

بررسی عوامل موثر بر سیاست تقسیمی سود شرکت‌های شیمیایی و دارویی

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عباس رمضانزاده زیدی

عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد نکا

چکیده

سود نقدی قسمتی از سود شرکت است که به صورت نقد به سهام‌داران پرداخت می‌شود. توزیع سود نقدی قدیمی‌ترین و معمولی‌ترین راه انتقال بازده شرکت به سهام‌داران می‌باشد. مدیریت شرکت همواره باید در خصوص نگهداری و یا توزیع تمام یا بخشی از سود سهام تصمیم‌گیری کند. به همین دلیل برای مدیران مالی شرکت تعیین مناسب‌ترین سیاست سود تقسیمی و عواملی که ممکن است بر تعیین این سیاست تاثیرگذار باشند از همه مهم‌تر است. عوامل زیادی از قبیل: اندازه شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اهرم شرکت، هزینه نمایندگی، اثر انتشار پیام، ثبات سودآوری، محدودیت تامین مالی خارجی، ترکیب سهام‌داران و مالیات، وجود دارنده که ممکن است بر تدوین سیاست سود تقسیمی تاثیر بگذارند. هدف از انجام این تحقیق، بررسی تاثیر اندازه شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست سود تقسیمی سال قبل بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌های شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس تهران و تعیین میزان تاثیر هر کدام از این عوامل است. بنابراین، آزمون فرضیه‌ها براساس اطلاعات ۳۹ شرکت از مجموعه شرکت‌های شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس تهران انجام گرفته است. بررسی و آزمون فرضیه‌های تحقیق از الگوی رگرسیون چند متغیره و آزمون استیوونت و برای تحلیل داده‌ها از نرم افزار SPSS استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات نشان می‌دهد که سیاست سود تقسیمی تحت تاثیر سود تقسیمی سال قبل بوده، که این نتایج با مدل هموارسازی لیتنر سازگاری دارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت تاثیر بر آن ندارند.

واژه‌های کلیدی: سود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت، ارزش دفتری، بورس اوراق بهادار

مقدمه

ثروت سهام‌داران اثر بگذارد. بنابراین، یکی از مهم‌ترین اهداف مدیریت شرکت افزایش ثروت سهام‌داران می‌باشد. هدف از اجرای چنین سیاستی تعیین نقشی است که آن سیاست در به حداکثر رسانیدن ثروت سهام‌داران

پرداخت سود سهام به صاحبان سهام عادی یکی از راههایی است که شرکت می‌تواند بدان وسیله مستقیماً بر

سهام، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، محدودیت‌های ناشی از قراردادهای اوراق قرضه، ترجیح سرمایه‌گذار، محدودیت‌های سهام ممتاز، اندازه شرکت، هزینه نمایندگی، اهرم مالی، سود تقسیمی سال قبل، درآمدهای فعلی و آتی و جریان‌های نقدی معمول و غیر معمول از مهم‌ترین عوامل موثر بر سیاست سود تقسیمی در شرکت‌ها می‌باشند. (مدرس، ۱۳۸۵) این مقاله سعی دارد تا تاثیر برخی از این عوامل را بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌های شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده و میزان تاثیر هر یک از عوامل را تعیین کند.

نظریه‌های سیاست تقسیم سود

تئوریسین‌های مالی نظریات خود را با توجه به اینکه به ارتباط بین سیاست‌های تقسیم سود و ارزش سهام معتقدند و یا به عدم وجود ارتباط بین آنها، ارائه داده‌اند؛ بعضی از این صاحب‌نظران کوشیده‌اند با توصل به ریاضیات پیچیده و تحت شرایط بازار کامل سرمایه فرضیه‌های خود را در رابطه با بی‌ارتباطی بین تقسیم سود و ارزش سهام به اثبات برسانند. این مکتب به "مکتب بازار کامل"^۶ معروف می‌باشد. عده‌ای دیگر به وجود کاستیهایی در بازارهای واقعی اشاره داشته و مدعی هستند که به دلیل وجود این کاستی‌ها، سیاست سود تقسیمی نمی‌تواند بر ارزش سهام بی‌تاثیر باشد. این مکتب به "مکتب بازار ناقص"^۷ معروف است. در متون مالی نظریات این دو گروه به ترتیب تحت عنوان نامربوط بودن سود سهام و مربوط بودن سود سهام آمده است. (آرنولد، ۱۹۹۸): علاوه بر این دو گروه، گروهی دیگر مدل‌های رفتاری در مورد سیاست سود تقسیمی ارائه دادند. مدافعان مالی رفتاری مفاهیمی مانند تئوری انتظار^۸ و حسابداری ذهنی^۹ را جهت تشریح اینکه چرا سرمایه‌گذاران مایل به دریافت سود تقسیمی هستند، ارائه دادند.

