

## تئوری ارضای سهامدار و شناسایی عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رگرسیون توبیت

سعید جبارزاده کنگرلوئی

استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد ارومیه

مرتضی متوسل

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی پردیس علوم و تحقیقات آذربایجان غربی

تاریخ دریافت: ۹۱/۲/۱۸ تاریخ پذیرش: ۹۱/۵/۲۰

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران است. برای دستیابی به این هدف مجموعه‌ای از تئوری‌ها و متغیرهایی که اخیراً در مورد سیاست شامل تئوری ارضای سهامدار، عدم اطمینان به جریان‌های نقدی، ریسک سیستماتیک، ثبات سود تقسیمی و دارایی‌های ثابت معرفی شده است، مورد آزمون قرار گرفت. داده‌های پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های بین ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۹ حاصل شده است. برای تحلیل داده‌ها از رگرسیون توبیت به خاطر ماهیت خاص متغیر وابسته یعنی سیاست تقسیم سود استفاده شد. علاوه بر شش تئوری و متغیر اصلی تحقیق، چهار متغیر کنترلی شامل وجه نقد، اندازه شرکت، سودآوری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای ارضای سهامداران تلاش نکرده و سیاست تقسیم سود باثباتی ندارند. به علاوه، چرخه عمر شرکت و ریسک سیستماتیک عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود نیستند، در حالی که عدم اطمینان به جریان نقدی، دارایی‌های ثابت، وجه نقد، اندازه شرکت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری عوامل موثر بر تقسیم سوداند.

**واژه‌های کلیدی:** تئوری ارضای سهامدار، سیاست تقسیم سود، رگرسیون توبیت، بورس اوراق بهادار تهران.

## ۱- مقدمه

به عقیده بیشپ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) مدیران مالی معمولاً با دو تصمیم عملیاتی رو به رو هستند که عبارتند از: تصمیمات سرمایه‌گذاری و تصمیمات تامین مالی. تصمیمات سرمایه‌گذاری در مورد دارایی‌هایی است که شرکت باید کسب کند در حالی که تصمیمات مالی در مورد این است که این دارایی‌ها چگونه تامین مالی شود. تصمیمات نوع سوم زمانی بوجود می‌آید که شرکت شروع به ایجاد سود کند. در این حالت این سوال پیش می‌آید که آیا شرکت باید این سود ایجاد شده را به صورت سود تقسیمی به سهامداران پرداخت کند یا آن را دوباره در شرکت سرمایه‌گذاری کند. بدیهی است در هر صورت مدیران باید این که چگونه ثروت سهامداران را حداکثر سازی نمایند را در نظر بگیرند. مدیران نه تنها باید این سؤال را که چه مقدار عایدات شرکت باید سرمایه‌گذاری شود را نظر بگیرد همچنین باید اثر محتمل تصمیماتشان را بر قیمت سهام را نیز لحاظ کنند. بنابراین، موضوع سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین حوزه‌های ادبیات مالی است. در ادبیات مالی، سیاست تقسیم سود به تصمیم شرکت برای پرداخت سود سهام یا انباشته کردن آن اشاره دارد. سیاست تقسیم سود نشان می‌دهد که به چه مقدار و چند بار سود در دوره‌ی مالی تقسیم شود. این موضوع برای اولین بار توسط لینتنر<sup>۲</sup> به عنوان اولین محقق حوزه سیاست تقسیم سود در سال ۱۹۵۶ مطرح شد و سوالاتی را در این مورد مطرح کرد که هنوز هم بی پاسخ مانده است. این سوالات شامل موارد ذیل است:

- آیا پرداخت سود سهام باید در سطح ثابت بماند یا تغییر یابد؟
- آیا سهامداران نسبت سود سهام پرداختی ثابتی را ترجیح می‌دهند یا نسبت سود سهام پرداختی متغیر با عایدات؟
- آیا سیاست تقسیم سود باید به نفع سرمایه‌گذاران قدیمی باشد یا جدید؟ (حوساینی و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱).

محققان زیادی پس از مطرح شدن این سئوالات تلاش کردند تا با نظریه‌های خودشان عوامل موثر بر تقسیم سود را شناسایی کنند. در این پژوهش برخی از این نظریه‌های مورد بررسی و تحلیل قرار می‌گیرد.

## ۲- مبانی نظری پژوهش و مروری بر پیشینه

با توجه به اهمیت موضوع سیاست تقسیم سود برای شرکت‌ها تئوری‌های مختلفی برای توضیح این موضوع معرفی شده است. وجود تئوری‌های مختلف برای توضیح سیاست تقسیم سود تا جایی پیش رفت که بلیک<sup>۴</sup> از واژه معمای تقسیم سود<sup>۵</sup> استفاده می‌کند. این تئوری‌ها به دو دسته کلی تقسیم می‌

شوند. میلر و مودیلیانی<sup>۶</sup> معتقدند بر اساس تئوری بازار کامل که در آن هیچ‌گونه عدم تقارن اطلاعاتی وجود ندارد سیاست تقسیم سود تاثیری بر ارزش شرکت ندارد و از طرف دیگر، گوردون<sup>۷</sup> بر اساس تئوری بازار ناقص که در آن عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد اظهار می‌کند که سیاست تقسیم سود بر ارزش سهام تاثیر دارد. به علاوه، بر اساس مباحث رفتاری در حسابداری اخیرا تئوری جالبی را بیکر و واقلر<sup>۸</sup> در خصوص سیاست تقسیم سود ارائه کرده‌اند که تئوری ارزشی سهامدار<sup>۹</sup> نام دارد. در واقع بیکر و واقلر از تئوری خود برای تشریح واقعیتی که فاما و فرنچ (۲۰۰۱) آن را افول سود تقسیمی طی زمان نامیدند استفاده کردند. آن‌ها معتقدند که افول تقسیم سود در اثر کاهش صرف یا مزیت سود تقسیمی در طول زمان است. بر مبنای این تئوری شرکت‌ها بر اساس علایق سهامداران عمل می‌کنند مثلا آن‌ها وقتی سهام شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام به قیمت بالاتری فروخته شود، سود سهام پرداخت می‌کنند و برعکس وقتی سهام شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام به قیمت پایین تری فروخته شود سود تقسیمی پرداخت نمی‌کنند. بیکر و واقلر ادعا می‌کنند که این همان جواب معمای تقسیم سود بلیک است. آن‌ها عقیده دارند که از آنجایی که سیاست تقسیم سود مهم است تصمیم به تقسیم سود باید بر اساس علایق و ترجیحات سهامدار باشد. آن‌ها این موضوع را با تحقیقات تجربی اثبات کردند. در این تئوری سه فرضیه مطرح است.

- اول، برخی از سرمایه‌گذاران تقاضای ناآگاهانه و حتی متغیر در طول زمان دارند. تقاضای متغیر در طول زمان به این‌گونه فرض می‌شود که مثلا افراد در دوره‌ی رکود، سهام شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام را ترجیح می‌دهند (سهام مطمئن) در حالی که در دوره رونق سهام شرکت‌هایی که سود را عوض توزیع، سرمایه‌گذاری می‌کنند (سهام ریسکی) را می‌پسندند.
  - دوم، خرید و فروش سهام (آربتراژ) نمی‌تواند از شکاف بین قیمت سهام شرکت‌های توزیع‌کننده سود سهام و شرکت‌های که سود سهام توزیع نمی‌کنند جلوگیری کند.
  - سوم، مدیران منطقی تقاضای سرمایه‌گذار را ارضاء می‌کنند (بیکر و واقلر، ۲۰۰۴).
- با این حال، نکته‌ای که تمام محققان در مورد آن اتفاق نظر دارند این است که سیاست تقسیم سود مستلزم تهاتر بین مزایا و معایب انباشت در برابر توزیع سود تقسیمی است. آن‌ها اعتقاد دارند که انباشت عایدات مزیت صرفه‌جویی، هزینه‌های انتشار سهام و تامین نیازهای سرمایه‌گذاری و توزیع سود، مزیت حداقل‌سازی هزینه‌های نمایندگی را دارد البته این تهاتر هم باید با توجه به چرخه‌ی عمر شرکت انجام شود (وانگ و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۱).

