

تاریخ دریافت: ۸۷/۴/۸

تاریخ پذیرش نهایی: ۸۷/۸/۶

بررسی رابطه بین سود نقدی سهام با ارزش افزوده اقتصادی و بازده داراییها در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر حسین اعتمادی

استادیار گروه حسابداری دانشکده علوم انسانی دانشگاه تربیت مدرس

مهدی بنانی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تربیت مدرس

چکیده

یکی از اهداف سرمایه گذاران از خرید سهام شرکتهای بهره مندی از سود نقدی سهام است. سرمایه گذاران به جریانهای نقدی مستمر علاقه بیشتری دارند و خواهان کسب اطمینان از دریافت مبالغ مشخص در زمانهای معین هستند، بعلاوه پرداخت سود سهام می تواند از سوی اعتبار دهندگان و سرمایه گذاران به عنوان نشانه سلامت مالی و وضعیت مطلوب شرکتهای تلقی شود. بنابراین شرکتهای می توانند با علم به این موضوع از این حربه در جهت دهی به قیمت سهام خود در بازار و نیز هدایت سهامداران و سرمایه گذاران استفاده نمایند. هدف این تحقیق بررسی وابستگی میزان سود سهام پرداختی با عملکرد شرکت با استفاده از دو معیار ارزیابی عملکرد شامل ارزش افزوده اقتصادی و

بازده داراییها است. برای بررسی این موضوع نمونه ای مناسب شامل ۸۸ شرکت انتخاب شد و آزمون های آماری لازم همانند آزمون همبستگی به اجرا درآمد، نتایج تحقیق بیانگر آن است که پرداخت یا عدم پرداخت سود نقدی سهام به تنهایی نمی تواند به عنوان نشانه عملکرد مناسب یا نامناسب شرکت تلقی شود.

مفاهیم کلیدی: سود سهام نقدی، ارزیابی عملکرد، ارزش افزوده اقتصادی، بازده داراییها.

مقدمه

امروزه شرکتهای سهامی عام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از جمله کارآمدترین، موثرترین و اقتصادی ترین بنگاههای اقتصادی هر کشوری محسوب می شوند. اگر چه این واحدها از نظر تعداد نسبت به سایر بنگاههای اقتصادی محدود می باشند ولی از لحاظ منبع سرمایه، حجم فروش و سایر منابع اقتصادی دارای اهمیت فراوانی هستند. ارائه سهام این شرکتها از طریق بورس اوراق بهادار این امکان را برای سرمایه گذاران فراهم می آورد که از طریق خرید سهام این شرکتها که بخشی به منظور بهره مندی از سود نقدی سهام^۱ است، اقدام به سرمایه گذاری نمایند. برای اعتبار دهندگان نیز میزان سود نقدی سهام در این شرکتها می تواند به عنوان نشانه ای از وضعیت مالی این شرکتها برای اتخاذ تصمیمات اعتباری مورد استفاده قرار گیرد. سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان به جریانهای نقدی مستمر علاقه بیشتری دارند و خواهان کسب اطمینان از دریافت مبالغ مشخص در زمانهای تعیین شده هستند. لازمه پرداخت مستمر سود، توسعه، بهبود عملیات و انجام سرمایه گذاریهای جدید است، انجام این سرمایه گذاریها از محل کاهش سود نقدی سهام، وجوه نقد قابل پرداخت به سهامداران فعلی را در زمان حال کاهش خواهد داد ولی در مقابل باعث افزایش وجوه در دسترس برای پرداخت سود سهام در آینده خواهد شد. دلیل این افزایش، کاهش بازده پرداختی برای منابع تامین شده از خارج و نیز منافع حاصل از این سرمایه گذاریها است. از سوی دیگر شرکتها می توانند با وجود کاهش قدرت سود آوری خود با ثابت نگاه داشتن سطح سود پرداختی خود و یا حتی افزایش آن، که می تواند ناشی از فروش داراییها و یا ایجاد بدهیهای جدید باشد، موجب جلب توجه سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان شوند. البته بایستی به این نکته نیز توجه داشت که افزایش سود نقدی سهام

یا کاهش آن به سادگی می تواند ناشی از عملکرد شرکت و بنابراین نشانه ای از موقعیت مالی شرکت باشد. برای بررسی این موضوع (وابستگی میزان سود سهام پرداختی با عملکرد شرکت)، در این تحقیق از دو معیار مهم ارزش افزوده اقتصادی^۱ به عنوان معیاری اقتصادی و بازده داراییها^۲ به عنوان معیار حسابداری، استفاده شده است. نتایج حاصل از این پژوهش می تواند رابطه بین میزان سود نقدی سهام شرکتها با عملکرد آنها را در کشورمان نمایان سازد.