ایفا می‌کند. سیاست سود تقسیمی در طول فرآیند برنامه‌ریزی اتخاذ می‌شود و بخشی از استراتژی بلند مدت سرمایه‌گذاری و تامین مالی شرکت است که به‌طور هم‌زمان تدوین می‌شوند (جهانخانی، ۱۳۸۶). سیاست سود تقسیمی، سودخالص شرکت را به دو بخش سود انباشته و سود تقسیمی تقسیم می‌کند. سود انباشته جریان نقدی مورد نیاز جهت تامین مالی سرمایه‌گذاری‌های شرکت را فراهم می‌کند. سود تقسیمی معمولاً به صورت نقدی پرداخت می‌شود. بنابراین توزیع سود از نقدینگی موجود شرکت می‌کاهد. شرکتی که بخواهد سود تقسیمی پرداخت نماید و همچنین برای تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری به نقدینگی نیاز داشته باشد، مجبور خواهد بود تا از منابع خارجی مانند اوراق قرضه یا انتشار سهام جدید استفاده نماید. بنابراین، سیاست سود تقسیمی شرکت هم بر تامین مالی بلند مدت و هم بر ثروت سهام‌داران تاثیر می‌گذارد. از آنجا که سیاست تقسیم سود تحت تاثیر عوامل متعددی قرار می‌گیرد، تصمیم‌گیری در مورد پرداخت سود تقسیمی ممکن است موضوع بحث برانگیزی در مدیریت شرکت‌ها باشد؛ زیرا درباره دو موضوع مهم تامین مالی بلند مدت شرکت و حداکثر سازی ثروت سهام‌داران تصمیم‌گیری می‌شود. علاوه بر این، سیاست سود تقسیمی می‌تواند اطلاعاتی را درباره عملکرد شرکت فراهم کند و بر قیمت سهام و رفتار سرمایه‌گذاران تاثیر بگذارد. به همین دلیل برای مدیران مالی شرکت تعیین مناسب‌ترین سیاست سود تقسیمی و عواملی که ممکن است بر تعیین این سیاست تاثیرگذار باشند از همه مهم‌تر است. بر اساس یافته‌های لینتینر^۱ (۱۹۵۶)، رزف^۲ (۱۹۹۲)، برکلی^۳ (۱۹۹۵)، فرانک فورتز^۴ (۲۰۰۰) و بینر^۵ (۲۰۰۱)، عوامل موثر بر سیاست سود تقسیمی را به‌طور کلی می‌توان در چهار گروه قرار داد: ۱. عوامل قانونی، ۲. عوامل قرار دادی، ۳. عوامل داخلی شرکت، ۴. عوامل اقتصاد کلان و بازار. ضمن اینکه نوع صنعت، سیاست شرکت‌های رقیب، عوامل مالیاتی، محدودیت‌های قانونی در پرداخت سود