بنی مهد و اصغری (۱۳۹۰) اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد اهرم مالی با تقسیم سود رابطه‌ای معنی‌دار ندارد. اما اندازه شرکت و جریان نقدی عملیاتی رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار با سیاست تقسیم سود دارد.

کردستانی و همکاران (۱۳۸۹) در مورد تئوری‌های پرداخت سود، پیام دهی و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدی تحقیق انجام دادند. نتایج حاصل از تحقیقات آنان نشان می‌دهد تغییرات مثبت سود نقدی حاوی اطلاعاتی در مورد سودآوری آتی نیست اما تغییرات منفی (کاهش در سود سهام) تغییرات معنی‌داری در سودهای آتی شرکت را به وجود می‌آورد که حاکی از محتوای اطلاعاتی کاهش سود نقدی درباره کاهش سودهای آتی است.

ایزدی نیا و علی نقیان (۱۳۸۹) رابطه‌ی بین عدم اطمینان به جریان‌های نقدی، سرمایه کسب شده به کل سرمایه، تضاد نمایندگی، سودآوری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفتند و اثر این متغیرها را بر سود تقسیمی بررسی کردند فرضیه‌های آن‌ها در مورد اثر عدم اطمینان به جریان‌های نقدی، چرخه‌ی عمر و سودآوری تایید شد که نشان‌گر اثر این متغیرها بر تقسیم سود است اما نتایج آن‌ها تضاد نمایندگی و سودآوری را تایید نمی‌کند.

فخاری و یوسفعلی تبار (۱۳۸۹) رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد، بین سیاست تقسیم سود شرکت و نرخ حاکمیت شرکتی بهادار تهران، رابطه معکوس وجود دارد.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۵) طی تحقیقی عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج تحقیق آن‌ها نظریه اثر رشد و توسعه، نظریه اثر هزینه نمایندگی، نظریه نقدینگی را تایید نمی‌کند اما نظریه اثر ریسک، نظریه فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نظریه پیام رسانی و گام تصادفی، نظریه اثر اندازه شرکت، نظریه ساختار بدهی و نظریه نقدینگی را در بورس اوراق بهادار تهران تایید کرد.

فاما و فرنچ<sup>۱۱</sup> تمایل به پرداخت سود سهام را در شرکت‌های آمریکایی بین سال‌های ۱۹۲۶ و ۱۹۹۹ بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که در صد شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام بعد از سال ۱۹۷۸ به شدت کاهش یافته است. آن‌ها نشان دادند که مقدار کم تقسیم سود به سبب افزایش ناگهانی پذیرفته شدن شرکت‌های کوچک در بورس است. اما باز هم تقسیم سود در طول زمان کاهش یافته است که آن را "افول سود تقسیمی" نامیدند. در این مورد دی‌آنجلو و همکاران<sup>۱۲</sup> به این نتیجه رسیدند که سود تقسیمی در طول زمان باثبات بوده است و نتایجی که فاما و فرنچ به دست آورده اند ناشی از این است که شرکت‌هایی که مقدار کمی سود تقسیمی پرداخت می‌کردند دیگر آن را پرداخت نمی‌کنند آن‌ها متغیرهای دوره عمر، سودآوری، فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بررسی و به این نتیجه رسیدند که دوره

عمر، سودآوری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری عامل مؤثر در سود تقسیمی است. آن‌ها عقیده دارند که چرخه عمر مهم‌ترین عامل در تعیین سود تقسیمی شرکت‌هاست در حالی که بیکر و واقلر (۲۰۰۴) تصمیم به تقسیم سود را ناشی از ترجیحات سرمایه‌گذاران می‌دانند. بعد از ارایه‌ی این تئوری ارزیابی سهامدار توسط بیکر و واقلر مطالعات فراوانی در مورد این تئوری در حال انجام است. هوبرگ و پرابالا<sup>۱۳</sup> موضوع صرف سود تقسیمی تئوری ارزیابی سهامدار را تایید می‌کنند اما معتقدند که این صرف ناشی از ریسک است نه بر اساس مباحث رفتاری. آن‌ها این امر را با کنترل متغیر ریسک برای تئوری ارزیابی سهامدار ثابت کردند. تسو جی<sup>۱۴</sup> تئوری ارزیابی سهامدار را در صنعت الکترونیک ژاپن بررسی کرد. نتایج وی نشان از عدم وجود تئوری ارزیابی در صنعت الکترونیک ژاپن دارد. دورته و همکاران<sup>۱۵</sup> در تحقیقی که با استفاده از داده‌های ۹ کشور اروپایی تئوری ارزیابی سهامدار را در آن کشورها مورد بررسی قرار داد. نتایج وی از تئوری ارزیابی سهامدار حمایت می‌کند.

از سوی دیگر چای و سو<sup>۱۶</sup> متغیرهای اندازه، چرخه عمر، سودآوری، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، عدم اطمینان به جریان نقد و تضاد نمایندگی را در ۷ کشور استرالیا، کانادا، فرانسه، آلمان، ژاپن، آمریکا و انگلیس بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها نشان از رابطه‌ی ضعیف تضاد نمایندگی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و همچنین ارتباط قوی چرخه عمر و عدم اطمینان دارد. آن‌ها هم بر اساس یافته‌های خود ادعا می‌کنند که عدم اطمینان به جریان‌های نقدی مهم‌ترین عامل در سیاست تقسیم سود است. تنتاوی<sup>۱۷</sup> رابطه بین چرخه عمر و جریان نقدی آزاد و سیاست تقسیم سود را مورد بررسی قرار دادند نتایج وی با فرضیه جریان نقدی آزاد و مراحل چرخه عمر مطابق است. یعنی این که شرکت‌ها در مرحله رشد تقسیم سود کمتر و در مرحله بلوغ تقسیم سود بیشتری دارند و همچنین جریان نقدی آزاد بالا منجر به تقسیم سود بیشتر می‌شود.

وانگ و همکاران طی تحقیقی رابطه بین تقسیم سود و چرخه عمر را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که طبق فرضیه چرخه عمر، شرکت‌ها تمایل به پرداخت انواع سود تقسیمی در چرخه عمر متفاوت شرکت دارند. نتایج آن‌ها مطابق با فرضیه چرخه عمر است که نشان می‌دهد سیاست تقسیم سود با مراحل چرخه عمر رابطه دارند. این بدان معنی است که شرکت‌ها در مرحله رشد تقسیم سود کمتر و در مرحله بلوغ تقسیم سود بیشتری دارند.

چن و دن سری<sup>۱۸</sup> متغیرهای پیام دهی، هزینه نمایندگی، هزینه معامله و تئوری مازاد و سیستم وضع مالیات را در زلاندنو مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها از تاثیر این متغیرها بر سود تقسیمی دارد.

کواری<sup>۱۹</sup> ساختار مالکیت، جریان نقدی آزاد، فرصت‌های رشد، اهرم مالی، ریسک تجاری و سودآوری را مورد بررسی قرار داد. آن‌ها رابطه‌ی معناداری بین متغیرهای مالکیت، اندازه و سودآوری

پیدا کردند اما تحقیق آن‌ها نشان از رابطه ضعیف متغیرهای جریان نقدی آزاد، نرخ رشد و ریسک تجاری است.

نیزار و ال ملکاوی<sup>۲۰</sup> تاثیر مشکلات نمایندگی، ساختار مالکیت، ابزار پیام دهی، رشد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه، بدهی، سودآوری و مالیات را به عنوان متغیر مستقل تاثیرگذار بر سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار داد. وی دریافت که متغیرهای سن، اندازه و سودآوری، اهرم به طور مثبتی بر سیاست تقسیم سود تاثیر می‌گذارند اما مالکیت عامل تعیین کننده نیست. هم‌چنین تحقیق وی از تئوری نمایندگی حمایت می‌کند.

احمد و جاوید<sup>۲۱</sup> متغیرهای عایدات، نسبت سود تقسیمی سال قبل، خالص عایدات، ساختار مالکیت، نقدینگی، اهرم و اندازه شرکت را به عنوان عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود در نظر گرفتند. نتایج آن‌ها از رابطه‌ی تمام متغیرها غیر از رشد را نشان داد.

