

مجله اقتصادی

شماره‌های ۵ و ۶، مرداد و شهریور ۱۳۹۶، صفحات ۴۰-۲۱

## رابطه نسبت سود نقدی تقسیمی با ارزش افزوده اقتصادی و ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام

مهدی فیل سرائی

مریی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بجنورد

Filsaraei@yahoo.com

الهام طیبی

کارشناس ارشد حسابداری

F8545091@yahoo.com

با توسعه شرکت‌ها و به وجود آمدن شرکت‌های سهامی، مسئله مهم جدایی مدیریت از مالکیت به وجود آمد و این موضوع باعث شکل گرفتن تئوری نمایندگی شد. در این تئوری بیان می‌شود که این جدایی امکان همسو نبودن منافع مدیریت از مالکیت را افزایش می‌دهد. معیارهای قدیمی سنجش عملکرد، از کارایی چندانی برخوردار نیستند. از این رو مالکان همواره برای ارزیابی عملکرد، به دنبال معیارهای نوین هستند. معیارهای مبتنی بر ارزش یکی از این دست معیارها است. از سوی دیگر، مدیران در جستجوی مکانیزم‌هایی هستند که بر اساس آن‌ها به بازار اخبار خوب را مخابره کنند. یکی از این معیارها سود تقسیمی است. بنابراین در این تحقیق سعی شده است به بررسی رابطه دو معیار ارزیابی عملکرد، یعنی ارزش ایجادشده برای سهام‌داران و ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ پرداخته شود. برای کنترل اثر سایر عوامل، از متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری) استفاده شده است. روش این تحقیق از نوع همبستگی بوده و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از رگرسیون چندمتغیره به روش پانل دیتا استفاده شده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری میان ارزش ایجادشده برای سهام‌داران و سود تقسیمی وجود دارد، در حالی که میان ارزش افزوده اقتصادی و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود ندارد.

واژگان کلیدی: ارزش ایجادشده برای سهام‌داران، ارزش افزوده سهام‌داران، ارزش افزوده اقتصادی، سود تقسیمی، ارزیابی عملکرد.

## ۱. مقدمه

ارزیابی عملکرد بنگاه اقتصادی نیازمند شناخت معیارها و شاخص‌هایی است که در دو مجموعه شاخص‌های مالی و غیرمالی طبقه‌بندی می‌شود. در ادبیات مالی، شاخص‌های متفاوتی برای سنجش عملکرد از منظرهای مختلف ارائه شده است که در این میان، استفاده از شاخص‌های سنجش عملکرد مبتنی بر ارزش در فرایند ارزیابی به‌منظور آگاهی از میزان ارزش‌آفرینی بنگاه‌های اقتصادی، در مقایسه با شاخص‌های سنتی مبتنی بر داده‌های تاریخی از کاربست گسترده‌تری برخوردار شده است؛ زیرا مفاهیم ارزش و ارزش‌آفرینی را مبنا و هدف قرار می‌دهد. درک اینکه چرا، در کجا و چگونه ارزش ایجاد می‌شود، ضرورت کسب و کار امروزی است. چراکه ارزیابی عملکرد بنگاه از سوی ذی‌نفعان نیز بر اساس ارزش ایجادشده از سوی شرکت شکل خواهد گرفت (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۵). در یک تقسیم‌بندی، محققان مالی شاخص‌های ارزیابی عملکرد را در چهار دسته تقسیم‌بندی می‌کنند که برخی از آن‌ها مبتنی بر اطلاعات حسابداری، عده‌ای مبتنی بر اطلاعات بازار (تلفیقی)، برخی مبتنی بر اطلاعات مدیریت مالی و عده‌ای بر اساس مدل‌های اقتصادی هستند (انواری رستمی و همکاران، ۱۳۸۳).

بر همین اساس، مالکان شرکت‌ها به دنبال مکانیزم‌هایی هستند تا با استفاده از آن‌ها اقدام به نظارت بر عملکرد مدیران کنند. مالکان در گذشته معمولاً از شاخص‌هایی همچون بازده دارایی‌ها ( $ROA$ )<sup>۱</sup>، بازده سرمایه ( $ROI$ )<sup>۲</sup> و بازده فروش ( $ROS$ )<sup>۳</sup> که تابعی از عوامل داخلی و خارجی هستند، برای این امر استفاده می‌کردند، ولی این شاخص‌ها به مسئله هزینه‌فرصت مالکان توجهی نداشتند که این مسئله نیز در سال‌های اخیر مورد توجه قرار گرفته شده است. از مهم‌ترین این معیارها می‌توان به ارزش‌افزوده اقتصادی و ارزش ایجادشده برای سهام‌داران اشاره کرد که در این معیارها هزینه سرمایه سهام‌داران عادی در واقع هزینه‌فرصت سرمایه‌گذاری آن‌ها در بازارهای دیگر است و با در نظر گرفتن این امر مشخص می‌شود که شرکت چه مقدار سود برای سهام‌داران با در نظر گرفتن هزینه سرمایه کسب کرده است (قمی، ۱۳۸۹).

---

1. Return on Assets (ROA)  
 2. Return on Equity (ROE)  
 3. Return on Sales (ROS)

همان طور که اشاره شد، دو معیار ارزیابی فوق نشان دهنده وضعیت شرکت هستند؛ بنابراین، اگر شرکت‌ها دارای وضعیت خوبی باشند، اقدام به توزیع سود بیشتری می‌کنند. در نتیجه چنین انتظار می‌رود که میان سود تقسیمی و معیارهای عملکرد رابطه مثبتی وجود داشته باشد. از سوی دیگر، بسیاری از مطالعات تجربی انجام شده نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها تأثیر دارد. از طرف دیگر، تجزیه و تحلیل‌ها در این زمینه نتایج متضادی را نشان می‌دهند (تأیید رابطه مثبت یا منفی / تأثیر یا عدم تأثیر سیاست تقسیم سود بر عملکرد مالی و ارزش شرکت) که در این پژوهش از معیار ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران برای رابطه ارزیابی عملکرد شرکت با سود تقسیمی استفاده می‌شود. به عبارتی در این پژوهش دنبال پاسخ این سؤال هستیم که دریابیم آیا بین سود نقدی تقسیمی و شاخص مهم ارزیابی عملکرد (ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام) رابطه وجود دارد یا خیر؟

