

## بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار تأمین مالی شرکت‌ها بر سیاست‌های پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر فریدون رهنمای رودپشتی<sup>۱</sup>، حسین اسلامی مفیدآبادی<sup>۲</sup> و موسی احمد زاده<sup>۳</sup>

### چکیده

هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار تأمین مالی بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. نمونه آماری پژوهش نیز در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفته اند. همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از آزمون‌های آماری نظیر آزمون‌های دوربین-واتسون، کولموگروف-اسمیرنوف، دیکی فولر، دیکی فولر تعمیم یافته، فیلیس پرون، و ال‌ام آرچ (LM-ARCH) استفاده شده است. در نهایت هم برای بررسی معنادار بودن معادله خط رگرسیون از آزمون فیشر (F-test) و برای معنادار بودن ضرایب نیز از آزمون (T-test) استفاده شده است. علاوه بر این، با بررسی‌های انجام شده در باره ادبیات موضوعی پژوهش حاضر، عوامل تعیین کننده سیاست پرداخت سود سهام به دو دسته عوامل مالی و اقتصادی تقسیم بندی شده است. به طوری که عوامل مالی شامل متغیرهای اهرم مالی، سررسید بدهی‌ها، سودآوری، نرخ بازده دارایی، نرخ بازده صاحبان سهام، نرخ بازده سرمایه بکار گرفته شده، حاشیه سود ویژه و اندازه شرکت می‌باشند. عوامل اقتصادی هم شامل متغیرهای نرخ ارز، نرخ تورم، نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی، رشد نقدینگی و نسبت توپین به عنوان متغیرهای مستقل می‌باشند. همچنین، سیاست پرداخت سود سهام شرکت به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. در نهایت، نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار تأمین مالی بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار تأمین مالی، سیاست پرداخت سود، بورس اوراق بهادار تهران

طبقه‌بندی موضوعی: R53, Z23, F65, H54, G35, G3, P33

۱. استاد عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، دانشکده مدیریت و اقتصاد، تهران، ایران.

rahnama.roodposhti@gmail.com

۲. دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، دانشکده مدیریت و اقتصاد، تهران، ایران (نویسنده

مسئول). Hosseinslami62@gmail.com

۳. عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد قشم، گروه مدیریت، قشم، ایران. moosa.amz@gmail.com

## مقدمه

بازار سرمایه به عنوان محل گردآوری وجوه خرد و هدایت آنها به سوی سرمایه‌گذاری و نیز ابزاری برای دادوستد اوراق بهادار با ظرافت‌ها و حساسیت‌های بسیاری همراه است که عملکرد آن را به نحو قابل ملاحظه‌ای تحت تاثیر قرار می‌دهد (عباسی و معلمی، ۱۳۹۲). یکی از موضوع‌های مهم بازار سرمایه سیاست تقسیم سود است. به طوری که سیاست تقسیم سود همواره با تصمیم‌های مالی شرکت در تعامل است و این رابطه تعاملی نیز خود تحت تاثیر شرایط و عوامل مختلف قرار می‌گیرد. اما از جمله مهم‌ترین عوامل تاثیرگذار بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها همان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی آن شرکت است. به ویژه اینکه، یک حوزه مهم از ادبیات تأمین مالی شرکت‌ها، تمرکز بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. فرصت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از ابزارهای رشد در اختیار مدیران است که هم می‌توانند مورد توجه قرار گیرد و هم مورد بی‌توجهی واقع شود (مایرز<sup>۱</sup>، ۱۹۷۷).

فرصت‌های سرمایه‌گذاری در واقع توانایی بالقوه سرمایه‌گذاری‌های شرکت را نشان می‌دهد. بدین معنی که هر چقدر توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت در آینده بیشتر باشد، شرکت دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری است (فردیناند، ای، گول-بورش، تی کلی<sup>۲</sup>، ۱۹۹۹). میرز نیز شرکت را به عنوان ترکیبی از دارایی‌های مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری (رشد) تعریف می‌کند. ضمن این که نمونه‌هایی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری شامل نوآوری محصول، توسعه کارخانه، تبلیغات و نگهداری دارایی‌های موجود است (رضایی و گرکز، ۱۳۹۲). البته، فرآیند سرمایه‌گذاری با استفاده از منبع آن یعنی پس‌اندازها آغاز می‌شود. بسیاری از اقتصاددان‌ها معتقدند که ویژگی کشورهای در حال توسعه، کمبود پس‌انداز است. در این صورت اگر پس‌انداز افزایش یابد، سرمایه‌گذاری افزایش یافته و رشد اقتصادی حاصل می‌شود. شواهد متعدد نشان می‌دهد که نقدینگی و پس‌انداز قابل توجهی در کشور وجود دارد، اما این پس‌اندازها به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد حرکت نمی‌کنند (نخجوانی، ۱۳۸۲). در این خصوص بازار سرمایه به عنوان یک بازار مالی طبقه‌بندی شده و منسجم می‌تواند در راستای این هدف اقتصادی مهم یعنی تأمین نقدینگی و تجهیز پس‌اندازهای کشور تأثیرهای گوناگون قابل ملاحظه‌ای داشته باشد. البته این مسأله نیز خود تابع عوامل مهمی است که بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد. اما مهمترین عوامل شامل: ۱- عوامل کلان، ۲- عوامل نهادی، ۳- سایر عوامل می‌باشند (بلوریان تهرانی، ۱۳۷۱). به طوری که می‌توان به: ۱- عوامل اقتصاد کلان شامل: نقدینگی بخش

1. Myers, S.C.

2. Ferdinand A.Gul.Burch T. Kealey

خصوصی، موازنه ارزی، سیاست‌های مالی و پولی، مصرف و پس انداز، تورم، نرخ بهره، تسهیلات بانکی، نرخ ارز، بازار سرمایه، بازار پول اشاره نمود که می‌تواند از مهمترین عوامل کلان اقتصادی باشد که هر یک نقش بسیار زیادی در تأمین سرمایه‌گذاران دارد، ۲- خود عوامل نهادی هم شامل نظام اقتصادی، عملیات بخش دولتی، توسعه اقتصادی، شرکت‌های دولتی، نقش بانک مرکزی و قوانین مالی و محاسباتی به عنوان اصلی‌ترین عوامل نهادی تأثیرگذار بر تأمین سرمایه می‌باشد. ۳- همچنین سایر عوامل: که از جمله عوامل موثر در تأمین سرمایه، می‌توان به عوامل فرهنگی، تبلیغات، ثبات سیاسی، گسترش تعاونی‌ها اشاره نمود. بنابراین، هر یک از عوامل مورد اشاره، سهم مؤثری در تأمین سرمایه دارد (حافظیه، ۱۳۸۵). البته شایان ذکر می‌باشد که ضمن توجه به عوامل فوق، متأسفانه در اغلب تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و مالی، یک مشکل اساسی و مهم برای شرکت‌های سهامی در ایران، عدم اتخاذ تصمیم صحیح و به موقع برای مالی و تأمین منابع و مصارف وجوه حاصل از تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و مالی و همچنین عدم اتخاذ تصمیم‌های مربوط به سیاست‌های تقسیم سود به موقع و مناسب می‌باشد. به طوری که عدم استفاده از توان بکارگیری مناسب، آنها را در چرخه عملیات تولیدی و چرخه عمر تجاری شرکت با مشکل مهمی مواجه می‌سازد که خود این موضوع ممکن است موجب کاهش ارزش شرکت نسبت به ارزش واقعی مورد انتظار شود. بنابراین برای کاهش و یا حتی حذف این مشکل نیازمند پژوهش‌های نظری و تجربی بیشتری در این باره هستیم.

البته در مورد تأثیر سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> و تصمیم‌های مالی<sup>۲</sup> بر روی ارزش شرکت<sup>۳</sup>، پژوهش‌های گسترده‌ای توسط مودigliانی و میلر<sup>۴</sup> (۱۹۵۸) انجام شده است که در نهایت نتیجه پژوهش‌های خود را در قالب "اصل بی ارتباط بودن"<sup>۵</sup>، دادند و بیشتر جنبه‌های بررسی آنها هم بر آن متمرکز بوده است. به طور کلی این نظریه ادعا می‌کند که در یک بازار سرمایه کامل، ارزش شرکت مستقل از شیوه تأمین مالی در دارایی‌های مولد<sup>۶</sup> آن است. در واقع هم برخی از نویسندگان نظیر بارنی و همکاران<sup>۷</sup> (۱۹۸۱)، از این دیدگاه حمایت کردند (ابور، و ای. بوکپین<sup>۸</sup>، ۲۰۱۰). با این حال، یافته‌های دیگر پژوهشگران حسابداری و مالی نیز در مطالعات قبلی نشان می‌دهد که جریان سرمایه‌گذاری، ساختار تأمین مالی و

1. Investment
2. Firm value
3. Financing decisions
4. Modigliani and Miller
5. Separation principle
6. Productive assets
7. Barnea et al
8. Joshua Abor, Godfred A. Bokpin

سیاست تقسیم سود سهام شرکت، رابطه معکوس یا منفی<sup>۱</sup> با هم دارند (گربوسکی و مولر<sup>۲</sup>، ۱۹۷۲؛ مک کیب<sup>۳</sup>، ۱۹۷۹؛ اندرسون<sup>۴</sup>، ۱۹۸۳).

این موضوع هم پیش بینی شده است که جهان ایده آل مدنظر مودیکلیانی و میلر وجود ندارد. بازارهای مالی به طور کامل وضعیت مالیات<sup>۵</sup>، هزینه معاملات تجاری یا هزینه معاملات<sup>۶</sup>، هزینه های ورشکستگی<sup>۷</sup>، هزینه های نمایندگی<sup>۸</sup> و نرخ تورم نامشخص<sup>۹</sup> را در یک شرایط بازار<sup>۱۰</sup> نشان نمی دهند (ابرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰).

بر اساس یافته های بیرمن و هاس<sup>۱۱</sup> (۱۹۸۳)، مدیریت به طور معمول سطح پرداخت هدف گذاری شده سود تقسیمی را در یک محتوای مشخص با توجه به وضعیت منابع و وجوه نقد پیش بینی شده شرکت آن نشان می دهد. به طوری که با توجه به فرصت های سرمایه گذاری و توانایی بالقوه شرکت در ایجاد وجوه نقد داخلی، هم ساختار سرمایه و هم خط و مشی تقسیم سود سهام به عنوان معیار سنجش انتخاب شده اند تا اطمینان حاصل کنیم که به اندازه کافی وجوه نقد برای انجام سرمایه گذاری های مطلوب بدون نیاز به استفاده از حقوق صاحبان سهام جدید<sup>۱۲</sup> در دسترس می باشد (بلک<sup>۱۳</sup>، ۱۹۷۶).

اما آنچه که به منزله یک وضعیت "مطلوب" سرمایه گذاری<sup>۱۴</sup> مطرح می شود، چیست؟ در یک جمله می توان در پاسخ به این پرسش گفت این وضعیت در صورتی پیش می آید که بازده مورد انتظار آن نسبت به هزینه های تأمین وجوه بیشتر باشد و همچنین هزینه های سود انباشته متفاوت با هزینه های حقوق صاحبان جدید باشد. بنابراین، خط و مشی تقسیم سود سهام، ساختار سرمایه بنگاه و همچنین استراتژی سرمایه گذاری هم بطور مشترک تعیین شده اند (بلک و شولز<sup>۱۵</sup>، ۱۹۷۶). به بیان دیگر، سیاست پرداخت سود سهام<sup>۱۶</sup> به عنوان یک مسئله مهم شرکت ممکن است ارتباط نزدیکی با

1. Contrasted
2. Grabowski and Mueller
3. McCabe
4. Anderson
5. Given taxes
6. Transaction costs
7. Bankruptcy costs
8. Agency costs
9. Uncertain inflation
10. In the market place
11. Bierman and Hass
12. New equity
13. Black
14. A "Favorable situation" investment
15. Black and Scholes
16. Dividend payout policy



بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته باشد. بنابراین، یک درک درست از سیاست تقسیم سود برای بسیاری از حوزه‌های دیگر نظیر قیمت‌گذاری دارایی، ساختار سرمایه، ترکیب و ادغام و بودجه‌بندی سرمایه‌ای حیاتی است (آلن و میکائیلی، ۱۹۹۵).

همچنین شایان ذکر می‌باشد که تصمیم‌گیری تقسیم سود سهام شرکت می‌تواند تحت تأثیر سطح سود شرکت، میزان ریسک و اندازه شرکت تحت تأثیر قرار گیرد؛ اگرچه سیاست تقسیم سود به عنوان یک تصمیم بزرگ در شرکت معرفی شده و همچنان به عنوان یک معما در حوزه مالی شرکت‌های بزرگ باقی مانده است (اویی، ۲۰۰۱). به تازگی هم اجماع نظرهای گوناگون در حال ظهوری وجود دارد که هیچ توضیح یا تعریف واحدی از سود سهام ندارد.