با مقایسه و بررسی این نتایج دو موضوع قابل تامل است اول اینکه فرضیه‌ی هزینه‌های نمایندگی در ایران تایید نمی‌شود که به نظر می‌رسد این امر ناشی از دولتی بودن بازار سرمایه ایران است. دومین مساله تایید تئوری ارضای سهامدار در غرب و عدم تایید آن در شرق آسیا است.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر توصیفی و از نوع همبستگی است. از آن جایی که برای تصمیمات شرکت در مورد تقسیم سود تنها دو جای‌گزین وجود دارد (تصمیم به پرداخت یا عدم پرداخت) بنابراین متغیر وابسته (تقسیم سود) یا مثبت خواهد بود یا صفر. بنابراین مدل حداقل مجذورات برای بررسی متغیر مستقل مناسب نخواهد بود چون تقسیم سود منفی وجود ندارد. بنابراین در این تحقیق از مدل برآورد توبیت<sup>۲۲</sup> استفاده خواهد شد. اطلاعات مربوط به ادبیات موضوع و مبانی نظری که از روش کتابخانه‌ای و داده‌های مربوط به متغیرها با استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری شد. به‌علاوه، برای بدست آوردن ضریب بتا از نرم افزار ره آورد نوین استفاده می‌شود. جامعه آماری متشکل از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۹ می‌باشد. برای بدست آوردن داده‌های عدم اطمینان به جریان‌های نقدی و تئوری ارضای سهامدار داده‌های مربوط به ۳ سال قبل از سال ۱۳۸۲ مورد استفاده قرار گرفت که بازه زمانی نمونه آماری را به ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۹ تغییر داد. روش نمونه‌گیری شامل اعمال موارد زیر می‌باشد:

۱- شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و بیمه‌ها در نمونه مورد بررسی جای نمی‌گیرند.

۲- برای هماهنگی بین داده‌های جامعه آماری سال مالی شرکت‌هایی باید منتهی به ماه اسفند باشند.

بعد از اعمال شرایط فوق ۹۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفت کل داده‌های اولیه ۷۲۰ شرکت-سال بود که با توجه به ماهیت متغیر وابسته به ۵۳۰ داده کاهش یافت. به علاوه، روش تجزیه و تحلیل داده-ها تحلیل همبستگی و مدل رگرسیون توییت است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار اقتصادسنجی Eviwes شده است.

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مباحث رفتاری در حسابداری اخیراً تئوری تئوری ارضای سهامدار را بیکر و واقلر (۲۰۰۴) در خصوص سیاست تقسیم سود ارایه کرده‌اند. بر مبنای این تئوری شرکت‌ها بر اساس علایق سهامداران عمل می‌کنند مثلاً آن‌ها وقتی سهام شرکت‌های پرداخت کننده سود سهام به صرف فروخته شود، سود سهام پرداخت می‌کنند و برعکس وقتی سهام شرکت‌های پرداخت کننده سود سهام به کسر فروخته شود سود تقسیمی پرداخت نمی‌کنند. آن‌ها عقیده دارند تصمیم به تقسیم سود باید بر اساس علایق و ترجیحات سهامدار باشد. بنابراین در این تحقیق فرضیه زیر مطرح می‌شود:

بین صرف سود تقسیمی (طبق تئوری ارضای سهامدار) و سیاست تقسیم سود ارتباط وجود دارد.

چاو و سو (۲۰۰۹) معتقدند که عدم اطمینان به جریان‌های نقدی مهم‌ترین عامل تاثیرگذار بر سیاست تقسیم سود است. شرکت‌هایی که با عدم اطمینان به جریان‌های نقدی مواجه هستند احتمالاً سود تقسیمی کمتری خواهند داشت و عایدات را برای جبران کسری نقدینگی درون شرکت نگه خواهند داشت. در کل تامین مالی خارج از سازمان بیشتر از تامین مالی داخل سازمان هزینه بر است. این مفهوم با تئوری سلسله مراتبی<sup>۲۳</sup> (POT) هماهنگ است چون در تئوری سلسله مراتبی فرض می‌شود شرکت‌ها منابع داخلی را به منابع خارجی برای تامین نیاز مالی خود مورد نیاز خود ترجیح می‌دهند. این موضوع برای شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی غیر قابل پیش‌بینی بیشتر است چون آن‌ها ممکن است محدودیت مالی داشته باشند. بنابراین فرضیه زیر در این خصوص مطرح می‌شود:

بین عدم اطمینان به جریان‌های نقدی و سیاست تقسیم سود رابطه وجود دارد.

مطالعات زیادی از بتا به نماد برای ریسک سیستماتیک استفاده کرده‌اند. بتا نوسان قیمت سهام نسبت به بازار را نشان می‌دهد. از طرفی عنوان شده است که شرکت‌های دارای ریسک زیاد، احتمالاً در

جریان نقدی خود نوسان بیشتری نسبت به شرکت‌های دارای ریسک کمتر خواهند داشت. بنابراین نیاز مالی این گونه شرکت‌ها افزایش می‌یابد و آن‌ها را به تقسیم کمتر سود سوق خواهد داد. جنسن و همکاران<sup>۲۴</sup> عنوان می‌کنند که ریسک سیستماتیک بالاتر عدم اطمینان به سود های آتی را در بر دارد. همچنین ماهد<sup>۲۵</sup> رابطه معکوس بین نسبت تقسیم سود و ریسک ذاتی شرکت گزارش می‌کند. ریسک سیستماتیک به عنوان نمادی برای سنجش ریسک تجاری استفاده می‌شود که نشان‌گر ریسک مالی و عملیاتی شرکت است (کواری، ۲۰۰۹). بنابراین فرضیه زیر مطرح می‌شود:

**بین ریسک سیستماتیک و سیاست تقسیم سود رابطه وجود دارد.**

بررسی ادبیات حسابداری مالی نشان می‌دهد که چرخه‌ی عمر شرکت عامل مهمی در بسیاری از تصمیمات شرکت شامل سیاست تقسیم سود، ساختار سرمایه، قراردادهای جبران خدمت و تصمیمات مالی است. در فرضیه چرخه عمر فرض می‌شود که شرکت‌ها در مرحله رشد با فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراوانی روبه‌رو هستند و در نتیجه جریان نقدی آزاد پایینی خواهند داشت اما با رشد شرکت و رسیدن شرکت به مرحله بلوغ شرکت با پروژه‌های سودآور کمی مواجه خواهد بود و بنابراین جریان‌های نقدی آزاد و سود تقسیمی بالایی خواهد داشت. همچنین فرضیه چرخه‌ی عمر پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌هایی که سود سهام می‌پردازند نسبت به شرکت‌های که سود سهام نمی‌پردازند سودآوری بیشتری دارند (وانگ و همکاران، ۲۰۱۱). بنابراین در این تحقیق فرضیه زیر مطرح می‌شود:

**بین چرخه عمر شرکت و سیاست تقسیم سود رابطه وجود دارد.**

یکی از مطالعاتی که در مورد عوامل موثر بر سود تقسیمی انجام شد تحقیق لینتنر است. وی عقیده دارد که شرکت‌ها به دنبال حفظ ثبات در تقسیم سود سهام هستند و عایدات شرکت عامل مهمی برای حفظ الگوی ثابت تقسیم سود است. بنابراین تقسیم سود نشانگر تعهد آتی مدیران به توزیع وجه نقد بین سهامداران است و مدیران نمی‌خواهند از این رویه تخطی کنند (احمد و جاوید، ۲۰۰۹). بنابراین فرضیه زیر ارائه می‌شود:

**شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از سیاست تقسیم سود باثباتی برخوردارند.**

بر اساس عقیده ی آلن و میشلی<sup>۲۶</sup>، آوازیان و همکاران<sup>۲۷</sup> ماهیت دارایی‌های شرکت بر سیاست تقسیم سود تاثیر می‌گذارد. در این مورد اسمیت، واتز و بوریلای<sup>۲۸</sup> نشان دادند که ماهیت دارایی‌ها بر سیاست تقسیم سود و تصمیمات مالی اثر می‌گذارد. شرکت‌های دارای دارایی‌های مشهود می‌توانند به بازار بدهی بلند مدت دسترسی داشته باشند چون دارایی‌های مشهود حکم وثیقه را برای تضمین بدهی



دارند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت وجود دارایی‌های مشهود بالا، اهرم بالا را به همراه دارد که در نوبه-ی خود بر سیاست تقسیم سود تاثیر می‌گذارد (دورته و همکاران، ۲۰۱۰). بنابراین فرضیه زیر در این خصوص مطرح می‌شود:  
وجود دارایی مشهود بالا بر سیاست تقسیم سود تاثیر می‌گذارد.

