

فصلنامه مطالعات حسابداری
شماره ۲۶ - تابستان ۱۳۸۹
صص ۱۵۵-۱۳۹

ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ناصر ایزدی نیا*
اصغر سلطانی**
نسرین علینقیان***

چکیده

سود تقسیمی یکی از موضوعاتی است که از دیرباز مورد توجه سهامداران و پژوهشگران مالی قرار داشته است و با وجود تلاش‌های بسیار در این زمینه هنوز یکی از مسائل حل نشده در حوزه مالی باقیمانده است. دلایل زیادی برای پرداخت سود نقدی یا عدم پرداخت آن وجود دارد. کشف و شناسایی دقیق عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود می‌تواند برای مدیران شرکت‌ها و سهامداران مفید واقع شود. در این مقاله تلاش شده است با مروری بر ادبیات پژوهش، عواملی که ممکن است

* استادیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

** استادیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

*** کارشناسی ارشد مدیریت مالی

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۵/۹

تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/۲/۱۱

بر سود تقسیمی اثرگذار باشند، شناسایی گردد و سپس، با ایجاد مدل متناسب تأثیر آن‌ها بر پرداخت سود تقسیمی مشخص شود. یافته‌های حاصل از پژوهش بیانگر آن است که از بین عوامل شناسائی شده عدم اطمینان به جریان های نقدی، فرصت های سرمایه گذاری و سودآوری واحد تجاری و تضاد نمایندگی از عوامل مؤثر بر پرداخت سود تقسیمی هستند.

واژه‌های کلیدی: سود تقسیمی، تضاد نمایندگی، سودآوری، سرمایه کسب شده به سرمایه پرداخت شده.

مقدمه

شرکت‌های موفق معمولاً از سودآوری بالایی برخوردارند. سود کسب شده توسط شرکتها می تواند در دارایی‌های عملیاتی سرمایه‌گذاری شود، در راستای تحصیل اوراق بهادار جدید به کار رود، برای بازپرداخت بدهی‌ها مورد استفاده قرار گیرد و یا این که بین سهامداران توزیع شود (آمیدو و آبور، ۲۰۰۶). حالت آخر که اصلاحاً تقسیم سود نامیده می شود موضوع این مقاله است.

دلایل زیادی برای تقسیم یا عدم تقسیم سود وجود دارد. کشف و شناسایی دقیق عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود هنوز یکی از مسائل بحث انگیز در حوزه مدیریت مالی شرکتها است. مدیریت شرکت باید متغیرهای متفاوتی را قبل از تصمیم‌گیری درباره چگونگی پرداخت سود تقسیمی در نظر بگیرد. در صورتی که عوامل اثرگذار بر نسبت سود تقسیمی و میزان تأثیر آن‌ها مشخص شود، مدیران به نگرشی درباره موقعیت شرکت خود از لحاظ تقسیم سود دست می یابند و بهتر می توانند تصمیم‌گیری کنند.

سود تقسیمی روی ارزش سهام شرکت و آینده آن تأثیر دارد. به دست آوردن سود و کسب ثروت هدف مشترک تمامی سهامداران است. پژوهش‌هایی بسیار تأثیر سود تقسیمی را روی قیمت تأیید کرده اند. تصمیم‌گیری نادرست در این زمینه ممکن است منجر به از دست دادن سهامداران شرکت و در پی آن کاهش در ارزش

شرکت شود.

مبانی نظری پژوهش

سیاست تقسیم سود شرکت‌ها یکی از موضوعاتی است که توجه بسیاری از نظریه پردازان حوزه مالی را به خود جلب کرده، به گونه ای که سیاست سود تقسیمی موضوع بسیاری از مدل‌ها و نظریه‌ها شده است. بررسی مدل‌ها بر اساس چارچوبی صورت می‌گیرد که این چارچوب توسط فرانکفورت و وود^۱ (۲۰۰۲) ارائه شده است. در ادامه، نظریه‌های مختلف در ارتباط با سیاست تقسیم سود بیان می‌شود.

