

## محرک‌های تصمیم تقسیم سود: پیام بازار

عبدالرضا تالانه<sup>۱</sup>، غزال مرتضائی شمیرانی<sup>۲</sup>

**چکیده:** این پژوهش با استفاده از داده‌های ۳۱۴ شرکت تولیدی از بورس تهران در دوره زمانی ۱۳۷۲ تا ۱۳۸۲، به بررسی تجربی تصمیم تقسیم سود می‌پردازد. برخلاف پژوهش‌های پیشین انجام شده در ایران که به بررسی سیاست‌های تقسیم سود، عوامل مؤثر بر تقسیم سود و تأثیر تقسیم سود بر قیمت‌های سهام در بورس پرداخته‌اند، پژوهش حاضر ضمن در نظر داشتن موارد قبلی، به بررسی تصمیم تقسیم سود و تأثیر متغیرهای سطح بازار بر تقسیم سود می‌پردازد. نتایج بررسی ما نشان می‌دهد که از میان متغیرهای سطح شرکت، تنها متغیرهای سود تقسیمی سال قبل، سود سال جاری، سود سال قبل و تغییر سود سال جاری بر تصمیم تقسیم سود اثرگذار هستند. برخلاف پژوهش‌های پیشین، شواهد محکمی مبنی بر اثرگذار بودن دیگر متغیرهای سطح شرکت مانند فرصت‌های رشد، نسبت اهرمی، اندازه شرکت و تمرکز مالکیت بر تقسیم سود به دست نیامد. همچنین بازده قیمتی سهم در سال تحت بررسی در تصمیم تقسیم سود گروه کاهش‌دهنده لحاظ می‌شود؛ اما به بازده سال قبل توجه نمی‌شود. درباره‌ی تأثیر متغیرهای سطح بازار بر تقسیم سود، در گروه کاهش‌دهنده‌ها شواهد ضعیفی به دست آمد که نشان می‌دهد اگر بازده قیمتی سهم در سال جاری زیاد باشد، میل به تقسیم سود نیز کمتر خواهد بود.

**واژه‌های کلیدی:** تصمیم تقسیم سود، متغیرهای سطح شرکت، متغیرهای سطح بازار

۱. استادیار دانشگاه آزاد واحد فیروزکوه، ایران

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه آزاد واحد فیروزکوه، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۹/۸/۲۳

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۸۹/۱۱/۱۲

نویسنده مسؤل مقاله: عبدالرضا تالانه

Email: [abdolrezatalaneh@yahoo.com](mailto:abdolrezatalaneh@yahoo.com)

## مقدمه

مدیران شرکت‌ها با هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران، در اداره‌ی امور شرکت ناگزیر از اتخاذ چهار نوع تصمیم تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، عملیاتی و در نهایت تصمیم تقسیم سود هستند. از میان تصمیم‌های فوق، تصمیم تقسیم سود به معنی تخصیص دادن سود هر سهم به دو بخش سود تقسیمی و سود انباشته، یکی از مهم‌ترین تصمیم‌هایی است که مدیران اتخاذ می‌کنند. تصمیم تقسیم سود برای دو گروه، مدیران شرکت و معامله‌گران سهام در بورس‌ها، اهمیت زیادی دارد.

برای مدیران، تصمیم تقسیم سود با اهمیت و حساس است؛ زیرا به‌طور غیرمستقیم بر دو تصمیم «تأمین مالی و سرمایه‌گذاری» که هر دو از وظایف مدیران است، اثر می‌گذارد. هرچه سود بیشتری تقسیم شود منابع داخلی شرکت کمتر خواهد شد؛ در نتیجه مدیران مجبور به تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری از منابع خارج از شرکت می‌شوند یا در نهایت باید از قسمتی از سرمایه‌گذاری‌ها صرف‌نظر کنند.

