





دانشگاه الزهراء

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی

پایان نامه

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته حسابداری

عنوان

ارتباط بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود

استاد راهنما

دکتر سید احمد خلیفه سلطانی

دانشجو

زینب قوی

مهر ۹۱

کلیه دستاوردهای این تحقیق متعلق به

دانشگاه الزهراء(س) است.



تقدیم بہ مادر و پدر عزیزم

باساس از:

جناب آقای دکتر خلیفه سلطانی و جناب آقای دکتر حسینی که با راهنمایی ها و مشاوره های ارزنده خود، در به پایان رساندن این اثر همراهی نموده اند.

چکیده

سرمایه گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت ها از نفوذ قابل ملاحظه ای در شرکت های سرمایه پذیر برخوردار هستند و می توانند رویه ها و سیاست های آن ها را تحت تاثیر قرار دهند. تصمیمات پرداخت سود سهام یکی از مولفه های بنیادین سیاست شرکت به شمار می رود. هدف تحقیق حاضر، بررسی رابطه ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۸۹-۸۵ می باشد. فرضیه های پژوهش از طریق مدل های رگرسیون چند متغیره با تجزیه و تحلیل داده های پانلی آزمون شده اند. یافته های پژوهش، بیانگر وجود رابطه معکوس و معنادار بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود است. اما بین میزان تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری نشان نمی دهد.

واژه های کلیدی: ساختار مالکیت، سیاست تقسیم سود، تمرکز مالکیت، اندازه شرکت، جریان نقد آزاد.

فهرست مطالب

۱	فصل اول : کلیات پژوهش
۲	۱,۱. مقدمه
۳	۲,۱. بیان مسئله و اهمیت آن
۵	۳,۱. اهداف تحقیق و ضرورت آن
۷	۴,۱. نمونه براساس شرایط زیر از بین شرکت های بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است :
۷	۵,۱. روش جمع آوری اطلاعات و تجزیه و تحلیل داده ها
۸	۶,۱. پرسش تحقیق
۸	۷,۱. فرضیه های تحقیق
۹	۸,۱. قلمرو مکانی تحقیق
۹	۹,۱. قلمرو زمانی تحقیق
۱۰	۱۰,۱. قلمرو موضوعی تحقیق
۱۰	۱۱,۱. متغیرهای پژوهش
۱۰	۱,۱,۱. متغیر وابسته
۱۰	۲,۱,۱. متغیر مستقل
۱۰	۳,۱,۱. متغیرهای کنترلی
۱۱	۱۲,۱. تعاریف پاره ای از واژه های استفاده شده در تحقیق
۱۲	۱۳,۱. ساختار تحقیق
۱۳	فصل دوم : پیشینه پژوهش
۱۴	۱,۲. مقدمه
۱۵	۲,۲. ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی
۱۵	۳,۲. روش های حاکمیت و کنترل شرکت
۱۷	۱,۳,۲. ساختار مالکیت
۱۸	۲,۳,۲. ساختار هیات مدیره
۱۸	۳,۳,۲. پرداخت پاداش به اعضای هیات مدیره و مدیر عامل