بروک و همکاران (۱۹۹۸) اتفاق نظر دارند که هیچ دلیلی برای این باور وجود ندارد که سیاست تقسیم سود شرکت‌های بزرگ از طریق یک هدف واحد هدایت می‌شود (برو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰). بنابراین، با توجه به موارد و مباحث گفته شده، هدف اصلی این پژوهش نیز، بررسی آثار فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ساختار تأمین مالی شرکت‌ها بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

از زمان انتشار نظریه بی‌ارتباطی سود تقسیمی سهام توسط میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱)، بسیاری از بررسی‌ها در زمینه عوامل تعیین‌کننده مؤثر بر پرداخت سود سهام در سراسر جهان انجام شده است. نظریه بی‌ارتباطی سود تقسیمی سهام در بازار کامل و کارآمد با سهامداران به طور کامل منطقی و با وجود مالیات و هزینه‌های معامله مصداق پیدا می‌کند. با توجه به این موضوع، نظریه بی‌ارتباطی سود تقسیمی سهام، اهمیت سرمایه‌گذاری به عنوان یک مبحث اصلی را مورد اشاره قرار می‌دهد. به طور کلی چارچوب میلر و مودیکلیانی (۱۹۶۱)، به این ترتیب پایه و اساسی را برای کارهای بعدی آن در خصوص نظریه سود سهام و سیاست پرداخت سود سهام تشکیل داده است. چارچوب آنها به اندازه کافی برای در بر گرفتن هر دو عامل سود سهام و خرید دوباره یک چارچوب غنی می‌باشد که به عنوان تنها عامل تعیین‌کننده ارزش شرکت و آن هم خط و مشی سرمایه‌گذاری است (آلن و میکائیلی، ۲۰۰۶).

شاید بتوان گفت که یکی از اهداف مهم شرکت به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است (بریلی و مایرز، ۱۹۹۶؛ بلک و هرت، ۲۰۰۰؛ اما بلک و هرت، ۲۰۰۰)، بیان کردند که این مفهوم یک کار ساده است و می‌توان

1. Allen and Michaely
2. Ooi
3. Brealey and Myers
4. Block and Hirt

آن را به عنوان نمونه آورد. یک مدیریت نمی تواند به طور مستقیم قیمت سهم را تحت تاثیر قرار دهد اما می تواند تنها به شیوه ای سازگار با تمایل های سرمایه گذاران عمل کند (ابرو، و ای. بو کپین، ۲۰۱۰).

از نظر وود و رندال<sup>۱</sup> (۱۹۸۹)، ثروت سهامداران به عنوان ارزش کل بازار سهام عادی<sup>۲</sup> پذیرفته شده است که به نظر می آید، کاهش ارزش فعلی جریان های نقدی متعلق به سهامداران مستلزم نرخ بازده حقوق صاحبان سهام است. این جریان های نقدی شامل سود سهام و قدردانی ها شاید مهم تر از سرمایه به غیر از نوسان های بالای آن باشد. بنابراین، شرکت ها باید تصمیم گیری های مهم مکرری را بگیرند که شرکت چه مقدار پول نقد باید به سهامداران خود پرداخت و یا سهام آنها را خریداری نماید که دست کم به عنوان یک شکل هزینه ای قابل قبول نسبت به وضعیت پرداخت سود سهام به سهامداران از دیدگاه مالیاتی باشد (آلن و میکاتیلی، ۲۰۰۲).

بلک (۱۹۷۶) بیان کرد که نگاه هرچه جدی تر و دقیق تر ما به تصویر سود سهام، بیشتر شبیه به یک معما می باشد که قطعاً متناسب با همدیگر نیستند. این گفته حاکی از وجود بحث های فراوان پیرامون سیاست سود سهام می باشد. معمای سود سهام هم حول درک این مسئله می چرخد که چرا شرکت ها سود سهام می پردازند و سرمایه گذاران نیز توجه خودشان را معطوف به سود سهام پرداختی می کنند (ابرو، و ای. بو کپین، ۲۰۱۰).

طبق دیدگاه بریلی و مایرز<sup>۳</sup> (۱۹۹۶)، سیاست سود سهام از یک طرف به عنوان عامل توازن بین حفظ سودها و پرداخت وجوه نقدی می شود و از طرف دیگر سبب صدور یا انتشار سهام جدید می باشد.

اصول تئوریک اثرگذار بر سیاست سود سهام شرکت ها از تئوری تعدیل مالیات، عدم تقارن اطلاعاتی تا عوامل رفتاری می باشد. عدم تقارن های اطلاعاتی هم چندین بعد را پوشش می دهند که از جمله آنها می توان هزینه نمایندگی، فرضیه جریان نقدینگی آزاد و مدل های علامت دهی را نام برد. مدل های تعدیل مالیات نشان می دهند که سرمایه گذاران به سودهای سهام مورد انتظار بالاتر نیاز دارند. پیامد تئوری تعدیل مالیات تقسیم سرمایه گذاران به ارباب رجوع های مالیات سود سهام می باشد و اثر آن هم عامل تغییرات ترکیب پورتلویو می باشد (مودیکلیانی، ۱۹۸۲). علاوه بر این، از نظر ماسولیس و ترومان<sup>۴</sup> (۱۹۸۸)، سرمایه گذاران با بدهی های مالیاتی متفاوت در سیاست سود سهام شرکت یکنواخت نیستند. آنها نتیجه گیری می کنند که با افزایش بدهی مالیاتی، پرداخت سود سهام کاهش می یابد در حالی که با سرمایه گذاری دوباره، پرداخت سود سهام شرکت به سهامداران افزایش می یابد و بالعکس (ابرو و ای. بو کپین، ۲۰۱۰).

- 
1. Woods and Randall
  2. Common shares or common stock
  3. Brealey and Myers
  4. Masulis and Trueman

سهامداران به طور معمول با مسئله انتخاب معکوس و خطر اخلاقی در مواجهه با پدیده تفکیک مالکیت و کنترل روبرو می‌شوند. مسئله عدم تقارن اطلاعاتی در تعارض با مصلحت موجود در بین ادعاکننده‌های متفاوت شرکتی آشکار می‌شود. عوامل درونی مانند مدیران در مقایسه با فراهم کنندگان وجوه مالی دارای اطلاعات بیشتری درباره جریان نقدینگی شرکت هستند. هزینه‌های نمایندگی هم در شرکت‌های دارای سهم بالای مالکیت مدیریتی به دلیل همراستایی بهتر بین سهامداران و کنترل مدیریتی (جنسن و میکلینگ، ۱۹۷۶) وجود دارد. همچنین هزینه‌های نمایندگی در بین شرکت‌های دارای سهامداران عمده بزرگ با توانایی بهتر برای نظارت بر فعالیت‌های مدیریتی، پایین‌تر می‌باشد (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۶).

بر اساس بحث فاما و جنسن<sup>۳</sup> (۱۹۸۳)، مسائل نمایندگی را می‌توان از طریق پرداخت سود سهام زیاد به سهامداران شرکت حل نمود. البته جنسن (۱۹۸۶)، در ادامه بر اساس مدل جریان نقدینگی آزاد توضیح می‌دهد که وجوه مالی فعلی بعد از تأمین مالی همه پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت (NPV<sub>t</sub>)، می‌تواند به تعارض منافع بین مدیران و سهامداران بینجامد. به طور کامل واضح است که سودهای سهام و پرداخت بهره بدهی، جریان نقدینگی آزاد مدیران برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص (NPV<sub>t</sub>) و مصرف پاداش‌های دریافتی و امتیازات مدیر را کاهش می‌دهد.

شرکت‌های دارای سطوح بالاتری از جریان وجه نقد باید دارای اهرم مالیاتی بالاتر و یا پرداخت سود سهام بالاتر باشند (ابرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰). همچنین تئوری علامت‌دهی بیان می‌کند که سیاست سود سهام شرکتی که به عنوان ابزاری برای قبولاندن پیام کیفیت به کار می‌رود، دارای هزینه پایین‌تری در مقایسه با عوامل و متغیرهای جایگزین دیگر می‌باشد (میلر و روک، ۱۹۸۵؛ اسکویت و مولیتز، ۱۹۸۶). این تئوری در ابتدا برای بازار نیروی کار توسعه یافت اما سودمندی آن در بازارهای مالی نیز محسوس بوده است (ابرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰). همچنین اکرلوف<sup>۷</sup> (۱۹۷۰)، در پژوهش خود، اثر علامت‌دهی را اینگونه تعریف می‌کند: یک توازن علامت‌دهی ویژه و منحصر به فرد که در آن، جوینده کار صلاحیت خود را به کارفرمای احتمالی خود نشان می‌دهد. تئوری علامت‌دهی نشان می‌دهد که سودهای سهام برای علامت‌دهی اطلاعات خصوصی در مورد مدیریت سودهای آینده شرکت استفاده می‌شود (هیلی و پالیو، ۱۹۸۸). سرمایه‌گذاران اغلب اوقات بیانیه‌های حذف و بکارگیری

1. Jensen, M.C. and Meckling, W.H.
2. Shleifer and Vishny
3. Fama and Jensen
4. Net Present Value (NPV)
5. Miller and Rock
6. Asquith and Mullins
7. Akerlof
8. Healy and Palepu

سود سهام را در زمانی مورد توجه قرار می دهند که پیش بینی مدیران برای سودهای آینده تغییر می کند. سودهای سهام در علامت دهی چشم اندازهای آینده استفاده می شوند و سودهای سهام حتی در صورت وجود فرصت سرمایه گذاری سودآور پرداخت می شوند (باکر و همکاران، ۱۹۸۵؛ پرویت و گیتمن، ۱۹۹۱).

گفته می شود که فرصت های سرمایه گذاری در دسترس شرکت، یکی از مؤلفه های مهم ارزش بازار را تشکیل می دهد. فرصت سرمایه گذاری یک شرکت بر روی طریقه ملاحظه شرکت توسط مدیران، مالکان، سرمایه گذاران و بستانکاران تأثیر می گذارد (کالاپور و ترومبلی، ۲۰۰۱). براین اساس ما می بینیم که در سال های اخیر پژوهش های داخلی و خارجی صورت گرفته پیرامون موضوع بررسی رابطه بین فرصت سرمایه گذاری و انتخاب های سیاست شرکتی از جمله تأمین مالی، سود سهام و سیاست های جبران مورد توجه ویژه قرار گرفته است (اسمیت و واتس، ۱۹۹۲؛ گاوری و گاوری، ۱۹۹۳؛ کالاپور و ترومبلی، ۱۹۹۹؛ جنسن و شارما، ۲۰۰۱؛ ابوت، ۲۰۰۱).

از نظر جونز<sup>۹</sup> (۲۰۰۱)، فرصت سرمایه گذاری نشان دهنده گزینه های انتخابی برای رشد یا سرمایه گذاری شرکت است. اما از نظر مایرز (۱۹۷۷)، ارزش آن به هزینه های قابل تحمل مورد صلاح دید مدیران بستگی دارد (ابرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰). همچنین، مایرز (۱۹۷۷) در پژوهش خود، فرصت سرمایه گذاری را به عنوان یک پروژه سودآور بالقوه بیان می کند که هنوز تحقق نیافته است و توضیح می دهد که شرکت می تواند از آن برای سودآوری اقتصادی بهره برداری کند. بنابراین، فرصت سرمایه گذاری نشان دهنده مؤلفه ارزش شرکت است که حاصل از گزینه های انتخابی ایجاد سرمایه گذاری های آتی می باشد (اسمیت و واتس، ۱۹۹۲). فرصت های رشد همچنین از طریق بخش نسبی ارزش شرکت نشان داده می شود که با دارایی های جاری (نظیر دستگاه ها، تجهیزات و دارایی های مشهود دیگر)، پوشش داده می شود و این موضوع بیانگر آن است که هرچه این بخش از ارزش شرکت که توسط دارایی های جاری پوشش داده می شود، کمتر باشد، فرصت های رشد نیز بیشتر می شود (جول و کلی، ۱۹۹۹).

