

رابطه سیاست تقسیم سود با جریانهای نقدی آزاد و سودهای آتی

دکتر فرزانه حیدرپور

دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

fheidarpour@yahoo.com

مسعود کاظم پور

کارشناس ارشد حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

kazempoor2010@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۰۱/۱۷ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۰۵/۱۸

چکیده

هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین سودهای آتی و جریان های نقد آزاد با سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در این تحقیق سود هر سهم سال آتی، سود هر سهم دو سال آتی و جریان های نقد آزاد به عنوان متغیرهای مستقل و نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام ، سود هر سهم شرکت در سال جاری، اندازه شرکت و فرصت های سرمایه گذاری به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده تا تاثیر آنها بر روی سیاست تقسیم سود شرکت ها مورد بررسی قرار گیرد.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل ۱۲۵ شرکت طی سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۱ در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان می دهد بین سود هر سهم سال آتی ، سود هر سهم دو سال آتی و جریانهای نقدی آزاد با نسبت سود تقسیمی (سیاست تقسیم سود) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: سیاست تقسیم سود، سود آتی، جریان های نقد آزاد

مقدمه

موضوع سود سهام و درصد سود تقسیمی همه ساله با پایان یافتن سال مالی شرکت ها و نزدیک شدن به زمان برگزاری مجمع عمومی عادی سالانه یکی از مباحث فرا گیر نزد سهامداران و مدیران شرکت ها

می باشند [۱۲] و شرکتها عمدتاً نسبت پرداخت سود خود را با توجه به عوامل مختلفی از جمله وضعیت نقدینگی، دیون شرکت، توانایی شرکت در دستیابی به بازارهای پول و سرمایه، علایق سهامداران، سود شرکت به عنوان منبع تأمین مالی محتوای اطلاعاتی تقسیم سود، هزینه انتشار، فرصت های سرمایه گذاری، محدودیتهای قرارداد وام و اوراق قرضه، ثبات سودآوری، محدودیت های قانونی و منافع مدیریت تعیین می کنند [۱۰].

مطابق با تحقیقات پیشین همچون چی^۱ [۱۴] و باباجانی و همکاران [۱] از عوامل مهم در تصمیم گیری مدیریت در رابطه با تقسیم سود، عدم اطمینان جریانهای نقدی و سودآوری آتی شرکت است. این تحقیق قصد دارد تا تاثیر سود های آتی و جریانهای نقد آزاد را بر سیاست تقسیم سود شرکت ها را بررسی نماید تا نشان دهد کدام یک از دو عامل مزبور نقش مهمتری را در سیاست تقسیم سود ایفا می نمایند.

بیان مسئله

سود سهام نقدی و بازده نقدی سهام، بواسطه عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه ای نزد پاره ای از ذینفعان شرکت برخوردارند از همین رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت ها معطوف به مقوله ای است که از آن با عنوان سیاست تقسیم سود یاد می شود [۳]. یکی از عوامل مهم در تصمیم گیری مدیریت در رابطه با تقسیم سود، توان شرکت در حفظ رشد مورد انتظار در سود تقسیمی می باشد. از آن جا که یکی از مهم ترین مبانی تقسیم سود، میزان سود واقعی شرکت است، انتظار می رود شرکت ها در تعیین میزان سود تقسیمی، انتظارات خود نسبت به سودهای آتی شرکت را نیز مد نظر قرار دهند. یکی دیگر از عوامل مهم برای تقسیم سود، در کنار سود واقعی شرکت جریان های نقدی آزاد شرکت است، انتظار می رود شرکت ها در تعیین میزان سود تقسیمی خود، جریانهای نقدی آزاد شرکت را نیز مد نظر قرار دهند. با توجه به مطالب فوق هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین سودهای آتی و جریانهای نقدی آزاد، با میزان سود تقسیمی شرکت است؛ علاوه بر عامل پیش گفته، رابطه بین نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام (درجه بلوغ شرکت) و همچنین فرصت های رشد آن نیز با سیاست تقسیم سود شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. علت بررسی دو عامل اخیر اهمیت نسبی آنها در تعیین سیاست تقسیم سود شرکت از یک طرف، و نیز غافل ماندن مطالعات تجربی گذشته به این موضوع می باشد.

پیشینه تحقیق

جهانخانی و قربانی [۳] در مطالعه‌ای تأثیر عوامل مؤثر بر میزان سود تقسیمی توسط شرکت را مورد بررسی قرار داد؛ نتایج یافته‌های آنها نشان می‌دهد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نظریه علامت دهی و گام تصادفی، اندازه شرکت (فقط ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) و نسبت تسهیلات مالی به کل بدهی تأثیر بسزایی در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارد.

رضوانی و همکاران [۵]، در پژوهشی «رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران» را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این تحقیق نشان داد که، هم در شرکت‌های بزرگ و هم در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین بین وجوه نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه مثبت معنی دار وجود دارد.

باباجانی و همکاران [۱] به بررسی تأثیر عدم اطمینان جریان‌های نقدی و همچنین نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام شرکت (به عنوان شاخص درجه بلوغ شرکت‌ها) بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان داد، عدم اطمینان جریان‌های نقدی شرکت و همچنین میزان مالکیت نهادی بر سود تقسیمی شرکت‌ها اثرگذار هستند، در حالی که نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام و همچنین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد شرکت تأثیر معنی‌داری بر میزان سود تقسیمی شرکت‌ها ندارند.

