

## بررسی محتوای اطلاعاتی سود و جریان نقد عملیاتی هر سهم در تبیین سود تقسیمی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

روح الله قیطاسی\*

میرسجاد مسجد موسوی\*\*

فتح الله حاجی زاده\*\*

### چکیده:

پیش بینی سود تقسیمی بخش مهمی از روشهای ارزیابی سهام شرکتها بوده و تعیین عوامل پیش بینی کننده سود تقسیمی می تواند برای محققان و سرمایه گذاران مهم باشد. هدف این مقاله مقایسه توان نسبی سودآوری و جریان نقد عملیاتی در پیش بینی سود تقسیمی است. جامعه آماری تحقیق شرکت های غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ است. متغیرهای کنترل شامل شاخص ریسک سیستماتیک، نسبت بدهی، اهرم، معیار نقدینگی جاری، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه می باشد. از رگرسیون حداقل مربعات پانل و مدل اثرات ثابت استفاده شد. به منظور مقایسه محتوای اطلاعاتی مدلها، از آزمونهای نسبت حداکثر درستنمایی شامل آزمون Z- ونگ، معیار اطلاعاتی آکائیک و درستنمایی لگاریتمی استفاده گردید. نتایج نشان میدهد که سود هر سهم و جریان نقد عملیاتی عوامل تاثیرگذار در تعیین سود تقسیمی هستند، اما از نظر آماری محتوای اطلاعاتی نسبی سود هر سهم نسبت به جریان نقد عملیاتی هر سهم بیشتر است.

**کلمات کلیدی:** سود تقسیمی، سود هر سهم، جریان نقد عملیاتی

طبقه بندی موضوعی: G1۷, G1۱, M۴۱

## ۱- مقدمه

عوامل زیادی را می‌توان در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای انتخاب سهام دخیل دانست. بیشتر تئوریهای مالی فرض میکنند که سرمایه‌گذاران به افزایش ثروت خود می‌اندیشند و به معیارهای مالی مانند سود هر سهم و سود تقسیمی شرکت توجه میکنند. سرمایه‌گذاران هنگام انتخاب سرمایه‌گذاری، ریسک و بازده این سرمایه‌گذاری‌ها را با یکدیگر مقایسه میکنند. سرمایه‌گذار منطقی در صورت تشابه ریسک دو سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری با بازده بیشتر را انتخاب خواهد نمود (آقایی و مختاریان، ۱۳۸۳). بازده سرمایه‌گذاری در سهام شرکتها متشکل از دو جزء سود سرمایه‌ای و سود تقسیمی است. سود سرمایه‌ای از تغییر قیمت سهام در بازار سرمایه به دست می‌آید. سرمایه‌گذاران با استفاده از مدل‌های مختلف ارزش‌گذاری سهام، اقدام به تعیین ارزش ذاتی سهم مورد نظر میکنند که از مهمترین عواملی که باید در این فرآیند پیش‌بینی شود، سود تقسیمی سالهای آتی شرکت میباشد.

میلر و مودیلیانی (M&M) در سال ۱۹۶۱ با ارائه تئوری نامرتبط بودن سود اعتقاد داشتند که بین ارزش شرکت و سیاست تقسیم سود ارتباطی وجود ندارد. آنها فرضیات خود را تحت شرایط کامل بودن بازار سرمایه به اثبات رساندند. اما بسیاری دیگر از صاحب‌نظران به وجود نواقص مانند وجود مالیات و هزینه‌های کارگزاری در بازارهای واقعی اشاره نموده و معتقدند که به دلیل این نواقص، سیاست تقسیم نمی‌تواند بر ارزش شرکت بی‌تاثیر باشد. بنابراین سود سهام نقدی به واسطه عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه‌ای نزد سرمایه‌گذاران برخوردار است. در واقع استفاده‌کنندگان بالفعل و بالقوه اطلاعات مالی تمایل به اطلاع از توان نقدینگی و توزیع آن در میان سهامداران شرکت دارند. زیرا این اطلاعات نه تنها تصویر روشنی از وضعیت حال شرکت را ارائه میدهد، بلکه امکان برآورد و ارزیابی وضعیت آینده شرکت را نیز فراهم میسازد که بدون تردید در فرآیند تصمیم‌گیری آنها دارای اهمیت است (تهرانی و ذاکری، ۱۳۸۸). بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که پیش‌بینی سود تقسیمی شرکت نقش مهمی در بازده پیشروی سرمایه‌گذاران دارد. با توجه به موارد یاد شده تعیین عوامل پیش‌بینی‌کننده سود تقسیمی می‌تواند برای محققان و سرمایه‌گذاران مهم باشد. هدف این مقاله در گام اول بررسی وجود رابطه بین سود تقسیمی با جریان نقد عملیاتی و سودآوری شرکت و در گام دوم مقایسه توان نسبی سودآوری و جریان نقد عملیاتی در پیش‌بینی سود تقسیمی است.

## ۲- مبانی نظری

تصمیمات شرکتی شامل تعارضهای بالقوه بین منافع سهامداران میباشد. دو نوع مهم تعارض نمایندگی، تعارض بین سهامداران و دارندگان قرضه و بین سهامداران و مدیریت است. دارندگان قرضه در تلاش برای کاهش ریسک ورشکستگی شرکت، محدودیت‌هایی را از طریق قراردادن

بندهایی در قرارداد خود برای شرکت به وجود می‌آورند. در مقابل سهامداران در جستجوی تقسیم سود بالاتری هستند تا منابع شرکت از دارندگان قرضه دور شود. بنابراین افزایش تقسیم سود باید باعث افزایش قیمت سهام و کاهش قیمت اوراق قرضه شود. همچنین تقسیم سود به عنوان سازوکاری انتظامی برای کاهش تعارض بین سهامداران و مدیریت عمل می‌کند. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) پیشنهاد میکنند که یکی از راه‌های کاهش هزینه‌های نمایندگی، تقسیم بخش بیشتری از سود به عنوان سود تقسیمی می‌باشد.

نسبت سود تقسیمی بالاتر باعث می‌شود که جریان نقدی کمتری در اختیار مدیران باقی بماند و در نتیجه هزینه‌های نمایندگی کاهش پیدا کند (سوزا و ساکسنا، ۱۹۹۹). همچنین جنسن (۱۹۸۶) معتقد است که منافع سهامداران هنگامی به بهترین شکل ممکن تامین می‌شود که جریان نقد آزاد شرکت به صورت سود نقدی تقسیم شود (حبیب، ۲۰۰۴). میزان سودآوری شرکت را می‌توان از مهمترین عواملی دانست که نقش بسیار مهمی در میزان سود تقسیمی دارد. لیتنر (۱۹۵۶) فرض می‌کند که سودآوری می‌تواند شاخصی اولیه از توان شرکت برای پرداخت سود باشد. چون سودهای نقدی معمولاً از سود سالانه پرداخت می‌شوند، شرکت‌های دارای سود بیشتر، به طور منطقی باید سود بیشتری را تقسیم کنند.

