



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال دهم، شماره سی و هشتم، پاییز ۱۴۰۱

صفحات ۱۴۰-۱۲۳



مقاله پژوهشی

بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود بر ارزش ذاتی شرکت در بورس اوراق بهادار تهران^۱

محمد ابراهیم آقابابایی^۲، مونا رشیدی^۳، احسان طیبی ثانی^۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۷/۱۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۲۹

چکیده

تقسیم سود به عنوان عاملی مهم و اثرگذار در ارزش سهام و در نتیجه ارزش بازار شرکت شناخته می‌شود. می‌توان گفت، سود تقسیمی (نقدی) همواره برای سرمایه‌گذاران و سهام‌داران از اهمیت بالایی برخوردار بوده است. از این رو در این پژوهش، به بررسی اثر سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت با در نظر گرفتن اصول بنیادین شرکت و همچنین، تأثیر اندازه شرکت بر این ارتباط پرداخته و در انتها، مقدار سود تقسیمی در این دوره ارائه شده است. به منظور دستیابی به هدف پژوهش، ۹۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طول دوره زمانی ۸ ساله (۱۳۹۱-۱۳۹۸) ۷۴۴ سال-شرکت با بکارگیری روش رگرسیون داده‌های پانل صورت گرفته است. رابطه بین سود تقسیمی پرداختی شرکت و ارزش شرکت مثبت و معنی‌دار بیان شده است. در نتیجه، صرف سود تقسیمی در این بازه، نیز مثبت است. صرف سود تقسیمی سهام برای شرکت با توجه به مدل رگرسیون داده‌های پانل و صرف سود تقسیمی برای دارایی‌های شرکت بدست آمده است. بنابر نتایج، قیمت سهم با سود نقدی نسبت به سهم‌هایی با سود انباشته بیشتر است. صرف سود تقسیمی مثبت نشان‌دهنده ترجیح سرمایه‌گذاران برای سهام دارای سود تقسیمی است.

واژگان کلیدی: ارزش شرکت، سیاست تقسیم سود، صرف سود تقسیمی.

طبقه‌بندی موضوعی: G3, G35.

۱. کد مقاله: DOI 10.22051/JFM.2022.38196.2609

۲. استادیار، گروه مدیریت مالی و مهندسی مالی، دانشکده علوم مالی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

E-mail: m.agherababaei@khu.ac.ir

۳. کارشناسی ارشد، گروه مهندسی مالی، دانشکده علوم مالی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. E-mail:

mona.rashidi@khu.ac.ir

۴. استادیار، گروه مدیریت مالی و مهندسی مالی، دانشکده علوم مالی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. E-mail:

ehsan_taieby_sani@khu.ac.ir

مقدمه

هدف افراد از سرمایه‌گذاری در بورس کسب سود است. با توجه به افق سرمایه‌گذاری آن‌ها و اینکه هدفشان بدست آوردن سود بلندمدت یا کوتاه‌مدت است، از راهکارهای مختلفی در تصمیم‌گیری به منظور انتخاب سهم استفاده می‌نمایند. آن‌ها مواردی همچون ارزش شرکت، اندازه شرکت، عمر شرکت، سابقه شرکت در پرداخت سود و از همه مهم‌تر روش تقسیم سود شرکت در چند سال اخیر را در نظر می‌گیرند. از نظر آن‌ها دریافت سود نقدی یک عایدی مطمئن به حساب می‌آید که در تصمیم‌گیری آنان با اهمیت است. اهمیت سود تقسیمی در تنزیل قیمت‌گذاری سهام بر کسی پوشیده نیست، و آن عاملی تأثیرگذار بر ارزش سهام شرکت‌ها به حساب می‌آید. شرکت‌ها اطلاعاتی در زمینه سیاست تقسیم سود خود تا قبل از مجمع عمومی ارائه نمی‌دهند و سهام‌داران تا آن زمان از میزان آن بی‌اطلاع هستند. عدم شفافیت سیاست تقسیم سود باعث شده تا سهام‌داران ایرانی بیشتر به دنبال کسب سود از طریق افزایش قیمت سهام عادی شرکت باشند که این خود منجر به کاهش افق سرمایه‌گذاری گردیده است.

دانشگاهیان همواره برای مدت طولانی در مورد اینکه سیاست تقسیم سود روی قیمت سهم اثر دارد یا نه، نگران بوده‌اند. افراد بسیاری چه در داخل و چه در خارج از کشور به این مهم پرداخته‌اند که هر کدام با مدنظر قراردادن موارد گوناگون به نتایج متفاوتی رسیده‌اند که این خود بیانگر دیدگاه متفاوت آن‌ها است. هدف اصلی این پژوهش بیان این ارتباط با استفاده از مدل‌های رگرسیون پانل در بورس تهران طی بازه زمانی ۸ ساله است.

توانایی شرکت در پرداخت سود نمایانگر ارزش شرکت است که به نسبت سهام به سهام‌داران پرداخت می‌شود. سهام‌داران تقاضای بالایی برای سهام دارای سود تقسیمی دارند. در نتیجه، این تقاضا منجر به بالا رفتن قیمت سهام می‌شود. محققان و دانشگاهیان نگران این هستند که آیا در بلندمدت سیاست پرداخت سود یک شرکت روی قیمت سهام اثرگذار است یا خیر. میلر و مودیلیانی^۱ (۱۹۶۱) با در نظر گرفتن همه پرداخت‌ها دریافتند سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت بی‌اثر بوده و سیاست سرمایه‌گذاری تنها عامل تعیین‌کننده در ارزش شرکت در بازار است. نظریه جریان نقدی بیانگر این است که سهام دارای سود تقسیمی دارای ارزش بیشتری است. بر طبق نظریه کلاسیک نمایندگی جنسن^۲ (۱۹۸۶) پیشنهاد کرد که شرکت‌ها می‌توانند سود تقسیمی نقدی به منظور تسکین مسئله نمایندگی استفاده نموده و هزینه‌های مرتبط با جریان نقدی اضافی را کاهش دهند. بر طبق نظریه علامت‌دهی، شرکت‌ها از سود تقسیمی به عنوان یک وسیله انتقال اطلاعات در خصوص عایدی‌های مورد انتظار آتی سرمایه‌گذاران استفاده می‌نمایند. بنابراین شرکت‌ها با سود تقسیمی می‌توانند شانس موفقیت بیشتری در جذب مشتری احتمالی نسبت به سایر شرکت‌ها داشته باشند. یکی از بحث برانگیزترین مباحث مالی سیاست تقسیم سود است، سیاست‌های تقسیم سود در کشورها و محیط‌های گوناگون متفاوت است. فهمیدن ارتباط میان اینکه سود می‌تواند روی

1. Miller & Modigliani

2. Jensen

ارزش شرکت اثر بگذارد دارای اهمیت است، که آیا سود تقسیمی پرداختی ارزش ذاتی شرکت را افزایش می‌دهد و یا اینکه آیا رفتار سرمایه‌گذاران اریب است و فراتر از آن رابطه معنی‌داری میان سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت وجود دارد یا اینکه در حال حاضر هر دو موثر هستند. انجام پژوهش حاضر با محاسبه ارتباط میان سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت و اثر اندازه شرکت در این ارتباط به دنبال آن است تا با محاسبه صرف سود تقسیمی برای دارایی‌ها و سهام شرکت بررسی نماید که آیا مدیران تمایل به تقسیم سود نقدی و افزایش آن در زمانی که صرف سود مثبت است، دارند؟

برای دستیابی به این هدف، پژوهش پیش رو چنین ساماندهی شده است؛ ابتدا مبانی نظری و مطالعات تجربی، بیان و سپس، روش پژوهش و مدل‌های مورد استفاده در پژوهش مرور شده است. پس از آن، روش پژوهش تشریح و شرایط انتخاب نمونه آماری مورد مطالعه بیان شده است. همچنین، مدل پژوهش معرفی و برآورد شده و آنگاه، یافته‌ها ارائه و مورد بحث قرار گرفته است. در پایان نیز، منطبق بر نتیجه‌گیری به عمل آمده، چند پیشنهاد ارائه شده است.

