

# کیفیت سود و سیاست توزیع سود نقدی (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)

جواد مرادی\* دکتر محمد سیرانی\*\* محسن سیاح رزیانی\*\*\*

تاریخ دریافت: 1389/02/12 تاریخ پذیرش: 1389/03/09

## چکیده

در این مطالعه، ارتباط میان کیفیت سود و سیاست تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. هدف اصلی از انجام این تحقیق، پاسخ به این سؤال است که آیا می توان با توجه به کیفیت سود، سیاست تقسیم سود نقدی را مورد ارزیابی قرار داد. بدین منظور، تعداد 97 شرکت طی دوره زمانی 1386-1380 بررسی شده است. جهت آزمون ارتباط میان کیفیت سود و مبلغ سود نقدی، از رگرسیون چند متغیره و برای آزمون ارتباط میان کیفیت سود و پرداخت مبالغ سود نقدی بیشتر و همچنین ارتباط میان کیفیت سود و احتمال افزایش سود نقدی<sup>1</sup>، از رگرسیون لجیت استفاده شده و کیفیت سود از طریق دو متغیر جایگزین (نزدیکی سود به جریان های نقدی عملیاتی و تغییر در ارقام تعهدی اختیاری) اندازه گیری شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد در صورت سنجش کیفیت سود بر مبنای تغییر در ارقام تعهدی اختیاری، ارتباط معکوس و معنادار ضعیفی میان کیفیت سود و پرداخت مبالغ بیشتر سود نقدی وجود دارد. همچنین در صورتی که کیفیت سود بر مبنای نزدیکی قوی میان کیفیت سود و احتمال افزایش سود نقدی مشاهده می شود. نتیجه به دست آمده حاکی از آن است که تغییر در کیفیت سود شرکت، حاوی اطلاعاتی در خصوص احتمال تغییر در سود نقدی است و مدیران شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، به جریان های نقدی شرکت و عکس العمل بازار توجه خاص دارند و به ثبات عملکردی در رفتار سرمایه گذاران معتقدند.

**واژه های کلیدی:** کیفیت سود، جریان های نقدی عملیاتی، ارقام تعهدی اختیاری، سیاست تقسیم سود نقدی، ثبات عملکردی.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
مجله علمی پژوهشی  
پژوهشگاه علوم انسانی

\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات

\*\* دکتری حسابداری، دانشگاه تهران.

\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.

## 1- مقدمه

پس از گذشت بیش از 50 سال از تحقیق‌های اولیه انجام شده به وسیله لینتر (1956)<sup>2</sup> و میلر و مودیلیانی<sup>3</sup> (1961) سیاست‌های تقسیم سود هنوز یکی از بحث‌انگیزترین مباحث مالی می‌باشد و اگر چه تئوری‌های متعددی پیشنهاد شده است، اما هنوز توافقی در میان محققان این عرصه وجود ندارد (فرینها و مورای را<sup>4</sup>، 2007). یکی از اهداف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری، دریافت سود نقدی است. از این رو به دنبال اطلاعاتی هستند که بتوانند با استفاده از این اطلاعات، تصمیمات معقولی را اتخاذ نمایند. استفاده از اطلاعات نادرست در تصمیم‌گیری‌های مربوط به سرمایه‌گذاری، علاوه بر این که سرمایه‌گذاران را از رسیدن به سود نقدی مورد انتظار باز می‌دارد، باعث انتقال منابع از پروژه‌های اساسی و مهم و بازده‌های واقعی مورد انتظار به سمت پروژه‌هایی می‌شود که واهی بوده‌اند و بازده‌های ساختگی و خیالی دارند. اهمیت این مسأله نیز، نزد مدیران شرکت‌ها به جهت استفاده از اطلاعات حاصل در فرایند اداره شرکت و هم به واسطه ارزیابی بازار از عملکرد آنان، درخور توجه است. نیک‌می‌دانیم که سود خالص شرکت متأثر از روش‌ها و برآوردهای حسابداری است و امکان دستکاری سود توسط مدیریت وجود دارد. در چنین حالتی انتظار می‌رود، مدیران جهت پرداخت سود نقدی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و جلوگیری از عکس‌العمل منفی بازار از حق انتخاب‌های حسابداری استفاده کرده و سود شرکت را آن گونه که می‌خواهند نمایش دهند. به عبارتی کیفیت سود شرکت و در نتیجه سود نقدی، تحت تأثیر گزارشگری و صلاح دید مدیران قرار گیرد. این تحقیق، سعی بر آن دارد که بخشی از اطلاعات لازم (تأثیر کیفیت سود بر تقسیم سود نقدی) برای استفاده سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، جهت اخذ تصمیم‌های معقول و منطقی را فراهم نماید.