## ۲. مبانی نظری تحقیق

مدیران به منظور ارزیابی عملکرد خود سعی می‌کنند تا از معیارهای مناسبی استفاده کنند. سهام‌داران به منظور ارزیابی میزان موفقیت مدیریت در به کارگیری سرمایه آن‌ها و تصمیم در مورد حفظ، افزایش و یا فروش سهام خود، به ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌پذیر علاقه‌مند هستند. ثروت سهام‌داران یکی از بحث‌های حیاتی شرکت‌ها است و لازمه مدیریت موفق، استفاده از سیستم مبتنی بر ارزش است. جهت‌گیری این سیستم‌ها به سمت خلق ارزش برای تمامی اجزای شرکت است که در این میان ثروت ایجاد شده برای سهام‌داران نقش پررنگ‌تری دارد، چراکه مهم‌ترین جنبه‌ای که توسط سهام‌داران مورد توجه قرار می‌گیرد، این است که آیا ارزش سرمایه‌گذاری آن‌ها در نتیجه عملکرد مدیریت افزایش پیدا کرده است؟ به این دلیل ایجاد انگیزه برای سهام‌داران نیازمند دانستن متغیرهای اصلی ثروت سهام‌داران است (رضایی و همکاران، ۱۳۸۹).

از سوی دیگر، ارزیابی عملکرد شرکت‌ها از مهم‌ترین موضوعات مورد توجه استفاده‌کنندگان از اطلاعات حسابداری است و نتایج حاصل از آن مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها در داخل و خارج از واحد تجاری است. در هر برهه از زمان، معیار و ابزار خاصی به این منظور مطرح شده است که هر یک بدون اشکال نبوده است و انتقاداتی به آن وارد شده است (صالحی، ۱۳۸۰). سرمایه‌گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در به کارگیری از سرمایه‌شان آگاهی

یابند. آن‌ها علاقه‌مندند دریابند از سرمایه‌گذاری انجام‌شده، چه اندازه ایجاد ارزش شده است. افزایش ثروت سهام‌داران در بلندمدت از مهم‌ترین اهداف شرکت‌ها محسوب می‌شود (یحیی‌زاده‌فر و همکاران، ۱۳۸۹). برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها بر اساس اطلاعات حسابداری، معمولاً از شاخصه‌های بازده دارایی‌ها (ROA)، بازده سرمایه (ROI) و بازده فروش (ROS) که تابعی از عوامل داخلی و خارجی هستند، استفاده می‌شود (راچدی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). در مدل‌های اقتصادی، از مفاهیم اقتصادی استفاده می‌شود و عملکرد شرکت با توجه به قدرت کسب سود دارایی‌های موجود و سرمایه‌گذاری بالقوه و با عنایت به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه ارزیابی می‌شود؛ مانند ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل‌شده و ارزش افزوده بازار. اولین پژوهش تجربی برای بررسی رابطه ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار در سال ۱۹۹۱ میلادی توسط استوارت انجام شد. شرکت‌های مورد بررسی در پژوهش وی شامل ۶۱۳ شرکت آمریکایی بود که رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار برای سال‌های ۱۹۸۴ و ۱۹۸۵ میلادی در مقایسه با سال‌های ۱۹۸۷ و ۱۹۸۸ بررسی شد. نتایج تحقیق نشان داد که همبستگی زیادی بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار وجود دارد، به طوری که تغییر ارزش افزوده اقتصادی قادر به توضیح ۹۷ درصد از تغییرات ارزش افزوده بازار است (انواری رستمی و همکاران، ۱۳۸۳).

در این پژوهش از شاخصه عملکرد ارزش افزوده ایجادشده برای سهام‌داران، به عنوان متغیر وابسته استفاده شده است. سود سهام نقدی هر سهم برای دارنده سهام به عنوان یکی از منابع ایجاد نقدینگی افراد، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از آنجا که تصمیمات مربوط به تقسیم سود نتیجه تصمیمات سرمایه‌گذاری و تصمیمات مالی است، تقسیم سود از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. پرداخت سود سهام به صاحبان سهام یکی از راه‌هایی است که شرکت می‌تواند بدان وسیله مستقیماً بر ثروت سهام‌داران اثر بگذارد؛ بنابراین هدف از اجرای چنین سیاستی، تعیین نقشی است که آن سیاست، در به حداکثر رسانیدن ثروت سهام‌داران ایفا می‌کند. اگر سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت، بازده و رشد سود هر سهم تأثیر داشته باشد، شرکت‌ها می‌توانند با توجه به موقعیت بازار و یا عملکرد خودشان سیاستی را اتخاذ کنند که ارزش بازار شرکتشان را به حداکثر برسانند (قمی، ۱۳۸۹). بنابراین، در این پژوهش سعی بر این است رابطه بین سود نقدی تقسیمی و شاخص عملکرد

ارزش افزوده ایجاد شده برای سهام داران مورد بررسی قرار گیرد. یکی از پیچیده ترین مباحث در شرکت های سهامی، سیاست تقسیم سود است. مدیران به عنوان مسئولان تهیه صورت های مالی با وقوف کامل بر وضعیت مالی شرکت و با برخورداری از سطح آگاهی بیشتر نسبت به استفاده کنندگان صورت های مالی، سعی دارند که تصویر واحد تجاری را مطلوب جلوه دهند. به طور معمول، این امر از طریق اعمال نظر در سود تقسیم شده واحد تجاری میسر می شود. یکی از اهداف اصلی مدیران، حداکثر نمودن ارزش شرکت سهام داران در بلندمدت است، (سیواتسان و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). سود تقسیمی از جمله اطلاعات بااهمیت در تصمیم های اقتصادی به شمار می رود. مطالعات و پژوهش های انجام شده درباره سود تقسیمی، یکی از پر حجم ترین و بیشترین تلاش های پژوهشی را در تاریخ حسابداری تشکیل می دهد. سود تقسیمی، ابزار سنجش اثربخشی مدیریت و وسیله پیش بینی و ارزیابی تصمیم گیری ها، همواره مورد استفاده سرمایه گذاران، مدیران و تحلیلگران مالی بوده است (سجادی و همکاران، ۱۳۸۶). در این تحقیق نحوه محاسبه شاخص عملکرد ارزش افزوده ایجاد شده برای سهام داران مورد بررسی قرار می گیرد.

