



معادلات ساختاری ارتباط بین رشد دارایی‌ها، تداوم سود، مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با تقسیم سود و ارزش شرکت

عبدالرسول رحمانیان کوشکی^۱
حسین طاهری^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۹/۰۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۱/۱۲

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی ارتباط میان رشد دارایی‌ها، تداوم سود، مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با تقسیم سود و ارزش شرکت در میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۱۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ است. برای تجزیه و تحلیل آماری از مدل سازی معادلات ساختاری (SEM) بر اساس حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده شده است. یافته‌های این مطالعه نشان داد که رشد دارایی‌ها، تداوم سود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت سود بر سود تقسیمی تاثیرگذار است. همچنین بین مدیریت سود و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد. نهایتاً سود تقسیم شده، رشد دارایی‌ها و تداوم سود بر ارزش شرکت تاثیرگذار است. هنگامی که سرمایه‌گذاران، ارزش شرکت را بر حسب داده‌های حسابداری مشخص می‌کنند، لازم است تا میزان رشد دارایی‌ها را مدنظر قرار بدهند. هنگامی که شرکت از دید مقدار وجوه نقد در دسترس تنگنایی ندارد، مدیر از جهت تخصیص منابع میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود با معضلی جدی مواجه نیست. رشد دارایی‌ها، سبب ایجاد ارزش برای یک شرکت می‌گردد. مدیران اکثراً به تداوم سود اقدام می‌نمایند؛ چون مبلغ سود و نوسان آن از منظر سهامداران شرکت اهمیت دارد و بر ارزش شرکت موثر است. استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و در پیش گرفتن سیاست‌های بدهی و تقسیم سود مطلوب، که از جمله ابزارهای تصمیمات مالی محسوب می‌شوند، می‌تواند موجب بهبود جایگاه شرکت گردند.

واژه‌های کلیدی: سود تقسیمی، ارزش شرکت، رشد دارایی‌ها، تداوم سود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری.

طبقه بندی JEL: M41, M21, G32, E22

۱ گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران (نویسنده مسئول). abr.rahmanian@pnu.ac.ir

۲ گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران taherihosseini830@gmail.com



۱- مقدمه

ارزش شرکت، یکی از مهم ترین مؤلفه های ارزیابی واحدهای اقتصادی به ویژه شرکت های سهامی به شمار می آید و بازار سرمایه نیز عملکرد شرکت های سهامی را با استفاده از معیار ارزش شرکت ارزیابی می کند. اگر جذابیت ارزش یک شرکت پذیرفته شود، سرمایه گذاران به سرمایه گذاری در آن علاقمند خواهند شد چرا که ارزش یک شرکت در قیمت سهام منعکس می شود، از این رو، رونق سهام یک شرکت را می توان ناشی از ارزش واحد اقتصادی دانست، ارزش بالای یک شرکت، برای سهامداران شرکت، سطح رفاه بالاتری را به ارمغان می آورد، بدین ترتیب، شرکت ها برای جذب سرمایه گذاران باید ارزش خود را جذاب نگه دارند. اگر ارزش شرکت کاهش یابد، اعتماد سرمایه گذاران به شرکت نیز کاهش می یابد که ممکن است تداوم فعالیت شرکت را با خطر مواجه کند (دارماوان و همکاران^۱، ۲۰۱۹). سازمان ها مأموریت ها و اهداف متفاوتی دارند که عمدتاً در استراتژی های آنها قابل مشاهده است. برخی از اهداف اصلی اندازه، رشد دارایی، سود آوری و ارزش شرکت هستند. یک بحث طولانی وجود دارد که کدام عامل، اندازه یا رشد، منبع اصلی افزایش سودآوری است. تحقیقات زیادی برای نتیجه گیری این بحث انجام شده است. تا آنجا که به رشد مربوط می شود، عامل بسیار مهمی برای موفقیت کسب و کار است، بیشتر از آن به منبع تکامل و توسعه اقتصاد یک کشور تبدیل می شود. به گفته ویجایاکومار و دیوی (۲۰۱۱) رشد یک فرآیند مداوم، منظم و سازمان یافته تلقی می شود و سودآوری تأثیر زیادی بر آن دارد. افزایش رشد مستلزم بررسی مدیریت سود، سرمایه گذاری و ارزش شرکت است و تحقق این عوامل به زمان زیادی نیاز دارد. از دیگر معیارهای رشد می توان به رشد دارایی، تداوم سود اشاره کرد. از نرخ رشد دارایی برای این منظور استفاده می شود زیرا نرخ رشد دارایی گزارش شرکت بدون تأمین مالی خارجی در رشد تجارت را ارائه می کند. در کنار آن، نرخ تغییر در سرمایه یک شرکت برای دارائی های مالی و غیر مالی قرار دارد که از طریق فعالیت تجاری در یک دوره زمانی معین حاصل می شود. این دارائی ها در تعیین ارزش شرکت مهم هستند. در دیگر زمینه ها و رشته ها رشد شرکت در کانون توجه مطالعاتی قرار گرفته اند که بحث های تئوری و تجربی داشته اند. این مطالعه بر رشد دارایی، تداوم سود، مدیریتی سود و فرصت های سرمایه گذاری با توجه به تقسیم سود و ارزش تأکید دارد. این موضوع به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که مورد مطالعه قرار گرفتند مرتبط است. علیرغم اینکه تعدادی از بررسی های انجام شده که به عوامل تعیین کننده ارزش معنادار از طریق ایجاد رشد شرکت در بازارهای در حال ظهور تمرکز داشته اند، ولی توجه اغلب آن مطالعات بر روی اندازه شرکت ها و صرفه جویی مقیاس (صرفه جوئی های تولید انبوه صرفه جویی های مقیاس) بوده است. بر اساس نظریه کواد (۲۰۱۹) اگر بخواهیم ارزش شرکت ها را تعریف کنیم با توجه به اینکه به ایدئولوژی های مختلفی تعلق دارند مقایسه آنها با یکدیگر کار آسانی نیست. این امر در هر صنعتی سبب به وجود آمدن مشخصه های متفاوتی می شود. با توجه به اینکه تاکنون هیچ تحقیق داخلی به بررسی ارتباط میان رشد دارایی ها، تداوم سود، مدیریت سود و فرصت های سرمایه گذاری با

¹ Darmawan et al

تقسیم سود و ارزش شرکت در میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نپرداخته است؛ بنابراین انجام تحقیقی با این موضوع، لازم و ضروری می باشد.

مبانی نظری و توسعه فرضیه ها

گزارش های مالی وسیله ای برای ارتباط بین مدیریت و صاحبان یا سهامداران شرکت است. صورتهای مالی حاوی اطلاعاتی در مورد توسعه و وضعیت شرکت در یک دوره معین است. شرکت ها باید گزارش های مالی را بر اساس اصول پذیرفته شده حسابداری (GAAP)، برای به دست آوردن گزارش های مالی با کیفیت تهیه کنند. با توجه به صورتهای مالی که توسط شرکتهای ارائه می شود، سرمایه گذاران می توانند تصمیم بگیرند و جوجه خود را در یک شرکت سرمایه گذاری کنند یا سرمایه گذاری خود را در شرکت نسبت به قبل افزایش دهند. گزارشهای مالی تهیه شده بر اساس GAAP، انعطاف پذیری را برای مدیران در انتخاب روش حسابداری مورد استفاده که یکی از روشهای پیاده سازی مدیریت سود مبتنی بر تعهد در ثبت تراکنش های مالی است را فراهم می کند. حسابداری تعهدی عموماً نشانه بهتری از توانایی شرکت در ایجاد جریان نقدی سودآور، چه در حال حاضر و چه در آینده، ارائه می دهد. علاوه بر این، ثبت معاملات بر اساس اقلام تعهدی می تواند به مدیران اجازه دهد تا صورتهای مالی را برای تولید سود مورد نظر اصلاح کنند (اندراپاتی و همکاران^۱، ۲۰۲۱). نتایج تحقیق اچمد و سابکتی^۲، (۲۰۰۷)، نشان داد که سیاست تقسیم سود تجلی انگیزه مدیران برای انجام مدیریت سود با الگوی کاهش سود است. به طور منطقی گفته می شود که سیاست تقسیم سود انگیزه یک مدیر برای مدیریت سود است زیرا سیاست تقسیم سود توسط مجمع عمومی سهامداران تعیین می شود و تصمیمی از سوی مدیریت نیست، به طوری که سیاست تقسیم سود به منبع تضاد بین مدیریت به عنوان یک عامل و سهامداران به عنوان عامل اصلی دیگر تبدیل شده است (ایم و همکاران^۳، ۲۰۱۶؛ بن عامر و بن صلاح^۴، ۲۰۱۸؛ جوشی^۵، ۲۰۱۹). تئوری پرنده در دست^۶ بیان می کند که سهامداران ترجیح می دهند در حال حاضر سود سهام دریافت کنند تا اینکه منتظر افزایش سرمایه در آینده باشند. بر عکس بر اساس تئوری سود نقدی باقیمانده، مدیریت ترجیح می دهد که سود سهام را تقسیم نکند (کتون و مارتین^۷، ۲۰۰۵). تئوری سود نقدی باقیمانده نشان می دهد که جوجه موجود در شرکت تا حد ممکن برای شرکت (نه سهامداران) سود فراهم می کند، به طوری که تقسیم سود به عنوان آخرین جایگزین، زمانی انجام میگیرد که ارزش فعلی خالص مثبت (NPV) برای سرمایه گذاری اضافی در آینده وجود نداشته باشد (ویدیاواتی و اندراپاتی^۸، ۲۰۱۹؛ مایو و سانتا^۹، ۲۰۱۵). سرمایه گذاری اضافی باعث افزایش ارزش شرکت می شود که به نوبه خود سرمایه

