

بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در  
بورس اوراق بهادار تهران  
محمد عرب مازار یزدی<sup>۱</sup>  
مهدی خوری<sup>۲</sup>

چکیده

هدف این تحقیق بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این تحقیق با استفاده از داده‌های ۱۲۰ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ به بررسی این موضوع پرداخته شد. این تحقیق، با رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحقیق نشان داد که ارتباط مستقیم و معناداری بین نرخ بهره و سیاست تقسیم سود وجود دارد. همچنین، نتایج تحقیق نشان داد بین نرخ ارز و سیاست تقسیم سود ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. این در حالی است که نتایج تحقیق حاکی از عدم ارتباط معناداری بین نرخ تورم و سیاست تقسیم سود است.

**واژگان کلیدی:** نرخ بهره، نرخ تورم، نرخ ارز، سیاست تقسیم سود

<sup>۱</sup> - دانشیار گروه حسابداری دانشگاه شهید بهشتی تهران

<sup>۲</sup> - کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید بهشتی تهران [mehdikhour92@gmail.com](mailto:mehdikhour92@gmail.com)

**(۱) مقدمه**

سیاست های تقسیم سود و تصمیم گیری درباره پرداخت سود و مقدار آن، موضوع مهم و بحث انگیزی در حوزه مدیریت شرکتی می باشد. زیرا، مدیران باید تصمیم بگیرند چه میزان از سودهای شرکت را به منظور سرمایه گذاری مجدد و کاهش هزینه های تأمین مالی برای فرصت های سرمایه گذاری به میزان معقول نگهداری کنند و چه بخشی از آن را به عنوان سود تقسیمی اعلان کنند، که البته توزیع سود منابع در دسترس برای سرمایه گذاری را کاهش می دهد (کردستانی و همکاران، ۱۳۸۹). آلن و مایکلی<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) اینطور بیان می کنند که، درکی درست از سیاست تقسیم سود برای درک بهتر سایر موضوعات چون، قیمت گذاری دارایی ها، ساختار سرمایه، ادغام و تملک و بودجه بندی سرمایه ای، بسیار حیاتی است.

**(۲) بیان مساله**

بطور کلی توجه اصلی مسائل مطرح شده در هر یک از رویکردها و نظریه های سیاست تقسیم سود بر روی متغیرها و عوامل درونی شرکت ها همچون نسبت سودآوری، اندازه شرکت، تأمین مالی و مسائلی از این دست است. در این رویکردها کمتر به عوامل اثرگذار بیرونی شرکت ها توجه شده است. همانطور که می دانیم بسیاری از تصمیمات اصلی و کلان شرکتها با در نظر گرفتن متغیرهای کلان اقتصادی و سیاسی صورت می گیرد، برای مثال چنانچه بخواهیم نرخ ارز را به عنوان متغیر کلان اقتصادی در نظر بگیریم می توانیم اینگونه بیان نماییم که تفاوت نرخ ارز بودجه شده شرکتها با نرخ ارزی که در واقعیت با آن مواجه می شوند می تواند سودآوری شرکت را تحت تاثیر قرار داده و به تبع آن سیاست های پرداخت سود نقدی آن که با میزان سود بودجه شده لحاظ گردیده بود تغییر نماید. از این رو در این تحقیق برآنیم تا با در نظر گرفتن متغیرهای درونی شرکتها به عنوان متغیرهای کنترل به بررسی عوامل اقتصادی بیرونی مؤثر (متغیرهای کلان اقتصادی همانند تورم، نرخ ارز و ... می باشند) بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازیم.

**(۳) مبانی نظری تحقیق**

سیاست تقسیم سود یکی از مهمترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداختهای نقدی عمده شرکتها و یکی از مهمترین گزینه ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می رود. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت تقسیم، و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه گذاری شود. به رغم اینکه پرداخت سود تقسیمی مستقیماً سهامداران را بهره مند می سازد، توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره گیری از فرصتهای رشد را تحت تأثیر قرار میدهد. (ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۸۹)

تصمیم گیری در مورد مصارف سود حاصله از عملیات شرکت یکی از تصمیمات عمده مدیران شرکت ها را تشکیل می دهد. مدیران شرکت ها باید در مورد این مسئله که چه مقدار از عایدات شرکت را به عنوان سود تقسیمی بین سهامداران توزیع نمایند و چه مقدار از آن را در شرکت اندوخته نمایند، تصمیم

<sup>1</sup> Aleen & Michaely

گیری کنند. به هر حال شرکت ممکن است حجم ریالی ثابتی از سود خود را بدون توجه به نوسانات درآمدی خود توزیع نماید و یا درصد ثابتی از سود را پرداخت کند و یا حتی مبالغی از سود انباشته شرکت در طی سال‌های گذشته را به عنوان سود سهام جاری بین سهامداران توزیع نماید. بعضی از شرکت‌ها نیز در این رابطه از الگوی خاصی پیروی نکرده و صرفاً در پرداخت سود سهام، شرایط مقطعی را که در آن قرار دارند، مدنظر قرار می‌دهند (مهرانی، ۱۳۷۳).

