

## بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی محمدزاده<sup>۱</sup>

رضا فلاح<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۱۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۴/۲۰

### چکیده

هدف این تحقیق بررسی رابطه بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی این تحقیق سال های بین ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ بوده است. در این تحقیق انعطاف پذیری مالی به عنوان متغیر مستقل و سیاست تقسیم سود به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۷۹ شرکت از ۳۶۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه انتخاب گردید. در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات، از روش کتابخانه ای و برای گردآوری داده ها و اطلاعات مورد نیاز عمدتاً از طریق بانک های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزارهای تدبیر پرداز، صحرا و ره آورد نوین استفاده شد. در این تحقیق، ابتدا پیش آزمون های ناهمسانی واریانس، آزمون هاسمن، آزمون F لیمر و آزمون لین - لوین انجام شد و سپس به منظور تایید و رد فرضیه های تحقیق از آزمون رگرسیون استفاده گردید. نتیجه تحقیق نشان داد بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

### واژگان کلیدی

انعطاف پذیری مالی، سیاست تقسیم سود، بورس اوراق بهادار تهران.

۱. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد آیت الله آملی، ایران.

۲. استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد چالوس، چالوس، ایران.

## بیان مساله

درک درستی از تصمیمات مالی یکی از چالش‌های کلیدی در تحقیقات اقتصادهای مالی می‌باشد. طی سالهای گذشته، رویکردهای متفاوتی از جمله هزینه‌های نمایندگی و نقص بازار طرح شده است. شواهد زیادی در رابطه با تصمیم‌گیرندگان مالی نشان می‌دهد که یک عامل دیگر وجود دارد که در تحقیقات آکادمیک توجه کمی به آن شده است و آن انعطاف‌پذیری مالی است.

در حقیقت مدیران مالی ادعا می‌کنند که توجه به انعطاف‌پذیری مالی اولین عامل مهم در تصمیمات سیاست‌تأمین مالی می‌باشد (پینگار و ویلبریجت<sup>۱</sup>، ۱۹۸۹). انعطاف‌پذیری مالی توانایی شرکت در دستیابی و ساختار مجدد تأمین مالی شرکت با هزینه کم است (گامبا و تریانتیس، ۲۰۰۸). با توجه به این دیدگاه، انعطاف‌پذیری مالی از دو جهت برای شرکتها ارزشمند است. اول اینکه انعطاف‌پذیری مالی می‌تواند مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد را در دستیابی به سرمایه کاهش دهد و دوم اینکه انعطاف‌پذیری مالی کمک به جلوگیری از هزینه‌های مرتبط با بحران مالی می‌شود (راپ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴).

انعطاف‌پذیری مالی توان شرکتها را برای توانایی تأمین مالی بمنظور واکنش به موقع در برابر پیشامدهای غیرمنتظره آینده و حداکثر ساختن ارزش شرکت نشان می‌دهد. در مطالعات گذشته انعطاف‌پذیری مالی تعریف عملیاتی نشده و تنها تعریفی ذهنی همچون توانایی شرکت برای پاسخگویی در برابر رویدادهای غیرمنتظره آینده ارائه شده است (بایون<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸). ارزش انعطاف‌پذیری مالی بطور مستقیم تحت تأثیر تصمیمات مالی گذشته نیست. در مفهوم ساختار سرمایه، اهرم مالی گنجایش قرض‌گیرندگی آینده شرکت را تعیین می‌کند و به آن سطح و درجه انعطاف‌پذیری مالی گویند (راپ و همکاران، ۲۰۱۴).

بر پایه نظریه انتظارات عقلایی، سهامداران انتظارات خاصی از شرکت، درباره سود تقسیم شده دارند؛ اما اگر سهامداران تغییر غیرمنتظره‌ای در میزان سود تقسیم شده مشاهده کنند در آن صورت خواهان دلیل این تغییر خواهند بود. از این رو سیاست تقسیم سود اثرات روانی برای سهامداران و همچنین بر شاخص بازار خواهد داشت (تهرانی و شمس، ۱۳۸۲). اغلب در تدوین سیاست تقسیم سود، باید ساختار سرمایه شرکت حفظ گردد. از این رو توجه به انعطاف‌پذیری در تأمین مالی اهمیت ویژه‌ای دارد. شرکتی که بخواهد در امر تأمین مالی، انعطاف‌پذیری را رعایت کند، آن را در سیاست تقسیم سود در نظر می‌گیرد. در آن صورت تنها درصد نسبتاً کمی از سود شرکت را بین سهامداران تقسیم می‌کند (جهانخانی و پارساییان، ۱۳۸۴). عدم تقارن اطلاعاتی از عاملی تعیین‌کننده و اثرگذار در سیاست تقسیم سود شرکتها

<sup>1</sup> Pingar et al

<sup>2</sup> Raap et al

<sup>3</sup> Bayon

می باشد. در نتیجه سهامداران غیرنهادی بدلیل اینکه در عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی نقش برجسته ای دارند می توانند بر سیاست تقسیم سود تاثیر گذار باشند (لاپورتا<sup>۴</sup>، ۲۰۰۰).

