

ارتباط بین معیارهای ارزیابی عملکرد و سود نقدی سهام

جعفر احمدپور^۱، عبدالمجید حق طلب^۲، علیرضا عظیمی مقدم^۳

^۱ کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور و سرپرست ارشد سازمان بازرسی، حسابرسی و خدمات مدیریت استان قدس رضوی

^۲ نویسنده مسوول: کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد

^۳ کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد

چکیده

سهامداران برای ارزشیابی سهام شرکت نیاز به پیش بینی سود نقدی سال‌های آتی شرکت دارند، بنابراین بررسی این موضوع که چه عواملی بر تقسیم سود اثرگذار است، مسیر را برای استفاده از تکنیکهای ارزشیابی هموار می‌کند. بالا بودن نسبت تقسیم سود در ایران، کم توجهی به ساختار مالی شرکتها و بیشتر از واقع نشان دادن سود شرکتها، باعث گردیده که سرمایه گذاری و توسعه شرکتها روند رو به رشد مناسبی را در سالهای گذشته نداشته باشد و به نظر می‌رسد در بعضی موارد نه تنها تقسیم سود نبوده بلکه تقسیم سرمایه نیز بوده است و در این زمینه شرکتها در پاسخگویی به نیاز سهامداران با چالشی روبرو شده اند. هدف این تحقیق بررسی ارتباط بین معیارهای ارزیابی عملکرد و سود نقدی سهام می باشد. برای این منظور ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از هفت صنعت برای یک دوره پنج ساله (۱۳۸۹-۱۳۹۳) مورد بررسی قرار گرفته اند. نتایج تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معناداری بین معیارهای ارزیابی عملکرد مورد بررسی و سود نقدی سهام می باشد.

واژه های کلیدی: معیارهای ارزیابی عملکرد، سود نقدی سهام.

مقدمه

به وجود آمدن شرایطی که سرمایه گذاران از میان زمینه‌های متنوع، سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران را برگزینند، از اهمیت خاصی برخوردار است. بازار بورس اوراق بهادار پذیرای سرمایه گذاران مختلف با انگیزه‌ها و درجه‌های ریسک پذیری متفاوت است. معمولاً با شروع فصل مجامع، موضوع تقسیم سود، ذهن بسیاری از سهامداران را به خود جلب نموده و سهامداران حقیقی که از این راه امرار معاش می‌کنند به سود نقدی نگاه ویژه‌ای دارند. سهامداران در ارتباط با دریافت سود نقدی، برنامه ریزی کرده و انتظار دارند، آن را در مهلت قانونی دریافت نمایند. بنابراین هر نوع خبر مربوط به توزیع سود، برای سهامداران قابل توجه بوده و پیش بینی سود نقدی نیز برای آنها دارای اهمیت است. تقسیم سود از دو جنبه مهم حائز اهمیت می‌باشد، از یک طرف، عاملی اثر گذار بر سرمایه گذاری پیش روی شرکتهاست و موجب کاهش منابع داخلی و افزایش توجه به منابع خارجی است و از طرف دیگر بسیاری از سهامداران، خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران، همواره بین علایق مختلف و فرصتهای سرمایه گذاری تعادل برقرار می‌کنند (اعتمادی و چالاک، ۱۳۸۴). موضوع تقسیم سود و سیاستهایی که منجر به تصمیم گیری مربوطه می‌شود، بحث بسیار مهم سالانه شرکتها، به خصوص شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که بسیار مورد توجه سهامداران و به گونه‌ای موضوع اصلی مجامع عادی سالانه است. ریشه یابی دلایل اتخاذ سیاست تقسیم سود از سوی شرکتها حائز اهمیت بوده و می‌تواند راهگشای تصمیم گیریهای مهم اقتصادی برای گروه‌های مختلف ذینفع و به ویژه سرمایه گذاران باشد، دلایل عوامل تعیین کننده از این ریشه یابی، به توضیح رفتار شرکتها در گذشته کمک نموده و ابزاری برای پیش بینی حرکت و مسیر آتی آن در این حوزه فراهم می‌نماید (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۵).

سوال این است که چه مؤلفه‌هایی در تصمیمات مربوط به تقسیم سود باید مورد توجه قرار گیرد؟ آیا معیارهای ارزیابی عملکرد به عنوان یک واقعیت حسابداری و اقتصادی، می‌توانند در تصمیمات مربوط به تقسیم سود نقش ایفا کنند؟ به عبارت دیگر چه رابطه‌ای بین معیارهای عملکرد مطرح شده در این بررسی با خط و مشی تقسیم سود وجود دارد؟ و در نهایت این سوال مطرح می‌شود که آیا با استفاده از معیارهای عملکرد می‌توان میزان پرداخت سود نقدی شرکتها را پیش بینی نمود؟ بنابراین درک و فهم عوامل موثر بر سود تقسیمی، علاوه بر حفظ منافع سرمایه گذاران و جنبه پاسخگویی شرکت به نیاز آنها، باعث رشد شرکت و در نهایت افزایش امکان سود آوری و جلب رضایت سهامداران از سیاستهای شرکت می‌شود. از دیدگاه مدیران معمولاً دو تصمیم متضاد در رابطه با تقسیم سود می‌توان اتخاذ نمود: (۱) نگهداری و انباشته نمودن سود در شرکت و عدم تقسیم سود به منظور پرداخت بدهیها و تأمین مالی پروژه‌های سرمایه گذاری و (۲) توزیع سود به عنوان سود سهام نقدی بین سهامداران.