از متغیرهای تأثیرگذار در سیاست پرداخت سود می‌توان به متغیرهای کلان اقتصادی اشاره نمود که می‌توان نرخ بهره را از مهمترین آنها به حساب آورد. نرخ بهره از دو جزء تشکیل شده است: نرخ بهره اسمی و نرخ بهره واقعی. ملاحظات مربوط به نوسانات و ثبات هر کدام از این دو جزء می‌تواند اطلاعات معناداری به همراه داشته باشد. تحقیقات انجام شده زیادی نشان داده است که نرخ بهره اسمی از دو جزء نرخ بهره واقعی و نرخ تورم مورد انتظار تشکیل شده است. در حقیقت همانطور که در مدل CAPM نیز به آن اشاره شده است نرخ بهره تأثیر مستقیمی بر روی بازده مورد انتظار سهامداران می‌گذارد و چنانچه سهامداران بازده مناسب قیمتی بدست نیاورده باشند بدنبال بازده نقدی و یا به عبارتی دریافت سود به صورت نقدی می‌باشند، از این رو نوسانات نرخ بهره عاملی اثرگذار بر سیاست تقسیم سود می‌باشد. یکی دیگر از متغیرهای اقتصادی موثر بر سیاست تقسیم سود، تورم می‌باشد (وفادار، عباس - غلامی، اسماعیل). تورم نیز عبارتست از افزایش باثبات در سطح عمومی قیمت‌ها در یک اقتصاد و نرخ تورم نرخ است که قیمت افزایش پیدا کرده است (بلانچارد، ۲۰۰۶) در یک اقتصاد در یک زمان مشخص، قیمت برخی از کالاها و خدمات ممکن است افزایش و قیمت برخی دیگر کاهش داشته باشند، برای اندازه‌گیری تورم از شاخص قیمت مصرف‌کننده که روند عمومی قیمت‌ها را اندازه‌گیری می‌کند و نشان دهنده مجموع بهای کالاهایی است که نماینده میانگین سبد مصرفی خانوار شهری می‌باشد، استفاده می‌شود. تورم نیز بر سیاست تقسیم سود تأثیر می‌گذارد. در شرایط تورمی وجه نقد حاصل از عملیات برای جایگزینی داراییها و موجودیهای مصرف شده در عملیات کافی نخواهد بود. بنابراین در این شرایط لازم است که با انباشته کردن سود، قدرت عملیاتی موسسه حفظ شود (همان منبع). نرخ ارز نیز می‌تواند از دو جنبه در شرکتها تأثیرگذار باشد، اول اینکه درآمد شرکت‌های واردکننده و صادرکننده کالا و خدمت، ارتباط مستقیم با نرخ ارز دارد. ثانياً قیمت ارز به عنوان یک دارایی رقیب در پرتفوی آحاد اقتصادی بر تصمیمات آنها در زمینه خرید و فروش سهام موثر است (محسن مهرآرا و همکاران، ۱۳۸۸). از اینرو نرخ ارز به طور مستقیم با سودآوری شرکت و به تبع آن به واسطه تغییر در سودآوری، سیاستهای تقسیم سود شرکت را نیز تحت الشعاع قرار می‌دهد.

متغیرهای درونی چون تامین مالی شرکتی، فرصتهای سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت نیز در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفته‌اند که تا چه میزان بر روی سیاست پرداخت سود نقدی شرکتها اثرگذار می‌باشند. محققان بر این باورند که افزایش اهرم، رفتارهای فرصت طلبانه در ارتباط با جریانهای نقدی آزاد را به دو دلیل کاهش می‌دهد. اولاً، وجود بدهی باعث می‌شود که مدیران جهت پرداخت اصل و بهره

<sup>1</sup> Blanchard

بدهی، جریان های نقدی آزاد کمتری در دست داشته باشند، لذا نتوانند سرمایه گذاری های غیربهبهینه انجام دهند. ثانیاً، شرکت هایی که از طریق بدهی تامین مالی می نمایند، باید رسیدگی های شدید قرض دهندگان را تحمل کنند. لذا آنها در انجام سرمایه گذاری ها دچار محدودیت هستند (مرادی، ۱۳۸۷). آیوازیان و بوت<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) از این قضیه حمایت کردند که محدودیتهای مالی می تواند روی تصمیمات در ارتباط با تقسیم سود تأثیر بگذارد، شرکتها با بدهی نسبتاً کمتر، گرفتاری مالی کمتری دارند و بیشتر مشتاق هستند به پرداخت و حفظ سودهای پرداختی خود.

### ۳) پیشینه تحقیق

بحث در مورد سیاست تقسیم سود از دیرباز مورد بررسی محققین مختلف بوده و نتایج آن در مواردی چنان ضد و نقیض بوده که از آن به عنوان معمای تقسیم سود نیز یاد شده است. پرداخت سود به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیران و بالتبع قدرت مدیر را کاهش می دهد، همچنین احتمال نظارت بازار سرمایه را بر شرکت افزایش می دهد زیرا، با پرداخت سود تقسیمی، احتمال انتشار سهام جدید شرکت افزایش می یابد (جنسن<sup>۲</sup>، ۱۹۸۶). در ادامه به بررسی برخی از مهمترین تحقیقات صورت گرفته در خارج و داخل کشور اشاره می شود.

### ۳-۱) تحقیقات خارجی

اولین کار در زمینه تجزیه و تحلیل سیاست تقسیم سود تحقیق لینتنر<sup>۳</sup> (۱۹۵۶) است که با استفاده از دو رویکرد تجربی و پیمایشی انجام گرفت. بررسی وی در ادبیات مالی سیاست تقسیم سود منجر به شناسایی ۱۵ متغیر موثر از قبیل اندازه شرکت، مخارج سرمایه‌ای، تمایل به استفاده از تامین مالی خارجی، پایداری سود و مالکیت بر سیاست تقسیم سود شد. نتایج حاصل از تحقیق وی نشان داد که شرکتها نرخ پرداخت سود را در یک سطح خاص به عنوان هدف در نظر گرفته و سیاست تقسیم سود خود را بر اساس این نرخ هدف تعدیل می نمایند.

لاوسن و وانگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) در تحقیق خود که به آزمون نقش نظارتی حسابداری در مدل های نتیجه و جایگزینی در سیاست تقسیم سود شرکتها بود، دریافتند که مکانیزم نظارتی حسابداری مستقل رابطه منفی با احتمال پرداخت سود نقدی و همچنین نسبت پرداخت سود تقسیمی در بین سهامداران دارد، که نتیجه بدست آمده مؤید مدل جایگزینی در سیاست تقسیم سود شرکتها بود. آنان همچنین بیان کردند که نقش نظارتی حسابداری مستقل می تواند به عنوان مکانیزم حاکمیت شرکتی جایگزین در کاهش هزینه های نمایندگی محسوب شود.

<sup>1</sup> Aivazian and Booth

<sup>2</sup> Jensen

<sup>3</sup> Lintner

<sup>4</sup> Lawson & Wang

نتیجه تحقیق آدلگان<sup>۱</sup> در سال ۲۰۰۳ با عنوان تحلیل تجربی رابطه بین جریان وجه نقد و تغییرات سود تقسیمی نشان داد که رابطه بین جریان های نقدی و تغییرات سود تقسیمی به سطح رشد، انتخاب ساختار سرمایه و اندازه شرکت و نیز تغییرات سیاست های اقتصادی بستگی دارد.

تحقیقات در ارتباط با متغیر کلان اقتصادی و سیاست تقسیم سود....

میلر و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) با مطالعه بر روی شرکتهای آمریکایی دریافتند که ۱۳ تا ۱۷ درصد از شرکتهای آمریکایی بطور مستقیم با نوسانات نرخ ارز درگیر هستند.