## 2- پیشینه تحقیق

استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از سود در ارزیابی عملکرد مدیریت، پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی و تعیین ارزش بنگاه‌های اقتصادی استفاده می‌کنند. آنان در این راستا، تنها به کمیت سود توجه نکرده، بلکه کیفیت سود<sup>5</sup> را نیز مدنظر قرار می‌دهند. منظور از کیفیت سود، زمینه بالقوه رشد سود و میزان احتمال تحقق جریان‌های نقدی آتی است. علی‌رغم تلاش گسترده محققین در این عرصه، هنوز هیچ توافقی در رابطه با تعریف و اندازه‌گیری کیفیت سود وجود ندارد (کاتسو<sup>6</sup>، 2008). تعریف عام مورد قبول اکثر تحلیل‌گران مالی بدین قرار است که

2. Lintner

3. Miller & Modigliani

4. Farinha & Moreira

5. Earnings Quality

6. Katsuo

کیفیت سود را به عنوان سود عادی مستمر ، تکرار پذیر و موجد جریان‌های نقدی عملیاتی می‌دانند.

تحقیق‌های انجام شده در این زمینه حاکی از آن است که می‌توان سود نقدی تقسیمی را نیز به عنوان نشانه‌ای از کیفیت سود در نظر گرفت. در ادامه به برخی از نتایج این تحقیق‌ها اشاره می‌نماییم:

کاهش یا حذف سود نقدی هزینه‌های زیادی را برای مدیران در بر دارد (کریستی<sup>7</sup>، 1994: ص 5). از این رو مدیران ، زمانی اقدام به پرداخت یا افزایش سود نقدی می‌کنند که احساس کنند سود به طور با اهمیتی به وسیله حق انتخاب‌های حسابداری دستکاری نشده باشد و کاهش سودهای تقسیمی آتی بعید باشد. از این نگاه، سود تقسیمی نه تنها نشانه‌ای از سودآوری آتی است، بلکه دال بر کیفیت سود نیز می‌باشد. دیدگاه دیگر آن است که وقوع و تکرار سود نقدی می‌تواند به عنوان یک ابزار کنترل مدیریت نیز مطرح باشد و موجب گردد تا مدیران جهت دستکاری سود در راستای منافع شخصی ، کمتر وسوسه شوند (استربروک<sup>8</sup>، 1984: ص 4).

سرمایه‌گذاران می‌توانند کیفیت سودهای منتشر شده را از طریق نسبت سود تقسیمی به سود قابل توزیع و یا به وسیله تغییرات مثبت سود نقدی حدس بزنند. به علاوه، آنها می‌توانند سود نقدی را به عنوان یک منبع اطلاعاتی درباره احتمال دستکاری سود توسط مدیران استفاده نمایند (فرینها و مورایرا<sup>9</sup>، 2007).

بری دن<sup>10</sup> (2003) در پی رسوایی‌های اخیر ورلداکام چنین می‌نویسد: «سود نقدی مقیاسی جهت سنجش واقعی بودن سودهای گزارش شده است. توانایی در پرداخت سود نقدی، منوط به موجودی نقد است و تفاوت چشم‌گیر میان سود گزارش شده و وجه نقد موجود برای تقسیم سود ، گواهی، دال بر مسایل و مشکلات بالقوه است»

لینتر (1956) و فاما و بابیاک<sup>11</sup> (1968) در تحقیق خود نشان دادند که میزان سود تقسیمی براساس سودهای جاری و گذشته تعیین می‌شود (فرانک فادر و وود<sup>12</sup>، 2002).