کالاپور و ترومبلی (۲۰۰۱)، بیان می کنند که مفهوم قراردادی فرصت سرمایه حاکمی از یک هزینه سرمایه ای جدید است که برای معرفی یک محصول جدید یا گسترش محصول موجود ایجاد می شود. این مفهوم ممکن است شامل یک گزینه ایجاد هزینه برای کاهش هزینه ها در طول بازسازی شرکتی باشد. نویسندگان مختلف

1. Baker et al.
2. Pruitt and Gitman
3. Kallapur and Trombley
4. Smith and Watts
5. Gaver and Gaver
6. Kallapur and Trombley
7. Jones and Sharma
8. Abbott
9. Jones
10. Gul and Kealey

به راه‌های متفاوت فرصت سرمایه‌گذاری را مورد سنجش قرار دادند. البته ابزارهای این سنجش فرصت سرمایه‌گذاری شرکت عبارتند از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (کولین و کوتاری<sup>۱</sup>، ۱۹۸۹؛ چانگ و چاروینوانگ<sup>۲</sup>، ۱۹۹۱)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار دارایی شرکت (اسمیت و واتس، ۱۹۹۲)، و همچنین نسبت (Q<sub>i,t</sub>)-توین<sup>۳</sup> مربوط به جیمز توین<sup>۴</sup> (۱۹۸۱)، می‌باشند (اسکینر<sup>۵</sup>، ۱۹۹۳). به طوری که کالاپور و ترومبلی در پژوهش‌های خود از آنها استفاده نمودند، مقاله‌های فعلی نشان‌دهنده رابطه مشخصی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست سود سهام هستند (ابرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰). اسمیت و واتس (۱۹۹۲)، نیز بیان می‌کنند که شرکت‌های دارای فرصت سرمایه‌گذاری بالا ممکن است سیاست پرداخت سود سهام پایین را دنبال کنند. زیرا سودهای سهام و سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده کاربردهای بالقوه و رقابتی منابع نقدینگی یک شرکت هستند (گاور و گاور، ۱۹۹۳).

جونز (۲۰۰۱) که مدل و روش کار گاور (۱۹۹۳)، را توسعه و آن را اصلاح نموده بود، دریافت که شرکت‌های وضعیت رشد بالا، وضعیت بازده سود سهام بسیار پایین تری را در اختیار داشتند (ابرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰). جول و کیلی (۱۹۹۹)، همچنین در پژوهش خود دریافتند که یک رابطه منفی بین گزینه‌های رشد و سود سهام شرکت وجود دارد.

به نظر ابوت (۲۰۰۱)، شرکت‌هایی که گسترش فرصت سرمایه‌گذاری را تجربه می‌کردند، به طور معمول سیاست پرداخت سود سهامشان را تغییر (افزایش و کاهش)، می‌دادند. برخی پژوهشگران دیگر نیز از این واقعیت حمایت می‌کنند که شرکت‌های دارای ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتر، از فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوبی نیز برخوردار هستند و وجوه نقدی بیشتری را برای تأمین مالی این گونه سرمایه‌گذاری حفظ می‌کنند. بنابراین نسبت‌های پایین تر پرداخت سود سهام را ثبت می‌کنند (روزف<sup>۶</sup>، ۱۹۸۲؛ لیود و همکاران<sup>۷</sup>، ۱۹۸۵؛ کولیتز و همکاران<sup>۸</sup>، ۱۹۹۶؛ آمیدو و آبور<sup>۹</sup>، ۲۰۰۶).

همچنین ریاحی-بلکتویی و پیکور<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۱) بر این حقیقت تأکید کردند که شرکت‌های قرار گرفته در گروه فرصت سرمایه‌گذاری بالا دارای ارزش هستند، در حالی که شرکت‌های قرار گرفته در گروه فرصت

1. Collins and Kothari
2. Chung and Charoenwong
3. Tobin's- Q<sub>i,t</sub>
4. James Tobin
5. Skinner
6. Rozeff
7. Liyod et al.
8. Collins et al.
9. Amidu and Abor
10. Riahi-Belkaoui and Picur

سرمایه‌گذاری پایین دارای ارزش بازده سود سهام هستند. این یافته نشان می‌دهد که برای شرکت‌هایی دارای فرصت سرمایه‌گذاری پایین، سود سهام در مقایسه با عواید، دارای سنخیت بیشتری است، درحالی که حالت معکوس درخصوص شرکت‌های دارای فرصت سرمایه‌گذاری بالا وجود دارد. اما عیوضیان و بوث (۲۰۰۳)، با استفاده از نسبت بازار به دفتری در جایگزینی برای فرصت سرمایه‌گذاری، یک رابطه مثبت را بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و پرداخت سود سهام یافتند که نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاتر، سود سهام بالاتری می‌پردازند (ابرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰).

در یک پژوهش دیگر، کیت شیلیت<sup>۲</sup> (۱۹۹۳)، با سنجش عملکرد نسبی برخی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سطوح بازده و ریسک، این فرصت‌ها را مورد ارزیابی قرار داد. فرصت‌های برگزیده در پژوهش آنها شامل ۱۲ گزینه سرمایه‌گذاری بودند که سراسر آن در یک زنجیره از پرریسک‌ترین تا کم‌ریسک‌ترین گزینه گسترده شده بودند. برآیند این پژوهش نشان داد که در بازه زمانی بلند مدت، سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر، بیشترین بازدهی و پس از آن شاخص عرضه عمومی اولیه<sup>۳</sup> (IPO)، در عرضه عمومی اولیه سهام (به عنوان نماینده سهام شرکت‌هایی که به تازگی مالکیت عمومی پیدا کرده‌اند)، دومین بازدهی را عاید سرمایه‌گذاران نموده‌اند. از لحاظ ریسکی بودن سرمایه‌گذاری نیز سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر در رتبه نخست پرریسک‌ترین فرصت‌ها قرار داشتند. نکته جالب بررسی این بود که سرمایه‌گذاری در طلا کم‌ترین بازدهی را به دست آورده بود. به گونه‌ای که بازدهی آن از نرخ بازدهی بدون ریسک نیز کم‌تر شده بود (کیت شیلیت، ۱۹۹۳).

همچنین در پژوهشی دیگر، زمانپور (۱۳۸۳) به بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی پرداخت. به طور خلاصه نتایج پژوهش ایشان نشان می‌دهد که از لحاظ آماری بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با سیاست استقراض، رابطه معکوس و بین سیاست تقسیم سود و افزایش سرمایه رابطه مثبت وجود دارد.

عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۰) نیز در پژوهشی، تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه منفی و معنادار بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خط مشی تقسیم سود وجود دارد. همچنین بخش دیگر نتایج پژوهش آنها بیان می‌کند که بین اهرم مالی و منابع تأمین مالی خارجی با خط مشی تقسیم سود رابطه منفی و معنادار بین موعد پرداخت بدهی با خط مشی تقسیم سود رابطه مثبت وجود دارد.

- 
1. Aivazian and Booth
  2. Schilit, W. Keith
  3. Initial Public Offering (IPO)

رضائی و گرکز در سال (۱۳۹۲) به اثر تغییرات سرمایه در گردش بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. برای این منظور، داده‌های پانلی ۱۵۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در یک دوره هفت ساله (۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰) توسط آنها مورد بررسی قرار گرفت. به طور کلی نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان داده است که بین تغییرات سرمایه در گردش شرکت‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آنها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۴) پژوهشی در زمینه همسنجی بازده و ریسک فرصت‌های جایگزین سرمایه‌گذاری در ایران انجام دادند. برآیند پژوهش آنها نشان می‌دهد طی دوره زمانی مورد بررسی، در میان فرصت‌های جایگزین، سرمایه‌گذاری در سهام، بازده بیشتری را نصیب سرمایه‌گذاران کرده است. ضمن آن که ریسک نسبی سهام (به ازای بازده) نیز در قیاس با فرصت‌های ریسکی سرمایه‌گذاری (طلا و ارز) برای سرمایه‌گذاران دارای مطلوبیت بوده است.

شریف کریمی و همکاران (۱۳۹۲) نیز در پژوهش خودشان به ارزیابی و شناسایی مناسب‌ترین گزینه سرمایه‌گذاری دارای و مالی در ایران طی بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۰، پرداختند. نتایج آنها نشان می‌دهد که طی دوره مورد بررسی، سرمایه‌گذاری در سهام بالاترین بازده و در عین حال بالاترین ریسک را نصیب سرمایه‌گذاران نموده است. همچنین نتایج شاخص‌های ارزیابی مالی (معیار شارپ و معیار ترینر)، آنها نیز حاکی از مطلوبیت بیشتر شاخص سهام نسبت به دیگر فرصت‌ها بوده است (شریف کریمی، و همکاران، ۱۳۹۲).

محمدرضا خانی و همکاران (۱۳۹۲) هم در پژوهش خود به بررسی اثر ساختار سرمایه بر بازده غیرعادی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ با در نظر گرفتن سطح تمرکز در صنعت پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که بین ساختار سرمایه و بازده غیرعادی آتی سهام ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. از طرف دیگر، سهم تمرکز صنعت، اثر منفی و معناداری بر ارتباط بین ساختار سرمایه و بازده غیرعادی آتی سهام دارد. همچنین نتایج، بیانگر ارتباط مثبت و معناداری بین اندازه شرکت و فرصت‌های رشد با بازده غیرعادی آتی سهام می‌باشد. بین نسبت قیمت به سود و بازده غیرعادی آتی سهام نیز ارتباط منفی و معناداری دیده شد.

احتمال دارد انتخاب روش تأمین مالی شرکت‌ها به عنوان یکی از مهمترین بخش‌های تأمین مالی دهه‌های گذشته در پی انتشار مقاله تأثیرگذار مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸)، بوده است. البته در این مقاله هم مسئله رابطه بین انتخاب تأمین مالی شرکت‌ها و ارزش آن مطرح شد. به تازگی نیز پژوهش‌های زیادی در خصوص تئوری مودیگلیانی و میلر انجام گرفته و شواهد جدیدی نیز در این خصوص نشان داده شده است. این تئوری متکی بر بازارهای سرمایه کامل (ایده آل) می‌باشد (ابرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰). این تئوری بیان می‌کند که ارزش شرکت به

طور کامل مستقل از چگونگی تأمین مالی دارایی های سودآور آن می باشد. پژوهش های بعدی هم رابطه مشخص بین انتخاب تأمین مالی و ارزش شرکت را نشان داده اند. اگرچه برخی از پژوهشگران، یافته های تئوری مودیگلیانی و میلر را تأیید کرده اند (فاما<sup>۱</sup>، ۱۹۷۴؛ پرویت و گیتمن<sup>۲</sup>، ۱۹۹۱).

همچنین بررسی های اندرسون (۱۹۸۳)، پیترسون و بینش<sup>۳</sup> (۱۹۸۳) نشان داده اند که کاستی های بازار دنیای واقعی به طور تأثیرگذاری مانع تفکیک تصمیم های سرمایه گذاری شرکت و تأمین مالی می شود. این کاستی های بازار به طور عمده از این حقیقت حاصل می شود که مالیات، هزینه مبادله، نامتقارنی اطلاعات و هزینه ورشستگی وجود دارد. این یافته نشان دهنده رابطه بین انتخاب تأمین مالی و ارزش شرکت می باشد (پرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰). گفته می شود که اهرم مالی نقش مهمی در کاهش هزینه های نمایندگی حاصل از تعارض سهامدار، مدیر و نقش محوری در نظارت مدیران دارد (جنسن و میکلینگک، ۱۹۷۶؛ جنسن، ۱۹۸۶؛ استولز<sup>۴</sup>، ۱۹۸۸).

فارینها<sup>۵</sup> (۲۰۰۳)، بیان می کند که بدهی بر روی تصمیم های مربوط به سود سهام به دلیل تعهدات بدهی و محدودیت های مرتبط با دارندگان بدهی تأثیر می گذارد. همچنین شرکت های دارای اهرم مالی بالا و ریسک مالی ضمنی تمایل دارند که از پرداخت سود سهام بالا اجتناب نمایند. بنابراین آنها می توانند ریسک مرتبط با کاربرد تأمین مالی بدهی را پوشش دهند (پرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰). روزف (۱۹۸۲)، ایستربروک<sup>۶</sup> (۱۹۸۴) و کولیتز و همکاران (۱۹۹۶)، ضمن گسترش تئوری نمایندگی درمی یابند که شرکت به طور همزمان هم سود سهام به سهامداران می پردازد و هم در طول زمان، سرمایه مربوط به شرکت را افزایش می دهد.

بر اساس نظر ایستربروک (۱۹۸۴)، افزایش سود سهام این احتمال را افزایش می دهد که سرمایه اضافی باید از بیرون شرکت و آن هم به صورت دوره ای افزایش یابد (پرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰). گرین و همکاران<sup>۷</sup> (۱۹۹۳) بر این اساس دارای این عقیده هستند. آنها بحث می کنند که درخصوص سطوح پرداخت سود سهام بعد از تأمین مالی یک شرکت به طور کامل تصمیم گیری نمی شود (پرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰).

