

سیاست تقسیم سود: آزمون تجربی نظریه کنترینگ در بورس اوراق بهادار تهران

فریدون رهنمای رودپشتی^۱، شهرام بابالویان^۲ و مهردخت مظفری^۳

چکیده

تئوری کنترینگ سود نقدی بر این اصل استوار است که مدیران، سیاست پرداخت سود شرکت را مطابق با تقاضای متغیر سرمایه‌گذاران برای سود نقدی تعدیل می‌کنند. در این مقاله، تئوری کنترینگ در بورس اوراق بهادار تهران با معیارهای سطوح بازاری و شرکتی برای ۴۲۰ مشاهده (شرکت/سال) در دوره ۱۳۸۷-۱۳۹۲ و با استفاده از رگرسیون لجستیک دودئی مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تقاضای سرمایه‌گذاران برای پرداخت/عدم پرداخت سود و افزایش/کاهش سود نقدی تاثیر مثبت و معناداری بر تصمیم مدیران در خصوص سیاست تقسیم سود دارد. این یافته‌ها همراستا با جریان مالی شرکتی رفتاری بوده و عملکرد مدیران را به عنوان پاسخ عقلایی به رفتار غیرعقلایی سرمایه‌گذاران در نظر می‌گیرد.

واژه‌های کلیدی: سیاست پرداخت سود، کنترینگ، صرف سود نقدی، مالی شرکتی رفتاری

طبقه بندی موضوعی: G02, G35

۱. استاد و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، rahnama@iaui.ir

۲. دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، sh.babaloo@yahoo.com (نویسنده مسئول)

۳. دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، mehrdokhtmozaafari@yahoo.com

مقدمه

سیاست تقسیم سود، یکی از تصمیمات بلندمدت و استراتژیک شرکت بوده و روی تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری شرکت نیز اثرگذار است. هر چند خیلی از شرکت‌ها بخشی از سود خود را به صورت نقدی میان سهامداران تقسیم می‌کنند، ولی اختلاف نظر زیادی در خصوص پرداخت نقدی مطرح شده است.

فیشر بلک (۱۹۷۶) در مقاله «معمای تقسیم سود»^۱ ادعا می‌کند که پاسخ پرسش‌هایی از این دست که به طور اساسی چرا شرکت‌ها سود نقدی پرداخت می‌کنند؟ یا چرا سرمایه‌گذاران به سود نقدی توجه می‌کنند؟ مبهم و نامشخص است و با تأمل دقیق‌تر در مورد سود نقدی به نظر می‌رسد که سیاست تقسیم سود یک معماست (قالیباف اصل و بابالویان، ۱۳۹۳).

بعد از میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱)، ادبیات موضوع پیرامون سیاست تقسیم سود، سه فرضیه عدم وجود مالیات، وجود اطلاعات کامل و عقلانیت عوامل^۲ را نایده گرفت. نادیده گرفتن فرض عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران در مالی شرکتی سبب ظهور رویکرد مالی شرکتی رفتاری^۳ شده است.

بیکر و دیگران ادبیات موضوع را بر مبنای این فرض که چه کسانی رفتار غیرعقلایی دارند، به دو گروه عمده تقسیم کرده‌اند: رویکرد «زمان بندی بازار و کنترینگ»^۴ مدیران را عقلایی و سرمایه‌گذاران را غیرعقلایی فرض می‌کند، در حالی که رویکرد «تورش مدیریتی»^۵ مدیران را غیرعقلایی و سرمایه‌گذاران را عقلایی در نظر می‌گیرد. این مقاله دیدگاه نخست را مد نظر قرار می‌دهد و هر اقدامی در جهت افزایش قیمت سهام از قیمت بنیادی را متناسب به کنترینگ می‌داند. مدیران دارای توانایی درک قیمت‌گذاران برای از میان بردن این ارزش‌گذاری نادرست اقدام می‌کنند. سرمایه‌گذاران غیرعقلایی با قیمت‌گذاری بد ممکن است بر تصمیم مدیران در پرداخت سود نقدی اثر بگذارند (انوار،^۶ ۲۰۱۲).

-
1. Dividend puzzle
 2. Agents' rationality
 - 3 Behavioral corporate finance
 4. Market timing & catering approach
 - 5 Managerial bias approach
 6. Anouar

براساس ایده اصلی تئوری کترینگ بیکر و ورگلر^۱، وقتی سهام دارای سودنسبت به سهام فاقد سود، قیمت‌گذاری بالاتر می‌شوند، مدیران در صدد بر می‌آیند تا این روند سود دهی را آغاز یا ادامه دهند و به طور کلی تمایلی به توقف آن ندارند و بالعکس، زمانی که بازار، سهام فاقد سود را ترجیح می‌دهد، مدیران به عدم پرداخت سود تمایل پیدا می‌کنند (فریس و سابروال^۲، ۲۰۰۹).

تئوری کترینگ بیکر و ورگلر تنها با پرداخت یا عدم پرداخت سود سرکار دارد و مقدار سود نقدی یا نسبت پرداخت سود را مدنظر قرار نمی‌دهد. این تئوری در سال ۲۰۰۶ توسط لی و لای^۳ توسعه داده شد و علاوه بر تصمیم به پرداخت یا عدم پرداخت سود نقدی، افزایش یا کاهش سود نقدی و نیز اندازه تغییرات سود نقدی^۴ را نیز وارد تئوری کترینگ کرد (لی و لای، ۲۰۰۶).

بسیاری از پژوهش‌های انجام شده در بورس‌های معتبر دنیا، اثر کترینگ^۵ در تصمیم به پرداخت سود نقدی را تایید کرده‌اند. در این مقاله سعی شده است تئوری کترینگ توسعه یافته لی و لای در بورس اوراق بهادار تهران برای نخستین بار مورد آزمون قرار گیرد.