ارزش ایجاد شده برای سهام داران از جمله معیارهای ارزیابی عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش<sup>۲</sup> (VBM) محسوب می شود که ارزش ایجاد شده در شرکت را در مقایسه با میانگین موزون هزینه سرمایه سرمایه گذاری شده نشان می دهد. اساس این روش منطبق بر تجربیات مربوط به مدل جریان نقد تنزیل شده<sup>۳</sup> (DCF) است. درحقیقت، مفهوم ارزش سهام دار بیانگر آن است که پول سهام داران باید بازده بیشتری نسبت به سرمایه گذاری در دیگر دارایی های با سطح ریسک مشابه ارائه کند. بدین معنی که ارزش، زمانی افزایش می یابد که خالص جریان اقتصادی کسب و کار علاوه بر فزونی آن بر هزینه اقتصادی کل سرمایه به کار گرفته شده، در جهت خلق سود عملیاتی نیز باشد، به طوری که سود حسابداری در مقایسه با ارزش آفرینی الزاماً منجر به خلق ارزش نمی شود. بر اساس این دیدگاه، ارزش زمانی ایجاد می شود که ارزش بازار از ارزش دفتری هر سهم فزونی یابد (احمدیان پور، ۱۳۹۰).

---

1. Sivathaasan et, al  
2. Value Based Management  
3. Discounted Cash Flow

### ۳. پیشینه تحقیق

#### ۳-۱. مطالعات داخلی:

بانی و همکاران (۱۳۹۲)، در تحقیق خود به بررسی رابطه ارزش افزوده اقتصادی با سود نقدی و سود هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که رابطه معناداری میان سود نقدی و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد.

آرام (۱۳۹۲)، در تحقیقی تحت عنوان بررسی تأثیر سود تقسیم شده و سود تقسیم نشده بر رابطه بین ارقام حسابداری و ارزش شرکت، اطلاعات مالی ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در طی دوره ۸۶-۹۰ به روش تحلیل ترکیبی مورد بررسی قرار داد. نتایج وی نشان داد که اضافه شدن سود تقسیم شده به مدل ترکیبی ارزش دفتری و سود خالص، اطلاعات مربوط تری در رابطه با ارزش بازار شرکت ارائه نمی کند. همچنین تفکیک سود خالص به سود تقسیم شده و سود تقسیم نشده، اطلاعات مربوط تری را نسبت به سود در رابطه با ارزش بازار شرکت ارائه می کند و هر یک به طور جداگانه مربوط هستند و رابطه معنادار با ارزش شرکت دارند.

زارع (۱۳۹۰)، در تحقیقی تحت عنوان بررسی ارتباط بین مکانیزم‌های راهبری شرکتی و سیاست‌های تقسیم سود با ارزش شرکت انجام داد. به این منظور، اطلاعات مالی ۱۲۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در طی دوره ۸۰-۸۸ مورد بررسی قرار داد. نتایج به دست آمده حاکی از این است که سود تقسیمی تأثیر منفی و معنی داری بر ارزش شرکت دارد. همچنین مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی، تعداد اعضای غیرموظف و تعداد اعضای هیئت مدیره تأثیر مثبت و معنی داری بر ارزش شرکت دارند. همچنین نتایج حاصله نشان داد که با افزایش تعداد اعضای غیرموظف در هیئت مدیره شرکت‌ها (تحت دو شاخص مطرح شده)، رابطه بین سود تقسیمی، مالکیت دولتی و مالکیت مدیریتی با ارزش شرکت بیشتر می شود، اما با تفکیک بین تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت‌ها، مشخص شد که رابطه بین سود تقسیمی و انواع ساختار مالکیت با ارزش شرکت معنی دار نیست.

قمی (۱۳۸۹)، تحقیقی تحت عنوان بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود بر نرخ رشد سود هر سهم، بازده و ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. وی در این پژوهش با استفاده از دانش موجود در زمینه تقسیم سود، به بررسی شیوه‌های تقسیم سود

شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و رابطه آن روش‌ها را در رشد سود تقسیمی، رشد سود هر سهم، بازده و رشد ارزش بازار سهام آن شرکت‌ها بررسی کرد. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ها نشان داد، شرکت‌هایی که سود سهمی تقسیم می‌کنند، نرخ رشد سود تقسیمی، بازده و رشد ارزش بازار سهام بیشتر و رشد سود هر سهم کمتری نسبت به شرکت‌هایی دارند که سود نقدی تقسیم می‌کنند. همچنین نتایج وی نشان داد در شرکت‌هایی که بازده دارایی افزایشی دارند، نحوه تقسیم سود نقدی و سهمی تأثیری در متغیرهای رشد سود تقسیمی، بازده، رشد سود هر سهم و رشد ارزش بازار سهام آن‌ها نخواهند داشت، ولی در شرکت‌هایی که بازده دارایی‌ها کاهشی است، با تقسیم سود سهمی، رشد سود تقسیمی، بازده و رشد ارزش بازار سهام بیشتر و رشد سود هر سهم کمتری مشاهده خواهد شد.

حساس یگانه و دلخوش (۱۳۸۸)، در تحقیقی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۳ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از تحقیق بیانگر آن است که بین ارزش افزوده اقتصادی و سود تقسیمی هر سهم هیچ گونه رابطه معنی داری وجود ندارد، اما بین ارزش افزوده اقتصادی و قیمت سهام رابطه معنی داری مشاهده شده است. در نتیجه ارزش افزوده اقتصادی می‌تواند بر آوردکننده بهتری برای قیمت سهام باشد.