ولی با وجود سودآوری در شرکت، باید جریانهای نقدی حاصل از عملیات شرکت مثبت باشد، تا شرکت بعد از انجام تعهدات مالی و سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز خود، به تصمیم‌گیری در مورد میزان سود تقسیمی اقدام نماید. بنابراین می‌توان رابطه مستقیمی را بین سودآوری شرکت و سود تقسیمی آن متصور بود. اما با وجود اینکه ارتباط بین سودآوری و سود تقسیمی در ادبیات مالی به خوبی تبیین شده است، کار کمتری برای بررسی ارتباط بین جریان نقدی و سود تقسیمی انجام گرفته است. ممکن است ارقام صورت سود و زیان برای نشان دادن سود دستکاری شده باشند، در حالی که شرکت توان ایفای تعهدات خود را ندارد، ممکن است قیمت واقعی سهام با قیمت برآوردی با استفاده از این اطلاعات تفاوت داشته باشد.

اگر سود سهام تقسیمی به طور قابل ملاحظه‌ای با توان پرداخت شرکت متفاوت باشد سهامدار عمده قادر است کنترل شرکت را به دست گرفته، متناسب با توان شرکت، سود سهام پرداخت کند. بنابراین به نظر سهامدار، جریان نقدی شاخص بهتری از سوددهی شرکت است (راعی و بخشینانی، ۱۳۸۷). بریتتان (۱۹۶۶) معتقد است جریان نقدی نقش مهمتری از سود خالص در تعیین توانایی شرکت در پرداخت سود تقسیمی دارد. جریان نقدی را می‌توان معیاری مربوط برای درآمد قابل مصرف و قابل اتکای شرکت دانست (العجمی و همدا، ۲۰۱۱).

### ۳- پیشینه تحقیق

در تحقیقات داخلی، شجاع و شجاع (۱۳۹۱) به بررسی مقایسه‌های بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات قیمت سهام در شرکت های مواد غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. نتایج این تحقیق نشان داد بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات قیمت سهام در شرکت های مواد غذایی ارتباط معناداری وجود ندارد. حکاک و اکبری (۱۳۹۱) به بررسی سودآوری استراتژی شتاب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران و ارزیابی اثر نسبت سود تقسیمی به قیمت بر روی بازده این استراتژی پرداختند. مهمترین فرضیه تحقیق این است که با استفاده از استراتژی شتاب میتوان بازده اضافی در بورس اوراق بهادار تهران کسب نمود. با استفاده از آزمون مقایسه میانگین ها، نتایج آزمون فرضیه ها نشان داد که استراتژی شتاب در طول بازه زمانی شش ماهه سودآور است.

نظری و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی رابطه ی بین عدم تقارن اطلاعاتی با میزان سود تقسیمی شرکتها پرداختند. در این پژوهش برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی از دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش در ۲۱ روز قبل از تاریخ اعلان سود استفاده شد. نتایج نشان داد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود رابطه مستقیمی وجود داشته و این نتایج با تئوری علامتدهی سیاست تقسیم سود مطابقت دارد. همچنین به منظور اطمینان از صحت نتایج حاصله تاثیر سایر عوامل نظیر اندازه، سودآوری و ریسک بر میزان سود تقسیمی بررسی شد. در نهایت با در نظر گرفتن سایر عوامل نیز این نتیجه تایید شد که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر در شرکتها موجب افزایش سودهای تقسیمی میشود.

کردستانی و ایرانشاهی (۱۳۹۱) به بررسی تاثیر محافظه کاری بر میزان مربوط بودن اطلاعات حسابداری به ارزش سهام پرداختند. نتایج نشان داد که میزان مربوط بودن اطلاعات حسابداری به ارزش سهام در شرکت های با محافظه کاری بالا و پایین، تفاوت معناداری ندارد. ایزدی نیا و علی نقیان (۱۳۹۰) به شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به کارگیری مدل لاجیت پرداختند. نتایج نشان داد از بین عوامل مورد نظر، نا اطمینانی به جریان نقد، مرحله عمر شرکت، فرصت های سرمایه گذاری و سودآوری شرکت، بر پرداخت سود تقسیمی اثر گذار هستند. پس از تخمین مدل، با محاسبه اثر حاشیه‌های، مشخص شد مرحله عمر شرکت و سودآوری شرکت بیشترین تأثیر را در بین عوامل دارند. تهرانی و ذاکری (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین کیفیت سود و سود تقسیمی پرداختند. در این تحقیق کیفیت سود به عنوان پایداری سود تعریف شده است.

نتایج نشان میدهد شرکت هایی که سود پرداخت میکنند، از پایداری سود بیشتری در دوره های آتی برخوردارند و این اثر برای شرکت های با نسبت توزیع بالاتر، بیشتر مشخص میشود. بنابراین سود تقسیمی حاوی اطلاعاتی درباره کیفیت سودهای گزارش شده میباشد. خواجهی و الهیاری ابهری (۱۳۸۶) به بررسی تاثیر ارزش دفتری و سود تقسیمی در مقایسه با تاثیر ارزش دفتری و سود بر قیمت سهام پرداختند. هدف

اصلی این مطالعه بررسی توان توضیح‌دهندگی متغیرهای سود تقسیمی، ارزش دفتری و سود است. یافته‌های نشان می‌دهد که متغیرهای ارزش دفتری و سود تقسیمی تقریباً قدرت توضیح‌دهندگی مشابهی با متغیرهای ارزش دفتری و سودهای گزارش شده دارند. در شرکت‌هایی که سود نقدی پرداخت کرده‌اند، سود قدرت توضیح‌دهندگی بالاتری نسبت به ارزش دفتری و سود تقسیمی داشته، ولی ترکیب ارزش دفتری و سود تقریباً قدرت توضیح‌دهندگی مشابهی با ترکیب ارزش دفتری و سود تقسیمی دارند. در بین شرکت‌هایی که سودهای موقتی دارند، سود تقسیمی قدرت توضیح‌دهندگی بالاتری دارد.

اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۴) به بررسی رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی پرداختند. سود عملیاتی، سود هر سهم و جریانهای نقدی عملیاتی به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد در نظر گرفته شدند. نتایج حاکی از رابطه معنی داری بین عملکرد و تقسیم سود نقدی است. آقایی و مختاریان (۱۳۸۳) در بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به این نتیجه دست یافتند که در مورد تصمیم‌گیری برای خرید سهام، معیارهای مالی از قبیل تقسیم سود و سود هر سهم بسیار مربوط هستند، با این حال اهمیت آنها کمتر از نوسانات قیمت و روند قیمت سهام است. همچنین مشخص شد که ۹۰٫۵ درصد از سرمایه‌گذاران ایرانی ترجیح می‌دهند در شرکتی سرمایه‌گذاری کنند که سود سهام را منظم پرداخت می‌کند، بنابراین تصمیم‌گیری در بازار بورس متأثر از سود نقدی سهام است. بهرامفر و مهرانی (۱۳۸۳) در تحقیقی رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. منظور از سرمایه‌گذاری در این تحقیق میزانی از سود است که تقسیم نشده و به حساب سود انباشته منتقل می‌شود. در بررسی انجام شده رابطه سود تقسیمی با سود هر سهم و سود پیش‌بینی شده و همچنین رابطه بین سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری مورد تایید قرار گرفت. در تحقیقات خارجی، کانسلر و لپاک (۲۰۱۱) دریافتند که جریان نقدی هر سهم معیار بهتری برای پیش‌بینی سود نقدی نسبت به سود هر سهم می‌باشد. همچنین آنها نتوانستند در مورد میزان بهتر بودن این معیار نسبت به سود هر سهم اظهار نظر کنند. العجمی و همدا (۲۰۱۱) به بررسی پایداری سیاست تقسیم سود و تاثیر جریان نقدی بر سیاست تقسیم سود شرکتها در عربستان پرداختند. نتایج نشان داد که شرکتها زمانی که سود کاهش می‌یابد، بخش کمتری را تقسیم می‌کنند و زمانیکه زیان دارند، سود نقدی تقسیم نمی‌کنند. پرداختهای نقدی با تاخیر، سودآوری، جریانهای نقدی و چرخه عمر شرکت تعیین‌کننده پرداخت سود نقدی می‌باشند. در شرکت‌های عربستانی هزینه‌های نمایندگی محرک مهمی در تعیین سیاست تقسیم سود نبودند. زکات نیز نقش مهمی در توضیح تصمیمات تقسیم سود شرکتها شناخته شد. آبور و بوکپین (۲۰۱۰) به بررسی تاثیر فرصتهای سرمایه‌گذاری و تامین مالی شرکت بر سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج نشان داد که رابطه منفی بین مجموعه فرصتهای سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود وجود دارد. همچنین رابطه معیارهای تامین مالی یعنی اهرم مالی، تامین مالی خارج از شرکت و سررسید بدهی‌ها با سیاست تقسیم سود معنی دار نبود. فارگر

و وینگاند (۲۰۰۹) در تحقیقی به بررسی تفاوتها در سود، بازده و ریسک سهامی با ارزش بازار به ارزش دفتری بالا و پایین، قبل و بعد از تقسیم سود پرداختند. سهامی با ارزش بازار به ارزش دفتری پایین، عکس العمل مثبت بیشتری نسبت به اعلام تقسیم سود داشتند. شرکت های با ارزش بازار به ارزش دفتری بالا سود، سطح وجوه نقد و هزینه های سرمایه ای بیشتر قبل و هنگام اعلام سود دارند. بازده مازاد توسط شرکت های با ارزش بازار به ارزش دفتری پایین کسب میشود که به کاهش ریسک سیستماتیک مربوط میشوند، در حالی که بازده شرکت های با ارزش بازار به ارزش دفتری بالا مربوط به سودآوری بالاتر آنها میباشد. فارگر و وینگاند (۲۰۰۹) در تحقیقی به بررسی تفاوتها در سود، بازده و ریسک سهامی با ارزش بازار به ارزش دفتری بالا و پایین، قبل و بعد از تقسیم سود پرداختند. سهامی با ارزش بازار به ارزش دفتری پایین، عکس العمل مثبت بیشتری نسبت به اعلام تقسیم سود داشتند. شرکت های با ارزش بازار به ارزش دفتری بالا سود، سطح وجوه نقد و هزینه های سرمایه ای بیشتر قبل و هنگام اعلام سود دارند.

بازده مازاد توسط شرکت های با ارزش بازار به ارزش دفتری پایین کسب میشود که به کاهش ریسک سیستماتیک مربوط میشوند، در حالی که بازده شرکت های با ارزش بازار به ارزش دفتری بالا مربوط به سودآوری بالاتر آنها میباشد. بالی و همکاران (۲۰۰۸) رابطه مثبت معنی داری بین سودآوری و بازده مورد انتظار که در بردارنده سود تقسیمی است، پیدا کردند. عبدالسلام و همکاران (۲۰۰۸) تاثیر ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیتی بر سیاستهای تقسیم سود را در شرکت های مصری مورد بررسی قرار دادند. رابطه مثبت معنی دار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و همچنین با تصمیمات تقسیم سود و نسبت سود تقسیمی وجود دارد. همچنین نتایج نشان داد که شرکت های با بازده حقوق صاحبان سهام بالاتر و نسبت بالای مالکیت نهادی سطح بالاتری از سود را تقسیم میکنند.

به علاوه رابطه معنی داری بین ترکیب هیئت مدیره و تصمیمات تقسیم سود یا نسبت سود تقسیمی وجود نداشت. باکر و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند که سطح سودآوری فعلی و آتی، ثبات سودآوری و روند سودهای تقسیمی گذشته عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود بودند. پاندی و بهات (۲۰۰۷) به بررسی رفتار تقسیم سود شرکت های هندی در شرایط سیاستهای پولی انقباضی پرداختند. نتایج نشان دادند که سیاست پولی انقباضی تاثیر معنی داری بر رفتار تقسیم سود شرکت های هندی دارد و منجر به پایین آمدن ۵ تا ۶ درصدی نسبت سود تقسیمی میشود. لیو و دیگران (۲۰۰۷) توضیح دهندگی جریانهای نقدی عملیاتی و سود حسابداری را برای ارزش گذاری سهام شرکت بررسی کردند. در همه موارد مورد بررسی سودآوری معیار بهتری برای توضیح ارزش سهام بود. التوایجری (۲۰۰۷) به بررسی عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود و نسبت سود تقسیمی در بورس مالزی پرداخت. نتایج نشان داد که سودهای تقسیمی کنونی از روند گذشته و روند آتی مورد انتظار آنها تاثیر پذیرفته اند.

نسبت سود تقسیمی رابطه معنی داری با رشد سودآوری آینده شرکت نداشت، اما همبستگی منفی با اهرم شرکت دارد. وجوه نقد و ارزش دفتری هر سهم نیز رابطه مثبتی با سود تقسیمی نقدی و نسبت سود تقسیمی داشت. آمیدو و آبور (۲۰۰۶) بیان میکنند که رابطه مثبتی بین نسبت سود تقسیمی و سودآوری، جریان نقدی و مالیات وجود دارد. همچنین رابطه منفی بین نسبت سود تقسیمی و ریسک، نسبت سهامداران نهادی، رشد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری مشاهده شد. هر چند که متغیرهای معنی دار در نتایج سودآوری، جریان نقدی، رشد فروش و ارزش بازار به ارزش دفتری بودند. کوچ و سان (۲۰۰۴) نتیجه گرفتند که عکس العمل بازار به تغییرات سود نقدی، عکس العملی با تاخیر نسبت به تغییرات قبلی در سودآوری شرکت است. فاما و فرنچ (۲۰۰۱) سودآوری را به عنوان یکی از خصوصیات تاثیرگذار در تصمیم شرکت برای پرداخت نقدی سود میدانند. هنگامی که سودآوری شرکت منفی باشد، سود نقدی نیز توزیع نمیشود که رابطه مستقیم این دو را نشان میدهد. بنارتزی و همکاران (۱۹۹۷) دریافتند که سود تقسیمی اطلاعات سودآوری گذشته و حال را در خود دارد و شواهد بر تغییرات همزمان سودآوری و سود تقسیمی دلالت میکرد. آلی و همکاران (۱۹۹۳) مشخص کردند که پرداخت سود تقسیمی بیشتر از سود جاری به جریانهای نقدی مربوط است که توانایی شرکت برای پرداخت سود نقدی را منعکس میکند. آنها ادعا کردند که سود جاری شرکت نمی تواند توانایی واقعی شرکت را برای پرداخت سود تقسیمی نشان دهد. میلر و راک (۱۹۸۵) دریافتند که سود هر سهم ممکن است پیش بینی کننده خوبی برای سود تقسیمی هر سهم با حداقل وقفه های زمانی باشد.