نظریه بی ارتباطی سود تقسیمی

میلر و مودیگلیانی^۲ (۱۹۶۱) مدلی را ارائه نمودند که نشان می‌داد ارزش شرکت براساس دارایی‌ها و جریان نقد ایجاد شده توسط دارایی‌ها تعیین می‌شود، نه بر اساس روشی که جریان‌های نقد به سهام داران توزیع می‌شود (ویگند و بیکر^۳، ۲۰۰۹). این نظریه بر مفروضاتی استوار است که به قرار زیر می‌باشد: ۱- بازار سرمایه کارا، ۲- اطلاعات متقارن، ۳- فقدان هزینه مبادلات، ۴- فقدان مالیات. مدل میلر و مودیگلیانی یک مدل تک دوره ای تحت شرایط مطمئن است (باتاچاریا^۴، ۲۰۰۷). در مدل آن‌ها اثر پرداخت سود سهم روی دارایی‌ها با ابزارهای دیگر تأمین مالی خنثی می‌شود.

نظریه علامت دهی

این نظریه در واقع کاربردی از مفهوم اقتصادی شناخته شده علامت دهی است که توسط باتاچاریا (۱۹۷۹)، میلر و راک^۵ (۱۹۸۵) و جان و ویلیامز^۶ (۱۹۸۵) مطرح شد. نظریه علامت دهی به دنبال آن است که دلیل تمایل شرکت‌ها به پرداخت سود

1- Frankfurt and Wood
2- Miller and Modigliani
3- Weigand and Baker
4- Bhattacharyya
5- Miller and Rock
6- John and Williams

را تبیین کند. طبق این مدل، سیاست تقسیم سود تقسیمی انتظارات مدیران را درباره سود های آتی شرکت نشان می دهد. مدیران به عنوان افراد درون سازمانی از طریق سیاست تقسیم سود علائمی را درباره انتظارات شان از درآمدهای آتی شرکت به سرمایه گذاران ارسال می کنند. آن ها این کار را از طریق افزایش یا کاهش در سود تقسیمی انجام می دهند. یکی از پیامدهای این فرضیه این است که شرکت هایی که سود تقسیمی خود را افزایش می دهند باید واکنش قیمت مثبتی را تجربه کنند (ویگند و بیکر، ۲۰۰۹). بازده دارایی ها نیز یکی از متغیرهایی است که برای سنجش تأثیری که سهام داران برای شرکت های دارای سیاست سود تقسیمی قائل اند استفاده می شود. (جانسون و همکاران^۱، ۲۰۰۶)

نظریه نمایندگی

نظریه نمایندگی به دنبال آن است که ساختار سرمایه شرکت را به عنوان نتیجه تلاش برای حداقل سازی هزینه های مرتبط با تفکیک مالکیت شرکت و کنترل آن نشان دهد. پرداخت سود سهام مدیران را مجبور به تأمین مالی خارجی و حضور در بازارهای مالی می کند. استفاده از منابع خارجی باعث می شود که مدیر از طرف متخصصان حرفه ای مانند بانک ها و واسطه های مالی تحت نظارت و کنترل باشد. با تشخیص ارزش نظارت تأمین مالی خارجی، ذینفعان ممکن است روی پرداخت سود پافشاری کنند (چای و سو^۲، ۲۰۰۹). معمولاً در شرکتهایی که دارای سهامداران نهادی هستند و بهتر قادرند بر فعالیت های مدیر نظارت کنند پرداخت سود تقسیمی کمتر است. (جانسون و همکاران، ۲۰۰۶)

نظریه چرخه عمر

این نظریه توسط دی آنجلو و همکاران^۳ (۲۰۰۶) ارائه گردید. طبق این نظریه، میزان سود تقسیمی در شرکت هایی که به دوران بلوغ خود رسیده اند، بیشتر است،

1- Johnson et al.
2- Chay and Suh
3- De Angelo et al.

در حالی که در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا میزان سود تقسیمی کمتر می‌باشد. در واقع، تمام آن چه که برای تشریح سود تقسیمی بیان می‌شود، به طور ضمنی موازنه‌ای بین مزایای تقسیم سود و هزینه‌های نگهداری آن (مانند هزینه نمایندگی و جریان نقد آزاد) است. این موازنه در واقع، موازنه بین ذخیره و توزیع منابع طی زمان است. اما به مرور زمان سود انباشته شرکت افزایش می‌یابد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری که شرکت با آن‌ها روبرو است کاهش می‌یابد. در این حالت، شرکت از لحاظ دوره عمر مالی در مرحله بلوغ قرار دارد و پرداخت سود تقسیمی مطلوبیت بیشتری می‌یابد. (بروکمن و آنلو^۱، ۲۰۰۹)