هدف و اهمیت پژوهش

هدف این تحقیق بررسی رابطه بین سود سهام نقدی با ارزش افزوده اقتصادی و بازده داراییها است. اگر همبستگی میان سود سهام نقدی و معیارهای ذکر شده مثبت باشد، نشان دهنده آن است که پرداخت سود بیشتر در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ناشی از عملکرد مناسب آنها است، بنابراین در شرکتهایی با سود نقدی بالا سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان می توانند اطمینان معقولی از دریافت سودهای نقدی آتی و تسویه طلب های خود داشته باشند. همچنین این تحقیق میزان ارتباط سود نقدی سهام با ارزش افزوده اقتصادی و بازده داراییها را مورد مقایسه قرار می دهد و نشان می دهد که سود نقدی سهام با کدامیک از این معیارها ارتباط بیشتری دارد.

پیشینه تحقیق

سرمایه گذاران همواره نیازمند اطلاعاتی هستند که بتوانند در تصمیمات خود از آنها بهره برند، خاصه این که تصمیمات باید از لحاظ مالی چنان باشند که در شرکت ایجاد ارزش کنند. سود نقدی یکی از معمول ترین طرق توزیع بازده بین سهامداران شرکت و سیاست تقسیم سود یکی از بحث انگیزترین مباحث مالی است. الگوهای نظری متضادی به دنبال توضیح سیاستهای تقسیم سود شرکتها می باشد و تحقیقات متعددی در مورد آنها انجام گرفته است که در ادامه به آنها اشاره می شود.

۱) تحقیقات داخلی

۱-۱. بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی توسط ثقفی و کردستانی (۱۳۸۳)، هدف اصلی این تحقیق بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و بازده غیرعادی انباشته سهام در شرکتهایی است که سود نقدی آنها

1 - Economic Value Added (EVA)

2 - Return Of Assets (ROA)

افزایش (کاهش) داشته است. کیفیت سود بر مبنای پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود و رابطه سود و جریان نقدی عملیاتی اندازه‌گیری شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که سود نقدی، اطلاعاتی درباره ارزش شرکت فراهم می‌کند [۱۰].

۲-۱. بررسی رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۸۱-۷۷ توسط اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۴)، این تحقیق در صدد شناسایی تجربی رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور دستیابی به اهداف تحقیق داده‌های مربوط به سود عملیاتی، سود هر سهم و جریان‌های نقدی عملیاتی به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد و سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۷۷ تا ۸۱ مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیات تحقیق نشان می‌دهد که بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در کلیه شرکت‌های مورد مطالعه بدون توجه به صنعتی که به آن تعلق دارند، رابطه معنی‌دار وجود دارد [۳].

۲) تحقیقات خارجی

۱-۲. تلاش‌های لینتزر در اواسط دهه ۵۰ کمک زیادی به روشن شدن زوایای جدیدی از تقسیم سود و عوامل موثر بر آن علی‌الخصوص تاثیر دیدگاه و انتظارات سرمایه‌گذاران نمود ولی در آزمون‌های تجربی به عمل آمده توسط خود لینتزر و محققین پس از او نتایج متناقض و مختلفی در این راستا حاصل گردید.

لینتزر در پی یافتن الگویی برای فرمول بندی سود سهام بود و پس از بررسی دقیق متون و منابع دانشگاهی و غیردانشگاهی، فهرستی از حدود ۱۵ عامل و خصوصیت که ظاهراً ارتباط مهمی با پرداختها و سیاست سود سهام دارا می‌باشند، منعکس نمود.

۲-۲. براساس تحقیقات میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱) سیاست سود تقسیمی در تعیین ارزش شرکت در بازارهای سرمایه کاراً ناتوان و نامربوط است. به رغم اینکه میلر و مودیلیانی سیاست تقسیم سود را نامربوط می‌دانستند ولی معتقد بودند سود تقسیمی ممکن است حامل اطلاعاتی باشد که به طریق دیگری توسط بازار شناخته شده است. این استدلال تحت عنوان «فرضیه یا قضیه محتوای اطلاعاتی» سود تقسیمی نامیده شده است [۳].

۳-۲. فاما و بابیاک^۱ (۱۹۶۸) نیز مطالعاتی را در مورد سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های آمریکایی در طی سالهای ۱۹۶۳-۱۹۴۶ انجام داده‌اند، نتایج مطالعات این دو

محقق بر دست آوردهای لینتتر صحه گذاشت. یعنی احتمال افزایش سود تقسیمی در هر شرکت بسته به تعداد دفعات افزایش عایدات و چگونگی افزایشهای اخیر عایدات است [۸].

۴-۲. جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) و ایستبرک (۱۹۸۴) معتقدند که بین سیاست سود تقسیمی و مشکلات شرکت رابطه وجود دارد [۱۵].

۵-۲. بکر، فارلی و ادلمن (۱۹۸۵) معتقد هستند با فرض اینکه همه چیز برابر باشد، شرکت ها یک نسبت سود تقسیمی را بعنوان هدف خود در نظر می گیرند [۱۵].