#### ۴- بیان مساله

شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی، موضوع پژوهش بسیاری از پژوهشگران بوده است. نتایج آنها بیانگر اهمیت سود تقسیمی در سرنوشت شرکت است. از طرفی، هنوز زوایای ناشناخته بیشتری در این زمینه وجود دارد که پژوهش در این زمینه را ضروری میسازد. تصمیمگیری در مورد پرداخت سود تقسیمی، یکی از تصمیمات مهمی است که شرکت با آن مواجه است. سیاست شرکت در زمینه سود تقسیمی، از عواملی است که بر ارزش شرکت مؤثر است. سود تقسیمی به داشتن خاصیت چسبندگی معروف است؛ شرکتهایی که سود تقسیمی خود را کاهش میدهند، معمولاً با کاهش شدید در ارزش خود مواجه میشوند. بنابراین، مدیران تمایل دارند از پرداخت سود بالا اجتناب کنند؛ مگر اینکه نسبت به توانایی خود در حفظ سطوح بالای سود تقسیمی اطمینان داشته باشند. در واقع، اساس و پایه پرداخت سود تقسیمی، کسب سود به طور منظم است. شرکتی که نتواند به طور منظم سود کسب کند؛ به طور حتم، نمیتواند سیاست تقسیم سود منظمی داشته باشد. همچنین، پرداخت سود نقدی منوط به

داشتن وجه نقد کافی است. عدم تناسب نقدینگی و سود تقسیمی به معنی چالش آفرینی شرکت است. در واقع، شرکتها زمانی سود نقدی توزیع میکنند که جریان نقد کافی برای توزیع سود را داشته باشند. از طرفی، پرداخت سود نقدی موجب خروج منابع در اختیار شرکت خواهد شد. در صورتیکه تنها خواست سهامداران مورد توجه قرار گیرد و سود تقسیمی بالایی پرداخت شود، ممکن است شرکت نتواند از فرصت هایی که در پیشرو دارد، استفاده کند. در حقیقت، بنگاه هایی که با فرصت های سرمایه گذاری بسیاری رو به رو هستند، به وجه نقد بیشتری نیاز دارند. بنابراین، ممکن است سود تقسیمی پایینی بپردازند. سود تقسیمی انتظارات مدیران را درباره سودهای آتی شرکت نشان میدهد.

مدیران افراد داخلی شرکت هستند که اطلاعات خاصی را درباره انتظارات خود از درآمدهای آتی شرکت به سرمایه گذاران نشان میدهند. این موضوع توسط نظریه علامتدهی عنوان میشود (باتاچاریا، ۲۰۰۷). از سودآوری شرکت به عنوان معیاری برای سنجش تداوم فعالیت و پیشبینی فعالیت های آتی واحد تجاری استفاده میشود. اگر از طرف سهامداران به سود تقسیمی نگاه شود، آنها علاوه بر اینکه آن را دریافتی نقدی میدانند، از آن به عنوان ابزاری برای کنترل مدیریت استفاده میکنند. جدا بودن مدیریت از مالکیت در شرکتهای سهامی باعث تضاد منافع میان مدیران و سهامداران میشود. این بحث موضوع نظریه نمایندگی است. در واقع، سود تقسیمی راه حل بالقوه تضاد نمایندگی است.

با توجه به آنچه ذکر شد، میتوان بیان کرد سودآوری شرکت، تغییرات در سود هر سهم، نقدینگی شرکت و تغییرات در جریان نقد عملیاتی هر سهم، جزء عوامل اثرگذار در تبیین سود تقسیمی باشد. بنابراین، پرسش اساسی که این پژوهش به دنبال پاسخ به آن است، این است که آیا عوامل مذکور بر سود تقسیمی اثرگذار هستند و توانایی و میزان این تأثیر به چه مقدار است؟

بنابراین هدف اصلی این پژوهش، بررسی محتوای اطلاعاتی سود و جریان نقد عملیاتی هر سهم در تبیین سود تقسیمی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است.

## ۵- فرضیات تحقیق

**فرضیه اول:** بین سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه سوم:** بین توان نسبی جریان نقد عملیاتی و سودآوری در پیش بینی سود تقسیمی تفاوت معنادار آماری وجود دارد.



## ۶- روش تحقیق

متغیرهای کنترل استفاده شده در تحقیق شامل شاخص ریسک سیستماتیک، نسبت بدهی، اهرم، معیار نقدینگی جاری، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه میباشند. همچنین از رگرسیون حداقل مربعات پانل و مدل اثرات ثابت استفاده میشود و به منظور مقایسه محتوای اطلاعاتی مدلها و تعیین مدل بهینه، آزمونهای نسبت حداکثر درستنمایی شامل آزمون Z- ونگ، معیار اطلاعاتی آکائیک و درستنمایی لگاریتمی انجام میشوند.

در این تحقیق متغیر وابسته سود تقسیمی هر سهم (DPS) و متغیرهای مستقل، سود هر سهم (EPS) و جریان نقد عملیاتی هر سهم (CFPS) میباشند. از شاخص ریسک سیستماتیک (BETA)، نسبت بدهی (DEBT): کل بدهی ها به کل دارایی ها، اهرم (LEV): نسبت بدهی های بلندمدت به کل دارایی ها، معیار نقدینگی جاری (LIQUIDITY): نسبت دارایی های جاری به بدهی های جاری، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB) و اندازه (SIZE): لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت به عنوان متغیرهای کنترل استفاده شده است. همچنین مدلهای رگرسیون برای آزمون فرضیات اول و دوم تحقیق به صورت زیر میباشند:

### مدل رگرسیون فرضیه اول:

$$DPS_{it} = \alpha \cdot i + \alpha \cdot EPS_{it} + \varepsilon$$

$$DPS_{it} = \alpha \cdot i + \alpha \cdot EPS_{it} + \alpha^2 \cdot BETA_{it} + \alpha^3 \cdot DEBT_{it} + \alpha^4 \cdot LEV_{it} + \alpha^5 \cdot LIQUIDITY_{it} + \alpha^6 \cdot MB_{it} + \alpha^7 \cdot SIZE_{it} + \varepsilon$$

### مدل رگرسیون فرضیه دوم:

$$DPS_{it} = \alpha \cdot i + \alpha \cdot CFPS_{it} + \varepsilon$$

ساده ترین روش برخورد با داده های پانلی، برآورد رگرسیون تلفیقی است که شامل برآورد معادله واحد برای کل داده ها و سپس برآورد این معادله به روش حداقل مربعات معمولی (OLS) میباشد. این روش دارای محدودیت های سختی است. مهمترین این محدودیت ها، این است که تلفیق داده ها براساس این روش به سادگی فرض میکند که مقادیر متوسط متغیرها و روابط بین آنها در طول زمان و در تمام واحدهای مقطعی نمونه ثابت است. به طور کلی دو دسته از رهیافتهای برآوردکننده پانل یعنی مدلهای اثرات ثابت و مدلهای اثرات تصادفی در تحقیقات مالی کاربرد دارد. برای تعیین اینکه آیا مدل اثرات ثابت ضروری است یا نه، از آزمون اضافی اثرات ثابت استفاده میکنیم. در این مورد، فرضیه صفر حاکی از مناسب نبودن مدل اثرات ثابت است. به منظور تعیین اینکه آیا مدل اثرات تصادفی مورد پذیرش است، از آزمون هاسمن استفاده میشود. فرضیه صفر حاکی از مناسب بودن مدل اثرات تصادفی است (بدری