مبانی نظری

در تحقیق حاضر که در حوزه مدیریت مالی انجام شده سعی بر آن است تا با استفاده از مفاهیم و تئوریهای مدیریت مالی و مطالعات کتابخانه‌ای، ارتباط بین معیارهای ارزیابی عملکرد و سود نقدی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی و تبیین قرار گیرد. روشهای متعددی برای اندازه‌گیری عملکرد وجود دارد که هر کدام دارای معایب اساسی بوده و چنانچه این روش‌ها به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد در نظر گرفته شود، احتمالاً منجر به تعیین ارزش واقعی شرکت نخواهد شد. به عبارت دیگر، ارزیابی عملکرد مالی، که نشان دهنده دستاورد سازمانهای انتفاعی می‌باشد، چنانچه با استفاده از معیارهای اشتباه انجام شود، می‌تواند به تحریف تصمیمات سهامداران، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از این اطلاعات منجر گردد. سرمایه‌گذاران بالقوه با توجه به این نتایج اقدام به خرید سهام یک شرکت نموده و سهامداران بالفعل نیز با توجه به این علائم، سرنوشت سرمایه‌گذاری خود را در شرکت تعیین می‌کنند (حسینی، ۱۳۸۹).

رویکردهای عملکرد در شرکت‌ها به چهار بخش تقسیم می‌شود:

۱. رویکرد حسابداری: اصولاً عملکرد با هدف رابطه مستقیم دارد. از دیدگاه نظریه‌های سنتی، اگر مدیران شرکتها بتوانند سود و ارزش شرکت را به حداکثر برسانند، در این صورت با دست یافتن به هدف شرکت، دارای عملکرد مطلوب و مناسبی هستند. اولین مشکل در این راه، تعیین مقدار این حداکثرها می‌باشد؟ برای حل این مشکل باید ارقام را با ارقام سال‌های گذشته شرکت و یا شرکتهای مشابه مقایسه کرد. با این مقایسه می‌توان دریافت که آیا سود یا ارزش شرکت نسبت به سال یا سالهای گذشته خود شرکت و یا شرکتهای مشابه بیشتر یا کمتر بوده است و عملکرد مدیران نسبت به سالهای گذشته و یا نسبت به عملکرد شرکتهای مشابه مورد ارزیابی قرار داد (انواری رستمی، تهرانی و سراجی، ۱۳۸۳).
 ۲. رویکرد تلفیقی: گاهی برای حل مشکلات مورد بحث و دستیابی به ارقام واقعی، به منظور اندازه‌گیری عملکرد شرکتهای و مدیران آنها، از معیارهایی استفاده می‌شود که تلفیق یا ترکیبی از ارقام گزارش شده در صورتهای مالی و ارزشهای بازار هستند. نسبت ارزش بازار داراییها به ارزش دفتری آنها (ضریب یا نسبت Q توبین^۱) و یا نسبت ارزش بازار سهام به سود هر سهم (ضریب P/E^X)، از مهم‌ترین معیارهایی است که مورد استفاده قرار می‌گیرد.
 ۳. رویکرد مدیریت مالی: با استفاده از این رویکرد که مدلهایی چون ارزش گذاری دارایی ها را در خود دارد، نه تنها می‌توان انواع داراییها را ارزش گذاری کرد، بلکه می‌توان بازده این سرمایه گذارینها را نیز بدست آورد. علاوه بر این با استفاده از این مدل می‌توان نقاط تعادل بازار سرمایه را نیز مشخص کرد. از این رو، اگر شرکت به عنوان مجموعه‌ای از قراردادهای تعریف شود و بر این باور باشد که در شرایط رقابت کامل، عوامل اقتصادی به نقطه تعادل خود می‌رسند، با استفاده از این مدلها و نظریه‌ها می‌توان این نقاط تعادل را اندازه‌گیری کرد.
 ۴. رویکرد اقتصادی: در این رویکرد که از مفاهیم اقتصادی استفاده می‌شود عملکرد واحد تجاری با تاکید بر قدرت سودآوری دارایی شرکت و با توجه به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه بکار گرفته شده مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. از مهم‌ترین روشهای این رویکرد ارزش افزوده اقتصادی^۳ و ارزش افزوده نقدی^۴ می‌باشد.
- تقسیم سود بین سهامداران، تداوم فعالیت شرکت را ممکن می‌سازد و حداکثر نمودن ثروت سهامداران را تحقق می‌بخشد و بر انتظار سهامداران، منابع نقد در دسترس، شیوه تأمین مالی، ساختار مالی و تداوم فعالیت واحد انتفاعی تأثیر مستقیم دارد. اولین گامهای نظریه پردازی در زمینه تقسیم سود، به پیش بینی اثر پرداخت سود بر قیمت سهام مربوط می‌شود. در طول قرن اخیر، سه مکتب فکری در زمینه اثر پرداخت سود بر قیمت سهام به وجود آمده‌اند. نتایج تحقیقات مکتب اول نشان می‌دهد سود سهام پرداختی اثر مثبت و قابل توجهی بر قیمت سهام دارد، گروه دوم بر این باورند که قیمت‌های سهام همبستگی منفی با میزان سود سهام پرداختی دارد و گروه سوم مدعی‌اند که میزان تقسیم سود شرکت در ارزیابی قیمت سهام نامربوط است. در این تحقیق از متغیرهایی چون نسبتهای بازده سرمایه در گردش، گردش نقدی، شاخص عملیاتی (توان پرداخت سود نقدی)، بازده داراییها، بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد استفاده شده است.