- ۴,۳,۲. شیوه های کنترلی بیرونی در بازار ۱۸
- ۵,۳,۲. عوامل تاثیرگذار بر تعیین نوع مالکیت شرکت ۱۹
- ۴,۲. مجزا سازی مالکیت از مدیریت ۲۱
- ۵,۲. تئوری نمایندگی ۲۲
- ۶,۲. مسائل نمایندگی ۲۴
- ۱,۶,۲. مسئله تفاوت در میزان ریسک پذیری ۲۴
- ۲,۶,۲. مسئله تقسیم سود ۲۵
- ۷,۲. سهامدار عمده در نگاه نظام حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار ایران ۲۵
- ۸,۲. سود ۲۸
- ۹,۲. تقسیم سود ۲۸
- ۱۰,۲. سیاست های تقسیم سود ۳۰
- ۱,۱۰,۲. نسبت سود تقسیمی ثابت ۳۱
- ۲,۱۰,۲. پرداخت منظم سود همراه با مبلغ اضافی ۳۱
- ۳,۱۰,۲. پرداخت منظم سود ثابت بعلاوه یک مبلغ اضافی ۳۲
- ۱۱,۲. عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود ۳۲
- ۱۲,۲. تئوری های مرتبط با سیاست تقسیم سود ۳۴
- ۱,۱۲,۲. مدل های اطلاعاتی کامل-عامل مالیات ۳۵
- ۲,۱۲,۲. مدل نابرابری اطلاعاتی ۳۶
- ۱,۲,۱۲,۲. مدل های علامت دهی یا انعکاسی ۳۷
- ۲,۲,۱۲,۲. هزینه نمایندگی ۳۸
- ۳,۲,۱۲,۲. فرض جریان نقدی آزاد ۳۹
- ۳,۱۲,۲. مدل های رفتاری ۳۹
- ۱۳,۲. سود تقسیمی جهت کاهش تضاد منافع ۴۰
- ۱۴,۲. پیشینه تحقیق ۴۱
- ۱,۱۴,۲. تحقیقات انجام شده در سایر کشورها ۴۱
- ۲,۱۴,۲. تحقیقات انجام شده در ایران ۵۴

۶۴	..... فصل سوم : روش شناسی تحقیق
۶۵	..... ۱,۳ مقدمه
۶۵	..... ۲,۳ روش تحقیق
۶۶	..... ۳,۳ قلمرو تحقیق
۶۶	..... ۱,۳,۳ قلمرو مکانی تحقیق
۶۶	..... ۲,۳,۳ قلمرو زمانی تحقیق
۶۷	..... ۳,۳,۳ قلمرو موضوعی تحقیق
۶۷	..... ۴,۳ جامعه آماری و روش نمونه گیری
۶۸	..... ۵,۳ پرسش ها و فرضیه های پژوهشی
۶۹	..... ۶,۳ ابزارهای گردآوری داده ها
۶۹	..... ۷,۳ مدل و متغیرهای تحقیق در ارتباط با موضوع مورد بررسی
۶۹	..... ۱,۲,۳ مدلهای تحقیق
۷۲	..... ۲,۲,۳ متغیرهای مستقل و وابسته و کنترلی تحقیق
۷۳	..... ۱,۲,۷,۳ متغیر وابسته تحقیق
۷۳	..... ۲,۲,۷,۳ متغیرهای مستقل تحقیق
۷۴	..... ۳,۲,۷,۳ متغیرهای کنترلی تحقیق
۷۵	..... ۸,۳ روش تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیات
۷۶	..... ۱,۸,۳ رگرسیون چند متغیره
۷۷	..... ۲,۸,۳ ضریب تعیین یا r^2
۷۷	..... ۹,۳ آزمون مفروضات رگرسیون خطی
۷۹	..... ۱۰,۳ آزمون معنی دار بودن ضرایب
۸۰	..... ۱۱,۳ بررسی همخطی
۸۰	..... ۱۲,۳ خلاصه فصل
۸۱	..... فصل چهارم : یافته های پژوهش
۸۲	..... ۱,۴ مقدمه
۸۳	..... ۲,۴ تحلیل توصیفی متغیرهای تحقیق