آنچه در این تحقیق ما به دنبال بررسی آن هستیم، پاسخگویی به این سوال است که آیا بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد؟

### اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

سیاست تقسیم سود، یکی از بحث انگیزترین مباحث مالی است. تقسیم سود از دوجنبه بسیار مهم درخور بحث است؛ از یک طرف عاملی اثرگذار بر سرمایه گذاری های پیش روی شرکت هاست و موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می شود و از سوی دیگر، بسیاری از سهامداران خواهان تقسیم سود نقدی هستند؛ از این رو، سهامداران با هدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علاقه های مختلف خود و فرصت های سودآور سرمایه گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین، تصمیم های تقسیم سود که از سوی مدیران گرفته می شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است. از طرف دیگر تضاد منافع بین مالکیت سهامداران مختلف و توازن بین تقسیم سود و سرمایه گذاری مجدد سود های کسب شده می تواند بسیار حائز اهمیت باشد. تصمیمات مربوط به فعالیت های عملیاتی، سرمایه گذاری، تامین مالی و تقسیم سود شرکت ممکن است در نتیجه ساختار مالکیت شرکت تغییر کند. در نتیجه، شناخت این ساختارها و تاثیرات آنها می تواند از نظر سرمایه گذاران، سودمند باشد سرمایه گذاران می توانند با شناخت این موضوعات، برای انجام سرمایه گذاری بیشتر و یا فروش سهام خودشان تصمیمات لازم را اتخاذ نمایند.

ارزش انعطاف پذیری مالی برای شرکتهای به طور مستقیم قابل مشاهده نیست. بدین منظور تحقیقات تجربی پیشین به عوامل محدودیت های مالی تمرکز کرده بودند ولی این عوامل سطح و درجه انعطاف پذیری مالی را ارزیابی می کند نه ارزش آن را. سطح و درجه انعطاف پذیری مالی به طور گسترده توسط تصمیمات مالی تعیین می شود؛ بنابراین این قبیل عوامل نمی تواند به ما کمک کند که چگونه برخی شرکتهای سیاست تقسیم سود را انتخاب می کنند و آیا این با توجه به انعطاف پذیری بالا یا پایین است. در این تحقیق ما به ارزیابی ارزش انعطاف پذیری مالی از چشم انداز سهامداران شرکت می پردازیم و از طرفی شرکتی که بخواهد در امر تامین مالی، انعطاف پذیری را رعایت کند، آن را در سیاست تقسیم سود در نظر می گیرد. با توجه به مطالب بیان شده به نظر می رسد بررسی این موضوع در کشور ما برای سرمایه گذاران، سهامداران و سایر افراد ذیربط از اهمیت برخوردار باشد.

### هدف تحقیق

• بررسی رابطه بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

<sup>4</sup> Laporta

## فرضیه تحقیق

• بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

## قلمرو تحقیق

### قلمرو موضوعی

بررسی رابطه بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

### قلمرو مکانی

شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

### قلمرو زمانی

سال های بین ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ می باشد.

### پیشینه تحقیقات داخلی

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) به شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود، یکی از اصلی ترین دغدغه های ذینفعان بنگاه های اقتصادی است. آگاهی از این عوامل ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکت ها ارائه می دهد، امکان برآورد رفتار آتی آن ها را نیز فراهم می سازد. در این خصوص نظریه های مختلفی از سوی پژوهشگران دانش مالی ارائه شده است که از آن جمله می توان به نظریه های رشد، هزینه نمایندگی، اثر اندازه و ریسک اشاره نمود. در این تحقیق علاوه بر نظریه های منعکس در تحقیقات خارجی، تلاش گردید تا شرایط خاص بازار سرمایه ایران نیز مورد توجه قرار گیرد. برای بررسی این نظریه ها ابتدا متغیرهای مورد نظر تعیین و سپس اطلاعات لازم برای ۶۳ شرکت طی یک دوره شش ساله (۱۳۷۷ الی ۱۳۸۲) گردآوری گردید. برای تجزیه تحلیل اطلاعات نیز از روش های آماری مبتنی بر رگرسیون و تحلیل های مربوطه، بهره گیری شد. نتایج تحقیق حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکت ها از الگوی گام تصادفی پیروی می کند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام رسانی، انتظار می رود تا اگر شرکتی از رشد سود بالایی (پائینی) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پائین) باشد. اندازه، فرصت های سرمایه گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت های بورس، ایفای نقش می کنند.