میلر و شو فنگ<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) نتیجه گرفتند که در بازار سهام کره جنوبی کاهش نرخ ارز اثر منفی بر بازده سهام دارد و نوسان نرخ ارز موجب نوسان بازار سهام می شود.

فهرر و همکاران<sup>۴</sup> (۱۹۹۵) نشان دادند که خبر تورم باعث میشود تا بانک مرکزی از سیاست پولی انقباضی استفاده کند و این سیاست پولی انقباضی تر، بازده سهام را کاهش میدهد.

فانگ و لو<sup>۵</sup> (۱۹۹۴) نشان دادند که تغییرات پیش بینی نشده در ارزش دلار، تأثیر معناداری بر بازده سهام عادی در بورس نیویورک دارد.

در تحقیق انجام شده توسط استاپلتون و کولپند<sup>۶</sup> (۱۹۸۵) آمده است که بازتاب قیمت سهام به تغییرات نرخ اسمی بهره، به دوره گردش نقدینگی شرکت، رابطه تغییر نرخ اسمی بهره با تغییر در نرخ بهره واقعی و میزان ارتباطات گردش نقدینگی شرکت با تورم، بستگی دارد.

فرسون<sup>۷</sup> (۱۹۸۹) در تحقیقی با عنوان "اثر نرخ اسمی بهره بر روی بازده سهام" که طی دوره (۱۹۲۶-۱۹۸۴) انجام شده است، نتیجه میگیرد همبستگی منفی قابل توجهی بین نرخ اسمی بهره و بازده سهام وجود دارد.

منوس<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی نقش سهامداران خرد در سیاست تقسیم سود پرداختند و نتایج یافته های آنها نشان داد که وجود سهامداران خرد، تضاد نمایندگی میان مدیریت و مالکیت را به همراه دارد که این تضاد منجر به عدم تقارن اطلاعاتی می گردد.

کمپبل<sup>۹</sup> (۱۹۸۷) طی تحقیقی چنین استنتاج می کند که بازده سهام، از طریق بکارگیری متغیرهایی که ساختار زمانی نرخ بهره را منعکس مینمایند، قابل پیشبینی است.

ابرو و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۰)، در پژوهشی به تأثیر فرصت های سرمایه گذاری و منابع تأمین مالی بر خط مشی تقسیم سود پرداختند. این پژوهش برای ۳۴ شرکت پذیرفته شده در بورس غنا طی سال های ۱۹۹۰ الی ۲۰۰۶ انجام گرفته است و برای تخمین مدل خطی چند متغیره از داده های پانل با روش اثرات ثابت استفاده شده است. خلاصه یافته های تحقیق حاکی از این مطلب است که فرصت های سرمایه گذاری

<sup>1</sup> Adelegan

<sup>2</sup> Miller, et al

<sup>3</sup> Miller & Show Fang

<sup>4</sup> Fuhrrer, et al

<sup>5</sup> Fang & Loo

<sup>6</sup> Stapelton & Copeland.

<sup>7</sup> Ferson

<sup>8</sup> Manos

<sup>9</sup> Compbel

<sup>10</sup> Abor, et al

تأثیر منفی بر خط مشی تقسیم سود دارد. همچنین منابع تأمین مالی شرکت تأثیر کمی بر خط مشی تقسیم سود شرکت دارند و شرکت‌های سودآور به احتمال بیشتری سود بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند.

آنیل و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۸)، نیز به تعیین عوامل موثر بر خط مشی تقسیم سود در کشور هند پرداختند. این پژوهش برای شرکت‌های فناوری اطلاعاتی (IT) و طی دوره زمانی ۲۰۰۰ الی ۲۰۰۶ انجام گرفته است. در این پژوهش سودآوری، جریان‌های نقدی، مالیات و فرصت رشد به عنوان متغیرهای مستقل و خط مشی تقسیم سود به عنوان متغیر وابسته در معادلات رگرسیونی در نظر گرفته شده‌اند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که سودآوری و جریان‌های نقدی تأثیر مثبتی بر خط مشی تقسیم سود دارند، اما مالیات و فرصت رشد تأثیر منفی بر سود تقسیمی شرکت‌ها دارند.

ناکور و همکاران (۲۰۰۶) نیز به بررسی سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن در بورس اوراق بهادار تونس پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که سودآوری و ثبات آن به طور مستقیم و نقدشوندگی بازار سهم و اندازه به طور معکوسی، سود تقسیمی پرداخت شده را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با وجود این، تمرکز مالکیت و اهرم مالی بر میزان سود تقسیمی بی‌تأثیر است.

### ۲-۳) تحقیقات داخلی

در ایران نیز تحقیقات متعددی در حوزه مرتبط با سیاست‌های تقسیم سود صورت پذیرفته است. در ادامه به بررسی تحقیقات صورت گرفته در داخل کشور اشاره می‌شود.

محمدحسین ستایش و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیق خود با عنوان بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دریافتند که بین تولید ناخالص داخلی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت معنادار وجود دارد، در حالیکه بین حجم نقدینگی و واردات با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی معنادار وجود دارد.

بیات (۱۳۸۴) در تحقیق خود ضمن بررسی تغییرات نرخ ارز بر بازده صنایع مختلف به این نتیجه رسید که تغییرات نرخ ارز با بازده سهام صنایع مختلف ارتباط معنی داری ندارد.

بابادی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهش خود به تأثیر اهرم مالی بر سیاست‌های تقسیم سود برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران پرداختند. بنابراین تحقیق سه فرضیه‌ی این پژوهش به ترتیب برای بررسی ارتباط سه متغیر نسبت بدهی بازده سود سهام نقدی و تغییرات در سود خالص یا سود تقسیمی هرسهمی تدوین انتخاب شدند. جامعه آماری شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹ می‌باشد برای تعیین نمونه آماری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است که در نهایت ۹۵ شرکت مورد بررسی قرار گرفتند نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها بیان‌کننده تایید هرسه فرضیه با استفاده از داده‌های تلفیقی می‌باشد علاوه بر این یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه منفی و معنی داری بین نسبت بدهی و سود تقسیمی هرسهم وجود دارد.

<sup>۱</sup> Anil, et al

قائمی و همکاران (۱۳۸۶) در تحقیق خود تحت عنوان "بررسی رابطه ضریب P/E و متغیرهای کلان اقتصادی" با استفاده از فنون آماری رگرسیون چندگانه و تحلیل عاملی، ۲۱ متغیر کلان اقتصادی را انتخاب و مورد آزمون قرار داد و نشان داد که بین ضریب P/E و تمامی متغیرهای اقتصادی منتخب همخطی شدیدی وجود دارد و وجود ارتباط بین متغیرهای مستقل تحقیق با متغیر وابسته P/E تایید گردید.

