

بررسی تاثیر جریان های نقدی و سود هر سهم در پیش بینی سودهای تقسیمی

یحیی کامیابی

استادیار گروه حسابداری دانشگاه مازندران

سیده زهرا نوش آبادی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری-دانشگاه آزاد اسلامی-واحد علوم تحقیقات (آیت ... آملی)

حسین حق شناس

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری-دانشگاه آزاد اسلامی-واحد تهران جنوب

تاریخ دریافت: ۹۲/۴/۱۶ تاریخ پذیرش: ۹۲/۱۰/۱۸

چکیده

مانده جریان های نقدی بدون هیچ گونه تعدیلاتی ممکن است گمراه کننده باشد، زیرا جریان های نقدی خروجی مورد نیاز، برای ادامه حیات شرکت را منعکس نمی کند. یکی از مقیاس های جایگزین، جریان نقدی آزاد است که بوسیله جنسن توسعه یافت. جریان نقدی آزاد، معیاری برای اندازه گیری عملکرد شرکت هاست و وجه نقدی را نشان می دهد که، شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه ی داراییها، در اختیار دارد. در این تحقیق به بررسی تأثیر جریان های نقدی و سود هر سهم در پیش بینی سودهای تقسیمی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه با توجه به محدودیت های موجود شامل ۷۳ شرکت است که طی سالهای ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفته اند یافته های تحقیق نشان می دهد که بین سود هر سهم و سطح سود تقسیمی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد اما بین جریان های نقدی عملیاتی و سطح سود تقسیمی هیچ رابطه وجود ندارد.

واژه های کلیدی: جریان نقدی عملیاتی ، سود هر سهم ، سود تقسیمی.

۱- مقدمه

در بازار سهام، اگر سرمایه‌گذاران بتوانند سودهای شرکت‌های مختلف را با موفقیت پیش‌بینی نمایند، و سهام آن دسته از شرکت‌ها که از ظرفیت سودآوری مناسب در آینده نزدیک برخوردارند را خریداری و نگهداری نمایند، آن گاه آنها قادر به کسب بازده‌های مناسبی از پرتفوی سهام خود خواهند بود. با این حال، در شرایط محیطی با عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران بیرونی به آسانی به اطلاعات داخلی شرکت‌ها دسترسی ندارند، و یا اطلاعات شرکت‌ها را در زمان مناسب دریافت نمی‌نمایند. به همین دلیل مطالعه سیاست تقسیم سود به عنوان یکی از منابع اطلاعاتی شرکت‌ها در خصوص سودهای مورد انتظار آتی شرکت، از دیدگاه تصمیم‌گیرندگان داخلی شرکت‌ها می‌تواند در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی مزبور سودمند باشد. نتایج مطالعات پیشین در خصوص نقش تغییرات سود تقسیمی در مخابره اطلاعاتی مربوط به سودهای مورد انتظار در آینده نزدیک شرکت‌ها به نتایج متنوع و متناقضی دست یافته‌اند. به بیان خلاصه، شرکت‌ها در تدوین سیاست تقسیم سود، با توجه به چسبندگی سود تقسیمی، توانایی شرکت در حفظ سود تقسیمی را با توجه به پیش‌بینی‌های خود از سودهای آتی در نظر می‌گیرند. مطالعه صورت گرفته توسط لینتنر (۱۹۵۶) نشان داد که مدیران میزان پایداری سود را به عنوان یکی از مهمترین عوامل موثر بر تصمیمات مربوط به توزیع سود نقدی سهام در نظر می‌گیرند. براو، گراهام، هاروی و میشلی (۲۰۰۵) بر اساس مطالعه ای نشان دادند که بیش از دو سوم مدیران مالی شرکت‌هایی که سود نقدی سهام توزیع می‌نمایند در اتخاذ این تصمیم، پایداری و ثبات سود و جریان‌های نقدی آتی را به عنوان یک عامل مهم و تاثیرگذار مد نظر قرار می‌دهند. زیاد بودن میزان جریان نقدی آزاد برخلاف اهرم مالی، عامل مشوق در انجام رفتارهای فرصت طلبانه مدیران است (براو و همکاران، ۲۰۱۱).