¹ Indrayati et al

² Achmad & Subekti

³ IM et al

⁴ Ben Amar & Ben Salah

⁵ Joshi

⁶ bird-in-the-hand theory

⁷ Keown & Martin

⁸ Widayawati & Indriani

⁹ Maio & Santa

گذاران را برای سرمایه گذاری جذب می کند. البته برای سرمایه گذاران افزایش سرمایه گذاری باعث افزایش بازده یا سود حاصله در قالب سود سرمایه و سود سهام خواهد شد که بخشی از سودی است که به سهامداران داده می شود. در این صورت، مدیر باید تصمیم بگیرد که آیا سود کسب شده توسط شرکت در یک دوره به طور کامل بین سهامداران به صورت سود تقسیم می شود یا اینکه فقط بخشی از آن به عنوان سود تقسیم می شود و مابقی توسط شرکت به عنوان سود انباشته، حفظ می گردد. توزیع سود عمدتاً تحت تأثیر سیرمایه گذارانی است که عموماً توزیع سود سهام بالا را ترجیح می دهند که منجر به سود انباشته پایین می شود. در شرایط نامتعادل اطلاعات (اطلاعات نامتقارن)، مدیران می توانند از استراتژی هایی در سیاست تقسیم سود برای دفع مسائل نامطلوب شرکت ها در آینده استفاده کنند. این با نظر روزف^۱ منطبق است که معتقد است سود سهام حاوی اطلاعاتی است که به عنوان شرط چشم انداز شرکت در نظر گرفته می شود. سود سهام می تواند هزینه نمایندگی سهام را کاهش دهد که ناشی از تفاوت در منافع شرکت است. تفاوت در منافع شرکت، تفاوت در منافع بین مدیران به عنوان مدیران شرکت (نمایندگان) و سهامداران به عنوان مالک است. غیرمعمول نیست که مدیریت شرکت اهداف دیگری داشته باشد که ممکن است با اهداف اصلی آن در تضاد باشد. این تفاوت منافع باعث تعارض می شود که معمولاً از آن به عنوان تضاد نمایندگی یاد می شود. این تفاوت به این دلیل رخ می دهد که مدیران منافع شخصی را در اولویت قرار می دهند. از طرفی سهامداران منافع شخصی مدیران را دوست ندارند زیرا کاری که مدیر انجام می دهد هزینه شرکت را افزایش می دهد و باعث کاهش سود شرکت و کاهش سود سهام پرداختی به سهامداران می گردد. تضاد بین مالکان و مدیران (نمایندگان) باعث کاهش عملکرد یا ارزش شرکت خواهد شد (پوتری و راهیودا، ۲۰۲۰؛ دارماوان و همکاران، ۲۰۱۹؛ عباس، ۲۰۱۸). با سرمایه گذاری در سهام، سرمایه گذاران انتظار کسب سود سرمایه و سود سهام را دارند. سود سرمایه افزایش قیمت سهام بالاتر از قیمت خرید اولیه است که سرمایه گذار در سهام سرمایه گذاری می کنند. سود سرمایه، درآمد یا نتایجی است که سرمایه گذاران از افزایش قیمت سهام به دست می آورند. نتیجه دیگری که سرمایه گذاران علاوه بر سود سرمایه انتظار دارند، سود تقسیمی توسط شرکت بین سرمایه گذارانی است که در شرکت سرمایه گذاری می کنند. از آنجا که تورش های رفتاری سرمایه گذاران تحت تاثیر اطلاعات موجود در بازار سرمایه قرار دارد، به دستگاه های قانونی کشور از جمله سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود که در زمینه شفافیت اطلاعات و کیفیت گزارشگری مالی شرکت ها با اجرای نظام راهبری و نظارت دقیق بر شرکت ها، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند و تمهیدات لازم را برای توسعه بازار سرمایه انجام دهند (مرادی و پورزمانی، ۱۴۰۲). بنابراین با سرمایه گذاری در سهام، دو درآمد نصیب سرمایه گذاران می شود که عبارت اند از: ۱. سود سرمایه و ۲. سود سهام پرداخت شده. سود (درآمد) اغلب به عنوان نشانه ای از توانایی شرکت در پرداخت سود سهام بیان می شود. بخشی از سود خالص کسب شده توسط شرکت به سهامداران به صورت سود تقسیمی تعلق می گیرد و بخشی از آن به عنوان سود انباشته کنار گذاشته می شود. بنابراین نرخ

¹ Rozeff

² Putri & Rahyuda

³ Darmawan & Sutrisno.

⁴ Abbas

پرداخت سود سهام توسط شرکت بسته به سیاست شرکت متفاوت است. مطمئناً سهامداران امیدوارند که سود سهام را به مقدار زیاد دریافت کنند، اما شرکت ملاحظات دیگری دارد زیرا شرکت باید به بقا و رشد شرکت در آینده فکر کند (اندری و فاتونی^۱، ۲۰۲۰، خان و همکاران^۲، ۲۰۲۰؛ دانگ و همکاران^۳، ۲۰۱۹، موهده و زاهارالدین^۴، ۲۰۱۹). نسبت های پرداخت سود به دلیل نرخ رشد اقتصادی، افزایش فرصت های سرمایه گذاری و مشکلات مالی دوباره کاهش می یابد. بری شرکت ها، اطلاعات موجود در نسبت پرداخت سود سهام برای تعیین میزان تقسیم سود استفاده می شود. سهامداران از آن به عنوان عاملی برای بررسی در تصمیم گیری های سرمایه گذاری استفاده می کنند، یعنی اینکه آیا سرمایه خود را در یک شرکت سرمایه گذاری کنند یا خیر. بسیاری از سهامدارانی که از درآمد در قالب سود سهام استفاده می کنند، مطمئناً سهامی را ترجیح می دهند که بتوانند به سود سهام آنها اعتماد کنند. تحقیقاتی نشان داده است که مدیریت سود تأثیر معناداری بر ارزش شرکت ندارد (اندریاتی و هاندایاواتی^۵، ۲۰۲۱). امروزه رقابت در بازار به طور فزاینده ای در حال گسترش است و سرعت تغییرات شرکت ها را تحت فشار بی سابقه ای قرار داده که نه تنها به دنبال کسب موفق در حیطه فعالیت خود باشند بلکه به دنبال حفظ آن در آینده نیز باشند (الشهی و همکاران^۶، ۲۰۱۸). ارزش بازاری سهام انعکاسی از انتظارات سرمایه گذاران در خصوص توان ثروت آفرینی بنگاهها در زمان حال و آینده میباشد. به عبارتی در ارزشیابی سهام شرکتها وضعیت فعلی و آتی شرکتها از منظر سودآوری و ایجاد جریان نقد همواره مد نظر سرمایه گذاران است. بر اساس نظریه بازار کارآ ارزش بازاری بنگاه فقط بیانگر ارزش فعلی جریان نقد ناشی از تخصیص فعلی منابع نمی باشد بلکه ارزش بازاری بنگاه از فرصت های تخصیص منابع آتی نیز ناشی می شود. این بدین معناست که در ارزیابی تصمیمات اتخاذ شده توسط مدیران، سرمایه گذاران فقط به اثرات تصمیمات مدیریت بر مقدار، زمانبندی و ریسک جریانهای نقد مورد انتظار بنگاه توجه نمی کنند بلکه بر متغیرهای دیگری هم توجه دارند که ارزش اختیارات واقعی بنگاه را مشخص می کند. نکته قابل توجه این است که روش تعمیم یافته ای برای برآورد ارزش بازاری اختیارات واقعی بنگاه وجود ندارد و تئوری مشخصی ارائه نشده که توضیح دهد چگونه سرمایه گذاران در ارزیابی اثرات تصمیمات مدیریت بر ارزش بازار سهام شرکت، اطلاعات در دسترس عموم را تفسیر می کنند (تهرانی و همکاران، ۱۳۹۶). سیاست تقسیم سود، اندازه و الگوی توزیع وجه نقد به سهامداران را در طی زمان مشخص می کند (یوسف و اسماعیل^۷، ۲۰۱۶). سیاست تقسیم سود یکی از مهمترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداختهای نقدی عمده شرکتها و یکی از مهمترین گزینه ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می رود. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان سود شرکت تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه گذاری شود. به رغم اینکه پرداخت سود تقسیمی مستقیماً سهامداران را بهره مند می سازد، ولی توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره

¹ Endr & Fathony

² Khan & Ramakrishnan

³ Dang et al

⁴ Mohd & Zaharudin

⁵ Indrayati

⁶ Alshehhi

⁷ Yusof & Ismail

گیری از فرصتهای رشد را تحت تأثیر قرار می دهد. بدیهی است در هر صورت مدیران باید چگونگی حداکثرسازی ثروت سهامداران را در نظر بگیرند. مدیران نه تنها باید این سؤال را که چه مقدار عایدات شرکت باید سرمایه گذاری شوند را در نظر بگیرند، همچنین باید اثر محتمل تصمیماتشان را بر قیمت سهام را نیز لحاظ کنند. هدف اصلی مدیریت مالی در شرکتها، حداکثر سازی ثروت سهامداران است که به دو روش افزایش سود سهام و افزایش قیمت سهام (عایدی سرمایه) امکانپذیر است. شرکتها برای رسیدن به این هدف، باید از مجموع دو رقم سود سهام و افزایش قیمت در بازار، مطلوب ترین ترکیب را به دست آورند. از این رو شرکتها باید در مورد سیاست تقسیم سود خود، یعنی مقدار سود نقدی که باید بین سهام داران توزیع شود، تصمیم گیری کنند (حجازی و همکاران، ۱۳۹۶). سیاست تقسیم سود، یکی از تصمیمات بلندمدت و استراتژیک شرکت بوده و روی تصمیمات مالی و سرمایه گذاری شرکت نیز اثرگذار است. هر چند بسیاری از شرکتها بخشی از سود خود را به صورت نقدی میان سهامداران تقسیم میکنند، ولی اختلاف نظر زیادی در پرداخت نقدی مطرح شده است. فیشر بلک در مقاله «معمای تقسیم سود» ادعا میکند که پاسخ پرسشهایی از این دست که به طور اساسی چرا شرکتها سود نقدی پرداخت میکنند؟ یا چرا سرمایه گذاران به سود نقدی توجه میکنند؟ مبهم و نامشخص است و با تأمل دقیقتر در مورد سود نقدی به نظر میرسد که سیاست تقسیم سود یک معماست (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۴). سود تقسیمی از مباحث است که در راستای امور مالی شرکتی نوین، پژوهش های زیادی در ارتباط با آن انجام شده است (بنجامین و همکاران، ۲۰۱۸). از این رو تصمیمات این حوزه بسیار حساس و دارای اهمیت است. دلایل زیادی برای یتقسیم یا عدم تقسیم سود نیز کماکان یکی از مسائل بحث انگیز است (نوظهور و کاویانی، ۱۳۹۹). از آنجا که تقسیم سود نقدی، نشان دهنده خروج وجه نقد از شرکت است؛ هر چه وضعیت نقدینگی شرکت بهتر باشد، امکان پرداخت سودهای بیشتری نیز وجود خواهد داشت. برای پرداخت سود سهام، کسب سود به تنهایی کافی نیست و اصولاً وجود نقدینگی کافی، شرط اصلی محسوب می شود. بر این اساس، شرکت های در حال توسعه و سودآور، به لحاظ نیاز به سرمایه گذاری در دارایی های ثابت، ممکن است نقدینگی لازم را برای تقسیم سود نداشته باشند. هکی و همکاران (۱۴۰۲) نشان دادند که متغیر مدیریت سود اثرات مثبت و متغیرهای عملکرد، سهامداران کنترلی، جریانهای نقدی سرمایه ای، جریانهای نقدی حقوق صاحبان سهام و جریانهای نقدی عملیاتی آزاد اثر منفی بر معیار ورشکستگی شرکت ها داشته است؛ علاوه بر این، مشاهده شد که انواع جریانهای نقدی مورد بررسی در این تحقیق، اثر تعدیل کننده بر ارتباط بین مدیریت سود با ورشکستگی شرکت ها داشته است. نتایج تحقیق حکیمی پور (۱۳۹۵) نشان می دهد که اهرم مالی و ریسک سیستماتیک تأثیر منفی و معنی دار و متغیر فرصت رشد تأثیر مثبت و معنی دار بر ضریب واکنش سود داشته اند. در رابطه با اثر متغیر نرخ بهره رابطه معنی داری بدست نیامد. مشکل نقدینگی باعث می شود برخی شرکتها به کاهش سود تقسیمی خود اقدام و یا برای تداوم سیاست پرداخت سود ثابت خود، از بانکها و مؤسسات تأمین مالی استقراض کنند تا بدین ترتیب، سهامداران، کاهش سود تقسیمی شرکت را به معنای ناتوانی در کسب سود تلقی نکنند. با وجود این، استفاده از تأمین مالی خارجی نیز ممکن است تابع شرایطی

¹ Benjamin et al

باشد که شرکت‌ها را در زمان و مقدار استفاده از این نوع منابع با محدودیت مواجه کند (آلمیدا و همکاران، ۲۰۰۷ و کیم، ۲۰۱۱). آهارونی و سواری (۱۹۸۰) معتقدند همانگونه که جریان وجوه نقد در درون یک شرکت برای ارزیابی توان و وضعیت نقدینگی آن، اهمیت بسیار زیادی دارد، طبیعتاً سود سهام نقدی هر سهم نیز برای دارنده سهام به‌عنوان یکی از منابع ایجاد نقدینگی افراد، اهمیت ویژه‌ای دارد. جدای از این مسأله، سود سهام نقدی هر سهم به نوعی حاوی پیام خاص خود به بازار است. این پدیده در مبنای مالی با عنوان «اثر پیام‌رسانی» یا «اثر محتوای اطلاعاتی» شناخته می‌شود. براساس این مفهوم، شرکت‌ها صرفاً زمانی سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند که انتظار افزایش سودهای آینده را داشته باشند، در غیر این صورت سود سهام نقدی افزایش داده‌شده باید به سطح اولیه خود کاهش یابد؛ بنابراین افزایش سود سهام نقدی حامل پیامی برای بازار است مبنی بر این که انتظار می‌رود عملکرد شرکت بهبود یابد (آیدین و کاودار، ۲۰۱۵ و بادآورنهندی و درخور، ۱۳۹۲). ارزش شرکت بسیار مهم است زیرا ارزش بالای شرکت رونق را برای سهامداران به دنبال خواهد داشت. هر چه قیمت سهام بالاتر باشد، ارزش شرکت نیز بیشتر می‌شود. ارزش بالای شرکت خواسته صاحبان شرکت است زیرا ارزش بالا نشان می‌دهد که رفاه سهامدار نیز بالاست. ثروت سهامداران و شرکت با قیمت بازار سهام نشان داده می‌شود که بازتابی از تصمیمات تأمین مالی سرمایه‌گذاری و مدیریت دارایی است (سودارما^۱، ۲۰۰۴). ارزش شرکت در قیمت سهام آن منعکس خواهد شد. قیمت بازار سهام شرکت که بین خریداری و فروشنده هنگام انجام معامله شکل می‌گیرد، ارزش بازار شرکت نامیده می‌شود زیرا قیمت بازار سهام منعکس‌کننده ارزش واقعی دارایی‌های شرکت در نظر گرفته می‌شود. ارزش شرکت در این پژوهش به پیروی از (کوسوماجایا^۲، ۲۰۱۱) به عنوان ارزش بازار تعریف می‌شود، زیرا افزایش ارزش شرکت در صورت افزایش قیمت سهام شرکت می‌تواند حداکثر رفاه را برای سهامداران فراهم کند. نتایج حاصل از بررسی بابانژاد باقری و همکاران (۱۴۰۲) با استفاده از تکنیک‌های یادگیری عمیق، بیانگر آن بود که مدل ترکیبی با مقدار خطای RMSE کمتری نسبت به مدل GRU ارزش شرکت را پیش‌بینی کرده است. یکی از مواردی که همواره مورد توجه محققان بوده است این است که چه عامل یا عواملی با ارزش شرکت و همچنین تقسیم سود شرکتها، ارتباط دارند. نتایج تحقیقات مختلف در این زمینه بیانگر آن است که متغیرهای رشد دارایی‌ها، تداوم سود، فرصتهای سرمایه‌گذاری و مدیریت سود از جمله متغیرهای مهمی می‌باشند که می‌توانند بر سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت تأثیر گذار باشند از آنجا که در مورد تأثیر این متغیرهای بر تقسیم سود و ارزش شرکت‌ها هیچ اجماع نظری وجود ندارد بنابراین، به طور خلاصه با توجه به مطالب فوق می‌توان گفت مسأله اصلی پژوهش حاضر، بررسی ارتباط میان رشد دارایی‌ها، تداوم سود، مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با تقسیم سود و ارزش شرکت در میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

با توجه به مبنای نظری، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر ارائه می‌شود.