1 - Lintner

2 - Rozeff

3 - Barclay

4 - Frank furter

5 - Beiner

6 - perfect markets school

7 - Im perfect markets school

8 - The Prospect Theory

9 - Mental accounting

الف) نظریه هموارسازی سود تقسیمی

بر اساس این نظریه مدیران سعی می‌کنند از طریق هموارسازی سود، جریان سود سالانه را ثابت و نوسان آن را کم تر کنند. هموارسازی سود عبارت است از اعمال نظر مدیریت شرکت در تقدم و تاخر ثبت حسابداری هزینه‌ها و درآمدها و یا انتقال آن‌ها به سال‌های بعد به طوری که باعث می‌شود شرکت در طول چند سال مالی متوالی از روند سود بدون تغییرات عمده برخوردار باشد. هدف مدیریت این است که شرکت را در نظر سهام‌داران و بازار سرمایه با ثبات و پویا نشان دهد. مسلماً وجود شرکتی با ثبات و دارای ریسک کمتر برای سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز در بازارهای متلاطم سهام می‌تواند جذابیت ایجاد کند. این شرکت‌ها با حفظ اعتبار خود به عنوان شرکت‌هایی کارا و پویا در میان رقبا نظر مساعد سرمایه‌گذاران را به خود جلب می‌کنند و این چنین جذب سرمایه برای آنان راحت تر می‌شود. (بیر، ۲۰۰۱)

ب) نظریه پرنده در دست^۱

این تئوری بیان می‌دارد که سود پرداختی (به عنوان یک پرنده در دست) بر سود انباشته (بعنوان یک پرنده در بوته‌زار) ترجیح دارد؛ زیرا این دومی ممکن است هرگز بعنوان سود پرداختی آتی محقق نشود. گوردون^۲ به عنوان مهم‌ترین حامی این تئوری معتقد است که جریان مورد انتظار سود پرداختی آتی در نرخ پایین تر از منفعت مورد انتظار سرمایه‌تزیل خواهد شد. این تئوری در اولین نگاه معقول به نظر می‌رسد، به ویژه به علت این حقیقت که سهامی که سود پرداختی بالاتری دارند دارای ریسک کمتری نسبت به سهامی که دارای ریسک بالاتری با جریان نقدی آتی مورد انتظار مشابه هستند، می‌باشند (بکر، ۲۰۰۲). آنچه که تئوری پرنده در دست می‌گوید این است که ارزش شرکت در صورتی به حداکثر می‌رسد که نسبت پرداخت سود سهام بالاتر باشد؛ چرا که سرمایه‌گذاران سود سهام نقدی را کم خطر تر از عایدی سرمایه‌ای احتمالی می‌دانند. (عبده، ۱۳۸۶)

ج) فرضیه نامربوط بودن سود سهام:

در سال ۱۹۶۱ میلر^۳ و مودیلیانی^۴ مقاله‌ای درباره سیاست سود پرداختی، رشد و ارزیابی سهام منتشر نمودند. در این مقاله چنین استدلال نمودند که وقوع هرگونه تغییر در سود سهام باعث تغییر در قیمت سهام می‌شود؛ زیرا به نظر سهام‌داران چنین تغییری مبین تغییر در سودهای مورد انتظار آتی می‌باشد. به عقیده آنها سرمایه‌گذاران عموماً در انتخاب سود سهام یا سود سرمایه بی تفاوت هستند؛ زیرا خط مشی سود سهام شرکت هیچ تأثیری بر ارزش سهام آن یا هزینه سرمایه شرکت ندارد. (عبده، ۱۳۸۶)

د) مدل‌های رفتاری سیاست سود تقسیمی

عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، یک رویکرد جدید نسبت به مطالعات بازارهای مالی است. این رویکرد به این موضوع می‌پردازد که برخلاف مباحث و تئوری‌های مالی، گرایش‌های رفتاری و شناختی می‌توانند بر قیمت‌های دارایی‌های مالی تأثیر گذار باشند. برخلاف نظریات و رویکردهای شارپ و مارکوتیز، مباحث رفتار مالی و سرمایه‌گذاری، مباحث مربوط به افراد و طرقتی است که اطلاعات را جمع‌آوری و استفاده می‌کنند. این جنبه از تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری به دنبال فهم و پیش‌بینی دخالت و تأثیر تصمیمات روانشناختی در بازار مالی منظم، می‌باشد. یافته‌هایی از مباحث علوم مالی رفتاری به دست آورده‌اند که اغلب، مفروضات اساسی تئوری مالی را نقض می‌کنند. از آن جمله می‌توان به تئوری انتظار، آزمون و خطا و ایجاد تجربه، اشاره کرد، که توضیح مختصری داده می‌شود. (تیلر، ۱۹۹۹).