هاشمی و اخلاقی [۹]، در پژوهشی «تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت» را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها بیانگر رابطه مثبت و معنی دار بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش شرکت وجود دارد. همچنین بین متغیرهای مورد بررسی با ارزش آتی شرکت رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد. علاوه بر این یافته‌های پژوهش نشان داد احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت با بالا رفتن نسبت‌های اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بیشتر می‌شود. خدادادی و همکاران به بررسی توانایی پیش‌بینی جریان‌ات نقدی آتی با استفاده از جریان‌ات نقدی و مولفه‌های تعهدی سود‌های گذشته پرداختند [۴].

بنی مهد و اصغری [۲]، در پژوهشی به بررسی «اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که، اهرم مالی با تقسیم سود رابطه‌ای معنی دار ندارد. اما اندازه شرکت و جریان نقدی عملیاتی رابطه‌ای مثبت و معنی دار با سیاست تقسیم سود دارد. نتایج این پژوهش، مشابه نتایج برخی از پژوهش‌های خارجی انجام شده است.

این موضوع بیانگر آن است که احتمالاً در بازارهای در حال توسعه نظیر بازار سرمایه ایران، در تقسیم سود، به دلیل عدم کارایی تئوری کارگزاری، توجهی به نسبت اهرمی (نسبت بدهی) نمی شود و لذا رابطه ای میان آن ها وجود ندارد.

فدایی نژاد و همکاران [۶] مطرح نمودند که در تئوری، چنین انتظار می رود که میزان سرمایه گذاری های یک شرکت با جریان های نقد داخلی آن بی ارتباط باشد. اما، شواهد تجربی زیادی در مورد رابطه مثبت بین مخارج سرمایه گذاری و جریان های نقدی وجود دارد. تحقیق ایشان به بررسی اثر جریان های نقدی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های حاضر در بورس تهران در فاصله سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ با استفاده از تحلیل رگرسیونی می پردازد. نتایج تحقیق نشان داد مطابق آنچه در ادبیات موضوعی مطرح است؛ اثر جریان های نقدی بر تصمیمات سرمایه گذاری در بازار سرمایه ایران مثبت است. این مساله بر مشکلات نمایندگی و کامل نبودن بازار سرمایه ایران صحنه می گذارد.

محمودآبادی و ابراهیمی [۸] تاثیر بازار رقابت محصول بر پرداخت سود سهام را بررسی کردند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش به روش داده های ترکیبی بیانگر این است که بین شاخص هرفیندال هیرشمن با نسبت سود سهام پرداختی به دارایی ها و نسبت سود سهام پرداختی به فروش رابطه منفی و بی معنی و بین شاخص هرفیندال هیرشمن با نسبت سود سهام پرداختی به سود خالص و سود نقدی هر سهم رابطه منفی معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، هر چقدر که رقابت در طبقه صنعت بیشتر باشد، سود سهام پرداختی نیز بیشتر خواهد بود. این یافته با مدل پیامد سازگار است؛ بدین معنا که رقابت موجب می شود شرکت ها وجوه مازاد را به سهامداران برگردانده و در پروژه های غیر سودآور سرمایه گذاری نمایند

گوران حیدری و همت فر [۷] توان پیش بینی کنندگی جریان های نقدی آتی برخی متغیرهای حسابداری در طی مراحل چرخه ی عمر شرکت (رشد، بلوغ و افول) را بررسی نمودند. یافته های این تحقیق ایشان نشان می دهد که مراحل چرخه ی عمر با توجه به مفروضات این نظریه بدین گونه است که رشد جریان های نقدی عملیاتی در مرحله رشد شرکت تدریجاً افزایش یافته و در مرحله بلوغ به اوج خود می رسد در مرحله افول نیز سیر نزولی جریان های نقدی عملیاتی اتفاق می افتد. می توان چنین استنباط نمود که مفروضات چرخه ی عمر شرکت در طی مراحل رشد، بلوغ و افول دارای اعتبار است و می توان مفروضات چرخه ی عمر را مطابق با نتایج این تحقیق مورد تأیید قرار داد. از طرف دیگر نتایج هر یک از مراحل چرخه ی عمر شرکت (رشد، بلوغ و افول) تقریباً با نتایج بدست آمده از کل شرکت های نمونه

همسویی دارد. به بیان دیگر، نتایج مدل های مراحل چرخه ی عمر تقریباً مشابه نتایج شرکتهای کل نمونه است.

دورون نسیم و امیر زیوا [۱۶] تحقیقی تحت عنوان «بررسی رابطه بین تغییرات در تقسیم سود و سودآوری آتی» را انجام دادند که یافته های بدست آمده از این تحقیق حاکی از آن است که تغییرات تقسیم سود اطلاعاتی راجع به میزان سودآوری در سال های آتی را ارائه می نمایند. علاوه بر آن، شواهد و اسنادی که در این تحقیق مطرح گردیده اند نشان می دهند که تغییرات در تقسیم سود دارای رابطه مثبت با تغییرات در درآمدها در هر دو سال پس از تغییرات صورت گرفته در تقسیم سود می باشند.

چی^۲ [۱۴] با انجام مطالعه ای بر روی هفت کشور به بررسی رابطه بین عدم اطمینان جریان نقدی و سیاست تقسیم سود شرکت پرداختنتایج تحقیق آنها حاکی از تأثیر منفی و معنی دار عدم اطمینان جریان های نقدی بر میزان سود تقسیمی توسط شرکت ها بود.