بنی مهد و اصغری (۱۳۹۰) به بررسی اثر اهرم مالی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها، در ۶۶ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۷ پرداختند. روش تحقیق همبستگی بوده و نتایج نشان می دهد اهرم مالی با تقسیم سود رابطه ای معنی دار ندارد؛ اما اندازه شرکت و جریان نقدی عملیاتی رابطه ای مثبت و معنی دار با سیاست تقسیم سود دارد. نتایج این پژوهش، مشابه نتایج برخی از پژوهش های خارجی انجام شده

است. این موضوع بیانگر آن است که احتمالاً در بازارهای در حال توسعه نظیر بازار سرمایه ایران، در تقسیم سود، به دلیل عدم کارایی تئوری کارگزاری، توجهی به نسبت اهرمی (نسبت بدهی) نمی شود و لذا رابطه ای میان آن ها وجود ندارد. چوپانی (۱۳۹۱) اثر محافظه کاری حسابداری بر تصمیمات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد. این تصمیمات شامل مدیریت وجوه نقد و سیاست تقسیم سود می باشد. این تحقیق با استفاده از داده های ۴۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۵ صورت گرفته است. برای سنجش محافظه کاری حسابداری از معیار دیچو و تنگ (۲۰۰۸) و از داده های فصلی ۴۰ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۹ استفاده شده است؛ و محافظه کاری حسابداری. برای سال های ۱۳۸۵ لغایت ۱۳۸۹ به روش چرخشی و سری زمانی برای هر شرکت محاسبه شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که محافظه کاری حسابداری با مدیریت وجوه نقد رابطه مستقیم دارد و مطابق با دیدگاه تحریف اطلاعات می باشد. هم چنین نتایج پژوهش بر وجود رابطه منفی میان محافظه کاری حسابداری و سود تقسیمی تأکید دارد. طبق دیدگاه تحریف اطلاعات، شرکت های محافظه کارتر، انعطاف پذیری مالی کمتری دارند و از این رو برای حفظ نقدینگی و توان مالی، وجه نقد بیشتری نگهداری می کنند و سود کمتری را بین سهامداران تقسیم می کنند. حقیقت و بشیری (۱۳۹۱) به بررسی اثر انعطاف پذیری مالی بر ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که شرکتهای مرحله تولد به انتشار سرمایه و بدهی کم خطرکنند؛ و نسبتهای اهرمی متعادلی را نگهداری کنند. شرکتهای در مرحله رشد از تامین مالی بدهی استفاده و نسبتهای اهرمی بالایی را نگهداری کنند. شرکتهای مرحله بلوغ به تامین مالی درون سازمانی متکی هستند و نسبتهای اهرمی کمی را نگهداری می نمایند.

یافته های این تحقیق با نظریه توازن سازگار است ولی با نظریه ترجیحی در زمینه شرکتهای مرحله تولد مطابقت ندارد. برفی (۱۳۹۱) به بررسی تاثیر محافظه کاری حسابداری بر انعطاف پذیری مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. تحقیق حاضر بر جنبه های مفید و مثبت محافظه کاری تمرکز نموده و در آن استدلال شده است که محافظه کاری حسابداری، ممکن است انعطاف پذیری مالی شرکتهای را بهبود بخشد. جهت سنجش محافظه کاری از دو روش باسو (۱۹۹۷) و دیچو و تنگ (۲۰۰۸) استفاده شده است. معیار مورد نظر برای انعطاف پذیری مالی، تصمیمات شرکتهای نمونه آماری در سه حوزه مدیریت نقدینگی، تامین مالی از طریق بدهی و تقسیم سود می باشد. نمونه آماری این تحقیق شامل ۱۷۸ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که داده های آنها در طول سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ جمع آوری و مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت. نتایج نشان داد که محافظه کاری حسابداری بر مدیریت نقدینگی و شیوه تامین مالی شرکتهای نمونه آماری تاثیر معناداری نداشته است. همچنین، یافته ها حاکی از این است که بین سود تقسیمی با محافظه کاری حسابداری ارتباط معکوس و معناداری برقرار می باشد. در مجموع، یافته های تحقیق حاضر نشان داد که بر خلاف انتظارات، احتمالاً محافظه کاری حسابداری تاثیری در انعطاف پذیری مالی شرکتهای نداشته است و یا سطح انعطاف پذیری مالی را کاهش داده است.