بیکر و روگلر<sup>13</sup> (1999) کاهش تقاضا برای سود نقدی به وسیله سرمایه‌گذاران را گزارش کرده اند (فرینها و مورایرا<sup>14</sup>، 2007) و فاما و فرنچ<sup>15</sup> (2001) نیز در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که تمایل شرکت‌ها به پرداخت سود نقدی، در دهه‌های اخیر کاهش یافته است (همان منبع). نتیجه مطالعه دیچاو<sup>16</sup> (2004) نیز حاکی از کاهش کیفیت سود در دهه‌های اخیر است. نتیجه مطالعات دیگر از ارتباط مثبت و معنادار میان کیفیت سود و تقسیم سود نقدی حکایت دار

7. Christie

8. Easterbrook

9. Farinha & Moreira

10. Breeden

11. Fama & Babiack

12. Frankfuther & Wood

13. Baker & Wrugler

14. Farinha & Moreira

15. Fama & French

16. Dechow

(فرینها و مورایرا، 2007؛ کلاسی و هانلون<sup>17</sup>، 2005).  
از تحقیقات انجام شده در ایران نیز خواجهی و ناظمی (1384) ارتباط میان کیفیت سود و بازده سهام، با تاکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که میانگین بازده سهام شرکت‌ها، تحت تأثیر میزان ارقام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار نمی‌گیرد. در مطالعه دیگری، ثقفی و کردستانی (1383) به بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی پرداختند. در این تحقیق، از سه معیار جهت اندازه‌گیری کیفیت سود استفاده شد:

- رابطه جریان‌های نقدی عملیاتی و اجزای سود
  - قابلیت پیش‌بینی سود
  - پایداری سودهای گزارش شده
- نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که با توجه به معیار اول جایگزین کیفیت سود، واکنش بازار به کاهش سود نقدی شرکت‌ها مثبت است؛ براساس معیار دوم جایگزین کیفیت سود، بازده غیرعادی انباشته سهام با افزایش (کاهش) سود نقدی و سود غیر منتظره افزایش (کاهش) می‌یابد، یعنی واکنش بازار به تغییرات سود نقدی و سود غیر منتظره مثبت است؛ و با توجه به معیار سوم جایگزین کیفیت سود، واکنش بازار به افزایش سود نقدی شرکت‌ها مثبت است.

### 3- فرضیه‌های تحقیق

- در راستای نیل به هدف اصلی تحقیق، فرضیه‌هایی به شرح زیر در نظر گرفته شده است:
- فرضیه 1: بین کیفیت سود و مبلغ سود نقدی رابطه معناداری وجود دارد.
  - فرضیه 2: بین کیفیت سود و پرداخت مبالغ سود نقدی بیشتر، رابطه معناداری وجود دارد.
  - فرضیه 3: بین کیفیت سود و احتمال افزایش سود نقدی، رابطه معناداری وجود دارد.

### 4- روش تحقیق

- جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. شرکت‌هایی به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند که مجموعه شرایط زیر را داشتند:
- 1- از ابتدای سال 1380 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  - 2- پایان سال مالی آنها منتهی به 29 اسفند ماه باشد.
  - 3- به منظور همگن نمودن نمونه آماری، بانک‌ها و موسسات مالی و سرمایه‌گذاری حذف گردید.
  - 4- در دوره مورد بررسی توقف معامله یا تغییر دوره مالی

نداشته باشند.

5- داده‌های مورد نظر برای آنها، از منابع مختلف در دسترس باشد.

با توجه به معیارهای ذکر شده، تعداد 97 شرکت در دوره زمانی 1380-1386 انتخاب گردیده است. تحقیق حاضر، از جهت هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی از نوع همبستگی می باشد که در آن جهت آزمون فرضیه اول از رگرسیون چند متغیره و برای آزمون فرضیه های دوم و سوم، از مدل رگرسیونی لاجیت استفاده شده است. اطلاعات مربوط به شرکت‌های انتخابی، از بانک‌های اطلاعاتی تدبیرپرداز، ره-آورد نوین و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران، گردآوری شده است و سپس به کمک نرم افزارهای Excel و SPSS نسخه 11/5 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

## 5- مدل و متغیرهای تحقیق

مدل‌های مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق به ترتیب، به شرح روابط 1 تا 3 است:

$$(2) \quad DIVPS_t = \alpha_0 + \alpha_1 EQ - X_t + \alpha_2 EARN - D_{t-1} + \alpha_3 STRUCT_t + \alpha_4 DIVPS_{t-1} + \alpha_5 DUM + e_t$$

$$DY_t = \alpha_0 + \alpha_1 EQ - X_t + \alpha_2 EARN - D_{t-1} + \alpha_3 STRUCT_t + \alpha_4 DIVYL_{t-1} + \alpha_5 DUM + e_t$$

$$(3) \quad \Delta DPS_t = \alpha_0 + \alpha_1 EQ - X_t + \alpha_2 EPS_{t-1} + \alpha_3 \Delta EPS_t + \alpha_4 STRUCT_t + \alpha_5 DIVPS_{t-1} + e_t$$

در ادامه، تعاریف عملیاتی متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق، ارائه می‌گردد.