پیشینه پژوهش

اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۴) به بررسی ارتباط بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۱-۱۳۷۷ پرداختند. نتیجه تحقیق آنها حاکی از این بود که بین عملکرد سال جاری و سود نقدی پرداختی به سهامداران در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد. معیارهای عملکرد در این تحقیق سود عملیاتی، سود هر سهم، جریان نقدی عملیاتی بوده است. درباره رابطه معنی دار سود هر سهم، سود عملیاتی و سود نقدی پرداختی، تحقیق فوق به این نتیجه رسید

¹.Tobin's Q

².Price-Earnings

³.Economic Value Added

⁴.Cash Value Added

که در شرکتهای بورسی، مقدار سود تقسیمی بر اساس میزان سودهای جاری تعیین می‌شود. رابطه معنی دار بین جریانهای نقدی عملیاتی و سود نقدی پرداختی نشان می‌دهد که جریانهای نقدی جاری شرکتهای بورسی در تعیین میزان سود تقسیمی موثر است. خلاصه تحقیق آنها مبین این بود که میزان سود تقسیمی در شرکتهای بورسی به ترتیب تابعی از میزان سود هر سهم، سود عملیاتی و جریان نقدی عملیاتی آنها است؛ لذا بیان کردند که اگر یک سرمایه گذار با هدف برخورداری از درآمد حاصل از سود سهام، قصد خرید سهام شرکتی را داشته باشد، می‌تواند به سود هر سهم، سود عملیاتی و جریان نقدی عملیاتی به عنوان عوامل کلیدی در برآورد سود تقسیمی آینده شرکت توجه کند.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) به شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا ۶۳ شرکت در دوره زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۲ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج پژوهش آنها حاکی از این بود که سیاست تقسیم سود شرکتها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام رسانی، انتظار می‌رود شرکتی که از رشد سود زیادی (کمی) برخوردار است، بازده نقدی آن نیز زیاد (کم) باشد. همچنین آنها پی بردند که اندازه، فرصتهای سرمایه گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی از دیگر متغیرهای تبیین کننده سیاست تقسیم سود به شمار می‌رود.

سعیدی و بهنام (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی عوامل مؤثر بر خط مشی تقسیم سود در شرکتهای بورسی طی یک دوره هفت ساله (۱۳۸۶-۱۳۸۰) پرداختند. در این تحقیق یازده عامل مورد مطالعه بود. این متغیرها شامل: اهرم شرکت، اندازه، سود تقسیمی سال گذشته، وجود فرصتهای سرمایه گذاری، وجه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی، سود مورد انتظار سال آتی، متوسط سود پرداختی شرکتهای رقیب، نرخ تورم، درصد سهام شناور آزاد، متوسط نرخ رشد سود پنج سال گذشته و سود هر سهم شرکت بودند که از میان آنها معناداری ارتباط عوامل: اندازه شرکت، سود تقسیمی سال گذشته، فرصتهای سرمایه گذاری، سود مورد انتظار سال آتی و نرخ تورم تأیید شد و معناداری ارتباط متغیرهای دیگر شامل: متوسط نرخ رشد سود ۵ سال گذشته، درصد سهام شناور آزاد، گردش وجود نقد حاصل از عملیات، نسبت اهرم شرکت، سود هر سهم و متوسط درصد سود پرداختی شرکتهای رقیب مورد تأیید قرار نگرفت.

کنت بیکر و همکاران (۲۰۰۵)، دیدگاه مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اسلو درباره میزان تقسیم سود را مورد بررسی قرار دادند. از نظر مدیران میزان سود جاری، سودهای مورد انتظار آتی، پایداری سود، درجه اهرم مالی و محدودیتهای نقدینگی از مهم ترین عوامل تعیین کننده میزان تقسیم سود شرکتهاست، در این تحقیق مدیران در جواب به این سوال که آیا میزان تقسیم سود بر ارزش شرکت موثر است؟ عقیده متفاوتی داشته‌اند و بیشتر پاسخ دهندگان به مکانیزم علامت دهی سیاست تقسیم سود موافق و به دیدگاه تاثیر عملکرد مالیاتی بر سیاست تقسیم سود ناموافق بوده‌اند.

هاراد و نگوین (۲۰۰۶) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر میزان تقسیم سود شرکتهای ژاپنی پرداختند. یافته‌های پژوهش آنان بیانگر این است که بین تمرکز مالکیت و سود تقسیمی پرداخت شده رابطه معکوسی وجود دارد. به علاوه، احتمال کمتری هست که شرکتهای با مالکیت متمرکز، همزمان با افزایش سود آوری، سود تقسیمی را افزایش دهند و احتمال بیشتری وجود دارد که با بهبود فرصتهای سرمایه گذاری، هیچ سودی پرداخت نکنند.

ناکور و همکاران (۲۰۰۶) به بررسی میزان تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن در بورس اوراق بهادار تونس پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها حاکی از این بود که سودآوری و ثبات آن به طور مستقیمی و نقد شوندگی در بازار سهام و اندازه به طور معکوسی سود تقسیمی پرداخت شده را تحت تأثیر قرار می‌دهند. با وجود این، تمرکز مالکیت و اهرم مالی بر میزان سود تقسیمی بی تأثیر است.

جیو و نای (۲۰۰۸) به بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و میزان تقسیم سود پرداختند. یافته‌های بررسی آنان این شد که در شرکتهای صنعتی آمریکایی در دوره زمانی ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۲ میزان پرداخت سود با میزان مالکیت نهادی رابطه مستقیمی دارد.

گرفین (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط بین سیاست تقسیم سود و نقدشوندگی سهام در سطح بین‌المللی پرداخت. دوره نمونه وی از سال ۱۹۸۸ الی ۲۰۰۶ می باشد و شرکتهای عضو نمونه اش مربوط به کشورهای کانادا، استرالیا، مکزیک، برزیل، آرژانتین، هنگ کنگ، انگلستان و آمریکا می باشند (به طور میانگین از هر کشور ۹۲ شرکت انتخاب شده است). نتیجه تحقیق وی حاکی از ارتباط معکوسی در چندین مورد خاص بین نقد شوندگی سهام با میزان سود پرداخت شده می باشد.