پیشینه پژوهش

چای و سو (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان «سیاست‌های پرداخت سود سهام و عدم اطمینان نسبت به نقدینگی» رابطه نسبت پرداخت سود سهام را با عدم اطمینان نسبت به نقدینگی، نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام، تضاد نمایندگی و فرصت‌های رشد بررسی کردند. پژوهش آن‌ها در دوره زمانی ۲۰۰۵-۱۹۹۵ در شرکت‌های منتخب کشورهای استرالیا، آمریکا، ژاپن، فرانسه، آلمان و انگلیس بود. آن‌ها دریافتند عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی می‌تواند یکی از عوامل اثرگذار بر نسبت تقسیم سود باشد. آن‌ها به این نتیجه دست یافتند که تأثیر نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام بیشتر از سایر عوامل است.

دنيس و آسوبو (۲۰۰۸)^۲ در پژوهش خود با عنوان «چرا موسسه‌ها سود توزیع می‌کنند؟» تغییرات میل ذاتی به پرداخت سود را طی سال‌های ۲۰۰۲-۱۹۹۴ بررسی کردند و رابطه سودآوری، فرصت‌های رشد، اندازه شرکت و سرمایه کسب شده را بین شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام و شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نکرده بودند، در کشورهای آمریکا، کانادا، انگلیس، آلمان، فرانسه و ژاپن بررسی کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که سود تقسیمی تحت تأثیر اندازه، سودآوری، فرصت‌های رشد و سرمایه کسب شده است.

1- Brockman and Unlu

2- Denis and Osobov

آنیل و کاپور^۱ (۲۰۰۸) در پژوهش خود تحت عنوان «عناصر تعیین کننده نسبت تقسیم سود» مطالعه ای در صنعت فناوری اطلاعات هند در دوره ۲۰۰۶-۲۰۰۰ انجام دادند و تأثیر یکسری عوامل را روی نسبت تقسیم سود بررسی کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که سود و نقدینگی با نسبت پرداخت سود سهام داری رابطه مثبت است و مالیات و فرصت های رشد با سود تقسیمی رابطه منفی دارند.

ترانگ و هینی^۲ (۲۰۰۷) در پژوهشی که با عنوان «سهامداران نهادی و سیاست تقسیم سود در کشورهای مختلف دنیا» انجام دادند رابطه متقابل سهامداران عمده و سیاست تقسیم سود را در یک نمونه ۸۲۷۹ شرکتی از ۳۷ کشور بررسی کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند شرکت‌هایی که سودآوری بالایی دارند و فرصت های سرمایه گذاری شان محدود است و یا زمانی که اکثریت سهامداران آن‌ها سهامداران خارجی هستند، احتمال بیشتری وجود دارد که سود سهام پرداخت نمایند.

دی آنجلو و دی آنجلو^۳ (۲۰۰۶) در مقاله ای با عنوان «نامربوط بودن نظریه بی‌ارتباطی سود تقسیمی MM» بیان می‌کنند میلر و مودیکلیانی فرض نادرستی را مبنای تحقیق خود قرار دادند. آن‌ها فرض کردند شرکت‌ها تمام وجوه نقد خود را برای پرداخت سود سهام صرف می‌کنند. بنابراین، نتیجه گیری که در پیامد این فرض حاصل می‌شود نیز درست نمی‌باشد. اما آن‌ها پس از توضیح نواقص این نظریه، نظریه جدیدی با نام نظریه چرخه عمر مطرح کردند که بیان می‌کند شرکت‌ها بر اساس چرخه عمر خود سود پرداخت می‌نمایند.

آمیدو و آبور^۴ (۲۰۰۶) در مقاله ای با موضوع «عناصر تعیین کننده نسبت سود تقسیمی در غنا» پژوهشی طی سال‌های ۲۰۰۳-۱۹۹۸ در کشور غنا انجام دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رابطه مثبتی بین نسبت سود تقسیمی و سودآوری، نقدینگی و مالیات وجود دارد و رابطه میان نسبت سود تقسیمی با ریسک، سرمایه‌گذاران نهادی و فرصت‌های رشد نیز منفی است. مهمترین متغیرها در این پژوهش سودآوری، نقدینگی و فرصت‌های رشد تشخیص داده شد.