برای معامله‌گران سهام، تصمیم تقسیم سود می‌تواند دارای اهمیت باشد؛ زیرا سود تقسیمی رکن اساسی ارزشیابی محسوب می‌شود. تقسیم سود نقدی، اولین عامل ارزشیابی در مدل‌های تنزیلی مبتنی بر جریان نقدی است که معامله‌گران سهام از آن استفاده می‌کنند. همچنین تقسیم سود می‌تواند بر ساختار سرمایه و ریسک سهام شرکت‌ها تأثیر داشته باشد. این دو تأثیر در نهایت در قیمت سهام شرکت‌ها در بازار بازتاب می‌یابد. علاوه بر این، بسیاری از معامله‌گران بازار و سرمایه‌گذاران در صندوق‌های بازنشستگی برای گذراندن زندگی خواهان تقسیم سود نقدی هستند.

حساسیت و اهمیت مسئله‌ی تقسیم سود برای مدیران و معامله‌گران، محرک و انگیزه‌ای برای انجام پژوهش‌های زیاد درباره‌ی آن شده است. با وجود آن که مطالعات زیادی در باره‌ی تقسیم سود انجام شده است، هنوز یکی از مهم‌ترین و بحث‌انگیزترین مباحث مالیه است؛ به طوری که از آن به‌عنوان یکی از معماهای علم مالیه یاد می‌شود. برای مثال، هنوز روشن نشده است که چرا شرکت‌ها سود تقسیم می‌کنند یا چرا سود تقسیمی خود را تغییر می‌دهند. هنوز معلوم نیست چرا شرکت‌ها بخش زیادی از سود خود را تقسیم می‌کنند، در حالی که مودگیلانی و میلر (۱۹۶۱) نشان داده‌اند که چگونگی تقسیم کردن سود تأثیری در ارزش شرکت ندارد. محرک‌های اساسی پدیده‌ی هموارسازی سود سهام که ابتدا لیتنر (۱۹۵۶)

آن را مطرح کرد، هنوز شناخته نشده است. با وجود آن که مدل لیتنر بهترین توضیح ارائه شده از فرآیند تعیین سود سهام است [۱۱]، توجیه نظری ندارد. علاوه بر این، هنوز درک درستی از علت تغییر سود سهام وجود ندارد، به ویژه در زمانی که شرکت‌ها سود تقسیمی را افزایش می‌دهند.

صرف نظر از پیچیدگی ذاتی مسئله تقسیم سود، پژوهش‌های جامعی درباره‌ی عوامل تعیین‌کننده تصمیم تقسیم سود در ایران انجام نشده است. اندک پژوهش‌های تجربی انجام شده نیز با روش‌های آماری ساده به تعیین تأثیر عوامل بر سیاست‌های تقسیم سود پرداخته‌اند. بنابراین، درباره‌ی چگونگی تصمیم‌گیری مدیران در مورد تقسیم سود و عوامل اثرگذار بر آن هنوز ابهام وجود دارد و این درحالی است که تفاوت‌های محیط قانونی که شرکت‌های ایرانی در آن فعالیت می‌کنند از دیگر دلایلی است که ضرورت پرداختن به موضوع تقسیم سود در ایران را تشدید می‌کند.

پژوهش حاضر به آزمون تجربی تصمیم تقسیم سود در شرکت‌های ایرانی می‌پردازد و دست کم از دو جنبه با پژوهش‌های پیشین انجام شده در ایران متفاوت است. اول، برخلاف پژوهش‌های پیشین که به بررسی سیاست‌های تقسیم سود، عوامل مؤثر بر تقسیم سود و تأثیر تقسیم سود بر قیمت‌های سهم در بورس پرداخته‌اند، پژوهش حاضر ضمن در نظر داشتن موارد قبلی به بررسی تأثیر وضعیت بازار بر تقسیم سود پرداخته است. دوم، این پژوهش در روش‌شناسی نیز متفاوت از پژوهش‌های پیشین است. روش‌شناسی این پژوهش، علاوه بر استفاده از روش پانل در تحلیل‌های آماری، بر تصمیم تقسیم سود به‌جای سیاست یا مبلغ تقسیم سود تمرکز دارد.