۱- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱. مروری بر نظریه‌های سیاست تقسیم سود

با وجود مطالعات و پژوهش‌های تجربی انجام گرفته طی چند دهه اخیر، هنوز هم هیأت مالی آکادمیک در نشان دادن رهنمود تعیین سیاست تقسیم سود، کمتر موثر واقع شده است (رهنمای رودپشتی و دیگران، ۱۳۸۶). در چند دهه اخیر بر اساس مطالعات تجربی، تئوری‌های مختلفی در مورد ارتباط یا عدم ارتباط ارزش شرکت با سیاست تقسیم سود مطرح شده است که در جدول ۱، تئوری‌های مربوط و مفاهیم آنها آورده شده است:

1. « The Catering theory » of Baker and Wurgler
2. Ferris & Sabherwal
3. Li & Lie
4. Magnitude of dividend change
5. Catering effect

جدول ۱: تئوری‌های تقسیم سود و مفاهیم آنها

ردیف	نام تئوری	مفهوم
۱	تئوری بی‌ارتباطی سود	میان ارزش شرکت و سیاست تقسیم سود ارتباطی وجود ندارد. فرض اصلی این تئوری «کامل بودن بازار سرمایه» و برقراری شرایط اطمینان است. در این تئوری، سرمایه‌گذاران میان تقسیم سود نقدی و سود سرمایه‌ای بی‌تفاوتند.
۲	تئوری ترجیح مالی آینده	طبق این تئوری به دلایل اینکه ۱- مالیات سود نقدی بیش از مالیات سود سرمایه‌ای است، ۲- مالیات سود نقدی باید در سال دریافت، پرداخت شود؛ اما مالیات سود سرمایه‌ای تا زمانی که سهم فروخته نشود پرداخت نمی‌شود. پرداخت سود نقدی کمتر موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود.
۳	تئوری پرنده در دست	سرمایه‌گذاران، سود نقدی را به سود سرمایه‌ای ترجیح می‌دهند. زیرا اعتقاد دارند که ریسک (عدم اطمینان) سود نقدی جاری کمتر از سود سرمایه‌ای مورد انتظار سال‌های آینده است.
۴	تئوری سود باقیمانده	شرکت، سود را بعد از تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب از محل سود انباشته، در صورتی که سودی باقی بماند، آن را میان سهامداران تقسیم می‌کند. در این رویکرد نخستین ادعابر سود انباشته، تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خواهد بود.
۵	تئوری اثر مشتری	گروه‌های مختلفی از سرمایه‌گذاران (مشتریان) سیاست‌های تقسیم سود متفاوتی را ترجیح می‌دهند. برخی سهامداران در جستجوی سود نقدی هستند، در حالی که سایرین به دنبال سود سرمایه‌ای می‌باشند. سیاست‌های تقسیم سود گذشته شرکت، مشتریان جاری سهام شرکت را تعیین می‌کند.
۶	تئوری چرخه حیات	شرکت‌های جوان از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالایی برخوردار بوده و سود نقدی کمتری را میان سهامداران تقسیم می‌کنند در حالی که شرکت‌های جاافتاده و بالغ به دلیل برخورداری از قابلیت سودآوری بالا، سود نقدی بالایی به سهامداران پرداخت می‌کنند. این تئوری همراستا با مدل پیامد لاپورتال و نیز مدل والتر و گوردون می‌باشد.

<p>۷</p> <p>تئوری خودکنترلی</p> <p>سرمایه‌گذاران از تقسیم سود به عنوان مکانیزم خودکنترلی طرفداری می‌کنند. در صورت عدم تقسیم سود، سرمایه‌گذاران برای فروش سهام وسوسه می‌شوند تا از عایدات آن برای مصرف‌شان استفاده کنند. اما ممکن است آنها بیشتر از آنچه در آغاز قصد داشتند، سهم بفروشند. تقسیم سود به سرمایه‌گذار کمک می‌کند تا رشد مصرف‌شان را کنترل کنند و از پشیمانی بعد از مصرف زیاد، اجتناب ورزند.</p>	
<p>۸</p> <p>تئوری حسابداری ذهنی</p> <p>افراد، منافع‌شان را جدا از کل ثروت‌شان ارزیابی می‌کنند. بنابراین تقسیم یک سود زیاد (فقط سود نقدی) به چندین سود کوچک (سود سرمایه‌ای و سود نقدی) موجب نارضایتی سرمایه‌گذاران شده و تقاضای سرمایه‌گذاران برای تقسیم سود را تحریک می‌کند.</p>	
<p>۹</p> <p>تئوری علامت‌دهی</p> <p>تغییرات در سیاست تقسیم سود، حاوی اطلاعات آینده درباره تغییرات در جریانات نقدی آینده شرکت است. هر قدر سطح عدم تقارن اطلاعات آینده بالاتر باشد، حساسیت تقسیم سود به چشم‌انداز آینده شرکت بالاتر می‌رود.</p>	
<p>۱۰</p> <p>تئوری نمایندگی</p> <p>هر چقدر جریان نقد آزاد شرکت بالاتر باشد، هزینه نمایندگی میان مدیران و سهامداران نیز بالاتر خواهد بود. اگر مدیران انتظار کسب اعتبار از رشد شرکت، پاداش زیاد، مصرف تجملی و... داشته باشند، ممکن است دست به سرمایه‌گذاری‌های غیرسودآور بزنند. سیاست تقسیم سود ممکن است هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد.</p>	

منبع: برگرفته از فصل هفتم کتاب «مدیریت مالی پیشرفته» نوشته قالیباف اصل و بابالویان

علاوه بر تئوری‌های مذکور، تئوری کترینگ سود نقدی نیز توسط بیکر و ورگلر در سال ۲۰۰۴ مطرح و در بسیاری از بازارها به صورت تجربی تایید شده است. تئوری کترینگ همراستا و تا حدودی مشابه تئوری اثر مشتری می‌باشد؛ با این تفاوت که در تئوری اثر مشتری، اگر سیاست تقسیم سود شرکت تغییر کند، سرمایه‌گذار تصمیم می‌گیرد سهام خود را فروخته و سهام شرکت دیگری را مطابق با سیاست تقسیم سود مورد علاقه خود خریداری کند، حال آنکه در

تئوری کنترینگ اگر ترجیحات سرمایه‌گذاران در خصوص میزان سود تقسیمی تغییر کند، مدیران بلافاصله تصمیم می‌گیرند سیاست تقسیم سود شرکت را متناسب با ترجیحات سرمایه‌گذاران تغییر دهند.