حساس یگانه و دلخوش (۱۳۸۶)، به بررسی رابطه میان توزیع سود و قیمت سهام با ارزش افزوده اقتصادی میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳ پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که رابطه معناداری میان سود نقدی و ارزش افزوده اقتصادی وجود ندارد، در حالی که میان قیمت سهام و ارزش افزوده اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

مستوری (۱۳۸۴)، به بررسی رابطه سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. این پژوهش برای ۶۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳ - ۱۳۷۸ صورت گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها حاکی از این است تقاضای سرمایه‌گذاران برای دریافت سود نقدی از بنگاه‌ها، برای تصمیم‌گیری مدیران اثرگذار است. در این پژوهش به بررسی پرداخت سود به سهام‌داران و اثرات آن در ارزش جاری شرکت و اثرات منفی آن بر سرمایه‌گذاری پرداخته شده است.

کاوسی (۱۳۸۲)، ارتباط نسبت Q توین و ارزش افزوده اقتصادی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره ۱۳۷۷-۱۳۸۰ بررسی کرد. در این تحقیق ۴۸ شرکت بر اساس نمونه‌گیری تصادفی ساده انتخاب شده است. نتایج حاصل از تحقیق، حاکی از وجود رابطه همبستگی معنادار بین دو معیار نسبت Q توین و ارزش افزوده اقتصادی در کل دوره بوده است. رابطه همبستگی برای سال‌های خاص به‌طور جداگانه متفاوت بوده است، به‌طوری‌که برای سال‌های ۱۳۷۹ و ۱۳۸۰ رابطه تأیید شد، اما برای سال ۱۳۷۸ رابطه تأیید نشده است.

رستمی، سراجی و تهرانی (۱۳۸۳)، در تحقیقی به بررسی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی و ارزش بازار سهام شرکت‌ها و مقایسه آن با دو شاخص دیگر مهم حسابداری یعنی سود قبل از بهره و مالیات و جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق بیانگر آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد که سود قبل از بهره و مالیات نسبت به ارزش افزوده اقتصادی همبستگی بیشتری را با ارزش بازار نشان می‌دهد. این در حالی است که ارزش افزوده اقتصادی نسبت به جریان نقدی عملیاتی، همبستگی بیشتری با ارزش بازار دارد. نتایج به دست آمده در این تحقیق با نتایج حاصله از تحقیقات بیدل و همکارانش مطابقت کاملی را نشان می‌دهد.

اقورلی خانی (۱۳۸۳)، درخصوص رابطه بین EVA و بازده سهام در شرکت‌های صنعت دارویی و شیمیایی، تحقیقی انجام داد که نتایج تحقیق وی بدین شرح است: (۱) بین EVA و بازده سهام یک دوره مالی، همبستگی معنادار اما بسیار ضعیف وجود دارد. (۲) بین EVA و بازده سهام سال بعد شرکت، همبستگی معنادار وجود ندارد.

دریاییگی (۱۳۸۲)، در تحقیق خود به بررسی مقایسه‌ای ارزش افزوده اقتصادی با سود حسابداری در تعیین ارزش بازار پرداخته است. او به این نتیجه رسید که همبستگی سود حسابداری با ارزش بازار شرکت، بیش از همبستگی EVA با ارزش بازار شرکت است.

خلیلی (۱۳۸۱)، به بررسی ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم در شرکت‌های پذیرفته‌شده صنایع مواد غذایی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. وی معیار ارزش افزوده اقتصادی را به‌عنوان معیاری که بازدهی دارایی‌های موجود را مورد توجه قرار می‌دهد و به‌منظور



تعیین ارزش واقعی شرکت به کار می‌رود، مورد ارزیابی قرار داد و در پایان به این نتیجه رسید که بین ارزش افزوده اقتصادی و درآمد هر سهم هیچ همبستگی و ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. هاشمی (۱۳۷۷)، تحقیقی تحت عنوان بررسی ضرورت تهیه و ارائه ارزش افزوده به وسیله سیستم اطلاعاتی حسابداری در ایران انجام داد. وی در این تحقیق به این نتیجه رسید که اگر برای سنجش و گزینش پروژه‌های سرمایه‌گذاری معیار ارزش افزوده مورد استفاده قرار گیرد، اثرات جامع اقتصادی و اجتماعی در آن ملحوظ شده و تصمیم‌گیرنده را از درگیر شدن در خطاها و اشتباهاتی که در به‌کارگیری دیگر شیوه‌ها ممکن است رخ بدهد، برحذر می‌دارد. بر همین اساس می‌توان از بین صنایع موجود، صنایعی را که دارای ارزش افزوده بالایی هستند مورد حمایت‌های مالی قرار داد تا این‌گونه صنایع در جامعه رشد کنند.

صمدزاده (۱۳۷۲)، خط‌مشی‌های تقسیم سود و تأثیرات آن‌ها را بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد خط‌مشی‌های تقسیم سود، برای مدیران شرکت‌ها شناخته شده نبوده و سهام‌داران نیز به سود سهام نقدی و تغییرات آن به‌عنوان یک تعدیل دارای پیام توجه نمی‌کنند.

### ۳-۲. مطالعات خارجی

دایالا<sup>۱</sup> (۲۰۱۵)، به بررسی این موضوع پرداخت که آیا ارزش افزوده اقتصادی نسبت به سود توانایی بیشتری در توضیح سود دارد یا خیر. او برای بررسی این موضوع ۳۰۰ شرکت را انتخاب کرد و پس از آزمون به این نتیجه رسید که سود دارای توانایی بیشتری نسبت به ارزش افزوده اقتصادی است. آل‌تحتامونی و آل‌سلحت<sup>۲</sup> (۲۰۱۴)، تحقیقی تحت عنوان تأثیر شاخص‌های حسابداری و رشد در ارزش بازار انجام دادند. این مطالعه با هدف بررسی تأثیر شاخص‌های حسابداری (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم) و نرخ رشد بر ارزش بازار (قیمت بازار سهام، بازده سهام و ارزش بازار به ارزش دفتری)، طی سال‌های ۲۰۱۱-۲۰۰۲ انجام شد. نتایج حاکی از عدم وجود ارتباط بین شاخص‌های حسابداری و رشد جاری بر قیمت سهام بازار و ارزش بازار به ارزش دفتری بود و هیچ تأثیری از شاخص‌های حسابداری فعلی و رشد فعلی در بازده بازار سهام

1. Dayala

2. AL Tahtamouni & Alslehat

وجود نداشت و همچنین مشخص شد که تأثیر مثبت شاخص‌های حسابداری آینده و رشد آینده در ارزش بازار بستگی به اندازه‌گیری کلیه ارزش بازار دارد و بهترین شاخص‌های حسابداری که بیانگر تغییرات در ارزش بازار است، سود هر سهم است.

ونگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)، تحقیقی تحت عنوان بررسی سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تایوان از طریق آزمون فرضیه چرخه عمر انجام دادند و اعلام کردند که ارتباط پرداخت سود سهام نقدی، سود تقسیمی با سودآوری بالا، نرخ رشد بیشتر دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتر نسبت به زمانی که سود سهام نقدی و سود تقسیمی پرداخت نمی‌شود، بیشتر است. این نتایج با فرضیه چرخه عمر پرداخت سود سهام در شرکت‌های جوان‌تر با پتانسیل رشد بالاتر سازگاری دارد، اما شرکت‌های با سودآوری کمتر، گرایش بیشتری به انباشت سود تقسیمی نسبت به سود نقدی دارند.

موسی<sup>۲</sup> (۲۰۰۹)، تحقیقی در رابطه با سیاست تقسیم سود تعداد ۵۳ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس نیجریه را طی سال‌های ۲۰۰۲-۱۹۹۲ مورد بررسی قرار داد. نتایج وی حاکی از این است که تقسیم سود تابعی از جریان نقدی، سود سال جاری و تقسیم سود سال قبل است. همچنین دریافت که نسبت دارایی جاری، رشد فروش، اندازه شرکت و نوع صنعت رابطه‌ای با تقسیم سود ندارد.

بن نیسورو قواید<sup>۳</sup> (۲۰۰۲)، به بررسی عوامل مؤثر بر ارزش بازار سهام پرداختند. آن‌ها با استفاده از ۲۸ شرکت فهرست‌شده در بورس اوراق بهادار تونس بین سال‌های ۱۹۹۶-۱۹۹۰ به این نتیجه رسیدند که بین سود سهام و ارزش بازار، نسبت به سود سهام و ارزش دفتری رابطه مثبت تری وجود دارد و همچنین دریافتند که رابطه مثبت و معنی‌داری بین بازده دارایی و ارزش بازار وجود دارد.

ناصر و جوید<sup>۴</sup> (۲۰۰۲)، به بررسی ارتباط بین سیاست تقسیم سود، ساختار سرمایه و سودآوری با ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار کشور تونس پرداختند. در این پژوهش از داده‌های تابلویی (Panel Data) نامتعدد استفاده شده است. خلاصه یافته‌های اصلی پژوهش حاکی

1. Wang et al

2. Musa

3. Ben Naceur & Goaid

4. Naceur & Goaid

از این است که سودآوری و نسبت اهرم تأثیر مثبت بر ارزش شرکت دارد، درحالی که پرداخت سود تأثیر معکوس بر ارزش شرکت دارد.

فرناندز (۲۰۰۲)، تحقیقی را تحت عنوان الگوی ارزشیابی سود باقی مانده و الگوی ارزشیابی جریان های نقدی تنزیل شده انجام داد و به این نتیجه رسید که این معیار، توان اندازه گیری ثروت ایجادشده برای سهامداران را ندارد.

داد و چن<sup>۱</sup> (۱۹۹۷)، در پژوهشی رابطه بین معیارهای ارزیابی عملکرد و بازده سهام را برای نمونه ای شامل ۵,۵۶۶ شرکت آمریکایی در طی دوره زمانی ۱۹۸۳-۱۹۹۲ میلادی بررسی کردند. معیارهای ارزیابی عملکرد در پژوهش آنها عبارت بودند از: ارزش افزوده اقتصادی، بازده دارایی ها، سود هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام و سود باقی مانده. آنها با بررسی رابطه مفید بودن ارزش افزوده اقتصادی در مقابل اطلاعات سود حسابداری و سود باقی مانده، به این نتایج رسیدند:

۱. ارزش افزوده اقتصادی (EVA) نه تنها در تئوری، بلکه در عمل هم شباهت قابل توجهی به سود باقی مانده دارد.

۲. گرچه رابطه بین EVA و بازده سهام باعث افزایش طرفداران EVA شده است، اما این نسبت چندان قابل توجه نیست.

۳. ارزش افزوده اقتصادی در تشریح بازده سهام بسیار قوی تر از مقیاس های سنتی حسابداری عمل می کند، اما سود حسابداری همچنان دارای ارزش اطلاعاتی بااهمیتی است.

تحقیقات والس<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) در خصوص اثر طرح های انگیزشی ارزش افزوده اقتصادی بر تصمیمات سرمایه گذاری، تأمین مالی و عملیاتی حاکی از آن است که ارزش افزوده اقتصادی، طرح های پاداش، تصمیم گیری مدیران در مورد سرمایه گذاری، تأمین مالی و عملیاتی را تحت تأثیر قرار داده و بهبود می بخشد.

#### ۴. روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی است که قصد بررسی رابطه نسبت سود نقدی تقسیمی با ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام را دارد و می تواند برای نهادهای تدوین کننده

1. Dad & chen

2. vals

مقررات، استاندارد گذاران، سرمایه گذاران و ... راه گشا باشد. همچنین روش این پژوهش از نظر زمان گردآوری اطلاعات و نوع داده‌ها از نوع مطالعات تاریخی و پانل<sup>۱</sup> (ترکیبی) است که نمونه‌های موجود در طول دوره‌های زمانی مختلف مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند. روش پژوهش بر اساس خصوصیت موضوع از نوع توصیفی (از نوع پس رویدادی) و همبستگی است. هدف از انجام این پژوهش، توصیف واقعیت عینی موضوع است و همچنین برای توصیف این واقعیات، میزان تغییرات و توضیح دهندگی یک عامل (متغیر وابسته) به وسیله چند عامل دیگر (متغیرهای مستقل) مورد بحث و بررسی قرار گرفته است.