۱. نظریه انتظار

نظریه انتظار جنبه فرموله شده و ریاضی نظریه حداکثر سازی مطلوبیت مورد انتظار است. بر اساس نظریه مطلوبیت مورد انتظار، سرمایه‌گذاران مخاطره‌گریز هستند. مخاطره‌گریزی، معادل حالت تقعر تابع مطلوبیت است.

3 - Miller

4 - Modigliani

1 - bird-in- the-hand theory

2 - Gordon

ممکن بین هر یک از این چارچوب‌ها و حساب‌ها را نادیده می‌گیرد و طبق قواعد نظریه انتظارات رفتار می‌کند. چارچوب بندی ذهنی ممکن است جهت کاهش پدیده خود کنترلی استفاده شود. گلیک بیان می‌دارد که پدیده اگره نسبت به تشخیص خسران، مشکل خود کنترلی را ایجاد می‌کند؛ او معامله کنندگان حرفه‌آیی را این‌گونه توصیف می‌کند که آنها خیلی مستعد هستند که اجازه دهند این خسران‌ها و زیان‌ها باقی بماند و پدیده کنترل زیان است که مشکل اساسی را ایجاد می‌کند. (جانسون، لینبلون و پلاتان، ۲۰۰۲)

۲- آزمون و خطا و استفاده از تجربه و شهود

از آنجا که اطلاعات بسیاری با سرعت زیاد منتشر می‌شود، کار تصمیم گیرندگان در بازارهای مالی بسیار مشکل شده است. بنابراین، این امر موجب شده که افراد و تصمیم گیرندگان از تجربه و تلاش‌های عملی خود استفاده کنند. استفاده از تجربیات کاری یک رویکرد غیرقابل اجتناب است، اما همیشه نمی‌تواند سودمند باشد. بازار می‌تواند نخست به صورت نادرست واکنش نشان دهد. (جانسون، لینبلون و پلاتان، ۲۰۰۲)

الگوی تحقیق

برای بررسی رابطه بین عواملی مانند سود تقسیمی سال قبل، فرصت‌های سرمایه گذاری و اندازه شرکت با سود تقسیمی از الگوی رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$DY_t = \beta_0 + \beta_1 DY_0 + \beta_2 MTB + \beta_3 \ln(BV) + e$$

$$\beta_i = \frac{\sum X_i Y_i - N \bar{X} \bar{Y}}{\sum X_i^2 - N \bar{X}^2} \quad i = 1, 2, 3$$

DY_t = بازده سود تقسیمی در سال t

BV = کل ارزش دفتری

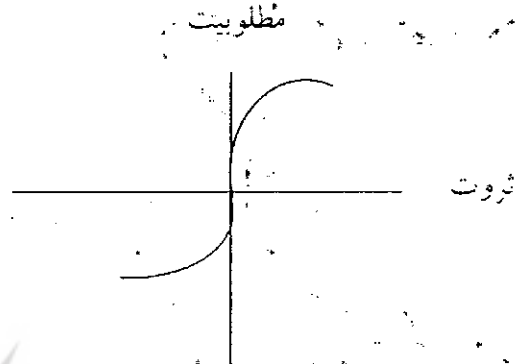
DY_0 = بازده سود تقسیمی در سال صفر

MTB = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

β_0 پارامتر ثابت است

e نیز جمله باقیمانده است.

برای مثال مطلوبیت نهایی ثروت کاهش می‌باشد. یکی دیگر از بنیادهای تئوری انتظار، تابع ارزش است. براساس تابع ارزش، شیب تابع مطلوبیت صعودی است این حالت صعودی برای سطح ثروت که زیر نقطه مبداء قرار می‌گیرند وجود دارد و برای بعد از آن شیب سطوح ثروت، نزولی می‌شود. (صدقی، ۱۳۸۶)، (نمودار شماره ۱):