## ۵- مدل‌ها و تعریف متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل نسبت پرداخت سود سهام است که از عایدات هر سهم بر سود تقسیمی هر سهم بدست می‌آید. برای آزمون تئوری ارضای سهامدار از متغیر صرف سود تقسیمی استفاده می‌شود که از روابط زیر به دست می‌آید:

$$\text{Payers} = \text{New Payers} + \text{Old Payers}, \quad (1)$$

$$\text{Old Payers} = \text{Payers} - \text{New Nonpayers} \quad (2)$$

معادله اول تعداد شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام را مشخص می‌کند و معادله دوم شرکت‌های قدیمی پرداخت‌کننده سود سهام را مشخص می‌کند. New Payers تعداد شرکت‌هایی هستند که از سال جاری شروع به پرداخت سود سهام کرده‌اند. Old Payers شرکت‌هایی هستند که سال قبل هم سود سهام پرداخته بودند. New Nonpayers تعداد شرکت‌هایی هستند که امسال برخلاف سال قبل سود سهام پرداخت نمی‌کنند.

$$\text{Initiate} = \frac{\text{New Payers}}{\text{Non Payers}}$$

$$\text{Continue} = \frac{\text{Old Payers}}{\text{Payers}}$$

فرمول ۳ نشانگر شرکت‌هایی هستند که در سال‌های قبل سود سهام پرداخت نکرده‌اند اما از امسال شروع به پرداخت سود سهام می‌کنند. فرمول ۴ نشانگر شرکت‌هایی هستند که به پرداخت سود سهام ادامه می‌دهند. و برای آزمون تاثیر صرف سود تقسیمی از رابطه‌ی رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$\text{Inatiate} = \mu + \varepsilon P_{t-1}^{\text{D-ND}} + \varepsilon$$

$$\text{Continue} = \mu + \varepsilon P_{t-1}^{\text{D-ND}} + \varepsilon$$

که در آن  $\varepsilon P_{t-1}^{\text{D-ND}}$  میانگین نسبت بازار به ارزش دفتری شرکت‌های پرداخت‌کننده و شرکت‌هایی که سود تقسیمی پرداخت نمی‌کنند، است.

در فرضیه‌ی دوم چون در فرضیه چرخه عمر فرض می‌شود که شرکت‌ها در مرحله بلوغ سود انباشته بالایی دارند و تمایل به پرداخت سود سهام بیشتر دارند بنابراین نسبت عایدات انباشته به ارزش دفتری به عنوان نماد برای چرخه‌ی عمر شرکت در نظر گرفته می‌شود.

در فرضیه سوم برای اندازه‌گیری عدم اطمینان از نماد نوسان سودآوری عملیاتی که به صورت انحراف استاندارد نرخ بازده عملیاتی، مثل درآمد عملیاتی به کل دارایی، طی چهار سال متوالی محاسبه می‌شود.

در فرضیه چهارم ریسک سیستماتیک معیار ریاضی حساسیت نرخ بازده سهام به خصوص در مقایسه با نرخ بازده کل بازار است. بنا از رابطه‌ی کوواریانس بین بازده سهام و بازده بازار تقسیم بر واریانس بازده بازار با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین بدست می‌آید.

در فرضیه ۵ برای آزمون ثبات تقسیم سود از مدل فاما و بابیک<sup>۲۹</sup> به صورت زیر استفاده می‌شود:

$$\text{DPS} = \alpha + \beta \text{EPS} + \beta \text{DPS}(-1) + u$$

که در آن EPS عایدات هر سهم و  $\text{DPS}(-1)$  سود تقسیمی هر سهم سال قبل است. در فرضیه ۶ دارایی‌های مشهود از ترازنامه استخراج می‌شود.

در این تحقیق از چهار متغیر کنترلی شامل اندازه شرکت، وجه نقد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری استفاده می‌شود. اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها بدست می‌آید و نقدینگی از تقسیم وجه نقد به کل دارایی‌ها بدست می‌آید. لازم به توضیح در این نسبت از گنجاندن سرمایه‌گذاری کوتاه مدت در صورت کسر نظر شده است چون جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران است و این شرکت‌ها موظف به رعایت استانداردهای حسابداری ایران هستند و در استانداردهای ایران شبه نقد، وجه نقد تلقی نمی‌شود. فرصت سرمایه‌گذاری ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است. سودآوری سود تقسیم بر کل دارایی‌ها است.

## ۶- نتایج پژوهش

قبل از تجزیه و تحلیل نتایج، آمار توصیفی ارائه می‌شود تا تصویری از شاخصه‌های مرکزی و پراکندگی ارائه گردد.

جدول ۱- آمار توصیفی

	CFU	LC	FA	FS	Beta	IO	PROF	CASH	DIV
میانگین	51482	0.8305	40916	13.184	0.5864	17.713	0.1646	12039	0.6064
میانه	10675	0.5179	92551	13.040	0.3400	4.4020	0.1315	15021	0.6606
حداکثر	26083	11.381	251655	19.620	30.660	828.60	2.2028	70447	1.4912
حداقل	235.30	-2.069	0.0000	7.8100	-8.33	0.0000	-0.1658	-8908	0.0000
انحراف معیار	207602	1.1715	15545	1.4148	1.9404	68.387	0.1678	60288	0.3483
چولگی	8.2872	3.4016	11.369	0.6081	8.1534	9.1506	5.4489	8.7082	-0.3670
کشیدگی	80.778	23.550	156.45	4.4716	120.11	95.767	57.596	85.137	1.8243
مشاهدات	531	531	531	531	531	531	531	531	531

یادداشت: عدم اطمینان به جریان‌های نقدی (CFU) انحراف استاندارد سود عملیاتی به کل دارایی‌ها طی چهار سال اخیر شامل سال جاری است. چرخه عمر (LC): نرخ عایدات انباشته به کل حقوق صاحبان سهام است. دارایی‌ها ثابت (FA) مستقیماً از ترازنامه بدست آمد. بتا (Beta) نمادی برای ریسک سیستماتیک است که از نرم افزار ره آورد نوین بدست می‌آید. فرصت‌های سرمایه‌گذاری (IO) ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است. سودآوری (PROF) سود به کل دارایی‌ها است. وجه نقد (CASH)، وجه نقد تقسیم بر کل دارایی هاست. سیاست تقسیم سود (DIV) عایدات هر سهم تقسیم بر سود هر سهم است. به علاوه، برای بدست آوردن عدم اطمینان به جریان نقدی داده‌های سه سال قبل از سال ۱۳۸۲ استفاده شد در حالی که برای بقیه متغیرها داده‌ها از سال ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ جمع آوری شد.

آماره‌های میانگین و میانه مرکزیت و انحراف معیار، چولگی و کشیدگی پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهند. میانگین سیاست سود تقسیمی به عنوان متغیر وابسته ۰.۶۰۶۴ است که نشان می‌دهد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مقدار ۰.۶۰۶۴ را از عایدات هر سهم خود تقسیم می‌کنند که خیلی بیشتر از شرکت‌های آمریکایی است. در این مورد گلن و همکاران<sup>۳۰</sup>، رمچارن<sup>۳۱</sup> نشان دادند که در کشورهای در حال توسعه نسبت سود تقسیمی به مراتب کمتر از کشور های توسعه یافته است در حالی که آوازیان و بوث<sup>۳۲</sup> نشان دادند تفاوتی بین سود تقسیمی در کشورهای در حال توسعه و

کشورهای توسعه یافته وجود ندارد (چازی و همکاران، ۲۰۱۰). آماره حداقل در مورد متغیر سیاست تقسیم سود صفر است که بدلیل سانسور نمودن داده‌های کمتر از صفر می باشد.