هیگین<sup>۸</sup> (۱۹۷۲)، بیان می کند که نیاز شرکت ها برای تأمین مالی بر روی نسبت پرداخت سود سهام شرکت ها می تواند تأثیر منفی داشته باشد. بنابراین تصمیم گیری برای پرداخت و چگونگی پرداخت سود سهام به سهامداران شرکت در امتداد تصمیم گیری های مربوط به تأمین مالی شرکت قرار دارند.

- 
1. Fama
  2. Pruitt and Gitman
  3. Peterson and Benesh
  4. Stulz
  5. Farinha
  6. Easterbrook
  7. Green et al
  8. Higgin

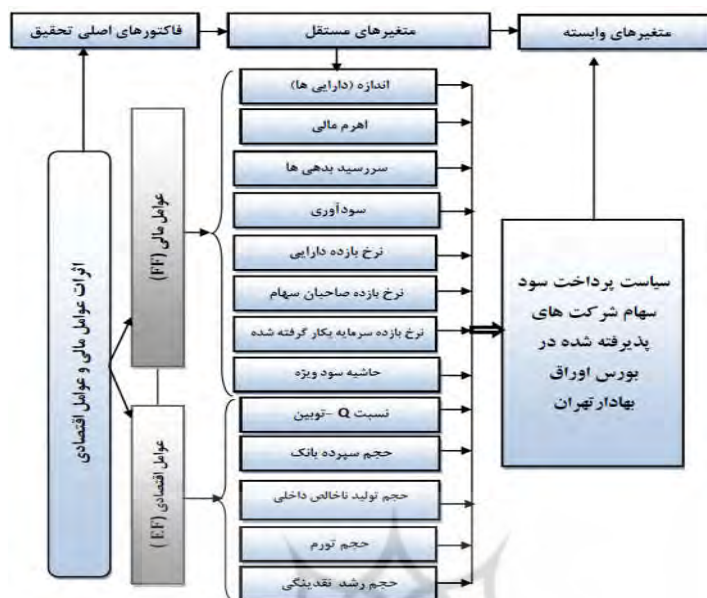


هیگین (۱۹۸۱)، یک رابطه مثبت و مستقیمی را بین نیازهای تأمین مالی و رشد شرکت نشان می‌دهد. از این جهت که شرکت‌های با وضعیت برخورداری از شد سریع، دارای نیاز تأمین مالی بیرونی هستند. زیرا نیازهای سرمایه مؤثر به طور معمول از جریان‌های نقدینگی به نمایش گذاشته شده حاصل از جریان فروش‌های جدید شرکت سرچشمه می‌گیرد (ابرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰).

عیوضیان و بوث (۲۰۰۳) نیز در پژوهش خود از این واقعیت حمایت می‌کنند که محدودیت‌های مربوط به تأمین مالی می‌تواند بر روی تصمیم‌گیری‌های سود سهام تأثیر بگذارد. بنابراین شرکت‌های دارای بدهی‌های به نسبت کمتر، از ظرفیت مالی بیشتری برخوردار هستند و با احتمال بیشتری هم سودهای مربوط به سهام‌هایشان را پرداخت و حفظ می‌کنند (ابرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰).

بعد از مطالعه بر روی ادبیات فعلی در حوزه پژوهش حاضر، عوامل تعیین‌کننده سیاست پرداخت سود سهام برای کلیه شرکت‌ها به دو گروه عوامل مالی و اقتصادی تقسیم‌بندی شده است. به طوری که بخش عوامل مالی شامل متغیرهای: اهرم مالی (FL)<sup>۱</sup>، سررسید بدهی‌ها (DM)<sup>۲</sup>، سودآوری (Pr)<sup>۳</sup>، نرخ بازده دارایی (ROA)<sup>۴</sup>، نرخ بازده صاحبان سهام (ROE)<sup>۵</sup>، نرخ بازده سرمایه بکار گرفته شده (ROCE)<sup>۶</sup>، و حاشیه سود ویژه (NIM)<sup>۷</sup>، اندازه (Size)<sup>۸</sup>، می‌باشد. در بخش عوامل اقتصادی هم شامل متغیرهای: نرخ ارز (FE)<sup>۹</sup>، نرخ تورم (RI)<sup>۱۰</sup>، سهم سرمایه از تولید ناخالص داخلی (GDPCa)<sup>۱۱</sup>، رشد نقدینگی (LIQ)<sup>۱۲</sup>، و همچنین، نسبت توین (Tobin's-q)<sup>۱۳</sup>، نیز به عنوان شاخص فرصت‌های سرمایه‌گذاری و متغیرهای مستقل پژوهش حاضر می‌باشند. علاوه بر این، سیاست پرداخت سود سهام (DPP)<sup>۱۴</sup>، را هم به عنوان متغیر وابسته در پژوهش حاضر در نظر گرفته است. به طوری که در نمودار ۱، که بیانگر مدل مفهومی پژوهش می‌باشد، نمایش گذاشته شده است.

1. Financial Leverage (FL i,t)
2. Debt maturity (DM i,t)
3. Profitability (Pr i,t)
4. Return On Assets (ROA i,t)
5. Return On Equity (ROE i,t)
6. Return On Capital Employed (ROCE i,t)
7. Net Interest Margin (NIM i,t)
8. Size(Si,t)
9. Foreign Exchange rate (FER i,t)
10. Rate of Inflation (RI i,t)
11. The Share Sapital of Gross Somestic Product (GDPCa i,t)
12. Growing liquidity (LIQ i,t)
13. Tobin's-q Ratio(Q.Tobin)
14. Dividend payout policy (DPP)



نمودار ۱: مدل مفهومی پژوهش

### فرضیه های پژوهش

- فرضیه نخست:** عوامل مالی بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت تاثیر معناداری دارد.
- فرضیه دوم:** عوامل اقتصادی بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت تاثیر معناداری دارد.

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر روش شناسی، یک پژوهش توصیفی و از نظر نوع پژوهش، از نوع مطالعات همبستگی می باشد. جامعه آماری پژوهش نیز شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است که کلیه اطلاعات مالی مربوط به شرکت ها در دوره زمانی بین سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ گردآوری شده است. به طوری که برای تعیین نمونه آماری پژوهش با در نظر گرفتن برخی محدودیت های اساسی شامل (۱۰۸)، مشاهده از بین کلیه شرکت ها در دوره زمانی در نظر گرفته شده، نمونه آماری پژوهش تعیین شده است. روش تجزیه و تحلیل داده های پژوهش حاضر هم برای تخمین معادلات با توجه به ویژگی های الگوهای بکار رفته در پژوهش، شامل روش های آماری پارامتریک بوده است. درجایی که برای بررسی عدم همبستگی جملات خطای باقی مانده در مدل رگرسیون از آزمون دوربین-واتسون استفاده شده است. از آزمون

کولموگروف-اسمیرنوف هم برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته و از آزمون دیکی فولر و دیکی فولر تعمیم یافته و فیلیس پرون برای ایستایی متغیرهای رگرسیون، استفاده شده است. برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس جملات اخلال از آزمون ال ام آرچ<sup>۱</sup> استفاده شده است. از آزمون فیشرف (F) هم برای آزمون برابری ضرایب عرض از مبدا مقاطع مختلف و همچنین از آزمون هاسمن به منظور تبیین مدل آثار ثابت و تصادفی مورد برآورد قرار گرفته، استفاده شده است. در نهایت هم برای آزمون معنادار بودن معادله خط برآوردی رگرسیون از آماره فیشرف (F-test) و برای آزمون معنادار بودن ضرایب از آماره (t-test)، استفاده شده است. البته در پژوهش حاضر بعد از بررسی ادبیات پژوهش، عوامل تعیین کننده سیاست پرداخت سود سهام به دو دسته عوامل مالی و اقتصادی تقسیم بندی شده است. به طوری که عوامل مالی شامل متغیرهای اهرم مالی، سررسید بدهی‌ها، سودآوری، نرخ بازده دارایی، نرخ بازده صاحبان سهام، نرخ بازده سرمایه بکار گرفته شده، حاشیه سود ویژه و اندازه شرکت می‌باشند. عوامل اقتصادی هم شامل متغیرهای نرخ ارز، نرخ تورم، سهم سرمایه‌گذاری نسبت به تولید ناخالص داخلی، رشد نقدینگی و نسبت توین به عنوان متغیرهای مستقل پژوهش حاضر می‌باشند. سیاست پرداخت سود سهام نیز به عنوان متغیر وابسته پژوهش حاضر در نظر گرفته شده است. همچنین، معادله خط رگرسیون آنها به صورت زیر نوشته شده است:

#### معادله نخست: عوامل مالی تعیین کننده سیاست پرداخت سود سهام

$$DPP_{it} = \beta_0 + \beta_1.FL_{1it} + \beta_2.DM_{2it} + \beta_3.Pr_{.3it} + \beta_4.ROA_{4it} + \beta_5.ROE_{5it} + \beta_6.ROCE_{6it} + \beta_7.NIM_{7it} + \beta_8.size_{8it} + U_{it}$$

#### معادله دوم: عوامل اقتصادی تعیین کننده سیاست پرداخت سود سهام

$$DPP_{it} = \beta_0 + \beta_1.FE_{1it} + \beta_2.RI_{2it} + \beta_3.GDPCa_{3it} + \beta_4.LIQ_{4it} + \beta_5.Tobin's-q_{5it} + U_{it}$$

#### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

در پژوهش حاضر از دو شکل آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده شده است. بطوری که پس از استخراج داده‌های مورد نظر، مدل نظری پژوهش از صورت حساب‌های مالی شرکت‌های نمونه آماری پژوهش استفاده شده است. البته این داده‌ها در نرم افزار (Excel)<sup>۲</sup> ثبت و طبقه‌بندی شدند و سپس متغیرهای مورد نظر محاسبه و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیون با رویکرد اقتصادسنجی و در نهایت با استفاده

1. LM ARCH

2. Software of Excel

از نرم افزار (Eviews) پردازش می شوند. در این رابطه برای اجرای رگرسیون به روش رگرسیون برداری چند متغیره از آزمون های تشخیصی مربوطه استفاده شده است.

در این قسمت داده های پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد. به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات گردآوری شده برای آزمون فرضیه ها و همچنین آزمون های تکمیلی اطمینان از مدل رگرسیونی استفاده شد. بنابراین برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است.

جدول ۱- توصیف ویژگی های آماری داده های مربوط به متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	متغیر	میانگین	حد اقل	حد اکثر	میانه	واریانس	انحراف معیار
وابسته	(DPP <sub>i,t</sub> )	۲/۱۲۹۳۲۱	۱/۳۸۶۲۹۴	۲/۸۰۸۰۵۰	۲/۱۰۰۴۶۹	۰/۰۲۸۰	۰/۱۶۸۴۵۸
	(FL <sub>i,t</sub> )	۲/۰۴۸۹۵۸	۱/۸۴۷۵۰۰	۲/۳۱۰۰۰۰	۲/۰۳۷۵۰۰	۰/۰۰۶	۰/۰۷۹۱۶۷
	(DM <sub>i,t</sub> )	۲/۲۰۹۹۷۴	۲/۱۰۷۷۸۶	۲/۵۶۴۹۴۹	۲/۲۰۹۹۲۱	۰/۰۰۶	۰/۰۷۹۵۶۱
	(PR <sub>i,t</sub> )	۲/۰۳۷۹۸۴	۲/۰۲۱۵۴۸	۲/۱۹۷۲۲۵	۲/۰۳۲۰۸۸	۰/۰۰۱	۰/۰۲۳۶۹۰
	(ROA <sub>i,t</sub> )	۱/۸۱۹۷۷۱	۱/۰۷۵۰۰۲	۲/۲۴۳۸۹۶	۱/۸۱۸۸۸۸	۰/۰۰۶	۰/۲۳۶۶۰۳
	(ROE <sub>i,t</sub> )	۲/۱۷۹۳۷۲	۲/۱۶۳۳۳۳	۲/۱۹۷۲۲۵	۲/۱۷۴۷۵۲	۰/۰۰۱	۰/۰۱۳۶۷۱
	(ROCE <sub>i,t</sub> )	۲/۱۲۸۹۳۸	۲/۱۰۹۰۰۰	۲/۱۴۷۱۰۰	۲/۱۲۹۴۲۱	۰/۰۰۱	۰/۰۱۰۴۳۵
	(NMI <sub>i,t</sub> )	۲/۲۵۲۹۲۴	۲/۲۳۰۰۱۴	۲/۲۷۹۳۱۶	۲/۲۵۵۴۹۳	۱/۰۰۰	۰/۰۱۲۹۸۳
	(SIZE <sub>i,t</sub> )	۱/۲۱۹۷۱۹	۱/۲۰۲۹۷۲	۱/۴۷۲۴۷۲	۱/۲۱۴۹۱۳	۰/۰۰۱	۰/۰۲۶۴۵۶
	(FE <sub>i,t</sub> )	۲/۱۲۹۳۲۱	۱/۳۸۶۲۹۴	۲/۸۰۸۰۵۰	۲/۱۰۰۴۶۹	۰/۰۲۸	۰/۱۶۸۴۵۸
	(RI <sub>i,t</sub> )	۱/۳۸۱۷۴۲	۱/۳۶۰۹۷۷	۱/۶۲۵۳۱۱	۱/۳۷۸۷۶۶	۰/۰۰۱	۰/۰۲۷۵۴۴
	(GDPCa <sub>i,t</sub> )	۴/۸۳۹۴۴۶	۴/۷۷۸۱۵۱	۴/۹۰۸۸۰۷	۴/۸۲۰۹۲۴	۰/۰۰۳	۰/۰۵۲۴۲۷
	(LIQ <sub>i,t</sub> )	۷/۹۲۴۰۵۱	۶/۶۱۰۰۰۰	۱۰/۱۰۷۵۰	۷/۷۶۸۷۵۰	۰/۳۷۶	۰/۶۱۳۵۲۹
	(T-Q <sub>i,t</sub> )	۸/۵۳۲۸۲۷	۴/۰۰۰۰۰۰	۱۵/۰۰۰۰۰۰	۸/۱۶۷۹۱۹	۲/۴۴۱	۱/۵۶۲۲۲۲