۶-۲. بیکر و دیگران^۱ (۱۹۸۵) از متدولوژی زمینه یابی (پیمایشی) استفاده کردند و از بررسی خود این نتیجه را گرفتند که مدیران به سود نقدی ثابت در فرایند تصمیم گیری برای سیاست سود سهام اهمیت می دهند و مخصوصاً بیان کردند که نتایج نشان می دهد که عوامل اصلی سیاست تقسیم سود امروزه به طور قابل توجهی با مدل رفتاری لینتتر مشابه است که در طی اواسط دهه ۱۹۵۰ ارائه شده است [۳۰].

۷-۲. مارش و مرتون (۱۹۸۷) احتمال دادند که شرکتها درخصوص سیاست سود تقسیمی خود در چارچوب صنعت خود عمل می کنند، مثلاً اگر افزایش و یا کاهش در آمد در آن صنعت وجود داشته باشد باعث می شود که بطور کلی شرکت ها در آن صنعت تمایل به افزایش یا کاهش سود تقسیمی خود داشته باشند [۱۵].

۸-۲. کاپلان و ریشوس (۱۹۹۰) به این نتیجه رسیدند که مدیران رده بالا که سود تقسیمی را به میزان ۲۵ درصد یا بیشتر کاهش دادند، موقعیت خود را، نسبت به مدیرانی که سود تقسیمی را کاهش ندادند، بیشتر از دست دادند. بنابراین مدیران سود تقسیمی را زمانی افزایش خواهند داد که مشاهده کنند افزایش دائمی در سطح ثابت درآمد و جریان های نقدی شرکت وجود دارد [۱۵].

۹-۲. دانجولو (۱۹۹۰) نشان داد که در طول دوره های پریشانی شرکتهایی با سابقه خوب قبلی پرداخت سود نقدی تمایل به قطع کردن سودهای نقدی در مقابل کاهش سود دارند، در نتیجه به علت سیاست تقسیم سود چسبنده هر تغییری در سیاست تقسیم سود به عنوان انتظارات مدیریت از سودهای آتی تفسیر می شوند [۳۰].

۲-۱۰. پرویت و گیتمن (۱۹۹۱) از متدولوژی زمینه یابی (پیمایشی) استفاده کردند و از بررسی خود این نتیجه را گرفتند که مدیران به سود نقدی ثابت در فرایند تصمیم‌گیری برای سیاست سود سهام اهمیت می‌دهند [۳۰].

۲-۱۱. واتر (۱۹۹۴) می‌گوید که سود تقسیمی در زمانی که کاهش می‌یابد اطلاعات بیشتری، نسبت به موقعی که افزایش می‌یابد، می‌دهد [۱۵].

۲-۱۲. بنارتزی و دیگران^۱ (۱۹۹۷) بیان کردند که مدل لینتتر بهترین مدلی است که رفتار سیاست تقسیم سود شرکت را توضیح می‌دهد و فقط یک تغییر دائمی در سود می‌تواند باعث ایجاد تغییر در سیاست تقسیم سود شود. بنابراین در حالت پیش بینی بد و نداشتن امید به بهبود سودهای آینده مدیران تمایل دارند که سود نقدی را کاهش دهند [۳۰] آنها براین باورند که سود نقدی همانند سود گزارش شده اطلاعاتی درباره جریان نقدی آتی شرکت فراهم می‌کند. پرداخت سود نقدی به طور منظم به عنوان یک منبع اطلاعاتی برای پیش بینی جریان نقدی آتی مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد [۱۰].

۲-۱۳. دیونتر و وارتر (۱۹۹۸) مدل لینتتر را استفاده کردند و آن را برای نمونه‌ای از شرکتهای آمریکایی و ژاپنی در دوره زمانی ۱۹۹۳-۱۹۸۲ مورد استفاده قرار دادند، آنها دریافتند که مدیران آمریکایی سود نقدی سهام را دستکاری (هموارسازی) می‌نمایند حتی بیشتر از دوره زمانی ۱۹۶۴-۱۹۴۶ که فاما و بابیاک آن را مطالعه کرده بودند. بعلاوه شرکتهای ژاپنی بیشتر مایلند تا سود نقدی را حذف نمایند و سیاست تقسیم سود به نسبت کمتر باثبات را در مقایسه با همتایان امریکایی خود دنبال می‌کنند قبلا کاتو و لاونسن (۱۹۹۵) دریافتند که شرکتهای ژاپنی سیاست تقسیم سود ثابت را دنبال می‌کنند [۳۰].

۲-۱۴. لیپسون (۱۹۹۸) نشان داد که سود تقسیمی علامت دهنده مناسبی از وضعیت سودآوری آینده شرکت می‌باشد و مدیریت سود تقسیمی را برقرار نمی‌کند تا زمانی که مطمئن شود که سود تقسیمی از محل درآمدهای آتی می‌تواند در همین سطح حفظ شود [۱۵].