جنسن (۱۹۸۶) بیان میکند که وجود جریان نقدی آزاد بر میزان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران تأثیر زیادی دارد. در موقعیتی که شرکت میزان زیادی از جریان نقدی

آزاد دارد، مدیر می‌تواند وجوه مازاد را در فرصتهای مختلفی سرمایه‌گذاری کند. با توجه به محدود بودن فرصتهای سرمایه‌گذاری مطمئن و پر بازده، احتمالاً مدیران به سرمایه‌گذاریهایی دست خواهند زد که بازده کمتری از میزان هزینه سرمایه شرکت دارد و یا بسیار پرخطر است. به هزینه‌هایی که در اصطلاح «هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد» اطلاق می‌شود، در این وضعیت به سهامداران تحمیل گردد (آمیدو و آبور، ۲۰۱۱). هنگامی که شرکت با میزان زیادی از جریان نقدی آزاد روبه‌رو باشد، میزان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران نیز افزایش پیدا میکند. با افزایش اهرم مالی به تدریج میزان این جریان نقدی و در نتیجه میزان اختیارات مدیران در چگونگی مصرف وجوه نقد شرکت کاهش می‌یابد. با توجه به این مطالب این موضوع میتواند به کاهش مدیریت سود منجر شود. از جمله عوامل تأثیرگذار دیگر بر میزان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، وجود فرصت رشد برای شرکت است. در زمانی که مدیر جریان نقدی آزاد نسبتاً زیادی در دست دارد و از سوی دیگر فرصتهای رشد و سرمایه‌گذاری زیادی برای شرکت موجود باشد، مدیر میتواند این وجوه نقد را در فعالیتهایی در راستای رشد شرکت استفاده کند (جلنیک، ۲۰۰۷).

همچنین سیاست تقسیم سود شرکت و عوامل موثر بر آن موضوعی است که از دیرباز کانون توجه سرمایه‌گذاران، مدیران، کارشناسان، استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی و نظریه پردازان حیطه مدیریت مالی و حسابداری بوده است. به اینصورت که بسیاری از تئوری‌های مالی به تبیین و تشریح این موضوع پرداخته و تعداد زیادی از مطالعات تجربی (از جمله چی و سا (۲۰۰۹)، دی آنجلو و دیگران (۲۰۰۶)، باباجانی و دیگران (۱۳۸۹)، چالاکی (۱۳۸۳)، و قربانی (۱۳۸۴)) با تمرکز بر این موضوع صورت پذیرفته‌اند. بیش از نیم قرن پیش، لینتنر^۱ (۱۹۵۶) به عنوان اولین تلاش جدی در زمینه بررسی تجربی مسئله تقسیم سود و عوامل موثر بر آن، با انجام مطالعه‌ای بنیادین آغازگر سلسله پژوهش‌های صورت گرفته در این زمینه بود.

بر این اساس، در این تحقیق بر آنیم تا در راستای آزمون نظریه‌های فوق، و بسط نتایج تحقیقات تجربی پیشین در این خصوص، تاثیر جریانهای نقدی شرکت و

سود هر سهم را بر سود تقسیمی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار دهیم.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در بخش بیان مسئله، اهمیت مسئله تقسیم سود شرکت‌ها از منظر نظریه پردازان، سرمایه‌گذاران، ارکان شرکت، و فعالان بازارهای مالی تشریح گردید. در اهمیت این مسئله همین بس که برلی و همکارانش (۲۰۰۶) از آن به عنوان یکی از ده مسئله حل نشده در حوزه مدیریت مالی یاد نموده‌اند.

از دیگر سو، باتوجه به شواهد نظری و نتیجه مطالعات خارجی گذشته انتظار می‌رود علاوه بر درآمد هر سهم، جریانهای نقدی آزاد نیز بر میزان سود تقسیمی توسط شرکتها تأثیر داشته باشد. اما تا کنون تاثیر این عوامل بر میزان سود تقسیمی شرکت‌های ایرانی هنوز روشن نیست، لذا انجام پژوهشی در این زمینه ضروری به نظر می‌رسد. اگرچه مطالعات و شواهد نظری بسیاری به اهمیت جریان نقدی آزاد در سیاست تقسیم سود شرکت اشاره نموده‌اند، لیکن در عمل مطالعات تجربی اندکی به بررسی و کنکاش اهمیت این موضوع پرداخته‌اند.

پژوهشگران تاکنون مدل‌ها و تئوری‌های بسیاری برای تشریح، تبیین و پیش‌بینی عوامل موثر بر تصمیمات شرکت در باب تقسیم سود ارائه نموده‌اند. میلر و مودیلیانی^۲ (۱۹۶۱) در تئوری معروف خود با نام "نامربوطی سود تقسیمی"^۳ ادعا نمودند در شرایط بازار کامل تقسیم سود، تاثیری بر ارزش شرکت نداشته و در نتیجه در تصمیم‌گیری‌ها عاملی نامربوط است. با این حال ادعای ایشان به شرط برقراری چندین فرض شامل موارد ذیل بوده است: (۱) عدم وجود مالیات، (۲) عدم وجود هزینه‌های معاملات (شامل هزینه انتشار سهام و اوراق بدهی)، (۳) عدم تاثیر اهرم مالی (نسبت بدهی) بر هزینه سرمایه، (۴) تقارن اطلاعاتی بین مالکان و مدیران در رابطه با شرایط مورد انتظار آتی شرکت، و (۵) عدم تاثیر چگونگی تخصیص سود خالص بین سود تقسیمی و سود انباشته بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت (فونگ، زکریا و تان^۴، ۲۰۰۷).