### 5-1- متغیر مستقل

در این تحقیق، متغیر مستقل، کیفیت سود (EQ - X) می باشد که به دو شیوه زیر محاسبه شده است. لذا مدل مورد استفاده جهت آزمون هر فرضیه، با دو متغیر جایگزین مختلف، مورد بررسی قرار گرفته است.

#### الف- نزدیکی سود با میزان جریان‌های نقدی عملیاتی (EQ - CFO)

سود عملیاتی را می‌توان مجموع جریان‌های نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی در نظر گرفت. از این منظر، در صورتی که جزء نقدی سود عملیاتی، بزرگتر باشد، سود باکیفیت در نظر گرفته می شود. در این راستا، کیفیت سود به عنوان یک متغیر موهومی در نظر گرفته شده است و در صورتی که جزء نقدی سود عملیاتی از جزء تعهدی بیشتر آن باشد، برابر یک، و در غیر این صورت، صفر در نظر گرفته می‌شود. برای به دست آوردن ارقام تعهدی نیز، جریان های نقدی عملیاتی را از سود عملیاتی کم می‌کنیم (رابطه 4):

$$Accrual = OI - CFO \quad (4)$$

#### ب- تغییر در ارقام تعهدی اختیاری (EQ - DAC)

به منظور محاسبه ارقام تعهدی اختیاری، از اختلاف بین ارقام تعهدی پیش‌بینی شده و واقعی استفاده می‌کنیم. جهت پیش‌بینی ارقام تعهدی سال مورد نظر، مجموع ارقام تعهدی سه سال پیش از سال جاری را بر مجموع فروش سه سال پیش از سال مورد نظر تقسیم کرده و در

فروش سال جاری ضرب می‌نماییم. سپس ارقام تعهدی اختیاری، از اختلاف ارقام تعهدی واقعی و ارقام تعهدی پیش‌بینی شده، به دست می‌آید. اختلاف ارقام تعهدی اختیاری سال جاری و سال قبل نیز، به عنوان تغییر در ارقام تعهدی اختیاری در نظر گرفته شده است. جهت پیش‌بینی ارقام تعهدی از رابطه 5 استفاده شده است (خواجوی و ناظمی، 1384):

$$E_{(ACC_{it})} = \frac{\sum_{k=1}^3 ACC_{it-k}}{\sum_{k=1}^3 Sales_{it-k}} \cdot Sales_{it} \quad (5)$$

که در آن:

**E(acc<sub>it</sub>)**: پیش‌بینی ارقام تعهدی

شرکت در دوره t

**Sales**: فروش شرکت و k دوره زمانی سه سال پیش از سال جاری است.

سپس، جزء اختیاری ارقام تعهدی از رابطه 6 قابل محاسبه است:

$$(6) \quad DA_{i,t} = Acc_{i,t} - E_t(Acc_{i,t})$$

بدیهی است از این منظر، هر چه میزان ارقام تعهدی اختیاری بیشتر باشد، احتمال مدیریت و هموار سازی سود توسط شرکت افزایش می‌یابد و کیفیت سود شرکت، پایین‌تر در نظر گرفته می‌شود.

## 5-2- متغیر وابسته

بر اساس مدل‌های مطرح شده در بخش قبل، در این مطالعه از سه متغیر وابسته استفاده شده است.

### الف- سود نقدی هر سهم (DIVPS)

مبلغ ریالی سود نقدی هر سهم، طی سال جاری است.

### ب- نسبت بازده سود نقدی (DY)

از تقسیم سود نقدی هر سهم بر قیمت ابتدای دوره آن سهم به دست می‌آید. این متغیر به عنوان یک متغیر موهومی در نظر گرفته شده است و در صورتی که نسبت مذکور، بیش از میانگین باشد، برابر یک و در غیر این صورت، صفر در نظر گرفته می‌شود.

### ج- تغییر در سود نقدی هر سهم (ΔDPS)

این متغیر نیز به صورت موهومی در نظر گرفته شده است بدین ترتیب که اگر تغییرات در سود نقدی هر سهم دوره جاری مثبت باشد (افزایش یافته باشد)، برابر یک و در غیر این صورت، برابر صفر منظور می‌شود.