مرادی و دلدار (۱۳۹۱) در تحقیق خود به بررسی تأثیر سهامداران غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود پرداختند، نمونه این تحقیق شامل ۱۴۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۹ می‌باشد. برای آزمون تنها فرضیه تحقیق از مدل توبیت بر مبنای داده‌های تجمعی استفاده شده است. نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد که بین درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی، سود تقسیمی شرکتها کاهش می‌یابد.

بیتا مشایخی و دیگران (۱۳۸۹) در پژوهش خود به این نتیجه دست یافتند که متغیرهای شاخص کل قیمت سهام، تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه بدون نفت، هزینه ناخالص داخلی، درآمد نفت، نرخ تورم و تولید ناخالص ملی بر رابطه بین نمره ترکیبی و بازده سهام تأثیر معنی دار داشته اند و سایر متغیرها چون سود سپرده سرمایه گذاری، تراز حساب جاری، بیکاری، درآمد مالیاتی، ضریب جینی، نرخ بازار غیر رسمی ارز و کسری (مازاد) بودجه بر این رابطه بی تأثیرند.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) در تحقیقی به شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که سیاست تقسیم سود شرکت ها از الگوی گام تصادفی پیروی می کند. همچنین با توجه به تایید فرضیه پیام رسانی، انتظار می رود تا اگر شرکتی از رشد سود بالاتری (پایین تری) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پایین) باشد. همچنین متغیرهای اندازه، فرصت های سرمایه گذاری، ساختار سرمایه و ریسک شرکت ها از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت های بورس ایفای نقش می نمایند.

ایزدی نیا و علینقیان (۱۳۹۰) نیز با بررسی ۱۴۱ شرکت عضو بورس در یک دوره ۸ ساله از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ و بکارگیری رگرسیون لججیت به دنبال مدل بهینه ای جهت تعیین معیارهایی بودند که پرداخت سود تقسیمی را می سنجید. مدل نهایی آنان نشان داد که از بین عوامل تحقیق، نااطمینانی به جریان های نقدی، چرخه عمر شرکت ها، فرصت های سرمایه گذاری و سودآوری شرکت بر مبلغ سود تقسیمی اثر گذار هستند. آنان همچنین نوان کردند که مراحل عمر شرکت ها و سودآوری آنها بیشترین تأثیر را دارند.

فروغی و همکارانش (۱۳۹۰) رفتار سیاست های تقسیم سود و احتمال پرداخت سود تقسیمی را با استفاده از متغیرهای مالی در بازار بورس و اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق شامل نسبت اهرمی، ساختار دارایی ها، فرصت های سرمایه گذاری سودآور،

فرصت های رشد، اندازه شرکت و میزان مالکیت نهادی می باشد. نتایج یافته های آن ها با استفاده از داده های ۷۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۸۷ و بهره گیری از رگرسیون توبیت حاکی از این است که فرصت های سرمایه گذاری سودآور، فرصت های رشد، اندازه شرکت و میزان مالکیت نهادی از عوامل مؤثر بر نسبت پرداخت سود تقسیمی به شمار می آیند اما نسبت اهرمی و ساختار دارایی ها تأثیر معنی داری بر نسبت پرداخت سود تقسیمی ندارند.

#### ۴) سوال تحقیق و فرضیه‌ها:

با توجه به با توجه به مبانی نظری مطرح شده، می توان سوالات تحقیق را به صورت زیر بیان کرد:

آیا بین نرخ بهره و سیاست تقسیم سود ارتباط معناداری وجود دارد؟

آیا بین تورم و سیاست تقسیم سود ارتباط معناداری وجود دارد؟

آیا بین نرخ ارز و سیاست تقسیم سود ارتباط معناداری وجود دارد؟

در ادامه فرضیات تحقیق به شرح ذیل بیان می گردد:

فرضیات اصلی:

فرضیه اول: بین نرخ بهره و سیاست تقسیم سود شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تورم و سیاست تقسیم سود شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین نرخ ارز و سیاست تقسیم سود شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیات فرعی:

فرضیه چهارم: بین تامین مالی شرکتی و سیاست تقسیم سود ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین فرصتهای سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه ششم: بین اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.

#### ۵) روش تحقیق

به لحاظ استراتژی، تحقیق را می توان از نوع کاربردی دانست، به این معنا که نتایج حاصل از آن می تواند توسط سرمایه گذاران، مدیران و ... مورد استفاده قرار گیرد. همچنین این تحقیق از نوع همبستگی می باشد و هدف کشف دانش تازه‌ای است که کاربردی مشخص را درباره فرایندی در واقعیت دنبال می کند.

۱- سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.

۲- در طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشد.

۳- در طی دوره زمانی تحقیق به طور فعال در بورس حضور داشته باشد.

۴- اطلاعات مورد نظر برای استخراج داده ها در دسترس باشد.

۵- شرکت سرمایه گذاری و یا واسطه گری مالی نباشد.



## ۶) جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند دلیل این امر سهولت دسترسی به داده‌ها این شرکت‌ها می‌باشد. نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

- شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  - شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها پایان اسفند ماه هر سال باشد.
  - شرکت‌هایی که در دوره مورد بررسی، تغییر دوره مالی نداشته باشند.
  - شرکت‌ها جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد. به دلیل اینکه عملیات این شرکت‌ها با سایر شرکت‌ها متفاوت می‌باشد.
  - شرکت‌هایی که داده‌ها مورد نظر آنها در دسترس باشد.
- در نهایت، پس از طی مراحل مزبور، تعداد ۱۲۰ شرکت در دوره‌ی ۱۳۸۹-۱۳۸۰ به عنوان نمونه انتخاب شدند.

## ۷) روش گردآوری داده‌ها

داده‌های مورد نظر از ماهنامه‌های بورس و سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده شده است. سپس، برای آماده‌سازی اطلاعات از نرم افزار اکسل استفاده شده است همچنین، محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای مورد بررسی به کمک نرم افزار Eviews نسخه ۶ انجام شده است.