مبانی نظری و مطالعات تجربی:

پژوهش حاضر از لحاظ تجربی اهمیت بالایی در ادبیات مالی شرکتی دارد. ارتباط مثبت میان صرف سود تقسیمی سهام و ارزش شرکت به این معنی است که با افزایش نااطمینانی صرف سود تقسیمی افزایش می‌یابد. یک توضیح برای اثبات این ارتباط نظریه "پرنده در دست" است، مطابق این نظریه برای دوره‌های با نااطمینانی اقتصادی بالا، ریسک سرمایه‌گذاری در سهام افزایش می‌یابد. بنابراین سهام دارای سود پرداختی برای سرمایه‌گذار جذاب‌تر می‌نماید. صرف سود تقسیمی وابسته به تقاضای سود (نااطمینانی اقتصادی) و نیروهای تأمین (بخشی از شرکت‌ها با پرداخت سود) است. از سوی دیگر تصمیم پرداخت سود از سوی مدیران شرکت گرفته می‌شود. بنابراین، نوعی تقابل میان مدیران و مالکان شرکت (سهام‌داران) بوجود می‌آید، در این هنگام تفکیک مالکیت از مدیریت دارای اهمیت است. بنابراین مدیران با آغاز تقسیم سود (سود اولیه)، افزایش سود تقسیمی در واقع در تلاش هستند تا اطلاعاتی در خصوص سوددهی شرکت در آینده منتشر نمایند و به نوعی با انتشار خبر افزایش سود تقسیمی، نظر سرمایه‌گذاران و سایر افراد را با بیان خبر خوب در مورد آینده اقتصادی شرکت جلب نمایند. از نقطه نظر برخی از محققان تغییر در سیاست تقسیم سود شرکت شامل اطلاعاتی از سود دوره‌های بعدی (آتی) شرکت است (لینتنر^۲، ۱۹۵۶؛ بهاتاچاریا^۳، ۱۹۷۹؛ میلر و راک^۴، ۱۹۸۵).

پورجعفریان (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی نقش سیاست‌های تقسیم سود شرکت در تعیین ارزش بازار سهام شرکت پرداخته است. نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر آن است که بین سیاست تقسیم سود

1. The bird in the hand
2. Lintner
3. Bhattacharya
4. Miller & Rock

و ارزش بازار سهام ارتباط بسیار کمی وجود دارد. خوانساری (۱۳۹۲)، عوامل موثر بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد تحلیل و بررسی قرار داده و نشان داده است بین نسبت سود تقسیم نشده به سود تقسیم شده با ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

افشار (۱۳۹۵)، نیز اثر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده است. نتایج این پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون پانل نشان می‌دهد متغیرهای ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. ستایش و قوهستانی (۱۳۹۵)، به بررسی رابطه تقسیم سود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی خارجی در طی چرخه عمر شرکت پرداخته و بیان نمودند، بین سود تقسیمی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در مرحله رشد رابطه معنی‌داری وجود دارد، در حالی که بین این متغیرها در مرحله بلوغ رابطه معنی‌داری وجود ندارد. از طرف دیگر، در مرحله رشد بین سود تقسیمی و تأمین مالی خارجی رابطه معنی‌داری وجود ندارد. صیامی (۱۳۹۶)، به بیان رابطه تقسیم سود و سقوط (ریزش) قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و نشان داده‌است بین تقسیم سود و احتمال ریزش قیمت سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

احمدی کافشانی (۱۳۹۶)، تأثیر جریان‌های نقدی آزاد، سیاست تقسیم سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده و نشان داده است، رابطه مثبت و معنی‌داری بین سود تقسیمی و ارزش شرکت وجود دارد، ولی بین جریان‌های نقد آزاد و ارزش شرکت وجود ندارد. شفیع‌ی گنجه (۱۳۹۷) به بیان ارتباط تقسیم سود با ارزش شرکت با استفاده از نظریه علامت‌دهی پرداخته و به کمک مدل رگرسیون چندمتغیره به بررسی ارتباط معنی‌دار تقسیم سود و ارزش شرکت پرداخته است. پاطوقی (۱۳۹۷) نیز به بررسی اثر استراتژی‌های متفاوت مدیریت سود و رابطه بین سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت پرداخته و با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره به این نتیجه رسیده است که استراتژی‌های سود معتدل، اثر منفی و معنی‌داری بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت دارد.

درخشیده (۱۳۹۸) ارتباط خط مشی توزیع سود و ارزش شرکت با کیفیت سود را با استفاده از رگرسیون لجستیک مورد بررسی قرار داده و اثبات کرده است رابطه بین متغیرهای نسبت قیمت بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت درصد سود تقسیمی با کیفیت سود معنی‌دار نیست.

بیکر و ورگلر^۱ (۲۰۰۴) گزارش کردند، صرف سود تقسیمی، شامل اختلاف بین میانگین نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری در شرکت‌هایی که سود پرداخت می‌کنند و برای شرکت‌های آمریکایی، آن‌هایی که سود پرداخت نمی‌کنند در طی سال‌های ۱۹۶۲-۲۰۰۰ منفی بوده است. همچنین، دریافتند اگر ارزش سهام تغییر کند، اما اصول بنیادین شرکت ثابت باقی بماند و شرکت تغییر در سیاست تقسیم سود را دنبال کند، تفاوت در قیمت سهم به دلیل رفتار ارباب سرمایه‌گذاران یا تقاضای سرمایه‌گذار برای سهام با پرداخت