گیل و همکاران (۲۰۱۰) در تحقیقی به شناسایی عوامل نسبت پرداخت سود در شرکتهای آمریکایی پرداختند. آنها از داده های ۵۰۰ شرکت آمریکایی در سال ۲۰۰۷ بهره بردند و نتیجه تحقیق آنها در کل نمونه حاکی از این بود که نسبت پرداخت سود تابعی از حاشیه سود، رشد فروش، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و مالیات می باشد.

واته (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود پرداخت. نمونه وی شامل داده های ۲۴۰۰۰ شرکت-سال در کشور آمریکا طی سال های ۱۹۹۷ الی ۲۰۰۵ می باشد. نتیجه تحقیق وی نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهامداران در تعامل با سیاست تقسیم سود می باشد، چرا که تقسیم سود امکان گزارش عایدات بر خلاف واقع را محدود می سازد. همچنین نتایج تحقیق وی نشان داد که پرداخت کنندگان سود تمایل کمتری به مدیریت سود دارند.

باسه و ریدمن (۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین تورم و سیاست تقسیم سود در شرکتهای آمریکایی پرداختند. نمونه آنها شامل ۵۰۰ شرکت برتر (S&P) طی سالهای ۱۹۸۰ الی ۲۰۰۸ می باشد. در تحقیق آنها از نرخ تعدیل کننده تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص تورم (متغیر مستقل) و سودهای پرداخت شده به شاخص ۵۰۰ شرکت برتر به عنوان متغیر وابسته استفاده شد. نتیجه تحقیق شان حاکی از ارتباط مثبت بین دو متغیر مذکور بود.

اهداف اصلی تحقیق

با توجه به موضوع تحقیق، ارتباط بین معیارهای ارزیابی عملکرد و سود نقدی سهام هدف اصلی تحقیق است.

فرضیه های تحقیق

- فرضیه ۱: بین نسبت بازده سرمایه در گردش و نسبت سود نقدی سهام، رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه ۲: بین نسبت گردش نقدی و نسبت سود نقدی سهام، رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه ۳: بین نسبت شاخص عملیاتی و نسبت سود نقدی سهام، رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه ۴: بین نسبت بازده داراییها و نسبت سود نقدی سهام، رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه ۵: بین نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت سود نقدی سهام، رابطه معنی داری وجود دارد.

روش تحقیق

از آنجا که تحقیق حاضر به بررسی ارتباط بین معیارهای ارزیابی عملکرد و سود نقدی سهام می پردازد، از نوع تحقیق علی-مقایسه ای است. فرضیه های تحقیق با استدلال قیاسی تدوین شده و روش انجام تحقیق از نوع تحقیقات استقرایی می باشد. این تحقیق با بررسی کتابخانه ای و صورت های مالی شرکتهای مورد تحقیق انجام می شود.

جامعه و نمونه آماری

داده های این تحقیق به جهت اعتبار داده ها و سهولت دسترسی به اطلاعات مورد نیاز از صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است. در این تحقیق، جامعه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ مورد مطالعه قرار گرفته اند. جهت تعیین تعداد نمونه از روش نمونه گیری سیستماتیک استفاده گردیده است؛ از طرفی نمونه آماری می بایست دارای شرایط زیر باشد. پس از در نظر گرفتن این ویژگیها، تعداد ۱۰۰ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق جهت انجام آزمون فرضیه ها انتخاب و مورد بررسی قرار گرفتند.

- اطلاعات لازم جهت محاسبه متغیرهای تحقیق و انجام آزمون فرضیه ها، از گزارشهای عمومی منتشره آنها برای بورس قابل استخراج باشد.

- شرکتهای مورد بررسی باید قبل از سال ۱۳۸۸ به عضویت بورس درآمد داشته باشند.

- به دلیل ماهیت موضوع، شرکتهای سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، و بانکها از نمونه آماری حذف می شوند.

- در بازه زمانی تحقیق تغییر در سال مالی نداشته باشند.

روش گردآوری داده ها

به طور کلی در این تحقیق جهت گردآوری اطلاعات از اینترنت (سایت شرکتهای مورد بررسی، بورس اوراق بهادار تهران و ...) استفاده شده است. اطلاعات مورد نیاز برای انجام این تحقیق از صورتهای مالی شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است. به منظور جمع آوری دادههای مورد نیاز از سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی (www.rdis.ir) و سایت کدال (www.codal.ir) و همچنین نرم افزار ره آورد نوین استفاده گردیده است.

متغیرهای تحقیق و تعریف عملیاتی آنها

الف) متغیرهای مستقل :

۱) نسبت بازده سرمایه در گردش^۱ : همانگونه که جریان خون در بدن انسان جهت ادامه حیات ضروری است، جریان وجوه نیز در تداوم فعالیت یک واحد تجاری موثر می باشد. در کشورهای پیشرفته و در حال توسعه، به سرمایه در گردش پایین به عنوان عامل اصلی ورشکستگی در واحد های تجاری کوچک در صورت نبود عامل دیگر نگاه میشود (رفوزی، ۱۹۹۶).

$$\text{نسبت بازده سرمایه در گردش} = \frac{\text{سود قبل از کسر مالیات}}{\text{سرمایه در گردش}}$$

۲) نسبت گردش نقدی^۲ : سنجش نقدینگی و توان واریز بدهیهای کوتاه مدت لزوماً با گردش پول و یک نوع پویایی سر و کار دارد. هرگاه وجوه نقدی حاصل از عملیات را بر جمع بدهیهای جاری تقسیم کنیم نسبت گردش نقدی به دست می آید. سازمانهای تخصصی بر این عقیده اند که نتیجه این نسبت چنانچه ۰/۴ یا بیشتر از آن باشد، وضع واحد تجاری از لحاظ قدرت پرداخت بدهیهای کوتاه مدت مطلوب است (اکبری، علی مدد ۱۳۷۹).