## ۸) تجزیه و تحلیل اطلاعات

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی<sup>۲۸</sup> استفاده شده است. برای انتخاب از بین روشهای الگوهای رگرسیونی ترکیبی و الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت<sup>۲۹</sup> از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. این روش متکی بر ضریب تعیین دو روش بوده، و به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا ضریب تعیین رگرسیون داده‌های تابلویی به طور معناداری بزرگتر از ضریب تعیین الگوی رگرسیون ترکیبی است یا خیر. فرض  $H_0$  و  $H_1$  این آزمون به شرح زیر است.

روش داده‌های ترکیبی ارجح است  $H_0 =$

روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت ارجح است  $H_1 =$

اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی انتخاب شود، کار تمام است اما اگر روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انتخاب گردید لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن جهت تعیین

استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود. این آزمون بر پایه‌ی وجود یا عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل الگو شکل گرفته است. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، الگوی اثرات ثابت و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد، الگوی اثرات تصادفی کاربرد خواهد داشت (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹). فرض  $H_0$  و  $H_1$  این آزمون به شرح زیر است.

روش داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی ارجح است  $H_0 =$

روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت ارجح است  $H_1 =$

همچنین، قبل از برازش الگو و با توجه به اینکه شرکت‌های مورد استفاده در این تحقیق مربوط به صنایع مختلف بوده و همچنین در این تحقیق از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده، در نتیجه امکان وجود ناهمسانی واریانس وجود دارد که برای رفع این مشکل از روش رگرسیون کمترین مربعات تعمیم یافته جهت برازش الگو استفاده شد. همچنین پس از برازش الگو به منظور بررسی عدم وجود خود همبستگی در باقیمانده‌های الگو از آماره دوربین واتسون استفاده شد.

در همین راستا برای بررسی فرضیه‌های تحقیق در بازارهای رقابتی قوی و ضعیف از الگوی شماره (۱) استفاده شده است.

### الگوی تحقیق

$$DPS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CURRENCY_{i,t} + \alpha_2 Inflation_{i,t} + \alpha_3 Interest_{i,t} + \alpha_4 Q - TOBIN_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t}$$

### ۹) متغیرهای تحقیق

#### متغیر وابسته

$DPS$  = متغیر وابسته نسبت پرداخت سود نقدی در نظر گرفته شده است.

#### متغیرهای مستقل

$CURRENCY$  = نرخ ارز در نظر گرفته به عنوان متغیر مستقل، نرخ ارز (نرخ برابری دلار به ریال) غیر رسمی است که توسط بانک مرکزی اعلام گردیده است.

$INFLATION$  = تورم به صورت سالانه در نظر گرفته شده است.

$INTEREST$  = نرخ بهره (سود بانکی)، بر اساس نرخ سود علی الحساب سپرده‌های بانکهای دولتی در نظر گرفته شده است.

$QTOBIN$  = برای سنجش فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها استفاده شده است.

$LEV$  = اهرم مالی شرکت نیز از نسبت بدهی به دارایی شرکت در هر دوره بدست آمده است.

$SIZE$  = برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در هر دوره استفاده شده است.

## ۱۰) نتایج تحقیق

۱،۱۰. آمار توصیفی

همانطور که در نگاره‌ی شماره (۱) مشاهده می‌شود، نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان داده شده است.

## نگاره‌ی شماره‌ی (۱): آماره‌های توصیفی متغیرهای الگو

انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	
0/34	-0/65	1/93	0/70	0/62	نسبت تقسیم سود
0/04	0/10	0/25	0/14	0/15	تورم
1/38	13/00	16/00	14/00	14/35	نرخ بهره
814/15	7,925/00	10,552/00	9,134/00	9,080/90	نرخ ارز
0/16	0/10	0/98	0/67	0/66	اهرم مالی
2/77	0/23	17/04	1/56	2/27	نسبت Tobin Q
4/71	9/78	31/33	25/11	23/24	اندازه شرکت

## ۲،۱۰. ماتریس همبستگی متغیرهای تحقیق

همانطور که در نگاره شماره (۲) مشاهده می‌شود، نتایج همبستگی بین متغیرهای تحقیق نشان داده شده است.

## نگاره‌ی شماره‌ی (۲): همبستگی بین متغیرهای تحقیق

SIZE	QTOBIN	LEV	INTEREST	INFLATION	CURRENCY	DPS	
						1	DPS
					1	-0.04328	CURRENCY
				1	0.049966	-0.01188	INFLATION
			1	0.33438	0.721287	-0.00803	INTEREST
		1	-0.14729	-0.03836	-0.10176	-0.23835	LEV
	1	0.219092	0.119287	0.05335	0.099786	-0.18571	QTOBIN
1	0.032434	-0.14448	0.658317	0.028943	0.619047	0.014473	SIZE

## ۳،۱۰. آمار استنباطی

پس از برازش مدل تحقیق، برای تعیین نوع روش تخمین، آزمون تشخیصی چاو (F لیمر) برای انتخاب از بین روش‌های داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شده است که نتایج آن در نگاره شماره (۳) آورده شده است.

## نگاره شماره (۳) : نتایج آزمون F لیمر

آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
۳/۳۸۳	۰/۰۰۰	رویکرد داده های تابلویی با اثرات ثابت

همانطور که در نگاره شماره (۳) نیز قابل مشاهده است، با توجه به سطح خطای بدست آمده که برابر (۰/۰۰) می باشد و با توجه به سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد، نتایج حاکی از رد فرض  $H_0$  بوده، در نتیجه رویکرد داده های تابلویی با اثرات ثابت روش ارجح می باشد. حال لازم است تا در ادامه از آزمون هاسمن به منظور انتخاب از میان روش های داده های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل داده های تابلویی با اثرات تصادفی استفاده شود که نتایج آن در نگاره شماره (۴) ارائه شده است.

## نگاره شماره (۴) : نتایج آزمون هاسمن

آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
۷/۶۵	۰/۲۶۵	رویکرد داده های تابلویی با اثرات تصادفی

همانطور که در نگاره شماره (۴) نیز قابل مشاهده است، با توجه به سطح خطای بدست آمده که برابر (۰/۲۶۵) می باشد و با توجه به سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد، نتایج حاکی از عدم رد فرض  $H_0$  بوده، در نتیجه رویکرد داده های تابلویی با اثرات تصادفی روش ارجح می باشد. بنابراین در ادامه نتایج تخمین مدل به روش داده های تابلویی با اثرات تصادفی در نگاره شماره (۵) ارائه شده است.