فرضیه اول: بین رشد دارایی‌ها و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.

¹ Sudarma

² Kusumajaya

- فرضیه دوم: بین تداوم سود و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه سوم: بین فرصتهای سرمایه گذاری و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه چهارم: بین مدیریت سود و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه پنجم: بین سود تقسیم شده و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه ششم: بین رشد دارایی ها و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه هفتم: بین تداوم سود و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه هشتم: بین فرصتهای سرمایه گذاری و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه نهم: بین مدیریت سود و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر نتیجه، کاربردی، از نظر هدف، توصیفی و براساس نوع داده ها، کمی است. جامعه آماری این پژوهش عبارت است از کلیه شرکتهای پذیرفته شده در اوراق بهادار تهران که سهام شرکت های عضو آن در طول بازه زمانی ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ به طور مداوم مورد معامله قرار گرفته باشند. برای انتخاب شرکت های مورد نمونه نیز به روش حذف سیستماتیک، شرکتهایی انتخاب گردیدند که دارای شرایط زیر باشند:

۱) حداقل در بازه زمانی سال ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ (دوره ۵ ساله) عضو بورس اوراق بهادار تهران بوده

باشند (شرکتهایی که پذیرش آنها در بورس اوراق بهادار تهران قبل از تاریخ ۱۳۹۵/۰۱/۰۱ باشد).

۲) سهام آنها به صورت پیوسته مورد معامله قرار گرفته باشد.

۳) عضو مؤسسات مالی، اعتباری و بانکها و شرکتهای سرمایه گذاری نباشند.

۴) سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

۵) داده های لازم جهت محاسبه متغیرهای تحقیق در دسترس باشد.

در نهایت ۱۱۳ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد.

در تحقیق حاضر برای جمع آوری داده های مورد نیاز، از صورت های مالی شرکت ها که شامل ترازنامه و صورت حساب سود و زیان بوده، استفاده شده است. در این تحقیق، برای محاسبه داده های مورد نیاز از نرم افزار اکسل اسمارت پی ال اس نسخه ۴ استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل آماری، از الگوسازی معادلات ساختاری استفاده شده است. الگوی معادلات ساختاری به نسبت سایر تکنیک های تحلیل داده این امکان را فراهم می آورد که محقق بتواند مدل های نظری پیچیده را در یک تحلیل آزمون کند. ویژگی بسیار ارزشمند الگوی معادلات ساختاری، تحلیل و پردازش هم زمان روابط میان متغیرهای مدل سنجش است. الگوسازی معادلات ساختاری به پژوهشگر این اجازه را می دهد تا به تحلیل علی متغیرهای مکنون و مشاهده شده به طور همزمان بپردازد (ماریاما، ۱۹۹۷).

مدل تحقیق

در پژوهش حاضر به پیروی از اندراییاتی و همکاران (۲۰۲۱)، جهت آزمون فرضیه‌ها از روابط ۱ و ۲ استفاده شده است:

رابطه ۱

$$Y1 = \alpha_1 X1 + \alpha_2 X2 + \alpha_3 X3 + \alpha_4 X4 + e1$$

رابطه ۲

$$Y2 = \beta Y1 + \alpha_6 X1 + \alpha_7 X2 + \alpha_8 X3 + \alpha_9 X4 + e1$$

که در آن:

Y1: سود تقسیمی (متغیر وابسته اول)

Y2: ارزش شرکت (متغیر وابسته دوم)

X1: رشد دارایی‌ها (متغیر مستقل)

X2: تداوم سود (متغیر مستقل)

X3: فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر مستقل)

X4: مدیریت سود (متغیر مستقل)

α : ضریب متغیرها

e: میزان خطا (پسماند).

نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

مدیریت سود: از طریق ارقام تعهدی اختیاری به صورت رابطه ۳ محاسبه می‌شود. برای اندازه‌گیری ارقام تعهدی اختیاری از مدل تعدیل شده جونز که توسط کوتاری و همکاران در سال ۲۰۰۵ ارائه گردیده است، استفاده می‌شود.

رابطه ۳

ارقام تعهدی غیر اختیاری - ارقام تعهدی کل = ارقام تعهدی اختیاری

برای محاسبه ارقام تعهدی کل از رابطه ۴ استفاده می‌گردد (ایندریاتی و همکاران، ۲۰۲۱):

رابطه ۴

$$TACC = \frac{\Delta CA_{it} - \Delta CI_{it} - \Delta Cash_{it} - \Delta STD_{it} - DEP_{it}}{An_{it-1}}$$

که در آن:

TACC: ارقام تعهدی کل

ΔCA_{it} : تغییر در دارایی‌های جاری شرکت i در سال t

ΔCI_{it} : تغییر در بدهی های جاری شرکت i در سال t

$\Delta Cash_{it}$: تغییر در وجه نقد شرکت i در سال t

ΔSTD_{it} : تغییر در بدهی های بلندمدت که شامل بدهی جاری می شود

DEP_{it} : هزینه استهلاک شرکت i در سال t

An_{it-1} : کل دارایی های شرکت i در سال t

فرصتهای سرمایه گذاری: در این تحقیق برای محاسبه مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری از نسبت Q توبین استفاده می شود. نسبت Q توبین به صورت رابطه ۵ محاسبه می گردد:

رابطه ۵

کل دارایی ها / {کل بدهی + (قیمت پایانی \times کل سهام منتشرشده)} = نسبت Q توبین

تداوم سود: این متغیر با استفاده از رابطه ۶ محاسبه می شود (ایندریاتی و همکاران، ۲۰۲۱):

رابطه ۶

سود سال قبل - سود سال جاری

سود سال جاری

= تداوم سود

ارزش شرکت: ارزش بازاری به ارزش دفتری.

رشد دارائیهها: در این زمینه به پیروی از کوپر و همکاران (۲۰۰۸)، از معیار رشد یکساله دارائی ها (رابطه ۷) استفاده می گردد:

رابطه ۷

۱- (کل دارائیههای سال $t-1$ / کل دارائیههای سال t) = رشد دارائیهها

تقسیم سود: برای انعکاس تقسیم سود به پیروی از قالیباف اصل و ولی زاده (۱۳۹۵)، از نسبت سود تقسیمی هر سهم تقسیم بر سود هر سهم استفاده می شود.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرها

آمار توصیفی پارامترهای مورد بررسی در این مطالعه در جدول ۱ گرد آوری شده است.

میانگین حسابی، عددی از متغیر است که اغلب افراد جامعه در پیرامون آن متمرکز شده اند. در اینجا هم به ترتیب رشد دارایی ها به اندازه ۴۷/۶۷۷ می باشد. همچنین متغیر فرصت های سرمایه گذاری به اندازه ۰/۴۸۳، متغیر مدیریت سود به اندازه ۱/۱۹۶، تقسیم سود به اندازه ۷۵/۷۹۶ و متغیر ارزش شرکت به اندازه ۲/۷۳۷ حول میانگین

هر متغیر متمرکز شده اند. میانه، مقداری است که شمار داده‌ها را به دو بخش مساوی تقسیم‌بندی می‌کند، به شماری که داده‌های کم‌تر از میانه مساوی شمار داده‌های بزرگ‌تر از میانه می‌باشد. در جدول ۱ هم مقدار میانه برای هر پارامتر به صورت مقابل هستند، ترتیب رشد دارایی‌ها به اندازه ۵۶/۷۹۵، متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری به اندازه ۰/۵۳۰، متغیر مدیریت سود به اندازه ۰/۰۳۰، تقسیم سود به اندازه ۵۷/۷۹۵ و متغیر ارزش شرکت به اندازه ۲/۳۴۰.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب چولگی
رشد دارایی‌ها	۴۷/۶۷۷	۵۶/۷۹۵	۴۴۷۴۷/۲۸	-۱۰۱۶۲۰/۷	۵۲۸۷/۱۳۴	-۱۲/۶۵۸
تداوم سود	۰	۰	۰	۰	۰	۰
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۰/۴۸۳	۰/۵۳۰	۰/۹۶۰	۰/۱۸۰	۰/۱۴۴	-۰/۲۸۸
مدیریت سود	-۱/۱۹۶	۰/۰۳۰	۳۴۰/۵۳۰	-۹۰۶/۶۳۰	۴۳/۷۱۹	-۱۶/۸۳۰
تقسیم سود	۷۵/۷۹۶	۵۷/۷۹۵	۴۴۷۴۸/۲۸	-۱۰۱۶۱۹/۷	۵۲۸۷/۱۳۴	-۱۲/۶۵۸
ارزش شرکت	۲/۷۳۷	۲/۳۴۰	۶/۷۵۰	۱/۱۴۰	۱/۱۵۳	۱/۱۷۷

