

## مطالعه رابطه بین نوسانات جریان نقدی و حساسیت جریان های نقدی – وجوه نقد با سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران

یحیی کامیابی<sup>۱</sup>، بیتا نیکروان فرد<sup>۲</sup>، رسول سلمانی<sup>۳</sup>

**چکیده:** سیاست تقسیم سود و عوامل تأثیرگذار بر آن، از موضوعات با اهمیتی است که در ادبیات مالی مدرن به طور گسترده‌ای مورد بررسی قرار گرفته است. محققان به برخی از ویژگی‌های شرکت اشاره کرده‌اند و آنها را مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر سیاست تقسیم سود دانسته‌اند که یکی از این ویژگی‌ها، موقعیت مالی و نقدینگی شرکت است. طی سال‌های گذشته توجه به گزارش جریان‌های نقدی افزایش یافته است و نهادهای قانون‌گذاری و نظارتی در سراسر جهان بر اهمیت اطلاعات جریان‌های نقدی در بازارهای سرمایه تأکید داشته‌اند. هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر نوسان‌های جریان نقدی و حساسیت جریان‌های نقدی – وجوه نقد بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با استفاده از اطلاعات ۱۱۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۱ است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین نوسان‌های جریان نقدی و سیاست تقسیم سود، رابطه معناداری وجود ندارد و همچنین، نتایج پژوهش بیانگر عدم رابطه بین حساسیت جریان‌های نقدی و سیاست تقسیم سود است.

*واژه‌های کلیدی: حساسیت جریان‌های نقدی، سیاست تقسیم سود، نوسانات جریان نقدی.*

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

۲. کارشناس‌ارشد حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

۳. کارشناس‌ارشد حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۲/۱۱/۱۳

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۳/۰۳/۱۲

نویسنده مسئول مقاله: یحیی کامیابی

E-mail: Y.kamyabi@umz.ac.ir

## مقدمه

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین موضوعاتی است که در ادبیات مالی مدرن به‌طور گسترده‌ای مورد بررسی قرار گرفته است؛ چراکه عدم قطعیت نظریه‌هایی که در زمینه درک اهمیت سیاست تقسیم سود در تعیین ارزش شرکت مطرح شدند، آن را به یکی از بحث‌انگیزترین موضوعات پژوهش تبدیل کرده است (افزا و حسن‌میرزا، ۲۰۱۰).

می‌توان ریشه این بحث را در مطالعه مودیلیانی و میلر (۱۹۶۱) دانست؛ زیرا آنها باور رایج در زمینه تأثیر تقسیم سود بر افزایش ارزش شرکت را به چالش کشیده و معتقد بودند که در بازار سرمایه کارا، سیاست تقسیم سود شرکت نمی‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (افزا و حسن‌میرزا، ۲۰۱۰).

اگرچه، درمقابل محققانی همچون لیتنر (۱۹۶۲) و گوردن (۱۹۶۳) در حمایت از نظریه پرنده در دست، عقیده داشتند که در محیطی با عدم قطعیت و اطلاعات ناقص، پرداخت بیشتر سود سهام موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. در حال حاضر این بحث منجر به شکل‌گیری ادبیات مالی گسترده‌ای شده است، اما به نظر می‌رسد که محققان نتوانسته‌اند به نتیجه واحدی در این زمینه دست یابند و تنها موضوعی که بر سر آن یک اجماع کلی وجود دارد، اینکه هیچ عاملی نمی‌تواند به‌تنهایی رفتار تقسیم سود را توضیح دهد (افزا و حسن‌میرزا، ۲۰۱۰).

محققان به برخی از ویژگی‌های شرکت اشاره کرده‌اند و آنها را عوامل بااهمیت و تأثیرگذار بر سیاست تقسیم سود دانسته‌اند. یکی از این عوامل، موقعیت مالی و نقدینگی شرکت است. برای مثال، هنگامی که شرکت دچار مشکلات نقدینگی شود، تمایل دارد تا به جای سود نقدی، سود سهمی تقسیم کند. همچنین جدا از موقعیت مالی و نقدینگی شرکت، به‌طور کلی بر مبنای نظریه جریان وجه نقد آزاد که جنسن (۱۹۸۶) آن را مطرح کرده است، شرکت‌ها در وهله اول ترجیح می‌دهند که منابع نقدی را در پروژه‌های سودآور سرمایه‌گذاری کرده و باقی‌مانده آن را تقسیم کنند.

محققانی مانند لاسون (۱۹۹۷) و دی‌آنجلو و دی‌آنجلو (۲۰۰۶)، جریان وجه نقد را یک عامل تعیین‌کننده بالقوه سیاست تقسیم سود دانسته‌اند. از دیدگاه شرکت، وجه نقد حاصل از عملیات، نقش بسیار مهمی در تصمیم‌گیری تعیین مبالغ سود قابل پرداخت ایفا می‌کند؛ زیرا شرکت‌هایی که وجه نقد عملیاتی بیشتری دارند، نسبت به سایر شرکت‌ها، از موقعیت بهتری برای پرداخت سود نقدی برخوردارند (افزا و حسن‌میرزا، ۲۰۱۰).

آدلگان (۲۰۰۳) بیان می‌کند که دیدگاه‌های امروزی درباره نظریه‌های تأمین مالی بیانگر این است که ارزش شرکت می‌تواند با جریان‌های نقدی آن مورد قضاوت قرار گیرد. به‌رحال،

فراگیرترین معیار اندازه‌گیری عملکرد شرکت که سرمایه‌گذاران و بستانکاران از آن استفاده می‌کنند، عایدی شرکت است. مزیت ابتدایی عایدی بر جریان‌های نقدی این است که مشکل زمان‌بندی شناخت درآمد و تطابق هزینه‌ها با درآمدها را در بازه‌ای از زمان، کاهش می‌دهد. هنگام مقایسه جریان‌های نقدی با عایدی، مشاهده می‌شود که جریان‌های نقدی در تطابق و زمان‌بندی مشکلات بیشتری دارند. به همان نسبت که در الگوی لیتنر تغییرات سود تقسیمی با عملکرد شرکت تعیین می‌شود، جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی انباشته در تعیین تغییرات سود تقسیمی تعیین‌کننده است (ستایش و مهتری، ۱۳۹۰).