## نگاره‌ی شماره‌ی (۵): نتایج الگوی تحقیق

متغیر	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
عرض از مبدا	1.02	7.8	0.00
تورم	-0.27	-1.33	0.18
نرخ بهره	0.021	2.05	0.04
نرخ ارز	-3.48	-2.28	0.02
اهرم مالی	-0.34	-3.93	0.00
نسبت Tobin Q	-0.012	-2.94	0.003
اندازه شرکت	-0.004	-1.66	0.09
Adjusted R-squared	0.30		
F-stat.(p.value)	(0.00)4.96		
D.W stat	1.67		

با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره شماره (۵) از برآورد مدل تحقیق، با توجه به آماره  $F(۴/۹۶)$  و سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر با  $(۰/۰۰۰)$  و کمتر از سطح خطای  $۰/۰۱$  می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان  $۰/۹۹$  می‌توان بیان کرد که در کل مدل تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای مدل که برابر  $(۰/۳)$  می‌باشد، می‌توان بیان کرد که متغیرهای مستقل بیش از  $۳۰$  درصد از میزان درصد سود پرداختی شرکت‌ها را توضیح می‌دهند. همچنین با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون بدست آمده که برابر  $(۱/۶)$  می‌باشد، می‌توان بیان کرد که خودهمبستگی سریالی میان جملات باقیمانده های مدل تحقیق وجود ندارد. در ادامه به بررسی نتایج بدست آمده برای فرضیه تحقیق پرداخته شده است.

## ۱۱) نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

## آزمون فرضیه اول

در این فرضیه به بررسی ارتباط میان نرخ بهره و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از نگاره شماره (۵) و ضریب متغیر نرخ بهره که برابر  $(۰/۰۲۱)$  و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر  $(۰/۰۴)$  و

کمتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می‌باشد، این فرضیه مورد تأیید قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که ارتباط مستقیم و معناداری میان نرخ بهره و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

### آزمون فرضیه دوم

در این فرضیه به بررسی ارتباط میان تورم و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از نگاره شماره (۵) و ضریب متغیر تورم که برابر (۰/۲۷-) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر (۰/۱۸) و بیشتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می‌باشد، این فرضیه مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که ارتباط معناداری میان تورم و سیاست تقسیم سود وجود ندارد.

### آزمون فرضیه سوم

در این فرضیه به بررسی ارتباط میان نرخ ارز و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از نگاره شماره (۵) و ضریب متغیر نرخ ارز که برابر (۳/۴۸-) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر (۰/۰۲) و کمتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می‌باشد، این فرضیه مورد تأیید قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که ارتباط منفی و معناداری میان نرخ ارز و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

### آزمون فرضیه چهارم

در این فرضیه به بررسی ارتباط میان تامین مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از نگاره شماره (۵) و ضریب متغیر اندازه شرکت که برابر (۰/۳۴۵۵-) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر (۰/۰۰) و کمتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می‌باشد، این فرضیه مورد تأیید قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که ارتباط منفی و معناداری میان تامین مالی و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

### آزمون فرضیه پنجم

در این فرضیه به بررسی ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از نگاره شماره (۵) و ضریب متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری که برابر (۰/۰۱۲-) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر (۰/۰۰۳) و کمتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می‌باشد، این فرضیه مورد تأیید قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که ارتباط منفی و معناداری میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود وجود ندارد.

## آزمون فرضیه ششم

در این فرضیه به بررسی ارتباط میان اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از نگاره شماره (۵) و ضریب متغیر اندازه شرکت که برابر  $(-0/004)$  و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر  $(0/09)$  و بیشتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می‌باشد، این فرضیه مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که ارتباط معناداری میان اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود وجود دارد.

## ۱۲) بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق به بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی از جمله نرخ بهره، تورم و نرخ ارز بر سیاست تقسیم سود پرداخته شد. آزمون فرضیه اول نشان داد که بین نرخ بهره و سود تقسیمی رابطه مثبت معناداری وجود دارد. این نتیجه را می‌توان اینگونه تفسیر کرد زمانی که نرخ بهره بیشتر می‌شود و در عین حال سرمایه‌گذاران سرمایه‌ی خود را در شرکت‌ها و نه در بانک‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند، به صورت ضمنی انتظار سود بیشتری نسبت به نرخ بهره بانکی دارند. در واکنش به این افزایش بازده مورد انتظار سهامداران، مدیران شرکت‌ها نیز برای کاهش هزینه سرمایه و افزایش رضایت سهامداران، درصد بیشتری از سود را بین سهامداران تقسیم می‌کنند. همچنین، نتیجه فرضیه دوم نشان داد که بین نرخ به تورم  $(0/033)$  به صورت معناداری با سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ارتباط ندارد. درحالی که انتظار این بود در طول دورانی که تورم وجود دارد، شرکت سود خود را انباشته نماید تا بتواند با هرگونه کسری و کمبود نقدینگی در دوران رکود مقابله نماید و همچنین از طرف دیگر در شرایط تورمی به خاطر کاهش قدرت خرید پول، سرمایه‌گذاری مجدد سودها در مقایسه با پرداخت آنها به سهامداران، به نفع شرکت می‌باشد، لیکن در راستای نتایج بدست آمده می‌توان اینطور بیان کرد که تورم در ایران در سالیان اخیر به امری بدیهی مبدل گشته به نوعی که هر ساله انتظار افزایش قیمت مواد اولیه وجود دارد و مدیران نیز به تبع آن قیمت محصولات خود را افزایش می‌دهند و سود خود را از آن محل تثبیت می‌نمایند و به عبارتی در تصمیمات تقسیم سود آنها بی‌تأثیر است. علاوه بر این، نتیجه فرضیه سوم نشان داد که هر چه نرخ ارز بیشتر باشد، درصد تقسیم سود کاهش می‌یابد. در مورد شرکت‌های وارداتی به دلیل محدودیت‌های وارداتی و تامین مواد اولیه با ارز گرانتر، حاشیه سود شرکت کاهش می‌یابد؛ بدیهی است که سوددهی کمتر باعث کاهش سود تقسیم شده شرکت‌ها می‌شود، در مورد شرکت‌های صادراتی نیز می‌توان اینطور توضیح داد که بدلیل شناسایی سود تسعیر ارز در تاریخ ترازنامه به منظور پیشگیری از عواقب کاهش نرخ ارز در سال مالی آتی، سود نقدی کمتری توزیع می‌گردد تا شرکت با کمبود نقدینگی مواجه نگردد و در مورد سایر شرکتها نیز، از آنجا که افزایش نرخ ارز به معنی نامساعد بودن

شرایط سیاسی و اقتصادی می باشد، می توان اینطور تفسیر نمود که شرکتها به منظور محافظه کاری در ارتباط با شرایط پیش رو، اقدام به تقسیم نقدی سود کمتری می نمایند.