لی کینگ فوئی^۳ [۲۰] تحقیقی تحت عنوان «بررسی تجربی رابطه ی بین پرداخت سود تقسیمی و درآمدهای آتی در سنگاپور» را انجام داد که یافته های بدست آمده از این تحقیق نشان می دهند که افزایش شوک به میزان ۱ واحد در پرداختی سود تقسیمی منجر به افزایش دائمی در درآمدهای آتی در طول زمان خواهد شد و در نتیجه از وجود محتوای اطلاعات و سیگنال دهی در پرداخت سود تقسیمی در بازار سنگاپور در دراز مدت پشتیبانی می نماید. همچنین یافته های تحقیق نشان میدهد که حداقل نیمی از واریانس خطای پیش بینی در درآمدها ناشی از نوآوری های اعمال شده در پرداخت سود تقسیمی می باشد، در حالی که نسبت پرداخت سود طبق شواهد و قرائن موجود منجر به افزایش درآمدها در بازار سنگاپور می شود.

آرائو جو آلویسیو و همکاران^۴ [۱۱] تحقیقی تحت عنوان «آیا تغییرات تقسیم سود نشانه هایی از درآمدهای آتی دارند؟» را انجام دادند. در این تحقیق ادعا می شود که عدم تایید وجود رابطه ی مثبت بین تغییرات تقسیم سود و تغییرات در درآمدها موجب بی اعتبار شدن شیوه ی سیگنال دهی (ارائه ی سیگنال

1 . Doron Nissim, Amir Ziv

2 . Chi

3 . LEE King Fuei

4 . Araujo, Aloisio, et al.

و نشانه‌ی دال بر وجود چنین رابطه‌ی (نخواهد شد. نتایج بدست آمده از این تحقیق نشان می‌دهد که تغییرات در تقسیم سودها و تغییرات در درآمدها می‌توانند دارای رابطه مثبت و یا رابطه منفی باهم باشند. سیو پنگ لی و همکاران^۱ [۲۱] تحقیقی تحت عنوان «بررسی رابطه‌ی بین تغییرات تقسیم سود و سودآوری آتی در مالزی» را انجام دادند که یافته‌های بدست آمده در این تحقیق نشان می‌دهند که تغییرات تقسیم سود دارای رابطه قوی با تغییرات همزمان در درآمدها می‌باشند. در عین حال با تغییرات در آمدی در بازه‌ی زمانی یک سال قبل از این تغییرات دارای رابطه‌ی ضعیف هستند. و در حجم گسترده با تغییرات در آمدی فراتر از یک سال فاقد رابطه هستند. علاوه بر آن شواهد و قرائنی جزئی بدست آمده است که نشان می‌دهد اندازه و میزان تغییرات در تقسیم سود با سودآوری آتی دارای رابطه است. همچنین یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهند که افزایش تقسیم سود در سالهای بازایی پس از بحران مالی ۱۹۹۷ آسیا با بازه‌ی زمانی یک سال پیش از افزایش درآمدها ارتباط دارند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهند که ثبات در تقسیم سود می‌تواند رابطه مستقیم با محتوای اطلاعات پیرامون درآمدهای آتی داشته باشند.

حجازی و سعادت‌ی مشتاقین [۱۹] تحقیقی تحت عنوان «بررسی تاثیرات هزینه‌های نمایندگی جریان نقدی آزاد بر سیاست تقسیم سود و اهرم مالی شرکت‌ها در ایران» را انجام دادند که هدف از این تحقیق بررسی چگونگی کنترل و مهار هزینه‌های نمایندگی جریان نقدی آزاد توسط شرکت‌های در فهرست بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج بدست آمده از این تحقیق نشان می‌دهند که هزینه‌های نمایندگی جریان نقدی آزاد تاثیر معنادار و مثبتی بر تقسیم سود و اهرم مالی را دارند. علاوه بر آن اندازه و سودآوری دارای تاثیر مثبت و معنادار بر تقسیم سود می‌باشند. رشد و ریسک دارای تاثیر منفی بر تقسیم سود هستند اما تاثیر ریسک از نظر آماری معنادار نیست.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین سودهای آتی و نسبت سود تقسیمی شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

فرضیه دوم: بین جریانهای نقدی آزاد و نسبت سود تقسیمی شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

^۱ . Siew-Peng Lee, et al.

متغیرهای مستقل

سودهای آتی: در این تحقیق برای اندازه گیری سودهای آتی شرکت مطابق با چنگ و همکاران^۱ [۱۳] از سود هر سهم در دوره آتی و دو دوره آتی استفاده می‌گردد. جریانه‌های نقد آزاد: این تحقیق برای اندازه گیری جریانه‌های نقدی آزاد مطابق با فولر و بلا^۲ [۱۸] و مطابق با استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران از رابطه زیر استفاده می‌گردد: جریانه‌های نقدی آزاد: وجه نقد حاصل از عملیات + وجه نقد حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها + وجه نقد پرداختی بابت مالیات + وجه نقد حاصل از بازده سرمایه‌گذاریها در این تحقیق برای مقاصد استانداردسازی این متغیر، از حاصل تقسیم جریانه‌های نقدی آزاد بر مجموع داراییها استفاده می‌نماییم.