### پیشینه‌ی پژوهش

تا دهه‌ی ۱۹۵۰، باور عمومی چنین بود که تقسیم سود (یکی از تصمیم‌های مهم مدیریت)، می‌تواند برای اثرگذاری بر قیمت سهم شرکت در بازار به کار برده شود. معاملات بورس اوراق بهادار نشان می‌داد سهام شرکت‌هایی که سود می‌پردازند، تقاضای بیشتری دارد؛ بنابراین، تبیین مدلی برای پیش‌بینی سود تقسیمی، کمک زیادی به سرمایه‌گذاران بود. پژوهش جان لیتنر اولین کوشش در زمینه‌ی تبیین سیاست تقسیم سود و پیش‌بینی آن بود که اعتبار تجربی آن در کار فاما و بابایاک آزمون شد [۱۴] [۱۶].

بعد از کار لیتنر، اولین چالش اساسی درباره‌ی سیاست تقسیم سود، بعد از انتشار مقاله جنجالی مودیگلیانی و میلر به وجود آمد. بیشتر مقالات نظری و پژوهش‌های تجربی درباره‌ی تقسیم سود و اثر آن بر قیمت‌های سهم در بازار متأثر از کار این دو دانشمند است. مودیگلیانی و میلر ادعا کردند که سود تقسیمی تأثیری بر قیمت سهم ندارد [۱۸]. این ادعا در زمانی مطرح شد که شواهد تجربی زیادی، هر چند غیرعلمی، دلالت بر آن داشتند که در واقعیت سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. بسیاری از شرکت‌ها با تقسیم سود می‌توانستند بر قیمت سهم خود در بازار اثر بگذارند. سرمایه‌گذاران در بازارها نیز به شرکت‌های تقسیم‌کننده سود سهام نقدی بیشتر، توجه بیشتری نشان می‌دادند.

کار مودیگلیانی و میلر چالش‌های زیادی در پی داشت و مبدأ پژوهش‌های تجربی بیشتر درباره‌ی مسئله‌ی تقسیم سود شد. از آن‌جا که هدف اساسی هر بنگاه، افزایش ارزش بازار سهام شرکت است، توجه پژوهشگران بیشتر به تأثیر تقسیم سود بر قیمت سهم در بازار بوده، پژوهش‌های پیشین درباره‌ی تقسیم سود بیشتر متأثر از این سوال بوده است که آیا تصمیم تقسیم سود بر قیمت سهم اثر دارد و اگر دارد چگونه اثری است؟ [۲] در پژوهش‌های جدیدتر، امکان اثرگذاری متغیرهای بازار بر تصمیم تقسیم سود مورد توجه قرار گرفته است. با گسترش دامنه‌ی پژوهش‌ها به بازارهای نوظهور، پژوهشگران به تأثیر عوامل سطح بازار بر تصمیم تقسیم سود نیز توجه کرده‌اند و به دنبال یافتن پاسخ این سوال هستند که آیا عوامل سطح بازار بر تصمیم تقسیم سود اثر دارد؟

#### تأثیر تقسیم سود بر بازار

کوشش‌های انجام شده در راستای پاسخ دادن به سؤال اول، به تدوین مدل‌های نظری و انجام آزمون‌های تجربی نظریه‌های مطرح شده منتهی شده است و توجه‌هایی مانند تفاوت مالیاتی، هزینه‌های نمایندگی، نظریه پیام‌رسانی، و نظریه پذیرایی<sup>۱</sup> مطرح شد که در میان آنها، نظریه پیام‌رسانی توجه زیادی را به خود جلب کرده است. بیشتر ادبیات تجربی در این گروه از پژوهش‌ها درباره‌ی تغییرات سود سهام بر بررسی واکنش‌های بازار به اعلام سود سهام و آزمون نظریه پیام‌رسانی متمرکز بوده است.