۱۳۰	۱,۲,۴	بررسی توصیفی متغیر سود توزیع شده سهام (Div) در نمونه مورد بررسی
۱۳۱	۲,۳,۴	بررسی توصیفی متغیر اهرم مالی در نمونه مورد بررسی
۱۳۲	۳,۳,۴	بررسی توصیفی متغیر اندازه شرکت (SIZE) در نمونه مورد بررسی
۱۳۳	۴,۲,۴	بررسی توصیفی متغیر Tobin در نمونه مورد بررسی
۱۳۴	۵,۲,۴	بررسی توصیفی متغیر جریان نقد آزاد در نمونه مورد بررسی
۱۳۵	۶,۴,۲	بررسی توصیفی متغیر سطح مالکیت سرمایه داران نهادی (INST)
۱۳۶	۷,۲,۴	بررسی توصیفی متغیر تمرکز مالکیت (MAJ) در نمونه مورد بررسی
۱۳۷	۳,۴	تحلیل استنباطی موضوع تحقیق
۱۳۸	۱,۳,۴	مدل رگرسیون شماره یک تحقیق
۱۳۹	۱,۱,۳,۴	بررسی رابطه میان متغیرهای مستقل و وابسته
۱۴۰	۱,۱,۳,۴	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و جریان نقد آزاد (FCF)
۱۴۱	۲,۱,۴,۳	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و اهرم مالی (LEVERAGE)
۱۴۲	۳,۱,۳,۴	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و سطح مالکیت سرمایه داران نهادی (INST)
۱۴۳	۴,۱,۳,۴	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و تمرکز مالکیت (MAJ)
۱۴۴	۵,۱,۳,۴	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و اندازه شرکت (SIZE)
۱۴۵	۶,۱,۳,۴	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و Tobin's Q
۱۴۶	۲,۱,۳,۴	بررسی آماره های پیوند
۱۴۷	۲,۳,۴	مدل رگرسیون شماره دو تحقیق
۱۴۸	۱,۲,۳,۴	بررسی رابطه میان متغیرهای مستقل و وابسته
۱۴۹	۱,۱,۲,۳,۴	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و جریان نقد آزاد (FCF)
۱۵۰	۲,۱,۲,۳,۴	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و اهرم مالی (LEVERAGE)
۱۵۱	۳,۱,۲,۳,۴	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و سطح مالکیت سرمایه داران نهادی (INST)
۱۵۲	۴,۱,۲,۳,۴	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و تمرکز مالکیت (MAJ)
۱۵۳	۵,۱,۲,۳,۴	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و Tobin's Q
۱۵۴	۱,۳,۳,۴	بررسی رابطه میان متغیرهای مستقل و وابسته

۱۱۳.....	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و جریان نقد آزاد (FCF) .۱,۱,۳,۳,۴
۱۱۴.....	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و سطح مالکیت سرمایه داران نهادی (INST) .۲,۱,۳,۳,۴
۱۱۴.....	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و تمرکز مالکیت (MAJ) .۳,۱,۳,۳,۴
۱۱۴.....	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و Tobins (Q) .۴,۱,۳,۳,۴
۱۱۵.....	بررسی آماره های پیوند .۲,۳,۳,۴
۱۱۶.....	مدل رگرسیون شماره چهار تحقیق .۴,۳,۴
۱۱۷.....	رابطه میان متغیرهای مستقل و وابسته .۱,۴,۳,۴
۱۱۸.....	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و جریان نقد آزاد (FCF) .۱,۱,۴,۳,۴
۱۱۸.....	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و سطح مالکیت سرمایه داران نهادی (INST) .۲,۴,۳,۴
۱۱۹.....	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و Tobins (Q) .۳,۱,۴,۳,۴
۱۱۹.....	رابطه میان سود توزیع شده (DIV) و اندازه شرکت (SIZE) .۴,۱,۴,۳,۴
۱۲۰.....	بررسی آماره های پیوند .۲,۴,۳,۴
۱۲۱.....	فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادها
۱۲۲.....	۱,۵ مقدمه
۱۲۳.....	۲,۵ یافته های پژوهش
۱۲۳.....	۱,۲,۵ نتیجه آزمون فرضیه اول
۱۲۴.....	۲,۲,۵ نتیجه آزمون فرضیه دوم
۱۲۵.....	۳,۲,۵ تأثیر متغیرهای کنترلی
۱۲۶.....	۳,۵ تحلیل و نتیجه گیری
۱۲۷.....	۴,۵ پیشنهادهای تحقیق
۱۲۷.....	۱,۴,۵ پیشنهادت مبتنی بر نتایج تحقیق
۱۲۸.....	۲,۴,۵ پیشنهادت برای تحقیقات آتی
۱۲۹.....	۵,۵ محدودیت های تحقیق
۱۳۱.....	منابع و مآخذ
۱۳۹.....	پیوست ها