^۱ Return on Working Capital

2. Cash Flow Ratio

$$\text{نسبت گردش نقدی} = \frac{\text{وجوه نقد حاصل از عملیات}}{\text{بدهی های جاری}}$$

۳) شاخص عملیاتی^۱: در توان پرداخت سود، وضعیت مالی و روند سود آوری شرکت نسبت به سایر شرکتها مورد توجه قرار می گیرد. چرا که از شرکتی که نسبت به شرکتهای رقیب از سود آوری بالایی برخوردار است انتظار می رود درصد بالاتری از سود خود را بین سهامدارانش توزیع نماید. برعکس شرکتی که دارای ریسک مالی سنگینی بوده و نسبت بدهی بالایی دارد کاملاً بعید به نظر می رسد (حتی در صورت سودآوری) نسبت به توزیع سود سهام بالاتر تصمیم بگیرد. این قبیل شرکتها معمولاً درصد بالاتری از سود خود را برای رفع نیازهای آتی حفظ و نگهداری می کنند. (اکبری، علی مدد ۱۳۷۹).

$$\text{شاخص عملیاتی} = \frac{\text{وجوه نقد حاصل از عملیات}}{\text{سود حاصل از عملیات}}$$

۴) بازده داراییها^۲: این نسبت از تقسیم سود خالص بر میانگین ارزش دارایی ها در اول و آخر دوره به دست می آید و بر حسب درصد بیان می شود. این نسبت حاکی از توانایی واحد تجاری در کاربرد تمام منابعی است که در اختیار آن قرار دارد. بسیاری از تحلیل گران این نسبت را شاخص نهایی برای تشخیص کفایت و کارایی مدیریت در اداره امور واحد تجاری می دانند (اکبری، علی مدد ۱۳۷۹).

$$\text{شاخص عملیاتی} = \frac{\text{وجوه نقد حاصل از عملیات}}{\text{سود حاصل از عملیات}}$$

۵) بازده حقوق صاحبان سهام^۳: این نسبت از تقسیم سود خالص پس از کسر مالیات بر ارزش ویژه به دست می آید و بر حسب درصد بیان می گردد. این نسبت حاکی از میزان سودآوری واحد تجاری است و بازده متعلق به صاحبان سهام را نشان می دهد (اکبری، علی مدد ۱۳۷۹).

$$\text{شاخص عملیاتی} = \frac{\text{وجوه نقد حاصل از عملیات}}{\text{سود حاصل از عملیات}}$$

ب) متغیرهای کنترل:

۱) تامین مالی از طریق انتشار سهام جدید: این متغیر در مدل بیانگر میزان افزایش سرمایه در سال جاری نسبت به سال قبل می باشد که به صورت درصدی محاسبه شده است.

۲) تامین مالی از طریق بدهی های بلند مدت: این متغیر در مدل بیانگر میزان افزایش بدهیهای بلند مدت در سال جاری نسبت به سال قبل می باشد که به صورت درصدی محاسبه شده است.

ج) متغیر وابسته:

¹. Operating Index

2. Return on Asset

³. Return on Equity

در پایان سال مالی با توجه به صورتهای مالی، شرکتهای پس از کسر اندوخته ها و تعدیلات لازم سهامداران تصمیم می گیرند قسمتی از سود قابل تخصیص را تقسیم نموده و باقیمانده به عنوان سود انباشته نگه دارند. یکی از روشهای پرداخت سود، سود نقدی محسوب می شود. بر اساس قانون تجارت ایران شرکتهای پذیرفته شده در بورس موظف به توزیع حداقل ده درصد از سود شرکت بین سهامداران می باشند. بعضی از شرکتهای به پرداخت حداقل قانونی اکتفا کرده و بعضی دیگر ممکن است حتی بیشتر از سود خالص سال جاری، سود تقسیم کرده باشند. در اکثر مواقع بخشی از سود خالص تقسیم می شود. در تقسیم سود و پرداخت به سهامداران باید به این نکات توجه شود: الف) سود هر سال متعلق به سهامدارانی است که در زمان تشکیل مجمع عمومی عادی سالیانه، سهامدار شرکت باشد و ب) پس از تقسیم سود، قیمت سهام از نظر تئوریک باید به اندازه سود تقسیم شده هر سهم کاهش یابد (سعیدی و بهنام، ۱۳۸۹). در اینجا از نسبت بازده نقدی سهام، به عنوان متغییر وابسته استفاده شده است.

$$\text{وجوه نقد حاصل از عملیات} = \frac{\text{شاخص عملیاتی}}{\text{سود حاصل از عملیات}}$$

روشهای آماری آزمون فرضیه ها

در این پژوهش برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون چند متغیره استفاده می شود. جهت تعیین معنی دار بودن مدل رگرسیون از آماره F فیشر استفاده خواهد شد. در سطح اطمینان ۹۵٪ چنانچه آماره F محاسبه شده از F جدول بزرگتر باشد، نشان دهنده رابطه خطی خواهد بود و مدل معنادار است. برای بررسی معنی دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل از آماره t استیودنت در سطح اطمینان ۹۵٪ استفاده خواهد شد. از آزمون دوربین - واتسون جهت بررسی عدم خود همبستگی (مثبت یا منفی) بین متغیرهای تحقیق استفاده می شود.

یافته های تحقیق

فرضیه اول تحقیق عبارتست از این که، بین نسبت بازده سرمایه در گردش و نسبت سود نقدی سهام، رابطه معنی داری وجود دارد.