راهنامه مطالعه نمادها و متغیرهای: متغیرهای مالی شامل: اهرم مالی (FL)، سررسید بدهی (DM)، سودآوری (Pr)، نرخ بازده دارایی (ROA)، نرخ بازده صاحبان سهام (ROE)، نرخ بازده سرمایه بکار گرفته شده (ROCE) و حاشیه سود ویژه (NIM)، اندازه (size)، و در بخش عوامل اقتصادی متغیرهای نرخ ارز (FE)، نرخ تورم (RI)، سهم سرمایه از تولید ناخالص داخلی (GDPCa)، رشد نقدینگی (LIQ)، و شاخص (Tobin's-q)، در غالب شاخص فرصت های سرمایه گذاری، به عنوان متغیرهای مستقل، و سیاست پرداخت سود سهام (DPP)، را به عنوان متغیر وابسته در حاضر در نظر گرفته است.

به طور کلی جدول ۱، بیانگر ویژگی های آماری توصیف کنندگی شامل چولگی، کشیدگی، میانگین، تعداد مشاهده ها و غیره برای متغیرهای پژوهش در سری های زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳، می باشد.

**آزمون دوربین واتسون:** می توان بیان نمود که، آزمون دوربین واتسون یکی از مشهورترین آزمون ها برای تشخیص خود همبستگی است. البته برای به کار بردن این آزمون نیاز به برقراری شرایطی است که در زیر به آنها اشاره می کنیم.

#### 1. Durbin-Watson: (D-W)

جدول ۲- نتایج آزمون‌های ریشه واحد فولر تعمیم یافته (ADF) و فیلیپس پرون (PP)

آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (ADF)		فیلیپس پرون (PP)		متغیرهای پژوهش
تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	
-۲/۸۸۰۲۹۵	-۴/۴۵۹۶۴۵	-۳/۲۳۸۳۷۹	-۳/۲۳۸۳۷۹	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۹۴۷۴	-۲/۸۸۹۴۷۴	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	سطح آزمون مستقل متغیر (FL <sub>i,t</sub> )
-۳/۳۹۳۱۲۷	-۱۹/۵۲۷۴۹	-۷/۴۴۹۸۵۲	-۷/۴۴۹۸۵۲	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	سطح آزمون مستقل متغیر (DM <sub>i,t</sub> )
-۶/۴۳۹۶۹۸	-۶/۴۳۹۶۹۸	-۴/۹۸۸۹۴۶	-۴/۹۸۸۹۴۶	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۹۲۲۰۰	-۲/۸۹۲۲۰۰	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	سطح آزمون مستقل متغیر (PR <sub>i,t</sub> )
-۲/۴۲۵۱۸۱	-۱۳/۹۶۴۷۸	-۸/۰۲۱۹۹۰	-۸/۰۲۱۹۹۰	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۹۰۶۲۳	-۲/۸۹۰۶۲۳	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	سطح آزمون مستقل متغیر (ROA <sub>i,t</sub> )
-۱/۴۲۳۴۹۷	-۱۰/۹۳۷۵۷	-۱/۳۳۳۷۰۲	-۱۱/۱۳۳۵۶	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۹۳۲	سطح آزمون مستقل متغیر (ROE <sub>i,t</sub> )
-۱/۸۶۴۵۱۵	-۸/۲۸۵۵۴۳	-۱/۸۳۳۳۷۸	-۸/۲۷۴۳۸۱	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۹۳۲	سطح آزمون مستقل متغیر (ROCE <sub>i,t</sub> )
-۰/۷۵۷۴۳	-۷/۱۳۰۸۵۹	-۰/۵۹۰۵۹۶	-۷/۰۹۶۷۴۶	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۹۳۲	سطح آزمون مستقل متغیر (NMI <sub>i,t</sub> )
-۲۵/۶۷۷۸۸	-۲۵/۶۷۷۸۸	-۱۳/۷۰۷۴۷	-۱۳/۷۰۷۴۷	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	سطح آزمون مستقل متغیر (SIZE <sub>i,t</sub> )
-۱۹/۲۳۱۳۰	-۱۹/۲۳۱۳۰	-۱۱/۷۲۰۷۸	-۱۱/۷۲۰۷۸	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	سطح آزمون مستقل متغیر (FE <sub>i,t</sub> )
-۱/۴۲۵۶۴۲	-۱۰/۸۴۴۲۰	-۱/۳۴۸۶۲۵	-۱۰/۹۶۲۷۸	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۹۳۲	سطح آزمون مستقل متغیر (RI <sub>i,t</sub> )
-۶/۸۹۴۵۳۶	-۶/۸۹۴۵۳۶	-۶/۸۹۴۵۳۶	-۶/۸۹۴۵۳۶	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	سطح آزمون مستقل متغیر (GDPCa <sub>i,t</sub> )
-۵/۸۴۷۹۵۷	-۵/۸۴۷۹۵۷	-۸/۲۳۹۳۵۱	-۸/۲۳۹۳۵۱	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	سطح آزمون مستقل متغیر (LIQ <sub>i,t</sub> )
-۳/۴۲۳۹۴۸	-۱۹/۶۸۵۶۶	-۶/۷۰۲۱۷۹	-۶/۷۰۲۱۷۹	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۹۳۲	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	سطح آزمون مستقل متغیر (Q-Tobin <sub>i,t</sub> )
-۷/۷۶۷۴۳۷	-۷/۷۶۷۴۳۷	-۷/۷۶۷۴۳۷	-۷/۷۶۷۴۳۷	سطح آزمون (t-Statistic)
-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	-۲/۸۸۸۶۶۹	سطح آزمون وابسته متغیر (DPP <sub>i,t</sub> )

راه‌اندازی مطالعه نمادها و متغیرهای: متغیرهای مالی شامل: اهرم مالی (FL)، سررسید بدهی‌ها (DM)، سودآوری (Pr)، نرخ بازده دارایی (ROA)، نرخ بازده صاحبان سهام (ROE)، نرخ بازده سرمایه بکل گرفته شده (ROCE) و حاشیه سود ویژه (NIM) اندازه (size) و در بخش عوامل اقتصادی متغیرهای نرخ ارز (FE)، نرخ تورم (RD)، سهم سرمایه از تولید ناخالص داخلی (GDPCa)، رشد نقدینگی (LIQ) و شاخص (Tobin's-q)، در غالب شاخص فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به عنوان متغیرهای مستقل، و سیاست پرداخت سود سهام (DPP)، را به عنوان متغیر وابسته در حاضر در نظر گرفته است. ضمن این که سطح اهمیت (معنا داری)، آزمون ۵٪ (پنج درصد)، می‌باشد.

1. Augmented Dicky Fuller (ADF)
2. Philips Perron(PP)

خلاصه نتایج آزمون فولر تعمیم یافته (ADF) و فیلیپس پرون (PP)، داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش طی سری زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ در جدول ۲ داده شده است. همان گونه که دیده می‌شود، براساس نتایج این دو آزمون می‌توان بیان نمود که متغیرهای پژوهش در طی زمان مانا (ایستا) می‌باشد و فرضیه داشتن ریشه واحد برای کلیه داده‌های مربوط به سری زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۳ به طور قوی رد شده و نشان داده شده است که کلیه داده‌ها مانا هستند. در ادامه، به آزمون فرضیه‌های پژوهش با توجه به مدل داده شده بر پایه مبانی اقتصادسنجی و با استفاده از نرم افزار اقتصاد سنجی ایویوز (Eviews) و رگرسیون چندگانه می‌پردازیم. ستاده‌های نرم افزار برای متغیر وابسته در زیر آورده شده است که بر اساس این ستاده‌ها، فرضیه‌ها هم بررسی و تفسیر می‌شوند.

**فرضیه نخست:** عوامل مالی (اهرم مالی (FL)، سررسید بدهی‌ها (DM)، سودآوری (Pr)، نرخ بازده دارایی (ROA)، نرخ بازده صاحبان سهام (ROE)، نرخ بازده سرمایه بکار گرفته شده (ROCE) و حاشیه سود ویژه (NIM)، اندازه (Size)، بر سیاست پرداخت سود سهام (DPP)، تاثیر معناداری دارد.

**بررسی ناهمسانی واریانس:** برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس جملات اخلال از آماره آزمون ال ام آرچ (LM)<sup>۱</sup> استفاده شده است. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس ال ام آرچ مدل برای شرکت‌های قرار گرفته در بورس تهران به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول ۳- نتایج آزمون ناهمسانی ال ام آرچ

سطح آزمون	سطح معناداری	مقدار آماره	شرح
۰/۰۵	۰/۰۰۰۰	۸۸۳/۷۵۶	F-statistic
۰/۰۵	۰/۰۰۰۰	۵/۵۴۸۴۱	Obs*R-squared

با توجه به اینکه آماره این آزمون در سطح ۵ درصد معنادار نمی‌باشد، فرض ناهمسانی واریانس رد شده و همسانی واریانس جملات اخلال پذیرفته می‌شود. بنابراین از روش (OLS) استفاده می‌شود.

1. Lagrange multiplier(LM) autoregressive conditional heteroskedasticity(ARCH) models Test

**نتایج آزمون بررسی خود همبستگی:** به منظور آزمون عدم وجود خود همبستگی در مدل از آماره آزمون دوربین - واتسون استفاده می‌شود. این آماره بر اساس یافته‌های شماره ۷، برابر  $۲/۰۵۳۸۶۰$  می‌باشد. چنانچه این آماره در بازه  $۱/۵$  تا  $۲/۵$  قرار بگیرد ( $H_0$ )، عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته و در غیر اینصورت ( $H_0$ ) رد می‌شود. یعنی می‌توان پذیرفت که بین باقیمانده‌ها همبستگی وجود دارد. با توجه به آماره به دست آمده می‌توان پذیرفت که در این مدل همبستگی مثبت و منفی وجود ندارد.

**نتایج آزمون F و آزمون هاسمن:** آزمون F به جهت آزمون برابری ضرایب عرض از مبدا مقاطع مختلف و آزمون هاسمن نیز به منظور تبیین مدل آثار ثابت و تصادفی مورد برآورد قرار گرفته اند که نتایج این دو آزمون در جدول‌های ۴ و ۵ نشان داده شده است.

جدول ۴- نتایج آزمون F

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری	سطح آزمون
Cross-section F	۲۷/۱۳۱	۱۰۷/۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۵

F محاسبه شده با F جدول مقایسه می‌شود و اگر فرض ( $H_0$ ) رد شود، کارا بودن روش آثار ثابت پذیرفته می‌شود. نتایج آزمون فوق نشان می‌دهد که مقدار آماره آزمون F برابر  $۲۷/۱۳۱$  و سطح معناداری کوچکتر از سطح آزمون است که این نتایج بیانگر متفاوت بودن عرض از مبدا‌های مقاطع مختلف می‌باشد و روش آثار ثابت پذیرفته می‌شود.

جدول ۵- نتایج آزمون هاسمن

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری	سطح آزمون
Cross-section random	۵۷/۵۴۷	۱۰۷/۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۵

مقدار آزمون هاسمن در اینجا برابر  $۵۷/۵۴۷$  است و با توجه به اینکه سطح معناداری کوچکتر از سطح آزمون است، فرض ( $H_0$ )، این آزمون مبتنی بر ارجحیت روش آثار تصادفی بر ثابت، رد و

روش آثار ثابت انتخاب می شود. با توجه به موارد ذکر شده در بالا از رگرسیون (OLS) و مدل اثرات ثابت استفاده شده است. جدول ۶، نتایج آزمون مدل را نشان می دهد.