دیدگاه کلی این است که یکی از عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها میزان عدم اطمینان جریان‌های نقدی آن‌ها است؛ به این صورت که شرکت‌هایی که از عدم اطمینان بالایی نسبت به جریان‌های نقدی خود برخوردارند، با پیش‌بینی احتمال مواجهه با کمبود نقدینگی آتی تمایل دارند سود نقدی کمتری توزیع نموده و در عوض منابع حاصل از عملیات (یعنی سود خود) را به صورت سود انباشته در داخل شرکت نگهداری نمایند (چی و سا، ۲۰۰۹).

شنگ، لن و چنگ^۵ (۲۰۱۱) طی مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تایوان به بررسی رابطه بین سودهای آتی و سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج تحقیق مزبور نشان داد سود تقسیمی با سودهای واقعی دو سال آتی شرکت در ارتباط است، و این یافته خود را به صورت وجود محتوای اطلاعاتی در سودهای تقسیمی برای سرمایه‌گذاران تفسیر نمودند.

کانسلر و همکاران (۲۰۱۱) طی مطالعه شرکت آمریکایی که طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ اقدام به تقسیم سود نموده بودند را مورد بررسی قرار دادند. ایشان یافته‌های خود را به این صورت تفسیر نمودند که هم درآمد هر سهم، و هم جریان‌های نقدی هر سهم، شاخص‌های مناسبی برای پیش‌بینی میزان سود تقسیمی شرکت‌ها به شمار می‌روند.

آمیدو و آبور (۲۰۱۱) طی مطالعه‌ای با عنوان "سودآوری، جریان‌های نقدی، مالیات، درصد سهامداران عمده و نوسانهای سود" بیان نمودند که سودآوری، جریان‌های نقدی و فرصتهای رشد عوامل مؤثر بر سود تقسیمی است.

دی آنجلو و همکاران (۲۰۱۰) طی مطالعه‌ای با عنوان "دوره عمر، سودآوری، فرصتهای سرمایه‌گذاری" بیان نمودند که دوره عمر، سودآوری و فرصتهای سرمایه‌گذاری عامل مؤثر در سود تقسیمی است.

چی و سا^۶ (۲۰۰۹) با انجام مطالعه‌ای بر روی هفت کشور به بررسی رابطه بین عدم اطمینان جریان نقدی و سیاست تقسیم سود شرکت پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها حاکی از تاثیر منفی و معنی‌دار عدم اطمینان جریان‌های نقدی بر میزان سود تقسیمی توسط شرکت‌ها بود. تفاوت

جریانهای نقد عملیاتی در تعیین سیاستهای تقسیم سود شرکت، کل نمونه بر اساس سطوح رشد به سه نمونه فرعی تقسیم شد؛ اما باز هم هیچ رابطه ای بین جریانهای نقد عملیاتی و سیاست تقسیم سود شرکت یافت نشد. این بدین معناست که عوامل خاص دیگری باعث تغییرات در سود تقسیمی می شوند.

شورورزی و همکاران (۱۳۸۹) مقاله ای تحت عنوان "بررسی ارتباط بین فرصتهای سرمایه گذاری و سیاستهای تقسیم سود" انجام دادند که نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد که در حالت کلی بین فرصتهای سرمایه گذاری و سیاستهای تقسیم سود ارتباط مستقیمی وجود دارد و همچنین بررسی صنایع موید این نکته بود که در صنایع خودرو و ساخت قطعات، سیمان و کاشی بین فرصتهای سرمایه گذاری و سیاستهای تقسیم سود ارتباط مستقیمی وجود دارد.

هاشمی و رسائیان (۱۳۸۹) مقاله ای تحت عنوان "اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، معیارهای حاکمیت شرکتی، اندازه شرکت، سودآوری و فرصت های رشد" انجام دادند که نتایج تحقیق بیانگر آن است که بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، کیفیت حاکمیت شرکتی، اندازه شرکت و فرصت های رشد و سیاست تقسیم سود شرکت های بورس اوراق بهادار تهران در سطح اطمینان ۹۵ درصد، رابطه معنی داری وجود ندارد. سودآوری با سیاست تقسیم سود شرکت ها، رابطه مثبت و معنی داری دارد.

باباجانی و دیگران (۱۳۸۹) به بررسی تاثیر عدم اطمینان جریان های نقدی و همچنین نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام شرکت (به عنوان شاخص درجه بلوغ شرکت ها) بر سیاست تقسیم سود شرکت ها پرداختند. نتایج تحقیق ایشان نشان داد، عدم اطمینان جریان های نقدی شرکت و همچنین میزان مالکیت نهادی بر سود تقسیمی شرکت ها اثرگذار هستند، در حالی که نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام و همچنین فرصت های سرمایه گذاری و رشد شرکت تاثیر معنی داری بر میزان سود تقسیمی شرکت ها ندارند.