جدول ۱- نتایج آماری فرضیه اول

Durbin-Watson	P-Value	آماره F-	R^2	R	P-Value	آماره-t	β	نام متغیر
۱.۷۷۷	۰.۰۰۰	۳۰.۱۴۶	۰.۳۰۵	۰.۵۵۲	۰.۰۰۰	۱۰۳.۷۵۴	۱.۹۷۶	مقدار ثابت
					۰.۰۰۰	۱۵.۱۷۳	۲.۹۴۳	نسبت بازده سرمایه در گردش
					۰.۰۰۰	۰.۷۵۴۱۳	۰.۹۵۶	تامین مالی - سهام جدید
					۰.۰۰۰	۱۴.۵۸۴	۰.۵۶۷	تامین مالی - بدهی جدید

بر اساس جدول تحلیل واریانس، مدل از نظر آماری معنی دار می باشد.

$$(p\text{-value}=0.000 < 0.05)$$

لذا معنی دار بودن ارتباط بین نسبت بازده سرمایه در گردش و سود نقدی سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید شده است.

سرمایه در گردش یکی از مباحث مهم در مدیریت زنجیره تامین از نگاه مالی می باشد و اگر به خوبی مدیریت شود، منافع عظیمی عاید سازمان می گردد. بالاخص برای سازمانها با اندازه کوچکتر که داراییها و بدهیهای جاری حجم عظیمی از سرمایه آنها را تشکیل می دهد. مدیریت سرمایه در گردش و سیاست اتخاذ شده در این زمینه از اهمیت فراوانی برخوردار است، چرا که این سیاستها، تعاملات مالی شرکت با تامین کنندگان و خریداران در زنجیره تامین را مدیریت می کند. وجود این ارتباط مثبت موید این مطلب است که مدیریت سرمایه در گردش و سیاستهای آن می تواند بر عملکرد مالی سازمان تاثیر گذار باشد و موجب افزایش سودآوری سازمان گردیده و یک موقعیت نقدینگی بهینه را برای آن فراهم سازد که نقش بسزایی در پرداخت سود داشته باشد.

فرضیه دوم تحقیق عبارتست از این که، بین نسبت گردش نقدی و نسبت سود نقدی سهام، رابطه معنی داری وجود دارد.

جدول ۲- نتایج آماری فرضیه دوم

نام متغیر	β	آماره-t	P-Value	R	R^2	آماره F-	P-Value	Durbin-Watson
مقدار ثابت	۱.۶۵۴	۷۶.۲۳۴	.000	0.654	۰.۴۲۷۷	۱۷.۴۳۵	۰.۰۰۰	۱.۹۴۳
نسبت گردش نقدی	۱.۶۵۳	۱۴.۱۶۵۳	0.000					
تامین مالی-سهم جدید	۰.۹۳۴۶	۰.۷۰۱۲	0.000					
تامین مالی-بدهی جدید	۰.۵۶۷	۰.۵۸۴	0.234					

بر اساس جدول تحلیل واریانس، مدل از نظر آماری معنی دار می باشد

$$(p\text{-value}=0.000<0.05)$$

لذا معنی دار بودن ارتباط بین نسبت گردش نقدی و سود نقدی سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید شده است.

پیش بینی اولیه نیز وجود این رابطه را تایید می کرد، چرا که جریانهای نقدی هر واحد تجاری اطلاعاتی در مورد موقعیت مالی شرکت برای تمام سهامداران فراهم می کند، تا آنها را قادر به ارزیابی توانایی شرکت برای ایجاد وجه نقد در آینده و شرایط لازم برای به کارگیری این جریانهای نقدی کند. وجود این ارتباط دال بر این است که جریان نقدی شاخص خوبی از تغییرات سود تقسیمی است یعنی زمانی که جریان نقدی مقیاس نقدشوندگی بهتری باشد جریانهای نقدی بیش از ارقام تعهدی در پیش بینی تغییرات سود تقسیمی مفید است. به نظر می رسد نقدینگی عامل کنترلی بهتری در مقابل تنظیم تقسیم سود باشد.

فرضیه سوم تحقیق عبارتست از این که، بین نسبت شاخص عملیاتی و نسبت سود نقدی سهام، رابطه معنی داری وجود دارد.

جدول ۳- نتایج آماری فرضیه سوم

نام متغیر	β	آماره-t	P-Value	R	R^2	آماره F-	P-Value	Durbin-Watson
مقدار ثابت	۱.۵۴۳	۸۵.۲۳۴	.000	۰.۷۰۴	۰.۴۹۶۰	۳۷.۳۵۷	۰.۰۰۰	۱.۸۴۳
نسبت شاخص عملیاتی	۲.۸۹۸	۲۰.۱۵۳۲	0.000					
تامین مالی-سهم جدید	۰.۱۲۳ ۶	۰.۷۶۵۰	0.123					

					0.434	۰.۳۲۳	۰.۲۳۵	تامین مالی - بدهی جدید
--	--	--	--	--	-------	-------	-------	---------------------------

بر اساس جدول تحلیل واریانس، مدل از نظر آماری معنی دار می‌باشد

$$(p\text{-value}=0.000<0.05)$$

لذا معنی دار بودن ارتباط بین نسبت شاخص عملیاتی و سود نقدی سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید شده است. یک شرکت می‌تواند خیلی سودآور باشد، ولی این بدان معنی نیست که وجه نقد عملیاتی از همان چرخه عملیاتی بدست آید. دو هدف سودآوری و نقدینگی باید با هم هماهنگ باشد و یک هدف نباید فدای هدف دیگر گردد. سرمایه‌گذاران برای انجام گرفته در داراییهای جاری به منظور اطمینان از تحویل کالاها و ارائه خدمات به مشتریان اجتناب ناپذیر است و یک مدیریت صحیح این گونه سرمایه‌گذارها باید تاثیر کارا بر سودآوری و نقدینگی داشته باشد. لذا وجود این ارتباط مثبت می‌تواند دال بر هماهنگی بین سود و نقدینگی واحد تجاری با سود تقسیمی باشد.