و عبدالباقی، ۱۳۸۹). در صورت وجود ناهمسانی واریانس به منظور رفع آن از روش وایت استفاده شده است. به منظور تعیین همخطی بین متغیرهای مستقل از آزمون تورم واریانس (VIF) استفاده میشود. در صورتیکه مقدار آماره VIF بین ۱ و ۵ باشد، مشکل همخطی وجود ندارد. همچنین به منظور آزمون نرمال بودن پسماندهای مدل‌های رگرسیون از آزمون جارک برا (Jarque-Bera) استفاده میشود. در صورتی که احتمال آماره بزرگتر از ۵ درصد است فرضیه صفر حاکی از نرمال بودن پسماندهای مدل رگرسیون تایید میشود. همچنین به منظور آزمون فرضیه سوم و مقایسه محتوای اطلاعاتی دو مدل و تعیین مدل بهینه، از آزمونهای نسبت حداکثر درست‌نمایی ۱ شامل آزمون Z- ونگ ۲، معیار اطلاعاتی آکائیک ۳ و درست‌نمایی لگاریتمی ۴ استفاده میشود. به منظور جمع آوری داده‌ها، از نرم افزارهای رهاورد نوین، تدبیر پرداز و سایت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. داده‌ها از طریق بسته‌های نرم افزاری EViews و Minitab ۱۵ مورد پردازش قرار گرفت.

## ۷- جامعه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای شرایط زیر باشند:

- (۱) شرکت‌هایی که در سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ عضو بورس اوراق بهادار تهران بوده‌اند؛
  - (۲) پایان سال مالی شرکت باید ۲۹ اسفند هر سال و در طول مدت نمونه، تغییر نکرده باشد؛
  - (۳) بانکها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بنا به ماهیت آنها در این تحقیق بررسی نمیشوند.
- با مدنظر قرار دادن محدودیت‌های فوق تعداد ۱۴۰ شرکت جامعه آماری این تحقیق را تشکیل میدهد که کل ۱۴۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفت.

## ۸- یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در نگاره ۱ ارائه شده است.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

حداکثر	حداقل	انحراف معیار	میانه	میانگین	
۷۰۰۰۰	۰۰۰	۴۶۳۱	۳۰۰۰	۴۵۳۶	سود تقسیمی هر سهم
۹۷۱۰۳	۱-۳۱۲۳	۷۶۸۲۰	۲۴۲۵	۵۷۸۰۹	سود هر سهم
۷۸۵۸۲	-۴۰۲۲۲	۸۰۹۲۴	۴۳۵۱	۵۱۵۳	جریان نقد عملیاتی هر سهم
۱۳۵۱	-۵۰۰	۱۳۹	۰۱۱	۰۴۱	بتا
۱۰۰	۰۱۷	۰۱۶	۰۶۶	۰۶۵	نسبت بدهی
-۰۴۰	-۸۳۴	۱۰۵	-۲۹۶	-۲۹۶	اهرم
۵۸۴	۰۲۵	۰۵۶	۱۱۲	۱۲۱	معیار نقدینگی جاری
۱۹۰۰۷	۰۲۸	۲۳۲	۱۷۶	۲۴۹	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۱۶۸۳	۹۰۰۶	۱۵۳	۱۲۳۷	۱۲۵۴	اندازه

به طور منطقی باید سود تقسیمی کمتر از سود هر سهم باشد. میانگین متغیرهای سود تقسیمی، سود هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم به ترتیب ۴۵۳۶، ۵۷۸۰۹ و ۵۱۵۳ ریال است، که میانگین جریان نقد عملیاتی بیشتر از سود تقسیمی و کمتر از سود هر سهم می باشد. انحراف معیار جریان نقد عملیاتی بیشتر از سود هر سهم و سود تقسیمی است.

در ادامه به منظور بررسی ارتباط بین متغیرهای مختلف، همبستگی بین متغیرها به دو روش پیرسون و اسپیرمن در نگاره ۲ ارائه شده است. در سطح اطمینان ۹۹ درصد، بین متغیر سود تقسیمی با متغیرهای سود هر سهم، جریان نقد عملیاتی هر سهم، بتا، نقدینگی جاری، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه همبستگی مثبت و با متغیرهای نسبت بدهی و اهرم همبستگی منفی وجود دارد. یعنی با افزایش جریان نقد عملیاتی، نقدینگی جاری و سود هر سهم شرکتها، میزان سود تقسیمی نیز افزایش پیدا میکند. در حالی که با افزایش میزان بدهی ها، قدرت شرکتها در تقسیم سود کاهش مییابد. ارزش بازار به ارزش دفتری را می توان معیار عملکرد شرکت دانست، در نتیجه می توان نتیجه گرفت که در اثر تقسیم سود بالاتر ارزش بازار شرکت افزایش مییابد. اندازه شرکت را نیز می توان از طریق تئوری چرخه عمر با میزان سود تقسیمی شرکت مرتبط دانست. شرکت هایی که به اندازه کافی بزرگ هستند، نیاز کمتری به سرمایه گذاری داشته و امکان رشد کمتری نیز دارند. در نتیجه سود بیشتری را بین سهامداران خود تقسیم خواهند کرد.

نگاره (۲): ماتریس همبستگی پیرسون (اسپیرمن) پایین (بالا) قطر اصلی

اندازه	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	معیار نقدینگی جاری	اهرم	نسبت بدهی	بنا	جریان نقد عملیاتی هر سهم	سود هر سهم	سود تقسیمی هر سهم
0.457*	0.431*	0.262*	-0.162*	-0.287*	0.145*	0.402*	0.907*	1.000
0.432*	0.402*	0.278*	-0.182*	-0.302*	0.122*	0.427*	1.000	0.851*
0.163*	0.170*	0.031	0.007	-0.130*	-0.021	1.000	0.542*	0.559*
0.208*	0.185*	-0.004	-0.008	-0.046	1.000	0.039	0.172*	0.098*
-0.170*	0.161*	-0.567*	0.077**	1.000	-0.113*	-0.173*	-0.308*	-0.270*
-0.072***	0.004	-0.110*	1.000	0.152*	-0.014	-0.014	-0.151*	-0.155*
-0.101*	-0.153*	1.000	0.117*	-0.636*	0.132*	0.168*	0.339*	0.264*
0.411*	1.000	-0.160*	0.014	0.169*	0.148*	0.162*	0.287*	0.348*
1.000	0.362*	-0.069	0.094*	-0.193*	0.169*	0.174*	0.330*	0.351*

\*\*\* و \*\* و \* به ترتیب در سطح اطمینان ۹۹٪، ۹۵٪ و ۹۰٪.