دارایی (۱۳۹۲) به بررسی رابطه انعطاف پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۵-۱۳۸۹ پرداخت. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که ارزش نهایی وجه نقد از منظر بازار منفی است. همچنین بین ارزش نهایی انعطاف پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت ها رابطه معنی داری وجود ندارد و شرکت ها در تصمیمات مربوط به افزایش و یا کاهش بدهی های خود به سطح انعطاف پذیری شرکت توجه نمی کنند که این موضوع می تواند در بلندمدت به از دست رفتن انعطاف پذیری مالی و از دست رفتن فرصت های سرمایه گذاری سودآور برای شرکت ها بینجامد.

مالچی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین اهرم مالی با سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. حساسیت و اهمیت مسئله ی تقسیم سود برای مدیران و معامله گران، محرک و انگیزه ای برای انجام پژوهش های زیاد درباره ی آن گردیده است. بدین منظور فرضیه تاثیر اهرم مالی بر سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته است. جامعه آماری، شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۰ می باشد. برای تعیین نمونه آماری، از روش حذفی استفاده شده است که در نهایت ۹۲ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج بررسی ها و آزمون ها در کل حاکی از تایید فرضیه ی تحقیق، بوده است. نتایج فرضیه تحقیق مبنی بر وجود رابطه منفی و معنادار بین اهرم مالی و نسبت سود تقسیمی می باشد.

### پیشینه تحقیقات خارجی

لی<sup>۵</sup> (۲۰۰۵) به بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی، سیاست تقسیم سود و عملکرد شرکتها پرداخت. هدف از تحقیق حاضر بررسی اثر انعطاف پذیری مالی و سطح عملکرد عملیاتی بر سیاست تقسیم سود می باشد. با توجه به آزمون فرضیات پژوهش نتایج پژوهش حاکی از آن است که شرکت هایی که سود تقسیمی پرداخت می کنند از انعطاف پذیری مالی بالایی برخوردارند؛ بنابراین تصمیم گیری درباره چگونگی پرداخت سود در شرکتها ریسک عملیاتی شرکت را نیز تغییر می دهد.

جان و کانیاژوا<sup>۶</sup> (۲۰۰۶) به بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود پرداختند. طبق بررسی های انجام شده نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش آنان حاکی از آن است که سیاست های تقسیم سود بطور بااهمیتی برای مدیران محدودیت ایجاد می کند. تقسیم سود منجر به افزایش انعطاف پذیری مالی شرکت می شود؛ بنابراین ارتباط مثبت و معناداری بین سیاست های تقسیم سود، انعطاف پذیری مالی در شرکتها وجود دارد.

دی آنجلو و دی آنجلو<sup>۷</sup> (۲۰۰۷) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که دستیابی به انعطاف پذیری مالی ناشی از سیاست های مالی شرکت است. مدیران برای اینکه به ظرفیت بدهی دست یابند، اهرم مالی را پایین نگه می دارند و شرکت هایی که سود آور هستند برای رسیدن به

<sup>5</sup> Lie

<sup>6</sup> John & Knyazeva

<sup>7</sup> DeAnjelo & DeAnjelo

انعطاف پذیری مالی، تقسیم سود را افزایش می دهند. از طرفی آنان یافتند که سیاست های تقسیم سود نیاز به کنترل هزینه های نمایندگی دارد. جلوگیری از تقسیم سود برای دستیابی به حداکثر انعطاف پذیری هزینه های واقعی بدنبال دارد.

آد<sup>۸</sup> (۲۰۰۸) در تحقیقی با عنوان بررسی ارتباط بین سیاست تقسیم سود، انعطاف پذیری مالی و هزینه های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد به آزمون چگونگی همبستگی بین سیاست تقسیم سود و انعطاف پذیری مالی پرداخت. درک درستی از تصمیمات مالی یکی از چالش های کلیدی در تحقیقات اقتصادهای مالی می باشد. طی سالهای گذشته، رویکردهای متفاوتی از جمله هزینه های نمایندگی و نقص بازار طرح شده است. شواهد زیادی در رابطه با تصمیم گیرندگان مالی نشان می دهد که یک عامل دیگر وجود دارد که در تحقیقات آکادمیک توجه کمی به آن شده است و آن انعطاف پذیری مالی است. طبق آزمون های انجام شده بر روی فرضیه های تحقیق نتایج پژوهش حاکی از آن است که همبستگی منفی و معناداری بین سیاست تقسیم سود و انعطاف پذیری مالی وجود دارد.

بلا و فالر<sup>۹</sup> (۲۰۱۳) به بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پرداختند. مدل سیاست تقسیم سود شرکتهای بر این اصل استوار است که مدیران به اعطاف پذیری عملیاتی اهمیت زیادی می دهند. طبق تحلیلان انجام شده نتایج پژوهش حاکی از آن است که ارتباط معناداری بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای وجود دارد. بطوری که توجه به انعطاف پذیری در درک ابعاد مختلف سیاست تقسیم سود کمک شایانی می کند.