فرضیه چهارم تحقیق عبارتست از این که، بین نسبت بازده داراییها و نسبت سود نقدی سهام، رابطه معنی داری وجود دارد.

جدول ۴- نتایج آماری فرضیه چهارم

نام متغیر	β	آماره-t	P-Value	R	R^2	آماره F-	P-Value	Durbin-Watson
مقدار ثابت	۱.۳۲۴	۷۳.۴۵۳	۰.۰۰۰	۰.۱۷۰	۰.۲۹۶	۳۵.۱۲۰	۰.۰۰۰	۱.۹۴۵
نسبت بازده داراییها	۳.۳۴۲	۳۵.۱۵۳۲	۰.۰۰۰					
تامین مالی - سهام جدید	۱.۱۳۶	۰.۷۶۵۳۲	۰.۰۰۰					
تامین مالی - بدهی جدید	۱.۴۵۵	۴۵.۴۳۲	۰.۰۰۰					

بر اساس جدول تحلیل واریانس، مدل از نظر آماری معنی دار می‌باشد

$$(p\text{-value}=0.000<0.05)$$

لذا معنی دار بودن ارتباط بین نسبت بازده داراییها و سود نقدی سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید شده است. داراییهای شرکت، نقش اصلی در تحصیل سود ایفاد می‌کنند. هرچقدر داراییها با کارایی بیشتری بکارگرفته شوند، شرکت سودآورتر خواهد بود. داراییها صرفنظر از اینکه از محل وجوه استقراض یا سرمایه‌گذاری صاحبان اصلی، تامین شده باشند، وظایف مربوط به خود را به نحوی مطلوب انجام می‌دهند. بازده کل داراییها، نحوه بکارگیری از داراییهای شرکت در جهت ایجاد درآمد و فروش توسط مدیریت را مورد سنجش و ارزیابی قرار می‌دهد. سهامداران و مدیران، بازده کل داراییهای شرکت را با بازده بکارگیری منابع در زمینه‌های دیگر با هم مقایسه می‌کنند. هرچه این بازده بالاتر باشد، کارایی شرکت در بکارگیری از داراییها و منابع بهتر است. رابطه بین تقسیم سود و سرمایه‌گذاری در بازار ناقص بسیار مهم می‌باشد، زیرا شرکتها به راحتی نمی‌توانند اوراق بهادار منتشر نمایند یا اقدام به اخذ وام نمایند. پس سعی می‌کنند که از منابع مالی داخلی یعنی سود انباشته استفاده کنند، لذا اگر مدیران مالی با فرصت سرمایه‌گذاری روبرو باشند که خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشند و منابع مالی نیز محدود باشد در این صورت سیاست سرمایه‌گذاری و تقسیم سود با یکدیگر مرتبط خواهند شد. لذا وجود ارتباط بین

تقسیم سود و بازده داراییها بیانگر این است که شناسایی فرصتهایی که سرمایه گذاری بر سیاست تقسیم سود شرکت و تبیین آن نزد صاحب نظران به لحاظ توسعه پژوهشهای نظری آتی و از طرف دیگر نزد سرمایه گذاران، سهامداران، تحلیل گران مالی و مدیران شرکتهای به منظور اتخاذ تصمیمات مناسب اهمیت ویژه ای یافته است.

فرضیه پنجم تحقیق عبارتست از این که، بین نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت سود نقدی سهام، رابطه معنی داری وجود دارد.

جدول ۵- نتایج آماری فرضیه پنجم

نام متغیر	β	آماره-t	P-Value	R	R^2	آماره F-	P-Value	Durbin-Watson
مقدار ثابت	۱.۲۴۵۵	۸۰.۴۵۳	.000	۰.۷۵۲	۰.۵۶۵۵	۳۰.۳۳۱	۰.۰۰۰	۱.۹۸۷
نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	3.004	30.153 2	0.000					
تامین مالی-سهام جدید	1.145 6	۰.765۲۶	0.000					
تامین مالی-بدهی جدید	1.234	23.432	0.000					

بر اساس جدول تحلیل واریانس، مدل از نظر آماری معنی دار می باشد

$$(p\text{-value}=0.000<0.05)$$

لذا معنی دار بودن ارتباط بین نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و سود نقدی سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید شده است.

هدف مدیریت حداکثر ساختن ثروت سهامداران عادی شرکت است. نسبت بازده حقوق صاحبان سهام بهترین معیار سنجش موفقیت یا عدم موفقیت مدیریت شرکت در دستیابی به این هدف است. این نسبت تاکید می کند که بازده حاصل از درآمد، وابسته به مبلغ سرمایه گذاری شده توسط سهامداران است. وجود این ارتباط مثبت دال بر این است که تقسیم سود از این رو که مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علایق مختلف سهامداران و فرصتهای سود آور تعادل برقرار کنند یکی از جنبه های بااهمیت و مهم در تقسیم سود قلمداد می شود.