1- Anil and Kapoor
2- Troung and Heaney
3- DeAngelo and DeAngelo
4- Amidu and Abor

براو و همکاران^۱ (۲۰۰۵) در مطالعه خود با عنوان «سیاست های پرداخت سود در قرن ۲۱» از ۳۸۴ مدیر برتر مالی نظرسنجی کردند و ۲۳ عامل تعیین کننده را برای سود تقسیمی در نظر گرفتند. دستاورد آن‌ها مشخص کرد که پایداری درآمد کسب شده مهمترین عامل از نظر مدیران است. همچنین در این نظرسنجی رابطه سود تقسیمی با درآمد و سرمایه گذاران نهادی ضعیف تشخیص داده شد.

بیکر و همکاران^۲ (۲۰۰۱) در مقاله خود با نام «عوامل اثر گذار بر تصمیمات مربوط به سیاست تقسیم سود» نظرسنجی را با هدف تعیین مهمترین عوامل مورد استفاده در شرکت های امریکایی که در نزدک^۳ معامله می شوند انجام دادند. بر اساس پاسخ های ۱۸۸ مدیر مالی مهمترین عوامل الگوی سود تقسیمی، پایداری درآمد تعیین شد.

دی سوزا^۴ (۱۹۹۹) در مقاله ای با موضوع «هزینه نمایندگی، ریسک بازار، فرصت های سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود»، پژوهشی روی ۳۴۹ شرکت بین‌المللی طی سال های ۱۹۹۵-۱۹۹۷ انجام داد و نتایج پژوهش او رابطه منفی هزینه نمایندگی و ریسک بازار را روی نسبت تقسیم سود تأیید کرد. اما رابطه منفی سیاست سود تقسیمی با فرصت های سرمایه گذاری تأیید نشد.

کالینز و همکاران^۵ (۱۹۹۶) با انجام پژوهشی با عنوان «نقش سرمایه گذاران نهادی و سیاست تقسیم سود» رابطه هزینه‌های نمایندگی و سود تقسیمی میان شرکت هایی که به طور منظم سود سهام پرداخت می کنند و شرکت هایی پرداخت سود سهام در آنها منظم نیست، را بررسی کردند. نتایج بررسی آن‌ها که طی ۱۹۹۰-۱۹۸۹ انجام شد، نشان داد که در رابطه این دو متغیر، میان این دو دسته از شرکت‌ها تفاوت اساسی وجود دارد.

شاه نظریان (۱۳۸۵) در پژوهش خود با عنوان «بررسی ارتباط تغییرات سود تقسیمی و گردش وجوه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به دنبال یافتن نقش وجه نقد عملیاتی در تغییرات سالانه سود تقسیمی بود.

1- Brav et al.

2- Baker et al

3- Nasdak

4- D'Souza

5- Collins et al

نتایج پژوهش وی حاکی از وجود رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و وجه نقد عملیاتی است و رابطه تغییرات سود تقسیمی و سود عملیاتی قوی تر از این رابطه ارزیابی می شود. همچنین در شرکت‌های با رشد متعادل رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و وجه نقد عملیاتی قوی تر از شرکت‌های با رشد کم و زیاد است. افزون بر این، طبق نتایج این تحقیق هیچ گونه رابطه‌ای بین اندازه شرکت و اهمیت وجه نقد عملیاتی در توضیح تغییرات سود تقسیمی مشاهده نشد.

گرمرودی (۱۳۸۴) در تحقیق خود با عنوان «بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تعداد ۱۸۹ شرکت غیر مالی را برای دوره ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۰ مورد مطالعه قرار داد. نتایج پژوهش او نشان داد که تعداد سهامداران عادی و جریان‌های نقد آزاد با نسبت سود تقسیمی رابطه‌ای مثبت دارند.

علیزاده (۱۳۸۰) در پژوهشی که با عنوان «بررسی ارتباط بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات جریان‌های نقد» به انجام رساند. سودمندی اطلاعات جریان‌های نقد را در پیش بینی سود تقسیمی بررسی کرد. در پژوهش وی یک فرضیه مبنی بر عدم رابطه تغییرات سود تقسیمی و تغییرات جریان‌های نقد مطرح شد. او تأیید این فرضیه را تصادفی دانسته و اتکا بر یافته‌های پژوهش را نادرست تلقی کرد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این تحقیق به شرح زیر است: *فرضیه‌های این تحقیق به شرح زیر است: نانی و مطالعات فرهنگی*
 ۱. عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی با پرداخت سود سهام داری رابطه معنادار است.