آدلگان (۲۰۰۳) بیان می‌کند، علاوه بر جریان‌های نقدی، ارقام تعهدی نیز عامل تعیین‌کننده‌ای در تغییرات سود تقسیمی هستند و از اهمیت زیادی برخوردارند، اما جریان‌های نقدی به ارقام تعهدی ارجح است. دلیل برتری جریان‌های نقدی عبارتند از: ۱. مدیران می‌توانند به‌آسانی ارقام تعهدی را به‌منظور افزایش ثروت سهامداران به‌کار گیرند؛ چنانکه در بسیاری موارد، عایدی شرکت معیار اندازه‌گیری عملکرد مدیران قرار می‌گیرد. بنابراین اعتبار ارقام تعهدی همیشه زیر سؤال بوده است؛ ۲. تصمیمات شرکت درباره افزایش، کاهش یا نگهداری سود تقسیمی، وضعیت نقدینگی موجود شرکت را نشان می‌دهد. به همان نسبت که جریان‌های نقدی عملیاتی منعکس‌کننده وضعیت مالی و نقدینگی شرکت هستند، جریان‌های نقدی شاخص مهمی در تعیین تغییرات سود تقسیمی شمرده می‌شود (ستایش و مهتری، ۱۳۹۰).

علاوه بر این، جریان نقدی معمولاً شاخصی برای سلامت مالی شرکت در نظر گرفته می‌شود. بنابراین به نظر می‌رسد که شرکت‌هایی که نوسان‌های جریان نقدی بالایی دارند و حساسیت جریان نقدی - وجه نقد آنها بیشتر است، ریسک تجاری بالاتری را تجربه می‌کنند و در آینده برای پرداخت سود به سهامداران یا استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، با مشکلات نقدینگی روبه‌رو خواهند شد (جینگ، ۲۰۰۵ و افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰) و همین امر در تصمیم آنها برای تعیین سیاست تقسیم سود تأثیر خواهد گذاشت. در نتیجه، هدف از این پژوهش بررسی تأثیر نوسان‌های جریان نقدی و حساسیت جریان نقدی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران است.

## پیشینه پژوهش

### پیشینه نظری

جریان نقدی، معمولاً شاخصی برای سلامت مالی شرکت در نظر گرفته می‌شود (جینگ، ۲۰۰۵). جریان‌های نقدی هر واحد تجاری، برای تمام سهامداران اطلاعاتی در مورد موقعیت مالی شرکت

فراهم می‌کند تا آنها بتوانند توانایی شرکت برای ایجاد وجه نقد و معادل وجه نقد در آینده و شرایط لازم برای به‌کارگیری این جریان‌های نقدی را ارزیابی کنند. از آنجایی که جریان‌های نقدی محتوای اطلاعاتی هستند، همواره یکی از مهم‌ترین اقلام صورت‌های مالی محسوب می‌شوند. پژوهش‌هایی که تا کنون انجام شده، بیشتر بر مطالعه محتوای اطلاعاتی نسبی و فزاینده جریان‌های نقدی متمرکز بوده‌اند و کمتر به محتوای اطلاعاتی نوسان‌های جریان‌های نقدی توجه داشته‌اند (جینگ، ۲۰۰۵).

نوسان، تغییرات در ارزش یک ابزار مالی را در افق زمانی خاص اندازه گرفته و ریسک آن ابزار را در دوره مورد نظر بیان می‌کند. وقتی در جریان وجه نقد نوسان‌هایی وجود داشته باشد، احتمالاً شرکت نه‌تنها در آینده برای رفع مشکلات نقدینگی نیاز به استفاده از بازارهای سرمایه و منابع خارجی خواهد داشت؛ بلکه به دلیل سوء شهرت ناشی از نوسان‌ها، هزینه این استفاده را نیز افزایش می‌دهد. بنابراین نوسان‌های جریان نقد، منعکس‌کننده ریسک بالقوه در عملیات آتی، سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های مالی شرکت است (جینگ، ۲۰۰۵).

تد (۲۰۰۴) بیان می‌کند تقسیم سود منجر به شهرت شرکت در بازار می‌شود. این شهرت توانایی استفاده از منابع خارجی برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را به شرکت خواهد داد و شرکت دیگر نیازی به نگهداری جریان‌های نقدی برای چنین منظوری نخواهد داشت (فخاری و یوسفعلی تبار، ۱۳۸۹). بنابراین شرکت‌هایی با محدودیت مالی، از حساسیت جریان نقدی - وجه نقد بالایی برخوردار هستند. مطالعات پیشین (افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰؛ آلمیدا، کمپلو و ویسیچ، ۲۰۰۴) نشان دادند که از دیدگاه حساسیت جریان‌های نقدی، شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند، منابع نقدی بیشتری را نگهداری کرده و سهم بیشتری از جریان‌های نقدی به‌دست‌آمده خود را ذخیره می‌کنند. این‌گونه رفتار نشان می‌دهد، زمانی که شرکت‌ها نتوانند وجوه مورد نیاز خود برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور آتی را از طریق منابع خارجی افزایش دهند، نقدینگی اهمیت بیشتری می‌یابد. آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴) نشان دادند که شرکت‌هایی با محدودیت مالی، امروز وجه نقد خود را نگه می‌دارند تا منابع مالی مورد نیاز فرصت‌های سرمایه‌گذاری فردا را تأمین کنند (افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰).

کوتاه اینکه تمایل فزاینده شرکت‌ها برای نگهداری وجه نقد، نشان‌دهنده در دسترس بودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و محدودیت مالی است، بنابراین میزان تقسیم سود کاهش می‌یابد، به شرطی که دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی خارجی محدود به سطح معینی باشد.

به‌طور کلی مدیران باید در تعیین سیاست تقسیم سود، به جریان نقدی، نوسان و حساسیت آن توجه کنند. این مسئله توانایی شرکت را برای پرداخت سودهای فعلی و آتی نشان می‌دهد

(جینگ، ۲۰۰۵). در تشریح این رابطه، دو نظریه رقیب مطرح است: ۱. نظریه نمایندگی و ۲. نظریه علامت‌دهی.