۲-۲. تئوری کنترینگ و صرف سود نقدی

شفرین و استمن (۱۹۸۴)^۱ نخستین کسانی بودند که مباحث رفتاری پیرامون تصمیمات سود نقدی را بیان کردند. بیست سال بعد، مطالعات بیکر و ورگلر (۲۰۰۴) با معرفی تئوری کنترینگ سود نقدی، انگیزه تازه‌ای را در مباحث رفتاری ایجاد کرد (انوار، ۲۰۱۲).

تئوری کنترینگ بیان می‌کند که مدیران آنچه را که سرمایه‌گذاران در حال حاضر می‌خواهند، فراهم می‌کنند و سیاست تقسیم سود شرکت را مطابق با ترجیح‌ها و تمایل سرمایه‌گذاران^۲، تعدیل می‌کند (قالیباف اصل و بابالویان، ۱۳۹۳). به عبارت دیگر، مدیران زمانی سود پرداخت می‌کنند که سرمایه‌گذاران به سهام شرکت‌های پرداخت‌کننده سود، قیمت بالاتری می‌پردازند و برعکس، زمانی که سرمایه‌گذاران، سهام شرکت‌های فاقد پرداخت سود را ترجیح می‌دهند، مدیران پرداخت سود را قطع می‌کنند (فریس و سابهروال، ۲۰۰۹).

فرضیه‌های تئوری کنترینگ: تئوری کنترینگ سود نقدی بیکر و ورگلر بر سه فرض زیر متکی است:

- ۱- از طرف سرمایه‌گذار، تقاضا برای سود نقدی وجود دارد.
- ۲- محدودیت در آربیتراژ وجود دارد و اجازه می‌دهد تقاضاهای سرمایه‌گذاران بلافاصله بر قیمت جاری سهم اثر بگذارد.
- ۳- مدیران اثر تصمیم پرداخت سود نقدی بر قیمت سهم را در مقابل هزینه‌های بلند مدت می‌سنجند. در مدل بیکر و ورگلر، هزینه پرداخت سود شامل کلیه هزینه‌های مرتبط با آن از قبیل مالیات سود سهام و هزینه‌های تامین مالی خارجی می‌باشد (کوهن و یاگیل^۳، ۲۰۰۸).

1. Shefrin and Statman
2. Investors' sentiments
3. Cohen & Yagil

صرف سود نقدی: برای آزمون این تئوری، بیکر و ورگلر از صرف سود نقدی به عنوان متغیر مستقل استفاده کردند که از تفاوت سالانه نسبت ارزش بازاری به دفتری پرداخت کنندگان و پرداخت نکنندگان سود بدست می آید. همچنین آن ها نشان دادند که تمایل شرکت ها به پرداخت سود نقدی با تقاضای سرمایه گذاران برای سود قابل توضیح است. هرچه این تقاضا بیشتر باشد، تمایل شرکت ها به پرداخت سود نقدی نیز بیشتر خواهد بود (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۴).

توسعه تئوری کترینگ: در مطالعات بیکر و ورگلر در زمینه تئوری کترینگ کاستی هایی به شرح زیر وجود دارد: نخست اینکه در مدل تجربی آن ها شرکت ها به دو دسته پرداخت کنندگان و پرداخت نکنندگان سود تقسیم شده اند. به این معنی که مدیران تنها با این تصمیم روبرو هستند که آیا شرکت باید سود پرداخت کند یا نه (به میزان آن توجهی نشده است) و سرمایه گذاران شرکت ها را به دو گروه بر اساس سیاست تقسیم سود طبقه بندی می کنند (پرداخت کنندگان در برابر پرداخت نکنندگان). بنابراین در حالی که مدل بیکر و ورگلر پرداخت و حذف سود نقدی را توضیح می دهد، توانایی توضیح چرایی تغییر سطح سود نقدی را ندارد. این یک نقص مهم است. زیرا شواهد تجربی حاکی از آن است که مدیران شرکت ها بیشتر با تغییرات سطح سود نقدی موجود مواجه هستند تا پرداخت یا حذف سود نقدی.

کاستی دوم حاصل مطالعات مربوط به یافته های تجربی است. مدل بیکر و ورگلر پیش بینی می کند که بازده سهام با اعلان شروع پرداخت سود^۲ توسط صرف سود نقدی افزایش پیدا می کند. اگر سرمایه گذاران مصرا نه تقاضای سود بکنند، باید به خبرهای شروع پرداخت سود نقدی بیشتر واکنش نشان دهند. در حالی که بیکر و ورگلر هیچ رابطه آماری معناداری میان اعلان شروع پرداخت و صرف سود نقدی نیافتند که خود این موضوع باعث ایجاد ابهامات در اعتبار تجربی تئوری کترینگ می شود. اگر بازار اعلان شروع پرداخت سود نقدی را نادیده بگیرد، چرا مدیران به صرف سود نقدی توجه نشان دهند؟ (لی و لای، ۲۰۰۶)

این تئوری توسط لی و لای توسعه داده شده و علاوه بر تصمیم به پرداخت یا حذف سود نقدی، افزایش یا کاهش سود نقدی و نیز اندازه تغییرات سود نقدی تئوری کترینگ بکر و ورگلر را توسعه داد (لی و لای، ۲۰۰۶).

-
1. Dividend premium
 2. Dividend initiation announcement

۲-۳. مروری بر پژوهش‌های تجربی

فریس و سابروالد در سال ۲۰۰۹ اثر کنترینگ بر سیاست تقسیم سود را طی سال‌های ۲۰۰۴-۱۹۹۵ در بیست و سه کشور بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که سیاست تقسیم سود در شرکت‌های فعال کشورهای دارای حقوق عرفی بیش از کشورهای دارای حقوق مدنی، مطابق با ترجیحات سرمایه‌گذاران در مورد تقسیم سود است. به خاطر وجود قوانین و حمایت‌های گسترده از سهامداران در حقوق عرفی، مدیران باید به ترجیحات سهامداران در مورد تقسیم سود به شدت پاسخگو باشند که به تاثیر کنترینگ در این کشورها می‌انجامد. مدیران در کشورهای دارای حقوق مدنی توسط سهامداران عمده، قاعده‌مند و منضبط می‌شوند و توانایی کمتری در تحقق ترجیحات سهامداران خرد دارند (فریس و سابروال، ۲۰۰۹).