۲. مرحله عمر شرکت با پرداخت سود سهام دارای رابطه معنادار است.

۳. وجود تضاد نمایندگی با پرداخت سود سهام دارای رابطه معنادار است.

۴. فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش روی شرکت با پرداخت سود سهام دارای رابطه معنادار است.

۵. سودآوری شرکت با پرداخت سود سهام دارای رابطه معنادار است.

روش پژوهش

این پژوهش از نوع همبستگی و شیوه جمع آوری داده‌ها از نوع اسناد کاوی است. قلمرو پژوهش از نظر موضوعی شناسایی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود است. همچنین، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قلمرو مکانی پژوهش را در بر می‌گیرد. از نظر زمانی، پژوهش حاضر سال‌های ۸۰ تا ۸۷ را شامل می‌شود.

معرفی و اندازه‌گیری متغیرها

متغیر وابسته

این پژوهش بر اساس پژوهش چای و سو (۲۰۰۹)، از متغیر سود تقسیمی به سود هر سهم به عنوان متغیر وابسته استفاده می‌کند. از این متغیر جهت تعیین پرداخت یا عدم پرداخت سود سهام استفاده می‌شود. نسبت سود پرداختی متغیر ارزیابی کننده این متغیر است که به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

$$DV/E = \frac{\text{Dividend}}{\text{Earnings}}$$

Dividend = سود تقسیمی شرکت

Earnings = سود خالص شرکت

متغیرهای مستقل

عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی
شرکت‌هایی که با عدم اطمینان بالایی در جریان نقد مواجه هستند، احتمالاً سود سهام کمتری می‌پردازند و سود حاصله را درون شرکت جهت رفع کمبودهای نقد مورد انتظار نگه می‌دارند. متغیر مورد نظر که به صورت اختصار $SRVOL$ نشان داده شده، از طریق انحراف استاندارد بازده‌های ماهانه سهام شرکت طی دو سال مالی که

شامل سال مالی اخیر نیز می شود، به دست می آید. این متغیر برای نخستین بار توسط چای و سو (۲۰۰۸) به عنوان عامل ارزیابی عدم اطمینان نسبت به جریان نقد معرفی شد.

نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام

دی آنجلو و همکاران (۲۰۰۶) این متغیری به عنوان سنجه تعیین کننده دوره عمر شرکت معرفی می کنند؛ به نظر آن‌ها مؤسسه هایی که سود می پردازند، نسبت سود انباشته به کل حقوق صاحبان سهام^۱ آن‌ها بالا است. این متغیر به عنوان نهادی یک برای مرحله عمر شرکت است و به صورت زیر محاسبه می شود:

$$RE/TE = \frac{\text{سود انباشته}}{\text{کل حقوق صاحبان سهام}}$$

تضاد نمایندگی

فرض بر این است که تأثیر تضاد نمایندگی روی سود تقسیمی منفی خواهد بود. زیرا ذینفعان شرکت با درجه بالای تضاد نمایندگی روی شرکت فشار می آورند تا سود سهام بالایی پرداخت کند. در واقع، سهامداران عمده شرکت‌ها با تعیین جهت گیری‌های هیئت مدیره در مورد سیاست های پرداخت به سهامداران، بر میزان دسترسی مدیران به نقدینگی ارزان قیمت تأثیر می گذارند. در این تحقیق، اشخاص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد سهام یک واحد تجاری را دارا باشند، به عنوان سهامدار عمده تلقی شده‌اند.

فرصت‌های سرمایه گذاری

شرکت‌هایی که با فرصت‌های سرمایه گذاری قابل ملاحظه‌ای رو به رو هستند، نیاز به وجه نقد بالایی دارند و بنابراین سعی می کنند سود سهام کمتری پردازند. جهت بررسی فرصت‌های سرمایه گذاری از دو متغیر مستقل استفاده می شود. اولین متغیر، ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها سرمایه است.