مدل‌های علامت‌دهی باتاچاریا (۱۹۷۹) و میلر و راک (۱۹۸۵)، تقسیم سود را ابزار علامت‌دهی مدیریت می‌داند که از آن برای آشکار کردن اطلاعات محرمانه به بازار استفاده می‌کند. پژوهش‌های متعددی نشان داده‌اند که تغییرات سود سهام با تغییرات قیمت در همان جهت ارتباط دارند و این بدان معنی است که بازار خبر تغییرات سود سهام را با ارزش می‌انگارد [۹]. دلیل چنین پدیده‌ای را در نتایج مطالعات درباره‌ی رابطه‌ی افزایش سود سهام و تحول سود می‌توان دید که نشان می‌دهند افزایش‌های سود سهام با افزایش‌های معنادار در سود دنبال می‌شود. مودیکلیانی و میلر علت این موضوع را نقص بازار سرمایه می‌دانند که آنها در تئوری خود آن را کامل فرض کرده‌اند. دلیل مهمی که باعث می‌شود آنها بر ارتباط سیاست تقسیم سود با ارزش سهام تأکید کنند، محتوای اطلاعاتی تقسیم سود است؛ زیرا سیاست تقسیم سود دارای بار اطلاعاتی است که بازار علائمی را از آن گرفته و آن را نشانه‌ای از نحوه‌ی تصمیم‌گیری و اطمینان مدیریت می‌داند. در واقع، وضع عملکرد شرکت که پشت سیاست تقسیم سود قرار دارد منجر به افزایش قیمت سهام می‌شود، نه خود تقسیم سود!

اما همه‌ی شواهد پژوهشی در تأیید نظریه پیام‌رسانی نبوده است. در کارهای هیلی و پالپو (۱۹۸۸)، بنارتزی، مایکلی و تالر (۱۹۹۷)، نسیم و زیو (۲۰۰۱) رابطه‌ی تغییرات سود سهام و سودهای آتی به‌خوبی تأیید نشده است؛ به‌طوری‌که به‌نظر می‌رسد تغییرات سود سهام، اطلاعات باارزشی را به بازار منتقل نمی‌کند. در واقع، تغییرات سود سهام چشم‌انداز سودهای آتی شرکت را علامت نمی‌دهد؛ بلکه به اعتقاد میلر (۱۹۸۷) بهتر است سودهای سهام به‌عنوان سودهای تأخیری دیده شود [۲۱].

تئوری دیگری که اثرگذاری تقسیم سود بر قیمت‌های بازار را توجیه می‌کند، تئوری نمایندگی است. مدل‌های نمایندگی ایستریوک (۱۹۸۴) سیاست تقسیم سود را از تعامل طرف‌های درگیر در شرکت استخراج می‌کند. استدلال چنین است که تحت شرایط معینی، سود سهام می‌تواند تضادهای نمایندگی موجود را تخفیف دهد و این باید با افزایش ارزش شرکت مرتبط باشد. هر دو تئوری پیام‌رسانی و هزینه‌ی نمایندگی پیشگویی‌های

۱. در آمریکا که بیشتر پژوهش‌های تقسیم سود با داده‌های امریکایی بوده است، شرکت‌ها مکلفند تقسیم سود خود را پیش از شروع هر سال اعلام کرده، در چهار نوبت آن را پرداخت کنند. با وجود چنین الزامی تغییر در میزان تقسیم سود می‌تواند دلالت بر اطمینان مدیران از افزایش یا کاهش سودآوری آینده داشته باشد.