منبع: یافته‌های پژوهشگر

انحراف معیار عبارت هستند از جذر مثبت واریانس. انحراف معیار بر دیگر پارامترهای پراکندگی برتری دارد. و نیز در مقایسه دو یا چندین جامعه، آن که انحراف معیارش پایین‌تر است، اعداد صفت متغیر مورد بررسی آن جامعه یکنواخت‌تر از دیگر جامعه‌ها می‌باشد؛ که در جدول ۱ می‌شود مقدار رشد دارایی‌ها به اندازه ۰/۵۲، پارامتر فرصت‌های سرمایه‌گذاری به اندازه ۰/۱۴۴، متغیر مدیریت سود به اندازه ۴۳/۷۱۹، تقسیم سود به اندازه ۰/۵۲۸ و متغیر ارزش شرکت به اندازه ۱/۱۵۳ مشاهده کرد. ضریب چولگی، برای مقایسه دو جامعه افزون بر متغیرهای مرکزی و پراکندگی شاخص دیگری به اسم چولگی وجود دارد. چولگی توزیع‌ها در قیاس با توزیع متقارن مشخص می‌شود. معیار اندازه‌گیری متغیرهای تعیین انحراف از قرینگی ضریب چولگی می‌باشد. در جدول ۱ مقدار چولگی هر متغیر نسبت به توزیع نرمال تعیین گردیده است؛ و علامت‌های هر عدد نشان‌دهنده میزان چولگی مثبت یا منفی آن‌ها است.

بررسی روایی و اگرای متغیرهای پژوهش

برای بررسی روایی و اگرای متغیرهای پژوهش از شیوه فورنل - لارکر استفاده شده است که نتایج آن در جدول ۲ ارائه شده است.

یافته‌های حاصل از آزمون همبستگی با توجه به اعداد آن در جدول ۲ از ارتباط همبستگی مثبت و معنادار میان کلیه متغیرهای تحقیق در سطح معناداری ۰/۰۵ و ۰/۰۱ حکایت دارد. و نیز عدد مجذور میانگین واریانس

استخراجی متغیرهای تحقیق روی قطر اصلی در جدول ۲ در راستای بررسی آزمون فورنل و لارکر برای هر کدام از پارامترها از بزرگترین عدد برای آن متغیر مربوطه بیشتر است و روایی واگرا مورد تأیید واقع می‌شود. جدول بالا نشان می‌دهد که سازه‌ها کاملاً از یکدیگر جدا هستند یعنی اعداد قطر اصلی (ریشه دوم متوسط واریانس استخراج شده) برای هر پارامتر پنهان از همبستگی آن متغیر با دیگر متغیرهای پنهان انعکاسی موجود در مدل زیادتر است.

جدول ۲- مقادیر روایی واگرایی روش فورنل - لارکر

۶	۵	۴	۳	۲	۱	
					۱	ارزش شرکت
				۱	۴۵۵۹۷۳/۰	فرصت سرمایه گذاری
			۱	۵۴۷۱۸۷/۰	۳۴۳۵۶۹/۰	مدیریت سود
		۱	۵۱۳۸۷۱/۰	۶۲۴۴۹/۰	۴۷۶۹۴/۰	رشد دارایی
	۱	۷۹۴۱۸۹/۰	۴۶۶۷۴۲/۰	۶۲۶۴۹۱/۰	۴۹۶۹۸۳/۰	تداوم سود
۱	۵۷۳۵۰۳/۰	۵۹۸۴۰۹/۰	۴۳۸۸۰۹/۰	۵۳۲۲۴/۰	۲۷۲۶۲۲/۰	تقسیم سود

منبع: یافته‌های پژوهشگر

روایی همگرا

روایی همگرا دومین شاخصی می‌باشد که برای برازش مدل‌های اندازه‌گیری در شیوه PLS استفاده می‌شود. شاخص AVE بیانگر میانگین واریانس به اشتراک گذاشته میان هر سازه با معیارهای خود است. AVE مقدار همبستگی یک سازه با معیارهای خود را نشان می‌دهد که هر چقدر این همبستگی زیادتر باشد، برازش هم بیشتر است. عدد AVE بیشتر از ۰/۵ روایی همگرای قابل قبول را بیان می‌کند (فورنل و لارکر، ۱۹۸۱).

جدول ۳- روایی همگرا

متغیرها	AVE
ارزش شرکت	۰/۵۵۳
فرصت سرمایه گذاری	۰/۶۲۱
مدیریت سود	۰/۶۳۹
رشد دارایی	۰/۵۱۰
تداوم سود	۰/۵۴۰
تقسیم سود	۰/۵۹۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به جدول ۳ عدد AVE بیشتر از ۰/۵ می‌باشد که روایی همگرای قابل پذیرش را نشان می‌دهد (فورنل و لارکر، ۱۹۸۱).

برازش مدل کلی

شاخص GOF مربوط به قسمت کلی مدل های معادلات ساختاری می باشد که به وسیله این معیار محقق می تواند بعد از بررسی برازش قسمت اندازه گیری و قسمت ساختاری مدل کلی تحقیق خود، برازش بخش کلی را هم کنترل کند. برای مطالعه برازش در یک طرح کلی صرفاً یک شاخص به نام GOF استفاده می گردد. سه عدد ۰/۲۵، ۰/۰۱، ۰/۳۶ با عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای GOF شناسایی شده است (وتزلس و همکاران، ۲۰۰۹). این شاخص از طریق رابطه ۸ محاسبه می گردد:

رابطه ۸

$$GOF = \sqrt{\text{communalities} \times R^2}$$

جدول ۴- معیار GOF

R Square	Communality	
۰/۳۰۰	۰/۵۵۳	ارزش شرکت
	۰/۶۲۱	فرصت سرمایه گذاری
	۰/۶۳۹	مدیریت سود
	۰/۵۱۰	رشد دارایی
	۰/۵۴۰	تداوم سود
۰/۴۹	۰/۵۹۹	تقسیم سود
۰/۳۹۵	۰/۵۷۷	میانگین

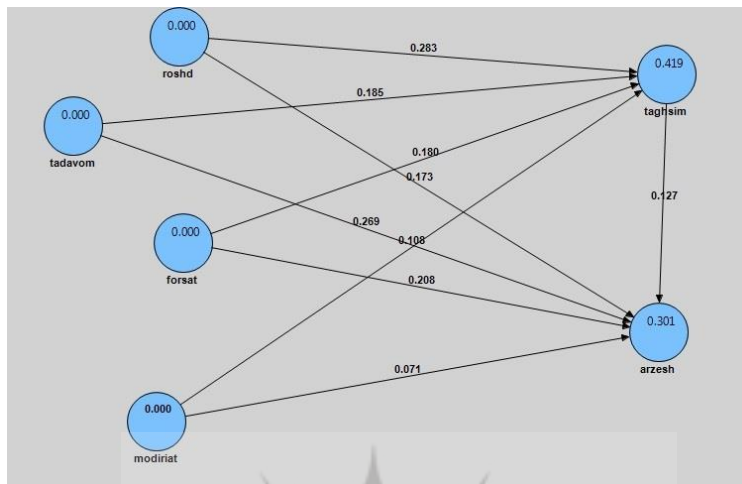
منبع: یافته های پژوهشگر

در نتیجه عدد GOF محاسبه شده برابر است با ۰/۴۷۷. با توجه به مقادیر R^2 که در جدول ۴ آمده در نتیجه $\overline{R^2}$ برابر است با: ۰/۵۷۷.

با توجه به سه عدد ۰/۲۵، ۰/۰۱ و ۰/۳۶ با عنوان اعداد ضعیف، متوسط و قوی برای GOF، حاصل شدن ۰/۴۷۷ نشان از برازش قوی مدل دارد. با عنایت به برازش قوی مدل کلی، اکنون می توان به مطالعه فرضیات پژوهش پرداخت.