جدول ۶- نتایج آزمون رگرسیون- متغیر وابسته در معادله نخست

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری	نوع رابطه	سطح اطمینان
C	-۰/۰۰۲۰۳۲	۰/۳۴۲۱۲۹	-۰/۰۰۵۹۳۸	۰/۰۰۰۰	منفی معنادار	٪۹۵
(FL <sub>i,t</sub> )	۳/۹۹۵۳۲۵	۰/۰۱۳۱۱۸	۳۰۴/۵۷۴۷	۰/۰۰۰۰	مثبت معنادار	٪۹۵
(DM <sub>i,t</sub> )	-۰/۹۸۰۲۰۵	۰/۰۰۸۸۱۳	-۱۱۱/۲۲۵۹	۰/۰۰۰۰	منفی معنادار	٪۹۵
(PR <sub>i,t</sub> )	-۱/۰۱۹۵۱۵	۰/۰۲۸۰۷۹	-۳۶/۳۰۸۵۲	۰/۰۰۰۰	منفی معنادار	٪۹۵
(ROA <sub>i,t</sub> )	-۰/۹۹۶۸۸۹	۰/۰۰۴۰۱۱	-۲۴۸/۵۶۸۱	۰/۰۰۰۰	منفی معنادار	٪۹۵
(ROE <sub>i,t</sub> )	۰/۰۱۵۷۶۵	۰/۰۷۱۴۶۳	۰/۲۲۰۶۱۰	۰/۰۰۳	مثبت معنادار	٪۹۵
(ROCE <sub>i,t</sub> )	۰/۲۳۳۷۵۲	۰/۰۸۲۷۴۵	-۲/۸۲۴۹۸۶	۰/۰۰۵	منفی معنادار	٪۹۵
(NMI <sub>i,t</sub> )	۰/۲۰۲۹۲۰	۰/۰۶۵۲۶۱	۳/۱۰۹۳۴۸	۰/۰۰۲۴	مثبت معنادار	٪۹۵
(SIZE <sub>i,t</sub> )	۰/۰۰۷۴۷۰	۰/۰۲۲۳۸۵	۰/۳۳۳۶۹۵	۰/۰۰۰۱	مثبت معنادار	٪۹۵
آماره های وزن دار مدل	ضریب تعیین (R <sup>2</sup> )	ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R <sup>2</sup> )	انحراف از میانگین رگرسیون (SER)	آماره (F)	سطح معناداری آماره (F)	دوربین - واتسون (D-W)
	۰/۹۹۹۰۱۹	۰/۹۹۸۹۳۹	۰/۰۰۵۴۸۶	۱۲۵۹۶/۹۳	۰/۰۰۰۰۰۰	۲/۰۵۳۸۶۰

راهنمای مطالعه نمادها و متغیرهای: متغیرهای متغیرهای مالی شامل: اهرم مالی (FL)، سررسید بدهی (DM)، سودآوری (Pr)، نرخ بازده دارایی (ROA)، نرخ بازده صاحبان سهام (ROE)، نرخ بازده سرمایه بکار گرفته شده (ROCE) و حاشیه سود ویژه (NIM)، اندازه (size)، به عنوان متغیرهای مستقل، و سیاست پرداخت سود سهام (DPP)، را به عنوان متغیر وابسته در حاضر در نظر گرفته است.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل ۱ یا نتایج آزمون رگرسیون مدل برای معادله نخست- که بیانگر سیاست پرداخت سود سهام (DPP)، به عنوان متغیر وابسته به شرح جدول ۶ دیده می شود- سطح معناداری مربوط به آماره F(prob (F-statistic)) که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می باشد، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می باشد. ضریب تعیین (R<sup>2</sup>)، تعدیل شده برابر با عدد (۰/۹۹۹۰۱۹) بوده و بیانگر این مطلب است که به طور تقریبی ۹۹٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است.

۱- همانطور که از جدول ۶ برمی آید، ضریب متغیر مستقل اهرم مالی (FL<sub>i,t</sub>) برابر با عدد (۳/۹۹۵۳۲۵) می باشد. با توجه به سطح آماره (t) و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می باشد. این یافته ها نشان می دهد که هر چه ضریب متغیر



مستقل اهرم مالی ( $FL_{i,t}$ ) در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، سیاست پرداخت سود سهام (DPP)، شرکتها به عنوان متغیر وابسته بیشتر می‌شوند. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار مثبت می‌باشد. در نتیجه فرض ( $H_1$ ) فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد. در نتیجه، نتایج این بخش با نتایج زمانپور (۱۳۸۳) همخوانی ندارد. زیرا نتایج پژوهش ایشان نشان داده است که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با سیاست استقراض، رابطه معکوس و بین سیاست تقسیم سود و افزایش سرمایه رابطه مثبت وجود دارد (رضائی و گرکز، ۱۳۹۲). همچنین، نتایج این بخش با نتایج عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۰) همخوانی ندارد. زیرا یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که رابطه منفی و معنادار بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خط مشی تقسیم سود وجود دارد. همچنین، بخش دیگر نتایج آنها بیانگر آن است که بین اهرم مالی و منابع تأمین مالی خارجی با خط مشی تقسیم سود رابطه منفی و بین موعد پرداخت بدهی با خط مشی تقسیم سود رابطه مثبت وجود دارد.

۲- همانطور که از جدول ۶ بر می‌آید، ضریب متغیر مستقل سررسید بدهیها ( $DM_{i,t}$ ) برابر با عدد منفی یعنی ( $-۰/۹۸۰۲۰۵$ )، می‌باشد. با توجه به سطح آماره ( $t$ ) و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هرچه ضریب متغیر مستقل سررسید بدهیها ( $DM_{i,t}$ )، در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، پرداخت سود سهام (DPP)، شرکتها به عنوان متغیر وابسته کمتر می‌شود. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار منفی می‌باشد. در نتیجه فرض ( $H_1$ )، فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد. در نتیجه، نتایج این بخش با نتایج عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۰) همخوانی ندارد. زیرا یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که بین موعد پرداخت بدهی با خط مشی تقسیم سود رابطه مثبت وجود دارد. البته عیوضیان و بوث (۲۰۰۳) از این حقیقت حمایت می‌کنند که محدودیت‌های تأمین مالی می‌توانند بر روی تصمیم‌گیری‌های سود سهام تأثیر بگذارند. بنابراین شرکت‌های دارای بدهی‌های به نسبت کمتر، ظرفیت مالی بیشتری دارند و با احتمال بیشتر سودهای سهامشان را پرداخت و حفظ می‌کنند (ابرو، و ای. بوکپین، ۲۰۱۰۱۸۰).

۳- همانطور که از جدول ۶ بر می‌آید، ضریب مربوط به متغیر مستقل سودآوری ( $PR_{i,t}$ )، برابر با عدد منفی ( $-۱/۰۱۹۵۱۵$ ) می‌باشد. با توجه به سطح آماره ( $t$ ) و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هرچه ضریب متغیر مستقل سودآوری ( $PR_{i,t}$ )، قرار گرفته در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، سیاست پرداخت

سود سهام (DPP)، شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته کمتر می‌شوند. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار منفی می‌باشد. در نتیجه فرض  $(H_1)$ ، پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد. البته روزف<sup>۱</sup> (۱۹۸۲)، ایستربروک<sup>۲</sup> (۱۹۸۴) و کولینز و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۹۶) نیز با گسترش تنوری نمایندگی در می‌یابند که شرکت همزمان با پرداخت سود سهام و سرمایه را افزایش می‌دهد. بر اساس نظر ایستربروک (۱۹۸۴)، افزایش سود سهام این احتمال را افزایش می‌دهد که سرمایه اضافی باید از بیرون به صورت دوره‌ای افزایش یابد (ابرو، و ای. بوکین، ۲۰۱۰).

۴- همانطور که از جدول ۶ برمی‌آید، ضریب متغیر مستقل نرخ بازده دارایی  $(ROA_{i,t})$ ، برابر با عدد منفی  $(-۰/۹۹۶۸۸۹)$  می‌باشد. با توجه به سطح آماره  $(t)$  و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هرچه ضریب متغیر مستقل نرخ بازده دارایی  $(ROA_{i,t})$ ، در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، پرداخت سود سهام (DPP)، شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته کمتر می‌شود. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار منفی می‌باشد. در نتیجه فرض  $(H_1)$ ، فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد. در نتیجه، نتایج این بخش با نتایج نواب رضائی و منصور گرکز در سال (۱۳۹۲) همخوانی دارد. زیرا یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که بین تغییرات سرمایه در گردش شرکت‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آنها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

۵- همانطور که از جدول ۶ برمی‌آید، ضریب متغیر مستقل نرخ بازده صاحبان سهام  $(ROE_{i,t})$ ، برابر با عدد  $(۰/۰۱۵۷۶۵)$  می‌باشد. با توجه به سطح آماره  $(t)$  و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هرچه ضریب متغیر مستقل نرخ بازده صاحبان سهام  $(ROE_{i,t})$ ، در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، پرداخت سود سهام (DPP)، شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته بیشتر می‌شود. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار مثبت می‌باشد. در نتیجه فرض  $(H_1)$ ، فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد. در نتیجه، نتایج این بخش نیز با نتایج نواب رضائی و منصور گرکز در سال (۱۳۹۲)، همخوانی ندارد. زیرا یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که بین تغییرات سرمایه در گردش شرکت‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آنها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

- 
1. Rozeff (1982),
  2. Easterbrook (1984)
  3. Collins et al. (1996)

۶- همانطور که از جدول ۶ برمی‌آید، ضریب متغیر مستقل نرخ بازده سرمایه بکار گرفته شده  $(ROCE_{i,t})$ ، برابر با عدد  $(-۰/۲۳۳۷۵۲)$  می‌باشد. با توجه به سطح آماره  $(t)$  و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هرچه متغیر مستقل نرخ بازده سرمایه به کار گرفته شده  $(ROCE_{i,t})$ ، در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، سیاست پرداخت سود سهام  $(DPP)$ ، شرکتها به عنوان متغیر وابسته کمتر می‌شوند. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار منفی می‌باشد. در نتیجه فرض  $(H_1)$ ، فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد.

۷- همانطور که از جدول ۶ برمی‌آید، ضریب متغیر مستقل حاشیه سود ویژه  $(NIM_{i,t})$ ، برابر با عدد  $(۰/۲۰۲۹۲۰)$  می‌باشد. با توجه به سطح آماره  $(t)$  و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هرچه ضریب متغیر مستقل حاشیه سود ویژه  $(NIM_{i,t})$ ، در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، پرداخت سود سهام  $(DPP)$ ، شرکتها به عنوان متغیر وابسته بیشتر می‌شوند. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار مثبت می‌باشد. در نتیجه فرض  $(H_1)$ ، فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد.

۸- همانطور که از جدول ۶، برمی‌آید، ضریب متغیر مستقل اندازه شرکتها  $(Size_{i,t})$ ، برابر با عدد  $(۰/۰۰۷۴۷۰)$  می‌باشد. با توجه به سطح آماره  $(t)$  و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هرچه ضریب متغیر مستقل اندازه شرکتها  $(Size_{i,t})$ ، در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، پرداخت سود سهام  $(DPP)$ ، شرکتها به عنوان متغیر وابسته بیشتر می‌شود. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار مثبت می‌باشد. در نتیجه فرض  $(H_1)$ ، فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد.

**فرضیه دوم:** عوامل اقتصادی (نرخ ارزش  $(FE)$ ، نرخ تورم  $(RI)$ ، سهم سرمایه از تولید ناخالص داخلی  $(GDPCa)$ ، رشد نقدینگی  $(LIQ)$ ، و شاخص  $(Tobin's-q)$ ، بر سیاست پرداخت سود سهام  $(DPP)$ ، تاثیر معناری دارد.

**بررسی ناهمسانی واریانس:** برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس جملات اخلال از آماره آزمون ال ام آرچ  $(LM)$  استفاده شده است. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس ال ام آرچ مدل برای شرکت‌های مورد بررسی قرار گرفته در بورس اوراق بهادار تهران به شرح جدول ۷ می‌باشد.