**۱. نظریه نمایندگی:** مطالعات اخیر بیشتر بر این نظریه تأکید کرده و ادعا می‌کنند که سود تقسیمی با مشکلات نمایندگی میان سهامداران و مدیران ارتباط دارد. نظریه نمایندگی پیشنهاد می‌کند که شرکت‌هایی با جریان وجه نقد پرنوسان، سود بیشتری را تقسیم کنند؛ زیرا جریان وجه نقد آزاد، باعث بروز هزینه‌های نمایندگی شده و هرچه واریانس جریان نقدی (نوسان جریان‌های نقدی) بیشتر باشد، هزینه‌های نمایندگی بیشتر است (برادلی، کاپوزا و سیگوین، ۱۹۹۸). هنگامی که جریان‌های نقدی متغیر است، سرمایه‌گذاران به سختی می‌توانند تشخیص دهند که انحرافات جریان‌های نقدی ایجاد شده در کنترل مدیریت بوده یا خارج از کنترل وی قرار دارد. بر اساس این نظریه، سیاست تقسیم سود یک عامل مؤثر برای کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران است؛ زیرا سهامداران علاقه‌مند به دریافت سود سهام هستند، در حالیکه مدیران ترجیح می‌دهند آن را به صورت سود انباشته ذخیره کنند. مدیران سود انباشته را برای حفظ کنترل بر منابع می‌خواهند (برادلی و همکاران، ۱۹۹۸)، اما با تقسیم سود، از میزان جریان وجه نقد آزاد در اختیار مدیران کاسته شده و در نتیجه قدرت آنان کاهش می‌یابد و مدیران نمی‌توانند از آن در سرمایه‌گذاری‌هایی استفاده کنند که منجر به افزایش ارزش می‌شود. علاوه بر آن، تقسیم سود به سبب افزایش احتمال انتشار سهام جدید در بازار، به نظارت دقیق‌تر بازار بر شرکت می‌انجامد و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت را کاهش می‌دهد. این موارد و همچنین کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سهامداران، از مشکلات نمایندگی می‌کاهد (فخاری و یوسفعلی تبار، ۱۳۸۹).

**۲. نظریه علامت‌دهی:** در مقابل دیدگاه نمایندگی، نظریه علامت‌دهی (پیام‌رسانی) بیان می‌کند که اعلام سود سهام برای بازار، حاوی اطلاعاتی جدید است و مدیران می‌توانند از سود سهام برای علامت‌دادن و رساندن اخبار خوب به سهامداران استفاده کنند. به گفته دیگر، سود سهام دارای محتوای اطلاعاتی است و اطلاعات مهم مالی را مخابره می‌کند. بر مبنای نظریه علامت‌دهی، در مواردی که جریان نقد آینده نامشخص باشد (نا اطمینانی نسبت به وجه نقد)، مدیران سود کمتری را توزیع می‌کنند. نوسان‌های جریان نقدی آتی با ریسک بالای درآمد آتی در ارتباط است.

بر اساس مطالب بیان شده، نظریه علامت‌دهی پیش‌بینی می‌کند هنگامی که جریان‌های نقدی نوسان زیادی دارد، باید پرداخت سود سهام کمتر شود. آنها نشان دادند شرکت‌هایی که

سود بی‌ثبات‌تری دارند، سود تقسیمی کمتری را در یک سطح معین از جریان‌های نقدی تعهد می‌کنند. در نتیجه این تجزیه و تحلیل درمی‌یابیم که سطح تقسیم سود فقط با ریسک مربوط به بازار تغییر نمی‌کند، بلکه با تغییرپذیری نهایی جریان‌های نقدی آینده هم تغییر می‌کند (برادلی و همکاران، ۱۹۹۸).

### پیشینه تجربی

یافته‌های هانت، سوزان و مویر (۲۰۰۰) نشان می‌دهد که برای یک سطح مشخص از سودها، سودهای هموارتر، با ارزش بازار بالاتر حقوق صاحبان سهام ارتباط دارد. نتایج بعد از کنترل نوسان‌های پایه‌ای جریان‌های نقد عملیاتی، نشان می‌دهد که نوسان‌های سود نسبت به نوسان‌های جریان‌های نقدی، از محتوای اطلاعاتی فزاینده‌ای برخوردارند.

موین (۲۰۰۴) به تجزیه و تحلیل حساسیت سرمایه‌ی شرکت نسبت به تغییرات پرداخت، وی دریافت شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند، به‌اجبار باید از منابع داخلی برای سرمایه‌گذاری استفاده کرده و سود کمتری را توزیع کنند.

چای و سو (۲۰۰۹) در پژوهش خود به بررسی اهمیت عدم اطمینان جریان‌های نقدی آتی در سیاست تقسیم سود پرداختند. آنها برای اندازه‌گیری عدم اطمینان نسبت به وجه نقد، از متغیر نوسان بازده سهام<sup>۱</sup> استفاده کردند. نتایج این دو پژوهشگر بیانگر این است که بین عدم اطمینان نسبت به وجه نقد با سیاست تقسیم سود، رابطه منفی معناداری وجود دارد.

افزا و حسن‌میرزا (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و جریان‌های نقدی بر سیاست تقسیم سود در پاکستان پرداختند. نتایج ایشان نشان داد که ساختار مالکیت، جریان‌های نقدی عملیاتی و حساسیت جریان نقدی - وجه نقد، از عوامل تأثیرگذار بر سیاست تقسیم سود هستند.

کارپاویسوس و یو (۲۰۱۲) در پژوهشی در آمریکا نشان دادند که افزایش در مالکیت نهادی، به کاهش عایدی پرداخت سود منتج می‌شود که از نظریه جریان نقد آزاد حمایت می‌کند.

با توجه به مطالعه جنسن و مک‌لینگ (۱۹۸۶) اهرم نقش مهمی در نظارت بر مدیران و کاهش هزینه‌های نمایندگی دارد. علاوه بر این، برخی از قراردادهای بدهی، پرداخت سود سهام را محدود می‌کند.

فاما و فرنچ (۲۰۰۱) و گروتن و میکائلی (۲۰۰۲) بیان کردند که شرکت‌های با دارایی‌های بیشتر، سود سهام بیشتری نیز توزیع می‌کنند. با این حال، گوگلر (۲۰۰۳) و فرینها (۲۰۰۳) ارتباط منفی بین پرداخت سود سهام و اندازه شرکت را نشان دادند.