رضوانی راز و همکاران (۱۳۸۸) مقاله ای تحت عنوان "بررسی رابطه بین جریان های نقد آزاد و سیاست تقسیم

مطالعه مذکور با تحقیق پیشنهادی حاضر در لحاظ نمودن تاثیر مالکیت نهادی بر سیاست تقسیم سود، و همچنین یکی از معیارهای مورد استفاده برای اندازه گیری میزان سود تقسیمی شرکت (نسبت سود نقدی تقسیمی به میانگین ارزش بازار شرکت) می باشد.

برادلی و دیگران^۷ (۱۹۹۸) با انجام مطالعه ای بر روی بنگاه های فعال در صنعت سرمایه گذاری در املاک به بررسی رابطه بین عدم اطمینان جریان های نقدی و سیاست تقسیم سود شرکت پرداختند و دریافتند که در شرایطی که جریان های نقدی آتی شرکت از عدم اطمینان بالایی برخوردار باشد، مدیران به طور منطقی سود سهام کمتری توزیع می نمایند.

روزف^۸ (۱۹۸۲) نیز در تحقیقی رابطه میزان نوسانات بازده سهام (بتا) و سیاست تقسیم سود شرکت را بررسی نمود؛ تحقیق وی نیز به لحاظ معیار مورد استفاده برای اندازه گیری نسبت تقسیم سود شرکت و همچنین لحاظ نمودن تاثیر عواملی چون نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام شرکت، فرصت های سرمایه گذاری و مالکیت نهادی بر سیاست تقسیم سود متفاوت از این تحقیق می باشد.

در میان تحقیقات در ایران صورت گرفته در حیطه سیاست تقسیم سود و عوامل موثر بر آن تحقیقی که از تمام جهات مشابه این تحقیق باشد یافت نشد، لیکن مطالعات تجربی ذیل از برخی جنبه ها مشابه تحقیق پیشنهادی حاضر بوده اند:

بنی مهد و اصغری (۱۳۹۰) در تحقیقی تحت عنوان "بررسی اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسیدند که اهرم مالی با تقسیم سود رابطه ای معنی دار ندارد. اما اندازه شرکت و جریان نقدی عملیاتی رابطه ای مثبت و معنی دار با سیاست تقسیم سود دارد.

ستایش و مهتری (۱۳۹۰) تحقیقی تحت عنوان "تجزیه و تحلیل رابطه بین جریانهای نقد عملیاتی و تغییرات سود تقسیمی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام دادند که این مطالعه هیچ رابطه با اهمیتی میان تغییرات سود تقسیمی و جریانهای نقد عملیاتی شرکتهای پیدا نکرد. به منظور بررسی دوباره تاثیر

سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران انجام دادند که نتایج نشان می‌دهد که هم در شرکت‌های بزرگ و هم در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین بین وجوه نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد. این نتیجه حاکی از این است که مدیران شرکت‌های مذکور در اتخاذ تصمیمات مربوط به سیاست تقسیم سود سه عامل مهم وجوه نقد آزاد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه را مورد توجه قرار می‌دهند. بطور کل نتایج این مطالعه از تئوری جریان نقد آزاد حمایت نموده و طبق اطلاعات استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه مورد بررسی، نظریه جنسن نیز در بورس اوراق بهادار تهران مصداق دارد.

مهرعلیان (۱۳۸۷) در یک مطالعه تجربی رابطه بین تغییرات سود تقسیمی، قابلیت پیش‌بینی و علامت‌دهی جریان‌های نقدی آتی مورد آزمون قرار داد. نتایج تحقیق ایشان نشانگر تاثیر قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی بر تغییرات سود تقسیمی و سود آتی شرکت بود؛ در این تحقیق مشخص گردید بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت و تغییرات سود تقسیمی و سود آتی رابطه ای ضعیف برقرار است و نهایتاً هیچ گونه رابطه‌ای بین بازده حقوق صاحبان سهام و تغییرات سود تقسیمی و سود آتی در شرکت‌های مورد بررسی وی یافت نشد.