فریس، سن و یو^۱ در سال ۲۰۰۶، سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را در کشور انگلستان بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که محتمل‌ترین دلیل کاهش تقسیم سود در سال‌های ۲۰۰۲-۱۹۹۸، تغییر محرک‌های کنترینگ - کاهش صرف سود نقدی - بوده است. لی و لایدر سال ۲۰۰۶ با مقایسه تغییرات نسبت پرداخت سود شرکت‌ها و صرف سود بازار، اثرات کنترینگ را در میان شرکت‌های آمریکایی تایید کردند.

نیوس (۲۰۰۶)^۲ به این نتیجه رسید که کشورهای حوزه یورو به ترجیحات سرمایه‌گذاران اهمیت می‌دهند. آن‌ها ارتباط میان میزان صرف سود نقدی و تئوری کنترینگ را مطالعه و ارزیابی کردند (انووار، ۲۰۱۲)

دنیز و اوسوبف^۳ (۲۰۰۸) عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود در شش کشور را طی سال‌های ۲۰۰۲-۱۹۹۴ بررسی کردند و تئوری کنترینگ را بجز آمریکا در سایر کشورها بررسی کردند. همچنین هابراگ و همکاران^۴ (۲۰۰۹) با بررسی سیاست تقسیم سود در کشور آمریکا به این نتیجه رسیدند که تئوری کنترینگ بطور معناداری قابل توضیح نیست (هابراگ و همکاران، ۲۰۰۹).

1. Ferris, Sen and Yui
2. Neves et Torre (2006)
3. Denis & Osobov
4. Hoberg et al

۳- فرضیه پژوهش

طبق تئوری کنتربنگ، تقاضای سرمایه‌گذاران برای پرداخت کنندگان سود که با صرف نقدی نشان داده می‌شود، تاثیر مستقیم و معناداری بر سیاست تقسیم سود دارد. بنابراین فرضیه اصلی پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود:

«صرف سود نقدی تاثیر مستقیم و معناداری بر تمایل به پرداخت سود نقدی دارد».

فرضیه‌های فرعی

- فرضیه فرعی نخست: صرف سود نقدی تاثیر مستقیم و معناداری بر شروع/ادامه سود نقدی دارد.
- فرضیه فرعی دوم: صرف سود نقدی تاثیر مستقیم و معناداری بر افزایش/کاهش نقدی دارد.
- فرضیه فرعی سوم: صرف سود نقدی تاثیر مستقیم و معناداری بر اندازه تغییرات سود نقدی دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

پژوهش‌های علمی را می‌توان با توجه به شیوه جمع‌آوری داده‌ها، به دو دسته آزمایشی و توصیفی تقسیم نمود. پژوهش حاضر توصیفی و از حیث هدف، کاربردی است.

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با توجه به اینکه هدف ما بررسی تقاضای متغیر سرمایه‌گذاران^۱ برای سود نقدی است، برای انتخاب نمونه پژوهش، نخست باید شرکت‌ها در دوره زمانی پژوهش ۱۳۹۲-۱۳۸۶ (یک دوره ۷ ساله) قرار بگیرند که در کل دوره زمانی قابل ردیابی باشند. در مرحله دوم، اطلاعات مورد نیاز آنها طی کل دوره زمانی پژوهش در دسترس باشد. همچنین شرکت‌های زیان ده به دلیل فقدان سود تقسیمی جزء نمونه‌گیری قرار نگرفته‌اند. با در نظر گرفتن موارد مذکور، ۶۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. بنابراین تعداد نمونه‌های پژوهش حاضر ۴۲۰ سال/شرکت می‌باشد.

مدل مورد استفاده در پژوهش حاضر، رگرسیون‌های معمولی و لجستیک دودویی^۲ می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌های یک و دو از رگرسیون لجستیک و فرضیه سوم از رگرسیون معمولی استفاده شده است.

-
1. Investors time varying demand
 2. Binary logistic regression

۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

۵-۱. متغیر وابسته: سیاست تقسیم سود

در پژوهش‌های پیشین، سیاست تقسیم سود به صورت تصمیم دودویی^۱ (ادامه/حذف، اضافه/کاهش) و یا به صورت تصمیم پیوسته^۲ (تغییرات و اندازه تغییرات سود نقدی) اندازه‌گیری شده است. در پژوهش حاضر نیز سیاست تقسیم سود به سه روش زیر در نظر گرفته شده است:
 ۱- متغیر مجازی "DpsBin" که در آن به بالاترین پرداخت کنندگان سود عدد یک و به کمترین پرداخت کنندگان سود عدد صفر اختصاص داده می‌شود.^۳

۲- متغیر مجازی "dividend change" که به افزایش بازده سود نقدی عدد یک و به کاهش بازده سود نقدی عدد صفر اختصاص داده می‌شود.

۳- دو متغیر پیوسته که تغییرات بازده سود نقدی را اندازه می‌گیرند. بدین صورت که مقدار افزایش سود نقدی با DyIncrease و مقدار کاهش سود نقدی، ضربدر ۱- با DyDecrease نشان داده می‌شود.

در مقاله حاضر، مقادیر متغیرهای وابسته به صورت وقفه یک ساله لحاظ شده است تا بتوان تاثیر تقاضای سرمایه‌گذاران به تقسیم سود نقدی در یک سال معین بر تصمیم مدیر به پرداخت سود در سال آینده را اندازه گرفت.

۵-۲. متغیر مستقل: صرف سود نقدی

در پژوهش بیکر و وگلر برای محاسبه صرف سود نقدی (DP) از تفاوت سالانه لگاریتم نسبت ارزش بازاری به دفتری پرداخت کنندگان و پرداخت نکنندگان سود استفاده شده است که یک متغیر سطح بازار می‌باشد:^۴

$$\text{Dividend premium} = \log(M/B)_{\text{payers}} - \log(M/B)_{\text{nonpayers}}$$

1. Binary decision

2. Continuous decision

۳. در پژوهش‌های بیکر و وگلر به پرداخت کنندگان سود عدد یک و به پرداخت نکنندگان سود عدد صفر اختصاص داده شده است ولیکن طبق ماده ۹۰ اصلاحیه قانون تجارت ایران، شرکتها باید ۱۰ درصد از سود خالص شرکت را پرداخت کنند. به همین دلیل در مقاله حاضر، طبقه بندی بیکر و وگلر از پرداخت کنندگان/ پرداخت نکنندگان به بالاترین پرداخت کنندگان/پایین ترین پرداخت کنندگان تغییر یافته است.