## 5-3- متغیرهای کنترلی

تقسیم سود نقدی تحت تاثیر عوامل مختلفی قرار دارد. از اینرو جهت تمایز اثر کیفیت سود بر تقسیم سود نقدی، اثر متغیرهای زیر کنترل شده است.

**EARN - D<sub>t-1</sub>**: یک متغیر موهومی است که اگر سود حاصل از عملیات مستمر سال قبل، بیش از میانگین باشد برابر یک، در غیر این صورت،

صفر در نظر گرفته می‌شود.

**STRUCT**: ساختار سرمایه شرکت است که از تقسیم جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها محاسبه می‌گردد.

$DIVPS_{t-1}$ : سود نقدی هر سهم سال قبل است.

**DUM**: یک متغیر کنترلی است که برای بررسی شرایط خاص بورس طی سال‌های 1384 به بعد در نظر گرفته شده است. این متغیر یک متغیر موهومی است که برای سال‌های 1384 به بعد برابر یک و برای سایر دوره‌ها برابر با صفر در نظر گرفته شده است.

$DIVYL_{t-1}$ : نسبت بازده سود نقدی سال قبل است که از تقسیم سود نقدی هر سهم بر قیمت ابتدای دوره محاسبه می‌شود.

$EPS_{t-1}$ : سود هر سهم سال قبل است.

$\Delta EPS$ : تغییر سود هر سهم نسبت به دوره قبل است.

## 6- یافته‌های پژوهش

**فرضیه اول:** بین کیفیت سود و مبلغ سود نقدی رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج آزمون این فرضیه در جدول شماره 1 ارائه گردیده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، هیچ‌یک از متغیرهای جایگزین کیفیت سود، یعنی نزدیکی سود به جریان‌های نقدی عملیاتی ( $EQ\_CFO$ ) و تغییر در ارقام تعهدی اختیاری ( $EQ\_DAC$ ) در مدل وارد نشده و فرضیه اول تأیید نگردیده است. نتیجه حاصل، بر عکس نتایج به دست آمده در تحقیق‌های مشابه خارجی است. به عنوان مثال، مطالعه فارینها و مور ایرا (2007) و کاسکی و هانلون (2005)، بیانگر ارتباط مثبت و معنادار، بین کیفیت سود و پرداخت سود نقدی است. از سوی دیگر، در خصوص متغیرهای کنترلی، جدول شماره 1 نشان می‌دهد که ضریب تعیین حدود 54/5 درصد است و این بدان معناست که حدود 54/5 درصد از تغییرات در مبلغ سود نقدی به وسیله سه متغیر سود نقدی سال قبل، سود عملیاتی سال قبل و ساختار سرمایه قابل توجیه است. آماره F و سطح معنی‌داری مربوط به آن نیز، بیانگر معنی‌دار بودن ارتباط تغییرات مبلغ سود نقدی و سه متغیر ذکر شده در بالا در سطح اطمینان 95 درصد می‌باشد.

جدول شماره 1- نتایج آزمون فرضیه اول

منبع:

$$DIVPS_t = 301/786 + 0/621 DIVPS_{t-1} + 96/348 EARN\_D_{t-1} + 7/678 STRUCT_t$$

مدل	ضریب تعیین	آماره F	دوربین-واتسون	سطح معنی-داری	تایید یا رد فرضیه
1	0.545	271719	1.649	0.000	رد

یافته های پژوهشگر

**فرضیه دوم:** بین کیفیت سود و پرداخت مبالغ سود نقدی بیشتر ، رابطه معناداری وجود دارد .  
 نتایج آزمون این فرضیه ، در جدول شماره 2 ارائه شده است . همانگونه که در جدول شماره 2 ملاحظه می شود ، ضریب تعیین 0/022 است و این بدان معنا است که حدود دو درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل توصیف می شود. از سوی دیگر، آماره کای مربع و سطح معنی داری مدل، بیانگر معنادار بودن ارتباط تغییرات متغیر وابسته و تغییرات متغیر مستقل در سطح اطمینان 95 درصد می باشد. از آنجایی که دومین متغیر جایگزین کیفیت سود ، یعنی تغییر در ارقام تعهدی اختیاری (EQ\_DAC) وارد مدل شده است، بنابراین، فرضیه دوم پذیرفته می شود. با توجه به مثبت بودن ارتباط مذکور و نحوه محاسبه متغیر تغییر در ارقام تعهدی اختیاری (پیشتر بیان شد که بیشتر بودن این متغیر به معنی پایین تر بودن کیفیت سود است) ، بنابراین هر چه کیفیت سود پایین تر باشد، احتمال پرداخت سود نقدی بیشتر بالاتر است. نتایج به دست آمده از آزمون این فرضیه ، شبیه نتایج تحقیق فارینها و مورایرا (2007) می باشد. از بین متغیرهای کنترلی ، تنها نسبت بازده سود نقدی سال قبل، دارای ارتباط مثبت و معناداری با پرداخت مبالغ سود نقدی بیشتر است.