نتیجه گیری

در بررسی فرضیه نخست، مشخص شد که بین نسبت بازده سرمایه در گردش و سود نقدی هر سهم رابطه معنی داری وجود دارد، از جمله تحقیقات که در این حوزه می توان به آن اشاره داشت، بررسی تاثیر استراتژیهای سرمایه در گردش بر بازده سهام (حسن پور، ۱۳۸۸) است، نتیجه تحقیق حاکی از این بود که اتخاذ استراتژی جسورانه در میان سایر استراتژیها بیشترین بازده را ایجاد می کند، وی تفاوت در نیاز شرکتهای به نقدینگی در چرخه عمر محصولات، تفاوت در نیاز سهامداران به سود تقسیمی را از جمله عوامل اتخاذ سیاستهای متفاوت در سرمایه در گردش می داند، لذا توصیه می کند که در کنار اطلاعات بازده سهام، وضعیت نقدینگی شرکتهای نسبت به متوسط صنعت نیز گزارش شود تا اطلاعات مفیدتری جهت تصمیم گیری سرمایه گذاران فراهم شود.

در بررسی فرضیه دوم، که نتیجه حاکی از ارتباط مثبت و معنی دار بین نسبت گردش نقدی و سود نقدی هر سهم است با نتایج تحقیقات پیشین (از جمله اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۴، سعیدی و همکاران، ۱۳۸۹) که متغیر گردش نقدی را به عنوان عاملی تاثیر گذار و در ارتباط با تقسیم سود می دانند، مطابقت دارد.

در بررسی فرضیه سوم مشخص گردید که بین نسبت شاخص عملیاتی (توان پرداخت سود نقدی) و سود نقدی هر سهم رابطه معنی داری وجود دارد. این نتیجه با روند رو به رشد سود آوری و گردش نقد عملیاتی شرکت‌های مورد بررسی از یکسو و پرداخت‌های انجام شده از بابت سود نقدی هر سهم هم راستا است، چرا که در توان پرداخت سود، وضعیت مالی و روند سود آوری شرکت نسبت به سایر شرکتها مورد توجه قرار می گیرد. شرکت‌هایی که دارای ریسک مالی سنگینی بوده و نسبت بدهی بالایی دارد کاملاً بعید به نظر می رسد (حتی در صورت سودآوری) نسبت به توزیع سود سهام بالاتر تصمیم بگیرند. این قبیل شرکتها معمولاً درصد بالاتری از سود خود را برای رفع نیازهای آتی حفظ و نگهداری می کنند.

در بررسی فرضیه چهارم، مشخص گردید که بین نسبت بازده داراییها و سود نقدی هر سهم رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. این یافته با نتیجه تحقیق هیداکاکی کیوشی و همکاران (۲۰۰۲) مبنی بر این که نه فقط تغییرات جاری سود بلکه تغییرات سود یکسال قبل اثر مثبت و قابل توجهی بر روی تغییرات سود سهام دارد مطابقت می کند (آنها در مدل خود از سود سهام پرداختی به عنوان متغیر وابسته و از سود به داراییها (ROA) به عنوان متغیر مستقل استفاده کردند).

در بررسی فرضیه پنجم مشخص گردید که بین نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و سود نقدی هر سهم رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. نتیجه تحقیق انجام شده توسط جمشیدی نوید و همکاران (۱۳۸۸) تحت عنوان "مقایسه ارتباط تغییرات درآمد هر سهم و بازده حقوق صاحبان سهام با تغییرات بازده سهام" نیز حاکی از ارتباط مثبت بین تغییرات بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سهام می باشد که نتیجه تحقیق حاضر نیز در مقیاسی کوچکتر یعنی سود نقدی هر سهم که قسمتی از بازده سهام به شمار می رود به این نتیجه رسیده است.

منابع و ماخذ

۱. اکبری، فضل الله، علی مدد، مصطفی (۱۳۷۹). بررسی تحلیلی یا استفاده از تجزیه و تحلیل در حسابرسی، سازمان حسابرسی، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، انتشارات سوره.
۲. انواری رستمی، علی اصغر. تهرانی، رضا. سراجی، رضا (۱۳۸۳). « بررسی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی، سود قبل از بهره و مالیات، جریان نقدی عملیاتی با ارزش بازار سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۷.
۳. اعتمادی، حسین، چالاک، پری (۱۳۸۴). رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، صص ۴۷-۳۱.
۴. جهانخانی، علی. قربانی، سعید (۱۳۸۴). شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲، صص ۴۸-۲۷.
۵. حسینی، سید محمد (۱۳۸۹). رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و شاخص Q توبین با بازده سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد.

۶. حسن پور، شیوا (۱۳۸۸). بررسی تاثیر استراتژی های سرمایه در گردش بر بازده سهام، فصل نامه حسابداری مالی، شماره اول، بهار ۸۸، صفحات ۱-۱۹.

۷. سعیدی، علی. بهنام، کیهان (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر خط مشی تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت، سال هفتم، شماره ۱۸.

8. Baker, K, and Powell, G. (2005). Understanding Financial Management. Blackwell Publishing.
9. Basse, T, Reddemann, S. (2011). Inflation and the dividend policy of US firms. *Managerial Finance* . Vol. 37. No. 1.
10. Gil, L.A. Biger, N. (2010). Tibrewala, R. Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, 8-14.
11. Griffin, C.H (2010). Liquidity and Dividend Policy: International Evidence. *International Business Research*. Vol. 3, No. 3.
12. Guo, W, and Ni, J. (2008). Institutional Ownership and Firm's Dividend Policy, *Corporate Ownership & Control*. Vol. 5, No. 2, pp. 128-136.
13. Harada, K, and Nguyen, P. (2006). Ownership Concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. Working paper. [Online]. www.ssrn.com.
14. Naceur, S; Goaied, M, and Belanes. A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*. Vol . 6, No .1, pp. 1-23.
15. Rafuse, M. E. 1996. "Working Capital Management: An Urgent Need to Refocus", *Journal of Management Decision*, Vol. 34 No 2, pp. 59-63.
16. Vojtech, C.M. (2010). The Relationship Between Information Asymmetry and Dividend Policy. Graduate student at the University of California at San Diego.