فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ سال دوم/ شماره۶ / تابستان۸۹/ صفحات ۴۹- ۳۸

تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت

دکتر سیدعباس هاشمی*
حسنعلی اخلاقی**

تاریخ دریافت: ۸۹/۲/۵ تاریخ پذیرش: ۸۹/۵/۲۰

چکیده

ارزش‌گذاری یکی از موضوعات اساسی در حوزه‌های مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاران با داشتن اطلاعات حسابداری می‌توانند عایداتشان را حداکثر کنند؛ بدین منظور باید از مدل‌های ارزش‌گذاری و عوامل مؤثر بر آن‌ها استفاده کنند. در این پژوهش تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود وسودآوری بر ارزش آتی شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد. بدین منظور دو فرضیه تدوین‌گردیده است. در فرضیه اول تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش شرکت و در فرضیه دوم تأثیر متغیرهای مذکور بر ارزش آتی شرکت مورد آزمون قرار گرفته است. جامعه آماری، شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی۱۳۸۰ الی۱۳۸۷ می‌باشد. برای تعیین نمونه آماری، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است که در نهایت ۹۲ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها بیانگر تأیید هر دو فرضیه مورد بررسی با استفاده از داده‌های تابلویی می باشد. به بیان دیگر رابطه مثبت و معنی دار بین‌اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش شرکت وجود دارد. همچنین بین متغیرهای مورد بررسی با ارزش آتی شرکت رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد. علاوه بر این یافته‌های پژوهش نشان داد احتمال افزایش در

* استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه اصفهان
** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه (نویسنده مسئول)
Email:akhlaghi110@gmail.com

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ارزش آتی شرکت با بالارفتن نسبت‌های اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سود آوری بیشتر می‌شود.

واژه‌های کلیدی: ارزش شرکت، اهرم مالی، سیاست تقسیم سود، سودآوری، داده‌های تابلویی

۱- مقدمه

افراد جهت تصمیم‌گیری نیاز به اطلاعات مالی دارند. یکی از منابع اطلاعاتی، اطلاعات حسابداری است. در مبانی نظری گزارشگری مالی به نقش اطلاعات مالی و مفید بودن آن در تصمیم‌گیری افراد اشاره شده است(هاشمی و صادقی،۱۳۸۸). در این زمینه می توان به تصمیم‌گیری در مورد خرید و فروش سهام شرکت‌ها و ... با استفاده از اطلاعات مالی اشاره کرد. هیأت استانداردهای حسابداری مالی[1] و هیأت تدوین استانداردهای حسابداری ایران در مبانی نظری گزارشگری مالی به لزوم تهیه اطلاعات مالی به گونه‌ای که در تصمیم گیری افراد مفید واقع شود تأکید کرده اند. هدف صورت‌های مالی عبارت است از ارائه اطلاعات تلخیص و طبقه بندی شده درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری که برای طیفی گسترده از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیمات اقتصادی مفید واقع گردد. استفاده کنندگان صورت‌های مالی، طیفی گسترده هستند که تأمین نیازهای اطلاعاتی خاص آن‌ها از طریق صورت‌های مالی ناممکن است و بنابراین تأکید صورت‌های مالی بر نیازهای مشترک است(بزرگ اصل،۱۳۸۴).

سهامداران برای تصمیم‌گیری در مورد خرید و فروش سهام شرکت‌ها نیازمند اطلاعاتی جهت تعیین ارزش اوراق بهادار هستند. نقش اصلی حسابداری فراهم آوردن اطلاعات مورد نیاز استفاده‌کنندگان از جمله برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد. سرمایه‌گذاران با استفاده از اطلاعات حسابداری در مورد ارزش شرکت، می‌توانند تصمیم‌گیری بهتری در مورد خرید یا فروش سهام داشته باشند. مدل‌های ارزش‌گذاری با ارتباط دادن داده‌های حسابداری و ارزش بازار، تلاش می‌کنند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران آسان‌تر شود. با توجه به موارد مذکور تأثیری‌که اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش جاری وآتی شرکت می‌گذارد دارای اهمیت خواهد بود و پژوهش حاضر در همین راستا انجام گرفته است. در ادامه ادبیات و

1. Financial Accounting standards board (FASB)

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

پیشینه پژوهش بیان می گردد، سپس فرضیه ها، روش پژوهش و متغیرهای مورد استفاده در پژوهش توضیح داده می‌شود و در آخر آزمون فرضیه ها و نتایج پژوهش بیان می‌گردد.

۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

هیأت استانداردهای حسابداری مالی در بیانیه مفهومی‌شماره (۱) هدف گزارش‌گری مالی را به این صورت بیان می‌کندکه " گزارش‌گری مالی باید اطلاعاتی را که سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان برای تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و تصمیمات مشابه لازم دارند را فراهم آورد" (FASB,1978). بنابراین اطلاعاتی‌که توسط حسابداران تهیه می‌شود باید بتواند نیازهای اطلاعاتی استفاده کنندگان جهت تعیین ارزش شرکت‌ها را برآورده سازد.

این ایده که داده‌های حسابداری می‌توانند در تعیین ارزش شرکت نقش داشته باشند، ابتدا به وسیله تحلیل‌گران مالی مطرح گردید. تحلیل‌گران برای ارزیابی اوراق بهادار از تحلیل‌های بنیادی و تحلیل‌های تکنیکی استفاده می‌کنند. در تحلیل‌های بنیادی، عمدتاً مبنای تعیین ارزش شرکت از طریق داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی می‌باشد (جوادی، ۱۳۸۶). تحلیل گران بنیادی در تلاش هستند تا با بررسی عواملی که با ارزش شرکت ارتباط دارند ارزش ذاتی اوراق بهادار را تعیین کنند. تحلیل‌گران و ارزیابان اوراق بهادار بر مبنای تحلیل‌های بنیادی برای تعیین ارزش ذاتی سهام شرکت از مدل‌های متعددی استفاده می‌کنند، که از جمله آن‌ها می‌توان به مدل‌های تنزیل و نسبت قیمت به درآمد (P/E)[1] اشاره‌کرد(وارداواکی و میلوناکس[2]،۲۰۰۷) .

مهمترین مدل‌های تنزیل شامل مدل تنزیل سود نقدی، مدل تنزیل جریان نقدی و مدل سود باقیمانده می‌باشد که مبتنی بر داده‌های حسابداری است. تمامی این مدل‌ها از مدل ارزش فعلی سود تقسیمی مورد انتظار استفاده کرده‌اند. در مدل‌های ارزش‌گذاری معمولاً ازپنج متغیر حسابداری سود باقیمانده، بازده، سود، جریان نقدی عملیاتی و سود تقسیمی جهت تعیین ارزش شرکت استفاده می‌شود(همان منبع). با در نظر گرفتن این موضوع که سودآوری و تقسیم سود در مدل‌های ارزش‌گذاری شرکت مورد تأکید است و ارزش شرکت نیز سودهای آتی را منعکس می‌کند می‌توان چنین استنتاج نمود که سودآوری و سیاست تقسیم سود در تعیین ارزش شرکت نقش اساسی دارند.

1. Price/ Earning
2. Vardavaki & Mylonakis

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تأثیر اهرم مالی بر ارزش شرکت یکی از چالشی‌ترین و بحث انگیزترین مباحث مدیریت مالی است. مدیران با انتخاب ترکیبی مناسب از منابع مختلف تأمین مالی سعی در حداکثر کردن ارزش شرکت دارند. بدهی یکی از مهمترین منابع تأمین مالی برای شرکت‌ها می‌باشد و افزایش در بدهی یکی از راه‌های رسیدن به این هدف است.