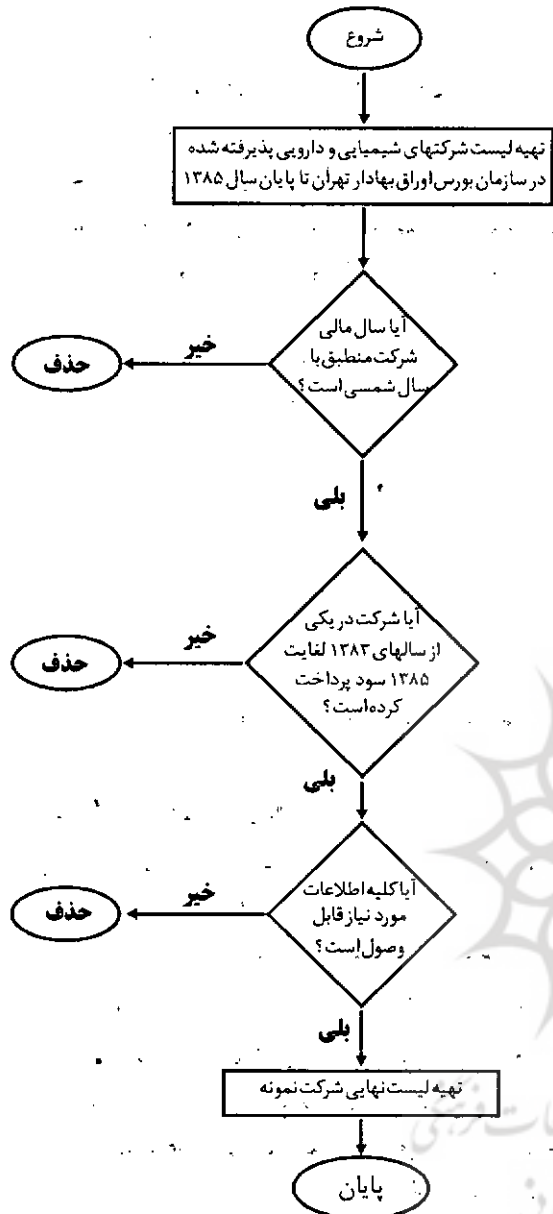


(نمودار شماره ۱): تابع ارزش کان من و تورسکی

اجتناب از ضرر و زیان

کان من و تورسکی به دنبال تئوری بودند که نحوه برخورد تصمیم گیرندگان با گزینه‌های مختلف تصمیم در شرایط عدم اطمینان را، تقویت کند. اجتناب کوتاه مدت از ضرر و زیان حاکی از این دارد که سرمایه گذار به طور متناوب نتایج و بازخور سرمایه گذاری خود را ارزیابی کرده و این در حالی است که نسبت به ضرر و زیان در سرمایه گذاری در مقایسه با عایدی، حساسیت بیشتری دارد. این موضوع براساس دو اصل رفتاری قرار دارد: ۱. اجتناب و گریزان بودن از زیان. ۲. حسابداری ذهنی - گریزان بودن از زیان به این واقعیت بر می‌گردد که افراد تمایل دارند نسبت به کاهش ثروتشان در مقایسه با افزایش آن، حساس‌تر باشند. این پدیده می‌تواند به تفسیر و توضیح تمایل سرمایه‌گذاران به نگه داشتن سهامی که دچار زیان شده و در عین حال فروش سریع سهامی که دارای عایدی بوده است، کمک شایانی کند. چارچوب‌ها و حساب‌های ذهنی قسمتی از تئوری انتظار می‌باشد که تمایل افراد به قرار دادن و جای دادن حوادث و وقایع خاص در حساب‌های مختلف ذهنی را نشان می‌دهد. در واقع انسان تعامل

^۱ - Myopic loss aversion



(نمؤدار شماره ۲): چگونگی فرایند انتخاب شرکتهای نمونه با استفاده از روش حذفی

متغیرهای تحقیق

الف) متغیر مستقل:

۱) بازده سود تقسیمی سال قبل

بازده سود تقسیمی هر سهم (DY) با تقسیم سود هر سهم بر قیمت هر سهم در آن سال به دست می آید. چون قیمت سهم به طور روزانه تغییر می کند، از متوسط قیمت سهم استفاده شده است.

۳. دوره زمانی تحقیق

در این پژوهش از اطلاعات تاریخی یک دوره زمانی ۳ ساله استفاده شده است که از سال ۱۳۸۳ شروع و به سال ۱۳۸۵ ختم می شود.