۲-۱۵. فاکودا (۲۰۰۰) با استفاده از داده‌های شرکت‌های ژاپنی دریافت که شرکت‌هایی که در سال صفر (سالی که سود سهام پرداختی تغییر می‌کند) واکنش مثبت بازار به اعلامیه پرداخت سود را تجربه کنند در سالهای ۱- و ۰ با رشد سود

مواجهه بوده اند. دقیقاً نتایج معکوس برای شرکت‌هایی که سود سهامشان را کاهش میدهند یا حذف می‌کنند به دست آمد و این بدان معنی است که مدیران در زمانی که سود در اوج یا کم‌ترین حد خود باشد، تمایل به تغییر سیاست تقسیم سود دارند [۳].

۱۶-۲. کیوشی کاتوو همکارانش (۲۰۰۰) ارتباط میان تغییرات جاری سود سهام پرداختی و عملکرد گذشته سود را بررسی کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که نه فقط تغییرات جاری سود بلکه تغییرات سود یک سال قبل اثر مثبت و قابل توجهی روی تغییرات سود سهام دارد [۳].

۱۷-۲. روزنبرگ (۲۰۰۰) در مقاله خود عنوان می‌نماید که ۸۷ درصد سرمایه‌گذاران افزایش سود تقسیمی را بعنوان یک علامت با ارزش برای خود می‌دانند به بیانی دیگر اگر هیئت مدیره سود تقسیمی را افزایش دهد، تصور، قدرت درآمد بیشتر شرکت است. همچنین در این مقاله عنوان می‌گردد که شرکتها برای محافظت خودشان از خریداری شدن توسط دیگر شرکتها، اقدام به افزایش سطح بدهی خود از طریق استقراض و پرداخت سود تقسیمی به میزان زیاد می‌نمایند [۱۵].

۱۸-۲. بررسی افزایش سود نقدی سهام در دوره زمانی انتشار سهام جدید توسط جوها کینونن و دیگران (۲۰۰۰)، این تحقیق در شرکت‌های کشور فنلاند انجام شده است و نمونه شامل ۳۷ شرکت مهم تجاری و صنعتی فنلاندی است که در بورس اوراق بهادار هلسینکی برای بیست سال طی دوره ۱۹۸۹-۱۹۷۰ وجود داشته اند، نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که سهام جدید منتشر می‌کنند در طی دوره انتشار سهام، سودی بسیار بیش از سود نقدی معمول اعلام می‌کنند، این سود مازاد به طور مستقیم با افزایش مورد انتظار سود نقدی سهام در آینده ارتباط دارد، بنابراین باعث عکس العمل بازار شده و منجر به خرید سهم توسط سرمایه‌گذارانی که تمایل به دریافت سود نقدی بیشتر در آینده دارند، می‌شود [۳۶].

۱۹-۲. بررسی تغییر سود نقدی شرکت‌های آلمانی توسط جورج و دیگران (۲۰۰۵)، نتایج تحقیقات نشان می‌دهد که سود نقدی شرکت‌های آلمانی اغلب نسبت به شرکت‌های امریکایی و انگلیسی بیشتر قابل تغییر است در این تحقیق، تصمیم به تغییر سود نقدی ۲۲۱ شرکت آلمانی در طی سالهای ۱۹۹۳-۱۹۸۴ بررسی شده است. در این شرکتها سازگار با مدل لینتنر سود خالص، کلید تعیین کننده تغییرات سود نقدی سهام است. ولی یافته‌های این تحقیق یافته‌های لینتنر، میلر و مودیلیانی را تصحیح کرد. بر اساس نتایج این تحقیق اولاً وقوع زیان یکی از کلیدهای تعیین کننده سود نقدی سهام علاوه بر عوامل سنتی تعیین کننده بعداً سطح سود خالص است. در ثانیه، کاهش قیمت

یا کاهش سود نقدی موقت است و بالاخره مشخص شد که شرکتهایی که بانک به عنوان سهامدار اصلی آنها می باشد نسبت به شرکتهایی که توسط سایر سهامداران کنترل می شود، بیشتر تمایل به حذف سود نقدی خود دارند [۳۳].

فرضیه های پژوهش

با توجه به موضوع تحقیق فرضیه های زیر در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفته اند:

۱- بین سود سهام نقدی و ارزش افزوده اقتصادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنا داری وجود دارد.

۲- بین سود نقدی سهام و بازده داراییها در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنا داری وجود دارد.

۳- میزان ارتباط سود نقدی سهام با ارزش افزوده اقتصادی بیش از میزان ارتباط آن با بازده داراییها است.

الف) متغیر وابسته

روش پژوهش و تحلیل اطلاعات

روش شناسی این تحقیق از نوع پس رویدادی از طریق استفاده از اطلاعات گذشته است. در این تحقیق از آزمون همبستگی پیرسون با استفاده از اطلاعات پنج ساله شرکتهای عضو جامعه استفاده شده است، این آزمون یکی از متداول ترین آزمونهای پارامتریک تعیین ضریب همبستگی بین متغیرهای دارای اندازه های فاصله ای و نسبی با توزیع نرمال است. برای انجام کارهای آماری نیز در این تحقیق از نرم افزار SPSS استفاده شده است.