انتظار بر این است که به دلیل پایین بودن هزینه بدهی، شرکت‌هایی که از بدهی برای تأمین مالی قسمتی از منابع مالی خود استفاده نمایند، ارزش شرکت بالایی نسبت به شرکت‌هایی‌که تمام سرمایه آنها توسط سهامداران تأمین شده است، داشته باشند(علوی،۱۳۸۷). علاوه بر مباحث فوق، ارزش‌گذاری یکی از موضوعات اساسی در مدیریت سرمایه‌گذاری است. با ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، ارزش‌گذاری شرکت‌هایی‌که می‌خواهند به بخش خصوصی واگذار شوند و عوامل مؤثر بر ارزش آن‌ها امری مهم محسوب می‌شود. با توجه به موارد مذکور، این پژوهش درصدد پاسخ به این سئوال است که آیا اهرم مالی، سیاست تقسیم سود وسودآوری بر ارزش جاری و آتی شرکت تأثیر دارند؟

قش[1] (۲۰۰۹) به تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت درکشور هند پرداخته است. این پژوهش نشان می‌دهد که یک رابطه غیر خطی بین اهرم مالی، سود آوری و احتمال افزایش‌در ارزش آتی شرکت وجود دارد. احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت با افزایش اهرم مالی به طور تصاعدی کاهش پیدا می‌کند در صورتی که احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت با افزایش در پرداخت سود سهام و سودآوری شرکت، افزایش پیدا می‌کند.

بیور و همکاران[2] (۲۰۰۴) مربوط بودن اجزای نقدی و تعهدی سود به ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش بخش تعهدی سود به چهار جزء تقسیم شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد با در نظرگرفتن سود غیر عادی و ارزش بازار شرکت به عنوان متغیرهای وابسته، تفکیک بخش تعهدی سود به اجزای تشکیل دهنده آن، باعث کاهش خطای پیش بینی ارزش بازار شرکت می‌شود.

ناصر و جوید[3] (۲۰۰۲) به ارتباط بین سیاست تقسیم سود، ساختارسرمایه، سودآوری و ارزش شرکت در کشور تونس پرداخته‌اند. در این پژوهش از داده‌های تابلویی[4] نامتعادل استفاده شده است. خلاصه یافته‌های اصلی پژوهش حاکی از این است که سودآوری و نسبت اهرم تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد درحالی که پرداخت سود تأثیر معکوس بر ارزش شرکت دارد.

1. Ghosh
2. Beaver, et al.
3. Naceur & Goaied
4. Panel Data

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مودیگیلانی و میلر[1] در سال۱۹۶۳ در پژوهش خود نشان دادند که ارزش شرکت در حالت عدم وجود مالیات یا هزینه‌های نقل و انتقال تحت تأثیر سیاست سود تقسیمی قرار نمی‌گیرد. آنها کار خود را با این فرض شروع کردندکه دو شرکت به غیر از پرداخت سود تقسیمی‌در دوره جاری، در سایر عوامل با هم یکسان هستند. به رغم اینکه مودیگلیانی و میلر سیاست تقسیم سود را نامربوط می‌دانستند ولی معتقد بودند سودتقسیمی ممکن است حامل اطلاعاتی باشدکه به طریق دیگری توسط بازار شناخته نشده است. این استدلال تحت عنوان فرضیه محتوایی اطلاعاتی سود نامیده شده است(جهانخانی و چالاکی، ۱۳۸۴).

خسروی نیا (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. متغیرهای این پژوهش شامل ساختار سرمایه و ارزش شرکت می‌باشد، ساختار سرمایه به عنوان متغیر مستقل و ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته در معاملات رگرسیونی در نظر گرفته شده‌اند. به طور کلی یافته‌های پژوهش شواهدی در خصوص رابطه معنی دار ساختار سرمایه و ارزش شرکت فراهم می‌آورد.

مستوری(۱۳۸۴) به بررسی رابطه سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت پرداخته است. این پژوهش برای ۶۰ شرکت طی سالهای ۱۳۸۳- ۱۳۷۸ صورت‌گرفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها حاکی از این مطلب می‌باشد که تقاضای سرمایه‌گذاران برای دریافت سود نقدی از بنگاه‌ها بر تصمیم‌گیری مدیران اثر گذار می‌باشد. در این پژوهش به بررسی پرداخت سود به سهامداران و اثرات آن در ارزش جاری شرکت و اثرات منفی آن بر سرمایه گذاری پرداخته شده است.