جدول شماره 2- نتایج آزمون فرضیه دوم

یافته های

منبع : پژوهشگر

**سوم** : کیفیت احتمال سود و افزایش نقدی رابطه

$$\text{Logit} = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = 0/007EQ\_DAC + 1/829DIVYL_{t-1}$$

مدل	ضریب تعیین	آماره	سطح معنی-داری	تایید یا رد فرضیه
2	0.022	11.280	0.008	تایید

**فرضیه** بین سود و افزایش نقدی

معناداری وجود دارد.

نتایج آزمون این فرضیه در جدول شماره 3 ارائه شده است. همانگونه که در جدول شماره 3 ملاحظه می شود، ضریب تعیین مدل 0/357 است، بدین معنی که حدود 35/7 درصد از تغییرات متغیر وابسته ،



توسط متغیرهای مستقل قابل توصیف است. از سوی دیگر، آماره کای مربع و سطح معنی داری مدل، بیانگر معنادار بودن ارتباط تغییرات متغیر وابسته و تغییرات متغیر مستقل در سطح اطمینان 95 درصد است. از آنجایی که اولین متغیر جایگزین کیفیت سود یعنی نزدیکی سود به جریان های نقدی عملیاتی ( $EQ\_CFO$ ) به مدل وارد شده است، بنابراین فرضیه سوم نیز پذیرفته می شود و ارتباط کیفیت بالاتر سود و احتمال افزایش سود نقدی، مورد تأیید قرار می گیرد. نتایج به دست آمده از آزمون این فرضیه شبیه نتایج به دست آمده از تحقیق فارینها و مورایرا (2007) می باشد. در خصوص متغیرهای کنترلی نیز، متغیر سود هر سهم سال قبل و تغییرات سود هر سهم دارای ارتباط مثبت و معنادار با احتمال افزایش سود نقدی هستند، اما نسبت بازده سود نقدی سال قبل دارای ارتباط منفی و معنادار با احتمال افزایش سود نقدی می باشد.

### جدول 3- نتایج آزمون فرضیه سوم

منبع های : $Logit = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = -0/571 + 0/684EQ\_CFO + 0/001EPS_{t-1} + 0/002D\_EPS - 0/001DIVYL_{t-1}$				
مدل	ضریب تعیین	$chi - square$	سطح معنی داری	تایید یا رد فرضیه
3	.357	211622	0.000	تایید

پژوهشگر

## 7- بحث و نتیجه گیری

در این مقاله، به بررسی ارتباط کیفیت سود و سیاست سود تقسیمی شرکت پرداختیم. نتایج بررسی فرضیه اول، حاکی از عدم وجود ارتباط بین کیفیت سود و پرداخت سود نقدی است که نشان می دهد کیفیت سود تأثیری بر مبالغ سود نقدی ندارد و شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، در تعیین مبالغ سود نقدی، به کیفیت سود شرکت توجهی ندارند. بنابراین چنین استنباط می شود که پرداخت سود نقدی، دال بر کیفیت سود شرکت نیست. نتایج به دست آمده در این زمینه، با نتایج تحقیق های مشابه خارجی (فارینها و مورایرا، 2007 و کاسکی و هانلون، 2005) مطابقت ندارد. با فرض آن که متغیرهای انتخابی به عنوان جایگزین کیفیت سود، نماینده مناسبی جهت اندازه گیری این ویژگی باشند، شاید این عدم تطابق را بتوان به وجود مشکلاتی در بورس اوراق بهادار تهران نسبت داد. به عنوان مثال ممکن است نا آشنایی سرمایه گذاران با این مقوله و کمبود تحلیلگران مالی و متخصصان توانمندی که بتوانند کیفیت سود شرکتها را به طور دقیق مورد بررسی قرار دهند سبب می شود تا مدیران با هدف جلوگیری از عکس العمل منفی سرمایه گذاران و بازار، سود نقدی به سهامداران پرداخت نمایند از سوی دیگر، با توجه به تأیید ارتباط سود نقدی سال جاری با سود نقدی سال قبل و سود عملیاتی سال قبل، به نظرمی رسد سیاست

تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، مبتنی بر توجه به عکس‌العمل بازار و اعتقاد به ثبات عملکردی<sup>18</sup> و وجود رفتارهای غیر منطقی در بین سرمایه‌گذاران است. ساختار سرمایه نیز بر مبالغ سود نقدی مؤثر بوده است، بدین معنی که هر چه میزان بدهی های شرکت بیشتر باشد، مبالغ سود نقدی تقسیمی افزایش می‌یابد که این امر، مؤید مباحث نظری مطرح در خصوص تضاد منافع بین مالکان و اعتباردهندگان و انتقال ریسک به اعتبار دهندگان، از طریق تقسیم سود بیشتر توسط مالکان است.

تأیید فرضیه دوم یعنی وجود ارتباط ضعیف معکوس میل کیفیت سود و پرداخت مبالغ بیشتر سود نقدی، حاکی از آن است که کیفیت سود بر میزان سود نقدی تأثیر دارد، اما این ارتباط با منطق سرمایه - گذاری همخوانی ندارد. بدین معنی که هر چه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، احتمال هموارسازی و مدیریت سود افزایش می‌یابد، احتمال پرداخت سود نقدی بیشتر نیز افزون می‌گردد. شاید بتوان این نتیجه را چنین تفسیر نمود که در بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌هایی که کیفیت سود پایین‌تری داشته‌اند و بیشتر نسبت به مدیریت سود اقدام نموده‌اند، به تبع همین سیاست مدیریتی، سود نقدی بیشتری نیز توزیع نموده‌اند. این موضوع را می‌توان شاهدی بر این مدعا که در بورس اوراق بهادار تهران ثبات عملکردی سرمایه‌گذاران و رفتار غیرمنطقی آنان، به عنوان رفتاری غالب مشهود است، در نظر گرفت. شاید هم بتوان گفت که مدیران شرکت‌ها در کنار عملکرد نقدی خوب (در صورتی که توزیع سود نقدی نماینده عملکرد شرکت باشد)، از ابزارهای مدیریت سود نیز جهت تشدید تأثیر عملکرد شرکت بر بازار استفاده می‌نمایند و در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که بیشتر دست به مدیریت سود می‌زنند، سود نقدی بیشتری نیز توزیع می‌نمایند. نتایج به دست آمده از آزمون این فرضیه، با نتایج کسب شده توسط فارینها و مور ایرا (2007) مطابقت دارد. از سوی دیگر، ارتباط سری زمانی در خصوص نسبت بازده سود نقدی نیز مشاهده می‌شود که حاکی از اهمیت ثبات عملکردی در بازار سرمایه ایران است.

تأیید فرضیه سوم یعنی وجود رابطه میان کیفیت سود و احتمال افزایش سود نقدی نشان می‌دهد که تغییر در کیفیت سود شرکت، حاوی اطلاعاتی در خصوص احتمال تغییر در سود نقدی است. به عبارت دیگر، هر چه کیفیت سود افزایش یابد (سود شرکت به جریان های نقدی نزدیکتر باشد)، احتمال افزایش در سود نقدی هر سهم نیز بیشتر است. بنابراین چنین استنباط می‌شود که سرمایه‌گذاران می‌توانند با استفاده از کیفیت سود، تغییرات سود نقدی هر سهم را پیش‌بینی نمایند. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می‌توانند در شرکت‌های با کیفیت سود بالا، به افزایش بازدهی سود نقدی، امیدوار باشند. مشاهده چنین ارتباطی منطقی به نظر می‌رسد، زیرا در شرکت‌های با کیفیت سود بالا، جریان‌های عایدی تعهدی، به وجه نقد نزدیکتر است و مشکل نقدینگی در پرداخت سود نقدی، رنگ می‌بازد. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه، با نتایج مطالعه فارینها و مور ایرا (2007) همخوانی دارد. از

سوی دیگر، سود هر سهم و تغییرات آن نیز دارای ارتباط مثبت و معنی‌داری با احتمال افزایش یا کاهش سود نقدی هر سهم است. اما ارتباط نسبت بازده سود نقدی سال قبل با احتمال تغییر در سود نقدی هر سهم سال جاری، منفی به دست آمده است که شاید دلیل آن، تأثیر افزایش قیمت ابتدای دوره (مخرج کسر نسبت بازده سود نقدی)، بر افزایش سود نقدی دوره باشد.