ابزار گردآوری اطلاعات

به منظور جمع آوری اطلاعات مورد نیاز ابتدا با استفاده از روش کتابخانه ای مبانی نظری و مفاهیم اساسی مرتبط با موضوع تحقیق از منابع داخلی و خارجی با استفاده از کتب، مقالات و نیز اطلاعات کسب شده از شبکه جهانی اینترنت تهیه و گزارش شده است. همچنین اطلاعات موردنیاز برای محاسبه متغیرهای تحقیق از نرم افزار ره آورد نوین (موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران)، سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت مرکز مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی و سایت بانک مرکزی استخراج گردیده است. محاسبه متغیرهای تحقیق با استفاده از نرم افزار صفحه گسترده (Excel) انجام شده است.

متغیرهای تحقیق

متغیروابسته این تحقیق سود نقدی سهام می باشد، این متغیر با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران بدست آمده است و در شرکتهایی که در طی سالهای مورد بررسی تحقیق، تغییر سرمایه داشته اند براساس تعداد سهام در سال ۱۳۸۳ (به عنوان سال مبنا) مورد تعدیل قرار گرفته است.

ب) متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل این تحقیق عبارت اند از ارزش افزوده اقتصادی و بازده دارایی ها که در ادامه به توضیح نحوه محاسبه آنها پرداخته می شود.

ارزش افزوده اقتصادی

محاسبه این معیار از طریق فرمول زیر انجام می شود :

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Capital)$$

که در آن :

$NOPAT^1$ = سود خالص عملیاتی بعد از مالیات

$WACC^2$ = میانگین موزون هزینه سرمایه

$Capital$ = سرمایه به کار گرفته شده

برای محاسبه صحیح $NOPAT$ و $Capital$ لازم است تعدیلاتی^۳ انجام شود. رویکرد استفاده شده در این تحقیق برای تعدیلات ذکر شده رویکرد مالی می باشد. (اطلاعات لازم برای محاسبه این قسمت از نرم افزار رهآوردنوین، سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت مرکز مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی اخذ شده است).

برای تعیین هزینه سرمایه شرکت ابتدا ضروری است هریک از اجزای سرمایه به طور مستقل محاسبه و براساس نسبت آنها در کل ساختار سرمایه، متوسط هزینه سرمایه شرکت بدست آید [۲۸].

1- Net Operating Profit After Tax

2 - Weighted Average Cost of Capital

۳- برخی از محققان حسابداری نظیر زیمرمن بر غیر ضروری بودن این تعدیلات تاکید ورزیده اند ولی در این تحقیق با توجه به نظریات استیوارت و یانگ سعی شده است تا حد امکان اطلاعات لازم برای این تعدیلات از صورتهای مالی استخراج گردد.

یعنی :

$$WACC = \left(\frac{d}{d+e} \right) K_d + \left(\frac{e}{d+e} \right) \times K_e$$

که در آن :

WACC = میانگین موزون هزینه سرمایه

 d = مجموع بدهیها e = مجموع حقوق صاحبان سهام K_d = نرخ هزینه بدهیها K_e = نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام

در تحقیق حاضر نرخ هزینه بدهی ۱۵ درصد محاسبه شده است (۱۹ درصد متوسط نرخ تامین مالی توسط بانکها در طی دوره تحقیق با در نظر گرفتن نرخ مالیات شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار^۱) و برای تمامی شرکتهای مورد استفاده قرار گرفته است. هزینه حقوق صاحبان سهام نیز با استفاده از مدل $CAPM$ محاسبه شده است. در این مدل

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

که در آن :

 K_e = بازده مورد انتظار سهام r_f = نرخ بازده بدون ریسک β = ضریب ریسک سیستماتیک r_m = نرخ بازده بازار

در این تحقیق :

۱- r_f - معادل نرخ بهره اوراق قرضه دولتی^۲ بدون ریسک در طی سالها ۷۹ تا ۸۳ و ۱۷/۵ درصد در نظر گرفته شده است.

۲- ضریب β از کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران اخذ شده است .

۱- بر اساس ماده ۱۰۵ و ۱۴۳ قانون مالیاتهای مستقیم نرخ مالیات موثر شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ۲۲/۵ درصد می باشد

۲- نرخ بهره اوراق قرضه دولتی در سال ۷۹، ۱۹ درصد، در سال ۸۰، ۱۷ درصد و در سالهای ۸۱ تا ۸۳ (براساس اعلام اداره نشر اسکناس و خزانه بانک مرکزی) ۱۷ درصد بوده است.