متغیر وابسته

متغیر وابسته در این تحقیق میزان سود تقسیمی توسط شرکت‌ها است که برای اندازه گیری آن از معیار نسبت سود تقسیمی به سود خالص شرکت (DV/E) به شرح زیر استفاده خواهد:

$$DV/E = \frac{\text{سود نقدی سهام}}{\text{سود خالص}}$$

متغیرهای کنترلی:

متغیرهای کنترلی مورد استفاده در این تحقیق به شرح ذیل اند: اندازه شرکت: که به صورت لگاریتم مجموع دارایی‌ها (Log(TA)) اندازه گیری می‌شود. سود دوره جاری شرکت: که به صورت سود هر سهم در دوره جاری شرکت محاسبه می‌شود. نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام: در این تحقیق مطابق با دی آنجلو و همکاران^۳ [۱۵] و همچنین چی (۲۰۰۵) نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام به صورت زیر محاسبه می‌شود:

-
- 1 - Cheng et al.
 - 2 - Fuller & Blau
 - 3 - DEANGELO et al.

نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام (RE/TE): نسبت سود انباشته به ارزش دفتری جمع حقوق صاحبان سهام

فرصت‌های سرمایه‌گذاری: در این تحقیق مطابق با فاما و فرنچ^۱ [۱۷]، دی آنجلو و همکاران، از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت برای اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود: - فرصت‌های سرمایه‌گذاری (MBR): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که تا پایان سال ۱۳۹۱ بر پایه نرم‌افزار ره‌آورد نوین بورس برابر با ۵۱۰ تعداد شرکت بوده است. حجم نمونه با توجه به روش غربالگری و پس از حذف مشاهدات پرت برابر با ۱۲۵ شرکت طبق نگاره (۱) است.

نگاره ۱. نمونه آماری تحقیق

تعداد	تعداد	شرح
۵۱۰		کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تا پایان سال ۱۳۹۱
	۱۵۰	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده که در قلمرو زمانی ۹۱-۱۳۸۵ وارد بورس شده اند
	۲۶	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۱-۱۳۸۱ از بورس برون رفت داشته اند
	۱۸	تعداد شرکت‌های فعال در صنعت مالی، سرمایه‌گذاری و بانک
	۵۴	به منظور همگن بودن، شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی‌شود.
	۵۰	شرکت‌های فاقد صورتهای مالی حسابرسی شده در قلمرو زمانی ۹۱-۱۳۸۱
	۸۷	شرکت‌های دارای داده‌های پرت
(۴۲۹)		مجموع شرکت‌های حذف شده
۱۲۵		تعداد شرکت‌های مورد بررسی

آمار توصیفی داده‌ها

نگاره (۲)، آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق را در طی دوره مورد بررسی نشان می‌دهد. این آماره‌ها شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه است که در نگاره ۲ ارائه گردیده است.

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

شرح متغیرها		میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	
نسبت سود تقسیمی	DV/E_{it}	۰,۵۱۵	۰,۵۱۴	۰,۲۰۴	۰,۱۵۶	۰,۸۶۳	
سود هر سهم شرکت در سال مالی بعد	$EPS_{i,t+1}$	۱۸۹۲	۱۹۲۴	۱۰۰۳	۱۵۰	۳۵۴۳	
	$EPS_{i,t+2}$	۱۸۹۷	۱۹۲۱	۹۷۷	۱۵۲	۳۵۴۷	
	جریان نقد آزاد	CFC	۰,۱۵۱	۰,۱۵۲	۰,۰۵۵	۰,۰۵۶	۰,۲۴۱
نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام	$RE/TE_{i,t}$	۰,۵۱۲	۰,۵۰۷	۰,۲۰۵	۰,۱۵۵	۰,۸۵۸	
سود هر سهم شرکت در سال جاری	$EPS_{i,t}$	۱۸۵۸	۱۸۳۵	۹۸۵	۱۲۷	۳۵۴۷	
	اندازه شرکت	$Log(TA)$	۱۴,۰۴۱	۱۴,۰۸۷	۴,۱۵۲	۶,۷۹۱	۲۱,۱۹۶
	فرصت های سرمایه گذاری	MTB	۸,۹۸۲	۹,۱۹۴	۳,۸۳۷	۲,۰۹۸	۱۵,۲۱۵

بطور نمونه همان طور که در نگاره ۲ بطور خلاصه نشان داده شده است میانگین جریان نقد آزاد، اندازه شرکت و فرصت های سرمایه گذاری به ترتیب عبارتند از: ۰,۱۵۱، ۱۴/۰۴۱، ۸/۸۹۲. میانه جریان نقد آزاد، اندازه شرکت و فرصت های سرمایه گذاری نیز به ترتیب عبارتند از: ۰,۱۵۲، ۱۴/۰۸۷ و ۹/۱۹۴. ماکزیمم جریان نقد آزاد، اندازه شرکت و فرصت های سرمایه گذاری بترتیب ۰,۲۴۱، ۲۱/۱۹۶، ۱۵/۲۱۵ و کمترین مقدار آنها ۰,۰۵۶، ۶/۷۹۱ و ۲/۰۹۸ می باشد.

تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون

با توجه به ادبیات تحقیق موجود و نیز ماهیت فرضیه های تحقیق در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. بمنظور تعیین مدل مناسب (تلفیقی یا تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی) برای آزمون فرضیات از آزمون های چاو و هاسمن استفاده شده است.