۳- فرضیه‌ها

فرضیه۱ : بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه۲ : بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش آتی شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

1. Modigliani & Miller

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۴- روش پژوهش

براساس پژوهش قش (۲۰۰۹)، برای آزمون فرضیه اول یک مدل رگرسیون خطی چند متغیره و برای آزمون فرضیه دوم یک مدل نمایی تدوین و مورد استفاده قرار گرفته است. با توجه به مبانی نظری ارتباط ارزش شرکت با سیاست تقسیم سود، سودآوری و اهرم مالی‌که در قسمت ادبیات و پیشینه پژوهش به آن ها اشاره شد، معادله رگرسیون (۱) تصریح می شود:

$$MBVR_{it} = \alpha + \beta_1 Leverage_{t-1} + \beta_2 (Leverage_{t-1})^2 + \beta_3 Pay\ -OUT_{t-1} + \beta_4 ROE_{t-1} + \beta_5 (ROE_{t-1})^2 + \beta_6 Log\,(ASSET_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

پس از تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیون (۱)، چون ارزش آتی شرکت مد نظر است به طور قطعی و یقینی نمی‌توان تأثیر متغیرهای فوق بر ارزش شرکت را اندازه گیری نمود. بنابراین از مدلی لگاریتمی[1] استفاده می‌شود تا احتمال افزایش یا کاهش ارزش شرکت محاسبه شود.

$$\Pr ob(Y_{it} = 1 | X_{it}) = \frac{e^{\alpha + \alpha_t + x'_{it}\beta + \varepsilon_{it}}}{1 + e^{\alpha + \alpha_t + x'_{it}\beta + \varepsilon_{it}}} \quad (۲)$$

با استفاده ازمدل لگاریتمی فوق احتمال افزایش یا کاهش ارزش آتی شرکت اندازه‌گیری می‌شود. کلیه متغیرهای مورد استفاده در مدل‌ها در جدول (۱) معرفی و نحوه محاسبه آن‌ها توضیح داده شده است.

جدول ۱: معرفی و نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد انگلیسی	شاخص	شیوه محاسبه
وابسته مدل(۱)	MBVR	ارزش شرکت	نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
مستقل	LEVERAGE	اهرم مالی	نسبت کل بدهی بلند مدت به کل حقوق صاحبان سهام
مستقل	PAY_OUT	پرداخت سود	نسبت سود تقسیمی به کل درآمد
مستقل	ROE	سودآوری	نسبت سود خالص(پس از کسر مالیات) بر حقوق صاحبان سهام
کنترل	LOG(ASSET)	__	لگاریتم مجموع دارایی‌ها
وابسته مدل(۲)	Y	ارزش آتی شرکت	اگر نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری بزرگتر از یک باشد، یک و در غیر این‌صورت ارزش صفر می‌گیرد.

1. Logistic Model

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۵- جامعه آماری و نمونه

در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که دارای ویژگی‌های زیر بوده؛ به عنوان نمونه انتخاب شدند:

۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند باشد.

۲- در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد.

۳- اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها، دردوره مورد بررسی موجود باشد.

۴- در کلیه سال‌های مورد رسیدگی، از طریق بدهی بلند مدت، تأمین مالی داشته باشند.

۵- در کلیه سال‌های مورد رسیدگی سود سهام تقسیم کرده باشند.

۶- جمع حقوق صاحبان سهام آن‌ها منفی نباشد.

۷- به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از نوع تولیدی باشند.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۹۲ شرکت انتخاب شدند. قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۰ الی۱۳۸۷ می باشد.

۶-آزمون فرضیه اول

بر اساس فرضیه اول بیان شده بود که بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. فرضیه مذکور در سطح داده‌های تابلویی با استفاده از مدل (۱) آزمون گردید که نتایج حاصل از آن در جدول (۲) منعکس است.