سود اتفاق می‌افتد. لی و لی^۱ (۲۰۰۶)، این بحث را بسط دادند و بیان کردند این مسئله، فقط شامل آغاز سوددهی نیست بلکه، سودها و سهام بازخرید شده هم تغییر می‌کند. آن‌ها دریافتند، شرکت‌ها به افزایش سود تمایل دارند و احتمال دارد زمانی که صرف سود تقسیمی بالا است، افزایش سود بیشتر باشد. دی‌آنجلو و دی‌آنجلو^۲ (۲۰۰۶)، با در نظر گرفتن ۱۰۰ درصد پرداخت‌ها و مجاز بودن نگهداری آن‌ها و با فرض ثابت نگه‌داشتن سیاست سرمایه‌گذاری دریافتند، سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت اثر گذار است. این دو محقق در ۲۰۰۷ نیز نشان دادند اگر مدیریت، توزیع سود را متوقف کند با این کار بخش مطمئنی از عایدی‌های سهام‌دارانی و سرمایه‌گذاران را در پروژه‌هایی با ارزش خالص فعلی صفر سرمایه‌گذاری کرده و این باعث نزول بخشی از قیمت سهام می‌شود. دنیس و اوسوبو^۳ (۲۰۰۸)، دریافتند، صرف سود تقسیمی در آمریکا و کانادا اغلب منفی بوده، اما به طور معمول در آلمان، فرانسه و ژاپن در دوره ۱۹۹۴-۲۰۰۲ مثبت بوده است. در انگلستان صرف سود تقسیمی تا سال ۱۹۹۶ مثبت بوده است و بعد از آن، نشانه‌های عدم ثبات دیده شده است. به علاوه، آن‌ها دریافتند که صرف سود تقسیمی تنها در آمریکا بر سیاست تقسیم سود شرکت اثر دارد ولی، در پنج کشور دیگر به نظر نمی‌رسد این سیاست روی صرف سود تقسیمی و احساسات سرمایه‌گذار در مورد سودها اثر بگذارد. جیانگ و همکاران^۴ و کولچانیا^۵ صرف بازخرید را محاسبه کردند و دریافتند، زمانی که صرف بالاست، شرکت‌ها تمایل به بازخرید سهام خود دارند. به علاوه، صرف بازخرید در شرکت‌هایی که سهم را بازخرید می‌کنند، اثر منفی بر صرف سود تقسیمی و سود پرداختی دارد.

کارپاویسیوس^۶ (۲۰۱۴) نیز نشان داد شرکت‌ها با ثبات بیشتر در پرداخت سود به سمت ارزشمندتر شدن حرکت می‌کنند. یو^۷ و کارپاویسیوس^۸ (۲۰۱۸)، با استفاده از روش رگرسیون پانل دریافتند، ارتباط مثبتی بین ارزش شرکت و سود پرداختی وجود دارد، آن‌ها مقدار صرف سود تقسیمی برای دارایی‌ها و سهام را به ترتیب ۱۷/۱ و ۱۰/۱۷ درصد برآورد نمودند. در ادامه بیان نمودند که این مقادیر به طور میانگین بوده و بسته به روش بکارگیری شده ممکن است متفاوت باشد. در آخر، اثرات سود و سهام بازخرید شده را روی ارزش شرکت مقایسه نموده و نشان دادند، پرداخت سود حتی به مقدار اندک، کمک بزرگی به بهبود و افزایش ارزش شرکت می‌نماید. نور رچماه^۸ و اردیانتو^۹ (۲۰۲۰) به بررسی اثر صرف سود تقسیمی و جریان های نقدی آزاد شرکت بر سیاست تقسیم سود در شرکت های صنعتی بورس اندونزی در بازه زمانی ۲۰۱۵-۲۰۱۸ پرداخته و با استفاده از نظریه پذیرایی سود بیکر و ورگلر^۹ (۲۰۰۴)، به این نتیجه رسیدند که هرچه میزان صرف سود تقسیمی یک شرکت بالاتر باشد آن شرکت سیاست تقسیم سود بهتری داشته است.

1. Li & Lie
2. DeAngelo & DeAngelo
3. Denis & Osobov
4. Jiang et al
5. Kulchania
6. Karpavičius
7. Yu
8. Nur Rochmah
9. Ardianto

همچنین بیان نمودند اندازه شرکت به عنوان عاملی موثر در سیاست تقسیم سود بوده و رابطه مثبت و معنی داری با سیاست تقسیم سود دارد (۲/۵۶۴).

بر طبق بررسی صورت گرفته، برخی از پژوهش‌ها در دسته پژوهش‌هایی هستند که با استفاده از رگرسیون به بررسی اثر سود تقسیمی بر ارزش شرکت و دسته دوم به بررسی عوامل موثر بر سود تقسیمی پرداخته‌اند. مطالعه میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱)، با در نظر گرفتن بازار کامل با محدودیت روبرو است، چرا که در شرایط واقعی بازار، باید هزینه‌های مبادلات، رقابتی بودن و هزینه انتشار سهام را نیز در نظر گرفت. در رابطه با بررسی دی‌آنجلو و دی‌آنجلو (۲۰۰۶)، باید به این نکته اشاره شود که در دوره زمانی پژوهش فرض شده است، سیاست سرمایه‌گذاری ثابت است. با این حال در عمل به دلیل تغییر مدیریت، امکان تغییر در سیاست سرمایه‌گذاری دور از انتظار نیست. در نهایت، با توجه به نظریه پذیرایی بیکر و ورگلر (۲۰۰۴)، می‌توان نتیجه گرفت، تقاضای سرمایه‌گذاران برای سود نقدی به دلیل حاشیه سود ایجاد شده (سهام دارای سود نقدی) در دوره ناطمینانی بازار دارای اهمیت خاصی است، که تقاضای سرمایه‌گذاران برای خرید سهام را افزایش داده و در نتیجه، منجر به افزایش قیمت سهم می‌شود. با توجه به نتایج پژوهش‌ها، همچنان موضوع تقسیم سود و عوامل موثر بر آن مانند مسئله حل نشده باقی‌مانده است. این پژوهش قصد دارد با استفاده از متغیرهای مدل بیکر و ورگلر (۲۰۰۴) و نیز، بهره‌گیری از مدل یو و کارپاویسیوس (۲۰۱۸)، به محاسبه صرف سود تقسیمی در بازار ایران، طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ بپردازد.

پرسش‌های پژوهش

پرسش‌های پژوهش نیز به شکل زیر بیان شده و مورد آزمون قرار گرفته‌اند.

۱. سیاست تقسیم سود اثر معنی‌داری بر ارزش ذاتی شرکت دارد؟
۲. با تغییر اندازه شرکت، ارتباط میان سیاست سود تقسیمی و ارزش ذاتی شرکت تغییر می‌کند؟

روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر، متشکل از شرکت‌های مورد پذیرش بورس اوراق بهادار تهران است. داده‌های پژوهش نیز، از نوع داده‌های پانل است، به دلیل اینکه ارتباط میان متغیرهای مستقل و متغیرهای وابسته، با در نظر گرفتن دو جنبه مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. متغیرها، هم در بین شرکت‌های متفاوت و همین‌طور در طی یک دوره زمانی (۱۳۹۸-۱۳۹۱) آزمون شده‌اند. منابع مورد استفاده به منظور استخراج داده‌های مالی پژوهش از سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران شرکت بورس اوراق بهادار تهران (کدال) و سایت شرکت مدیریت و فناوری بورس تهران جمع‌آوری شده و در برآورد مدل‌های پژوهش بکار گرفته شده است. به منظور آزمون سؤال‌ها نیز از مدل رگرسیون پانل استفاده شده است. با توجه به شرایط در نظر گرفته شده پژوهش حاضر، تعداد ۹۳ شرکت یا به بیان دیگر، ۷۴۴ (سال-شرکت) انتخاب شده است. در این پژوهش، ارزش شرکت به وسیله محاسبه دو نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام و ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها، تعریف می‌شود. برای سنجش ارتباط میان سود تقسیمی پرداختی توسط شرکت و ارزش شرکت به بیان دو مدل با استفاده از این دو نسبت پرداخته شده است (یو و کارپاویسیوس، ۲۰۱۸).