4. Market-level variable

$$M/B = (\text{Total asset} - \text{common equity} + \text{annual close price} \times \text{common shares outstanding}) / \text{total asset}$$

جاین (۲۰۱۴) برای محاسبه صرف سود نقدی (DP) از تفاوت سالانه لگاریتم نسبت ارزش بازاری به دفتری بالاترین و پایین ترین پرداخت کنندگان سود نقدی استفاده کرده است. این معیار "DP3" یک مقدار واحد در هر سال برای کلیه شرکت‌ها می‌دهد.

انوار از دو معیار دیگر صرف سود نقدی در سطح شرکتی^۱ استفاده کرده است: ۱- متغیر مجازی "DP1" که لگاریتم نسبت M/B شرکت اگر بیش از میانگین لگاریتم M/B پرداخت کنندگان سود در یک سال مشخص باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد؛ ۲- متغیر "DP2" که تفاوت لگاریتم شرکت و لگاریتم میانگین پرداخت کنندگان سود در یک سال معین می‌باشد.

در پژوهش حاضر برای محاسبه صرف سود نقدی از هر سه معیار فوق (DP1، DP2 و DP3) استفاده شده است.

۳-۵. **متغیرهای کنترلی:** فرصت‌های سرمایه‌گذاری، قابلیت سودآوری، اندازه شرکت‌ها، پژوهش‌های انجام شده توسط فریس (۲۰۰۹)، انوار (۲۰۱۲) و عبدالقادر و همکاران (۲۰۱۴) از معیارهای فوق به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شده است. مطابق با فا و فرنج (۲۰۰۱) از نرخ رشد دارایی‌ها به عنوان معیار فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده شده است.

$$\Delta assts = \frac{A_t - A_{t-1}}{A_{t-1}}$$

گرو لون و دیگران (۲۰۰۵) معیارهای بازده دارایی‌ها (ROA) و نسبت پرداخت سود (POR) در دوره t-1 را به عنوان معیار تاثیر قابلیت سودآوری بر تصمیم سود نقدی معرفی کرده‌اند که در پژوهش حاضر از بازده دارایی‌ها در دوره t-1 استفاده شده است. همچنین از لگاریتم ارزش بازار در زمان t به عنوان معیار اندازه شرکت استفاده شده است.

۶- نتایج پژوهش

۶-۱- تحلیل آماری توصیفی

در جدول ۱، خلاصه آماره توصیفی کلیه متغیرها برای کل دوره مورد بررسی نشان داده شده است. در دوره مورد بررسی از بین ۴۲۰ نمونه به تعداد ۴۰۴ شرکت/سال، سود بالای ۱۰ درصد میان سهامداران تقسیم کرده‌اند (۹۶.۱۹٪، $DpsBin = 1$). حدود نیمی از دیده‌ها، سود تقسیمی را افزایش داده‌اند (۵۳٪، $Dividend\ increase = 1$). متوسط افزایش سود تقسیمی ۸۴۰ ریال (انحراف معیار ۹۲۱ ریال) و متوسط کاهش سود تقسیمی ریال ۷۳۴ ریال (انحراف معیار ۸۱۴ ریال) بوده است.

جدول ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای مجازی و پیوسته پژوهش

متغیرهای مجازی	۱	%	۰	%	
DpsBin	۴۰۴	۹۶.۱۹	۱۶	۳.۸۱	
Dividend increase	۲۲۳	۵۳	۱۹۷	۴۷	
Dp1	۱۷۰	۴۰.۴۸	۲۵۰	۵۹.۵۲	
متغیرهای پیوسته	میانگین	انحراف معیار	حداکثر	حداقل	میانه
Dyincrease	۸۴۰	۹۲۱	۶۵	۳۸۵۰	۶۳۰
DyDecrease	۷۳۴	۸۱۴	۵۷	۳۸۳۲	۹۵۶
DP2	۰/۰۳۷	۰/۳۲	۰/۰۰۸	۱.۳۸	۰/۰۲۴
DP3	۰/۱۳	۰/۴۲	۰/۰۴	۰/۳۱	۰/۱۲۵
Asset Variation	۰/۱۸	۰/۲۸	۰/۰۳	۰/۳۳	۰/۱۴
ROA	۰/۸	۰/۱۱	-۰/۴۵	۰/۳۸	۰/۱۸
Log(MV)	۱۲.۸	۱۱.۰۴	۱۰.۹	۱۴.۳	۱۰.۳

متغیر مجازی DP1 به عنوان معیار صرف سود نقدی استفاده شده است و در صورتی که لگاریتم M/B یک شرکت خاص بیش از لگاریتم M/B پرداخت کنندگان سود باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ به آن اختصاص داده می‌شود. در پژوهش حاضر ۴۰.۴۸ درصد مشاهدات عدد ۱ و ۵۹.۵۲ درصد مشاهدات عدد صفر به خود گرفته‌اند.

در جدول ۲، ماتریس همبستگی پیرسون بین متغیرهای مورد استفاده در پژوهش حاضر با سطح معناداری ۵ درصد نشان داده شده است:

جدول ۲: ماتریس همبستگی پیرسون میان متغیرهای پژوهش

	DpsBin	dividend increase	dividend variation	DP1	DP2	DP3	Asset variation	ROA	Log(MV)
DpsBin	۱ (۰.۰۰)								
dividend increase	۰.۰۶ (۰.۶۶)	۱ (۰.۰۰)							
dividend variation	۰.۰۷ (۰.۷۰)	۰.۰۷۴ (۰.۷۷)	۱ (۰.۰۰)						
DP1	۰.۰۴۵ (۰.۵۶)	۰.۰۳۲ (۰.۴۳)	۰.۰۳۸ (۰.۵۶)	۱ (۰.۰۰)					
DP2	۰.۰۸۷ (۰.۷۲)	۰.۰۶۵ (۰.۶۸)	۰.۰۶۵ (۰.۶۸)	۰.۰۶ (۰.۶۶)	۱ (۰.۰۰)				
DP3	۰.۰۸۵ (۰.۷۱)	۰.۰۶۹ (۰.۶۹)	۰.۰۴۶ (۰.۵۷)	۰.۰۳ (۰.۴۲)	۰.۰۹ (۰.۷۸)	۱ (۰.۰۰)			
Asset variation	۰.۰۹۲ (۰.۷۹)	۰.۰۶۸ (۰.۷۰)	۰.۰۵۵ (۰.۶۱)	۰.۰۳ (۰.۴۲)	۰.۰۸ (۰.۶۹)	۰.۰۹ (۰.۰۷۹)	۱ (۰.۰۰)		
ROA	۰.۰۶۹ (۰.۶۹)	۰.۰۹ (۰.۷۸)	۰.۰۶۵ (۰.۶۸)	۰.۰۴۵ (۰.۵۶)	۰.۰۸۵ (۰.۷۱)	۰.۰۴۶ (۰.۵۷)	۰.۰۱ (۰.۱۳)	۱ (۰.۰۰)	
Log(MV)	۰.۰۱ (۰.۱۳)	۰.۰۶۵ (۰.۶۸)	۰.۰۸۷ (۰.۷۲)	۰.۰۹ (۰.۷۸)	۰.۰۴۵ (۰.۵۶)	۰.۰۶ (۰.۶۶)	۰.۰۳۲ (۰.۴۳)	۰.۰۶ (۰.۶۶)	۱ (۰.۰۰)

اعداد داخل پرانتز، سطح معناداری را نشان می‌دهد.

با توجه به ارقام جدول ۲، مقدار ضریب همبستگی تمامی متغیرها کمتر از مقدار بحرانی $t_{0.25,418} = 1.96$ (یا $t = 0.0949$) می‌باشد. بنابراین میان هیچ کدام از متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد، همبستگی معناداری وجود ندارد.

۶-۲- پرداخت یا عدم پرداخت سود نقدی: تصمیم به پرداخت، ادامه یا حذف سود نقدی

در این قسمت به دنبال آزمون این هستیم که چگونه تقاضای غالب سرمایه‌گذاران^۱ به پرداخت سود نقدی و نیز ویژگی‌های مالی شرکت بر احتمال شروع یا ادامه پرداخت سود تاثیر می‌گذارد. متغیر وابسته (DpsBin) در

1. Prevailing investor's demand

صورتی که شرکت سود نقدی پرداخت کند عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ به خود می‌گیرد. شایان ذکر است با توجه به اینکه طبق ماده ۹۰ اصلاحیه قانون تجارت کشورمان، شرکت‌ها ملزم به پرداخت حداقل ۱۰ درصد سود نقدی می‌باشند، در این قسمت به شرکتهایی که بیش از ۱۰ درصد سود نقدی تقسیم می‌کنند عدد ۱ و شرکت‌هایی که تنها ۱۰ درصد سود را تقسیم می‌کنند، عدد صفر اختصاص داده شده است. برای آزمون این قسمت، سه رگرسیون لجستیک دودوئی در خصوص تصمیم به شروع یا ادامه پرداخت سود بر روی هر سه معیار صرف سود نقدی (DP1، DP2، DP3) و مجموعه متغیرهایی کنترلی برازش شده است. جدول ۳، نتایج ضرایب رگرسیون لجستیک دودوئی رانشان می‌دهد:

جدول ۳: نتایج آزمون مربوط به پرداخت یا عدم پرداخت سود نقدی

	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳
DP1	**۰.۹۱۶ (۰.۵۲)		
DP2		*۰.۲۱ (۰.۹۴)	
DP3			**۰.۱۹ (۰.۰۱۷)
Asset variation	*۰.۰۴۳ (۰.۰۱۲۵)	*۰.۰۴ (۰.۰۱۲)	*۰.۰۴۳ (۰.۰۱۳)
ROA	** -۰.۰۵۳ (۰.۰۳۱)	* -۰.۰۶۸ (۰.۰۳۴)	۰.۰۳۸- (۰.۳۰)
Log(MV)	** ۱.۰۶۱ (۰.۷۹)	** ۱.۷۱ (۰.۸۲)	۰.۹۴ (۰.۸۳)
عدد ثابت	-۵.۸۰	-۶.۲	-۱.۸
تعداد مشاهدات	۴۲۰	۴۲۰	۴۲۰
تعداد شرکت	۶۰	۶۰	۶۰

اعداد داخل پرانتز مربوط به خطای معیار (استاندارد) می‌باشد.
* معناداری در سطح ۵ درصد و ** معناداری در سطح ۱۰ درصد

ضریب معیارهای صرف سود نقدی (DP3، DP2 و DP1) در هر سه رگرسیون لجستیک، مثبت و به لحاظ آماری معنادار می‌باشد که بیانگر حمایت قوی از اثر کترینگ می‌باشد. بنابراین شرکتها زمانی که صرف سود نقدی مثبت است با احتمال بیشتر پرداخت سود نقدی را شروع یا ادامه می‌دهند.

ضریب فرصت‌های سرمایه‌گذاری - که با نرخ رشد دارایی‌ها سنجیده شده است - مثبت است و این بدین معناست که وقتی شرکتها فرصت‌های رشد کمی دارند، به قطع سود نقدی گرایش پیدا می‌کنند.

قابلیت سودآوری (ROA) به استثنای رگرسیون سوم که معنادار نیست، تاثیر منفی بر احتمال پرداخت سود نقدی دارد. تاثیر منفی قابلیت سودآوری بر پرداخت سود شاید به این دلیل باشد که مدیران سود شناسایی شده یا سود انباشته را برای تامین مالی فرصت‌های رشد آینده ذخیره می‌کنند.

ضرایب مربوط به اندازه شرکت نیز مثبت و به لحاظ آماری با سطح اطمینان ۹۰ درصد معنادار می‌باشد. بنابراین تمایل برای پرداخت سود به سهامداران در شرکت بزرگ‌تر، بیشتر است.

۶-۳- افزایش یا کاهش سودهای نقدی

در این بخش متغیر وابسته Dividend increase یک متغیر مجازی است که اگر سطح بازده سود نقدی افزایش یابد، عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر به خود می‌گیرد و به دنبال درک این موضوع هستیم که چه چیزهایی بر تصمیم به افزایش یا کاهش سود نقدی تاثیر می‌گذارد.

