliances, intellectual capital and organisational performance in technology-based SMEs: is there really a connection? International Journal of Business and Globalisation, vol.18, issue 1, pp 130-151
- ✓ Ihyaul Ulum, (2007), 'Pengaruh Intellectual Capital terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Perbankandi Indonesia', Postgraduate Thesis, Semarang: Universitas Diponegoro.
- ✓ Kadima.A, Nardi Sunardi , Husaina.T,(2020). The modeling firm's value based on financial ratios, intellectual capital and dividend policy. Accounting,6: 859–870.
- ✓ Mamduh and Abdul Halim, (2009), Analisis Laporan Keuangan, Unit Penerbit dan Percetakan YKPN:Yogyakarta.
- ✓ Najibullah, Syed. (2005). An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance: in context of commercial banks of Bangladesh.
- ✓ Ni Made Sunarsih, Ni Putu Yuria Mendra, (2012), 'Pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia', Simposium Nasional Akuntansi XV di Banjarmasin,pp.
- ✓ Potrak, K., Comepa, N. (2014). Interrelationships between intellectual capital and performance: Empirical examination. Industrial Management & Data Systems, 111(6): 810-829.
- ✓ Salvi, A., Vitolla, F., Giakoumelou, A., Raimo, N., & Rubino, M. (2020a). Intellectual capital disclosure in integrated reports: The effect on firm value. Technological Forecasting and Social Change, 160.
- ✓ Taylor, Maureen.(2011).Building Social Capital Through R hetoric and Public relations. Management Communication Quarterly,25(3),436-454
- ✓ Wasim ul Rehman, Hafeez ur Rehman, Muhammad Usman, Nabila Asghar, (2012), 'A Link of Intellectual Capital Performance with Corpo-pp. 313-320.
- ✓ Wijijayanti.T, Astuti.N, Subagyo.(2021). The Intellectual Capital's Effect on Financial Performance at Indonesian Stock Exchange (IDX). Advances in Economics, Business and Management Research, volume 193.
- ✓ Yanuar, Y, & Fadah, I. (2020). The impact of intellectual capital on bank's market value and financial performance in Indonesia stock exchange. available at www.ssrn.com
- ✓ Yang, Jing., Alejandro, Thomas G. Brashear., Boles, James S. (2011). The role of social capital and knowledge transfer in selling center performance. Journal of Business & Industrial Marketing, 26(3), 152-161.
- ✓ Zerenler M., Hasiloglu B., and Sezgin M. (2008). Intellectual Capital and Innovation Performance: Empirical Evidence in the Turkish Automotive Supplier. Journal of technology management 3(4):31-40.