مدل (۱)

$$(MA / A)_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(DIVD)_{it} + \alpha_2(ASSETS)_{it} + \alpha_3(NI / A)_{it} + \alpha_4(DEBT / A)_{it} + \alpha_5(CASH / A)_{it} + \alpha_6(PPE / A)_{it} + \alpha_7(CAPEX / A)_{it} + \alpha_8(VOL)_{it} + \lambda_i + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲)

$$(ME / E)_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(DIVD)_{it} + \alpha_2(ASSETS)_{it} + \alpha_3(NI / E)_{it} + \alpha_4(CASH / E)_{it} + \alpha_5(PPE / E)_{it} + \alpha_6(CAPEX / E)_{it} + \alpha_7(VOL)_{it} + \lambda_i + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

در دو مدل ۱ و ۲، متغیر مجازی سود تقسیمی (DIVD)، به این صورت تعریف می‌شود؛ اگر نسبت سودهای تقسیمی بر ارزش دفتری دارایی شرکت‌ها در هر سال مالی از میانگین ۸ ساله این نسبت (در این پژوهش ۰/۰۸) است) بیشتر باشد، یعنی اگر $DIV/A \geq 0.08$ (مقدار ۰/۰۸ برابر است با میانگین نسبت سودهای تقسیمی بر ارزش دفتری دارایی شرکت‌ها در هر سال مالی در بازه زمانی ۸ ساله پژوهش) باشد، آنگاه متغیر مجازی سود تقسیمی برابر یک است و در غیر این صورت، برابر صفر است.

سایر متغیرهای مدل عبارتند از:

ME/E: ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام

MA/A: ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها

MA: ارزش بازار دارایی‌ها برابر است با ارزش دفتری دارایی‌ها - ارزش دفتری سهام + ارزش بازار

سهام (تعداد سهام شرکت در آن سال × قیمت پایانی سهم در انتهای سال مالی)

ME: ارزش بازار سهام برابر است با تعداد سهام شرکت در آن سال × قیمت پایانی سهم در انتهای سال مالی

E: ارزش دفتری سهام برابر است با ارزش خالص دارایی‌ها (ارزش کل دارایی‌ها - ارزش کل بدهی‌ها - استهلاک

انباشته = ارزش حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر تعداد سهام شرکت در آن سال مالی

ASSET: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌ها

NI: درآمد خالص روی ارزش دفتری سهام

DEBT: بدهی (شامل مجموع بدهی بلندمدت و بدهی‌های جاری)

CASH: پول نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت

PPE: خالص دارایی ثابت و اموال، ماشین آلات و تجهیزات

CAPEX: هزینه‌های سرمایه‌ای

VOL: انحراف معیار بازده‌های ماهانه سهم روی آخرین سال مالی

پس از گردآوری داده‌ها و خلاصه‌سازی داده‌های نمونه آماری، در ادامه به پردازش داده‌ها و تفسیر نتایج بدست آمده، آزمون مدل‌های برآوردی و ارائه نتیجه نهایی پرداخته شده است. قابل ذکر است در این پژوهش، به منظور انجام تحلیل‌های آماری از نرم‌افزارهای استتا^۱ و ایویوز^۲ استفاده شده است.

تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

آماره‌های توصیفی، به طور مختصر شمایی کلی موقعیت شاخص‌های مرکزی و پراکنندگی هر یک از داده‌های پژوهش را بیان می‌کند (جدول ۱ و ۲). تعداد مشاهدات پژوهش ۷۴۴ است، برای سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ و ۹۳ شرکت بررسی شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش در شرکت‌های نمونه

نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ME/E	۳۳۷۶/۹۰	۳۶۸/۰۹	۲۳۱۹۰/۹/۹	-۷۰۹۷۴/۹۲	۱۳۸۹۸/۳۰	۸/۹۴	۱۲۱/۳۶
MA/A	۱/۸۸۳	۱/۳۹۶	۱۵/۳۲	۰/۹۱۴	۱/۵۲	۴/۴۵	۲۹/۶۵۴
ASSETS	۱۴/۸	۱۴/۵۳	۱۹/۳	۱۰/۶۶	۱/۴۸	-۰/۵۸	۳/۱۶
NI/E	۷۵۲/۴۴	۱۰۵/۶۸	۲۶۱۷۰/۷۲	-۱۸۰۵۹/۶۲	۲۵۱۲/۰۳	۴/۴۲	۳۹/۰۶
NI/A	-۰/۱۸۶	-۰/۱۴۹	۱/۳۲	۰/۰۰۰	-۰/۱۴۷	۱/۶۵	۸/۶۰
DEBT/A	۰/۵۱۸	۰/۵۱۳	۵/۳۹	۰/۰۱۳	۰/۲۸۳	۷/۲۹	۱۲۱/۵۰
CASH/E	۲۶۴/۲۳	۴۴/۲۲	۱۵۲۵۷/۷۷	-۷۲۳۰/۶۷	۱۰۴۵/۹۵	۶/۲۵	۷۹/۹۳
CASH/A	-۰/۰۸۸	-۰/۰۴۷	۱/۳۱	۰/۰۰۰۲	-۰/۱۱۶	۳/۹۱	۲۹/۲۹
PPE/E	۱۱۴۹/۵۷	۱۴۷/۲۹	۶۷۹۵۴/۳۷	-۶۹۵۱۹/۵۷	۵۵۸۸/۲۴۵	۳/۴۰	۹۵/۲۷
PPE/A	-۰/۲۶	-۰/۲۲	۵/۰۹	۰/۰۰۰	-۰/۲۶	۹/۲۷	۱۶۴/۴۳
CAPEX/E	۵۸۸/۶۵	۱۵/۰۳	۵۲۵۹۳/۹	-۵۵۳۶/۶۸	۳۲۸۳/۸۵	۱۰/۰۸	۱۲۷/۹۷
CAPEX/A	-۰/۰۹۲	-۰/۰۳۶	۱/۳۳	۰/۰۰۰	-۰/۱۴۴	۲/۷۹	۱۴/۳۱
VOL	۹/۳۷	۱	۱۷۹/۷۵	۰/۱۷۸	۲۴/۳۰	۳/۳۴	۱۵/۲۳

منبع: محاسبات پژوهش

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای کیفی پژوهش در شرکت‌های نمونه

DIVD	۰/۳۴۰۰۵۴	۰/۰۰۰	۱	۰/۰۰۰	۰/۴۷۴۰۴۶	۰/۶۷۵۲۶۸	۱/۴۵۵۴۸۶
------	----------	-------	---	-------	----------	----------	----------

منبع: محاسبات پژوهش

آزمون مانایی متغیرها

در ادامه، به بررسی مانایی متغیرهای پژوهش و نتایج حاصل از آن خواهیم پرداخت. برای این منظور از آزمون ریشه واحد^۱ لوین، لی و چو^۲ استفاده شده است و نتایج آزمون در جدول ۳ آمده است.