به منظور آزمون فرضیات از رگرسیون داده های پانل و روش حداقل مربعات پانل و مدل اثرات ثابت استفاده شده است. نگاره ۳ نتایج آزمون اضافی اثرات ثابت و آزمون هاسمن را برای تعیین مدل ارجح نشان میدهد. با توجه به احتمال آماره  $F$ ، فرضیه صفر حاکی از ارجح بودن مدل اثرات ثابت نسبت به مدل تلفیقی برای هر دو فرضیه تایید میشود. لذا برای تعیین مدل ارجح بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده میشود. با توجه به احتمال آماره کاسکوئر، فرضیه صفر رد میشود و مدل اثرات ثابت نسبت به مدل اثرات تصادفی ارجح میباشد. بنابراین در مدل‌های رگرسیون فرضیه اول و دوم از مدل اثرات ثابت استفاده میشود.

نگاره (۳): آزمون تعیین مدل مناسب

آزمون اضافی اثرات ثابت		آزمون هاسمن		
آماره $F$	احتمال	آماره کاسکوئر	احتمال	
۱.۷۸۳۹	۰.۰۰۱۲	۱۷.۰۹۴۳	۰.۰۷۲۳	فرضیه اول
۱.۵۰۷۷	۰.۰۲۲۰	۲۱.۳۹۵۶	۰.۰۱۱۰	فرضیه دوم

### آزمون فرضیه اول

در فرضیه اول به بررسی این موضوع میپردازیم که بین سود هر سهم و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد. نگاره ۴ نتایج مربوط به آزمون این فرضیه را نشان میدهد. متغیر سود هر سهم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبت با سود تقسیمی هر سهم دارد. که مشابه نتایج تحقیق میلر و راک (۱۹۸۵)، بنارتزی و دیگران (۱۹۹۷)، فاما و فرنچ (۲۰۰۱)، کوچ و سان (۲۰۰۴)، آمیدو و آبور (۲۰۰۶)، باکر و همکاران (۲۰۰۷)، لیو و دیگران (۲۰۰۷)، بالی و دیگران (۲۰۰۸)، العجمی و همدا (۲۰۱۱)، بهرام فر و مهرانی (۱۳۸۳)، اعتمادی و چالاکلی (۱۳۸۴) است. متغیرهای کنترل بتا و نسبت بدهی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و منفی و متغیرهای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبت با سود تقسیمی هر سهم دارند. احتمال آماره  $F$  نیز حاکی از معنادار بودن کل مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹ درصد است. آماره دوربین و واتسون نیز حاکی از عدم وجود خود همبستگی است. آماره  $VIF$  نیز عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل را نشان میدهد. در نتیجه می توان گفت که سود هر سهم تعیین کننده سود تقسیمی میباشد و فرضیه اول تحقیق رد نمیشود. همانگونه که پیش بینی میشد متغیرهای اندازه، ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه مثبت معنی داری با سود تقسیمی داشتند.

نگاره (۴): نتایج مربوط به آزمون فرضیه اول

VIF	احتمال آماره t	ضریب	احتمال آماره t	ضریب	متغیر
	۰.۱۲۹	-۷۸۹.۷۸	۰.۰۰۳	۱۸۹.۵۷۲	مقدار ثابت
۱.۴۴	۰.۰۰۰	۰.۳۷۲	۰.۰۰۰	۰.۴۵۴	سود هر سهم
۱.۰۷	۰.۰۲۷	-۲۰.۳۹			بتا
۲.۰۷	۰.۰۰۹	-۵۸۳.۳۳			نسبت بدهی
۱.۰۴	۰.۸۱۷	-۴.۳۸۵			اهرم
۲.۰۸	۰.۵۹۹	۲۶.۲۶۹			معیار نقدینگی جاری
۱.۳۵	۰.۰۹۰	۱۴.۷۲۰			نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۱.۴۳	۰.۰۰۴	۲.۱۰۶			اندازه
	۰.۸۰۱		۰.۷۸۸		ضریب تعیین تعدیل شده
	۰.۰۰۰		۰.۰۰۰		احتمال آماره F
	۲.۰۴۰		۲.۰۰۸		دوربین-واتسون
	-۴۷۸۰.۶۰۲		-۴۸۶۸.۴۰۰		معیار درست‌مایی لگاریتمی
	۱۴.۳۰۴		۱۴.۳۵۴		معیار اطلاعاتی آکائیک

ولی عدم معنی دار بودن معیار نقدینگی نیز جالب توجه می‌باشد. همچنین معنی دار نبودن معیار اهرم نشان دهنده بی اهمیت بودن ترکیب بدهی های شرکت در سود تقسیمی می‌باشد. با توجه به معنی دار بودن معیار نسبت بدهی می توان نتیجه گرفت که شرکت بدون توجه به ترکیب بدهی های خود، در صورت داشتن بدهی اقدام به کاهش سود تقسیمی خواهد کرد. معنی داری منفی ریسک سیستماتیک نیز نشان می‌دهد که در صورت افزایش ریسک، شرکتها محتاطانه عمل کرده و سود کمتری را تقسیم میکنند.

### آزمون فرضیه دوم

در فرضیه دوم به بررسی این موضوع می‌پردازیم که بین جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد. نگاره ۵ نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم را نشان میدهد. متغیر جریان نقد عملیاتی هر سهم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبت با سود تقسیمی هر سهم دارد. که مشابه نتایج تحقیقات آلی و همکاران (۱۹۹۳)، آمیدو و آبور (۲۰۰۶)، التوایجری (۲۰۰۷)، کانسلر و لپاک (۲۰۱۱)، العجمی و همدا (۲۰۱۱)، اعتمادی و چالاکلی (۱۳۸۴) است. متغیرهای کنترل نسبت بدهی و اهرم به ترتیب در سطح اطمینان ۹۵

و ۹۰ درصد رابطه معنادار و منفی، و متغیرهای نقدینگی جاری و اندازه در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبت با سود تقسیمی هر سهم دارند. احتمال آماره  $F$  نیز حاکی از معنادار بودن کل مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹ درصد است. آماره دوربین واتسون نیز حاکی از عدم وجود خود همبستگی است. آماره  $VIF$  نیز عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد. در نتیجه جریان نقد عملیاتی تعیین کننده سود تقسیمی می‌باشد و فرضیه دوم تحقیق رد نمی‌شود. معنی دار بودن معیار نقدینگی در این مدل رد نمی‌شود، که عکس معادله آزمون فرضیه اول تحقیق می‌باشد. ضریب متغیر جریان نقدی عملیاتی نسبت به ضریب متغیر سود هر سهم در معادله برآزش سود تقسیمی کمتر می‌باشد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده معادله فرضیه دوم کمتر از ضریب تعیین معادله فرضیه اول می‌باشد. به نظر می‌رسد که متغیرهای استفاده شده در معادله فرضیه دوم قدرت توضیح دهندگی کمتری نسبت به متغیرهای مستقل معادله فرضیه اول تحقیق دارند.