جدول ۲- ماتریس همبستگی بین متغیرها

	CFU	LC	FA	FS	Beta	IO	PROF	CASH	DIV
CFO	1.0000								
LC	0.0011	1.0000							
FA	0.8453	0.0080	1.0000						
FS	0.4911	0.0902	0.4758	1.0000					
Beta	0.0596	-0.0817	0.0537	0.1265	1.0000				
IO	-0.0295	0.1191	-0.0237	0.0027	-0.0120	1.0000			
PRO	-0.0160	0.2502	-0.0601	-0.0448	-0.0633	0.1666	1.0000		
CASH	0.7328	0.0259	0.6013	0.4675	0.0626	-0.0288	-0.0177	1.0000	
DIV	0.0023	0.0864	-0.0043	0.1021	-0.0897	-0.1306	-0.0576	0.0729	1.0000

همان‌طور که در جدول مشاهده می‌شود دارایی‌های ثابت و عدم اطمینان به وجه نقد بیشترین و چرخه عمر و عدم اطمینان به وجه نقد کمترین همبستگی را دارا می‌باشند. در بیشتر متغیرها همبستگی کمتر از ۵۰ درصد است که نشان می‌دهد مشکل هم خطی وجود ندارد.

### آزمون فرضیه اول

برای آزمون این فرضیه تعداد شرکت‌های پرداخت کننده و پرداخت نکننده با توجه به جدول زیر به دست می‌آید.

جدول ۳- معیارهای پرداخت سود تقسیمی

سال	پرداخت کننده			پرداخت نکننده			نسبت	
	جمع	جدید	قدیم	جمع	جدید	قدیم	Inatiate (آغاز)	Continue (ادامه)
1379	79		79	11		11		
1380	40	5	35	50	43	7	0.454545	0.443038
1381	48	25	23	42	17	25	0.5	0.575
1382	28	15	13	62	34	28	0.357143	0.270833
1383	47	29	18	43	8	35	0.467742	0.642857
1384	40	14	26	50	22	28	0.325581	0.553191
1385	53	32	21	37	20	17	0.64	0.525
1386	43	21	22	47	30	17	0.567568	0.415094
1387	50	28	22	40	22	18	0.595745	0.511628
1388	56	29	27	34	24	10	0.725	0.54
1389	46	18	28	43	29	14	0.529412	0.5

یادداشت: شرکت پرداخت‌کننده در نظر گرفته می‌شود اگر پرداخت مثبتی نسبت به سال گذشته داشته باشد. شرکت پرداخت‌کننده جدید است اگر در سال جاری پرداخت مثبت و در سال گذشته صفر داشته باشد. شرکت پرداخت‌کننده قدیمی در نظر گرفته می‌شود اگر پرداخت مثبتی در سال جاری و قبل داشته باشد. شرکت پرداخت‌کننده در نظر گرفته می‌شود اگر پرداخت مثبتی نداشته باشد. پرداخت‌کننده جدید شرکت‌هایی است که در سال گذشته پرداخت‌کننده بود اما امسال نه. پرداخت‌کننده قدیمی شرکتی است که هم در سال جاری و هم در سال گذشته پرداخت‌کننده بودند. نسبت آغاز نشان دهنده پرداخت‌کنندگان برحسب پرداخت‌کنندگان باقی مانده از سال قبل است. ادامه نسبتی را که شرکت‌ها به پرداخت ادامه می‌دهند را نشان می‌دهد.

جدول ۳ جمع کل متغیرهای پرداخت سود تقسیمی را برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان می‌دهد. سپس تفاوت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام برای اندازه‌گیری صرف سود تقسیمی بدست آمد که در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴- صرف سود تقسیمی

سال	پرداخت‌کننده (ارزش بازار به دفتری)	پرداخت‌نکننده (ارزش بازار به دفتری)	صرف سود تقسیمی
1380	15.958373	15.483128	0.4752452
1381	20.252324	31.886513	-11.63419
1382	204.46478	28.257202	176.20758
1383	31.484543	19.925255	11.559287
1384	15.532967	9.5993514	5.9336158
1385	19.853473	6.5695653	13.283908
1386	288.26643	456.41735	-168.1509
1387	5.226278	6.9079303	-1.681652
1388	9.9112813	9.3247594	0.5865218
1389	28.593764	8.11996	20.473804

شرکت پرداخت‌کننده در نظر گرفته می‌شود اگر پرداخت مثبتی نسبت به سال گذشته داشته باشد. شرکت پرداخت‌نکننده در نظر گرفته می‌شود اگر پرداخت مثبتی نداشته باشد. صرف سود تقسیمی تفاوت نسبت ارزش بازار به دفتری بین پرداخت‌کنندگان و پرداخت‌نکنندگان سود تقسیمی است. بعد از بدست آوردن صرف سود تقسیمی مدل‌های رگرسیونی زیر برای آزمون تئوری ارزیابی سهامدار استفاده می‌شود.

$$\text{Inatiate} = \mu + \varepsilon_{t-1}^{\text{PD-ND}} + \varepsilon$$

$$\text{Continue} = \mu + \varepsilon_{t-1}^{\text{PD-ND}} + \varepsilon$$

که در آن:

Initiate: نسبت آغاز کننده تقسیم سود

Continue: نسبت ادامه دهنده تقسیم سود

$P_{t-1}^{D-ND}$ : صرف سود تقسیمی

$\epsilon$ : جمله خطاست

نتایج حاصل از برازش این رگرسیون در جدول ۵ نشان داده شده است.

جدول ۵. خلاصه نتایج برازش مدل‌ها

مدل‌ها	Initiate = $\mu + \epsilon P_{t-1}^{D-ND} + \epsilon$			Continue = $\mu + \epsilon P_{t-1}^{D-ND} + \epsilon$		
آماره‌ها	ضریب	آماره t	احتمال آماره t	ضریب	آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	0.490530	3.977014	0.0073	0.520841	0.037999	0.0000
صرف سود تقسیمی	0.022259	0.095878	0.9267	-0.000604	0.000490	0.2526
ضریب تعیین تعدیل شده	0.055185	دوربین واتسن	2.130895	0.054630	دوربین واتسن	1.945736
آماره F	1.233634	احتمال آماره F	0.355815	1.520086	آماره F	0.252605

با توجه به جدول ۵ افزایش در صرف سود تقسیمی با افزایش در آغاز و ادامه تقسیم سود در ارتباط نیست. این نتایج نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به ترجیحات سرمایه‌گذاران عمل نمی‌کنند. عدم توجه به ترجیحات سرمایه‌گذاران می‌تواند شرکت‌ها را از رسیدن به هدف غایی خود که همانا حداکثر سازی ثروت سهامداران است دور سازد.

### آزمون فرضیه دوم

برای آزمون این فرضیه از مدل رگرسیونی با رویکرد توبیت زیر استفاده می‌شود.

سود آوری + وجه نقد + فرصت سرمایه‌گذاری + اندازه شرکت + عدم اطمینان به جریان‌های نقدی = سیاست تقسیم سود

جدول ۶ - خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره z	معنی داری
مقدار ثابت	0.444340	0.134301	3.308541	0.0009
عدم اطمینان به جریان‌های نقدی	-2.10E-07	1.03E-07	-2.036277	0.0417
اندازه شرکت	0.027976	0.010213	2.739356	0.0062
فرصت سرمایه‌گذاری	-0.000633	0.000181	-3.490030	0.0005
وجه نقد	4.52E-08	3.97E-08	1.137074	0.2555
سود آوری	-0.209805	0.075857	-2.765800	0.0057