جدول۲: نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

متغییر وابسته : شاخص ارزش شرکت(MBVR)						
تعداد مشاهدات برای هر متغیر: ۷۳۶						
متغیرها	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	p-value	آزمون هاردی	
LEVERAGE	۰.۳۰۸۷۸۳	۰.۱۰۱۱۳۱	۳.۰۵۳۱۱	۰.۰۰۲۴	۱۲.۷۸۶	(۰.۰۰۰)
$(LEVERAGE)^2$	۰.۲۸۹۹	۰.۰۲۷۰۷	۴.۰۹۳۶۶	۰.۰۴۴۵	۱۱.۴۱۵۸	(۰.۰۰۰)
ROE	۰.۵۳۱۱۹۶	۰.۱۶۰۸۶	۳.۳۰۲۲۲۵	۰.۰۰۱۰	۷.۱۸۰۶۴	(۰.۰۰۰)
$(ROE)^2$	۰.۱۶۹۶۲۷	۰.۰۶۶۵۵۴	۲.۷۱۸۷	۰.۰۰۶۷	۵.۱۲۳۴۷	(۰.۰۰۰)
PAY-OUT	۰.۵۶۴۹۷۸	۰.۲۶۶۱۱۶	۲.۱۲۳۰	۰.۰۳۴۱	۱۱.۷۷۲	(۰.۰۰۰)
LOG(ASSET)	-۴.۵۷۸۸	۰.۲۴۱۷۶۸	-۱۸.۸۷۸	۰.۰۰۰	۱۴۸۵	(۰.۰۰۰)
C	۲۸.۲۸۶۳۱	۱.۳۵۰۰۱۹	۲۰.۹۵۳۵	۰.۰۰۰	-	

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیر وابسته : شاخص ارزش شرکت(MBVR)					
تعداد مشاهدات برای هر متغیر: ۷۳۶					
متغیرها	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	p-value	آزمون هاردی
MBVR	-	-	-	-	۷.۸ (۰.۰۰۰)
R^2	۰.۷۲۷۷۶۸	آماره دوربین-واتسون			۱.۸۶۲۹
آماره F فیشر	(۰.۰۰۰)				۱۶.۱۶۲۲
آزمون لیمر (۰.۰۰۰)	۶.۱۳۱۷	آزمون هاسمن	(۰.۰۰۰)		۱۸۳.۴۰۱

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

همان طور که در جدول شماره ۲ مشاهده می شود، p-value آزمون هادری برای تک تک متغیرها کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و بنابراین تک تک متغیرها مانا می باشند. p-value آزمون F لیمر کمتر از سطح خطای مورد پذیرش و p-value آزمون هاسمن کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و بنابراین روش اثرات ثابت[1] انتخاب می‌شود. p-value آماره F فیشر کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و کل رگرسیون معنی دار است. همچنین p-value آمارهt برای تک‌تک ضرایب، نشان می دهد فرض H_0 برای LEVERAGE، $(LEVERAGE)^2$، ROE، $(ROE)^2$، PAY-OUT رد می شود. بنابراین بین پنج متغیر مستقل مذکور با ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. با توجه به آماره دوربین واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 به دست آمده نشان می‌دهدکه متغیرهای مستقل مدل قادر هستند ۷۲٪ رابطه با متغیر وابسته را توضیح دهند. بنابراین رابطه بالایی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد که می‌توان از آن در جهت پیش بینی استفاده نمود. معادله رگرسیون برازش شده جهت توضیح تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش شرکت به شرح زیر می باشد:

$$MBVR_{it} = 28.29 + 0.31_1 Leverage_{t-1} + 0.29(Leverage_{t-1})^2 + 0.56 Pay-OUT_{t-1} + 0.53 ROE_{t-1} + 0.17(ROE_{t-1})^2 - 4.57 Log(ASSET_{t-1}) + \varepsilon \quad (۳)$$

۷-آزمون فرضیه دوم

بر اساس فرضیه دوم بیان شده بود که بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش آتی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد. فرضیه مذکور در سطح داده‌های تابلویی با

1. Fixed Effect

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

استفاده از مدل (۲) آزمون گردید که نتایج حاصل در جدول (۳) منعکس است.