---

1. Stock Return Volatility (SRVOL)

فاما و فرنچ (۲۰۰۱) و گرو لن و میکائلی (۲۰۰۲) دریافتند که شرکت‌های با اهرم کمتر، برای پرداخت سود سهام انگیزه کمتری دارند.

گلدمن و ویسواناس (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی رابطه بین نوسان‌های جریان نقدی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های صادرکننده و غیر صادرکننده هندی پرداختند. آنها برای محاسبه نوسان‌های جریان نقدی از لگاریتم واریانس پنج‌ساله جریان نقدی استفاده کردند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد بین نوسان‌های جریان نقدی و سیاست تقسیم سود، رابطه معناداری وجود دارد. در این پژوهش از شاخص‌های شدت صادرات، سن و اندازه نیز، به‌منزله نماینده‌ای از نوسان‌های جریان نقدی استفاده شده است.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۵) در پژوهشی با عنوان «شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران»، به بررسی عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود در بازار سرمایه تهران پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام‌رسانی، انتظار می‌رود که اگر شرکتی از رشد سود بالایی (پایینی) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پایین) باشد. اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت، از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس، ایفای نقش می‌کنند.

اسدی و عزیزبوی بصیر (۱۳۸۷) در مطالعه‌ای به بررسی ارتباط بین سودآوری و نقدینگی در شرکت‌ها و تأثیر آن بر سود تقسیمی (سیاست تقسیم سود) پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها، نشان‌دهنده وجود ارتباط قوی بین سودآوری و سود تقسیمی، ارتباط ضعیف بین نقدینگی و سود تقسیمی و عدم تأثیر نوع صنعت بر سود تقسیمی است.

خوش‌طینت و حاجیان (۱۳۸۷) به بررسی تأثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج مطالعه آنها نشان می‌دهد که افزایش سود تقسیمی بر حجم معاملات سهام مؤثر است. همچنین یافته‌ها نشان می‌دهد که واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به خبر افزایش تقسیم سود، واکنش کوتاه‌مدتی است.

علوی طبری، مجتهدزاده، سلیمانی امیری و عاملی (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد با معیار تجدید ارائه صورت سود و زیان، شرکت‌هایی که کیفیت سود بالاتر دارند، سود تقسیمی را در زمان مقرر پرداخت نمی‌کنند. با معیار وجود اقلام استثنایی،

شرکت‌هایی که کیفیت سود بالاتر دارند سود تقسیمی بیشتری پرداخت می‌کنند و هیچ‌یک از چهار معیار کیفیت سود، با تغییرات سود تقسیمی رابطه معنادار ندارند.

سعیدی و بهنام (۱۳۸۹) در پژوهش خود به بررسی عوامل مؤثر بر خطامشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش یازده عامل شامل، اهرم شرکت، اندازه شرکت، سود تقسیمی سال گذشته، وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری، وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی شرکت، سود مورد انتظار سال آتی، متوسط سود پرداختی شرکت‌های رقیب، میزان تورم، درصد سهام شناور آزاد، متوسط میزان رشد سود پنج سال گذشته و سود هر سهم شرکت، مطالعه شده است که از میان آنها معناداری ارتباط عوامل اندازه شرکت، سود تقسیمی در سال گذشته، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سود مورد انتظار سال آتی و میزان تورم، تأیید شد.

ایزدی‌نیا، سلطانی و علینقیان (۱۳۸۹) براساس مطالعه چای و سو (۲۰۰۹) به ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج ایشان نشان می‌دهد که عدم اطمینان نسبت به جریان نقدی (نوسان‌های بازده سهام)، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سودآوری واحد تجاری و تضاد نمایندگی، از عوامل مؤثر بر پرداخت سود تقسیمی هستند.

فخاری و یوسفعلی‌تبار (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، رابطه معکوس معناداری بین شاخص حاکمیت شرکتی و تقسیم سود وجود دارد. این یافته گویای این است که شرکت‌های بورس از تقسیم سود برای کسب شهرت و ایجاد اعتبار استفاده می‌کنند و با وجود ارتباط معنادار حاکمیت شرکتی و تقسیم سود، تأثیر حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود اندک است.

تالانه و شمیرانی (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی تصمیم تقسیم سود و تأثیر متغیرهای سطح بازار بر تقسیم سود پرداختند. نتایج بررسی آنها نشان می‌دهد که از میان متغیرهای سطح شرکت، فقط متغیرهای سود تقسیمی سال قبل، سود سهام جاری، سود سال قبل و تغییر سود جاری بر تصمیم تقسیم سود اثرگذار هستند.

ستایش و مهتری (۱۳۹۰) در مطالعه خود به تجزیه و تحلیل رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی و تغییرات سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که با وجود اهمیت جریان‌های نقد عملیاتی در ارزیابی سیاست‌های



تقسیم سود شرکت، رابطه با اهمیتی میان تغییرات سود تقسیمی و جریان‌های نقد عملیاتی شرکت‌ها مشاهده نشد.

رجبی، آقاجانی و اصلانی (۱۳۹۲) در مطالعه خود به بررسی رابطه بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت‌ها و سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج ایشان ارتباط مثبت معناداری بین متغیرهای بزرگترین سهامدار و دومین سهامدار عمده با سیاست تقسیم سود نشان می‌دهد. همچنین بین متغیر اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود رابطه منفی معناداری وجود دارد. علاوه بر این، ارتباط معناداری بین متغیرهای مالکیت اعضای هیئت مدیره، دولتی بودن، سهام شناور آزاد، نسبت مدیران غیر موظف هیئت مدیره، جدایی مدیرعامل از اعضای هیئت مدیره، رشد شرکت و اهرم مالی با سیاست تقسیم سود مشاهده نشد.