قربانی (۱۳۸۴) در مطالعه‌ای تأثیر عوامل موثر بر میزان سود تقسیمی توسط شرکت را مورد بررسی قرار داد؛ عوامل لحاظ شده در تحقیق مذکور از این قرارند: رشد و توسعه (رشد درآمد، رشد درآمد آتی و رشد دارایی‌ها)، ریسک و اهرم مالی (انحراف معیار نرخ بازدهی، نسبت اهرم مالی)، هزینه نمایندگی (درصد سهام کنترلی نخست، تعداد خریداران سهام و دفعات معامله سهام)، فرصت‌های سرمایه‌گذاری (نسبت ارزش بازار به دفتری)؛ علامت‌دهی و گام تصادفی (رشد سود، و بازده سود سهام نقدی سال قبل)، اندازه شرکت (حجم فروش و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام)، ساختار بدهی، وام و پیش‌فروش (نسبت تسهیلات مالی به کل بدهی و نسبت پیش‌دریافت فروش به کل بدهی)، نقدینگی و کیفیت سود (نسبت موجودی نقد به سود قبل از مالیات و نسبت

سود عملیاتی به سود) و تغییر مدیریت (تغییر مدیر عامل). از میان عوامل مورد بررسی توسط ایشان تنها فرضیات مربوط به تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نظریه علامت‌دهی و گام تصادفی، اندازه شرکت (فقط ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) و نسبت تسهیلات مالی به کل بدهی مورد تایید قرار گرفت. تفاوت تحقیق مذکور با این تحقیق تأکید لحاظ نمودن تاثیر عدم اطمینان جریان‌های نقدی، نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام و نسبت مالکیت نهادی، و همچنین یکی از معیار مورد استفاده برای اندازه‌گیری میزان سود تقسیمی توسط شرکت (نسبت سود نقدی به سود خالص شرکت) در این تحقیق می‌باشد.

چالاکي (۱۳۸۲) با انجام مطالعه‌ای اثر سود حسابداری و جریان‌های نقدی عملیاتی بر تقسیم سود نقدی را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داد. نتایج این تحقیق نشان داد بین تغییرات سود تقسیمی و جریان‌های نقدی عملیاتی و همچنین بین تغییرات سود تقسیمی و سود جاری حسابداری رابطه‌ای معنی‌دار وجود دارد.

تا کنون هیچ یک از مطالعات تجربی صورت گرفته در ایران به بررسی تاثیر جریان‌های نقدی هر سهم بر سود تقسیمی شرکت‌ها نپرداخته‌اند؛ لذا انجام تحقیقی که این رابطه را مورد آزمون قرار داده، و شواهدی در خصوص برقراری آن و همچنین شدت این رابطه، در صورت اثبات وجود آن، می‌تواند در بسط ادبیات و شواهد تجربی مربوط به سود تقسیمی توسط شرکت‌ها کمک نموده، و سرمایه‌گذاران و فعالان بازار را، از یک سو، و ارکان تصمیم‌گیرنده در خصوص سود تقسیمی توسط شرکت‌ها را، از دیگر سو، در درک بیشتر اهمیت سود تقسیمی به عنوان یک ابزار علامت‌دهی و محتوای اطلاعاتی آن یاری نماید.

۳- فرضیه پژوهش

هدف اصلی این تحقیق بررسی تاثیر جریان‌های نقدی و سود هر سهم بر میزان سود تقسیمی شرکت است؛ علاوه بر عامل پیش‌گفته، رابطه بین نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام (درجه بلوغ شرکت) و همچنین

مدل سود تقسیمی متغیر وابسته و سود هر سهم و جریان نقدی به عنوان متغیر مستقل اصلی می‌باشد. همچنین مجموع دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، مجموع بدهی‌های شرکت و نقدینگی نیز برای بررسی تاثیر آن بر رابطه جریان نقدی - و سود هر سهم در پیش بینی سود تقسیمی وارد مدل شده است.

همانطور که گفته شد، فرضیه‌های این تحقیق در قالب روابط رگرسیونی مشخصی مدل‌بندی شده است و بنابراین لازم است که پیش از آزمون این روابط رگرسیونی و تحلیل نتایج آنها، مفروضات بنیادی این روابط که اهمیت بسیار زیادی دارند، مورد بررسی قرار گیرند. یکی از پیش فرض‌های مدل‌های رگرسیونی، داشتن توزیع نرمال برای باقی‌مانده‌های مدل است. در مدل‌های برآوردی فرض می‌شود که باقی‌مانده‌ها و به تبع آن متغیر وابسته، متغیرهای تصادفی‌اند. بنابراین توزیع متغیر وابسته از توزیع باقی‌مانده‌ها پیروی می‌کند. برای بررسی این پیش فرض از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف استفاده شد. همچنین از آزمون دوربین واتسون برای بررسی ناهمبسته بودن جملات خطا استفاده گردید. به منظور بررسی مناسب بودن الگوی خطی و نداشتن نقاط نامربوط و نیز همسانی واریانس‌ها به ترتیب نمودارهای پراکنش و نمودار باقی‌مانده‌ها در مقابل مقادیر برازش شده مورد استفاده قرار گرفته‌اند. نتایج حاصل از آزمون‌ها حاکی از تحقق تمام پیش فرض‌های اعتبار مدل‌های رگرسیون مورد استفاده می‌باشد.