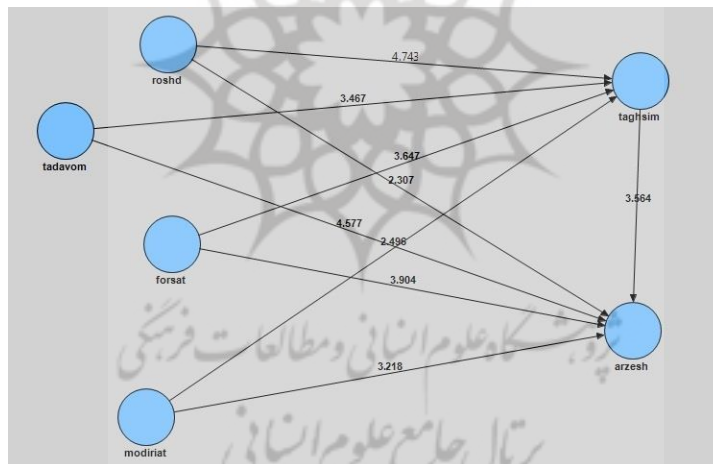
آزمون فرضیه ها با استفاده از روابط ساختار یافته خطی

فرضیه های پژوهش با بکارگیری مدل معادلات ساختاری آزمون شدند. یافته های آزمون فرضیه ها در شکل ۱ و ۲ بیان شده اند.



شکل ۱- ضرایب تی الگوی آزمون شده پژوهش

منبع: یافته های پژوهشگر



شکل ۲- الگوی آزمون شده پژوهش در حالت استاندارد

منبع: یافته های پژوهشگر

نتایج آزمون فرضیه های پژوهش در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵- نتایج فرضیه ها

نتیجه	سطح معنی داری	استاندارد	فرضیه ها
تایید	۴/۷۴۳	۰/۲۸۳	بین رشد دارایی ها و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.
تایید	۳/۴۶۷	۰/۱۸۵	بین تداوم سود و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.
تایید	۳/۶۴۷	۰/۱۸۰	بین فرصتهای سرمایه گذاری و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.
تایید	۲/۹۴۶	۰/۱۰۸	بین مدیریت سود و سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد.
تایید	۳/۵۶۴	۰/۱۲۷	بین سود تقسیم شده و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.
تایید	۲/۳۰۷	۰/۱۷۳	بین رشد دارایی ها و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.
تایید	۴/۵۷۷	۰/۲۶۹	بین تداوم سود و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.
تایید	۳/۹۰۴	۰/۲۰۸	بین فرصتهای سرمایه گذاری و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.
تایید	۳/۲۱۸	۰/۰۷۱	بین مدیریت سود و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

منبع: یافته های پژوهشگر

در فرضیه اول پژوهش ادعا شده بود که میان مدیریت سود و سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد که آنالیز و تحلیل آماری میان این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۵ مقدار معناداری (۳/۷۴۳) مسیر بین دو پارامتر بزرگتر از ۱.۹۶ است، لذا این فرضیه تایید می شود. از طرفی چون مقدار معناداری به دست آمده مثبت است این تاثیر مستقیم می باشد.

در فرضیه دوم پژوهش ادعا شده بود که میان مدیریت سود و سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد که آنالیز و تحلیل آماری میان این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۵ مقدار معناداری (۳/۴۶۷) مسیر بین دو پارامتر بزرگتر از ۱.۹۶ است، لذا این فرضیه تایید می شود. از طرفی چون مقدار معناداری به دست آمده مثبت است این تاثیر مستقیم می باشد.

در فرضیه سوم پژوهش ادعا شده بود که میان مدیریت سود و سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد که آنالیز و تحلیل آماری میان این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۵ مقدار معناداری (۳/۶۴۷) مسیر بین دو پارامتر بزرگتر از ۱.۹۶ است، لذا این فرضیه تایید می شود. از طرفی چون مقدار معناداری به دست آمده مثبت است این تاثیر مستقیم می باشد.

در فرضیه چهارم پژوهش ادعا شده بود که میان مدیریت سود و سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد که آنالیز و تحلیل آماری میان این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۵ مقدار معناداری (۲/۹۴۶) مسیر بین دو پارامتر بزرگتر از ۱.۹۶ است، لذا این فرضیه تایید می شود. از طرفی چون مقدار معناداری به دست آمده مثبت است این تاثیر مستقیم می باشد.

در فرضیه پنجم پژوهش ادعا شده بود که میان مدیریت سود و سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد که آنالیز و تحلیل آماری میان این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۵ مقدار معناداری (۳/۵۶۴) مسیر بین دو

پارامتر بزرگتر از ۱.۹۶ است، لذا این فرضیه تایید می‌شود. از طرفی چون مقدار معناداری به دست آمده مثبت است این تاثیر مستقیم می باشد.

در فرضیه ششم پژوهش ادعا شده بود که میان مدیریت سود و سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد که آنالیز و تحلیل آماری میان این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۵ مقدار معناداری (۲/۳۰۷) مسیر بین دو پارامتر بزرگتر از ۱.۹۶ است، لذا این فرضیه تایید می‌شود. از طرفی چون مقدار معناداری به دست آمده مثبت است این تاثیر مستقیم می باشد.

در فرضیه هفتم پژوهش ادعا شده بود که میان مدیریت سود و سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد که آنالیز و تحلیل آماری میان این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۵ مقدار معناداری (۴/۵۷۷) مسیر بین دو پارامتر بزرگتر از ۱.۹۶ است، لذا این فرضیه تایید می‌شود. از طرفی چون مقدار معناداری به دست آمده مثبت است این تاثیر مستقیم می باشد.

در فرضیه هشتم پژوهش ادعا شده بود که میان مدیریت سود و سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد که آنالیز و تحلیل آماری میان این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۵ مقدار معناداری (۳/۹۰۴) مسیر بین دو پارامتر بزرگتر از ۱.۹۶ است، لذا این فرضیه تایید می‌شود. از طرفی چون مقدار معناداری به دست آمده مثبت است این تاثیر مستقیم می باشد.

در فرضیه نهم پژوهش ادعا شده بود که میان مدیریت سود و ارزش شرکت ارتباط معناداری وجود دارد که آنالیز و تحلیل آماری میان این دو نشان می دهد با توجه به جدول ۵ مقدار معناداری (۲/۲۱۸) مسیر بین دو پارامتر بزرگتر از ۱.۹۶ است، لذا این فرضیه تایید می‌شود. از طرفی چون مقدار معناداری به دست آمده مثبت است این تاثیر مستقیم می باشد.

بحث و نتیجه گیری

هدف از این مطالعه بررسی ارتباط میان رشد دارایی ها، تداوم سود، مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با تقسیم سود و ارزش شرکت در میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود.

یافته‌های معادلات ساختاری در خصوص بررسی فرضیه نخست نشان داد که ضریب رشد دارایی ها بر سود تقسیمی ۰/۲۸۳ بوده و با توجه به مثبت بودن و سطح معناداری (۴/۷۴۳) مسیر بین دو پارامتر می‌شود نتیجه گرفت که ضریب رشد دارایی ها بر سود تقسیمی تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد. رشد دارایی ها، سبب ایجاد ارزش برای یک شرکت می گردد. هنگامی که سرمایه گذاران، ارزش شرکت را بر حسب داده های حسابداری مشخص می کنند، لازم است تا میزان رشد اموال را مدنظر قرار بدهند. رشد دارایی ها، سبب ایجاد ارزش برای یک شرکت می گردد. هنگامی که سرمایه گذاران، ارزش شرکت را بر حسب داده های حسابداری مشخص می کنند، لازم است تا مقدار رشد دارایی ها را مدنظر قرار دهند. این نتایج با نتایج ایندیریاتی و همکاران (۲۰۲۱)، سجادمش و آزادی (۱۳۹۴)، جلینک (۲۰۰۷) و هالتازن و واتز (۲۰۰۱) همسو می باشد.

یافته‌های معادلات ساختاری در خصوص بررسی فرضیه دوم نشان داد که ضریب تداوم سود بر سود تقسیمی ۰/۱۸۵ بوده و با توجه به مثبت بودن و سطح معناداری (۳/۴۶۷) مسیر بین دو پارامتر می‌شود نتیجه گرفت که ضریب تداوم سود بر سود تقسیمی تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد. رشد دارایی‌ها یا تداوم سود، وجود رشد از سال گذشته نسبت به سال جاری است. پیش‌بینی می‌شود که رشد دارایی‌ها امسال نسبت به سال قبل، بر سیاست پرداخت سود سال جاری تأثیر گذار باشد. این نتایج با نتایج مطالعات اندریاتی و همکاران (۲۰۲۱) و فرانسیس و همکاران (۲۰۱۶) همسو می‌باشد.