با توجه به پژوهش‌های داخلی، به نظر می‌رسد که تا کنون پژوهشگران داخلی به بررسی رابطه بین نوسان‌های جریان نقدی و حساسیت جریان نقدی بر سیاست تقسیم سود نپرداخته‌اند. از این رو، پژوهش حاضر بر مطالعه رابطه بین نوسان‌های جریان نقدی و حساسیت جریان نقدی بر سیاست تقسیم سود در بازار سرمایه ایران، تمرکز دارد. به منظور دستیابی به هدف پژوهش و با توجه به پیشینه و مبانی نظری آن، در ادامه با توضیحی کوتاه فرضیه‌های پژوهش بیان می‌شوند. نظریه نمایندگی پیشنهاد می‌کند که شرکت‌هایی با جریان وجه نقد پرنوسان، برای کاهش هزینه‌های نمایندگی سود بیشتری را تقسیم کنند. از سوی دیگر، بر مبنای نظریه علامت‌دهی، در مواردی که جریان نقد آینده نامشخص باشد (نا اطمینانی نسبت به وجه نقد)، مدیران سود کمتری را توزیع می‌کنند (برادلی و همکاران، ۱۹۹۸). بنابراین فرضیه اول به شرح زیر است:

بین نوسان‌های جریان نقدی و سیاست تقسیم سود (نسبت سود نقدی بر سود هر سهم) رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج مطالعات پیشین نشان می‌دهد که از دیدگاه حساسیت جریان‌های نقدی، شرکت‌هایی با محدودیت مالی، منابع نقدی بیشتری را نگهداری می‌کنند (افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰، آلمیدا و همکاران، ۲۰۰۴). از سوی دیگر، تمایل شرکت‌ها برای نگهداری وجه نقد، نشان‌دهنده دسترسی بودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و محدودیت مالی است که سبب می‌شود میزان تقسیم سود کاهش یابد (جینگ، ۲۰۰۵). در نتیجه فرضیه دوم به شرح زیر بیان می‌شود:

بین حساسیت جریان نقدی - وجه نقد و سیاست تقسیم سود (نسبت سود نقدی بر سود هر سهم) رابطه منفی معناداری وجود دارد.

## روش‌شناسی پژوهش

این مطالعه از نوع پژوهش‌های توصیفی - همبستگی مبتنی بر داده‌های ترکیبی است که با استفاده از رگرسیون چندمتغیره و مدل‌های آماری انجام شده است. برای گردآوری مبنای نظری و پیشینه پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز نیز از طریق بانک اطلاعاتی شرکت تدبیرپرداز جمع‌آوری شده‌اند. نمونه آماری همه شرکت‌هایی هستند که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و نام شرکت تا پایان سال ۱۳۹۱، از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشد.
  ۲. برای رعایت امکان مقایسه‌پذیری، پایان سال مالی آنها، ۲۹ اسفندماه باشد.
  ۳. به دلیل شفاف‌نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی شرکت‌های مالی، شرکت سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ از نمونه حذف شده‌اند.
  ۴. به منظور افزایش هم‌سنجی و همسان‌سازی شرایط، طی دوره مورد بررسی (۱۳۹۱-۱۳۸۶) تغییر سال مالی نداشته باشند. همچنین اطلاعات مالی آنها در دسترس باشد.
  ۵. به دلیل حضور متغیر نسبت پرداخت سود سهام و اینکه برخی از شرکت‌های زیان‌ده از محل سود انباشته به تقسیم سود می‌پردازند، شرکت‌های زیان‌ده از نمونه حذف شده‌اند. براساس محدودیت‌های بیان شده در بالا، ۱۱۶ شرکت در نمونه آماری پذیرفته شدند که کل جامعه برای بررسی انتخاب شده است. هدف پژوهش بررسی رابطه بین نوسان جریان‌های نقدی و حساسیت جریان نقدی وجوه نقد با سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، بنابراین از مدل رگرسیونی ۱ برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده می‌شود.
- گفتنی است برآورد مدل نیز به کمک نسخه هفتم نرم‌افزار Eviews انجام گرفته است.

$$DPO_{it} = \beta_0 + \beta_1 VCF_{it} + \beta_2 CFS_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{مدل ۱})$$

که در این مدل:

$DPO_{it}$ : بیانگر نسبت پرداخت سود سهام است؛ نسبتی است که درصد سود پرداخت شده به صورت سود سهام را اندازه‌گیری می‌کند و معیار سیاست تقسیم سود است (DPS/EPS). این

معیار در پژوهش‌های پیشین (مانند ایزدی‌نیا و همکاران، ۱۳۸۹؛ پورا‌براهیمی و خسروشاهی، ۱۳۹۱ و ال‌نجار، ۲۰۱۳)، به‌منزله سیاست تقسیم سود در نظر گرفته شده است. این نسبت نشان می‌دهد که چه مقدار از سود هر سهم پرداخت شده است. میزان سود سهام در مجمع عمومی سالانه هیئت مدیره به مجمع پیشنهاد می‌شود و پس آن به تصویب سهامداران می‌رسد (پورا‌براهیمی و خسروشاهی، ۱۳۹۱).

$VCF_{it}$ : برای اندازه‌گیری نوسان بلندمدت جریان‌های نقدی، یک دوره زمانی شش‌ساله در نظر گرفته شده است.<sup>۱</sup> برای اندازه‌گیری نوسان‌های بلندمدت از واریانس جریان نقد عملیاتی استفاده شده و برای خنثی کردن اثر تفاوت در اندازه شرکت‌ها واریانس جریان‌های نقد عملیاتی هر دوره بر دارایی‌های هر شرکت در همان دوره، تقسیم شده است (گلدمن و ویسواناس، ۲۰۱۳).  $CFS_{it}$ : برای اندازه‌گیری سطح حساسیت جریان‌های نقدی یک شرکت، به پیروی از خورانا، مارتین و پیرا (۲۰۰۶) و افزا و حسن‌میرزا (۲۰۱۰)، از یک شاخص حساسیت جریان‌های نقدی به نام تغییرات سالانه در کل وجوه نقد، استفاده شده است.

برای اعتبار بیشتر مدل و اتکای بیشتر بر نتایج، متغیرهای کنترلی نیز در مدل قرار می‌گیرند. این متغیرها عبارتند از: اندازه، اهرم مالی و بازده حقوق صاحبان سهام.

$SIZE_{it}$ : بیانگر اندازه شرکت است و از لگاریتم طبیعی ارزش سهام شرکت به‌دست می‌آید (فاما و فرنچ ۲۰۰۱، گروئن و میکائلی ۲۰۰۲، افزا و حسن‌میرزا ۲۰۱۰).