1. Unit Root Test
2. Levin, Lin & Chu

جدول ۳. نتیجه آزمون ریشه واحد

نام متغیر	آماره	احتمال
VOL	-۲۵/۳۹۵۶	۰/۰۰۰۰
ASSETS	-۷/۶۳۰۲۲	۰/۰۰۰۰
DIVD	-۶/۰۲۱۳۱	۰/۰۰۰۰
CASH/A	-۱۹/۴۰۷۷	۰/۰۰۰۰
CASH/E	-۰/۳۷۷۶۳	۰/۳۵۲۹
DEBT/A	-۴۱/۶۸۱۸	۰/۰۰۰۰
DEBT/E	-۱۰/۹۷۸۰	۰/۰۰۰۰
CAPEX/A	-۱۵۴۰/۸۷	۰/۰۰۰۰
CAPEX/E	-۹۱۱/۹۷۸	۰/۰۰۰۰
PPE/E	-۸/۶۴۷۴۳	۰/۰۰۰۰
PPE/A	-۱۸/۱۴۰۱	۰/۰۰۰۰
NI/A	-۱۷/۲۰۸۸	۰/۰۰۰۰
NI/E	۷/۸۵۰۴۷	۱/۰۰۰۰

منبع: محاسبات پژوهش

بنابر نتایج بدست آمده از آزمون لوین، لی و چو، احتمال همه متغیرهای پژوهش به غیر از دو متغیر CASH/E و NI/E، کمتر از ۰/۰۵ است. این بدین معنا است که این دو متغیر نامانا هستند و سایر متغیرهای پژوهش در طول دوره زمانی پژوهش مانا هستند. به دلیل نامانایی این دو متغیر، آزمون هم‌انباشتگی کائو (آزمون جوهانسن) انجام پذیرفته است. از آنجا که متغیرهای نامانا؛ نسبت‌های سود خالص به ارزش دفتری سهام و وجه نقد به ارزش دفتری سهام، هر دو در مدل (۲) بکار رفته‌اند و همچنین، همه متغیرهای مدل (۱) مانا هستند، آزمون جوهانسن تنها برای مدل (۲) انجام گرفته است و نتایج این آزمون در جدول ۴ آمده است.

جدول ۴. نتیجه آزمون هم‌انباشتگی

احتمال	آماره t	
۰/۰۰۰۰	-۶/۰۵۲۹۳۹	ADF
۴۷۰۸۸۴۲۰		Residual variance
۵۲۳۵۷۱۶۰		HAC variance

منبع: محاسبات پژوهش

با توجه به مقدار احتمال محاسبه شده، به دلیل اینکه این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، می‌توان نتیجه گرفت مدل (۲) هم‌انباشته است.

همچنین، برای بررسی پانل یا تجمیعی بودن مدل تخمین، از آزمون لیمر استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول ۵ ارائه شده است:

جدول ۵. نتایج آزمون لیمر

مدل	آزمون اثرات	آماره	احتمال	نتیجه
۱	آماره اف لیمر	۴/۴۱۰۸۶۰	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل
۲	آماره اف لیمر	۱/۵۲	۰/۰۰۲۲	داده‌های پانل
۱	آماره اف لیمر (اثرات زمانی)	۱۱۱/۳۵۳۰۸۶	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل
۲	آماره اف لیمر (اثرات زمانی)	۱۸/۴۷۱۱۲۲	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل

منبع محاسبات پژوهش

نتایج نشان می‌دهد مدل مناسب برای همه تخمین‌ها، رویکرد پانل است. با عنایت به این نتایج برای تعیین روش تخمین پانل از میان اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج این آزمون نیز در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون هاسمن

مدل	آماره	احتمال	نتیجه
۱	۲۷۲/۹۶۳۳۱۰	۰/۰۰۰۱	مدل با اثرات ثابت
۲	۸۸/۶۱۷۷۸۶	۰/۰۰۰۰	مدل با اثرات ثابت

منبع محاسبات پژوهش

با عنایت به رد فرض صفر این آزمون، نتایج نشان می‌دهد روش مناسب برای تخمین همه مدل‌های پژوهش، استفاده از مدل با اثرات تصادفی است.

نتایج بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود بر ارزش ذاتی شرکت

به دلیل وجود خودهمبستگی و واریانس ناهمسانی در مدل‌های برآوردی، برای تخمین نهایی مدل‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته^۱ استفاده شده است.

1. Generalized least square (GLS)

جدول ۷. برآورد نهایی مدل ۱ (روش GLS)

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	معنی داری
C	-۱۷/۵۳۲۵۳	۰/۸۲۳۰۶۵	-۲۱/۳۰۱۵۱	۰/۰۰۰۰
DIVD	۰/۱۳۸۹۱۴	۰/۰۶۸۴۶۹	۲/۰۲۸۸۶۳	۰/۰۴۲۹
ASSETS	۱/۲۵۶۱۱۸	۰/۰۵۴۲۴۱	۲۳/۱۵۸۱۶	۰/۰۰۰۰
NI/A	۳/۱۴۱۱۷۷	۰/۲۸۳۳۲۵	۱۱/۰۸۶۸۲	۰/۰۰۰۰
DEBT/A	۰/۰۱۲۶۱۴	۰/۱۴۵۲۱۶	۰/۰۸۶۸۶۴	۰/۹۳۰۸
CASH/A	۰/۸۹۴۶۴۰	۰/۳۰۱۶۷۲	۲/۹۶۵۶۰۷	۰/۰۰۳۱
PPE/A	۰/۴۷۱۳۱۳	۰/۱۳۰۸۹۳	۳/۶۰۰۷۴۸	۰/۰۰۰۳
CAPEX/A	۰/۰۷۲۱۴۵	۰/۱۸۰۱۹۸	۰/۴۰۰۳۶۷	۰/۶۸۹۰
VOL	-۰/۰۰۲۷۵۹	۰/۰۰۰۹۱۶	-۳/۰۱۲۹۸۶	۰/۰۰۲۷
	R-SQ		۰/۵۷۹۴۸۱	
	Adj R-SQ		۰/۵۱۴۰۸۲	
	F		۸/۸۶۰۳۴	
	Prob		۰/۰۰۰۰	

منبع: محاسبات پژوهش

با توجه به ضرایب و احتمال محاسبه شده در جدول ۷، معنی داری و تأثیر هر یک از متغیرها نشان می‌دهد ضریب متغیر مجازی سود تقسیمی (DIVD)، در مدل با در نظر گرفتن احتمال به دست آمده در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است (مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵). این بیانگر رابطه مثبت و معنی دار بین سیاست تقسیم سود و نسبت MA/A است. همچنین، ضریب تعیین در این مدل بیان می‌کند، حدود ۵۸ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل قابل توضیح است.

جدول ۸. برآورد نهایی مدل ۲ (روش GLS)

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	معنی داری
C	-۱۹۱۷۸/۴۶	۱۳۱۹/۴۱۶	-۱۴/۵۳۵۵۷	۰/۰۰۰۰
DIVD	۱۸۲/۵۷۶۱	۹۷/۹۷۲۵۸	۱/۸۶۳۵۴۳	۰/۰۶۲۸
ASSETS	۱۲۱۱/۵۳۷	۹۳/۸۹۱۲۲	۱۳/۰۴۲۵۳	۰/۰۰۰۰
NI/E	۵/۲۸۸۶۵۸	۰/۳۳۸۸۸۵	۱۵/۶۰۶۰۵	۰/۰۰۰۰
CASH/E	۲/۱۸۰۰۶۰	۰/۴۷۸۴۹۵	۴/۵۵۶۰۷۸	۰/۰۰۰۰
PPE/E	-۰/۰۰۶۶۵۰	۰/۱۵۵۱۴۹	-۰/۰۴۲۸۶۳	۰/۹۶۵۸
CAPEX/E	۰/۱۰۲۰۸۱	۰/۲۰۷۴۰۷	۰/۴۹۲۱۸۰	۰/۶۲۲۸
VOL	-۵/۴۲۰۳۳۶	۱/۴۹۱۱۱۴	-۳/۶۳۵۰۹۳	۰/۰۰۰۳
	R-SQ		۰/۷۱۳۳۱۹	
	Adj R-SQ		۰/۶۶۹۲۴۸	
	F		۱۶/۱۸۵۸۵	
	Prob		۰/۰۰۰۰	