جدول۳: نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم
(روش تخمین اثرات ثابت با داده‌های تابلویی)

متغیر وابسته: شاخص ارزش‌آتی شرکت(Y)					
تعداد مشاهدات برای هر متغیر: ۶۴۴					
متغیرها	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	p-value	آزمون هاردی
LEVERAGE	۰.۰۶۸۷۸۳	۰.۰۰۵۳۶۲	۲.۹۱۳۸۷	۰.۰۰۰۴	۱۲.۷۸۶ (۰.۰۰۰)
$(LEVERAGE)^2$	۰.۵۸۹۹۳	۰.۱۵۴۵۵۶	۲.۰۱۷۳	۰.۰۴۰۶	۱۱.۴۱۵۸ (۰.۰۰۰)
ROE	۰.۱۵۳۱۹۶	۰.۱۶۰۸۶۰	۳.۳۰۲۲۲	۰.۰۰۱۰	۷.۱۸۰۶۴ (۰.۰۰۰)
$(ROE)^2$	۰.۱۸۶۲۷	۰.۰۰۳۰۶۶	۲.۲۶۵۹	۰.۰۰۲۷	۵.۱۲۳۴۷ (۰.۰۰۰)
PAY-OUT	۰.۰۶۴۹۸۷	۰.۰۲۶۱۲۵	۱.۹۷۰۱۳۲	۰.۰۵۰۹	۱۱.۷۷۲ (۰.۰۰۰)
LOG(ASSET)	-۳.۲۵۹۹۳	۰.۰۵۰۸۶۶	-۵.۵۱۰۹	۰.۰۰۰	۱۴۸۵ (۰.۰۰۰)
C	۸.۲۸۶۳	۰.۲۸۳۵۳۶	۷.۹۴۴۲	۰.۰۰۰	-
AR(1)	۰.۲۸۶۶۸	۰.۰۴۸۵۲۵	۵.۹۱۲۰	۰.۰۰۰	-
Y	-	-	-	-	۱۰.۹ (۰.۰۰۰)
R^2	۰.۶۵۲۸۵۹	آماره دوربین-واتسون			۱.۹۰۳۵۲۹
آماره F فیشر	(۰.۰۰۰)				۵.۴۷۴۱
آزمون F لیمر		۴.۳۵۶۹			(۰.۰۰۰)
آزمون هاسمن		۳۸.۱۹۹۴			(۰.۰۰۰)

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

همان طور که در جدول شماره ۳ مشاهده می شود، p-value آزمون هادری برای تک تک متغیرها کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و بنابراین تک تک متغیرها مانا می باشند. برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی و تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است. با توجه به اینکه مقدارp-value به دست آمده از آزمون F لیمربرابر(۰.۰۰۰) می باشد فرضH_0 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می شود. روش داده‌های تابلویی خود دارای دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی[1] است که برای انتخاب بین این دو روش از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. از آنجایی که p-value به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با (۰.۰۰۰) می‌باشد فرض H_0 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و در نتیجه

1. Random Effects

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. p-value آماره f فیشر کمتر از سطح خطای مورد پـذیرش بوده و کل رگرسیون معنی دار است. همچنین p-value آماره t برای تک تک ضرایب، نشان می دهد فـرض H_0 بـرای LEVERAGE، $(LEVERAGE)^2$ ، ROE، $(ROE)^2$ و PAY-OUT رد می‌شود. بنابراین بین پنج متغیر مستقل مذکور با ارزش آتی شرکت در سـطح ۹۵٪ می‌توان رابطه معنی داری یافت. با توجه به آماره دوربین واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی می باشد که جهت رفع آن از جزء AR اسـتفاده شـده است. R^2 به دست آمده نشان می دهدکه متغیرهای مستقل مدل قـادر هسـتند ۶۵٪ رابطـه بـا متغیر وابسته را توضیح دهند. بنابراین رابطه دقیقی بین متغیرهـای مسـتقل و متغیـر وابسـته وجود داردکه می‌توان از آن در جهت پیش بینی استفاده نمود. معادله رگرسیون بـرازش شـده جهت توضیح رابطه اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش آتی شرکت بـه شـرح زیر می باشد:

$$\Pr ob(Y_{it}) = 8.28 + 0.068Leverage_{t-1} + 0.58(Leverage_{t-1})^2 + 0.064Pay - OUT_{t-1} + .15ROE_{t-1} + .18(ROE_{t-1})^2 - 3.25Log(ASSET_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (۴)$$