$LEV_{it}$ : بیانگر اهرم مالی شرکت است که با استفاده از نسبت کل بدهی به کل دارایی‌های شرکت به‌دست می‌آید (فاما و فرنچ ۲۰۰۱، گروئن و میکائلی ۲۰۰۲، افزا و حسن‌میرزا ۲۰۱۰).

$ROE_{it}$ : شاخصی برای اندازه‌گیری سودآوری بوده و بیانگر بازده حقوق صاحبان سهام است که از طریق نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام حاصل می‌شود (چای و سو، ۲۰۰۹، افزا و حسن‌میرزا، ۲۰۱۰).

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در جدول ۱ گردآوری شده است.

۱. گفتنی است برای محاسبه نوسان‌های بلندمدت جریان نقد، معمولاً دوره‌های بیشتر از سه سال را در نظر می‌گیرند. در مقابل برای اندازه‌گیری نوسان‌های جریان نقدی کوتاه‌مدت، به‌طور معمول تغییرات یک‌ساله را مدنظر قرار می‌دهند.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیرها	تعداد مشاهدات	حداقل	حداکثر	میان	میانگین	انحراف معیار
نسبت تقسیم سود	۶۹۶	۰	۲/۵۳۷۰۲	۰/۷۷۲۵	۰/۷۵۲۱۷۸	۰/۳۰۷۸۳۳
نوسانات جریان نقدی	۶۹۶	-۰/۲۱۸۸۹۹	۵/۱۳۳۵۲۱	۱/۱۴۴۶۶۵	۱/۶۱۴۲۸۴	۰/۵۰۵۸۲۳
حساسیت جریان نقدی	۶۹۶	-۰/۲۴۳۷۱۲	۰/۸۹۳۹۳۶	۰/۲۲۹۲۳۴	۰/۲۳۸۲۲۸	۰/۱۰۷۲۴۲
اندازه	۶۹۶	۱۱/۸۱۶۵۵	۱۷/۴۳۷۶۳	۱۳/۲۴۷۹۲	۱۳/۵۸۲۹۱	۰/۲۴۴۲۸۸
اهرم	۶۹۶	-۰/۰۹۶۴۱۵	۰/۹۲۴۰۷	۰/۶۰۴۴۰۲	۰/۵۹۰۸۹۴	۰/۱۶۰۲۲۹
بازده حقوق صاحبان سهام	۶۹۶	-۰/۰۱۸۹۱	۰/۸۰۲۷۱۶	۰/۲۸۰۴۹۷	۰/۳۰۳۹	۰/۱۶۸۱۰۳

نتایج آمار توصیفی، بیان می کند که شرکت ها به طور میانگین ۷۵ درصد از سود خود را تقسیم می کنند و در جامعه آماری پژوهش، به ترتیب نوسان های جریان نقدی و اهرم مالی، بیشترین و کمترین انحراف معیار را دارند.

### تجزیه و تحلیل اطلاعات و برآورد مدل

#### آزمون مانایی متغیرهای مدل

ابتدا با استفاده از آزمون هادری، مانایی متغیرهای پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. مانا نبودن متغیرها، باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می شود. در این پژوهش به منظور تشخیص مانایی داده ها از آزمون هادری استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون هادری تمامی متغیرها مانا هستند. نتایج آزمون هادری در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون هادری

متغیرها	احتمال	آماره	وضعیت مانایی
نسبت تقسیم سود	۰/۰۰۰۰	۹/۸۵۸۱	مانا
نوسانات جریان نقدی	۰/۰۰۰۰	۱۳/۶۱۲۳	مانا
حساسیت جریان نقدی	۰/۰۰۰۰	۲۶/۲۱۱۸	مانا
اندازه	۰/۰۰۰۱	۳/۸۲۱۳	مانا
اهرم	۰/۰۰۰۰	۱۰/۵۱۲۷	مانا
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۰۰	۹/۶۰۲۱	مانا

### آزمون هم خطی

هم خطی وضعیتی است که نشان می دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، به این معناست که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالا وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن ضریب تعیین، مدل دارای اعتبار بالایی نباشد. برای آزمون هم خطی از نرم افزار SPSS استفاده شده است. با توجه به تورم واریانس و تولرانس متغیرهای مستقل در جدول ۳، بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد.

جدول ۳. نتایج آماره تولرانس و تورم واریانس

متغیرها	نوسان جریان نقدی	حساسیت جریان نقدی	اندازه اهرم	بازده حقوق صاحبان سهام
تورم واریانس	۱/۵۶	۱/۲۲۵	۱/۷۸۵	۱/۵۵۳
تولرانس	۰/۷۲۷	۰/۹۷۱	۰/۸۵۶	۰/۷۰۶

### آزمون ناهمسانی واریانس

چنانچه مدل از نوع داده های ترکیبی باشد، ناهمسانی واریانس نیز بررسی می شود. در این مطالعه برای بررسی ناهمسانی از آزمون وایت استفاده شده است. مقدار به دست آمده از آزمون وایت نشان می دهد که ناهمسانی واریانس وجود ندارد (جدول ۴).

جدول ۴. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (وایت)

شرح	آماره	ضرب متقاطع
آماره	۰/۹۰۵۰۸۷	۱۲/۷۴۰۸۷
احتمال	۰/۵۵۳۴	۰/۵۴۷۰

### بر آورد مدل

با توجه به اینکه در تخمین مدل رگرسیون با داده های ترکیبی، از مدل های متفاوتی می توان استفاده کرد، این سؤال مطرح می شود که از مدل های موجود کدام مدل مناسب تر است و در تجزیه و تحلیل داده ها کدام مدل باید انتخاب شود. انتخاب یک مدل مناسب، برخلاف آنچه در وهله اول به نظر می رسد، کار ساده ای نیست. برخی از محققان از مدل اثرات ثابت حمایت کرده و برخی دیگر به طرفداری از مدل اثرات تصادفی پرداختند. تعیین روش داده های ترکیبی یا تلفیقی به کمک آزمون چاو انجام گرفت و از آنجا که مقدار احتمال این آزمون کمتر از ۱ درصد به دست