فهرست جدول ها

جدول شماره (۴-۱) آماره های توصیفی در خصوص سود توزیع شده سهام (DIV).....	۸۴
جدول شماره (۴-۲) نرخ رشد سود سهام تقسیم شده.....	۸۵
.....	۱۳۸۹
.....	۱۳۸۸
.....	۱۳۸۷
.....	۱۳۸۶
.....	۱۳۸۵
..... سال	۸۵
..... نرخ رشد نسبت به سال قبل	۸۵
جدول شماره (۴-۳) آماره های توصیفی در خصوص متغیر اهرم مالی.....	۸۶
جدول شماره (۴-۴) نرخ رشد متغیر اهرم مالی.....	۸۷
.....	۱۳۸۹
.....	۱۳۸۸
.....	۱۳۸۷
.....	۱۳۸۶
.....	۱۳۸۵
..... سال	۸۷
..... نرخ رشد نسبت به سال قبل	۸۷
جدول شماره (۴-۵) آماره های توصیفی در خصوص متغیر اندازه شرکت.....	۸۸
جدول شماره (۴-۶) نرخ رشد متغیر اندازه سازمان.....	۸۹
.....	۱۳۸۹
.....	۱۳۸۸
.....	۱۳۸۷

۸۹	.....	۱۳۸۶
۸۹	.....	۱۳۸۵
۸۹	.....	سال
۸۹	.....	نرخ رشد نسبت به سال قبل
۹۰	.....	جدول شماره (۷-۴) آماره های توصیفی در خصوص متغیر TOBIN
۹۱	.....	جدول شماره (۸-۴) نرخ رشد متغیر Tobin
۹۱	.....	۱۳۸۹
۹۱	.....	۱۳۸۸
۹۱	.....	۱۳۸۷
۹۱	.....	۱۳۸۶
۹۱	.....	۱۳۸۵
۹۱	.....	سال
۹۱	.....	نرخ رشد نسبت به سال قبل
۹۲	.....	جدول شماره (۹-۴) آماره های توصیفی در خصوص متغیر جریان نقد آزاد
۹۳	.....	جدول شماره (۱۰-۴) نرخ رشد جریان نقد آزاد
۹۳	.....	۱۳۸۹
۹۳	.....	۱۳۸۸
۹۳	.....	۱۳۸۷
۹۳	.....	۱۳۸۶
۹۳	.....	۱۳۸۵
۹۳	.....	سال
۹۳	.....	نرخ رشد نسبت به سال قبل
	.....	جدول شماره (۱۱-۴) آماره های توصیفی در خصوص متغیر سطح مالکیت سرمایه داران نهادی
۹۴	.....	(INST)
۹۵	.....	جدول شماره (۱۲-۴) نرخ رشد سطح مالکیت سرمایه داری نهادی
۹۵	.....	۱۳۸۹

۹۵	۱۳۸۸
۹۵	۱۳۸۷
۹۵	۱۳۸۶
۹۵	۱۳۸۵
۹۵	سال
۹۵	نرخ رشد نسبت به سال قبل
۹۶	جدول شماره (۴-۱۳) آماره های توصیفی در خصوص متغیر تمرکز مالکیت
۹۷	جدول شماره (۴-۱۴) نرخ رشد تمرکز مالکیت
۹۷	۱۳۸۹
۹۷	۱۳۸۸
۹۷	۱۳۸۷
۹۷	۱۳۸۶
۹۷	۱۳۸۵
۹۷	سال
۹۷	نرخ رشد نسبت به سال قبل
۱۰۰	جدول شماره (۴-۱۵) مدل رگرسیون شماره یک تحقیق
۱۰۶	جدول شماره (۴-۱۶) مدل رگرسیون شماره دو تحقیق
۱۱۲	جدول شماره (۴-۱۷) مدل رگرسیون شماره سه تحقیق
۱۱۷	جدول شماره (۴-۱۸) مدل رگرسیون شماره چهار تحقیق