۸- نتیجه گیری

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی در آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که فرض H_0 برای متغیرهای اهرم مالی، پرداخت سود و سودآوری رد شده است. بنابراین بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش شرکت رابطه معنادار و مثبت وجود دارد. این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش ناصر و جوید(۲۰۰۲) مبنی بر این‌که سودآوری و نسبت اهرم مالی تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد درحالی که پرداخت سود تأثیر معکوس بر ارزش شرکت دارد، با نتایج این پژوهش برای سودآوری و اهرم مالی مطابق است، لیکن برای سیاست پرداخت سود مطابق نمی‌باشد. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه دوم نیز نشان می‌دهدکه اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش آتی شرکت دارند و احتمال افزایش ارزش شرکت با بالا رفتن نسبت‌های فوق بیشتر می‌شود. این یافته در مورد پرداخت سود سهام و سودآوری مطابق با نتایج حاصل از پژوهش قش(۲۰۰۹) است و در مورد اهرم مالی مطابق با نتایج حاصل از پژوهش قش نمی‌باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نتایج پژوهش حاضربرای استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی به خصوص، مدیران شرکت‌ها، سهامداران و دولت به خاطر روند خصوصی شدن شرکت‌های دولتی می‌تواندکاربرد داشته باشد. بر اساس این پژوهش شرکت‌هایی که بدهی بالاتر و سودآوری بیشتری دارند ارزش‌آن‌ها در سال آتی افزایش چشم‌گیری خواهد داشت و می‌توان چنین استنتاج نمود که قیمت سهام آن‌ها در سال آتی به دلیل افزایش ارزش شرکت سیر صعودی داشته باشد. بنابراین سهامداران می‌توانند در تصمیم‌گیری خود از نتایج این پژوهش استفاده کنند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

منابع:

۱- بزرگ اصل،موسی، (۱۳۸۴) ، **حسابداری میانه**، جلد اول، چاپ دوم

۲- جوادی، علیرضا(۱۳۸۶)، « **بررسی رابطه بین هموار سازی سود و ارزش شرکت**»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.

۳- جهانخانی، علی و پری چالاکی، (۱۳۸۴) ، «رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، سال دوازدهم، شماره ۳۹.

۴- خسروی نیا، علیرضا(۱۳۸۸)، « **بررسی رابطه بین ساختار سرمایه با ارزش شرکت**»، پایان نامه‌کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد نیشابور.

۵- علوی، سید علی (۱۳۸۷)، « **بررسی عوامل مؤثر بر میزان استفاده از اهرم مالی**»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد نیشابور.

۶- مستوری، افسانه(۱۳۸۴)، «**بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت**»، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی.

۷- هاشمی، سید عباس و محسن صادقی ،(۱۳۸۸)، «رابطه اقلام تعهدی اختیاری با وجه نقد عملیاتی، بازده سهام و کارایی سرمایه گذاری دارایی های سرمایه ای »، **فصلنامه حسابداری مالی**، سال اول، شماره دوم.

8- Beaver,W. H.,M . B., Barth, W .R. Landsman, (2004),. "**Accruals, Accounting-Based Valuation Models, and The Prediction of Equity Values**", www. ssrn. com.

9- FASB, (1978). "Objectives of Financisl Reporting by Business Enterprise". **Statement of Financial Accounting Concepts**, No. 1. Stamford, ct: FASB.

10- Ghosh. S and Ghosh. A(2009). **" Do Leverage, Dividend Policy and Profitability influence the Future Value of Firm**". www. ssrn. com.

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

12- Vardavaki, A. and Mylonakis, J.(2007). "Emprical Evidence on Retail Firms Equity Valuation Models**",International Reasearch Journal of Finance and Economics**. Issue7. pp.105-119.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]