۴. جامعه آماری و انتخاب شرکتهای نمونه

انتخاب شرکتهای نمونه طبق روش حذفی (نمؤدار شماره ۲) با توجه به محدودیت های زیر صورت گرفته است:

- ۱- دوره مالی شرکتهای انتخاب شده باید منطبق با دوره مالی دولت (سال شمسی) باشد.
- ۲- شرکت انتخاب شده باید در یکی از سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۵ (دوره زمانی تحقیق) سود پرداخت کرده باشد.

- ۳- بخش عمده ای از اطلاعات تاریخی مورد نیاز در ارتباط با شرکت نمونه موجود باشد.
- با توجه به محدودیت های مزبور تعداد ۳۹ شرکت به عنوان شرکتهای نمونه انتخاب شده است.

(جدول شماره ۱): طبقه بندی شرکتهای شیمیایی و

دارویی پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران بر حسب دوره مالی

ردیف	شرح	تعداد در پایان سال ۱۳۸۵	درصد
۱	شرکتهای که دوره مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم می شود.	۴۱	٪۶۱
۲	شرکتهای که دوره مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی شود.	۲۶	٪۳۹
	جمع	۶۷	٪۱۰۰

ماخذ: بر اساس اطلاعات مندرج در سایت WWW.IRBOURSE.COM

سازمان بورس اوراق بهادار محاسبه شده است.

(جدول شماره ۲): تعداد شرکتهایی که طی سالهای مالی

۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۵ سود پرداخت کرده اند و به عنوان نمونه

انتخاب شده اند را نشان می دهد.

ردیف	شرح	تعداد
۱	تعداد شرکتهایی که در سال ۱۳۸۳ سود پرداخت کرده اند.	۳۹
۲	تعداد شرکتهایی که در سال ۱۳۸۴ سود پرداخت کرده اند.	۳۷
۳	تعداد شرکتهایی که در سال ۱۳۸۵ سود پرداخت کرده اند.	۳۷

ماخذ: بر اساس اطلاعات مندرج در سایت WWW.IRBOURSE.COM

سازمان بورس اوراق بهادار محاسبه شده است.

تدوین و مورد آزمون قرار گرفت.

فرضیه اول:

"سود پرداختی سال قبل بر سیاست سود تقسیمی تاثیر ندارد."

$$H_0: \beta_1 = 0$$

"سود پرداختی سال قبل بر سیاست سود تقسیمی تاثیر دارد."

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

فرضیه دوم:

"فرصت‌های سرمایه گذاری بر سیاست سود تقسیمی تاثیر ندارد."

$$H_0: \beta_2 = 0$$

"فرصت‌های سرمایه گذاری بر سیاست سود تقسیمی تاثیر دارد."

$$H_1: \beta_2 \neq 0$$

فرضیه سوم:

"اندازه شرکت بر سیاست سود تقسیمی تاثیر ندارد."

$$H_0: \beta_3 = 0$$

"اندازه شرکت بر سیاست سود تقسیمی تاثیر دارد."

$$H_1: \beta_3 \neq 0$$

برآورد الگوی تحقیق

نتایج حاصل از برآورد رگرسیون لگاریتمی فوق به کمک نرم افزار spss در زیر آمده است:

$$= -1.054 + (0.1654)DY_0 + (-0.1)MTB + (-0.4791)e^{-9}Ln(BV)$$

$$(316.04) \quad (711.19) \quad (-0.1107) \quad (-0.781)$$

$$R^2 = 33 \quad F = 177.019 \quad N = 39$$

ضرایب در سطح ۵٪ معنی دار است.

آماره t در پرانتز زیر ضرایب نشان داده شده است.

نتایج حاصل از برآورد الگوی تحقیق نشان می‌دهد R²

$$DY_0 = \frac{DIV_0}{\left[\frac{P.h + p.l}{2} \right]}$$

(۲) فرصت‌های سرمایه گذاری:

در این تحقیق از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به عنوان نماینده فرصت‌های سرمایه گذاری شرکت استفاده می‌شود. این نسبت با تقسیم کردن ارزش بازار بر ارزش دفتری شرکت به دست می‌آید:

$$MTB = \frac{\text{ارزش بازار}}{\text{ارزش دفتری}}$$

(۳) اندازه شرکت:

ارزش کل دفتری شرکت به عنوان نماینده اندازه شرکت به کار برده می‌شود. جهت اصلاح تاثیرات مقیاس، ارزش دفتری با لگاریتم LN ضرب شده و اصلاح می‌گردد.