بانامی و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود پرداختند. هدف از تحقیق حاضر چگونگی تاثیرگذاری سیاست تقسیم سود بر انعطاف پذیری مالی می باشد. تحقیق حاضر از نمونه ای از شرکت های مالی و غیرمالی برای مطالعه استفاده کرده است. با توجه به بررسی های انجام شده نتایج پژوهش حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود بر انعطاف پذیری مالی شرکت تاثیرگذار است. همچنین هرچه انعطاف پذیری بیشتر باشد، تقسیم سود افزایش یافته و این بطور منفی با مقابلات مالی شرکت در ارتباط است.

راپ و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود پرداختند. هدف از این پژوهش ارائه رویکردی برای ارزیابی ارزش سهامداران به انعطاف پذیری مالی می باشد. با توجه به تحلیلان انجام شده نتایج پژوهش نشان داد که در شرکتهایی که سهامداران آن به انعطاف پذیری مالی توجه نشان می دهند سود کمتری تقسیم می شود. این شرکتهای بازخرید سهام را به تقسیم سود ترجیح می دهند و نسبت اهرمی پایین تری را نشان می دهند؛ بنابراین توجه به انعطاف پذیری مالی سیاست های مالی شرکت را شکل می دهد.

<sup>8</sup> Oded

<sup>9</sup> Blau & Feller

<sup>10</sup> Bonaimé et al

<sup>11</sup> Rapp et al

کینگ وارا<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۵) به بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کنیا پرداخت. سود تقسیمی باید به عنوان بخشی از استراتژی مالی یکپارچه که شامل نیاز تامین مالی آتی شرکت می باشد مورد توجه قرار گیرد. طبق تحلیلات صورت گرفته نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش حاکی از آن است که ارتباط معناداری بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود وجود دارد. سود تقسیمی با افزایش ارزش انعطاف پذیری مالی کاهش می یابد.

### روش تحقیق

با توجه به مسئله و اهداف تحقیق، جهت گیری این تحقیق از نظر هدف «کاربردی»، از نظر اجرائی «توصیفی» و توصیف تحقیق حاضر از نوع «همبستگی» است که بر اساس این روش مدل نهایی استخراج می شود. پژوهش حاضر از نوع هدف، کاربردی و از نظر شیوه گردآوری اطلاعات تحقیق، توصیفی از نوع تحلیلی است. همچنین می توان بیان کرد که این تحقیق، از نوع شبه تجربی و در حوزه تحقیقات توصیفی - رگرسیونی و مبتنی بر اطلاعات واقعی در صورت های مالی شرکتهای است.

برای آزمون فرضیه از مدل رگرسیونی تحقیق زیر استفاده شده است:

$$dividends_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 financial\ flexibility_{it} + \gamma_2 size_{it} + \gamma_3 age_{it} + \gamma_4 industry_{it} + \varepsilon_{it}$$

$dividends_{it}$ : سیاست تقسیم سود

$financial\ flexibility_{it}$ : انعطاف پذیری مالی

$size_{it}$ : اندازه شرکت

$age_{it}$ : عمر شرکت

$industry_{it}$ : نوع صنعت

### جامعه و نمونه آماری تحقیق

در پژوهش حاضر به منظور آزمون فرضیات پژوهش از داده های مالی طبقه بندی شده و حسابرسی شده شرکتهای فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده خواهد شد. نمونه آماری تمامی شرکتهایی است که دارای شرایط ذیل باشد:

۱. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. شرکت طی سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲، تغییر سال مالی نداده باشد.
۳. اطلاعات مالی لازم به منظور استخراج داده های مورد نیاز در دسترس باشد.



۴. تا پایان سال مالی ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
۵. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشد؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبری شرکتی در آن‌ها متفاوت است.
- بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۷۹ شرکت از ۳۶۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه انتخاب گردید.

### تعیین روش برآورد مدل - آزمون معنی دار بودن روش اثرات ثابت

روش برآورد مدل حاضر، بر اساس داده‌های تلفیقی (پانل) است. این روش ترکیبی از "اطلاعات سری زمانی" و "داده‌های مقطعی" می‌باشد. در هر یک از مدل‌های سری زمانی و داده‌های مقطعی، نارسایی‌هایی وجود دارد که در مدل تلفیقی می‌توان آن‌ها را کاهش داد. در روش تلفیقی ابتدا دو آزمون F و هاسمن جهت تعیین یکی از دو روش اثر ثابت و یا اثر تصادفی استفاده می‌شود که نتایج آن دو آزمون، در جداول زیر آورده شده است:

### آزمون آماره F

جدول ۱ نتایج آزمون آماره F

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
آماره F مقطعی	۳,۰۲۱۱۵۷	۷۸	*۰,۰۰۴
آماره کای اسکوتر مقطعی	۱۳۹,۶۲۵۱۷۴	۷۸	*۰,۰۲۲

\*سطح خطای ۵ درصد

### آزمون هاسمن

جدول ۲ نتایج آزمون هاسمن

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
آماره F مقطعی	۷,۶۱۵۲۴۱	۳۲	*۰,۰۱۵

\*سطح خطای ۵ درصد

با توجه به جدول ۱ و ۲ نتایج دو آزمون انجام شده (F و هاسمن) در هر دو آزمون احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین باید در مدل رگرسیونی مربوطه از روش اثرات ثابت استفاده شود.

### روش لین - لوین

لین و لوین<sup>۱۳</sup> نشان دادند که در داده‌های تلفیقی (پانل)، استفاده از آزمون ریشه واحد مربوط به این داده‌ها، دارای قدرت بیشتری نسبت به آزمون‌های ریشه واحد متداول مثل آزمون دیکی-فولر، دیکی-فولر پیشرفته و آزمون فیلیپس-پرون است. در این پژوهش از آزمون لین و لوین استفاده می‌گردد. فرضیه صفر آزمون، بیانگر وجود ریشه واحد متغیر هاست.

<sup>13</sup> Levin & Lin

## جدول ۳ آزمون ریشه واحد جمعی بر روی متغیرها به روش لین و لوین

متغیرها	آماره	احتمال
سیاست تقسیم سود	۲,۶۲۵	*۰,۰۰۵۷
انعطاف پذیری مالی	-۵,۱۸۴	*۰,۰۰۲۷
اندازه شرکت	۳,۴۹۸	*۰,۰۰۴۲
عمر شرکت	۵,۲۲۷	*۰,۰۰۲۶
نوع صنعت	-۷,۰۱۵	*۰,۰۰۱۲

## \*سطح خطای ۵ درصد

با توجه به جدول ۳ بررسی مقادیر آماره‌های محاسبه شده و احتمال پذیرش آن‌ها نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر نامانایی برای همه متغیرها رد می‌شود و تمامی متغیرهای مورد مطالعه در سطح مانا هستند.

## آزمون فرضیه تحقیق

$H_0$ : بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

$H_1$ : بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

## جدول ۴ آزمون رگرسیون برای فرضیه تحقیق

نام متغیر	ضرایب بر آوردی	خطای بر آوردی	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰,۵۱۸	۰,۱۰۲	۵,۰۷۸	*۰,۰۱۲
انعطاف پذیری مالی	۰,۳۲۶	۰,۰۶۸	۴,۷۹۴	*۰,۰۳۲
اندازه شرکت	۱,۲۵۹	۰,۱۷۵	۷,۱۹۴	*۰,۰۰۰
عمر شرکت	۰,۵۱۸	۰,۴۶۲	۱,۱۲۱	۰,۰۷۴
نوع صنعت	-۰,۲۵۹	۰,۲۳۶	-۱,۰۹۷	۰,۰۸۶

## \*سطح خطای ۵ درصد

## جدول ۵ قابلیت تبیین و معناداری کل مدل

ضریب تبیین	ضریب تبیین تعدیل شده	دوربین - واتسون	آماره F	سطح معناداری
۰,۵۷۴	۰,۵۵۲	۱,۷۵۲	۷۳,۱۲۱	**۰,۰۰۰

## \*سطح خطای ۱ درصد

با توجه به جدول ۴ ضریب برآوردی متغیر انعطاف پذیری مالی بر سیاست تقسیم سود شرکتهای برابر با ۰,۳۲۶ می باشد و نشان می دهد متغیر انعطاف پذیری مالی بر سیاست تقسیم سود شرکتهای تاثیر مثبت و مستقیم دارد. سطح معناداری آماره  $t$  متغیر انعطاف پذیری مالی بر سیاست تقسیم سود شرکتهای برابر با ۰,۰۳۲ می باشد و به دلیل آنکه از سطح خطای ۵ درصد کمتر می باشد می توان فرض صفر را رد و در مقابل فرض یک را پذیرفت و بیان کرد؛ بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰,۵۵۲ می باشد که نشان می دهد ۵۵,۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته می تواند توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل تبیین شود. سطح معناداری آماره  $F$  در سطح خطای یک درصد معنادار می باشد؛ بنابراین می توان بیان کرد که مدل کلی تحقیق از لحاظ آماری معناداری می باشد. در نهایت، مقدار آماره دوربین - واتسون بین ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و می توان بیان کرد بین جملات خطا همبستگی وجود ندارد و آزمون رگرسیون انجام شده معتبر است.