منبع: محاسبات پژوهش

با توجه به جدول ۸، در مورد مدل (۲) نیز ضریب CAPEX/E و PPE/E، با توجه به احتمال محاسبه شده، معنی‌دار نیستند. متغیر DIVD در سطح اطمینان ۹۰٪ معنی‌دار است، سایر متغیرها در سطح اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار هستند. ضریب متغیر مجازی سود تقسیمی (DIVD) نیز بیانگر رابطه مثبت و معنی‌دار بین سیاست تقسیم سود و نسبت ME/E است. ضریب تعیین محاسبه شده بیانگر این است که حدود ۷۱٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. از طرف دیگر، احتمال آماره F کمتر از ۵٪ است و این بیانگر معنی‌داری کل رگرسیون است. در نهایت، در مورد متغیر VOL در هر دو مدل پژوهش باید گفت این متغیر بیانگر، نوسانات بازده ماهانه سهام است که به عنوان معیاری برای بررسی اثر سیاست ناطمینانی اقتصادی (شرایط بازار) با در نظر گرفتن قیمت سهام شرکت‌ها در مدل ۱ و ۲، به صورت متغیر مستقل آورده شده است. ضرایب حاصل از این متغیر در دو مدل نشان‌دهنده اثر منفی و معنی‌دار در سطح ۹۹٪ است؛ یعنی با افزایش نوسانات قیمت سهام شرکت در بازار، ارزش شرکت کاهش می‌یابد.

نتایج بررسی اثر اندازه شرکت بر ارتباط میان سیاست تقسیم سود و ارزش ذاتی شرکت

اندازه شرکت یکی از پارامترهای کلیدی در تصمیم‌های شرکت برای پرداخت سود است. آمار توصیفی نشان می‌دهد، اندازه شرکت‌ها برای متغیر لگاریتم طبیعی دارایی‌ها در شرکت‌هایی که سودنقدی پرداخت می‌کنند و شرکت‌ها با سود انباشته، خیلی متفاوت است. فرضیه چرخه عمر بیان می‌نماید، شرکت‌های جوان نقدبنگی زیادی برای پرداخت سود ندارند، در حالی که شرکت‌های قدیمی‌تر و بزرگتر به طور میانگین دارای جریان نقد قابل اطمینانی هستند، بنابراین، توانایی پرداخت سود را دارند. این دو گروه دارای توزیع نسبتاً متفاوتی هستند (شرکت‌ها با سود انباشته و شرکت‌ها با سودنقدی). بنابراین، برای اطمینان بیشتر که اندازه شرکت روی نتایج اثر ندارد و همین‌طور، به منظور پاسخ به سؤال دوم پژوهش، به برآورد دو مدل پانل اولیه (مدل (۱) و (۲)) برای نمونه‌های انتخابی زیر پرداخته شده است.

۱. با حذف ۲۵٪ کوچکترین شرکت‌ها

۲. با حذف ۵۰٪ کوچکترین شرکت‌ها

۳. با حذف ۷۵٪ کوچکترین شرکت‌ها

۴. با حذف ۲۵٪ کوچکترین شرکت‌ها و ۲۵٪ بزرگترین شرکت‌ها

در ادامه با استفاده از نتایج تخمین مدل‌های (۱) و (۲) (طی چهار نمونه انتخابی بیان شده در بالا) بررسی اثر اندازه شرکت و مقایسه ضرایب بدست آمده این دو مدل با نتایج قبلی، به اثر اندازه شرکت در ارتباط میان سودنقدی پرداختی و ارزش شرکت پرداخته شده است. بدین منظور، مشابه گام‌های مذکور عمل شده است. با این تفاوت که در اینجا داده‌های پانل نامتوازن است. به این دلیل که برخی از مشاهدات حذف شدند.

به دلیل وجود خود همبستگی و واریانس ناهمسانی خطاها، برآورد مدل نهایی با استفاده روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) با داده‌های پانل غیر متوازن انجام شد.

جدول ۹. برآورد نهایی مدل (GLS)

متغیر	نمونه اول	نمونه دوم	نمونه سوم	نمونه چهارم
C	***-۲۳/۴۴۵۲۵ (۱/۶۹۴۰۸۹)	***-۲۴/۳۵۰۵۱ (۲/۵۴۶۳۲۳)	***-۲۵/۰۹۴۴۷ (۳/۲۴۵۱۴۶)	***-۲۲/۷۶۴۰۵ (۲/۹۷۷۴۵۸)
DIVD	***-۰/۴۲۰۳۹۳ (-۰/۱۵۱۷۴۵)	-۰/۱۶۰۹۶۷ (-۰/۱۲۹۸۱۷)	**۰/۳۲۱۹۳۱ (-۰/۱۵۲۸۳۹)	***۰/۵۷۰۹۲۸ (-۰/۲۱۱۸۹۸)
ASSETS	***۱/۶۱۷۱۶۷ (-۰/۱۰۸۷۱۸)	***۱/۶۴۷۲۲۳ (-۰/۱۶۳۹۸۹)	***۱/۶۰۰۹۵۹ (-۰/۱۹۴۹۲۳)	***۱/۷۴۰۴۴۱ (-۰/۱۹۶۹۴۴)
NI/A	***۳/۳۶۴۱۲۴ (-۰/۳۷۵۴۲)	***۳/۷۹۳۵۴۹ (-۰/۶۰۲۹۳۸)	***۱/۷۷۸۵۸۴ (-۰/۵۶۸۶۹۲)	*۳/۰۸۴۱۲۸ (۱/۶۲۲۳۳۳)
DEBT/A	-۰/۰۴۵۲۰۰ (-۰/۳۴۰۷۸۱)	-۰/۱۹۱۸۸۷ (-۰/۴۷۳۹۳۳)	-۰/۳۹۹۹۴۰ (-۰/۵۲۹۳۷۸)	*-۱/۴۰۹۸۰۱ (-۰/۷۸۷۱۷۰)
CASH/A	*۱/۳۲۰۷۵۰ (-۰/۸۱۴۱۷۷)	-۰/۸۱۹۹۵۷ (-۰/۷۰۹۰۷۷)	-۰/۰۳۳۹۷۵ (-۰/۷۹۴۳۰۲)	*۲/۳۹۵۰۵۰ (۱/۵۹۱۶۸۶)
PPE/A	-۰/۴۲۹۸۵۱ (-۰/۳۴۷۸۸۵)	-۰/۵۸۳۴۵۱ (-۰/۵۳۹۳۰۸)	***۱/۴۵۶۶۹۹ (-۰/۵۷۴۸۷۵)	-۰/۳۶۷۰۶۸ (-۰/۴۸۹۵۰۵)
CAPEX/A	-۰/۰۸۰۰۵۰ (-۰/۳۹۹۴۷۲)	-۰/۳۰۸۳۶۴ (-۰/۵۸۷۴۴۴)	-۰/۱۲۴۶۸۴ (-۰/۴۷۷۲۸۳)	-۱/۶۰۲۲۱۴ (۱/۷۴۷۶۸۰)
VOL	***-۰/۰۰۴۲۰۴ (-۰/۰۰۱۶۸۷)	***-۰/۰۰۴۱۳۱ (-۰/۰۰۱۴۸۸)	***-۰/۰۰۲۹۳۹ (-۰/۰۰۱۳۷۵)	*-۰/۰۰۰۶۰۹۱ (-۰/۰۰۲۸۸۳)
R-SQ	-۰/۴۴۶۹۲۹	-۰/۵۲۸۳۳۳	-۰/۶۷۶۵۸۶	-۰/۴۶۴۴۸۱
Adj R-SQ	-۰/۳۵۲۸۱۰	-۰/۴۳۰۸۵۵	-۰/۵۸۸۰۸۹	-۰/۳۴۴۵۸۸
F	۴/۷۴۸۵۵۱	۵۰۴۲۰۰۲۸	۷/۶۴۵۳۴۱	۳/۸۷۴۱۴۹
Prob	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
تعداد مشاهدات	۶۶۸	۵۴۴	۲۵۷	۴۱۱
تعداد شرکت‌ها	۹۰	۸۶	۴۸	۶۸