فهرست شکل ها

۸۴	شکل شماره (۴-۱) میانگین سود سهام توزیع شده در سال های ۸۵ تا ۸۹
----------	--

- شکل شماره (۲-۴) نمودار میانگین های اهرم مالی در سال های ۸۵ تا ۸۹.....۸۶
- شکل شماره (۳-۴) نمودار میانگین های اندازه شرکت ها در سال های ۸۵ تا ۸۹.....۸۸
- شکل شماره (۴-۴) نمودار میانگین های متغیر Tobin در سال های ۸۵ تا ۸۹.....۹۰
- شکل شماره (۵-۴) نمودار میانگین جریان نقد آزاد در سال های ۸۵ تا ۸۹.....۹۲
- شکل شماره (۶-۴) نمودار میانگین سطح مالکیت سرمایه داری نهادی در سال های ۸۵ تا ۸۹.....۹۴
- شکل شماره (۷-۴) میانگین تمرکز مالکیت در سال های ۸۵ تا ۸۹.....۹۶

فصل اول : کلیات پژوهش

۱,۱. مقدمه

یکی از مباحث مطرح در مدیریت مالی، تقسیم سود است. اخبار مربوط به تقسیم سود و تغییرات سود تقسیمی نسبت به سال‌های گذشته برای سهام‌داران اهمیت بسزایی دارد. حداکثرسازی سود و شیوه توزیع وجوه نقد از جمله موضوعات مهمی هستند که مدیریت هر واحد تجاری باید بررسی و تفکر در مورد آنها را به عنوان مهمترین وظیفه خود در نظر داشته باشد.

اگر یک واحد تجاری در تحصیل سود و برنامه ریزی وجوه نقد ناموفق بوده و قدرت بازپرداخت دیون و تعهدات در هنگام سررسید و توزیع سود سهام به موقع را نداشته باشد قطعاً قادر به نیل به اهداف مورد نظر نبوده و تداوم فعالیت آن زیر سوال خواهد رفت.

در دهه‌های اخیر سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی به طور چشمگیری افزایش یافته است. سرمایه‌گذاران نهادی، بازیگران اصلی بازارهای مالی هستند. سرمایه‌گذاران نهادی معمولاً خواهان ارائه اطلاعات صحیح و به موقع در مورد شرکت هستند و پیوسته، شرکت را برای ارائه دقیق و صحیح سود آینده مورد پرسش قرار می‌دهند. مالکان نهادی در نظارت شرکت‌ها بر حقوق صاحبان سهام نگهداری شده توسط آنها نقش کلیدی دارند.

از سوی دیگر، سهامداران عمده در انتقال اطلاعات به سایر سهامداران نقش قابل ملاحظه‌ای دارند. آنها می‌توانند اطلاعات خصوصی از مدیریت کسب کنند و اطلاعات را به دیگران انتقال دهند. (نجار و تیلور^۱، ۲۰۰۸)

در این میان هر کدام از سهامداران بخصوص آنهاییکه دارای نفوذ بیشتری هستند، "عمدتاً به خاطر بالابودن حجم سرمایه‌شان" سعی در جهت دادن تصمیمات مالی شرکت‌ها به سوی منافع خود هستند.

^۱ Najjar and Taylor

با توجه به اهمیت سیاست تقسیم سود^۲ و شناسایی عوامل موثر بر آن در بازار بورس، این پژوهش به بررسی ارتباط ساختار مالکیت^۳ و سیاست تقسیم سود می پردازد.