جدول ۷- نتایج آزمون ناهمسانی ال ام آرچ

شرح	مقدار آماره	سطح معناداری	سطح آزمون
F-statistic	۱۳۷۸/۱۷۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۵
Obs*R-squared	۲۸/۲۱۴۷	۰/۰۰۰۰	۰/۰۵

با توجه به اینکه آماره این آزمون در سطح ۵ درصد معنادار نمی باشد، فرض ناهمسانی واریانس رد شده و همسانی واریانس جملات اخلاص پذیرفته می شود. بنابراین از روش (OLS) استفاده می شود. بررسی خود همبستگی: به منظور آزمون عدم وجود خود همبستگی در مدل از آماره دوربین - واتسون استفاده می شود. این آماره که بر اساس یافته های جدول ۸، برابر ۱/۸۱۹۴۷۴ می باشد. چنانچه این آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار بگیرد ( $H_0$ )، آزمون یعنی عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می شود و در غیر اینصورت ( $H_0$ )، رد می شود یعنی می توان پذیرفت که بین باقیمانده ها همبستگی وجود دارد. با توجه به آماره به دست آمده می توان پذیرفت که در این مدل همبستگی مثبت و منفی وجود ندارد.

**آزمون F و آزمون هاسمن:** آزمون F به جهت برابری ضرایب عرض از مبدا مقاطع مختلف و آزمون هاسمن نیز به منظور تبیین مدل آثار ثابت و تصادفی مورد برآورد قرار گرفته اند که نتایج این دو آزمون در جدول های ۸ و ۹ نشان داده شده است.

جدول ۸- نتایج آزمون F

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری	سطح آزمون
Cross-section F	۱۹/۶۴۲۱	۱۰۷/۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۵

F محاسبه شده با F جدول مقایسه می شود و اگر فرض ( $H_0$ ) رد شود، کارا بودن روش آثار ثابت پذیرفته می شود. نتایج آزمون فوق نشان می دهد که مقدار آماره آزمون F برابر ۱۹/۶۴۲۱ و سطح معناداری کوچکتر از سطح آزمون است که این نتایج بیانگر متفاوت بودن عرض از مبدا های مقاطع مختلف می باشد و روش آثار ثابت پذیرفته می شود.

جدول ۹- نتایج آزمون هاسمن

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری	سطح آزمون
Cross-section random	۳۴/۴۱۳۵	۱۰۷/۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۵

مقدار آزمون هاسمن در اینجا برابر  $34/4135$  است و با توجه به اینکه سطح معناداری کوچکتر از سطح آزمون است، فرض  $(H_0)$  این آزمون مبتنی بر ارجحیت روش آثار تصادفی بر ثابت، رد و روش آثار ثابت انتخاب می‌شود. با توجه به موارد ذکر شده از رگرسیون (OLS) و مدل آثار ثابت استفاده شده است. جدول ۱۰، نتایج آزمون مدل را نشان می‌دهد.

جدول ۱۰- نتایج آزمون رگرسیون- متغیر وابسته در معادله دوم

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری	نوع رابطه	سطح اطمینان
C	۱/۵۵۳۶۰۹	۰/۳۶۳۱۹۷	۴/۲۷۷۵۹۳	۰/۰۰۰۰	مثبت معنادار	٪۹۵
(FE <sub>i,t</sub> )	-۰/۱۲۵۷۷۹	۰/۱۴۱۶۴۴	-۰/۸۸۷۹۹۶	۰/۰۰۴	منفی معنادار	٪۹۵
(RI <sub>i,t</sub> )	-۰/۰۳۸۰۷۱	۰/۰۷۶۸۶۷	-۰/۴۹۵۲۸۴	۰/۰۰۰۷	منفی معنادار	٪۹۵
(GDPCa <sub>i,t</sub> )	۰/۰۰۲۶۱۹	۰/۰۰۸۹۶۹	۰/۲۹۲۰۲۰	۰/۰۰۸	مثبت معنادار	٪۹۵
(LIQ <sub>i,t</sub> )	۰/۱۰۴۳۲۲	۰/۰۰۳۲۳۶	۳۲/۲۴۰۴۵	۰/۰۰۰۰	مثبت معنادار	٪۹۵
(T-Q <sub>i,t</sub> )	۰/۰۰۲۴۹۶	۰/۰۰۵۲۳۷	۰/۴۷۶۶۴۰	۰/۰۰۰۶	مثبت معنادار	٪۹۵
آماره های وزن دار مدل	ضریب تعیین (R <sup>2</sup> )	ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R <sup>2</sup> )	انحراف از میانگین رگرسیون (SER)	آماره (F)	سطح معناداری (F) آماره (F)	دوربین - واتسون (D-W)
	۰/۹۵۹۰۳۱	۰/۹۵۷۰۱۳	۰/۰۳۴۹۲۷	۴۷۷/۴۲۰۷	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۸۱۹۴۷۴

راهنمای مطالعه نمادها و متغیرهای: متغیرهای در بخش عوامل اقتصادی متغیرهای نرخ ارز (FE)، نرخ تورم (RI)، سهم سرمایه از تولید ناخالص داخلی (GDPCa)، رشد نقدینگی (LIQ)، و شاخص (Tobin's-q)، در غالب شاخص فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به عنوان متغیرهای مستقل، و سیاست پرداخت سود سهام (DPP)، را به عنوان متغیر وابسته در حاضر در نظر گرفته است.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل (۲) یا نتایج آزمون رگرسیون مدل برای معادله دوم- که بیانگر سیاست پرداخت سود سهام (DPP)، به عنوان متغیر وابسته به شرح جدول ۱۰، دیده می‌شود که سطح معناداری مربوط به آماره F(prob (F-statistic)) که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می‌باشد، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می‌باشد. ضریب تعیین (R<sup>2</sup>)، تعدیل شده برابر با عدد (۰/۹۵۹۰۳۱)، بوده و بیانگر این مطلب است که به طور تقریبی ۹۶٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است.

۱- همانطور که از جدول ۱۰ بر می‌آید، ضریب مربوط به متغیر مستقل نرخ ارز (FER<sub>i,t</sub>)، برابر با عدد منفی (-۰/۱۲۵۷۷۹) می‌باشد. با توجه به سطح آماره (t) و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هرچه ضریب

متغیر مستقل نرخ ارزش (FER<sub>i,t</sub>)، در نمونه مورد بررسی کمتر می‌شود، سیاست پرداخت سود سهام (DPP) شرکتها به عنوان متغیر وابسته بیشتر می‌شود. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار منفی می‌باشد. در نتیجه فرض (H<sub>1</sub>) فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد.

۲- همانطور که از جدول ۱۰ برمی‌آید، ضریب مربوط به متغیر مستقل نرخ تورم (IR<sub>i,t</sub>)، برابر با عدد منفی (-۰/۰۳۸۰۷۱) می‌باشد. با توجه به سطح آماره (t) و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هرچه ضریب متغیر مستقل نرخ تورم (IR<sub>i,t</sub>)، در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، پرداخت سود سهام (DPP)، شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته، کمتر می‌شود. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار منفی می‌باشد. در نتیجه فرض (H<sub>1</sub>)، فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد.

۳- همانطور که از جدول ۱۰ برمی‌آید، ضریب متغیر مستقل سهم سرمایه از تولید ناخالص داخلی (GDPCa<sub>i,t</sub>)، برابر با عدد (۰/۰۰۲۶۱۹) می‌باشد. با توجه به سطح آماره (t) و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هرچه ضریب متغیر مستقل سهم سرمایه از تولید ناخالص داخلی (GDPCa<sub>i,t</sub>)، در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، پرداخت سود سهام (DPP)، شرکتها به عنوان متغیر وابسته، بیشتر می‌شود. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار مثبت می‌باشد. در نتیجه فرض (H<sub>1</sub>)، فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد.

۴- همانطور که از جدول ۱۰ برمی‌آید، ضریب متغیر مستقل رشد نقدینگی (LIQ<sub>i,t</sub>)، برابر با عدد مثبت (۰/۱۰۴۳۲۲) می‌باشد. با توجه به سطح آماره (t) و سطح معناداری این متغیر، نتایج نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که هرچه ضریب متغیر مستقل رشد نقدینگی (LIQ<sub>i,t</sub>)، در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، پرداخت سود سهام (DPP)، شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته، بیشتر می‌شود. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار مثبت می‌باشد. در نتیجه فرض (H<sub>1</sub>)، فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد.

۵- همانطور که از جدول ۱۰ برمی‌آید، ضریب متغیر مستقل نسبت (Q) -تویین (Tobin's-Q<sub>i,t</sub>)، برابر با عدد (۰/۰۰۲۴۹۶) می‌باشد. با توجه به سطح آماره (t) و سطح معناداری این متغیر، نتایج

نشانگر معنادار بودن این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که ضریب مربوط به متغیر مستقل نسبت (Q)-توبین (Tobin's-q<sub>i,t</sub>)، در نمونه مورد بررسی بزرگتر می‌شود، پرداخت سود سهام (DPP)، شرکتها به عنوان متغیر وابسته بیشتر می‌شود. زیرا ضریب یا شیب خط آن در معادله معنادار مثبت می‌باشد. در نتیجه فرض (H<sub>1</sub>)، فرضیه پژوهش تایید می‌شود. زیرا این رابطه در معادله خط برآوردی معنادار می‌باشد. بنابراین، نتایج این بخش با نتایج کالاپور و ترومبلی (۲۰۰۱)، همخوانی دارد. ضمن اینکه اسمیث و واتس (۱۹۹۲) بحث می‌کنند که شرکت‌های دارای فرصت سرمایه‌گذاری بالا ممکن است سیاست پرداخت سود سهام پایین را دنبال کنند. زیرا سودهای سهام و سرمایه‌گذاری نشان دهنده کاربردهای بالقوه و رقابتی منابع نقدینگی یک شرکت هستند (گاور و گاور، ۱۹۹۳).

### نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش تلاش شده است تا با استفاده از داده‌های شواهد تجربی مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳، آثار فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها بر سیاست پرداخت سود سهام بررسی شود. شایان ذکر می‌باشد که براساس ادبیات موجود پژوهش حاضر، عوامل تعیین‌کننده سیاست پرداخت سود سهام برای کلیه شرکت‌ها به دو گروه عوامل مالی و اقتصادی تقسیم بندی شده است. به طوری که نتایج آزمون فرضیه نخست پژوهش نشان داد که عوامل مالی شامل اهرم مالی، سررسید بدهی‌ها، سودآوری، نرخ بازده دارایی، نرخ بازده صاحبان سهام، نرخ بازده سرمایه بکار گرفته شده و حاشیه سود ویژه و اندازه، بر سیاست پرداخت سود سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأثیر معناداری دارند. همچنین، نتایج آزمون فرضیه نخست پژوهش نشان داد که عوامل اقتصادی شامل نرخ ارز، نرخ تورم، سهم سرمایه از تولید ناخالص داخلی، رشد نقدینگی و نسبت توبین بر سیاست پرداخت سود سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأثیر معناداری دارند.

شایان ذکر است که این نتایج با شواهد موجود در پژوهش مایرز (۱۹۷۷) بررسی عوامل موثر بر استقراض شرکت‌ها، همخوانی دارد. چرا که ایشان در پژوهش خود فرصت سرمایه‌گذاری را به عنوان یک پروژه سودآور بالقوه بیان می‌کند که هنوز تحقق نیافته است و توضیح می‌دهد که شرکت می‌تواند از آن برای بهره‌های اقتصادی استفاده کند.

ابرو و ای. بوکپین (۲۰۱۰)، در پژوهش خود بیان می‌کنند که یک رابطه معنادار بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست سود سهام وجود دارد (ابرو، و ای. بوکپین، ۲۰۱۰) که با نتایج حاضر همخوانی دارد. چرا که نتایج فرضیه‌های پژوهش آنها بیانگر آن است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت تأثیر معناداری دارد.

جول و کیلی (۱۹۹۹)، دریافتند که یک رابطه منفی بین گزینه‌های رشد و سود سهام شرکت وجود دارد. بنابراین، نتایج جول و کیلی (۱۹۹۹)، با نتایج حاضر همخوانی دارد.

ابوت (۲۰۰۱)، در مطالعه خود بحث می‌کند که شرکت‌های دارای تجربه گسترش فرصت سرمایه‌گذاری، به طور معمول سود سهامشان را کاهش (افزایش) می‌دادند. برخی دیگر از این حقیقت حمایت می‌کنند که شرکت‌های دارای ارزش بالاتر بازار به دفتر، دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوبی هستند و وجوه نقدی بیشتری را برای تأمین مالی اینگونه سرمایه‌گذاری حفظ می‌کنند و بنابراین نسبت‌های پایین‌تر پرداخت سود سهام را ثبت می‌کنند (روزف، ۱۹۸۲؛ لیود و همکاران، ۱۹۸۵؛ کولین و همکاران، ۱۹۹۶؛ آمیدو و آبور، ۲۰۰۶).