یافته‌های معادلات ساختاری در خصوص بررسی فرضیه سوم نشان داد که ضریب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر سود تقسیمی ۰/۱۸۰ بوده و با توجه به مثبت بودن و سطح معنی‌داری (۳/۶۴۷) مسیر مابین دو متغیر می‌توان نتیجه گرفت که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر سود تقسیمی تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد. هنگامی که شرکت از دید مقدار وجوه نقد در دسترس تنگنایی ندارد، مدیر از جهت تخصیص منابع میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود با معضلی جدی مواجه نیست. ولی زمانی که با کمبود وجه نقد روبه‌رو است، ارتباطات میان تقسیم سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری منفی می‌گردد و افزایش در یکی، موجب کاهش در دیگری می‌شود. مفهوم شخصی-سازي به دلیل پیشرفت مداوم فناوری اینترنت اهمیت بیشتری پیدا کرده است. این نتایج با نتایج مطالعات ستایش و قوهستانی (۱۳۹۵)، براون و راو (۲۰۰۷) و اندریاتی و همکاران (۲۰۲۱) همسو می‌باشد.

یافته‌های معادلات ساختاری در خصوص بررسی فرضیه چهارم نشان داد که ضریب اثر مدیریت سود بر سود تقسیمی ۰/۱۰۸ بوده و با توجه به سطح معنی‌داری (۲/۹۴۶) مسیر مابین دو متغیر می‌توان نتیجه گرفت که مدیریت سود بر سود تقسیمی تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد. در هر حال مدیران بایستی اینکه به چه صورتی ثروت سهامداران را کنند را در نظر بگیرند. لذا مساله سیاست تقسیم سود یکی از اصلی‌ترین حیطه‌های ادبیات مالی می‌باشد. در ادبیات مالی، سیاست تقسیم سود به تصمیم شرکت برای پرداختن سود سهام یا انباشتن آن اشاره می‌کند. سیاست تقسیم سود نشان می‌دهد که به چه میزان و چند بار سود در دور ه مالی تقسیم شود. این نتایج با نتایج مطالعات جبارزاده کنگرلویی و همکاران (۱۳۹۴)، وو و همکاران (۲۰۱۵) و خوشکار و همکاران (۱۳۹۸) همسو می‌باشد.

نتایج معادلات ساختاری در زمینه بررسی فرضیه پنجم نشان داد که ضریب تأثیر سود تقسیم شده بر ارزش شرکت ۰/۱۲۷ بوده و با توجه به سطح معنی‌داری (۳/۵۶۴) مسیر مابین دو متغیر می‌توان نتیجه گرفت که سود تقسیم شده بر ارزش شرکت تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد. ارزش شرکت در حالت عدم وجود مالیات با هزینه‌های نقل و انتقال تحت تأثیر سیاست سود تقسیمی قرار نمی‌گیرد. دو شرکت به غیر از پرداخت سود تقسیمی در دوره جاری، در سایر عوامل با هم یکسان هستند. این نتایج با نتایج مطالعات جهانخانی و چالاکی (۱۳۹۴)، جبارزاده کنگرلویی و همکاران (۱۳۹۴)، وو و همکاران (۲۰۱۵) و خوشکار و همکاران (۱۳۹۸) همسو می‌باشد.

یافته‌های معادلات ساختاری در خصوص بررسی فرضیه ششم نشان داد که ضریب اثر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت ۰/۱۷۳ بوده و با توجه به سطح معناداری (۲/۳۰۷) مسیر بین دو پارامتر می‌شود نتیجه گرفت که رشد دارایی‌ها بر ارزش شرکت تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد. رشد دارایی‌ها، سبب ایجاد ارزش برای

یک شرکت می گردد. هنگامی که سرمایه گذاران، ارزش شرکت را بر حسب داده های حسابداری مشخص می کنند، لازم است تا میزان رشد اموال را مدنظر داشته باشند. با این حال، هالتازن و واتز (۲۰۰۱)، معتقدند که در اغلب تحقیقات تجربی در زمینه ارزشگذاری شرکت، عامل رشد دارایی ها لحاظ نشده است. این نتایج با نتایج مطالعات ایندیریاتی و همکاران (۲۰۲۱)، سجادمنش و آزادی (۱۳۹۴) و جلینک (۲۰۰۷) همسو می باشد.

یافته های معادلات ساختاری در خصوص بررسی فرضیه هفتم نشان داد که ضریب اثر تداوم سود بر ارزش شرکت ۰/۲۶۹ بوده و با توجه به سطح معناداری (۴/۵۷۷) مسیر بین دو پارامتر می شود نتیجه گرفت که تداوم سود بر ارزش شرکت تأثیر مستقیم و معنی دار دارد. روند طولانی حسابداری، تحت اثر رویه های حسابداری، به مدیریت این امکان را می دهد تا در خصوص زمان شناخت و اندازه گیری مخارج و درآمدها تصمیم گیری کند. یکی از اصلی ترین و متداول ترین این عملیات تداوم سود است. هدف از تداوم سود، ایجاد روند رشد با ثبات در سود است. محققان بر این باور هستند که مدیران اکثرا به تداوم سود اقدام می نمایند؛ چون مبلغ سود و نوسان آن از منظر سهامداران شرکت اهمیت دارد و بر ارزش شرکت موثر است. این نتایج با نتایج مطالعات صراف (۱۳۹۷)، گئو و زانگ (۲۰۱۵) و ایندیریاتی و همکاران (۲۰۲۱) همسو می باشد.

یافته های معادلات ساختاری در خصوص بررسی فرضیه هشتم نشان داد که ضریب اثر فرصت های سرمایه گذاری بر ارزش شرکت ۰/۲۰۸ بوده و با توجه به سطح معناداری (۳/۹۰۴) مسیر بین دو پارامتر می شود نتیجه گرفت که فرصت های سرمایه گذاری بر ارزش شرکت اثر مستقیم و معناداری دارد. اصلی ترین هدف هر شرکت، حداکثر سازی ثروت سهامدارانش می باشد. به همین منظور مسئولان شرکت ها سعی می کنند تا با بکارگیری ترکیبات و تصمیمات گوناگون مالی، ارزش بازار شرکت را زیاد کرده و هدف شرکت را محقق سازند. هر چند که تغییرات ثروت سهامداران تحت اثر عوامل گوناگونی است، ولی استفاده از فرصت های سرمایه گذاری و در پیش گرفتن سیاست های بدهی و تقسیم سود مطلوب، که از جمله ابزارهای تصمیمات مالی محسوب می شوند، می تواند موجب بهبود جایگاه شرکت گردند. این نتایج با نتایج مطالعات عباسی و همکاران (۱۳۹۵)، شوروزی و آزادوار (۱۳۸۹) و ایندیریاتی و همکاران (۲۰۲۱) همسو می باشد.

نتایج معادلات ساختاری در زمینه بررسی فرضیه نهم نشان داد که ضریب تأثیر مدیریت سود و ارزش شرکت ۰/۰۷۱ بوده و با توجه به سطح معنی داری (۳/۲۱۸) مسیر مابین دو متغیر می توان نتیجه گرفت که مدیریت سود و ارزش شرکت تأثیر مستقیم و معنی دار دارد. سرمایه گذاران، سود را به عنوان یکی از معیارهای اصلی ارزیابی ارزش شرکت ها تلقی می کنند و برای تصمیم گیری درباره نگهداری یا فروش سهام خود، به اندازه گیری سودآوری شرکت تمایل دارند. از طرف دیگر، از اهداف مدیریت سود که برای به دست آوردن سود مطلوب توسط مدیران انجام می شود، گمراه کردن بازار در رابطه با عملکرد واقعی شرکت است (کی لور و همکاران، ۲۰۱۵). وقتی بازار نتواند رفتار فرصت طلبانه مدیران را تشخیص دهد، فرض می کند که ارقام سودی که مدیران ارائه کرده اند، نتیجه عملکرد خوب شرکت است. این نتایج با نتایج مطالعات کی لور و همکاران (۲۰۱۵)، سوسانتو و کریستی اوان (۲۰۱۶) و دارماوان و همکاران (۲۰۱۹) همسو می باشد.