۳- r_m نرخ بازده بازار است که برای محاسبه آن از جدول روند شاخص کل قیمت سهام استخراجی از نرم افزار ره آورد نوین استفاده شده است. این نرخ میزان تغییرات شاخص کل را بررسی می کند و از طریق رابطه مقابل بدست می آید:

$$r_m = \frac{T_t - T_{t-1}}{T_{t-1}}$$

بازده دارایی ها

بازده داراییها میزان کارایی مدیریت را در به کار گرفتن منابع موجود در جهت تحصیل سود نشان می دهد. این نسبت به صورت زیر محاسبه می شود (اطلاعات لازم برای محاسبه بازده دارایی ها از نرم افزار ره آورد نوین و سایت مرکز مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی اخذ شده است):

$$\text{بازده دارایی ها} = \frac{\text{سود قبل از کسر بهره و مالیات}}{\text{مجموع داراییها}}$$

جامعه آماری

جامعه آماری تحقیق در برگیرنده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که:

- ۱- از سال ۱۳۷۹ تا سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته اند.
 - ۲- سود خود را تقسیم کرده اند.
 - ۳- اطلاعات مربوط به آنها برای محاسبه متغیرهای تحقیق در پایگاههای اطلاعاتی وجود داشته باشد و نتایج حاصل از محاسبه اجزای تشکیل دهنده متغیرها (مانند بتا) با معنی باشد.
 - ۴- پایان سال مالی آنها ۱۲/۲۹ بوده و طی سالهای ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳ تاریخ صورتهای مالی خود را تغییر نداده اند. علت این گزینش همسانی بیشتر اثر عوامل مختلف بر روی وضعیت مالی شرکتها در طول یک دوره معین است که باعث افزایش قابلیت مقایسه اطلاعات حاصل از آنها می شود.
- در این تحقیق بررسی جامعه آماری نشان می دهد که تنها ۸۸ شرکت دارای شرایط ذکر شده هستند. با بررسی نمونه های آماری انتخاب شده در تحقیقات مشابه و نیز

برای افزایش قابلیت اعتبار نتایج تحقیق از بین این تعداد شرکت نمونه گیری انجام نشده است و تمامی ۸۸ شرکت در تحقیق مورد بررسی قرار گرفته اند، با توجه به اینکه حداقل تعداد نمونه در تحقیقات همبستگی بایستی ۳۰ شرکت باشد [۱۷، ۱۳] بنابراین حد نصاب لازم رعایت شده است.

یافته های تحقیق

الف) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

نتایج حاصل از اجرای آزمون پیروسون با استفاده از نرم افزار SPSS برای بررسی فرضیه اول نشان می دهد که در سطح خطای ۱٪ فرضیه H_0 رد می شود، ضریب همبستگی بدست آمده مثبت و در حد ضعیف (۰/۱۷۴) می باشد. به عبارت دیگر بین سود سهام نقدی و ارزش افزوده اقتصادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد.

ب) نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

نتایج حاصل از اجرای آزمون پیروسون با استفاده از نرم افزار SPSS برای بررسی فرضیه دوم نشان می دهد که در سطح خطای ۱٪ فرضیه H_0 تائید می شود. به عبارت دیگر بین سود سهام نقدی و بازده داراییها در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود ندارد.

ج) نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

با مقایسه نتایج بدست آمده از آزمون دو فرضیه قبلی می توان با اطمینان ۹۹٪ گفت که رابطه همبستگی بین سود نقدی سهام و ارزش افزوده اقتصادی بیشتر از رابطه همبستگی بازده داراییها با سود نقدی سهام است. بنابراین این فرضیه که میزان ارتباط سود نقدی سهام با ارزش افزوده اقتصادی بیش از میزان ارتباط آن با بازده داراییها است، تایید می شود.

نتیجه گیری و پیشنهادات حاصل از تحقیق

کارایی بازار به معنای آن است که تمام اطلاعات موجود، خود را به سرعت در قیمتتهای سهام نشان دهند، بدیهی است که بخشی از این اطلاعات را، اطلاعات مربوط به سود سهام شرکتهای و چگونگی تقسیم آن تشکیل می دهد. از آنجا که سود سهام در نگاه اول نوعی پیش بینی درباره سودآوری و موقعیت آتی هر شرکت محسوب می شود، پرداخت یا عدم پرداخت و یا روند تغییرات آن می تواند به عنوان یک علامت مثبت یا منفی برای سهامداران و اعتبار دهندگان، نمود یابد و حتی شرکتهای نیز با علم به این موضوع از این حربه در جهت دهی به قیمت سهام خود در بازار و در نتیجه هدایت

سهامداران خود استفاده نمایند. هر چند ممکن است این علامتها کاذب باشند و در واقع، وضعیت شرکت، عکس آن چیزی باشد که سعی می‌کند نشان دهد. در این تحقیق برای ارزیابی عملکرد شرکتها از دو معیار ارزش افزوده اقتصادی و بازده داراییها استفاده شده است. با توجه به اینکه سود نقدی سهام با ارزش افزوده اقتصادی دارای رابطه همبستگی ضعیف و با بازده داراییها نیز فاقد رابطه همبستگی است، بنابراین می‌توان چنین نتیجه گرفت که در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت یا عدم پرداخت سود نقدی سهام نمی‌تواند به عنوان نشانه عملکرد مناسب یا نامناسب شرکت تلقی شود و کاهش یا افزایش سود نقدی نمیایستی لزوماً به معنای عدم مطلوبیت و یا مطلوبیت سرمایه‌گذاری در این شرکتها تلقی شود، لذا پیشنهاد می‌شود که سود نقدی سهام برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و یا اعتباری توسط سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان استفاده نگردد.

پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

- ۱- بررسی رابطه بین تغییرات سود نقدی سهام با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد
- ۲- بررسی رابطه بین سود نقدی سهام و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده.
- ۳- بررسی رابطه بین سود نقدی سهام با ارزش افزوده اقتصادی محاسبه شده طبق نظر زیمرمن.
- ۴- بررسی محتوای اطلاعاتی تغییر غیر منتظره سود نقدی سهام.
- ۵- بررسی رابطه تغییرات سود نقدی سهام با رشد و قدرت بازار شرکت.

منابع و ماخذ

منابع فارسی :

۱. آذر، عادل و منصور مومنی. (۱۳۸۳). **آمار و کاربرد آن در مدیریت**، جلد دوم، تهران، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت).
۲. آقایی، محمدعلی و سیدرضا سیدنژاد فهیم. (۱۳۸۲). "نقش استقراض در سودآوری شرکتها"، **ماهنامه بورس**، شماره ۳۹، دی ماه ۱۳۸۲.
۳. اعتمادی، حسین و پری چالاکي. (۱۳۸۴). "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۱-۱۳۷۷"، **فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی**، ۱۳۸۴، شماره ۳۹، ص ۳۱-۴۷.
۴. انواری رستمی، علی اصغر، رضا تهرانی و حسن سراجی. (۱۳۸۳). "بررسی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی سود قبل از بهره و مالیات و جریان نقدی فعالیتهای عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی**، ۱۳۸۳، شماره ۳۷، ص ۲۱-۳.
۵. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و افشین فتح الهی. (۱۳۸۳). "ارزش افزوده اقتصادی و سه بازی مدیران"، **ماهنامه حسابدار**، ۱۳۸۳، شماره ۱۶۱.
۶. تاری وردی، یداله، (۱۳۸۱). **حسابداری مالی**، جلد اول، تهران، انتشارات عابد.
۷. تالانه، عبدالرضا و امیر پوریا نسب، (۱۳۷۳). "خط مشی تقسیم سود و ارزشگذاری سهام"، **فصلنامه تحقیقات مالی**، ۱۳۷۳، شماره ۴، ص ۱۰۳-۸۱.
۸. تهرانی، رضا. و شهاب الدین شمس. (۱۳۸۲). "محاسبه سرعت تعدیل تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی رابطه آن با رشد بازده سهام"، **فصلنامه تحقیقات مالی**، ۱۳۸۲، شماره ۱۵، ص ۷۲-۵۱.
۹. تهرانی، رضا و هستی چیت سازان. (۱۳۸۳). "بررسی روند ریسک سیستماتیک و ثبات بتای شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه تحقیقات مالی**، بهار و تابستان ۱۳۸۳، شماره ۱۷، ص ۳۷-۲۷.
۱۰. ثقفی، علی و غلامرضا کردستانی. (۱۳۸۳). "بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی"، **فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی**، ۱۳۸۳، شماره ۳۷، ص ۵۱-۷۲.

۱۱. جهانخانی، علی و مرتضی اسدی. (۱۳۷۴). "بررسی تغییرات قیمت سهام بعد از تقسیم سود"، فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۳۷۴، شماره ۷ و ۸، ص ص ۱۱۹-۱۰۵.
۱۲. جنانی، محمدحسن. "تقسیم سود سهام، نظریه ها و روشها"، ماهنامه بورس، شماره ۱۷، ص ص ۴۵-۴۲.
۱۳. حافظ نیا، محمدرضا، (۱۳۸۲). مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، تهران، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت)، ۱۳۸۲.
۱۴. خاکی، غلامرضا، (۱۳۸۴). روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی، تهران، بازتاب.
۱۵. خوش طینت، محسن و محمدرضا ساربانها. (۱۳۸۲). "اثر سود تقسیمی بر قیمت سهام شرکتهای"، فصلنامه مطالعات حسابداری، تابستان ۱۳۸۲، شماره ۲، ص ص ۱۳۹-۱۰۷.
۱۶. دستگیر، محسن، (۱۳۸۳). مبانی مدیریت مالی. جلد اول، تهران، انتشارات نوپردازان.
۱۷. دلاور، علی، (۱۳۸۲). مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، تهران، انتشارات رشد.
۱۸. سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. [online]. <WWW.cbi.ir>.
۱۹. سایت مرکز مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعه اسلامی. [online]. <WWW.RDIS.ir>.
۲۰. سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران [online]. <WWW.irbourse.ir>.
۲۱. سراجی، حسن، (۱۳۸۴). بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی، وجوه نقد ناشی از فعالیتهای عملیاتی و سود قبل از بهره و مالیات با ارزش بازار سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، به راهنمایی رضا تهرانی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس.
۲۲. علی مدد، مصطفی، (۱۳۸۰). اوراق مشارکت: سوابق، مقررات و حسابداری، تهران، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی.
۲۳. فتح الهی، افشین، (۱۳۸۳). بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده واقعی سهام در شرکتهای گروه وسایط نقلیه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
۲۴. قانون مالیاتهای مستقیم، مصوب ۱۳۸۰.