۲.۱. بیان مسئله و اهمیت آن

تصمیمات پرداخت سود سهام یکی از مولفه های بنیادین سیاست شرکت می باشد، و به عنوان یک موضوع مورد علاقه در نشریات مالی مشاهده شده است. سود سهام، پاداش به سهامداران و متحمل شدن ریسک به فاکتورهای مختلفی بستگی دارد. از جمله این فاکتورها سطح سودها، محدودیت مالی، فرصت های سرمایه گذاری، اندازه شرکت، فشار از سوی سهامداران و مراجع قانونی می باشد. رابطه میان سیاست تقسیم سود و هزینه های نمایندگی، توسعه اخیر در تئوری مالی موسسه بوده است که بر مسئله چگونگی مورد استفاده قرار گرفتن سیاست تقسیم سود در کاهش هزینه های نمایندگی، تمرکز دارد. محرک اصلی برای مدل های نمایندگی در زمینه تقسیم سود این است که برخلاف پرداخت سود به عنوان سود سهام، مدیران ممکن است یک نقدینگی را به استفاده شخصی یا پیگیری پروژه های سرمایه گذاری غیر سود آور اختصاص دهند. به طور کلی دو دیدگاه متفاوت در زمینه رابطه سود تقسیمی و تضادهای نمایندگی وجود دارد. در دیدگاه اول، سود تقسیمی راه حل کاهش تضادهای نمایندگی بین مدیران و سهامداران و در دیدگاه دوم سود تقسیمی جایگزینی برای مسائل نمایندگی است (کوکئی و گیزانی، ۲۰۰۹).

بر اساس تئوری نمایندگی، تضاد منافع سهامداران با مدیریت یکی از موضوعات مهمی است که طی دهه های اخیر مورد توجه محققین بوده است. در راستای این معضل پژوهش های مرتبط با حاکمیت شرکتی، راهکارهایی برای کاهش و حل این مسئله ارائه می کند. یکی از روش های کنترل و حاکمیت

^۲ Dividen policy

^۳ Ownership structure

^۴ Kouki and Guizani

شرکتی تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب بهینه آن می باشد. این مبحث بر پایه تئوری نمایندگی و نیز توجه به مسئولیت های اجتماعی مدیران و سهامداران عمده استوار است. بنابراین حاکمیت شرکتی با نشانه گرفتن اولین ذینفعان در شرکت ها یعنی هیأت مدیره و ساختار مالکیت شرکت به دنبال آن است که هیأت مدیره و سهام داران از دست یابی به بازده سرمایه گذاری شان اطمینان کسب کنند.

ساختار مالکیت به عنوان یکی از ابزارهای محرک کاهش هزینه های شرکت و بالتبع افزایش ارزش و عملکرد شرکت محسوب می شود. برای تحقق این امر می بایست شرکت ها به نحوی حاکمیت شود که ارزش شرکت تقویت گردد، زیرا در این صورت است که سهامداران نیز منتفع می شوند. در این میان ساختار مالکیت متمرکز و یا به عبارت دیگر تمرکز مالکیت در دست یک یا چند سهامدار عمده یک مکانیسم برای کنترل شرکت ها تلقی می گردد و تاثیر مثبتی بر عملکرد شرکت ها خواهد داشت (احمد وند، ۱۳۸۵).

ساختار مالکیت بیانگر ترکیب مالکیت سرمایه شرکت می باشد که برخی از مهمترین ابعاد این ترکیب به شرح زیر می باشد:

۱) مالکیت سرمایه گذاران نهادی: سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک ها، شرکت های بیمه و شرکت های سرمایه گذاری هستند. مجموع سهام شرکت های سرمایه گذاری، بنیادها، نهادها و سازمان های دولتی، به دلیل اینکه از افق دید بلند مدت برخوردارند، به عنوان سرمایه گذاران نهادی در نظر گرفته شده است (پور حیدری و همی، ۱۳۸۳).

۲) تمرکز مالکیت: کنترل مطلق سهامداران عمده بر اداره امور شرکت را تمرکز مالکیت گویند. کسب حق مالکیت به وسیله مدیران و نظارت به وسیله سهامداران بزرگ، دو راهی است که به شکل بالقوه می تواند مشکلات نمایندگی را کاهش و ارزش موسسه را افزایش دهد. حق مالکیت اساسی به وسیله مدیران، منافع آنها را با منافع سایر سهامداران هم راستا می کند، بطوریکه مدیریت محرکی برای دنبال کردن فعالیت های حداکثر کننده ارزش دارد. وجود