نتایج آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که با در نظر گرفتن سطح اهمیت عدم اطمینان به جریان-های نقدی (۰.۰۴۱۷) این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد قبول قرار می‌گیرد که به این معنی است که عدم اطمینان به جریان‌های نقدی بر سیاست تقسیم سود تاثیرگذار است. تایید این فرضیه مطابق با این عقیده است که شرکت‌هایی که با عدم اطمینان به جریان‌های نقدی مواجه هستند احتمالاً سود تقسیمی کمتری خواهند داشت و عایدات را برای جبران کسری نقدینگی درون شرکت نگه خواهند داشت چون طبق تئوری سلسله مراتبی تامین مالی خارج از سازمان بیشتر از تامین مالی داخل سازمان هزینه بر است. به علاوه، با توجه به مقدار  $t$  در جدول برای متغیرهای اندازه شرکت، فرصت سرمایه‌گذاری، وجه نقد، سودآوری که به ترتیب ۰.۰۰۶۲، ۰.۰۰۰۵، ۰.۲۵۵۵ و ۰.۰۰۵۷ است نشان‌دهنده این است که به غیر وجه نقد متغیرهای دیگر از عوامل موثر بر تقسیم سود می‌باشند. شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد و سودآوری زیاد تمایلی به تقسیم سود بین سهامداران ندارند تا با سرمایه‌گذاری مجدد این وجوه ارزش شرکت را حداکثر نمایند که علامت منفی ضریب این متغیرهای این موضوع را تایید می‌کند. به علاوه، شرکت‌های بزرگ به منابع مالی متنوعی دسترسی دارند بنابراین سود تقسیمی بیشتری نسبت به شرکت‌های کوچک توزیع می‌کنند که نتایج تحقیق مطابق با این فرضیه است. عدم تایید متغیر وجه نقد تعجب آور نیست چون شرکت‌ها با توجه به فرصت‌های رشد و سودآوری در تلاشند تا ثروت سهامداران را حداکثر سازند و ممکن با وجود دسترسی به وجه نقد زیاد به دلیل داشتن فرصت‌های رشد این وجه را بین سهامداران توزیع نمایند.

### آزمون فرضیه سوم

سودآوری + وجه نقد + فرصت سرمایه‌گذاری + اندازه شرکت + بتا = سیاست تقسیم سود

جدول ۷- خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

معنی داری	آماره z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
0.0003	3.614508	0.132935	0.480493	مقدار ثابت
0.1394	-1.477850	0.010638	-0.015721	عدم اطمینان به جریان‌های نقدی
0.0007	-3.401840	0.000184	-0.000626	فرصت سرمایه‌گذاری
0.8261	-0.219741	2.25E-08	+4.94E-09	وجه نقد
0.0060	-2.749409	0.077015	-0.211745	سود آوری
0.0114	2.529777	0.010115	0.025587	اندازه شرکت

نتایج جدول ۷ نشان می‌دهد که با توجه به سطح معنی‌داری ریسک سیستماتیک (۰.۱۳۹۴) این فرضیه رد می‌شود. این بدان معنی است که ریسک سیستماتیک عامل تعیین‌کننده در سیاست تقسیم سود نیست. به علاوه، با توجه به مقدار  $t$  در جدول برای متغیرهای اندازه شرکت، فرصت سرمایه‌گذاری، وجه نقد، سودآوری که به ترتیب ۰.۸۲۶۱، ۰.۰۰۰۷، ۰.۰۱۱۴ و ۰.۰۰۰۶ است نشان‌دهنده این است که به غیر وجه نقد متغیرهای دیگر از عوامل موثر بر تقسیم سود می‌باشند. این نتایج مخالف با این عقیده است که شرکت‌های دارای ریسک زیاد، احتمالاً در جریان نقدی خود نوسان بیشتری نسبت به شرکت‌های دارای ریسک کمتر خواهند داشت بنابراین نیاز مالی این گونه شرکت‌ها افزایش می‌یابد و آن‌ها را به تقسیم کمتر سود سوق خواهد داد. دلیل این موضوع هم می‌تواند ناشی از پایین بودن میانگین ریسک در بازار سرمایه ایران نسبت به بازارهای توسعه یافته باشد.

### آزمون فرضیه چهارم

سودآوری + وجه نقد + فرصت سرمایه‌گذاری + اندازه شرکت + چرخه عمر = سیاست تقسیم سود

جدول ۸ - خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم

معنی داری	آماره z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
0.0001	3.800995	0.133559	0.507657	مقدار ثابت
0.2465	1.158872	0.012904	0.014954	چرخه عمر
0.0003	-3.631948	0.000181	-0.000657	فرصت سرمایه‌گذاری
0.0031	-2.958698	0.075878	-0.224500	سود آوری
0.7899	-0.266467	2.24E-08	+5.96E-09	وجه نقد
0.0300	2.169482	0.010194	0.022115	اندازه شرکت

جدول ۸ نشان می‌دهد که با توجه به سطح معنی‌داری چرخه عمر (۰.۲۴۶۵) این فرضیه رد می‌شود که بدان معنی است که چرخه عمر عامل موثر بر سیاست تقسیم سود نیست. همانند فرضیه‌های قبل، با توجه به مقدار  $t$  در جدول برای متغیرهای اندازه شرکت، فرصت سرمایه‌گذاری، وجه نقد، سودآوری که به ترتیب ۰.۰۳۰۰، ۰.۰۰۰۳، ۰.۷۸۹۹ و ۰.۰۰۳۱ است نشان‌دهنده این است که به غیر وجه نقد متغیرهای دیگر از عوامل موثر بر تقسیم سود می‌باشند. در نظریه چرخه عمر فرض می‌شود که شرکت‌ها در مرحله رشد با فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراوانی روبه‌رو هستند و در نتیجه جریان نقدی آزاد پایینی خواهند داشت اما با رشد شرکت و رسیدن شرکت به مرحله بلوغ شرکت با پروژه‌های



سودآور کمی مواجه خواهد بود و بنابراین جریان‌های نقدی آزاد و سود تقسیمی بالایی خواهد داشت. نتایج حاصل از این فرضیه مخالف با این عقیده است که می‌تواند ناشی از این واقعیت باشد که بیشتر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جدید الورد و جوان هستند در حالی که بازارهای سرمایه کشورهای توسعه یافته بیشتر شرکت‌ها بالغ هستند.

### آزمون فرضیه پنجم

مدل فاما و بابیک (۱۹۶۸) برای آزمون ثبات سود تقسیمی مورد استفاده قرار می‌گیرد:

$$DPS = \alpha + \beta EPS + \beta DPS(-1) + u$$

که در آن EPS عایدات هر سهم،  $DPS(-1)$  سود هر سهم سال قبل و  $u$  جمله خطا است.

جدول ۹- خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم

معنی داری	آماره z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
0.0000	6.235410	112.1509	699.3068	مقدار ثابت
0.0000	6.087962	0.083194	0.506482	EPS
0.0106	2.557150	0.044902	0.114820	DPS(-1)
			0.886	سرعت تعدیل

نتایج این فرضیه در جدول ۹ نشان داده شده است و نمایان‌گر این است که هر دو متغیر عایدات هر سهم جاری و سود تقسیمی هر سهم سال قبل از لحاظ آماری معنی‌دار و مثبت می‌باشند. با این وجود، مقدار کم ضریب در رابطه با سود تقسیمی هر سهم سال قبل نشان از اهمیت کم سود تقسیمی سال گذشته در تصمیم برای پرداخت سود تقسیمی است. این نتایج مطابق با نتایج لینتر (۱۹۵۶) است که عقیده دارد عایدات هر سهم جاری و سود تقسیمی هر سهم سال قبل عوامل تعیین‌کننده‌ای در پرداخت سود هستند. به علاوه، مقدار ثابت هم از لحاظ آماری معنی‌دار و مثبت است که نشان می‌دهد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بی‌میل برای کم کردن پرداخت سود سهام می‌باشند که با نتایج لینتر (۱۹۵۶) مخالف است. به علاوه، سرعت تعدیل نشان می‌دهد که با چه سرعتی شرکت‌ها سود تقسیمی خود را به سمت نرخ سود تقسیمی هدف تعدیل می‌کنند هر چه سرعت تعدیل بیشتر باشد هموارسازی کمتر است و در نتیجه سود تقسیمی از ثبات کمتری برخوردار است. در این مطالعه سرعت تعدیل 0.886 است که نشان می‌دهد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

اوراق بهادار تهران سود تقسیمی را هموار سازی نمی‌کنند. این نتیجه بسیار بیشتر از مورد بدست آمده از تحقیق لینتنر (0.30) است. اما در مورد بازارهای نوظهور این نتیجه مشابه نتیجه پاندی و بت<sup>۳۳</sup> 0.71 (۲۰۰۷) برای هند و اومت<sup>۳۴</sup> 0.52 (۲۰۰۴) برای اردن و ادقلو<sup>۳۵</sup> 1.00 (۲۰۰۰) برای ترکیه است. یکی دیگر از متغیرهای مورد بحث این است که آیا شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نسبت سود تقسیمی هدف دارند یا نه. لینتنر معتقد است که شرکت‌ها نسبت سود تقسیمی پرداختی بلندمدتی را تعیین می‌کنند و تلاش می‌کنند به آن برسند. با محاسبه نسبت سود تقسیمی هدف این نتیجه حاصل شد که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نسبت سود تقسیمی هدف<sup>۳۶</sup> 0.5715 دارند. این مقدار بیشتر از 0.50 بدست آمده از تحقیق لینتنر (۰.۵۰) و فاما و بابیک (۰.۴۵۹) برای آمریکا است.