در این تحقیق اطلاعات لازم جهت بررسی مبانی نظری و پیشینه تحقیق به روش کتابخانه‌ای جمع‌آوری شده است. بدین منظور از کتب، پایان‌نامه‌های تحصیلی و مقالات داخلی و خارجی جهت مطالعه و بررسی ادبیات موضوع و بازنگری پیشینه تحقیق استفاده شده است. اطلاعات مورد نیاز در ارتباط با متغیرهای مطرح شده در فرضیه‌های تحقیق به روش میدانی جمع‌آوری شده است که بدین منظور از بانک اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده شده است. همچنین گردآوری داده‌ها، شامل تهیه فهرست شرکت‌ها و جمع‌آوری اطلاعات مالی آن‌ها نظیر اطلاعات ترازنامه، صورت سود و زیان و ... از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بعضاً با مراجعه مستقیم به صورت‌های مالی منتشره شرکت‌ها در سایت کدال و مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به بورس اوراق بهادار صورت گرفته است. جامعه آماری این پژوهش نیز شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ است. به منظور آماده‌سازی متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل‌ها و آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل استفاده شده است. ابتدا اطلاعات گردآوری شده وارد این نرم‌افزار شد و پس از محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای این پژوهش برای جمع‌بندی و انجام محاسبات مورد نیاز جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده‌ها و نتایج از نرم‌افزارهای ایویوز<sup>۸</sup> استفاده شده است.

---

1. Panel

## ۵. فرضیه‌های پژوهش

- بین نسبت سود نقدی تقسیمی و ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
- بین نسبت سود نقدی تقسیمی و با ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنی داری وجود دارد.

## ۶. تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

### ۶-۱. تعیین ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام<sup>۱</sup> (CSV)

این معیار از جمله معیارهای ارزیابی عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش<sup>۲</sup> (VBM) محسوب می شود که ارزش ایجادشده در شرکت را در مقایسه با میانگین موزون هزینه سرمایه سرمایه گذاری شده نشان می دهد. اساس این روش منطبق بر تجربیات مربوط به مدل جریان نقد تنزیل شده<sup>۳</sup> (DCF) است. در حقیقت، مفهوم ارزش سهام دار بیانگر آن است که پول سهام داران باید بازده بیشتری نسبت به سرمایه گذاری در دیگر دارایی های با سطح ریسک مشابه ارائه کند. بدین معنی که ارزش، زمانی افزایش می یابد که خالص جریان اقتصادی کسب و کار علاوه بر فزونی آن بر هزینه اقتصادی کل سرمایه به کار گرفته شده، در جهت خلق سود عملیاتی نیز باشد، به طوری که سود حسابداری در مقایسه با ارزش آفرینی الزاماً منجر به خلق ارزش نمی شود. بر اساس این دیدگاه، ارزش زمانی ایجاد می شود که ارزش بازار از ارزش دفتری هر سهم فزونی یابد. نحوه محاسبه ارزش ایجادشده برای سهام داران به قرار ذیل است:

$$(1) \quad \text{هزینه سهام عادی} \times \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام} - \text{ارزش افزوده سهام داران} = CSV$$

$$(2) \quad \text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام} - \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام} = \text{ارزش افزوده سهام داران}$$

### ۶-۲. نحوه تعیین ارزش افزوده اقتصادی

ارزش افزوده اقتصادی که بر مبنای نظریه سود اقتصادی بنا شده است، معتقد است ارزش، زمانی ایجاد می شود که یک واحد تجاری بتواند تمام هزینه های سرمایه ای خود را پوشش داده و مبالغی را

---

1. Created Shareholder Value  
2. Value Based Management  
3. Discounted Cash Flow

به عنوان سود یا ارزش افزوده اقتصادی داشته باشد. از این رو فرمول مربوط به محاسبه ارزش افزوده اقتصادی به صورت ذیل است.

$$EVA = Capital \times (r - c) \quad (۳)$$

### ۶-۳. نحوه تعیین نسبت سود نقدی تقسیمی (DPS)

متغیر مستقل پژوهش حاضر، نسبت سود نقدی تقسیمی است که از طریق تقسیم سود نقدی هر سهم به سود هر سهم به شرح زیر قابل اندازه گیری است:

$$\text{نسبت سود تقسیمی} = \frac{DPS}{EPS} \quad (۴)$$

در این رابطه DPS عبارت است از سود تقسیمی هر سهم و EPS برابر با سود هر سهم و DPS% نیز بیانگر درصد سود سهامی است که شرکت بین سهام داران توزیع می کند. بدیهی است که هرچه این نسبت بیشتر باشد، نشان می دهد که شرکت میزان بیشتری از سود اکتسابی را تقسیم کرده است. با توجه به تعاریف متغیر مستقل و متغیرهای وابسته به شرح فوق برای آزمون فرضیه اول تحقیق از مدل آماری ذیل استفاده خواهد شد:

$$CSV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \quad (۵)$$

$$\beta_3 MTB_{i,t} + \varepsilon_t$$

برای آزمون فرضیه دوم تحقیق از مدل آماری ذیل استفاده خواهد شد:

$$EVA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \quad (۶)$$

$$\beta_3 MTB_{i,t} + \varepsilon_t$$

که در جدول (۱) تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق آورده شده است:

جدول ۱. معرفی متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق

تعریف عملیاتی	شماره مدل	نام متغیر	نوع متغیر
ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام شرکت $i$ در دوره $t$	یک	$CSV_{it}$	متغیر وابسته
ارزش افزوده اقتصادی ایجاد شده برای صاحبان سهام شرکت $i$ در دوره $t$	دو	$EVA_{it}$	متغیر وابسته
نسبت سود نقدی تقسیمی شرکت $i$ در دوره $t$	یک و دو	$DPS_{it}$	متغیر مستقل
اندازه شرکت $i$ در دوره $t$	یک و دو	$SIZE_{it}$	متغیر کنترلی
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت $i$ در دوره $t$ (فرصت های رشد)	یک و دو	$MTB_{it}$	متغیر کنترلی