الف) آزمون چاو

نتایج مربوط به آزمون F برای مدل رگرسیونی تحقیق حاضر در نگاره ۳ نشان داده شده است. مطابق با این نگاره آماره F ، ۱۲/۵۱۴۷ بوده که در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنی دار بوده است؛ به این ترتیب می‌توان نتیجه گرفت برای تمامی سال‌های مورد آزمون، فرض صفر مبنی بر برابری عرض از مبدأها رد شده، بنابراین عدم برابری عرض از مبدأها در سطح اطمینان ۹۵ تأیید می‌گردد.
نگاره ۳. تعیین مدل مناسب (تلفیقی یا پانل)

شرح	آزمون F	آماره F	احتمال	نتیجه آزمون
مدل رگرسیونی تحقیق	مقدار	**۲۶۴۲/۶۲۱	۰/۰۰۰۰۲۴	رد فرض صفر

** معنی‌داری در سطح ۹۵ درصد

در مورد مدل رگرسیونی تحقیق حاضر نتایج آزمون چاو نشان می‌دهد فرض H_0 (مدل تلفیقی) تأیید نمی‌شود. به بیان دیگر، آثار فردی یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده‌های تابلویی (پانل) برای برآورد مدل رگرسیونی تحقیق استفاده شود که در ادامه برای تعیین نوع مدل پانل (با اثرات تصادفی یا اثرات ثابت) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

ب) آزمون هاسمن

آزمون هاسمن^۱ برای تعیین استفاده از مدل اثر ثابت در مقابل اثر تصادفی انجام می‌شود. در آزمون هاسمن فرضیه H_1 مبنی بر سازگاری تخمین‌های اثر تصادفی را در مقابل فرضیه H_0 مبنی بر ناسازگاری تخمین‌های اثر تصادفی آزمون می‌نماید.

نگاره ۴ تعیین نوع مدل پانل (با اثرات تصادفی یا اثرات ثابت)

شرح	آزمون هاسمن	آماره χ^2	احتمال	نتیجه آزمون
مدل رگرسیونی تحقیق	مقدار	**۱۵۶/۰۷۱	۰/۰۰۰۰۷۸	رد فرض صفر

** معنی‌داری در سطح ۹۵ درصد

نتایج مربوط به آزمون هاسمن برای مدل رگرسیونی تحقیق در نگاره ۴ نشان داده شده است. نتایج نشان داده که آماره χ^2 آزمون هاسمن برای مدل اول برابر با ۱۵۶/۱۰۷ بدست آمده است که در سطح اطمینان

1- Hausman test

۹۵ درصد معنی دار می باشند که حاکی از تایید فرضیه H_1 می باشد، لذا با توجه به آزمون هاسمن برآزش مدل رگرسیونی تحقیق حاضر با استفاده از مدل داده‌های پانل به روش اثرات ثابت مناسب خواهد بود.

آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

- آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق

برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته از آزمون کولموگروف اسمیرنوف استفاده شده است. این آزمون برای متغیرهای وابسته (کارایی شرکت و ساختار سرمایه) انجام شده است. نگاره خروجی آزمون $K-S$ در نرم‌افزار $SPSS$ برای این متغیر به شرح نگاره ۵ زیر است:

نگاره ۵. آزمون کولموگروف اسمیرنوف

نتیجه	سطح معناداری	Z کولموگروف اسمیرنوف	نام متغیر
توزیع نرمال است	۰/۰۷۸	۰/۱۷۹	نسبت سود تقسیمی DV/E

با توجه به نگاره فوق و آماره Z کولموگروف اسمیرنوف از آنجائی که سطح معناداری برای تمامی متغیرهای بیشتر از ۰/۰۵ است فرضیه H_0 تایید شده لذا با اطمینان ۹۵٪ می توان گفت متغیرهای فوق از توزیع نرمال برخوردارند.

آزمون استقلال خطاها

آزمون دوربین واتسون همبستگی سریالی بین باقیمانده (خطا)های رگرسیون را بر مبنای فرض صفر آماری زیر آزمون می نماید:

H_0 : بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد.

H_1 : بین خطاها خود همبستگی وجود دارد.

اگر آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار گیرد، فرضیه H_0 آزمون (عدم همبستگی بین خطاها) پذیرفته می شود و در غیر این صورت H_1 تایید می شود.

آماره دوربین واتسن به همراه ضریب همبستگی، ضریب تعیین، ضریب تعیین تعدیل شده و خطای استاندارد به شرح نگاره ۶ است:

نگاره ۶. آزمون استقلال خطاها

شرح	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسن
مدل رگرسیونی تحقیق	۰/۷۴۱	۰/۷۰۹	۲/۰۸۱

با توجه به نگاره مزبور مقدار آماره دوربین - واتسون برای مدل های رگرسیونی مزبور در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد است. بنابراین فرض H_0 مبنی بر عدم وجود خود همبستگی بین خطاها تایید می شود و می - توان از رگرسیون استفاده کرد.

- آزمون هم خطی بین متغیرهای مستقل

در نگاره ۷ مقادیر تولرانس و عامل واریانس برای متغیرهای مستقل بصورت ارائه شده است. با توجه به نگاره ۷، از آنجایی که برای تمامی متغیرهای مستقل متغیر مقدار تولرانس بیشتر از ۰/۲، و عامل تورم واریانس نیز بسیار نزدیک به ۱ است (از ۵ خیلی کمتر است)، در نتیجه فرضیه عدم وجود هم خطی بین متغیر های مستقل تأیید می شود.