### پیشنهادات تحقیق

#### پیشنهادات بر اساس نتایج تحقیق

- ۱- به سرمایه گذاران بالقوه پیشنهاد می شود در شرکت هایی سرمایه گذاری نمایند که از انعطاف پذیری مالی بالاتری برخوردار هستند چرا که سود سهام بیشتری نسبت به سایر شرکت ها تقسیم می نمایند و شرکت ها می توانند در زمان های بحرانی از خود عکس العمل بهتری نشان دهند و ریسک و رشکستگی در این شرکت ها پایین تر می باشد.
- ۲- به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود شرکت ها را بر اساس میزان انعطاف پذیری مالی آنها رتبه بندی نمایند تا از ای نظریق اطلاعات در مورد شرکت ها جهت اتخاذ تصمیمات آگاهانه وجود داشته باشد و این اطلاعات بتواند به شفاف سازی بیشتر و عدم تقارن اطلاعاتی پایین کمک نماید.

#### پیشنهادات برای تحقیقات آتی

- ۱- پیشنهاد می شود به بررسی ارتباط بین انعطاف پذیری مالی و سایر سیاست های مالی و عملیاتی شرکت ها پرداخته شود.
- ۲- پیشنهاد می شود به نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود پرداخته شود.
- ۳- پیشنهاد می شود به نقش ساختار هیات مدیره بر رابطه بین انعطاف پذیری مالی و سیاست تقسیم سود پرداخته شود.

#### منابع و ماخذ

- برفی، حمزه. (۱۳۹۱). بررسی تاثیر محافظه کاری حسابداری بر انعطاف پذیری مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی - دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی - دانشکده اقتصاد
- بنی مهد، بهمن و اصغری، علی. (۱۳۹۰). بررسی اثر اهرم مالی بر سیاست تقسیم سود شرکت ها. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. دوره ۴. شماره ۱۰. صص ۱-۱۸

- پورا بر اهی می، محمدرضا و خسروشاهی، سیدعلی. (۱۳۹۱). بررسی رابطه‌ی درصد سود تقسیمی و حجم معاملات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه تحقیقات مالی. دوره ۱۴. شماره ۱. صص ۱۵-۳۰
- پورزمانی، زهرا و کریمی، علی. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر مدیریت موثر ریسک و سرمایه فکری بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مطالعات مالی. شماره ۶. صص ۱-۱۸
- پورریاحی، حبیبه، حسین پور، محمد و وظیفه دوست، حسین. (۱۳۹۳). بررسی رابطه راهبرد های مدیریت ریسک با عملکرد مدیران شرکت ملی حفاری ایران. [www.tpbin.com](http://www.tpbin.com)
- تاری وردی، یداله و دامچی جلودار، زهرا. (۱۳۹۱). بررسی رابطه مدیریت ریسک و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۴. شماره ۱۵. صص ۴۳-۶۲
- جهانخانی، علی و قربانی، سعید. (۱۳۸۴). شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. نشریه تحقیقات مالی. دوره ۷. شماره ۲.
- چوپانی، محسن. (۱۳۹۱). اثر محافظه کاری حسابداری بر تصمیمات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. وزارت علوم، تحقیقات و فناوری - دانشگاه شهید باهنر کرمان - دانشکده مدیریت و اقتصاد.
- حقیقت، حمید و بشیری، وهاب. (۱۳۹۱). بررسی اثر انعطاف پذیری مالی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری. شماره ۸. صص ۴۹-۷۱
- دارابی، رویا. (۱۳۹۲). بررسی رابطه انعطاف پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی. شماره ۱
- دهکردی، حسن؛ همتی، حسن و برزده، امیر. (۱۳۹۲). رابطه بین وضعیت تقسیم سود شرکت‌ها و معیارهای کیفیت سود. فصلنامه پژوهش حسابداری. دوره ۳. شماره ۳. صص ۸۳-۱۰۷
- زارع، رضا؛ مرادی، جواد و ولی پور، هاشم. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی از منظر تئوری علامت دهی. اولین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمانها
- سجادی، سید حسین و رشیدی باغی، محسن. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر درآمدهای تاریخی و الگوهای تقسیم سود بر محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی در زمان کاهش درآمدها. دانش و پژوهش حسابداری. شماره ۳۴
- مالچی، فاطمه؛ تیمی، محمد و واعظ، سیدعلی. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین اهرم مالی با سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران. اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت
- مرادی، جواد؛ سیرانی، محمد و سیاح رزینی، محسن. (۱۳۸۹). بررسی ارتباط بین کیفیت سود و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۲. شماره ۶. صص ۱۳۵-۱۵۱
- مظلومی، نادر؛ لطیفی، فریبا و آسایش، هیوا. (۱۳۸۶). بررسی تأثیر میزان ریسک‌پذیری مدیران عامل بر عملکرد مالی شرکت‌ها. مطالعات مدیریت بهبود و تحول. شماره ۵۶. صص ۷۱-۹۲