منبع محاسبات پژوهش

*** معنی‌داری در سطح خطای ۱ درصد، ** معنی‌داری در سطح خطای ۵ درصد و * معنی‌داری در سطح خطای ۱۰ درصد است.

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از برآورد مدل‌ها، ضریب متغیر مجازی سودتقسیمی (DIVD) در تمام نمونه‌ها به غیر از نمونه دوم، در مدل (۱) مثبت و معنی‌دار است (در نمونه دوم ضریب متغیر مجازی سودتقسیمی (DIVD) بی‌معنی است).

جدول ۱۰. برآورد نهایی مدل ۲ (GLS)

متغیر	نمونه اول	نمونه دوم	نمونه سوم	نمونه چهارم
C	***۸۱۰۲۶/۰۵ (۳۲۴۱۴/۸۲)	۴۴۵۹/۴۴۱ (۶۸۰۱/۰۷۱)	۵۱۸۴/۱۱۳ (۲۰۸۶۰/۱۰)	-۱۵۲/۴۴۶۶ (۳۳۴/۶۶۸۱)
DIVID	**۲۰۷۷/۳۷۹ (۱۰۱۵/۲۵۲)	*۱۳۴۲/۴۲۴ (۸۸۹/۷۸۲۸)	*۳۰۲۵/۹۴۷ (۱۹۲۰/۲۶۰)	***۶۲/۷۱۳۲۰ (۲۴/۹۶۰۲۴)
ASSETS	***۵۳۷۰/۶۰۶ (۲۱۶۰/۵۲۱)	-۲۳۷/۷۴۶۵ (۴۵۴/۰۶۴۷)	-۲۳۷/۷۰۶۷ (۱۳۱۳/۴۳۲)	**۴۷/۵۷۲۵۰ (۲۴/۰۵۰۸۱)
N/E	***۳/۱۸۳۱۱ (۰/۵۱۴۱۶۸)	***۳/۵۴۷۲۵ (۰/۲۸۵۷۸۱)	***۳/۵۶۰۷۰۹ (۰/۴۴۲۳۳۹)	*۰/۴۱۶۲۷۸ (۰/۲۶۱۷۰۴)
CASH/E	***۳/۰۱۸۷۹۱ (۰/۸۸۱۱۱۸)	***۲/۲۸۱۶۲۰ (۰/۵۱۹۶۰۱)	***۲/۶۸۳۹۶۹ (۰/۸۰۴۸۴۸)	۰/۲۳۶۳۱۷ (۰/۲۲۰۰۷۶)
PPE/E	**۰/۳۰۶۸۴۹ (۰/۱۴۰۴۶۸)	***۰/۳۱۱۲۳۶ (۰/۱۰۷۲۷۸)	*۰/۲۵۲۸۶۲ (۰/۱۶۰۴۵۲)	***۰/۲۹۳۳۱۹ (۰/۱۱۴۵۸۷)
CAPEX/E	***۰/۴۳۴۸۷۷ (۰/۱۲۶۰۸۶)	***۰/۴۵۷۲۸۰ (۰/۱۳۰۹۹۶)	**۰/۴۳۹۴۲۸ (۰/۱۹۰۹۰۵)	**۰/۶۷۸۱۳۸ (۰/۲۸۳۳۶۰)
VOL	۸/۳۶۳۶۸۷ (۲۶/۳۹۷۱۹)	*۲۶/۶۷۶۴۳ (۱۵/۹۲۸۵۴)	-۴۱/۸۳۲۰۴ (۳۰/۶۴۰۵۲)	***۰/۸۴۳۷۰۵ (۰/۲۴۹۸۳۵)
R-SQ	۰/۷۵۶۰۵۳	۰/۶۴۸۱۱۱۶	۰/۶۳۲۶۷۷	۰/۷۲۹۱۲۰
Adj R-SQ	۰/۷۱۱۵۰۲	۰/۶۴۳۵۲۰	۰/۶۲۳۳۵۱	۰/۷۱۹۵۴۳
F	۱۶/۹۷۰۶۵	۱۴/۱۰۳۲۷	۶۱/۲۶۸۲۹	۷۶/۱۳۵۸۷
Prob	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
تعداد مشاهدات	۶۶۸	۵۴۴	۲۵۷	۴۱۱
تعداد شرکت‌ها	۹۰	۸۶	۴۸	۶۸

منبع محاسبات پژوهش

***معنی‌داری در سطح خطای ۱ درصد، **معنی‌داری در سطح خطای ۵ درصد و *معنی‌داری در سطح خطای ۱۰ درصد است.

با توجه به نتایج برآورد مدل‌ها، ضریب متغیر مجازی سود تقسیمی (DIVD) در تمام نمونه‌های مدل (۲) منفی و معنی‌دار است. در نتیجه، با تغییر اندازه شرکت، ارتباط میان سیاست سود تقسیمی و ارزش ذاتی شرکت تغییر می‌کند (ارتباط مثبت یا رابطه مستقیم بین سود تقسیمی و ارزش شرکت تبدیل به ارتباط منفی یا رابطه معکوس میان سود تقسیمی و ارزش شرکت شده است). می‌توان نتیجه گرفت تغییر در اندازه شرکت باعث تغییر در ارتباط میان سود تقسیمی و ارزش شرکت می‌شود. در واقع، اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی با تقسیم شرکت‌ها به ۴ نمونه در این پژوهش بر ارتباط میان سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت اثرگذار بوده است و در مدل (۲) برای همه نمونه‌ها باعث شده است تا سیاست تقسیم و ارزش شرکت دارای رابطه منفی و معنی‌دار باشند. به این معنی که اگر میزان سود نقدی افزایش یابد، ارزش

سهم و در نتیجه، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت. متغیر VOL بعد از تخمین پائل نامتوازن در مدل (۱) برای تمام نمونه‌ها منفی و معنی‌دار بدست آمده است و نتایج قبلی را تایید می‌نماید. اما این متغیر در مدل (۲) برای نمونه‌های اول و سوم بی‌معنی است، دلیل این امر را شاید بتوان به روش تخمین مدل (۲) برای نمونه اول (اثرات ثابت دو طرفه) و سوم (اثرات مشترک یا تلفیقی) مربوط دانست.