نگاره ۷. آزمون هم خطی بین متغیرهای مستقل

نام متغیر	نماد متغیر	تولرانس	عامل تورم واریانس
سود هر سهم شرکت در سال مالی بعد	$EPS_{i,t+1}$	۰/۹۷۸	۱/۰۲۸
سود هر سهم شرکت در دو سال مالی بعد	$EPS_{i,t+2}$	۰/۷۰۷	۱/۴۱۵
جریان نقد آزاد	CFC	۰/۴۶۱	۲/۱۷۵
نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام	$RE/TE_{i,t}$	۰/۹۵۱	۱/۰۴۶
سود هر سهم شرکت در سال جاری	$EPS_{i,t}$	۰/۹۶۲	۱/۰۳۱

۲/۶۷۱	۰/۳۷۲	$Log(TA)$	اندازه شرکت
۱/۰۱۷	۰/۹۸۱	MTB	فرصت های سرمایه گذاری

آزمون فرضیات تحقیق

در این تحقیق برای آزمون فرضیه اول و دوم تحقیق از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$DV/E_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t+1} + \beta_2 EPS_{i,t+2} + \beta_3 FCF_{i,t} + \beta_4 RE/TE_{i,t} + \beta_5 MBR_{i,t} + \beta_6 Log(TA) + \beta_7 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آن‌ها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق برای در نگاره ۸ ارائه شده است. مقدار آماره $F(18/611)$ نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می باشد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از $74/1$ درصد و $70/9$ درصد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود $70/9$ درصد از تغییرات نسبت سود تقسیمی شرکت های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می شوند. در این نگاره اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان تاثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر بازده غیر عادی شرکت های مورد بررسی است.

با توجه به اطلاعات نگاره ۸ میتوان گفت که در معادله فوق تمامی متغیرهای مستقل و کنترل در سطح اطمینان 95% معنادار می باشند. بنابراین مدل رگرسیونی برازش شده به شرح زیر می باشد:

$$DV/E_{i,t} = 3/768 + 1/811 EPS_{i,t+1} + 1/241 EPS_{i,t+2} + 2/121 FCF_{i,t} + 1/608 RE/TE_{i,t} - 0/571 MBR_{i,t} + 0/871 Log(TA) + 2/498 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نگاره ۸. نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون

نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عدد ثابت	β_0	۳/۷۶۸	۲/۸۷۳	۰/۰۰۴
$EPS_{i,t+1}$	β_1	۱/۸۱۱	۲/۹۸۷	۰/۰۰۳۷
$EPS_{i,t+2}$	β_2	۱/۲۴۱	۲/۸۴۷	۰/۰۱۴
CFE	β_3	۲/۱۲۱	۱/۹۹۱	۰/۰۴۷

۰/۰۰۳۷	۲/۹۲۱	۱/۶۰۸	β_f	$RE/TE_{i,t}$
۰/۰۰۴۶	۲/۸۴۷	۲/۴۹۸	β_d	$EPS_{i,t}$
۰/۰۰۰	۶/۲۷۳	۰/۸۷۱	β_e	$Log(TA)$
۰/۰۲۹۳	-۲/۲۱۸	-۰/۵۷۱	β_v	MTB
۱۸/۶۱۱	آماره F		۰/۷۴۱	ضریب تعیین
۰/۰۰۰	معنی داری (P-Value)		۰/۷۰۹	ضریب تعیین تعدیل شد
۲/۰۸۱	آماره دوربین واتسون			

فرضیه اول

" بین سودهای آتی و نسبت سود تقسیمی شرکت رابطه مثبت وجود دارد."

نتیجه آزمون: مطابق با نگاره ۸، سطح معنی داری (Sig) متغیر سود هر سهم سال آتی ($EPS_{i,t+1}$) برابر با ۰/۰۰۳۷ می باشد، که این مقادیر کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۰۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیر (۲/۹۸۷) بزرگ تر از آماره t بدست آمده از نگاره با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪، ضریب بدست آمده برای متغیر فوق در مدل رگرسیونی فوق معنادار می باشد. از سوی دیگر سطح معنی داری (Sig) متغیر سود هر سهم دو سال آتی ($EPS_{i,t+2}$) برابر با ۰/۰۱۴ می باشد، که این مقادیر کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۰۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیر (۲/۸۴۷) بزرگ تر از آماره t بدست آمده از نگاره با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪، ضریب بدست آمده برای متغیر فوق نیز در مدل رگرسیونی فوق معنادار می باشد. بنابراین با توجه به این ضریب متغیر سود هر سهم سال آتی (۱/۸۱۱) و سود هر سهم دو سال آتی (۱/۲۴) مثبت و معنادار می باشد، فرضیه اول تحقیق مبنی بر این که بین سودهای آتی و نسبت سود تقسیمی شرکت رابطه مثبت وجود دارد تأیید می گردد.

فرضیه دوم

" بین جریانهای نقدی آزاد و نسبت سود تقسیمی شرکت رابطه مثبت وجود دارد."