۲۵. مختاریان، امید، (۱۳۸۳). بررسی عوامل موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، به راهنمایی: محمدعلی آقایی، **پایان نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه تربیت مدرس.

۲۶. مدرس، احمد و فرهاد عبدالله زاده. (۱۳۷۸) **مدیریت مالی**، جلد دوم، تهران، شرکت چاپ و نشر بازرگانی وابسته به موسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی.

۲۷. نوروش، ایرج و بیتا مشایخی. (۱۳۸۳). "محتوای افزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی در مقابل سود حسابداری وجوه نقد حاصل از عملیات"، **فصلنامه تحقیقات مالی**، بهار و تابستان ۱۳۸۳، شماره ۱۷، ص ص ۱۵۰-۱۳۱.

۲۸. نوروش، ایرج، فایق صالحی و غلامرضا کرمی. (۱۳۸۳). "بررسی رابطه جریانهای نقد عملیاتی، سود عملیاتی و ارزش افزوده اقتصادی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران"، **فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی**، ۱۳۸۳، شماره ۳۷، ص ص ۱۴۶-۱۲۱.

۲۹. ون هورن، جیمز. سی، **مدیریت مالی**، ترجمه محسن دستگیر، تهران، مرکز چاپ و نشر کتب دانشگاهی خوزستان، تابستان ۱۳۶۹.

منابع لاتین :

30. Adaoglu , Cahit .2000 . *Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations : evidence from an Emerging market* , *Emerging markets Review* , PP252-270.
31. Chen , Ming – Hsiang , Woo Gon Kim & ching – Yi chen .2007. *An investigation of the mean reversion of hospitality stock prices towards their fundamental values , the case of Taiwan* , *Hospitality management* , 26, PP453-467.
32. Dicrks paul , Ajay Patel .1997. *what is EVA and how can it help your company ?* , *Management Accounting* , No 79,5,PP52-58.
33. Goergen , Marc, Luc Renneboog & Luis dasilva Correia . 2005. *when do German Firms change their dividends ?* , *Journal of corporate finance* , 11, PP375-399.
34. Haugland , Sven , Ingunn Myrtveit & Arne Nygaard . 2007. *Market orientation and performance in the service industry :*

- A data envelopment analysis , Journal of Business Research , Mareh.*
35. Johnson , Robert & Luc soenen .2003. Indicators of Successful companies,European Management Journal , Vol .21, No.3,PP364-369.
 36. Kinnunen , Juha , Matti Keloharju , Eero Kasanen & Jyrki Niskanen . 2000 . Earnings Management and expected dividend increases around seasoned share issues , evidence from finland , Scandinavian Journal of management , 16, PP209-228.
 37. Machuga , Susan , Ray Pfeiffer & Kiran Verma .2002. Economic Value added , future Accounting Earings and financial Analysts' Earings per share forecasts, Review of Quantitative finance and accounting , 18, PP59-73,
 38. Mc Laren , Josic .2004. The EVA Business Philosophy : Management Accounting Evidence from Newzealand , pacific accounting review .
 39. Mitton , Todd .2004 . Corporate governance and dividend policy in emerging markets , Emerging market Review, 5,PP409-426.
 - 40.Palliam,Ralph.2006.further evidence on the information content of economic value added ,Review of accounting and finance,vol 5,No .3.
 41. Warr, Richard .2005. An empirical study of inflation distortions to EVA , Journal of Economic & Business , 57, PP119-137.

پیوست ۲- جداول مربوط به نتایج آماری

۱-۲- نتایج آزمون فرضیه اول

نتیجه آزمون		r	$P-Value$	α
H_1	H_0			
تایید	رد	.174	.002	%1

۲-۲- نتایج آزمون فرضیه دوم

نتیجه آزمون		r	$P-Value$	α
H_1	H_0			
رد	تایید	.021	.655	%1

پیوست ۳- جداول مربوط به آزمونهای آماری

نتایج حاصل از اجرای آزمون پیرسون توسط نرم افزار SPSS

Correlations

EVAL	ADPSL		
.174(**)	1	Pearson Correlation	ADPSL
.002	.	Sig. (2-tailed)	
311	440	N	
1	.174(**)	Pearson Correlation	EVAL
.	.002	Sig. (2-tailed)	
311	311	N	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

ROAL	ADPSL		
.021	1	Pearson Correlation	ADPSL
.655	.	Sig. (2-tailed)	
440	440	N	
1	.021	Pearson Correlation	ROAL
.	.655	Sig. (2-tailed)	
440	440	N	