### آزمون فرضیه ششم

سودآوری + وجه نقد + فرصت سرمایه‌گذاری + اندازه شرکت + دارایی‌های ثابت = سیاست تقسیم سود

جدول ۱۰- خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم

معنی داری	آماره z	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
0.0018	3.129544	0.136685	0.427760	مقدار ثابت
0.0620	-1.866074	1.53E-08	-2.85E-08	دارایی‌های ثابت
0.0047	2.824888	0.010444	0.029504	اندازه شرکت
0.0006	-3.442314	0.000182	-0.000627	فرصت‌های سرمایه‌گذاری
0.3729	0.891107	3.35E-08	2.99E-08	وجه نقد
0.0043	-2.855247	0.075349	-0.215140	سود آوری

جدول ۱۰ نشان می‌دهد که با توجه به سطح اهمیت دارایی‌های ثابت (۰.۰۶۲) این فرضیه در سطح اطمینان ۹۰ درصد قبول می‌شود که بدین معنی است که مقدار دارایی‌های ثابت عامل مهمی در تعیین سیاست تقسیم سود است. به علاوه، همانند فرضیه‌های قبل به غیر وجه نقد بقیه متغیرهای کنترلی هم عامل موثری در تعیین سیاست تقسیم سود می‌باشند. این نتیجه با ادبیات تحقیق که عنوان می‌کند اندازه دارایی‌ها عامل تعیین کننده در سیاست تقسیم سود است می‌باشد. علامت دارایی‌های ثابت منفی است که نشان می‌دهد هر شرکت دارایی‌های ثابت بیشتری داشته باشد سود تقسیمی کمتری دارد. تفسیر این موضوع این است که وقتی دارایی‌های ثابت بیشتر باشند وجه نقد کمتری برای تقسیم سود

در دسترس است بنابراین شرکت‌هایی که دارایی‌های ثابت بیشتری دارند سود تقسیمی کمتری هم خواهند داشت.

## ۷- نتیجه‌گیری و بحث

هدف این پژوهش بررسی عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران است. جهت دستیابی به این هدف مجموعه‌ای از تئوری‌ها و متغیرهایی که اخیراً در مورد سیاست شامل تئوری ارزیابی سهامدار، عدم اطمینان به جریان‌های نقدی، ریسک سیستماتیک، ثبات سود تقسیمی و دارایی‌های ثابت با بکارگیری داده‌های صورت‌های مالی برای سال‌های بین ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۹ مورد آزمون قرار گرفت. برای تحلیل داده‌ها از رگرسیون تویبت به خاطر ماهیت خاص متغیر وابسته یعنی سیاست تقسیم سود که موجب کاهش داده‌های تحقیق از ۷۲۰ به ۵۳۰ مشاهده شد، استفاده گردید. علاوه بر شش تئوری و متغیر اصلی تحقیق، چهار متغیر کنترلی شامل وجه نقد، اندازه شرکت، سودآوری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شد. نتایج تحقیق در مورد فرضیه اول یعنی تئوری ارزیابی سهامدار با استفاده از داده‌های محدود نسبت به تحقیق بیکر و واقلر (۲۰۰۴)، نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای ارزیابی سهامداران تلاش نمی‌کنند. این نتیجه بر خلاف نتیجه بیکر و واقلر (۲۰۰۴)، چن و لین<sup>۳۷</sup> (۲۰۱۱)، فریز و همکاران<sup>۳۸</sup> (۲۰۰۹)، جاین و همکاران<sup>۳۹</sup> (۲۰۰۹)، بولتن و همکاران<sup>۴۰</sup> (۲۰۱۱) لی و لای<sup>۴۱</sup> (۲۰۰۶) است و مطابق با نتیجه به دست آمده تسو جی، دورته و همکاران، هوبرگ و پرابالا می‌باشد. فرضیه دوم در خصوص تاثیر عدم اطمینان به جریان‌های نقدی تایید شد در فرضیه سوم پیش بینی شد که ریسک سیستماتیک عامل مهمی در تعیین سیاست سود تقسیمی باشد که این فرضیه رد شد. این نتیجه مطابق با نتایج ال کواری است اما با نتایج نیزر و ال ملکاوی (۲۰۰۷)، هوربرگ و پرابهالا (۲۰۰۹)، کورنت و همکاران (۲۰۱۱)، ال یحیی و همکاران<sup>۴۲</sup> (۲۰۱۰) مخالف می‌باشد. فرضیه چهارم در خصوص تاثیر چرخه عمر شرکت بر سیاست تقسیم سود است که این فرضیه رد شد این نتیجه مطابق با نتایج حاصل از تحقیق چای و سو (۲۰۰۹) است که ادعا کردند که عدم اطمینان به وجه نقد بسیار قوی‌تر از چرخه عمر بر سیاست تقسیم سود موثر است. وی با مطالعه بین‌المللی بین ۲۶ کشور دریافت که چرخه عمر در ۱۲ کشور<sup>۴۳</sup> عامل موثر بر تقسیم سود نیست که اکثراً در کشورهای توسعه یافته است. اما مخالف با نتایج دی آنجلو (۲۰۰۶) و تنتاوی (۲۰۱۱) می‌باشد. با توجه به نتایج فرضیه پنجم می‌توان گفت که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سیاست سود تقسیمی با ثباتی ندارند. در نهایت فرضیه ششم در مورد تاثیرگذاری دارایی‌های مشهود بر سیاست تقسیم سود در ۹۰ درصد اطمینان مورد تایید قرار

گرفت. در مورد متغیرهای کنترلی هم به نتایج نشان می‌دهد که وجه نقد عامل تعیین کننده در سیاست تقسیم سود نمی‌باشد در حالی که فرصت‌های رشد، سودآوری و اندازه شرکت عوامل موثر در سیاست تقسیم سود هستند که نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی در فرضیه های دوم، سوم، چهارم و ششم در مورد اندازه شرکت مطابق با نتایج چای و سو (۲۰۰۹)، احمد و جاوید (۲۰۰۹)، فاما و فرنچ (۲۰۰۲)، وو و همکاران (۲۰۰۸)، دانانی<sup>۴۴</sup> (۲۰۰۵)، اقرول و داو (۲۰۱۰)؛ در مورد سود آوری مطابق با چای و سو (۲۰۰۹)، دی آنجلو و همکاران (۲۰۰۶)، ال کواری (۲۰۰۹)، نیزار و ال ملکاوی (۲۰۰۷)، وو و همکاران (۲۰۰۸)، اقرول و داو<sup>۴۵</sup> (۲۰۱۰) است. به علاوه در مورد متغیر کنترلی فرصت های سرمایه گذاری این نتایج با نتایج چای و سو (۲۰۰۹)، دی آنجلو و همکاران (۲۰۰۶)، ال کواری (۲۰۰۹)، وو و همکاران (۲۰۰۸)، دانانی (۲۰۰۵)، کورنت و همکاران (۲۰۱۱)، اقریقول و داو (۲۰۱۰)، نیزار و ال ملکاوی (۲۰۰۷) و گوگلر<sup>۴۶</sup> (۲۰۰۳)، هم‌خوانی دارد اما در مورد وجه نقد با نتایج چای و سو در تضاد می‌باشد. بنابراین با توجه به نتایج به دست آمده به مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس توصیه می‌شود عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود و همچنین رفتار سرمایه‌گذاران را هنگام تصمیم‌گیری در نظر بگیرند تا به هدف غایی شرکت که همانا حداکثرسازی ثروت است نایل شوند.