- منصورفر، غلامرضا؛ غیور، فرزاد و راستی آذر، یوسف. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر ریسک پذیری مدیران بر عملکرد بانکها. فرایند مدیریت توسعه. دوره ۲۶. شماره ۲.
- مهدوی، غلامحسین و رضایی، غلامرضا. (۱۳۹۳). بررسی اثرات کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۵. شماره ۱۷.
- مهران، ساسان؛ اسدی، قربان و گنجی، حمیدرضا. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین کیفیت سود، هموارسازی سود و ریسک سهام. مطالعات تجربی حسابداری مالی. دوره ۱۲. شماره ۴۲. صص ۱۱۵-۱۳۷
- نظری، محسن؛ پارسایی، منا و نصیری، سپیده سادات. (۱۳۹۱). بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست های تقسیم سود در شرکت ها. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. دوره ۱. شماره ۲. صص ۱۰۳-۱۱۳
- وکیلی فرد، حمیدرضا؛ طالب نیا، قدرت اله و علی حسینی، مهدی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین اطلاعات نامتقارن و سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مدیریت. دوره ۱. شماره ۲. صص ۵۷-۶۵
- Allen, F, & Michaely, R. (2002). Payout policy. The Wharton financial institutions center
- Antikarov, V. (2012). Enterprise risk management for non-financial companies from risk control and compliance to creating shareholder value. Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Berry, T, & Xu, J. (2013). Enterprise risk management and cost of capital. Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Bolton, P, Chen, H, & Wang, N. (2011). A unified theory of Tobin's q, corporate investment, financing and risk management. Journal of finance, vol66, pp 1545-1578
- Bonaime, A, Hankins, K, & Harford, J. (2014). Financial flexibility, risk management and payout choice. RFS advance access published.
- Caskey, J, & Hanlon, M. (2013). Dividend policy at firms accused of accounting fraud. Contemporary accounting research, vol 30. No 2, pp 818-850
- DeAnjelo, H, & DeAnjelo, L. (2007). Capital structure, payout policy and flexibility. Working paper. University of Southern California
- Edmonds, C, Emonds, J, Leece, R, & Vermeer, T. (2015). Do risk management activities impact earnings volatility? Research in accounting regulation
- Faeinha, J, & Moreira, J. (2007). Dividends and earnings quality: the missing link? Working paper
- Hamada, R. (1972). The effect of firm's capital structure on the systematic risk of common stock. Journal of finance, vol 27. No 2, pp 435-452
- Jiang, C, Elyas, E, & Jane, J. (2011). Institutional ownership, stability and risk taking. Ssrn paper
- John, K, Litov, L & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk taking. The journal of finance, vol 63, pp 1679-1728
- John, K, & Knyazeva, A. (2008). Payout policy, agency conflicts and corporate governance. Working paper. New York university and university of Rochester
- Konstantini, T, & Pope, P. (2012). Forecasting risk in earnings. Working paper business school.

- Lawson, B, & Wang, D. (2015). The earnings quality information content of dividend policies and audit pricing. Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Lee, C, Marcia, M, Alan, M, & Hassan, T. (2014). Bank earnings management and tail risk during financial crisis. *Journal of money, credit and banking*, vol46. No1
- Li, L, Ma, M, & Wu, F. (2010). Earnings smoothing and systematic risk in banking industry. *University of international business and economics*.
- Lie, E. (2005). Financial flexibility, performance and the corporate payout choice. *Journal of business*, vol 78. No6
- Linda, K. (2009). The trade-off between risk management and earnings volatility: Evidence from restatements. *Doctoral Dissertations*
- Ntim, C, Lindop, S, & Thomas, D. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: a study of corporate risk disclosures in the pre- and post- 2007/2008 global financial crisis periods. *International review of financial analysis*.
- Rapp, M, Schmid, T, & Urban, D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. Preprint submitted to revision for the *journal of corporate finance*
- Sun, K. (2006). Financial reporting quality, capital allocation efficiency and financing structure: an international study. *Financial accounting and reporting section. Meeting paper*.
- Yasuda, Y, Okuda, S, & Konishi, M. (2004). The relationship between bank risk and earnings management: evidence from Japan. *Review of quantitative finance and accounting*, vol 22. No 3, pp 233-248
- Yen, H, & Miao, B. (2011). Are dividends associated with the quality of earnings? *Accounting horizons*, vol25. No 1, pp 183-205