مأخذ: یافته های پژوهش

## ۷. تجزیه و تحلیل داده‌ها و اطلاعات

### ۷-۱. نتایج آمار توصیفی

جدول (۲) آمار توصیفی را برای متغیرهای مدل اول تحقیق به تفکیک میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر مشاهدات نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ملاحظه می‌شود، برای مثال میانگین و میانه ارزش ایجادشده سهام داران به ترتیب برابر با ۰,۱۲ و ۰,۰۲ است. همچنین در این جدول پراکندگی متغیرها به همراه مقدار حداکثر و حداقلی برای هر کدام ارائه شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی

فرصت‌های رشد شرکت	اندازه شرکت	نسبت سود تقسیمی	ارزش افزوده اقتصادی	ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام	
۶۶۲	۶۶۲	۶۶۲	۶۹۷	۶۶۲	تعداد مشاهدات
۱/۱۷	۵/۹۸	۰/۴۰	۰,۶۰	۰/۱۲	میانگین
۰/۵۶	۵/۹۲	۰/۴۱	۰,۵۰	۰/۰۲	میانه
۶/۷۷	۸/۰۷	۰/۹۹	۰,۴۹	۲/۹۲	حداکثر
۰/۰۰	۴/۳۷	(۰/۴۵)	(۰,۳۲)	(۰/۹۸)	حداقل
۱/۴۳	۰/۵۹	۰/۳۷	۰,۱۰	۰/۴۷	انحراف معیار
۲/۰۳	۰/۳۵	۰/۱۴	۰,۱۰	۰/۲۲	واریانس
۱/۷۶	۰/۶۹	۰/۱۶	۰,۰۹	۱/۹۸	ضریب چولگی
۵/۵۴	۴/۴۲	۱/۴۳	۴,۵۲	۹/۹۳	ضریب کشیدگی

مأخذ: یافته‌های پژوهش

### ۷-۲. آزمون چاو و هاسمن:

در این بخش به آزمون چاو و هاسمن پرداخته می‌شود. همان‌طور که در جدول شماره (۳) نشان داده شده است، برای هر دو مدل، سطح اطمینان آزمون چاو کمتر از ۰,۰۵ است. بنابراین نوع روش پانل است و برای ثابت و تصادفی بودن از آزمون هاسمن استفاده می‌شود که با توجه به نتایج آزمون هاسمن که سطح خطا بالای ۰,۰۵ است، باید از اثرات تصادفی استفاده کرد.

جدول ۳. نتایج آزمون چاو و هاسمن

مدل	آزمون چاو			آزمون هاسمن		
	آماره مربع کا	سطح خطا	نتیجه	آماره مربع کا	سطح خطا	نتیجه
اول	۳۰۸/۷	۰/۰۰۰	مدل پانل	۳/۰۶	۰/۳۹	اثرات تصادفی
دوم	۱۴۹/۵۴	۰/۰۱۲۲	مدل پانل	۱/۴۶	۰/۶۹۱۳	اثرات تصادفی

مأخذ: یافته‌های پژوهش

### ۳-۷. نتایج برازش مدل

انتظار می‌رود که رابطه معناداری میان ارزش ایجادشده سهام‌داران و سود تقسیمی وجود داشته باشد. با توجه به نتایج برازش رگرسیون که در جدول شماره (۴) آورده شده است. مقدار احتمال متغیر DPS کمتر از ۵ درصد است که این موضوع نشان‌دهنده این است که میان این متغیر و ارزش ایجادشده سهام‌داران رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

جدول ۴. نتایج برازش مدل اول

متغیر وابسته			متغیرهای توضیحی	
ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام				
<i>Prob</i>	آماره <i>t</i>	مقدار ضریب		
۰/۶۲۸۷	۰,۴۸۳۷	۰/۹۳۲۸	$\mu_1$	ضریب ثابت
۰/۰۰۲	۳/۱۰۲۷	۰/۱۴۴۷	$\alpha_1$	DPS
۰/۷۵	-۰/۳۱۸۸	-۰/۰۰۹۲	$\alpha_2$	اندازه
۰/۰۳۸۹	۲/۰۶۹۱۷	۰/۰۲۴۵۲	$\alpha_3$	فرصت‌های رشد

مأخذ: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج برازش رگرسیون که در جدول شماره (۵) آورده شده است. مقدار احتمال متغیر DPS بیشتر از ۵ درصد است که این موضوع نشان‌دهنده این است که میان این متغیر و ارزش ایجادشده سهام‌داران رابطه معناداری وجود ندارد.



جدول ۵. نتایج برازش مدل شماره دو

متغیر وابسته			متغیرهای توضیحی	
ارزش افزوده اقتصادی				
<i>Prob</i>	آماره <i>t</i>	مقدار ضریب		
۰/۲۹۹۴	۱/۰۳۸۵۵۹	-۰/۳۷۳۳۴	$\mu_t$	ضریب ثابت
۰/۲۵۵۱	۱/۱۳۸۸۳۹	۰/۰۱۰۷۰۱	$\alpha_1$	<i>DPS</i>
۰/۰۱۳۳	۱/۴۸۱۹۸۹	۰/۰۱۴۸۱۴	$\alpha_2$	اندازه
۰/۵۰۸۸	۰/۶۶۱۰۶۲	۰/۰۰۱۷۸۵	$\alpha_3$	فرصت‌های رشد

مأخذ: یافته‌های پژوهش

### ۸. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این تحقیق تأثیر سود تقسیمی بر شاخص ارزیابی عملکرد (شاخص ارزش افزوده اقتصادی) و ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد و در آن از اطلاعات مالی ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ استفاده شد. با استفاده از اطلاعات شرکت‌ها و مبانی نظری به بررسی ۲ فرضیه تحقیق پرداخته شد. به منظور بررسی فرضیه اول و دوم تحقیق، از مدل رگرسیون روش حداقل مربعات معمولی استفاده شد و معناداری کل مدل از طریق آماره فیشر و معناداری هر کدام از ضرایب مدل تحقیق با استفاده از *p-value* بررسی شده است. در بررسی فرضیه اول تحقیق مشاهده شد سطح معناداری کمتر از ۰,۰۵ است که نشان دهنده این موضوع است که یک رابطه معنادار میان متغیر مستقل سود تقسیمی و متغیر وابسته ارزش ایجاد شده برای سهام داران وجود دارد. این نتیجه با نتیجه تحقیق نوروش و همکاران (۱۳۸۳) سازگار است. همچنین مشاهده شد سطح معناداری متغیر سود تقسیمی در مدل دوم بیشتر از ۰,۰۵ است و نشان دهنده این موضوع است که رابطه معناداری میان متغیر مستقل سود تقسیمی و متغیر وابسته ارزش افزوده اقتصادی وجود ندارد؛ که این نتیجه با نتایج تحقیق اعتمادی و همکاران (۱۳۸۶)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۸) و هاگ و همکاران (۲۰۱۳) سازگار است.