## 8- پیشنهاد های تحقیق

نتیجه کلی تحقیق حاضر بیش از آنچه بیانگر تأثیر کیفیت سود بر سیاست تقسیم سود نقدی باشد، نشان دهنده وقوع رفتارهای غیرمنطقی و اعتقاد به ثبات عملکردی در بازار و احتمال گمراهی بازار است و این که شرکتها به عکسالعمل بازار توجه دارند و جریان‌های نقدی به عنوان مهم‌ترین عامل مؤثر بر سیاست سود تقسیمی مطرح است. اگر دریافت سود نقدی را به عنوان یکی از اهداف اصلی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار بپذیریم، توصیه می‌گردد جهت تقویت منطق‌گرایی در بورس اوراق بهادار تهران و کاهش شیوع رفتارهای هیجانی و نابخردانه، کیفیت سود شرکتها به طور جدی مد نظر قرار گیرد. با توجه به عدم آشنایی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران با مقوله کیفیت سود، به نظر می‌رسد اتخاذ تدابیری از سوی نهادهای قانون‌گذار و متولیان امر، در خصوص وضع استانداردهایی دقیق و کارا در راستای کاهش مدیریت سود و در نتیجه افزایش کیفیت سود، ضرورت دارد. به منظور انجام مطالعه‌های آتی در این عرصه، مقوله‌هایی به شرح زیر پیشنهاد می‌گردد:

1. در نظر گرفتن شرکت‌های خارج از بورس و انجام مطالعه مشابه در این شرکتها، زیرا ممکن است با تغییر جامعه آماری به نتایج متفاوتی دست یابیم.
2. استفاده از سایر معیارهای جایگزین برای اندازه‌گیری کیفیت سود، زیرا در این تحقیق تنها از دو معیار برای ارزیابی کیفیت سود استفاده شده است. به عنوان مثال، برای ارزیابی کیفیت سود از تفاوت جریان‌های نقدی عملیاتی سال جاری با سال قبل استفاده شود.
3. در نظر گرفتن عواملی همانند نوع صنعت، اندازه شرکت، فرصت‌های سودآوری و نقدینگی در تحقیقی مشابه.

## منابع

- اعتمادی، حسین و پری چالاکی، (1384)، " بررسی رابطه میان عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران طی سال‌های 1377-1381"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره 39، صص 47-3.
- ثقفی، علی و غلامرضا کردستانی، (1383)، " بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره 37، صص 72-51.
- خواجهی، شکرالله و امین ناظمی، (1384)، " بررسی ارتباط میان

کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس  
اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی ، سال  
دوازدهم، شماره 40، صص 37-60.

Breeden, R. (2003), "Restoring Trust": Report to the Hon. Jed, S. Rakoff the United States District Court for the Southern District of New York, on Corporate Governance for the Future of MCI, INC, available of:

<http://news.findlaw.com/hdocs/docs/wordcom/corpgov82603rpt.pdf>.

Caskey, J. and M. Hanlon (2005), "Do Dividends Indicate Honesty?", available of: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

Christie, W. (1994), "Are Dividend Omissions Truly the Cruellest Cut of all?", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 29, (3), pp. 459-480

Dechow, R., Sloan, E. and A. Weeney, (1995), "Detecting Earning Management", The Accounting Review, 70, (2), pp. 193-225.

Easterbrook, F. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", American Economic Review, 74, pp. 650-659.

Fama, E and French (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", Journal of Financial Economics, 60, (1), pp. 3-43.

Frankfurter, G. Wood, B (2002), "Dividend Policy Theories and Their Empirical Test", [www.google.com](http://www.google.com).

Farinha, J and J. Moreira (2007), "Dividend and Earning Quality", [www.google.com](http://www.google.com).

Linter, J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporation among Dividends Retained Earnings and Taxes", American Economic Review, 46, (2), pp. 97-113.

Miller, M. and F. Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", Journal of Business, 34, (4), pp. 411-433.

Yuko Katsuo (2008), "Earning Quality and Subjective Goodwill Accounting", LSE STICERD. Research Paper No. ys 526.