۵- مدل پژوهش و متغیرهای آن

$$E(\text{Log DPS}_{ij}) = \beta_2 \text{EPSH}_{ij} + \beta_3 \text{CFPSH}_{ij} + \beta_4 \text{Market}_{ij} \\ + \beta_5 \log(\text{Assets})_{ij} + \beta_6 \log(\text{Dept})_{ij} \\ + \beta_7 \text{Liquidity}_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

$$i = 1, \dots, N \quad j = 1, \dots, n_i$$

DPS = سود تقسیمی است که حاصل تقسیم سود نقدی دوره جاری بر سود خالص دوره جاری است.

EPSH = سود هر سهم

CFPSH = جریان نقدی عملیاتی شرکت

Assets = مجموع دارایی‌های شرکت

فرصت‌های رشد آن نیز با سیاست تقسیم سود شرکت مورد بررسی قرار خواهد گرفت. علت بررسی دو عامل اخیر اهمیت نسبی آن‌ها در تعیین سیاست تقسیم سود شرکت از یک طرف، و نیز غافل ماندن مطالعات تجربی گذشته به این موضوع می‌باشد.

H₁: بین سود هر سهم و نسبت سود تقسیمی شرکت رابطه وجود دارد.

H₂: جریانهای نقدی آزاد بر نسبت سود تقسیمی شرکت اثرگذاری معناداری دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

روش تحقیق حاضر، توصیفی از نوع همبستگی است. دامنه زمانی این تحقیق شامل سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ می‌باشد.

جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که به روش حذفی و بر اساس معیارهای ذیل انتخاب شده‌اند:

- (۱) به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی، قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛
- (۲) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به اسفند ماه بوده و طی سال‌های مذکور دوره مالی خود را تغییر نداده باشد؛
- (۳) در هیچ یک از سال‌های مذکور زیان‌ده نبوده و در تاریخ ترازنامه سال‌های مالی مذکور دارای زیان انباشته نباشند؛

(۴) از آنجائیکه برای محاسبه فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت نیازمند تعیین ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آن هستیم، لذا سهام شرکت در طول اسفند ماه هر سال حداقل یک بار معامله شده باشد.

(۵) اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی حسابرسی شده آن‌ها برای دوره مورد بررسی در دسترس باشد؛

(۶) به دلیل ماهیت خاص فعالیت جزو شرکت‌های فعال در صنعت واسطه‌گری مالی نباشند.

به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق، از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده می‌شود. در این

Market = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

Dept = مجموع بدهی های شرکت

Liquidity = نقدینگی شرکت که از تقسیم مجموع دارایی های جاری بر مجموع بدهی های جاری محاسبه می شود.

۶- یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای شرکت های نمونه در نگاره (۱) ارائه شده است.

نگاره ۱. آمار توصیفی داده های تحقیق

متغیر	LIQ	DEP	BV_MV	ASSET	CASH	EPS_NET	LOGDPS
Mean	1.324932	659195.4	9.21E-06	1104752.	180132.4	1062.869	2.721833
Median	1.229271	361962.5	4.34E-06	594142.5	80557.00	720.0334	2.740363
Maximum	6.905444	6843050.	9.79E-05	9426301.	3360269.	7211.174	3.863323
Minimum	0.221048	12972.00	-3.10E-05	45677.00	-2785.000	-116.0417	0.698970
Std. Dev.	0.726666	946526.3	1.53E-05	1540616.	401439.9	1099.802	0.492473
Jarque-Bera	2.732192	3.556181	2884.121	2095.826	22549.41	1548.797	67.84940
Probability	16.38397	18.19014	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

نگاره ۲. نتایج حاصل از مدل چندگانه خطی

$$E(\text{Log DPS}_{ij}) = \beta_2 \text{EPSH}_{ij} + \beta_3 \text{CFPSH}_{ij} + \beta_4 \text{Market}_{ij} + \beta_5 \log(\text{Assets})_{ij} + \beta_6 \log(\text{Dept})_{ij} + \beta_7 \text{Liquidity}_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
EPS_NET	0.000259	8.910176	0.0000
CASH	1.02E-07	0.453399	0.6506
ASSET	-8.73E-08	-0.810176	0.4185
BV_MV_BTOM	-746.4030	-0.730007	0.4660
DEP	5.61E-08	0.410999	0.6814
LIQ	0.077267	1.984579	0.0481
C	2.391908	39.10920	0.0000
تعدیل شده R2 = 6968۰		F آماره = 13.68133	

نگاره ۳- نتایج حاصل از مدل چندگانه خطی پس از حذف متغیرهای بی معنی

$$E(\text{Log DPS}_{ij}) = \beta_2 \text{EPSH}_{ij} + \beta_3 \text{CFPSH}_{ij} + \beta_7 \text{Liquidity}_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	معناداری
EPS_NET	0.000269	10.09650	0.0000
CASH	-1.95E-08	-0.124615	0.9009
LIQ	0.069488	2.074328	0.0389
C	2.347406	45.85502	0.0000
تعدیل شده R2 = 0.696029		F آماره = 14.25075	