### ۱۳) محدودیت‌های تحقیق

این پژوهش با محدودیت‌هایی همراه بوده است: یکی از این محدودیت‌ها، دوره زمانی و مکانی مورد بررسی است، که استفاده کنندگان از نتایج این تحقیق در تسری آن به شرکت‌های غیر بورسی و همچنین برای دوره‌های زمانی به غیر از دوره زمانی مورد بررسی لازم است با احتیاط عمل کنند. از دیگر محدودیت‌ها می توان به وجود سایر عوامل موثر بر فرایند تحقیق اشاره کرد که در این تحقیق به صورت ثابت فرض شده در حالی که ممکن است تاثیر با اهمیتی بر نتایج داشته باشد.

### ۱۴) پیشنهادهای تحقیق

پیشنهادهای کاربردی

در راستای تحقیق انجام شده و نتایج بدست آمده از آن برخی از پیشنهادها را تحقیق به شرح زیر بیان می‌شود:

- به سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌شود تا سیاست های اتخاذی شرکت ها در خصوص سود نقدی پرداختی را به دقت و در طی زمان مد نظر قرار داده و تجزیه و تحلیل نمایند و همچنین عوامل تأثیرگذار بر روی آن را که در این تحقیق نیز به آنها اشاره شده در نظر گرفته و آن را در تصمیم گیری های خود مد نظر قرار دهند.
- به مدیران شرکت ها توصیه می‌شود تا در خصوص شفاف سازی هر چه بیشتر ارائه اطلاعات در خصوص اهداف و استراتژی های آنها در خصوص پرداخت یا عدم پرداخت و یا کاهش یا افزایش سود نقدی و همچنین تاثیرات آن بر فعالیت‌های عمومی شرکت در بازار تلاش بیشتری انجام داده و در جلب هرچه بیشتر رضایت بازار تلاش بیشتری بنمایند.
- همچنین به آنان توصیه می شود با توجه به اینکه یکی از مهمترین تصمیمات مربوط به استراتژی های شرکت، تصمیمات سیاست تقسیم سود می باشد، در این خصوص با دقت و تأمل بیشتری عمل نموده تا در این خصوص شرکت و سرمایه گذاران دچار زیان نشوند.

### ۱۵) پیشنهاد برای تحقیقات آتی

- بررسی ارتباط میان ویژگی‌های فردی مدیران شرکت‌های گروه و نحوه انتخاب آنها بر تصمیمات مرتبط با سیاست های تقسیم سود شرکت‌ها
- ارتباط میان سیاست های تقسیم سود و معیارهای ارزیابی عملکرد نظیر ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار، نسبت کیو توبین و ....



- بررسی ارتباط میان میزان رقابت در بازار و سیاست های تقسیم سود شرکت های موجود در صنایع مختلف
- بررسی و مقایسه عملکرد شرکت های مختلف موجود در یک صنایع مختلف و سیاست های پرداخت سود نقدی آنها
- بررسی ارتباط سایر متغیرهای اقتصادی همچون تولید ناخالص داخلی و... با سیاست تقسیم سود

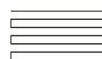
#### ۱۶) محدودیت های تحقیق

- با توجه به اینکه این تحقیق طی دوره زمانی بین سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ و با توجه به اطلاعات موجود شرکت های بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته، در تسریع نتایج بدست آمده به سال های متفاوت از این تحقیق و همچنین، به سایر شرکت های موجود که در بورس فعالیت نمی کنند، باید با احتیاط عمل شود.
- با توجه به اینکه در این تحقیق تنها برخی از متغیرهای خاص به عنوان متغیرهای مستقل و وابسته بکار گرفته شده و سایر عوامل مربوط احتمالی نظیر سطح دانش مالی مدیران و سرمایه گذاران در این تحقیق ثابت فرض شده اند، ممکن است که نتایج بدست آمده تحت تأثیر متغیرهای حذف شده قرار گرفته و در نتیجه لازم است تا در بکارگیری نتایج بدست آمده در عمل با احتیاط برخورد شود.

## منابع

۱. افلاطونی، عباس و نیکبخت، لیلی. (۱۳۸۹). «کابرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری مدیریت مالی و علوم اقتصادی»، تهران، انتشارات ترمه.
۲. ایزدی نیا، ناصر و علینقیان، نسرين (۱۳۹۰) «شناسایی عوامل موثر بر سود تقسیمی با بکارگیری مدل لاجیت» فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۷
۳. بابادی، معصومه، و محبوبه بابادی، (۱۳۹۱) «بررسی تأثیر اهرم مالی بر سیاست های تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری، گرگان، دانشگاه جامع علمی کاربردی استان گلستان.
۴. ثقفی، علی و صفرزاده، محمد حسین. (۱۳۹۰). «کیفیت سود و ویژگی های هیئت مدیره»، دانش حسابداری، سال یازدهم، شماره ۴۴، صص ۷۳-۹۴.
۵. جهانخانی، علی و قربانی، سعید (۱۳۸۵) «شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» فصلنامه تحقیقات ملی، شماره ۲۰
۶. حساس یگانه، یحیی و باغومیان، رافیک. (۱۳۸۵). «نقش هیات مدیره در حاکمیت شرکتی»، ماهنامه حسابدار، سال بیستم، شماره ۶، صص ۳۰-۳۴.
۷. ستایش، محمد حسین و کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره اول، تابستان ۸۹، صص ۲۹-۵۱.
۸. غفاری، عباس. (۱۳۸۹). «حاکمیت شرکتی و نقش های نوین هیات مدیره»، هشتمین کنفرانس بین المللی مدیریت، آذر ماه ۱۳۸۹.
۹. فروغی، داریوش، فرهمند، شکوفه و ابراهیمی، محمود. (۱۳۹۰). «رابطه بین نقدشوندگی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهارم، شماره ۱۵.
۱۰. قائمی، محمدحسین و معینی، محمدعلی. (۱۳۸۶). «بررسی رابطه ضریب P/E و متغیرهای کلان اقتصادی»، <http://www.sid.ir> صص ۱۰۱-۱۱۶.
۱۱. کردستانی، غلامرضا و همکاران. (۱۳۸۹). «تئوری های پرداخت سود، پیام دهی و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدی» مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، بهار ۱۳۸۹، پیاپی ۳ - صص ۶۳-۷۶.
۱۲. مرادی، مهدی و دلدار، مصطفی. (۱۳۹۱) «بررسی تأثیر سهامداران غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود»، پژوهشهای تجربی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۲، تابستان ۹۱، صص ۱۰۶-۱۲۴.