برای آزمون این قسمت، سه رگرسیون لجستیک دودویی در خصوص تصمیم به افزایش یا کاهش سود بر روی نقدی هر سه معیار صرف سود نقدی (DP3، DP2 و DP1) و مجموعه متغیرهایی کنترلی برازش شده است. جدول ۴، نتایج ضرایب رگرسیون لجستیک دودویی را نشان می‌دهد.

ضریب معیارهای صرف سود نقدی (DP3، DP2 و DP1) در هر سه رگرسیون لجستیک، به لحاظ آماری معنادار و علامت آنها مطابق با معیارهای مورد استفاده، متفاوت می‌باشد. بر طبق معیار سطح بازار DP3 (بیکر و ورگلر از آن استفاده کرده‌اند)، ضریب آن مثبت و به لحاظ

آماري بسيار قوي مي‌باشد. ليكن به لحاظ معيارهاي سطح شركتي (DP1 و DP2) ضريب آن منفي مي‌باشد.

ضريب مثبت نشان مي‌دهد كه وقتی بازار صرف سود نقدي بالايي را به پرداخت كنندگان سود مي‌دهد، شركت‌ها سطح پرداخت‌هاي سود نقدي خود را افزايش مي‌دهند. ضريب منفي نيز نشان مي‌دهد كه وقتی تقاضا براي پرداخت سود نقدي پايين است، شركت‌ها تمايلي به افزايش سود نقدي ندارند. اين نتايج با پيش بيني تئوري كنترينگ سازگار است. يعني وقتی صرف سود نقدي بالاست، شركت‌ها تمايل به افزايش سود نقدي دارند و برعكس.

جدول ۴: نتايج آزمون مربوط به افزايش يا کاهش سود نقدي

	مدل ۴	مدل ۵	مدل ۶
DP1	*-۰.۳۵ (۰.۱۸)		
DP2		-۰.۰۴۷ (۰.۳۸)	
DP3			*۰.۲۲ (۰.۰۸)
Asset variation	**۰.۰۰۴۳ (۰.۰۰۲۵)	۰.۰۰۳۷ (۰.۰۰۲۳)	۰.۰۰۳۳ (۰.۰۰۲۴)
ROA	۰.۰۱۷ (۰.۰۱۵)	۰.۰۱۵ (۰.۰۱۵)	۰.۰۱۴ (۰.۰۱۴)
Log(MV)	-۰.۱۴۳ (۰.۱۸)	-۰.۱۵۳ (۰.۱۸)	-۰.۱۳۳ (۰.۱۷)
عدد ثابت	۱.۰۵	۰.۹۸	۰.۸۳
تعداد مشاهدات	۴۲۰	۴۲۰	۴۲۰
تعداد شركت	۶۰	۶۰	۶۰

اعداد داخل پرانتز مربوط به خطاي معيار (استاندار) مي‌باشد.
* معناداري در سطح ۵ درصد و ** معناداري در سطح ۱۰ درصد

ضریب فرصت‌های سرمایه‌گذاری منفی است ولی فقط در نخستین رگرسیون (مدل ۴) در سطح اطمینان ۱۰ درصد معنادار است. اگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت کم باشد، با احتمال بیشتر سود نقدی را افزایش می‌دهند. همچنین بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت به لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد.

۶-۴- عوامل تعیین کننده اندازه تغییرات سود نقدی

برای تعیین عوامل مشخص کننده اندازه تغییرات سود نقدی از دو متغیر پیوسته، اندازه افزایش و اندازه کاهش سود نقدی استفاده شده است. سپس دو رگرسیون معمولی (رگرسیون اندازه افزایش و رگرسیون اندازه کاهش سود نقدی) بر روی متغیرهای مستقل شامل معیار سطح شرکتی صرف سود نقدی برازش شده است. در جدول ۵، رگرسیون اندازه افزایش سود نقدی (مدل‌های ۷، ۸ و ۹) ارائه شده است.

ضریب معیارهای صرف سود نقدی (DP1، DP2، DP3) در هر سه رگرسیون منفی ولی به لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد. یعنی اگر صرف سود نقدی پایین باشد، شرکت‌ها تا حدی به افزایش اندازه تغییرات سود نقدی تمایلی ندارند.

ضریب قابلیت سودآوری منفی و به لحاظ آماری معنادار می‌باشد. بنابراین اگر فرصت‌های رشد شرکت پایین باشد، به احتمال بیشتر اندازه افزایش تغییر سود نقدی افزایش می‌یابد. ضریب نرخ‌های رشد، منفی و معنادار می‌باشد. ضریب اندازه شرکت نیز منفی بوده ولی معنادار نیست.

در جدول ۵، رگرسیون اندازه افزایش سود نقدی (مدل‌های ۱۰، ۱۱ و ۱۲) نشان داده شده است. ضریب معیارهای صرف سود نقدی (DP1، DP2، DP3) در هر سه رگرسیون منفی ولی به لحاظ آماری معنادار نیست که اگر صرف سود نقدی پایین باشد، شرکت‌ها تا تمایل زیادی به افزایش اندازه تغییرات سود نقدی ندارند.

در جدول ۵، ضریب قابلیت سودآوری مثبت و به لحاظ آماری معنادار است. بنابراین مدیران به کاهش سطح سود نقدی برای تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده خواهند داشت.

در نهایت، ضریب اندازه شرکت نیز منفی و معنادار است. شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌های بزرگ، تمایلی به کاهش اندازه تغییرات سود نقدی ندارند.