جریان نقدی از وجود یک رابطه منفی و معنادار نیست بین این متغیر و سطح پیش بینی سود تقسیمی خبر می‌دهد. از طرف دیگر، ضریب و آماره t متغیر

آماره F در نگاره شماره ۳، نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی بردارش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. مطابق با پیش‌بینی، ضریب و آماره t متغیر

بوده و تنها به سودهای کوتاه مدت علاقه مند می‌باشند (سرمایه‌گذاران نهادی غیرفعال)؛ پیشنهاد می‌شود که در تحقیقات آتی از طریق تقسیم سرمایه‌گذاران نهادی به نهادهای با نماینده در هیات مدیره و نهادهای بدون نماینده در هیات مدیره، مورد بررسی قرار گیرد.

بررسی عوامل مؤثر بر پیش بینی سود تقسیمی در شرکت‌های بورس و فرابورسی در فاصله زمانی کمتر از یک سال مانند: فصلی یا شش ماهه، می‌باشد.

همچنین تلاش استاندارد گذاران و قانون گذاران برای تدوین استاندارد ها و مقرراتی که آزادی عمل مدیران در دستکاری اطلاعات حسابداری را کاهش دهد، نیز می‌تواند بهبود روند گزارشگری مالی و متعاقب آن تخصیص بهینه منابع اقتصادی را در بازار سرمایه ایران موجب گردند. علاوه بر آن، اخلاق حرفه‌ای، مانند شمشیر دولبه ای است که یک لبه آن تهدید است. ضعف در سیستم اخلاقیات، منجر به کاهش ارتباطات و افزایش خسارات در شرکت می‌شود و مدیریت، بیشتر بر روی کنترل گذشته نگر تکیه خواهد کرد؛ زیرا افراد به مدیریت، اطلاعات را نمی‌رسانند و در این صورت، انرژی شرکت به منفی تبدیل می‌شود و به عبارت دیگر، توان شرکت به جای آنکه صرف هدف شود، صرف شایعه، غیبت، کم کاری خواهد شد. لبه دیگر این شمشیر، فرصت است.

فهرست منابع

- * بنی مهد، بهمن، اصغری، علی، (۱۳۹۰)، "بررسی اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، ۴(۱۰): ۱-۱۸.
- * چالاک، پری؛ "اثر سود حسابداری و جریان نقدی عملیاتی بر تقسیم سود نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؟" پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه تربیت مدرس؛ ۱۳۸۲.
- * خاکساری، محمد؛ "بررسی عوامل مؤثر بر خط مشی تقسیم سود از دید مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؟" پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه باهنر کرمان؛ ۱۳۸۵.

سطح سود هر سهم حاکی از یک ارتباط مستقیم و معنادار بین این متغیر و سطح پیش بینی سود تقسیمی می‌باشد. با جمع بندی نتایج حاصل از تحلیل تک متغیری و چند متغیری، مشخص می‌گردد که فرضیه یک مطرح شده در تحقیق حاضر مورد تأیید قرار می‌گیرند و فرضیه دو مورد تأیید قرار نگرفت.

۷- نتیجه گیری و بحث

همان طور که گفته شد، شرکت های که با جریان های نقدی را با احتمال بیشتری دارای رابطه منفی با سطح سود تقسیمی می‌نمایند. به منظور پنهان نگه داشتن اثرات منفی چنین سرمایه گذاری هایی، مدیران احتمالاً از دستکاری صورتهای مالی برای افزایش سود بهره می‌گیرند. از سوی دیگر سرمایه گذاران نهادی به سایر منابع ارزشمند و به موقع اطلاعات خاص شرکت، دسترسی دارند و از انگیزه، زمان و مهارت کافی برای تحت نظر قرار دادن رفتار فرصت طلبانه مدیران برخوردارند. بنابراین حضور سرمایه گذاران نهادی توانایی مدیران را برای دستکاری سود به منظور افزایش سود، کاهش خواهد داد. برای بررسی این موضوع، در این تحقیق دو فرضیه طراحی شد. فرضیه اول بیان می‌کند که بین سود هر سهم و سطح سود تقسیمی رابطه مثبت معناداری وجود دارد. در فرضیه دوم بیان می‌شود که جریان های نقدی عملیاتی، و سطح سود تقسیمی دارای رابطه منفی و معناداری نمی‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها حاکی از آن است که سود هر سهم مورد تأیید قرار گرفت و فرضیه دوم مورد تأیید نمی‌کند. این تحقیق مطابق با یافته های قبلی انجام شده توسط هاشمی و رسائیان (۱۳۸۹)، باباجانی و دیگران (۱۳۸۹) و ستایش و مهمتری (۱۳۹۰) می‌باشد.