۱۳. مشایخی، بیتا، تحریری، آرش، گنجی، حمیدرضا و عسگری، محمدرضا. (۱۳۸۹) «تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر رابطه بین متغیرهای بنیادی مستخرج از صورتهای مالی و بازده سهام»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، شماره ۱۲، زمستان ۸۹، صص ۱۰۹-۱۲۷.
۱۴. مهرانی، ساسان (۱۳۷۳) «ایجاد مدل برای رابطه بین سود، تقسیم سود و سرمایه گذاری»، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تهران دانشکده مدیریت
۱۵. مهرآرا، محسن (۱۳۸۸) «الگوسازی و پی شبینی شاخص بورس اوراق بهادار تهران و تعیین متغیرهای مؤثر بر آن» فصلنامه پژوهشها و سیاستهای اقتصادی، سال هفدهم، شماره پنجاه، تابستان ۱۳۸۸، صص ۳۱-۵۱.
۱۶. نیک بخت، محمد رضا و همکاران. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت»، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره دوم، شماره اول، تابستان ۱۳۸۹، پیاپی ۵۸/۳ - صص ۲۷۰-۲۵۱.
۱۷. وفادار، عباس و غلامی، اسماعیل. (۱۳۷۶). «نگرشی بر سیاستهای تقسیم سود و تأثیر آن بر ارزش بازار سهام مؤسسات اقتصادی»، مجله حسابدار، شماره ۱۲۳، دی ۱۳۷۶، صص ۱۹-۳۱.
1. Abor, J., and Godfred, A., (2010). "Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy", *Economics and Finance* Vol 27, No 3.
  2. Adelegan O (2003). **An Empirical Analysis of the relationship between cash flow and dividend changes in Nigeria**, *Afr. Dev. Rev.* 15(1):35-49
  3. Aivazian, V. and Booth, L. (2003), "Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?", *Journal of Financial Research*, Vol. XXVI No. 3, pp. 371-87.
  4. Aleen, F., R. Michaely, (2002), "Payout Policy", [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
  5. Allen, F. and Gale, D. (2000). "Corporate governance and competition". In X. Vives (ed). *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives* Cambridge: Cambridge University.
  6. Ammann, M., D. Osech, and M. Schmid. (2010). "Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value": Evidence from the EU-Area, Working Paper.
  7. Anil, K., and Kapoor, S., (2008). "Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector", *International Research Journal of Finance and Economics* Issue 15.
  8. Bergstresser, D., and T. Philippon. (2006). "Manager Incentives and Earnings Management" *Journal of Financial Economics*, 80(3), pp 511-529.
  9. Olivier Blanchard & Jordi Galí, 2006. "Labor markets and monetary policy: A new-Keynesian model with unemployment," *Economics Working Papers* 1076, Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra.
  10. Byun, H., Lee, J and Park K. (2011). "Evidence from the Korean Economy", <http://www.ssrn.com>.
  11. Compbel, K. (1987), "Causality of Interest Rate, Exchange Rate and Stock Prices at Stock Market Open and Close in Hong Kong", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 10, PP. 123-143.



12. Fang, H & J.C.H, Loo (1994), "**Dolar Value & Stock Return**", *International Review Of Economics & Finance* , Vol .3, No.2, PP. 221-231.
13. Ferson, E. (1989), "**Stock Return and Nominal Interest Rat**", *American Economic Review*, Vol. 71, PP.545-565
14. Fuhrer, Jeff & Moore, George, 1995. "**Inflation Persistence**," *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 110(1), pages 127-59, February.
15. Giroud, X., and H. Mueller. (2011). "**Corporate governance, product market competition, and equity prices**", *Journal of Finance* 66,pp, 563-600.
16. Griffith, R. (2001). "**Product market competition, efficiency and agency costs: an empirical analysis**". Institute for Fiscal Studies.
17. Grosfeld, I. and T. Tressel. 2001. "**Competition, Corporate Governance: Substitutes or Complements? Evidence from the Warsaw Stock Exchange, CEPR Discussion Papers**", *Economics of Transition*, 103,pp, 525-551.
18. Kedia, S., Philippon, T. (2009). "**The Economics of Fraudulent Accounting**", *The Review of Financial Studies*, Vol. 22 (6) pp. 2169-2199.
19. Kim, E. and Y. Lu. (2010). "**CEO Ownership and External Governance**", SSRN Working Paper.
20. Laksmana, I & Yang, Y. (2011). "**Product Market Competition and Earnings Management to Meet Earnings Targets**", AAA annual Conference.
21. Lawson B., & Wang D. (2011). "**Auditor Monitoring and Dividend Payout Policy**". (March, 13, 2011). [Online] Available: <http://ssrn.com/abstract=1786948>
22. Lintner, John. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review* 46:2, 97-113.
23. Ronny Manos, Victor Murinde, Christopher J. Green. (2012). "**Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms**", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 21, pp. 42-56.
24. Marciukaityte, Dalia, and Park, J. (2010). "**Market competition and earnings management**", available at: <http://ssrn.com/abstract=136190>.
25. Marciukaityte, Dalia, and Raj Varma. (2008), "**Consequences of Overvalued Equity: Evidence from Earnings Manipulation**", *Journal of Corporate Finance* 14, pp, 418-430.
26. McKinsey and Company. (2000). "**Investor Opinion Survey London**", McKinsey and Company ([http://www.McKinsey.com/features/investor\\_opinion\\_index.html](http://www.McKinsey.com/features/investor_opinion_index.html)).
27. Miller, K. & G. Show Fang (2001). "**Is There a Long-Run Relationship Between Stock Returns and Monetary Variables: Evidence from an Emerging Market**," *Applied Financial Economics*, Vol. 11, PP. 641-649.
28. Trand Randy and Jan Inge Jenssen, (2004). "**Board Independence and Product Market Competition in Swedish Firms**", *Corporate Governance*, Volume 12, number 3, July 2004, pp, 281-289.