نگاره (۵): نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب	احتمال آماره $t$	ضریب	احتمال آماره $t$	$VIF$
مقدار ثابت	۴۰۷.۴	۰.۰۰۰	-۲۶۲۲/۳	۰.۰۰۰	
جریان نقد عملیاتی هر سهم	۰.۰۸۰	۰.۰۲۳	۰.۰۴۹	۰.۰۰۸	۱.۱۰
بتا			-۱۱.۳۵	۰.۲۷۷	۱.۰۷
نسبت بدهی			-۷۵۹.۴۲	۰.۰۰۳	۲.۰۷
اهرم			-۳۵.۹۸	۰.۰۹۴	۱.۰۳
معیار نقدینگی جاری			۱۳۲.۳۸	۰.۰۱۹	۱.۹۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری			۱۰.۳۱۵	۰.۲۹۷	۱.۲۸
اندازه			۲۵۹.۳۸	۰.۰۰۰	۱.۳۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۶۵۸			۰.۷۴۲	
احتمال آماره $F$	۰.۰۰۰			۰.۰۰۰	
دوربین - واتسون	۱.۶۸۹			۱.۸۵۰	
معیار درستی لگاریتمی	-۵۰۳۵.۹۵۴			-۴۸۷۰.۲۹۸	
معیار اطلاعاتی آکائیک	۱۴.۸۳۴			۱۴.۵۶۴	

### آزمون فرضیه سوم و مقایسه محتوای اطلاعاتی مدل‌های رگرسیون

به منظور بررسی محتوای اطلاعاتی نسبی دو متغیر سود هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم در تبیین سود تقسیمی، به مقایسه ضریب تعیین تعدیل شده هر یک از مدل‌های رگرسیون پرداخته میشود. تحت فرضیه صفر، اگر ضریب تعیین تعدیل شده دو مدل از نظر آماری با هم تفاوت معناداری نداشته باشند، محتوای اطلاعاتی نسبی متغیرهای مورد بررسی یکسان است. در مقابل در صورت وجود اختلاف معنادار بین ضرایب تعیین تعدیل شده دو مدل، محتوای اطلاعاتی نسبی متغیرها با هم تفاوت معنادار خواهند داشت و هر مدلی که ضریب تعیین تعدیل شده بزرگتر داشته باشد، مدل ارجح خواهد بود و متغیر مستقل آن مدل، محتوای اطلاعاتی نسبی بیشتری خواهد داشت. برای بررسی معناداری اختلاف ضرایب تعیین تعدیل شده از آزمون Z- و ننگ استفاده میشود. نتایج این آزمون در نگاره ۶ ارائه شده است. با توجه به احتمال آماره و ننگ، فرضیه صفر رد میشود و در نتیجه اختلاف ضرایب تعیین دو مدل از نظر آماری معنادار میباشد. لذا محتوای اطلاعاتی نسبی سود هر سهم به طور معناداری از محتوای اطلاعاتی نسبی جریان نقد عملیاتی هر سهم بیشتر است و بنابراین فرضیه سوم تحقیق را نمی توان رد کرد.

#### نگاره (۶): نتایج آزمون و ننگ

احتمال	آماره Z- و ننگ
0.0004	3.55236

همچنین مقدار معیار درست‌نمایی لگاریتمی مدل رگرسیون متغیر سود هر سهم بزرگتر از متغیر جریان نقد عملیاتی هر سهم است که نشان میدهد این مدل برازش بهتری از داده ها را ارائه میکند. معیار دیگر برای مقایسه مدلها، معیار اطلاعاتی آکائیک است. کوچکتر بودن این معیار حاکی از مدل برازش شده بهتر است. مقدار معیار آکائیک مدل رگرسیون سود هر سهم کوچکتر از مدل رگرسیون جریان نقد عملیاتی هر سهم است که نشان میدهد مدل رگرسیون سود هر سهم برازش بهتری از داده ها را ارائه میکند. بنابراین سود هر سهم نسبت به جریان نقد عملیاتی هر سهم معیار بهتری در تبیین سود تقسیمی هر سهم است که مشابه نتایج تحقیق لیو و دیگران (۲۰۰۷) و برخلاف نتایج تحقیقات بریتتان (۱۹۶۶)، کانسلر و لپاک (۲۰۱۱) است.



## ۹- نتیجه گیری

هدف اصلی این تحقیق بررسی محتوای اطلاعاتی سود هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم در تبیین سود تقسیمی بود. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین سود هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم با سود تقسیمی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنادار و مثبت وجود دارد که مشابه نتایج تحقیقات میلر و راک (۱۹۸۵)، آلی و همکاران (۱۹۹۳)، بنارتزی و دیگران (۱۹۹۷)، فاما و فرنچ (۲۰۰۱)، کوچ و سان (۲۰۰۴)، آمیدو و آبور (۲۰۰۶)، التوایجری (۲۰۰۷)، باکر و همکاران (۲۰۰۷)، لیو و دیگران (۲۰۰۷)، بالی و دیگران (۲۰۰۸)، العجمی و همدا (۲۰۱۱)، کانسلر و لپاک (۲۰۱۱)، بهرام فر و مهران (۱۳۸۳)، اعتمادی و چالاک (۱۳۸۴) است. نتایج مقایسه محتوای اطلاعاتی سود هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم، نشان داد که محتوای اطلاعاتی نسبی سود هر سهم نسبت به جریان نقد عملیاتی هر سهم بیشتر است که مشابه نتایج تحقیق لیو و دیگران (۲۰۰۷) و برخلاف نتایج تحقیقات بریتتان (۱۹۶۶)، کانسلر و لپاک (۲۰۱۱) است. همچنین وجود رابطه معنی دار مثبت بین اندازه و سود تقسیمی و وجود رابطه منفی معنی دار بین نسبت بدهی رد نشد. به علاوه مشخص گردید که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، بین متغیر سود تقسیمی با متغیرهای سود هر سهم، جریان نقد عملیاتی هر سهم، بتا، نقدینگی جاری، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه همبستگی مثبت و با متغیرهای نسبت بدهی و اهرم همبستگی منفی وجود دارد. به نظر می‌رسد که در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، عامل تعیین کننده سود تقسیمی شرکت، سود هر سهم شرکت می‌باشد و جریان نقدی عملیاتی شرکت کمتر مورد توجه می‌باشد.

## ۱۰- پیشنهادات کاربردی

با توجه به ثنوریهای مالی، در صورت تقسیم نشدن سود شرکت، باید پروژه هایی اجرا شوند که سودآوری سالهای آتی شرکت را تضمین نمایند. در نتیجه رابطه جریانهای نقد عملیاتی شرکت را با نسبت سود تقسیمی سالهای پیشین شرکت می تواند موثر باشد.

## ۱۱- پیشنهادات برای تحقیقات آتی

سایر محققان می توانند از روششناسی متفاوتی برای تعیین میزان کارایی جریان نقد در پیش بینی سود تقسیمی استفاده کنند. به علاوه می توان رابطه بین میزان سود تقسیمی و رشد سالهای آتی شرکت را مورد بررسی قرار داد.