آمد، در سطح اطمینان ۹۹ درصد از روش داده‌های ترکیبی<sup>۱</sup> استفاده شده است. سپس به کمک آزمون هاسمن برای تعیین روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی اقدام شد و از آنجایی که مقدار احتمال این آزمون کمتر از ۱ درصد (سطح اطمینان ۹۹ درصد) به دست آمد، روش اثرات ثابت انتخاب شد. براساس روش اثرات ثابت با استفاده از نرم‌افزار Eviews مدل پژوهش برآورد و نتایج آن در جدول ۵ گردآوری شد.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه‌های مدل

متغیر وابسته: نسبت پرداخت سود سهام			متغیر توضیحی
آزمون داده‌های ترکیبی			
معناداری	آماره	ضریب	
۰/۴۸۶۱	-۰/۶۹۸۱۵	-۰/۰۵۴۹۲۶	نوسان‌های جریان نقدی
۰/۶۴۰۳	-۰/۴۶۷۹۶۲	-۰/۰۴۰۶۱۲	حساسیت جریان نقدی
۰/۰۰۰۰	۶/۱۵۶۸۷	۰/۰۱۱۶۲۶	اندازه
۰/۰۰۰۰	-۵/۲۳۷۲۶۰	-۰/۰۴۳۱۲۲	اهرم
۰/۰۰۰۱	۳/۹۷۸۱۴۸	۰/۰۲۸۶۷۳	بازده حقوق صاحبان سهام
۱/۹۵۷	دوربین واتسون	۳۱/۸۷	آماره F
۰/۸۱۵۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۰۰	احتمال
آزمون‌های پانل			
نتیجه	معناداری	آماره	
تأیید مدل ترکیبی در برابر مدل تلفیقی	۰/۰۰۰	۳/۶۸	آزمون چاو
تأیید مدل اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی	۰/۰۰۰	۳۹/۶۰۷	آزمون هاسمن

ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که تقریباً ۸۱ درصد از تغییرات در میزان پرداخت سود سهام (سیاست تقسیم سود) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تغییرات متغیرهای مورد استفاده در مدل پژوهش، توضیح داده می‌شود. براساس نتایج تخمین مدل در جدول ۵، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش (آزمون فیشور) در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. با توجه به مقدار آماره دوربین - واتسون مدل که در جدول ۵ نشان داده شده است، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش مشکل خودهمبستگی پیاپی مرتبه اول شدید ندارد؛ چرا که مقدار آماره این آزمون نزدیک به ۲ (بین ۱/۵ تا ۲/۵) است (رجبی، آقاجانی و اصلانی، ۱۳۸۸).

احتمال مربوط به متغیر نوسان جریان نقدی برابر با  $0/48$  است، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری بین نوسان‌های جریان نقدی و سیاست تقسیم سود وجود ندارد. از سویی دیگر، نتایج نشان می‌دهد که بین حساسیت جریان نقدی - وجوه نقد با سیاست تقسیم سود در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری وجود ندارد؛ چرا که مقدار احتمال آن برابر با  $0/64$  است. علاوه بر این، رابطه مثبتی بین اندازه و سیاست تقسیم سود مشاهده می‌شود، به این معنا که شرکت‌های بزرگتر سود بیشتری توزیع می‌کنند و این نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های بزرگتر تمایل بیشتری به توزیع سود در جهت کاهش هزینه‌های سیاسی دارند. اهرم مالی تأثیری منفی بر سیاست تقسیم سود دارد و بدین معناست که شرکت‌های با اهرم مالی بالاتر، سود کمتری را بین دارندگان سهام تقسیم می‌کنند. نتایج حاصل از بررسی نشان می‌دهد که بین بازده حقوق صاحبان سهام (سودآوری) و سیاست تقسیم سود، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این موضوع بیانگر این است که شرکت‌های با سودآوری بالا، سود بیشتری را تقسیم می‌کنند.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مسائلی است که در ادبیات مالی مدرن به‌طور گسترده‌ای بررسی شده است. تصمیمات شرکت درباره افزایش، کاهش و نگهداری سود تقسیمی، وضعیت نقدینگی موجود شرکت را نشان می‌دهد. بنابراین به نظر می‌رسد که جریان‌های نقدی، شاخص با اهمیتی در تعیین تغییرات سود تقسیمی است.

شرکت‌هایی که سود سهام تقسیم می‌کنند، نسبت به شرکت‌هایی که سود سهام تقسیم نمی‌کنند، به احتمال کمتری با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شوند. از سویی دیگر، قطع پرداخت سود سهام به‌منظور حفظ نقدینگی بر ارزش سهام شرکت، می‌تواند اثر منفی داشته باشد. قطع سود تقسیمی موجب کاهش شهرت شرکت در بین سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی شده و این امر موجب دشوارتر شدن تأمین مالی خارجی می‌شود. در این پژوهش تلاش شد وجود یا نبود رابطه بین نوسان‌های جریان نقدی و حساسیت جریان نقدی با سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود. نتایج نشان می‌دهد که بین نوسان‌های جریان نقدی و سیاست تقسیم سود، رابطه معناداری وجود ندارد که با نتایج برادلی و همکاران (۱۹۹۸)، چای و سو (۲۰۰۹)، جینگ (۲۰۰۵)، گلدمن و ویسواناس (۲۰۱۳) و ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۸۹) همخوانی ندارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین حساسیت جریان نقدی با سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود ندارد. این نتیجه نیز با یافته‌های افزا و حسن‌میرزا

(۲۰۱۰) همخوانی ندارد. این موضوع بیانگر این است که مدیران احتمالاً در تعیین سود تقسیمی عوامل دیگری به جز نوسان و حساسیت جریان نقدی را در نظر می‌گیرند. دستیابی به چنین نتایجی می‌تواند ناشی از ساختار مالی بازار سرمایه ایران باشد و گویای این است که احتمالاً مدیران برای افزایش ارزش و حسن شهرت شرکت‌ها، از منابع خارجی برای تقسیم سود استفاده می‌کنند.