در نهایت لازم به ذکر است که فرضیه‌های این تحقیق در بازارهای توسعه یافته مفروض و آزمون شدند در حالی که ویژگی‌های بازارهای نوظهور به مقدار زیادی متفاوت است. این مورد نه تنها یک محدودیت در تحقیق نیست بلکه یک یافته جدید است که بیان می‌کند با توجه به ویژگی‌های بازارهای کشورهای نوظهور سیاست تقسیم سود متفاوت است.

### فهرست منابع

- ۱) بنی مهد، بهمن و اصغری، علی، (۱۳۹۰)، بررسی اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، 4(10)، صص 1-18.
- ۲) ایزدی نیا، ناصر و نسرين علینقیان، (۱۳۸۹)، شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به کارگیری مدل لاجیت"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره اول.
- ۳) جهان‌خانی، علی و سعید قربانی، (۱۳۸۴)، شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، فصل‌نامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، از صفحه ۲۷ تا ۴۸.

- ۴) فخاری، حسین و نصیبه یوسفعلی تبار، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه‌ی بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده‌ی بورس تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۲، صص ۸۴-۶۹.
- ۵) کردستانی، غلامرضا، نصیری، محمود و محمد رحیم پور، (۱۳۸۹)، تئوری‌های پرداخت سود، پیام-دهی و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدی، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول.
- 6) Ahmed, H, Javid, A. (2009). The Determinants of Dividend Policy in Pakistan", International Research Journal of Finance and Economic, <http://www.eurojournals.com/finance.htm>.
- 7) Adaoglu, C. (2000), "Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market", Emerging Market Review, Vol. 1, pp. 252-70.
- 8) Aggarwal, R., & Dow, S. M. (2010). Dividends and Strength of Japanese Business Group Affiliation, Journal of Economics and Business, doi:10.1016/j.jeconbus.2012.01.003.
- 9) Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries", Global Economy & Finance Journal, Vol. 2 No. 2.
- 10) Al-Yahyaee, K.H. Pham, T., Walter, T. (2010). Dividend stability in a unique environment, Managerial Finance, Vol. 36 No. 10, pp. 903-916. DOI 10.1108/03074351011070260.
- 11) Aivazian, V., Booth, L., Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies than firms in the U.S: evidence from 8 emerging markets, Journal of Financial Research 26, 371-387.
- 12) Anthony J. H., Ramesh K. Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices A test of the life cycle hypothesis . Journal of Accounting and Economics 1992; 15: 203-27.
- 13) Baker, M., & Wurgler, J. A. (2004). Catering Theory of Dividends, Journal of Finance, 59, 1125-1165.
- 14) Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. Journal of Portfolio Management 2, 5-8, doi:10.3905/jpm.1976.408558, <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>.
- 15) Bishop, Steven R., Harvey R. Crapp, Robert W. Faff, and Garry J. Twite, 2000. Corporate Finance (Prentice Hall Inc., Sydney).
- 16) Boulton, T.J., Braga-Alves, M.V., Shastri, K. (2011). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity Journal of Corporate Finance.
- 17) Chay, J., Suh, J. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty, Journal of Financial Economics, 93, 88-107.
- 18) Chazi, A., Boubakri, N., Zanella, F. (2010). Corporate dividend policy in practice: Evidence from an emerging market with a tax-free environment", Pacific-Basin Finance Journal, doi:10.1016/j.pacfin.2010.11.001.

- 19) Chen, J, Dhiensiri, N, (2009). Determinants of Dividend Policy: The Evidence from New Zealand", International Research Journal of Finance and Economic, <http://www.eurojournals.com/finance.htm>.
- 20) Cornett, M.M., Fayman, A., Marcus, A.J., Tehranian, H. (2011). Dividends, maturity, and acquisitions: Evidence from a sample of bank IPOs, Review of Financial Economics 20, 11-21.
- 21) DeAngelo, H, DeAngelo, L, Stulz, R. (2006), Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory, Journal of Financial Economics, 227-254.
- 22) Dhanani, A. (2005). Corporate Dividend Policy: The Views of British Financial Managers, Journal of Business Finance & Accounting, pp. 1625- 1672.
- 23) Duarte, M, Garcia, J, Olvera, C. (2010) Dividends: New evidence on the catering theory, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 24) Fama E. and Babiak H., (1968), 'Dividend policy of individual firms: an empirical analysis', Journal of the American Statistical Association, 63, 1132-1161.
- 25) Fama, F.E. & French, K.R. (2002). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? Journal of Financial Economics 60, 3-43.
- 26) Hoberg, G, Prabhala, G. (2009), Disappearing Dividends, Catering, and Risk, Review of financial studies, vol. 22.
- 27) Ferris, S.P., Jayaraman, N., Sabherwal, S. (2009). Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence Journal of Banking & Finance 33, 1730-1738.
- 28) Gugler, K. (2003). Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment Journal of Banking & Finance 27, 1297-1321.
- 29) Hussainey, K., Mgbame, C., Mgbame, M. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidencJournal of Risk Finance, 1526-59.
- 30) Jensen, M. and W. Meckling, (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3, 305-360.
- 31) Li, W., Lie, E. (2006). Dividend changes and catering incentives, Journal of Financial Economics, 293-308.
- 32) Lintner, J. (1962), Dividends, earnings, leverage, stock prices and supply of capital to corporations, The Review of Economics and Statistics, Vol. 64, pp. 243-69.
- 33) Mohd, M., L. Perry, and J. Rimbey, (1995). An Investigation of Dynamic Relationship Between Agency Theory and Dividend Policy., The Financial Review 30, 367- 385.
- 34) Nizar, H, Al-Malkawi, N. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model, Journal of Economic & Administrative Sciences, Vol. 23, No. 2.
- 35) Pandey, I. and Bhat, R. (2007), Dividend behaviour of Indian companies under monetary policy restrictions, Managerial Finance, Vol. 23, pp. 14-25.
- 36) Thanatawee, Y. (2011). Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand, <http://ssrn.com/abstract=1872686>.
- 37) Tsuji, C. (2010). What Are The Determinants Of Dividend Policy? The Case of the Japanese Electrical Appliances Industry", Business and Economics Journal.

- 38) Wang, M., Chin-Yi, M., Yang Liu, D., Yen-S. (2011). Dividend Policy and the Life Cycle Hypothesis: Evidence from Taiwan, The International Journal of Business and Finance Research, Volume 5, No 1.
- 39) Wu, M.C., Kao, E.H., Fung, H. G. (2008). Impact of dividend-protected employee stock options on payout policy: evidence from Taiwan, Pacific Economic Review, pp. 431-452

### یادداشت‌ها

1. Bishop et al.
2. Lintner 1956
3. Hussainey, Mgbame and Mgbame (2011)
4. Black (1976)
5. Dividend puzzle
6. Miller & Modigliani (1961)
7. Gordon (1962)
8. Baker & Wurgler (2004)
9. Catering theory
10. Wang et al.
11. Fama & French (2001)
12. DeAngelo, et al (2006)
13. Hoberg & Prabhala (2007)
14. Tsuji (2010)
15. Duarte et al. (2010)
16. Chay & Suh (2009)
17. Thanatawee (2011)
18. Chen & Dhiensiri (2009)
19. Kuwari (2009)
20. Nizar & Malkawi (2007)
21. Ahmed & Javid (2009)
22. Tobit estimation
23. Pecking Order Theory
24. Jensen et al.
25. Moh'd et al. (1995)
26. Allen & Michaly (2003)
27. Aivazian et al. (2003)
28. Smith et al.
29. Fama & Babiak (1968)
30. Glen et al. (1995)
31. Ramcharran (2001)
32. Aivazian and Booth (2003)
33. Pandey and Bhat (2007)
34. Omet (2004)
35. Adaoglu (2000)
  
37. Chen and Lin (2011)
38. Ferris et al. (2009)

<sup>۳۶</sup> ضریب عایدات هر سهم بر سرعت تعدیل

39. Jain et al. (2009)
  40. Boulton et al. (2011)
  41. Li and Lie (2006)
  42. Al-Yahyaee et al. (2010)
  43. Chile, Denmark, Greece, India, Ireland, Malaysia, New Zealand, Norway, Philippine, Singapore, Spain and Thailand
  44. Dhanani (2005)
  45. Aggarwal and Dow (2010)
  46. Gugler (2003)
-