نتیجه آزمون: مطابق با نگاره ۸، سطح معنی داری (sig) متغیر جریان نقد آزاد (CFC) برابر با ۰/۰۴۷ می باشد، که این مقادیر کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵) است؛ همچنین قدر مطلق آماره t مربوط به این متغیر (۱/۹۹۱) بزرگ تر از آماره t بدست آمده از نگاره با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان ۰/۹۵، ضریب بدست آمده برای متغیر فوق در مدل رگرسیونی فوق معنادار می باشد. بنابراین با توجه به این که ضریب متغیر جریان نقدی آزاد (۲/۱۲۱) مثبت و معنادار می باشد، فرضیه دوم تحقیق مبنی بر این که بین جریانهای نقدی آزاد و نسبت سود تقسیمی شرکت رابطه مثبت وجود دارد تایید می گردد.

بحث و نتیجه گیری

هدف از این تحقیق بررسی رابطه بین سودهای آتی و جریان های نقد آزاد با سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که در این راستا متغیرهای سود هر سهم سال آتی، سود هر سهم دو سال آتی و جریان های نقد آزاد به عنوان متغیرهای مستقل، نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام، سود هر سهم شرکت در سال جاری، اندازه شرکت و فرصت های سرمایه گذاری به عنوان متغیرهای کنترلی و سیاست تقسیم سود (میزان سود تقسیمی) به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. نتایج حاصل از برازش رگرسیون چند متغیره نشان داد که بین سود هر سهم سال آتی، سود هر سهم دو سال آتی و جریانهای نقدی آزاد با نسبت سود تقسیمی (سیاست تقسیم سود) رابطه مثبت و معناداری ($p < 0/05$) وجود دارد، بدین معنا که با افزایش سود هر سهم سال های آتی و نیز جریانهای نقد آزاد میزان سود تقسیمی شرکت ها نیز افزایش می یابد که این یافته با نتایج مطالعات پیشین یعنی رضوانی و همکاران، هاشمی و اخلاقی، حجازی و سعادت مشتاقتین و آرائوچو آلوئیسو و همکاران همراستا بوده و از آنها حمایت می کند.

بر این اساس انتظار می رود شرکت ها در تعیین میزان سود نقدی خود و عدم اطمینان جریانهای نقدی و توانایی شرکت در حفظ سود تقسیمی را به عنوان یک عامل تعیین کننده مدنظر قرار داده، و تنها در صورت برخورداری از اطمینان معقول نسبت به جریانهای نقدی (و البته سودآوری) آتی خود اقدام به افزایش سود نقدی توزیعی نمایند. وجود فرصت های سرمایه گذاری (رشد) مناسب به عنوان یکی از عوامل بالقوه مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت ها همواره مورد توجه پژوهشگران این حوزه بوده است.

شرکت‌هایی که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراوانی برخوردارند نیازمند جریان‌های نقدی بالایی به منظور تأمین احتیاجات مالی پروژه‌های باخالص ارزش فعلی مثبت خود هستند، و بنابراین ترجیح می‌دهند سود نقدی کمتری توزیع نموده و در عوض منابع مالی موجود را صرف پروژه‌های مذکور نمایند [۱۴]. سهام‌داران نیز از سوی دیگر حاضرند تا جایی که شرکت از پروژه‌های باخالص ارزش فعلی منفی برخوردار است موقتاً از دریافت سود نقدی بالا صرف‌نظر نموده و بازده خود را در افزایش ارزش سهام‌شان جستجو نمایند. البته لازم به ذکر است که نسبت تقسیم سود پایین لزوماً به معنی فرصت‌های رشد بالا نیست، بلکه ممکن است حاکی از مشکلات نقدینگی شرکت در تأمین مالی سود نقدی و یا حتی مشکلات نمایندگی شرکت نیز باشد. در نتیجه، انتظار می‌رود سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها نیز در ارتباط باشند. احتمال وجود چنین رابطه‌ای را می‌توان با استفاده از تئوری نمایندگی، قراردادهای بدهی و فرضیه هزینه معاملات توجیه نمود که این یافته با نتایج مطالعات پیشین یعنی باباجانی و همکاران، دورون نسیم و امیرزیو، لی کینگ فوئی و آرتو جو آلوئیسو و همکاران همراستا بوده و از آنها حمایت می‌کند.

با توجه به نتایج به دست آمده از تحقیق حاضر و به منظور بهبود فرایند و عملکرد شرکت‌ها باید گفت که نهادهای قانون‌گذار از جمله سازمان بورس اوراق بهادار، سازمان حسابرسی، جامعه حسابداران رسمی ایران و ... باید به اثرگذاری سود هر سهم سال‌های آتی و جریان نقد آزاد شرکت بر روی سیاست تقسیم سود توجه داشته باشند و همچنین به فعالان بازار سرمایه، تصمیم‌گیرندگان، تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد در تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و اوراق بهادار به سیاست تقسیم سود شرکت و عوامل مؤثر بر آن (که در این تحقیق بدان اشاره شد) توجه ویژه مبذول داشته باشند؛ زیرا لحاظ این عوامل مهم منجر به انتخاب سبد سرمایه‌گذاری بهینه با کمینه مخاطره و بیشترین بازدهی می‌گردد، ضمن آنکه شفافیت محیط تصمیم‌گیری و نتایج حاصله را نیز دوچندان می‌نماید.