از سوی دیگر، نتایج پژوهش حاضر نشان داد عوامل دیگری بر سیاست تقسیم سود تأثیرگذارند که عبارتند از: اندازه شرکت، اهرم مالی و سودآوری. اندازه شرکت تأثیر مثبتی بر سیاست تقسیم سود سهام دارد که مطابق با یافته‌های فاما و فرنچ (۲۰۰۱) و گرولن و میکائلی (۲۰۰۲) و برخلاف یافته‌های رجبی و همکاران (۱۳۹۲) است. این تفاوت ممکن است با متفاوت بودن دوره بررسی و حجم نمونه ارتباط داشته باشد. شرکت‌های بزرگتر به بازار سرمایه خارجی دسترسی بیشتری دارند و می‌توانند در شرایط بهتری استقراض کنند. به دلیل محدودیت منابع، تضاد منافع بین بستانکاران و سهامداران در شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگتر شدیدتر است. علاوه بر این، شرکت‌های بزرگ تمایل به تنوع بیشتری دارند و جریان‌های نقدی‌شان منظم‌تر و باثبات‌تر است. بنابراین، شرکت‌های بزرگ تمایل به پرداخت سود سهام بالاتری دارند. اهرم مالی تأثیر منفی بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران دارد. این یافته نیز با نتایج فاما و فرنچ (۲۰۰۱) و گرولن و میکائلی (۲۰۰۲) همخوانی ندارد. هنگامی که یک شرکت متحمل بدهی می‌شود، خود را متعهد به یک هزینه ثابت مالی، بهره و بازپرداخت اصل آن می‌کند، عدم موفقیت در ایفای این تعهدات، می‌تواند به انحلال شرکت بیانجامد. بنابراین شرکت برای جلوگیری از انحلال، سود کمتری را تقسیم می‌کنند. عامل دیگر تأثیرگذار بر سیاست تقسیم سود، بازده حقوق صاحبان سهام است. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های سودآور توانایی بیشتری در تقسیم سود دارند که مطابق نظریه علامت‌دهی است. این نتیجه مطابق با یافته‌های فاما و فرنچ (۲۰۰۱) و چای و سو (۲۰۰۹) است.

پیشنهاد می‌شود ارتباط نوسان‌های کوتاه‌مدت وجه نقد با سیاست تقسیم سود، در پژوهشی جداگانه بررسی شود. همچنین تفکیک و مقایسه بین شرکت‌هایی که تقسیم سود داشته‌اند با شرکت‌هایی که تقسیم سود نداشته‌اند، در ارتباط با موضوع پژوهش، پیشنهاد می‌شود.

## منابع

اسدی، غ. و عزیزی بصیر، س. (۱۳۸۷). بررسی ارتباط بین سودآوری و نقدینگی در شرکت‌ها و تأثیر آن بر سود تقسیمی. پیام مدیریت، ۷(۲۸): ۱۵۵-۱۳۳.



ایزدی‌نیا، ن.؛ سلطانی، ا. و علینقیان، ن. (۱۳۸۹). ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مطالعات حسابداری*، ۶ (۲۶): ۱۵۵-۱۳۹.

پورابراهیمی، م. و سید خسروشاهی، ع. (۱۳۹۱). بررسی رابطه درصد سود تقسیمی و حجم معاملات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۱۳ (۲): ۳۰-۱۵.

تالانه، ع. و مرتضائی شمیرانی، غ. (۱۳۹۰). محرک‌های تصمیم تقسیم سود: پیام بازار. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۸ (۶۳): ۳۹-۶۲.

جهانخانی، ع. و قربانی، س. (۱۳۸۵). شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۷ (۲۰): ۴۸-۲۷.

خوش‌طینت، م. و حاجیان، ن. (۱۳۸۷). تأثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵ (۵۱): ۳-۱۸.

رجبی، ر.؛ آقاجانی، م. و اصلانی، ز. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین مکانیزم‌های نظام راهبری شرکت‌ها و سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۵ (۱۹): ۱۱۲-۱۳۴.

ستایش، م.، و مهتری، ز. (۱۳۹۰). تجزیه و تحلیل رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی و تغییرات سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*، ۲ (۵): ۱۷۱-۱۴۹.

سعیدی، ع. و بهنام، ک. (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر خطمشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مدیریت*، ۷ (۱۸): ۷۱-۶۱.

علوی طبری، ح.؛ مجتهدزاده، و.؛ سلیمانی امیری، غ. و عاملی، ی. (۱۳۸۸). رابطه کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶ (۵۶): ۹۳-۱۰۶.

فخاری، ح. و یوسفعلی‌تبار، ن. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۷ (۶۲): ۸۴-۶۹.

Afza, T. & Hassan Mirza, H. (2010). Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3): 210-221.

Almeida, H. & Campello, M. & Weisbach, MS. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, 59(4): 1777-1804

Amidu, M. & Joshua, A. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7(2): 136-145.

- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22 (1): 77-88.
- Bradley, M. & Capozza, D.R. & Seguin, P.J. (1998). Dividend Policy and Cash Flow Uncertainty. *Real State Economics*, 26(4): 555-580.
- Chay, J.B. & Suh, J. (2009). Payout Policy and Cash Flow Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93(1): 88-107.
- Fama, E. & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(1): 67-79.
- Farinha, J. (2003). Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9): 1173-1209.
- Goldman, E. & Viswanath, P.V. (2013). Does Cash flow Volatility Explain Dividend Policy? A Study of Exporting and non-Exporting Firms in India. Online paper in: [iegindia.org/wshop2526july/paper18.pdf](http://iegindia.org/wshop2526july/paper18.pdf).
- Grullon, G. & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchase and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4): 1649-1684.
- Gugler, K. (2003). Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the inter relationship between dividend, R&D and Capital Investment. *Journal of Banking and Finance*, 27(7): 1197-1321.
- Hunt, A. & Susan, E. & Moyer, T. & Shevlin, J. (2000). *Earnings Volatility, Earnings Management, and Equity Value*. Working paper. University of Washington.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2): 323-329.
- Jing, D. (2005). *Cash flow volatility and dividend policy*. Thesis for Master of Science, University of Singapore.
- Karpavicius, S. & Yu, F. (2012). *A test of the free cash flow hypothesis: the impact of increased institutional holdings on firm characteristics*. SSRN Working Paper.
- Khurana, IK. & Martin, X. & Pereira, R. (2006). Financial Development and the Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(4): 787-807.
- Moyen, N. (2004). Investment Cash Flow Sensitivities: Constrained versus UN Constrained Firms. *The Journal of Finance*, 59(5): 2061-2092.
- Pruitt, S.W. & Gitman, LW. (1991). The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms. *Financial review*, 26(3): 409-430.