1- Retained Earning/Total Equity (RE/TE)

ارزش دفتری دارایی‌ها / [ارزش دفتری کل سرمایه - ارزش دفتری کل دارایی‌ها] + ارزش بازار سرمایه = MBR

متغیر دومی که برای تعیین فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش روی شرکت استفاده می‌شود، درصد تغییر در کل دارایی‌ها در طی یک سال است. این متغیر بر اساس رشدی که شرکت در هر سال در دارایی‌های خود دارد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش روی شرکت را می‌سنجد.

$$dA/A = \frac{A_t - A_{t-1}}{A_t}$$

A_t = دارایی شرکت در سال t

A_{t-1} = دارایی شرکت در سال $t-1$

سودآوری

از نظر بسیاری از سهامداران، مهمترین عامل برتری یک شرکت، میزان سودآوری آن است. متغیری که با استفاده از آن سودآوری شرکت سنجیده می‌شود، بازده دارایی‌ها است. بازده دارایی‌ها از طریق سود قبل از بهره پس از مالیات تقسیم بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

$$ROA = \frac{\text{سود قبل از بهره بعد از مالیات}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش باید از مدلی استفاده نمود که به نوعی تغییرات در متغیرهای مستقل را به متغیر وابسته مربوط کند. برای این منظور مدل به صورت ترکیبی برآورد می‌شود:

جدول (۱) نتایج حاصل از تخمین مدل

نام متغیر	ضریب (β)	انحراف استاندارد	مقدار t	P-value
srvol	-۰/۱۳۴	۰/۲۷۱	-۴/۹۷	۰/۰۰۰
ret	۳/۱۵۴	۱/۱۴۹	-۱/۰۱	۰/۳۱۴
own	۰/۱۲۹	۰/۱۲۶	۵/۹۵	۰/۰۰۰
MBR	-۰/۲۶۲	۰/۳۰۷	-۲/۰۹	۰/۰۳۷
dA	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	-۲/۳۹	۰/۰۲۲
ROA	۴/۵۶۶	۲/۵۲۴	۳/۷۹	۰/۰۰۰
logA	-۰/۰۵۷	۰/۵۳۷	-۰/۱۱	۰/۳۶۰
CASH	۰/۱۵۹	۲/۰۰۵	۱/۵۳	۰/۱۷۶
cons_	۰/۵۹۳	۰/۰۵۴	۶/۴۷	۰/۰۰۰
R-squared Adj		۰/۷۴۷۶		
F		۴۱۳/۲۲		
Prob > F		۰/۰۰۰		

جهت بررسی کلی مدل به مقدار R^2 Adj توجه می شود. عدد ۰/۷۴ برای این آماره بیانگر نکویی برازش و مناسب بودن مدل است. همچنین، مقدار F مربوط به مدل از مقدار F جدول استاندارد با درجه آزادی‌های تعیین شده بیشتر است و از طریق این آزمون نیز نکویی برازش مدل تأیید می شود. اما در مرحله ساخت مدل، تنها متغیرهایی وارد می شوند که معنی داری آن‌ها تأیید شده باشد. بنابراین، مدل رگرسیون این پژوهش به صورت زیر است:

$$de = ۰/۵۹۳ - ۰/۱۳۴ SRVOL + ۰/۱۲۹ OWN - ۰/۲۶۲ MBR + ۴/۵۶۶ ROA$$

آزمون فرضیه‌ها

فرضیه (۱) عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی با پرداخت سود سهام دارای رابطه معنادار است.

این فرضیه رابطه عدم اطمینان نسبت به جریان نقد را پرداخت سود سهام بررسی می‌کند. این فرضیه با استفاده از متغیر $srvol$ ارزیابی می‌شود، که همان انحراف معیار استاندارد بازده‌های ماهانه سهام شرکت طی دو سال مالی اخیر است. میزان تأثیرگذاری این متغیر با استفاده از آزمون t ارزیابی می‌شود. با مراجعه به نتایج مدل اصلی در جدول (۱) می‌توان نتایج مربوط به این آزمون را مشاهده نمود. مقدار آماره این متغیر $۴/۹۷-$ است. این مقدار بیش از مقدار t مربوط به جدول توزیع احتمال است و تأثیرگذاری این متغیر بر سود تقسیمی تأیید می‌شود. مقدار احتمال مربوط به این آماره $۰/۰۰۰$ است. علامت ضریب متغیر بیانگر جهت تأثیر این متغیر است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵% این متغیر با سود سهام رابطه منفی دارد.

فرضیه (۲) مرحله عمر شرکت با پرداخت سود سهام دارای رابطه معنی‌دار است.