## ۱۲- محدودیت‌های تحقیق

از آن جایی که آزمون فرضیه‌ها بر مبنای بانک اطلاعاتی مربوط به داده‌های مورد نیاز پژوهش برای هر یک از صنایع مختلف به طور مستقل صورت نگرفته است و با توجه به این که صنایع مختلف ویژگی‌های متفاوتی دارند، باید تعمیم نتایج حاصل با توجه به این محدودیت انجام شود. عدم کنترل بعضی از عوامل مؤثر بر نتایج پژوهش، از جمله تأثیر متغیرهایی، چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، عمر شرکتها، قوانین و مقررات و نوع صنعت و... خارج از دسترس محقق بوده ممکن است بر بررسی روابط اثرگذار باشد. عدم تعدیل اقلام صورتهای مالی به واسطه وجود تورم و همچنین عدم افشا و طبقه بندی کامل و مناسب از اجزا سود در یادداشتهای پیوست صورتهای مالی، که باعث کاهش کیفیت مقایسه‌های اقلام شده است، بر نتایج پژوهش اثر گذاشته، تعمیم نتایج را با محدودیت‌هایی همراه می‌سازد.

## پاورقی:

- 1- Likelihood ratio test
- 2- Vuong Z-test
- 3- Akaike information criterion
- 4- Log likelihood

## منابع

۱. اعتمادی، حسین، چالاک، پری. (۱۳۸۴). رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۷-۱۳۸۱، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۳۹، ۳۱-۴۷.
۲. ایزدی نیا، ناصر، علینقیان، نسرین، (۱۳۹۰). شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به کارگیری مدل لاجیت، پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره اول، ۲۱-۳۸.
۳. آقایی، محمد علی، مختاریان، امید (۱۳۸۳). بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۶، ۳-۲۵.
۴. بدری، احمد، عبدالباقی، عبدالمجید (۱۳۸۹). مقدمه‌های بر اقتصاد سنجی مالی، تهران، انتشارات نص.
۵. بهرامفر، نقی، مهرانی، کاوه (۱۳۸۳). رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۶، ۲۷-۴۶.
۶. تهرانی، رضا، ذاکری، حامد. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره ۵، ۳۹-۵۵.
۷. حکاک، محمد، اکبری، زهرا، (۱۳۹۱). بررسی و آزمون پدیده شتاب در شرایط رونق و رکود بازار، دانش سرمایه گذاری، سال اول، شماره سوم، ۴۷-۶۲.

۸. خواجهوی، شکرالله، الهیاری ابهری، حمید. (۱۳۸۶). بررسی محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی، ارزش دفتری و سودخالص بر قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۸، شماره ۳، ۲۰-۱.
۹. راعی، رضا، بخشبانی، عباس. (۱۳۸۷). ارزش گذاری بازار و تحلیل بازار، انتشارات سازمان مدیریت صنعتی.
۱۰. شجاع، طیبه، شجاع، اسماعیل، (۱۳۹۱). بررسی مقایسه های بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات قیمت سهام در شرکت های مواد غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت، سال نهم، شماره ۲۶، ۲۲-۱۵.
۱۱. کردستانی، غلامرضا، ایرانشاهی، محمد (۱۳۹۱). تاثیر محافظه کاری بر میزان مربوط بودن اطلاعات حسابداری به ارزش سهام، دانش حسابداری، سال دوازدهم، شماره ۴۶، ۱۸-۳۳.
۱۲. نظری، محسن، پارسائی، منا، نصیری، سپیده سادات، (۱۳۹۱). رابطه ی عدم تقارن اطلاعاتی با سیاستهای تقسیم سود در شرکتها، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال اول، شماره دوم، ۱۰۳-۱۱۳.
1. Abdelsalam, Omneya. El-Masry, Ahmed & Elsegini, Sabri (2008). "Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market: Further evidence from CASE 50". *Managerial Finance*. Vol. 34 No. 12. 953-964
  2. Abor, Joshua. Bokpin, Godfred A (2010). "Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets". *Studies in Economics and Finance*. Vol 27 No 3. 180-194.
  135. Al-Ajmi, Jasim & Hameeda, Abo Hussain (2011). "Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia". *The Journal of Risk Finance*. Vol. 12 No. 1. 41-56.
  4. Al-Najjar, Basil (2009). "Dividend behavior and smoothing new evidence from Jordanian panel data". *Studies in Economics and Finance*. Vol 26 No 3 . 182-197.
  5. Al-Twajiry, Abdulrahman Ali (2007). "Dividend policy and payout ratio: evidence from the Kuala Lumpur stock exchange". *The Journal of Risk Finance*. Vol 8 No 4. 349-363.
  6. Amidu, Mohammed & Abor, Joshua (2006). "Determinants of dividend payout ratios in Ghana". *The Journal of Risk Finance*. Vol. 7 No. 2. 136-145
  7. Baker, H. Kent. Saadi, Samir. Dutta, Shantanu & Gandhi, Devinder. (2007). "The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence". *International Journal of Managerial Finance*. Vol 3 No 1. 70-91
  8. 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, 657-84.
  9. Benartzi, S., Michaely, R. and Thaler, R. (1997), "Do Changes in Dividends Signal the Future or The Past?", *The Journal of Finance*, Vol. 52 No. 3, 1007-34.
  10. Bhattacharyya, Nalinaksha. Mawani, Amin & K.J. Morrill, Cameron (2008). "Dividend payout and executive compensation: theory and Canadian evidence". *Managerial Finance*. Vol. 34 No 8. 585 601.
  11. Conslor, John and M. Lepak, Greg (2011), "Earnings per Share Versus Cash Flow per Share as Predictor of Dividends per Share", *Managerial Finance*, Vol. 37 No. 5, 482-488.

12. D'Souza, Juliet & Saxena, AtulK (1999). "Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy – An International Perspective". Managerial Finance. Volume 25.
13. Fama, E.F. and French, K.R. (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", Journal of Financial Economics, Vol. 60, 3-44.
14. Fargher, Neil L. Weigand, Robert A (2009). "Cross-sectional differences in the profits, returns and risk of firms initiating dividends". Managerial Finance. Vol. 35 No 6. 509-530
15. Habib, Ahsan (2004). "Accounting-Based Equity Valuation Techniques and the Value Relevance of Dividend Information: Empirical Evidence from Japan". Pacific Accounting Review. Vol 16, No 2.
16. Koch, A.S. and Sun, A.X. (2004), "Dividend Changes and the Persistence of Past Earnings Changes", the Journal of Finance, Vol. 5, 2093-116.
17. Lamont, O. (1998), "Earnings and Expected Returns", the Journal of Finance, Vol. 53 No. 5, 1563-87.
18. Liu, J., Nissim, D. and Thomas, J. (2007), "Is Cash Flow King in Valuations?", Financial Analysts Journal, Vol. 63 No. 2, 56-68.
19. McCann, D. and Olson, G.T. (1994), "The Linkage between Dividends and Earnings", the Financial Review, Vol. 29 No. 1, 1-14.
20. Miller, M.H. and Rock, K. (1985), "Dividend Policy under Asymmetric Information", the Journal of Finance, Vol. 40 No. 4, 1031-51.
21. Pandey, I.M & Bhat, Ramesh (2007). "Dividend behavior of Indian companies under monetary policy restrictions". Managerial Finance. Vol 33 No 1. 14-25

Archive of SID