(ب) متغیر وابسته:

در این تحقیق بازده سود تقسیمی در سال یک به عنوان متغیر وابسته به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$DY_t = \frac{DIV_t}{\left[\frac{P.h + p.l}{2} \right]}$$

تکنیک‌ها و روش‌های آماری مورد استفاده:

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از الگوی رگرسیون چند متغیره و آزمون t استیوڈنت استفاده می‌شود. برای تحلیل اطلاعات از نرم افزار SPSS استفاده شده است.

$$t = \frac{b - \beta}{S_b}$$

فرضیه‌های تحقیق:

برای بررسی عواملی از قبیل سیاست سود تقسیمی، فرصت‌های سرمایه گذاری و اندازه شرکت فرضیه‌های زیر

۱. ارزش بازار شرکت از حاصل ضرب قیمت هر سهم در تعداد سهام

محاسبه می‌شود.

۲. ارزش دفتری برابر با ارزش دفتری دارایی‌های شرکت است.

جدول (۳): خلاصه نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات برای آزمون فرضیه‌های تحقیق

متغیر مستقل	شرح	DY ₀	MTB	BV
ت محاسباتی		۷/۱۱۹	- ۰/۱۰۷	- ۰/۷۸۱
ت جدول در سطح $\alpha = ۰/۰۵$		۱/۶۹	۱/۶۹	۱/۶۹
نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد	رد فرضیه صفر	تایید فرضیه صفر	تایید فرضیه صفر	تایید فرضیه صفر

برابر ۳۰٪ است بدین معنی که ۳۰٪ تغییرات سود نقدی سال یک (DY₁) توسط تغییرات سود تقسیمی سال قبل (DY₀)، فرصت‌های سرمایه‌گذاری (MTB) و اندازه شرکت (BV) تعیین می‌شود. قدرت برازش یا توضیح دهنده کلی رابطه رگرسیون از طریق آزمون F تعیین شده است. F محاسبه شده ۱۷/۰۱۹ است که از F جدول در سطح معنادار بودن $\alpha = ۰/۰۵$ (۲/۷۲) بزرگ‌تر است و بدین معنی است که رابطه رگرسیون برآورد شده با اطمینان ۹۵٪ معنادار است؛ یعنی رابطه معناداری بین متغیرهای مستقل (DY₀، MTB، BV) و متغیر وابسته وجود دارد.

آزمون فرضیه‌های تحقیق

خلاصه نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات برای آزمون فرضیه‌های تحقیق که از جداول خروجی تجزیه و تحلیل رگرسیون استخراج شده است (جدول شماره ۳)، بیانگر آن است که مقدار احتمالی متغیر مستقل سود تقسیمی سال قبل (که با DY₀ ارزیابی می‌شود) کوچک‌تر از ۵ درصد می‌باشد و همچنین آماره t آن بزرگ‌تر از t جدول در سطح $\alpha = ۰/۰۵$ است، در نتیجه فرضیه صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود و فرضیه مقابل تایید می‌شود. یعنی سیاست سود تقسیمی تحت تاثیر سود پرداختی سال قبل می‌باشد. مقدار احتمالی متغیر مستقل فرصت‌های سرمایه‌گذاری (که با MTB ارزیابی می‌شود) بزرگ‌تر از ۵ درصد می‌باشد و همچنین آماره t آن کوچک‌تر از t جدول در سطح $\alpha = ۰/۰۵$ است، بدین معنی که فرضیه صفر در سطح ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود و فرضیه مقابل تایید نمی‌شود، یعنی فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر سیاست سود تقسیمی تاثیر ندارد. مقدار احتمالی متغیر مستقل اندازه شرکت (که با BV ارزیابی می‌شود) بزرگ‌تر از ۵ درصد می‌باشد و همچنین آماره t آن کوچک‌تر از t جدول در سطح $\alpha = ۰/۰۵$ است، فرضیه صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود و فرضیه مقابل رد می‌شود، یعنی اندازه شرکت بر سیاست سود تقسیمی تاثیر ندارد.

بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل فوق، از نظر میزان تاثیر هر یک از متغیرهای مستقل بر سیاست سود تقسیمی می‌توان این گونه بیان کرد که چون β مربوط به متغیر سود تقسیمی سال قبل از دو متغیر دیگر بیشتر است و تاثیر آن بر سیاست سود تقسیمی نیز به اثبات رسیده است. این متغیر بیشترین تاثیر را بر سیاست سود تقسیمی دارد و دو متغیر دیگر تحقیق یعنی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت تاثیر بر سیاست سود تقسیمی ندارند.

نتیجه گیری

با توجه به نتایج به دست آمده از تجزیه و تحلیل رگرسیون داده‌ها، می‌توان چنین نتیجه گرفت:

۱. از شرکتی که سود تقسیمی زیادی در سال قبل پرداخت نموده، انتظار می‌رود که بخش زیادی از درآمد خود را در سال جاری توزیع نماید. شرکت‌هایی که سود کمی در سال قبل پرداخت نموده‌اند انتظار می‌رود در سال جاری نیز سود کمی پرداخت نمایند؛ زیرا مدیران سعی می‌کنند سود تقسیمی سال‌های مختلف را هموار نموده و از تغییرات در سود تقسیمی که ممکن است منجر به کاهش در سود تقسیمی شود اجتناب کنند. این نتیجه از مدل سنتی تقسیم سود لینتتر (۱۹۵۶) حمایت می‌کند طبق نظریه لینتتر سود پرداختی با سودهای جاری و گذشته ارتباط دارد.

۲. به نظر می‌رسد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت‌ها تأثیری بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌های شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارند. یعنی هرچه اندازه شرکت‌ها بزرگ‌تر باشد، تمایل به تأمین نیازهای مالی از طریق استقراض کمتر است. بنابراین، شرکت‌های بزرگ‌تر سود کمتری تقسیم می‌کنند تا بیشتر از سرمایه خود قرض نکنند. همچنین شرکت‌های شیمیایی و دارویی وقتی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی دارند به عبارت دیگر، دارای رشد هستند سود کمی تقسیم می‌کنند، چون افزایش سرمایه از طریق منابع خارجی گران می‌باشد. در نتیجه شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی دارند سود کمتری تقسیم می‌کنند تا اتکالی خود به تأمین سرمایه را از منابع خارجی کاهش دهند. در نهایت پیشنهاد می‌گردد تحقیقات گسترده‌تری در این زمینه با توجه به شرکت‌های خارج از بورس انجام گیرد.

منابع و مآخذ:

۱. ریموند، پی.نود، (۱۳۸۶)، ترجمه جهانخانی علی و پارسائیان علی، مدیریت مالی، جلد دوم، انتشارات سمت.
۲. صدقی، حسین، (۱۳۸۶)، شناسایی، بررسی و توصیف سبک‌های غالب رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام تهران، پایگاه اطلاع‌رسانی بازار سرمایه

ایران.

www.sena.ir/portal.aspx?tabid=1070

۳. مدرس، احمد، عبدالله زاده، فرهاد، (۱۳۸۵)، مدیریت مالی، جلد دوم، انتشارات چاپ و نشر بازرگان.

۴. وستون، بریگام، یوستون، (۱۳۸۶)، ترجمه و تالیف عبده تبریزی حسین، حنیفی فرهاد، (۱۳۸۶)، مدیریت مالی، جلد دوم، انتشارات طیف نگار.

5. Arnold, G. (1998), *Corporate Financial Management: U. K, Pitman Publishing.*

6. Baker. H. K. Powell, G.E. And veit. (2002), *Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy, Journal of Economics And Finance, Volume 26, No 3.*

7. Beiner, S, (2001), *Theories And Determinants of Dividend Policy, Journal of Corporate Finance.*

8. Malena Johnsson, Henrik Lindblom, Peter Platan, (2002) *Behavioral Finance - and the Change of the Investor Behavior during and After the Speculative Bubble At the End of the 1990s, Master's thesis in Finance, Faculty of Business Administration, School of Economics and Management, Lund University.*

9. Thaler, Richard H (1999), *The End of Behavioral Finance, Financial Analysts Journal, Vol. 55, No. 6.*