نتیجه‌گیری و بحث

نتایج پژوهش، بیانگر ارتباط مثبت و معنی‌دار میان سود تقسیمی پرداختی شرکت و ارزش شرکت است. صرف سود تقسیمی سهام برای شرکت با توجه به مدل رگرسیون داده‌های پائل ۵/۴ درصد و صرف سود تقسیمی برای دارایی‌های شرکت ۷/۴ درصد بیان شده است. بنابراین، قیمت سهم با سود نقدی نسبت به سهم‌هایی با سود انباشته بیشتر است. همچنین بیان شد، تغییر در اندازه شرکت موجب تغییر در سیاست تقسیم سود می‌شود. از طرفی نتایج پژوهش، برخلاف پژوهش بیکر و ورگلر (۲۰۰۴) است. آن‌ها در پژوهش خود به محاسبه صرف سود تقسیمی با بکارگیری دو نسبت ارزش بازاری به دفتری سهام و دارایی‌ها پرداخته‌اند و این دو مقدار را منفی برآورد نمودند. در این پژوهش، ابتدا به محاسبه این دو نسبت (صرف سود تقسیمی برای سهام و دارایی‌ها) پرداخته و با بکارگیری روش مورد استفاده آن‌ها یک نتیجه جدید حاصل شده است که منجر به رد آن شده است. نتیجه این پژوهش (اثر مثبت) نشان‌دهنده ارزشمندی سهم است و در بدست آوردن ارزش منصفانه سهم و مقایسه این مقدار با ارزش بازار سهم، سرمایه‌گذار را در تصمیم‌گیری برای خرید و فروش سهام و همچنین، تشخیص سهام بنیادی یاری خواهد کرد. بنابراین، منجر به سرمایه‌گذاری بهتر و آگاهانه‌تر در نتیجه بدست آوردن سود و بازدهی بالاتر می‌شود.

نتایج حاصل از این پژوهش به مدیران پیشنهاد می‌دهد، با استفاده از سود تقسیمی به عنوان علامتی به منظور بیان عملکرد آتی شرکت (جریان‌های نقد آتی)، باعث بالا رفتن ارزش سهام شرکت و در نتیجه آن ارزش شرکت شوند. همچنین، نتایج نشان می‌دهد هنگامی که صرف سود تقسیمی مثبت است، مدیران شرکت‌ها مایل به پرداخت سود تقسیمی هستند.

این پژوهش، نخستین پژوهش صورت گرفته در محاسبه صرف سود تقسیمی است. با اینکه پژوهش‌های متعددی در رابطه با این موضوع صورت پذیرفته با این حال با توجه به مدل‌ها و متغیرهای پژوهش می‌توان آن را یکی از تازه‌ترین آن‌ها دانست. به دلیل اهمیت این موضوع برای سرمایه‌گذاران، حسابداران و مدیران مالی چند پیشنهاد برای ادامه پژوهش و بررسی‌های بیشتر ارائه می‌شود.

- در نظر گرفتن شرکت‌های فرابورس تهران
- در نظر گرفتن مالیات به عنوان عاملی اثرگذار بر میزان سود تقسیمی
- دسته‌بندی شرکت‌ها براساس صنایع

هر پژوهشی، همواره با تعدادی محدودیت همراه است، این محدودیت‌ها معمولاً موانعی هستند که در رابطه با تعمیم نتایج حاصل از پژوهش به وجود می‌آیند. این پژوهش نیز، از این قاعده مستثنی نیست. مانند سایر پژوهش‌های بر پایه روش علمی، با یک سری محدودیت مواجه هستیم، از جمله محدود بودن

به شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در آرشیو سازمان بورس و اوراق بهادار وجود دارد. بنابراین، در تعمیم نتایج حاصل به بقیه شرکت‌ها می‌بایست احتیاط کرد.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

منابع

- Ahmadi Kafshani, A. (2017). «Study of the effect of free cash flows, dividend policy and investment opportunities on the value of companies listed on the Tehran Stock Exchange». Master Thesis. *Amin Institute of Higher Education*. (In Persian).
- Afshar, H. (2016). «Study of the effect of capital structure and profit-sharing policy and its effect on the value of companies listed on the Tehran Stock Exchange». Master Thesis. *Islamic Azad University*. (In Persian).
- Baker, M., Wurgler, J. (2004) a. «Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives». *Journal of Financial Economics*, 73, 271-288.
- Baker, M., Wurgler, J. (2004) b. «A catering theory of dividends». *Journal of Finance*, 59, 1125-1165.
- Bhattacharya, S. (1979). «Imperfect information, dividend policy, and «the bird in the hand» fallacy». *The Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.
- Coles, J.L., Daniel, N.D., Naveen, L. (2008). «Boards: Does one size fit all?». *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. (2006). «The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem». *Journal of Financial Economics*, 79, 293-315.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R.M. (2006). «Dividend policy and the earned contributed capital mix a test of the life-cycle theory». *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. (2007). «Payout policy pedagogy: What matters and why». *European Financial Management*, 13, 11-27.
- Denis, D.J., Osobov, I. (2008). «Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy». *Journal of Financial Economics*, 89, 62-82.
- Derakhshandeh, M. (2020). «Study of the relationship between profit distribution policy and company value with profit quality». Master Thesis. *Shahroud Higher Education Institute*. (In Persian).
- Yu, F., Karpavičius, S. (2018). «Dividend premium: Are dividend-paying stocks worth more?». *International Review of Financial Analysis*, 56, 112-126.
- Jensen, M.C. (1986). «Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers». *American Economic Review*, 76, 323-329.

Jiang, Z., Kim, K.A., Lie, E., Yang, S. (2013). «Share repurchases, catering, and dividend substitution». *Journal of Corporate Finance*, 21, 36-50.

Karpavičius, S. (2014). «Dividends: Relevance, rigidity, and signaling». *Journal of Corporate Finance*, 25, 289-312.

Khansari, A. (2013). «Analytical study of factors affecting the value of participation in companies listed on the Tehran Stock Exchange». Master Thesis. Samangan Non-Profit Institute. (In Persian).

Kulchania, M. (2013). «Catering driven substitution in corporate payouts». *Journal of Corporate Finance*, 21, 180-195.

Li, W., Lie, E. (2006). «Dividend changes and catering incentives». *Journal of Financial Economics*, 80, 293-308.

Lintner, J. (1956). «Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes». *American Economic Review*, 46, 97-113.

Miller, H.M., Modigliani, F. (1961). «Dividend policy, growth, and the valuation of shares». *Journal of Business*, 34, 411-433.

Patouqi, R. (2018). «Study of the effect of different profit management strategies and the relationship between profit sharing policy and company value». Master Thesis. Alvand Higher Education Institute. (In Persian).

Poor Jafarian, K. (2011). «Study of the role of corporate profit-sharing policies in determining the stock market value of the company». Master Thesis. Faculty of Literature and Humanities. (In Persian).

Satayesh, M.H., Ghohestani, S. (2016). «Investigating the Relationship between Dividends, Investment Opportunities and Foreign Financing During the Life Cycle of Asset Management and Financing Company». *Asset Management and Financing Quarterly*, 1(12), 37-50. (In Persian).

Siyami, H. (2017). «Study of the relationship between dividends and the fall (fall) in stock prices of companies listed on the Tehran Stock Exchange». Master Thesis. *Islamic Azad University*. (In Persian).

COPYRIGHTS



©2022 Alzahra University, Tehran, Iran. This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.