ریاحی-بلکنویی و پیکور (۲۰۰۱)، بیان کردند که شرکت‌های گروه فرصت سرمایه‌گذاری بالا، دارای ارزش هستند، درحالی‌که شرکت‌های گروه فرصت سرمایه‌گذاری پایین دارای ارزش بازده سود سهام هستند. این یافته نشان می‌دهد که برای شرکت‌های دارای فرصت سرمایه‌گذاری پایین، سود سهام در مقایسه با عواید دارای مناسبت بیشتری است، درحالی که حالت معکوس درخصوص شرکت‌های دارای فرصت سرمایه‌گذاری بالا وجود دارد. بنابراین، نتایج ریاحی-بلکنویی و پیکور (۲۰۰۱) با نتایج حاضر همخوانی ندارد.

اما عیوضیان و بوث (۲۰۰۳) با استفاده از نسبت بازار به دفتر به عنوان پروکسی برای فرصت سرمایه‌گذاری، یک رابطه مثبت را بین نسبت ارزش بازار به دفتر و پرداخت سود سهام یافتند که نشان می‌دهد شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاتر، سود سهام بالاتری می‌پردازند (ابرو، و ای. بوکپین، ۲۰۱۰). بنابراین، نتایج ریاحی-بلکنویی و پیکور (۲۰۰۱) با نتایج حاضر همخوانی دارد.

عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی، تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه منفی و معنادار بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خط مشی تقسیم سود وجود دارد. بنابراین، نتایج این بخش از عرب صالحی و



همکاران (۱۳۹۰)، با نتایج حاضر همخوانی ندارد. همچنین در بخش دیگر، نتایج آنها بیانگر آن است که بین اهرم مالی و منابع تأمین مالی خارجی با خط مشی تقسیم سود رابطه منفی و بین موعد پرداخت بدهی با خط مشی تقسیم سود رابطه مثبت وجود دارد. بنابراین، نتایج این بخش از عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۰) با نتایج حاضر همخوانی دارد. با توجه به نتایج پژوهش، پیشنهادهای زیر برای انجام پژوهش‌های آتی داده می‌شود:

- ۱- پیشنهاد می‌شود که تأثیر همزمان مدیریت بر دارایی‌ها و بدهی‌های (ALM)، شرکتهای سهامی بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت، مورد بررسی قرار گیرد.
- ۲- پیشنهاد می‌شود عوامل موثر بر ریسک سودآوری شرکت و تأثیر آن بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت، مورد بررسی قرار گیرد.
- ۳- پیشنهاد می‌شود که تأثیر بحران‌های مالی بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت، مورد بررسی قرار گیرد.



## منابع

- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و بیگدلو، مهدی. (۱۳۸۵). «همسنگی بازده و ریسک فرصت‌های جایگزین سرمایه‌گذاری در ایران»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۴، صص ۱۴۹-۱۷۵.
- بلوریان تهرانی، محمد. (۱۳۷۱). بورس اوراق بهادار و آثار اقتصادی آن بر اقتصاد و بازرگانی کشور، تهران: انتشارت مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی. صص: ۱۱۰-۵۳.
- حافظیه، علی اکبر. (۱۳۸۵). بازار سرمایه و نقش بورس اوراق بهادار در اقتصاد کشور. تهران: نشریات میان رشته‌ای (علوم انسانی)، (دانشگاه امام حسین)، شماره ۶۴، صص: ۵۰-۳۱.
- رضائی، نواب، گرکز، منصور. (۱۳۹۲)؛ "اثر تغییرات سرمایه در گردش بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری". اصفهان: فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، شماره سوم، شماره پیاپی (۳)، صص: ۹۹-۱۱۸.
- زمان پور، علیرضا. (۱۳۸۳). بررسی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد مشهد مقدس.
- شریف کریمی، محمد، امام وردی، قدرت ا...، دباغی، نیشتمان (۱۳۹۲)، ارزیابی و شناسایی مناسب‌ترین گزینه سرمایه‌گذاری دارایی و مالی در ایران (در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۰). فصلنامه علوم اقتصادی، سال هفتم، شماره بیست و پنجم، صص: ۲۰۴-۱۷۶.
- عباسی، ابراهیم، معلمی، فاطمه، (۱۳۹۲). بررسی تأثیر توقف موقت معاملات بر نقدشوندگی و نوسان پذیری قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. تهران: فصلنامه علمی- پژوهشی راهبرد مدیریت مالی (دانشگاه الزهراء)، دوره ۱، شماره ۳، صص: ۴۵-۶۳. آدرس دسترسی به نسخه الکترونیک به مقاله در وب سایت مجله: ([http://jfm.alzahra.ac.ir/article\\_972.html](http://jfm.alzahra.ac.ir/article_972.html)).
- عرب صالحی، مهدی و اخلاقی؛ حسنعلی (۱۳۹۰)، "تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". تهران: فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۶، سال چهارم، صص: ۱۱۸-۱۰۱.
- محمدرضا خانی، وحید؛ هوشمند زعفرانیه، رحمت‌اله؛ خدای پور، احمد (۱۳۹۲). اثر ساختار سرمایه بر بازده غیرعادی آتی سهام با در نظر گرفتن سطح تمرکز در صنعت. تهران: فصلنامه

علمی- پژوهشی راهبرد مدیریت مالی (دانشگاه الزهراء)، دوره ۱، شماره ۳، صص: ۱۳۱-۱۴۶.  
آدرس دسترسی به نسخه الکترونیک مقاله در وب سایت مجله:  
([http://jfm.alzahra.ac.ir/article\\_986.html](http://jfm.alzahra.ac.ir/article_986.html))

- نخجوانی، احمد، (۱۳۸۲). "اقتصاد ایران". تهران، انتشارات مرکز آموزش و ات صنعتی ایران.  
چاپ اول، صص: ۳۶-۴۷.

- Abbott, L. J. (2001), "Financing, dividend and compensation policies subsequent to a shift in the investment opportunity set", *Managerial Finance*, Vol. 27, No. 3, pp. 31-47.
- Aivazian, V. and Booth, L. (2003), "Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?", *Journal of Financial Research*, Vol. XXVI, No. 3, pp. 371-87.
- Akerlof, G. (1970), "The market for 'Lemons' quality uncertainty and market mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 488-500.
- Allen, F. and Michaely, R.(1995), "Dividend policy", *Handbooks in Operation Research and Management Science*, Vol. 9, pp. 793-837.
- Amidu, M. and Abor, J.(2006), "Determinants of dividend payout ratios in Ghana", *Journal of Risk Finance*, Vol. 7, No. 2, pp. 136-45.
- Anderson, G. J. (1983), "The internal financing decisions of the industrial and commercial sector: a reappraisal of the lintner model of dividend disbursements", *Economica*, Vol. 54, pp. 235-48.
- Barnea, A.R., Haugen, A. and Senbet, L.W. (1981), "An equilibrium analysis of debt financing under costly tax arbitrage and agency problems", *Journal of Finance*, Vol. 36, pp. 569-82.
- Bierman, H. Jr and Hass, J. E. (1983), "Investment cut-off rates and dividend policy", *Financial Management*, Vol. 12, No. 4, pp. 19-24.

- Black, F.(1976),“The dividend puzzle”, *Journal of Portfolio Management*, Vol.2, Winter, pp. 5-8.
- Black, F. and Scholes, M. (1974),“The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and yields”, *Journal of Financial Economics*,Vol. 1, May, pp. 1-22.
- Block, S.B. and Hirt, G.A.(2000), *Foundations of Financial Management*, Irwin McGraw-Hill, Boston, MA.
- Brealey, A.R. and Myers, S.C. (1996), *Principles of Corporate Finance*, 5th ed., McGraw-Hill, New York, NY.
- Chung, K. and Charoenwong, C. (1991), “Investment options, assets in place, and the risk of stocks”, *Financial Management*, Vol. 20, pp. 21-33.
- Collins, D.M. and Kothari, S.P. (1989), “An analysis of inter-temporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, Nos 2/3, pp. 143-81.
- Collins, M.C., Saxena, A.K. and Wansley, J.W. (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.
- Easterbrook, F. (1984), “Two agency-cost explanation of dividends”, *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 650-9.
- Fama, E.F. (1974), “The empirical relationship between the dividend and investment decisions of firms”, *American Economic*, Vol. 64, pp. 304-18.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983), “Separation of ownership and control”, *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, pp. 301-25.
- Gaver, J. J. and Gaver, K. M. (1993), “Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate

- financing, dividend, and compensation policies”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, Nos 1-3, pp. 125-40.
- Grabowski, H. G. and Mueller, D. C. (1972), “Managerial and stockholder welfare models of firm expenditures”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 54, pp. 9-24.
  - Green, P., Poque, M. and Watson, L. (1993), “Dividend policy and its relationship to investment and financing policies, empirical evidence using Irish data”, *Irish Business and Administrative Research*, Vol. 14, No. 2, pp. 69-83.
  - Gul, F.A. and Kealey, B.T. (1999), “Chaebol, investment opportunity set and corporate debt and dividend policies of Korean companies”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 13, pp. 401-16.
  - Healy, P.M. and Palepu, K.G. (1988), “Earning information conveyed by dividend initiations and omissions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 149-75.
  - Higgins, R.C. (1972), “The corporate dividend-savings decision”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 7, pp. 1527-41.
  - Higgins, R.C. (1981), “Sustainable growth under inflation”, *Financial Management*, Vol. 10, pp. 36-40.
  - Abor Godfred. J., and Bokpin, A. (2010), "Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy", *Studies in Economics and Finance*, Vol. 27, Iss 3, pp. 180 – 194, Permanent link to this document: <http://dx.doi.org/10.1108/10867371011060018>.
  - Jensen, M.C. (1986), “Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-9.

- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 308-60.
- Jones, S. and Sharma, R. (2001), “The association between the investment opportunity set and corporate financing and dividend decisions: some Australian evidence”, *Managerial Finance*, Vol. 27, pp. 48-64.
- Kallapur, S. and Trombley, M. A. (1999), “The association between investment opportunity set proxies and realized growth”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 26, Nos 3/4, pp. 505-19.
- Kallapur, S. and Trombley, M. A. (2001), “The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement”, *Managerial Finance*, Vol. 27, No. 3, pp. 3-15.
- Lloyd, W.P., Jahera, S.J. and Page, D.E. (1985), “Agency cost and dividend payout ratios”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 24, No. 3, pp. 19-29.
- McCabe, G.M. (1979), “The empirical relationship between investment and financing: a new look”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 14, pp. 119-35.
- Masulis, R. W. and Trueman, B. (1988), “Corporate investment and dividend decisions under differential personal taxation”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 23, pp. 369-86.
- Miller, M.H. and Modigliani, F. (1961), “Dividend policy, growth and the valuation of shares”, *Journal of Business*, Vol. 34, pp. 411-35.
- Miller, M.H. and Rock, K. (1985), “Dividend policy under asymmetric information”, *The Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 1031-51.

- Modigliani, F. (1982), "Debt, dividend policy, inflation and market valuation", *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 255-73.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958), "Cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-97.
- Myers, S.C. (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 145-75.
- Ooi, T. L. J. (2001), "Dividend payout characteristics of UK property companies", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 7, No. 2, pp. 133-42.
- Peterson, P.P. and Benesh, G.A. (1983), "A reexamination of the empirical relationship between investment and financing decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 18, pp. 439-53.
- Pruitt, S. W. and Gitman, L. J. (1991), "The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms", *The Financial Review*, Vol. 26, No. 3, pp. 409-30.
- Riahi-Belkaoui, A. and Picur, R.D. (2001), "Investment opportunity set dependence of dividend yield and price earnings ratio", *Managerial Finance*, Vol. 27, No. 3, pp. 65-71.
- Rozeff, S.M. (1982), "Growth, beta and agency cost as determinants of dividend payout ratios", *Journal of Financial Research*, Vol. 5, pp. 411-33.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-88.
- Skinner, D.J. (1993), "Asset structure, financing policy and accounting choice-preliminary evidence", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, No.4, pp. 407-46.

- Smith, C.W. and Watts, R.L. (1992), “The investment opportunity set and corporate financing, dividend compensation policies”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32. No. 3, pp. 263-92.
- Stulz, R.M. (1988), “Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 25-54.
- Woods, J.C. and Randall, M.R. (1989), “The net present value of future investment opportunities: its impact on shareholder wealth and implications for capital budgeting theory”, *The Journal of the Financial Management Association*; Vol. 18, Issue 2, pp. 85-92.
- Ferdinand A. gul-Burch T. Kealey. (1999). “Chaebol, Investment opportunity set and corporate Debt and dividend policies of korean companies” *review of Quantitative finance and Accounting*, Vol.13, Issue 4, pp.401-416.
- Schilit, W. Keith (1993), A Comparative Analysis of The Performance of Venture Capital Funds, Stocks and Bonds, and Other Investment Opportunities , *International Review of Strategic Management*, Vol. 4, pp.301-320