این فرضیه به بررسی رابطه دوره عمر شرکت با پرداخت سود سهام می‌پردازد. متغیر ret سنجه ارزیابی این فرضیه است. انتظار بر این است که شرکت‌هایی که به مرحله بلوغ خود نزدیک می‌شوند، به احتمال بالایی سود سهام پرداخت می‌کنند. بر این اساس انتظار رابطه مثبت نیز وجود دارد. با مراجعه به جدول (۱) و مقایسه مقدار t با مقدار t جدول توزیع استاندارد، تعیین می‌شود که مقدار آن کمتر از استاندارد آن است؛ بنابراین، این متغیر با سود سهام دارای رابطه معنادار نیست. بنابراین در مدل نیز وارد نمی‌شود.

فرضیه (۳) وجود تضاد نمایندگی پرداخت سود سهام دارای رابطه معنادار است.

تضاد نمایندگی عامل دیگری است که رابطه آن با سود سهام مورد ارزیابی قرار

می گیرد. انتظار بر این است که وجود تضاد نمایندگی باعث شود احتمال پرداخت سود افزایش یابد. مقدار آماره t در جدول (۱) مشخص کننده تأثیرگذاری این عامل (متغیر own) بر پرداخت سود سهام است. مقدار $5/95$ برای این متغیر، نشان دهنده توان بالای این عامل در تأثیر گذاری بر سود سهام است. همچنین، احتمال $0/000$ مربوط به این آماره نشان می دهد که در سطح اطمینان 95% می توان نسبت به این تأثیرگذاری اطمینان داشت. ضریب متغیر بیانگر جهت تأثیر این متغیر است؛ علامت مثبت آن نشان می دهد که وجود تضاد نمایندگی منجر به افزایش احتمال پرداخت سود تقسیمی می شود.

فرضیه ۴) فرصت های سرمایه گذاری پیش روی شرکت با پرداخت سود سهام ارای رابطه معنی دار است.

در این فرضیه، تأثیر وجود فرصت های رشد بر احتمال پرداخت سود تقسیمی سنجیده می شود. دو متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ها (MBR) و رشد دارایی های شرکت (dA) این فرضیه را ارزیابی می کنند؛ در مورد متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ها مقدار آماره t عدد $2/09$ است و بیانگر تأثیرگذاری این متغیر در مدل است و مقدار آماره متغیر رشد دارایی های شرکت (dA) $2/39$ است. این مقدار در مقایسه با مقدار t مربوط به جدول استاندارد، از آن بیشتر است. احتمال این آماره $0/022$ است. بنابراین، با سطح اطمینان 95% این متغیر بر احتمال پرداخت سود سهام اثر دارد. مقدار منفی ضریب این متغیر نیز بیانگر تأثیر منفی آن بر احتمال پرداخت سود سهام است. بنابراین، در کل فرضیه مورد نظر مورد تأیید قرار می گیرد. اما با توجه به پایین بودن ضریب متغیر dA در مدل وارد نمی شود.

فرضیه ۵) سودآوری شرکت با پرداخت سود سهام دارای رابطه معنی دار است.

سودآوری شرکت عاملی است که از دیرباز در بررسی عوامل موثر بر سود تقسیمی مورد توجه بوده است. این فرضیه تأثیر این عامل را بر احتمال پرداخت سود سهام ارزیابی می کند. جهت بررسی این فرضیه از متغیر بازده دارایی ها استفاده

می‌گردد. آماره t جهت بررسی این تأثیر به کار گرفته می‌شود. مقدار این آماره $۲/۷۹$ است که در مقایسه با مقدار مربوط به جدول توزیع احتمالات مقدار بزرگتری است. بنابراین، معنی داری متغیر در مدل تأیید می‌شود. احتمال $۰/۰۰۰$ مربوط به این آماره نیز اطمینان می‌دهد که در سطح $۰/۹۵$ این متغیر بر مدل تأثیرگذار است. علامت مثبت ضریب متغیر نیز بیانگر تأثیر مثبت آن بر احتمال تقسیم سود است.