منابع

- ۱) بابانژاد باقری، سیده مریم، پورآقاجان، عباسعلی، و عباسیان، محمد مهدی. (۱۴۰۲). پیش بینی ارزش شرکت مبتنی بر روش های یادگیری عمیق. اقتصاد مالی، ۱۷(۶۴)، ۲۹۱-۳۱۸.
- ۲) بادآور نهندی، یونس، و درخور، سعید. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه گذاری. پژوهش های تجربی حسابداری، ۳(۲)، ۱۶۷-۱۸۹.
- ۳) تهرانی، رضا، شیخ، محمد جواد، و خسروی، امیر رضا. (۱۳۹۶). تبیین ارزش بازاری اختیارهای واقعی در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۹(۳۵)، ۳۹-۵۶.
- ۴) جبارزاده کنگرلوئی، سعید، حسین نژادی دیزج، یوسف، نجاتی اصل، زهرا، و هادی نیا، صالح. (۱۳۹۴). تاثیر سیاست تقسیم سود بر مدیریت سود واقعی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر نوع صنعت. دانش حسابرسی، ۱۵(۶۱)، ۶۹-۸۸.
- ۵) حجازی، رضوان، فصیحی، صغری، و کرمشاهی، بهنام. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۴(۵۴)، ۷۳-۹۴.
- ۶) حکیمی پور، نادر. (۱۳۹۵). بررسی عوامل موثر بر ضریب واکنش سود: مطالعه موردی بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد مالی، ۱۰(۳۷)، ۱۱۱-۱۲۶.
- ۷) خوشکار، فرزین، شیبانی، علی آرش، و خلیج، زهرا. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر مدیریت سود بر تداوم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت حسابداری، ۳(۲۴)، ۱۸-۳۴.
- ۸) رهنمای رودپشتی، فریدون، بابالویان، شهرام، و مظفری، مهرداد. (۱۳۹۴). سیاست تقسیم سود: آزمون تجربی نظریه کثرتینگ در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، ۳(۱)، ۱-۲۰.
- ۹) ستایش، محمدحسین، و قوهستانی، سمانه. (۱۳۹۵). بررسی رابطه تقسیم سود، فرصت های سرمایه گذاری و تامین مالی خارجی در طی چرخه عمر شرکت. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۴(۱)، ۳۷-۵۰.
- ۱۰) سجادمنش، کاظم، و آزادی، کیهان. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و رشد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: کنفرانس بین المللی دست آوردهای نوین پژوهشی مدیریت حسابداری اقتصاد، تهران.
- ۱۱) شوروزی، محمدرضا، و آزادوار، ایمان. (۱۳۸۹). تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها. حسابداری مدیریت، ۳(۶)، ۱۳-۲۳.
- ۱۲) قالیباف اصل، حسن، و ولی زاده، فریده. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام. راهبرد مدیریت مالی، ۴(۳)، ۱-۲۳.
- ۱۳) مرادی، مریم، و پورزمانی، زهرا. (۱۴۰۲). سنجش روابط شوک های اطلاعاتی درونی و بیرونی با تورش های رفتاری سرمایه گذاران. اقتصاد مالی، ۱۷(۶۴)، ۷۵-۱۰۰.

- ۱۴) نوظهور، ندا، و کاویانی، میثم. (۱۳۹۹). تحلیل رابطه بین نسبت‌های دویونت و سیاست تقسیم سود (رهیافت تحلیل رگرسیون‌های توییت و لجستیک). مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی، ۱(۲)، ۱۱۴-۱۲۵.
- ۱۵) 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، ۱۷(۶۴)، ۱۵۹-۱۸۶.
- 16) Abbas, A. (2018). Earnings Management in Banking Industry And Its Impact on The Firm Value. *AKRUAL: Jurnal Akuntansi*, 10 (1), 69-84.
- 17) Achmad, K., Subekti, I., & Sari, A. (2007). Investigation of the Motivation of Profit Management Strategies in Public Companies in Indonesia. In *Proceedings of the 10th National Accounting Symposium, Makassar*.
- 18) Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *The Journal of finance*, 35(1), 1-12.
- 19) Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2007). The cash flow sensitivity of cash. *The journal of finance*, 59(4), 1777-1804.
- 20) Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential. *Sustainability*, 10(2), 494.
- 21) Aydin, A. D., & Cavdar, S. C. (2015). Corporate governance and dividend policy: An empirical analysis from Borsa Istanbul corporate governance index (XKURY). *Accounting and Finance Research*, 4(3), 66-76.
- 22) Ben Amar, A., Ben Salah, O., & Jarboui, A. (2018). Do discretionary accruals affect firms' corporate dividend policy? Evidence from France. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(2), 333-347.
- 23) Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2019). Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: Evidence of enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144-160.
- 24) Darmawan, I. P. E., Sutrisno, T., & Mardiaty, E. (2019). Accrual Earnings Management and Real Earnings Management: Increase or Destroy Firm Value?. *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 6(2), 8-19.
- 25) Endri, E., & Fathony, M. (2020). Determinants of firm's value: Evidence from financial industry. *Management Science Letters*, 10(1), 111-120.
- 26) Im, C. C., Kim, J. H., & Choi, M. K. (2016). Dividend policy and earnings management: based on discretionary accruals and real earnings management. *International Journal of u-and e-Service, Science and Technology*, 9(2), 137-150.
- 27) Indrayati, I., Rachmat, B., & Slamet, S. (2021). Assets growth, earnings persistence, investment opportunity set and earnings management on dividend policy and firm value (study at bank companies In Indonesia). *Journal of Southwest Jiaotong University*, 56(2), 220-234.
- 28) Indrayati, B. R., & Handayawati, K. U. (2021). The Influence of Auditor Opinion, Audit Committee, Discretionary Accrual on Corporate Performance and Cumulative Abnormal Return (Evidence From Indonesia Stock Exchange). *International Journal of Financial Research*, 12(2).
- 29) Joshi, R. S. (2019). Evaluating the effect of earnings management on dividend policy of selected Indian companies. *Research Review International Journal of Multidisciplinary*, 4(1), 482-485.
- 30) Khan, Z., Ramakrishnan, S., Malik, M. F., & ULLAH, M. (2020). Impact of Growth Opportunities on Dividend Policy: Evidence on the Role of CEO Duality in the Emerging Economy of Pakistan. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 11(12), 783-794.
- 31) Kim, T. (2011). The impact of corporate cash holdings and dynamic financial constraints on investment-cash flow sensitivity. Unpublished working paper. The State University of New Jersey.

- 32) Kusumajaya, D. K. O. (2011). The Effect of Capital Structure and Company Growth on Profitability and Company Value in Manufacturing Companies on the Indonesia Stock Exchange. Udayana University.
- 33) Maio, P., & Santa-Clara, P. (2015). Dividend yields, dividend growth, and return predictability in the cross section of stocks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(1-2), 33-60.
- 34) Mohd, K., & Zaharudin, K. (2019). Future earnings growth and dividend payout: Evidence from Malaysia. *Management Science Letters*, 9(2), 347-356.
- 35) Putri, I. G. A. P. T., & Rahyuda, H. (2020). Effect of capital structure and sales growth on firm value with profitability as mediation. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 7(1), 145-155.
- 36) Sudarma, M. (2004). Pengaruh struktur kepemilikan saham, faktor intern dan faktor ekstern terhadap struktur modal dan nilai perusahaan. Universitas Brawijaya, Malang.
- 37) Vijayakumar, A., & Devi, S. (2011). Growth and corporate profitability: A study in Indian Automobile Industry. *SMART Journal of Business Management Studies*, 7(2), 62-74.
- 38) Widyawati, D., & Indriani, A. (2019). Determinants of dividend payout ratio: evidence from Indonesian manufacturing companies. *Diponegoro International Journal of Business*, 2(2), 112-121.
- 39) Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26 (1), 88-99.



Structural equations relationship between asset growth, profit continuity, profit management and investment opportunities with profit sharing and company value

Abdolrasoul Rahmanian Koushkaki¹
Hossein Taheri²

Received: 10 / December / 2023 Accepted: 01 / February / 2024

Abstract

The main purpose of this research is to examine the relationship between assets growth, profit continuity, profit management and investment opportunities with profit sharing and company value among companies listed on the Tehran Stock Exchange. The statistical sample of the research includes 113 active companies in the Tehran Stock Exchange during the period from 2015 to 2019. Structural equation modeling (SEM) based on partial least squares (PLS) was used for statistical analysis. The findings of this study showed that assets growth, profit continuity, investment opportunities and profit management have an effect on dividends. There is also a significant relationship between earnings management and dividends. Finally, the distributed profit, assets growth, and the continuity of profit affect the company's performance. Finally, the distributed profit, the growth of assets, and the continuity of profit affect the company's performance. Finally, the distributed profit, profit growth, and the continuity of profit affect the company's performance. When investors determine the value of the company in terms of accounting data, it is necessary to consider the growth rate of assets. When the company does not have a shortage of available cash, the manager does not face a serious problem in allocating resources between investment opportunities and profit distribution. The growth of assets creates value for a company. Managers mostly proceed with profit continuation; Because the amount of profit and its fluctuation is important from the point of view of the company's shareholders and it affects the value of the company. Using investment opportunities and adopting favorable debt and profit sharing policies, which are among the tools of financial decisions, can improve the position of the company.

Keywords: Dividends, company value, asset growth, profit continuity, investment opportunities.

JEL classification: E22, G32, M21, M41.

¹ Department of Accounting, Payam Noor University, Tehran, Iran (corresponding author),
abr.rahmanian@pnu.ac.ir

² Department of Accounting, Payam Noor University, Tehran, Iran