جدول ۵: نتایج آزمون مربوط به عوامل تعیین کننده اندازه تغییرات سود نقدی

	افزایش سود نقدی			کاهش سود نقدی		
	مدل ۷	مدل ۸	مدل ۹	مدل ۴	مدل ۵	مدل ۶
DP1	۰.۰۱۹ (۰.۰۶۲)			-۰.۳۲ (۰.۱۹)		
DP2		-۰.۰۲۲ (۰.۰۲۴)			-۰.۰۳۷ (۰.۰۳۳)	
DP3			-۰.۰۴۸ (۰.۰۴۱)			۰.۰۲۵ (۰.۰۷۸)
Asset variation	*-۰.۰۰۵۴ (۰.۰۰۲)	*-۰.۰۰۵ (۰.۰۰۳)	*-۰.۰۰۷ (۰.۰۰۳)	۰.۰۰۱۵ (۰.۰۰۲)	۰.۰۰۱۳ (۰.۰۰۲)	۰.۰۰۱۶ (۰.۰۰۳)
ROA	*-۰.۰۳۵ (۰.۰۰۹)	*-۰.۰۴ (۰.۰۰۹)	*-۰.۰۴۳ (۰.۰۰۹)	*۰.۰۵۴ (۰.۰۱۴)	*۰.۰۴۸ (۰.۰۳۲)	*۰.۰۴۴ (۰.۰۱۴)
Log(MV)	-۰.۱۳ (۰.۰۹۲)	-۰.۱۴ (۰.۰۸۸)	-۰.۰۱۳ (۰.۰۹۵)	** -۰.۴۶ (۰.۲۷)	** -۰.۵۴ (۰.۲۸)	** -۰.۴۶ (۰.۲۷)
عدد ثابت	*۱.۷ (۰.۶۳)	*۱.۶ (۰.۶۸)	*۱.۷۲ (۰.۶۵)	*۳.۸۵ (۱.۷۵)	*۴.۳۵ (۱.۸۱)	*۳.۹۶ (۱.۸۳)
تعداد مشاهدات				۴۲۰	۴۲۰	۴۲۰
تعداد شرکت				۶۰	۶۰	۶۰

اعداد داخل پرانتز مربوط به خطای معیار (استاندارد) می‌باشد.

* معناداری در سطح ۵ درصد و ** معناداری در سطح ۱۰ درصد

۷- بحث و نتیجه گیری

تئوری کترینگ که نخستین بار توسط بیکر و ورگلر در سال ۲۰۰۴ مطرح شد، بر این اصل استوار است که مدیران خواسته حال حاضر سرمایه گذاران را فراهم می کنند و سیاست تقسیم سود شرکت را مطابق با ترجیحات و تمایل سرمایه گذاران^۱، تعدیل و هماهنگ می کنند. تئوری کترینگ سود نقدی بیکر و ورگلر که تنها با پرداخت و عدم پرداخت سود نقدی سرو و کار دارد، توسط لی و لای (۲۰۰۶) توسعه داده شده و در برگیرنده افزایش یا کاهش سود نقدی و اندازه تغییرات آن نیز می باشد.

استفاده از صرف سود نقدی به عنوان نماینده تقاضای متغیر سرمایه گذاران به سود نقدی می تواند مورد بحث باشد. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (معیار صرف سود نقدی در پژوهش های پیشین و حاضر) می تواند حقایق دیگری را نشان دهد. برای مثال این نسبت اغلب به عنوان معیار فرصت های سرمایه گذاری و همچنین به عنوان معیار قوی ارزش گذاری نادرست^۲ استفاده می شود. نکته دیگر این است که تصمیم های مدیران در خصوص پرداخت سود به برداشتشان - به جای تقاضای واقعی سرمایه گذاران به سود نقدی - متکی است. این موارد می تواند خطاهای اندازه گیری در خصوص این تئوری را معرفی کند.

در پژوهش حاضر، تئوری کترینگ سود نقدی برای نخستین بار در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش هم با معیار بازاری و هم با معیارهای شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۲-۱۳۸۷ سازگار با تئوری کترینگ سود نقدی و همچنین همراستا با نتایج پژوهش بیکر و ورگلر (۲۰۰۴) و لی و لای (۲۰۰۶) و انوار (۲۰۱۲) است.

یافته های پژوهش نشان می دهد که تقاضای سرمایه گذاران بر سود نقدی به طور قابل ملاحظه ای بر تصمیم به شروع/ ادامه یا حذف سود نقدی، تصمیم به افزایش یا کاهش بازده سود نقدی و تا حدی روی اندازه تغییر سود نقدی تاثیر می گذارد. این یافته ها همراستا با جریان مالی شرکتی رفتاری^۳ بوده و عملکرد مدیران را به عنوان پاسخ عقلایی به رفتار غیر عقلایی سرمایه گذاران در نظر می گیرد.

بالا بودن نسبت سود تقسیمی و تایید تجربی تئوری کترینگ در بورس اوراق بهادار تهران شاید به دلیل فقدان مالیات سود تقسیمی در بورس اوراق بهادار تهران و عدم اطمینان به آینده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که نیازمند پژوهش های تجربی در خصوص دلایل تقاضای بالای سرمایه گذاران به سود نقدی و متعاقب آن بالا بودن نسبت سود تقسیمی شرکت ها می باشد.

-
1. Investors' sentiments
 2. Mispricing
 3. Behavioral corporate finance

۸- منابع

- رهنمای رودپشتی، فریدون؛ نیکومرام، هاشم و شاهوریانی، شادی (۱۳۸۶). **مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی)**. چاپ نخست، انتشارت کساکوش، ص ۱۸۰-۱۹۶.
- قالیباف اصل، حسن و بابالویان، شهرام (۱۳۹۳). **مدیریت مالی پیشرفته**. چاپ نخست، انتشارت دانشگاه الزهرا (ناشر مشترک: انتشارات بورس)، ص ۲۶۲-۲۷۸
- Abdulkadir, R., Abdullah, N., Wong, w., (2014) "*Implication of Catering Theory of Dividend: Evidence from Financial Firms Listed on the Nigerian Stock Exchange*", Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.18, PP 2-8.
- Anouar, K, (2012). "*The impact of the catering theory and financial firms characteristics on dividend decisions: the case of the French market*", Retrieved from <http://www.halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00765931/>, PP 86-92.
- Baker, M., Wurgler (2004), J. "*Catering Theory of Dividends*". The journal of finance, VOL. LIX, NO. 3, PP 4-6.
- Cohen, G., Yagil, J (2008), "*On the Catering Theory of Dividends and the Linkage between Investment, Financing and Dividend Policies*", International Research Journal of Finance and Economics, Issue 17, PP 89-104.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). "*Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*". Journal of Financial Economics, 89(1), PP 65-73.
- Ferris, S., Jayaraman, N., Sabherwal, S. (2009) "*Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence*". *Journal of Banking and finance*", Vol. 33, No. 9, PP 14-17.
- Li, W., Lie, E. (2006), "*Dividend changes and catering incentives*", Journal of Financial Economics, Vol. 80, No. 2. PP 13-14.