خلاصه و نتیجه گیری

در این مقاله به بررسی و ارزیابی عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود پرداخته شده است. در ابتدا، با بررسی مبانی نظری مربوط به موضوع، عوامل اثرگذار بر سود تقسیمی تعیین شدند. به عنوان نمونه، تئوری نمایندگی سود تقسیمی را به عنوان ابزاری برای کاهش جریان‌های نقدی می‌داند که مدیران ممکن است در آن اعمال نظر شخصی داشته باشند. تئوری چرخه عمر، علت تقسیم سود را دوره عمر شرکت می‌داند. در مجموع، ادبیات موضوع بیانگر آن است که سودآوری شرکت، پایداری در پرداخت سود تقسیمی، نقدینگی شرکت، تضاد نمایندگی و فرصت‌های رشد و خواست سرمایه‌گذاران جزء عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود می‌باشد. سپس، با استفاده از مدل رگرسیون، به ارزیابی عوامل شناسایی شده پرداخته شده است. نتایج بررسی نشان داد عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی، تضاد نمایندگی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش روی شرکت و سودآوری شرکت از عواملی هستند که بر سیاست تقسیم سود شرکت و پرداخت سود سهام اثرگذار است. این نتایج با پژوهش‌های چای و سوء (۲۰۰۹) مطابقت دارد.

منابع و مآخذ

۱. شاه نظریان، آرین (۱۳۸۵). بررسی ارتباط تغییرات سود تقسیمی و گردش وجوه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.
۲. علیزاده، علی (۱۳۸۰). بررسی ارتباط بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات جریان های نقد، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
۳. گرمودی لطف آبادی، بابک (۱۳۸۴). بررسی تأثیر هزینه های نمایندگی بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه مازندران.
4. Amidu, Mohammed, and Joshua Abor (2006). Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana, **The Journal of Risk Finance**, Vol. 7 No. 2 pp. 136-145.
5. Anil K., and S. Kapoor (2008). Determinants of Dividend Payout Ratios- A Study of Indian Information Technology Sector, **International Research Journal of Finance and Economics**, Vol.15 pp.63-71.
6. Baker, H.K., Farrelly, G.E., and R.B., Edelman, (2001). Factors Influencing on Dividend Policy of Nasdaq firms, **Financial Review**, Vol. 38, pp.19-38.
7. Bhattacharyya, N. (2007). Dividend Policy: A Review, **Managerial Finance**, Vol.33 No.1 pp.4-13.
8. Bhattacharya, N. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in The Hand Fallacy, **Bell Journal of Economics**, Vol. 10 pp.259-70
9. Brav, Alon, Graham, J., and C. Harvey (2005). Payout Policy in The 21st Century, **Journal of Financial Economics**, Vol.77 pp.483-527.
10. Brockman, P., and E. Unlu (2009). Dividend Policy, Creditor Rights, and The Agency Costs of Debt", **Journal of Financial Economics**, Vol.92 pp.276-299.
11. Chay, J.B., and Jungwon Suh (2009). Payout Policy and Cash-flow Uncertainty, **Journal of Financial Economics**, Vol.93 pp.88-107.
12. Collins, M., Saxena, A.K., and J.W. Wansley (1996). The Role of Insiders and Dividend Policy: A Comparison of Regulated and Unregulated Firms, **Journal of Financial and Strategic Decisions**, Vol.9 No.2 pp.1-9.
13. DeAngelo, H., and L. DeAngelo (2006). The Irrelevance of The MM Dividend Irrelevance Theorem, **Journal of Financial Economics**, Vol.79 pp.293-315.
14. DeAngelo, H., DeAngelo, L., and R.M. Stulz (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of The Life-Cycle Theory, **Journal of Financial Economics**, Vol.81 pp.227-254.
15. Denis, David J., and Igor Osobov (2008). Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy,

- Journal of Financial Economics**, Vol.89 pp.62– 82.
16. D'Souza, J., (1999). Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy –An International Perspective, **Managerial Finance**, Vol.25 No.6 pp.35-43.
 17. Frankfurter, George M. and Bob G. Wood (2002). Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests, **International Review of Financial Analysis**, Vol.11 pp.111–138.
 18. Johnson, Shane A., Lin, Ji-Chai, and Kyojik R. Song (2006). Dividend Policy, Signaling, and Discounts on Closed-End Funds, **Journal of Financial Economics**, Vol.81 pp.539–562.
 19. John, K. and J. Williams (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: a Signaling Equilibrium, **Journal of Finance**, Vol.40 pp.1053-70
 20. **Miller & Modigliani, (1961) . Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business, vol. 34.**
 21. Miller, M. and K. Rock (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information, **Journal of Finance**, Vol.40 pp.1031-52.
 22. Truong, T., and R. Heaney (2007). Largest Shareholder and Dividend Policy around the World, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol.47 pp.667–687.
 23. Weigand, Robert A., and H. Kent Baker (2009). Changing Perspectives on Distribution Policy, **Managerial Finance**, Vol.35 No.6 pp.479-492.