در پایان باید اشاره کرد که به دلیل اینکه هر تحقیقی باید دارای حد و مرز مشخص و دقیق و گاهی محدودی باشد، نتوانستیم به برخی از مسائل مهم دیگری که در این حوزه وجود دارد پردازیم که پیشنهاد می‌شود محققان بعدی بر اساس اندازه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به دو گروه بزرگ و

کوچک و همچنین بررسی مقایسه‌ای سیاست تقسیم سود شرکت، در مراحل مختلف چرخه تجاری و نیز چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز پردازند.

منابع فارسی:

۱. باباجانی، جعفر، عبدی، مجید، (۱۳۸۹)، "رابطه راهبری شرکتی و سود مشمول مالیات"، **مجله پژوهشهای حسابداری مالی**، ۲(۳)، صص ۶۵-۸۶.
۲. بنی مهد، بهمن، اصغری، علی، (۱۳۹۰)، "بررسی اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)**، ۴(۱۰): ۱-۱۸.
۳. جهانخانی، علی، قربانی، سعید، (۱۳۸۴)، "شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه تحقیقات مالی**، شماره ۲۰، ۲۷-۴۸.
۴. خدادادی، ولی، دستگیر، محسن، جلیلی، امیر، (۱۳۸۸)، "بررسی توانایی پیش بینی جریانهای نقدی آتی با استفاده از جریانهای نقدی و مولفه‌های تعهدی سود های گذشته"، **فصلنامه پژوهش ها حسابداری**، ۱(۴).
۵. رضوانی راز، کریم، رکابدار، قاسم، رمضان احمدی، محمد، احمدی، محمد، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین جریان های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران"، **حسابداری مالی**، ۱(۴): ۹۲-۱۰۷.
۶. فدائی نژاد، محمد اسماعیل، نوفرستی، محمد و اقبال نیا، محمد، (۱۳۹۳)، "بررسی اثرات جریانهای نقدی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت‌ها"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۳، ص ۴ الی ۲۳.

۷. گوران حیدری، سید فرهاد و همت فر، محمود، (۱۳۹۳)، "بررسی توان متغیرهای حسابداری در پیش بینی جریانهای نقدی آتی در طی مراحل چرخه عمر شرکت"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۳، ص ۱۱۴۴ الی ۱۵۹.
۸. محمودآبادی، حمید و ابراهیمی، شهلا، (۱۳۹۳)، "بررسی تاثیر بازار رقابت محصول بر پرداخت سود سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۲، ص ۹۴ الی ۱۰۹.
۹. هاشمی، سیدعباس، اخلاقی، حسنعلی، (۱۳۸۹)، "تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت"، **حسابداری مالی**، ۲ (۶): ۳۸-۴۹.
۱۰. یحیی زاده فر، محمود، عمادی، سیدمهدی، (۱۳۹۰)، "رابطه میان جریان نقدی آزاد، وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **بورس اوراق بهادار**، ۴ (۱۴)، ۱۸۷-۲۰۱.
11. Araujo, Aloisio, et al, (2011), "Do dividend changes signal future earnings?", **Journal of Financial Intermediation**, Volume (Year): 20 (2011)
12. Biddle, G., Hillary, G., (2009), "How does financial reporting quality improve investment efficiency?", **Journal of García Lara, J.M., B. García Osma and F.**
13. Cheng, B., Ioannou, I., Serafeim, G., (2011), "Corporate Social Responsibility and Access to Finance", HBS Working Paper Series, 11-130
14. Chi, j., (2005), "Understanding the endogeneity between firm value and shareholder rights. Financial Management", **Financial Management Assosiation**, 65-76.
15. Deangelo, H., Deangelo, L., Stulz, R. M., (2006), "Dividend policy and the earned/ contributed capital mix: A test of the life-cycle theory", **Journal of Financial Economics**, 81, 227-254.

16. Doron Nissim, Amir Ziv, (2001), "Dividend Changes and Future Profitability", Volume 56, Issue 6, pages 2111–2133, December 2001
17. Fama, E., French, K., (2001), "Common risk factors in the returns on stocks and bond", **Journal of Financial Economics**, 33, 3-56.
18. Fuller, K. P., Blau, B., (2009), "Counter Signaling, free cash flow. and dividends. The Financial Review.
19. Hejazi, Rezvan and Saadati moshtaghin Fatemeh, (2014), "Impact of Agency Costs of Free Cash Flow on Dividend Policy, and Leverage of Firms in Iran", **Journal of Novel Applied Sciences**.
20. LEE King Fuei, (2010), " An Empirical Study of Dividend Payout and Future Earnings in Singapore", Munich Personal RePEc Archive.
21. Siew-Peng Lee, et al., (2012), "Dividend Changes And Future Profitability: Evidence From Malaysia", **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, Vol. 8, No. 2, 93–110, 2012 .

The Relationship Between Future Profits and Free Cash Flows with Dividends Policy

Abstract

The main aim of this paper is to study the relationship between future profits and free cash flows with dividends policy of companies listed on Tehran Stock Exchange during 2001 to 2011. In this research earnings per share of the next year, earnings per share of the two next years and free cash flows have been considered as independent variables and retained earnings to equity ratio, earnings per share in the current year, size of the company and investment opportunities have been considered as controlled variables to see their effect on dividends policy of companies.

The results obtained from analysis of 125 companies during 2002 to 2012, at the confidence level of 95%, indicate that there is a positive and significant relationship between earnings per share of the next year, earnings per share of the two next years and free cash flows with dividends ratio (dividends policy) of the companies listed on Tehran Stock Exchange.

Key words: Dividends Policies, Future Profit, Free Cash Flows.