با عنایت به نتایج تحقیق حاضر پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

از آنجا که برخی از سرمایه‌گذاران نهادی دارای دیدگاه بلندمدت بوده و نماینده‌ای در هیات مدیره شرکت منصوب می‌کنند و دارای انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت هستند (سرمایه‌گذاران نهادی فعال) و برخی دیگر دارای دید کوتاه مدت و گذرا

- * Benartzi, S.; Michaely, R.; Thaler, R.; 1997; "Do changes in dividends signal the future or the past?"; *Journal of Finance*, 52:1007-1034.
- * Bradley, M.; Capozza, D.; Seguin, P.; 1998; "Dividend policy and cash-flow uncertainty"; *Real Estate Economics*, 26:555-580.
- * Brav, A.; Graham, J.; Harvey C.; Michaely, R.; 2005; "Payout policy in the 21st Century"; *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- * Chay, J. B.; Suh, J.; 2009; "Payout policy and cash-flow uncertainty"; *Journal of Financial Economics*, 93:88-107.
- * Consler J., Lepak G. M., Havranek S. F., (2011). Earnings per share versus cash flow per share as predictor of dividends per share. *Managerial Finance*. Patrington: 2011. Vol. 37, Iss. 5; pg. 482.
- * DeAngelo, H.; DeAngelo, L.; Stulz, R.; 2006; "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory"; *Journal of Financial Economics*, 81:227-254.
- * Fama, E.; French, K.; 2001; "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?"; *Journal of Financial Economics*, 60:3-43.
- * Miller, M.H. and Rock, K. (1985), "Dividend policy under asymmetric information", *The Journal of Finance*, Vol. 40 No. 4, pp. 1031-51.
- * Rozeff, M.; 1982; "Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios"; *Journal of Financial Research*, 5:249-259.
- * Sung C. Bae., (2009). "On the interactions of financing and investment decisions." *Managerial Finance* 35 (No. 8), 691 ▪ 699.
- * Umutlu M., (2009) "Firm leverage and investment decisions in an emerging market". *Springer Science & Business Media B.V.*
- * Jensen, M. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American economic review*, 76(2), 323- 329

یادداشت‌ها

- ¹ - Lintner
- ² - Miller & Modigliani
- ³ - Dividend Irrelevance
- ⁴ - Foong, Zakaria, and Tan
- ⁵ - Sheng, Lan, and Chang
- ⁶ - Chay and Suh
- ⁷ - Bradley et al.
- ⁸ - Rozeff

- * رضوانی راز، کریم، رکابدار، قاسم، رمضان، احمدی، محمد، احمدی، محمد، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین جریان های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران"، *حسابداری مالی*; ۱۰۷-۹۲:(۴)۱.
- * ستایش، محمدحسین، مهتری، زینب، (۱۳۹۰)، "تجزیه و تحلیل رابطه بین جریانهای نقد عملیاتی و تغییرات سود تقسیمی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *دانش حسابداری*; ۲(۵):۱۴۹-۱۷۱.
- * سرمد، زهره؛ بازرگان، عباس؛ حجازی، زهره؛ "روش-های تحقیق در علوم رفتاری"؛ انتشارات آگاه؛ چاپ پنجم؛ ۱۳۸۰.
- * شورورزی، محمدرضا، برومند، راهبه، صادقی پناه، جواد، (۱۳۸۹)، "بررسی ارتباط بین فرصتهای سرمایه گذاری و سیاستهای تقسیم سود"، *مطالعات کمی در مدیریت*; ۱(۲):۱۱۰-۱۳۰.
- * علی احمدی، علیرضا؛ سعید نهایی، وحید؛ "توصیفی جامع از روشهای تحقیق"؛ انتشارات تولید دانش؛ چاپ اول؛ ۱۳۸۶.
- * فرهنگ سیدآبادی، محمد؛ "بررسی تاثیر عدم اطمینان جریان‌های نقدی و نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام، بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه علامه طباطبائی؛ ۱۳۸۹.
- * قربانی، سعید؛ "شناسایی و تعیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه دکتری؛ دانشگاه تهران؛ ۱۳۸۴.
- * مهرعلیان، محمد علی؛ "تغییرات سود تقسیمی، قابلیت پیش بینی و علامت دهی جریانهای نقدی آتی"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه علامه طباطبائی؛ ۱۳۸۷.

- * Baker, M.; Wurgler, J.; 2004; "A catering theory of dividends"; *Journal of Finance*, 59:1125-1165.
- * Bali, T.G., Ozgur, D. and Tehranian, H. (2008), "Aggregate earnings, firm-level earnings, and expected stock returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43 No. 3, pp. 657-84.