لذا به شرکت‌کنندگان در بازار توصیه می‌شود که در هنگام ارزیابی عملکرد شرکت‌ها از معیارهای مبتنی بر ارزش، بیشتر استفاده کنند. همچنین به تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری

توصیه می‌شود با توجه به رشد سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری، شرکت‌ها را به افشای اطلاعات با در نظر گرفتن هزینه‌های فرصت سرمایه، ملزم کنند.

#### منابع:

- اعتمادی، حسین؛ بنانی، مهدی (۱۳۸۶). «بررسی رابطه بین سود نقدی سهام با ارزش افزوده اقتصادی و بازده دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*. (۱۹). صص ۷۳-۹۲.
- انواری رستمی، علی اصغر؛ تهرانی، رضا؛ سراجی، حسن (۱۳۸۳). «بررسی ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی، سود قبل از بهره و مالیات، جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*. شماره ۳۷.
- آرام، آزاده (۱۳۹۲). تأثیر سود تقسیم‌شده و سود تقسیم‌نشده بر رابطه بین ارقام حسابداری و ارزش شرکت. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه مازندران.
- حساس یگانه، یحیی؛ دلخوش، مرتضی (۱۳۸۸). «رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی». ۱ (۱). صص ۱۵-۱.
- خلیلی، یوسف (۱۳۸۱). *بررسی ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم در شرکت‌های پذیرفته‌شده (در صنایع غذایی) در بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.
- دریایی، سعید (۱۳۸۲). *مقایسه ارزش افزوده اقتصادی با سود حسابداری در تعیین ارزش بازار شرکت در بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.
- رضایی، غلامرضا (۱۳۷۹). تأثیر وجود رابطه همبستگی بین بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی در ارزیابی عملکرد شرکت‌های صنعت و وسایط نقلیه بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه دوره کارشناسی ارشد حسابداری. دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.

- رهنمای رودپشتی، فریدون؛ نیکومرام، هاشم؛ شاهوردیانی، شادی (۱۳۸۵). مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی). چاپ اول. تهران: انتشارات کسا کاوش.
- زارع، لادن (۱۳۹۰). ارتباط بین مکانیزم های راهبری شرکتی و سیاست های تقسیم سود با ارزش شرکت. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
- سجادی، سیدحسین؛ دستگیر، محسن؛ فرازمنند، حسن؛ محمودی، وحید (۱۳۸۶). «عوامل مؤثر بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله تحقیقات اقتصادی. دوره ۴۲. شماره ۳.
- صالحی، عبدالعلی (۱۳۸۰). تأثیر وجود همبستگی بین  $Q$  تویین و سایر نسخه های  $Q$  در ارزیابی عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علامه طباطبایی.
- صمدزاده، محسن (۱۳۷۲). خط مشی های تقسیم سود و تأثیراتشان بر ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه اصفهان.
- قمی، طاهره (۱۳۸۹). بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود بر نرخ رشد سود هر سهم، بازده و ارزش بازار سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده علوم اقتصادی.
- کاوسی، علیرضا (۱۳۸۲). بررسی ارتباط نسبت  $Q$  تویین و ارزش افزوده اقتصادی. پایان نامه دوره کارشناسی ارشد حسابداری. دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.
- مستوری، افسانه (۱۳۸۴). بررسی رابطه سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت. پایان نامه کارشناسی ارشد. مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی.
  - AL Tahtamouni, F.R and Alslehat, Z.A. (2014). "The Impact of Accounting Indicators and Growth on the Market Value". *International Journal of Academic Research in Accounting*. Finance and Management Sciences, Vol. 4(2), pp. 13-22.
  - Ben Naceur, S and Goaiied, M. (2002). "The relationship between dividend policy, financial structure, profitability and firm value". *Applied Financial Economics*, vol. 12, pp. 843-849.
  - Dodd j.L, and s, Chen. (1996). "EVA: A New Panacea?" *B and E Review*, pp. 26-28.

- **Fernandez, P.EVA.** (2003). "economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation". *Journal of Applied Finance*; vol. 9(3), pp. 74-94.
- **Mahmoud Bani, Hojjat Tajik, Solmaz Nourizadeh, Hossein Asadi, Abolfazl Bani.** (2009). "The Relationship between EVA and EPS and DPS Of Listed Companies in Tehran Stock Exchange". *European Online Journal of Natural and Social Sciences* 2013; Vol. 2, No. 3.
- **Naceur. B and Goaid. M.** (2002). "The Relationship between Dividend Policy, Financial Structure, Profitability and Firm Value". *Applied Financial Economics*.
- **Rachdi, Housseem** (2013). "What Determines the Profitability of Banks During and before the International Financial Crisis? Evidence from Tunisia". *International Journal of Economics, Finance and Management*.
- **Sivathaasan N, R.Tharanika, M.Sinthuja and V.Hanitha.** (2013). "Factors determining Profitability: A Study of Selected Manufacturing Companies listed on Colombo Stock Exchange in Sri Lanka". *European Journal of Business and Management*.
- **Stewart, G. Bennet.** (1997). *The quest for value*, Harper, Collins publisher, inc.
- **Wang, Ming-Hui, Ke, Mei-Chu and Liu, Yen-Sheng Huang.** (2011). "Dividend Policy and Life Cycle Hypothesis: Evidence From Taiwan". *The international Journal of Business and Finance Research*, vol. 5, No.1, pp. 33-52.