مشابهی درباره‌ی رابطه‌ی تغییرات قیمت‌های بازار سهام و تصمیم تقسیم سود به‌دست می‌دهند. در هر دو نوع استدلال، به امید ارزش بازار بالاتر سود پرداخت می‌شود. بنابراین، مهم نیست که سود سهام به‌معنی ابلاغ اخبار خوب باشد (پیام‌دهی) یا به‌دلیل کاهش هزینه‌های نمایندگی. در هر دو حالت باید شاهد افزایش معنادار در قیمت سهم بعد از افزایش سود سهام باشیم [۲۱].

تئوری پذیرایی بیکر و وارگلر (۲۰۰۴)، هم تعبیری از رابطه‌ی سیاست تقسیم سود و عملکرد بازار را نشان می‌دهد. طبق این نظریه، تقاضای سرمایه‌گذاران غیرمنطقی ممکن است شکافی بین قیمت سهم شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام (پردازها) و شرکت‌هایی که سود سهام نمی‌پردازند (نپردازها)، ایجاد کند. در شرایط معین، وقتی سهام سودپردازها با صرف از سوی سرمایه‌گذاران غیرمنطقی معامله می‌شود، مدیران به‌طور منطقی با افزایش دادن سود سهام به پیشواز چنین سرمایه‌گذارانی می‌روند و از آنها با دادن سود سهام بیشتر پذیرایی می‌کنند. طبق این تئوری، افزایش در سود سهام باید با افزایش ارزش بازار در سالی که تصمیم تقسیم سود گرفته شد یا سال بعد از آن دنبال شود [۲۱].

#### تأثیر بازار بر تقسیم سود

درحالی‌که در پژوهش‌های پیشین بیشتر به اثر تقسیم سود بر قیمت‌های سهم در بازار توجه شده است، پژوهش‌های اخیر به تأثیر وضعیت بازار بر تصمیم تقسیم سود مدیران توجه دارد. برخی پژوهش‌های جدیدتر، همچون ساوا و ویر [۲۱]، به بررسی تأثیر وضعیت بازار بر تقسیم سود می‌پردازند. رویکرد اخیر به پژوهش درباره‌ی تقسیم سود، به داده‌های سطح بازار نیز به‌عنوان عوامل مؤثر بر تصمیم تقسیم سود توجه می‌کند. در واقع، استدلال چنین است که تصمیم به افزایش تقسیم سود می‌تواند تا حدی متأثر از بازده ناکافی سهامداران در سال تحت بررسی باشد. اگر عملکرد قیمتی سهم در بازار راضی‌کننده نباشد، تقسیم سود ابزاری برای افزایش بازده سهامداران و راضی‌نگاه داشتن آنان است.

برای نمونه، ساوا و ویر [۲۱] علاوه بر توجه به تأثیر تقسیم سود بر قیمت‌های بازار سهام، به وضعیت یا جو بازار و تأثیر احتمالی آن بر تصمیم تقسیم سود نیز توجه کرده است. نمونه‌ی این پژوهش شامل شرکت‌های آلمانی از سال ۱۹۸۲ تا ۲۰۰۳ است. از دو فرضیه‌ی کلی آنها، یکی رابطه‌ی متغیرهای اساسی سطح شرکت را بر تصمیم تقسیم سود بررسی می‌کند و

دیگری رابطه‌ی حرکات بازار و تصمیم‌تقسیم سود را بررسی می‌کند. متغیرهای اساسی سطح شرکت در پژوهش آنها عبارتند از: ارزش بازار سهم، اندازه‌ی شرکت، نرخ رشد جاری، جمع دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهم، نسبت اهرمی، مخارج سرمایه‌ای و سودآوری. همچنین آنها از بازده بازار به‌عنوان نماینده وضعیت بازار و از بازده سهم به‌عنوان نمادی از بازده سهامدار استفاده کردند. برای بررسی اثر عوامل مختلف بر تصمیم‌تقسیم سود از رگرسیون‌های لاجیت و پانل دیتای غیرمتوازن استفاده شده است. به‌طور کلی، در این پژوهش اهمیت نسبی متغیرهای اساسی و حرکات بازار با به‌کارگیری مدل‌های مجزا برای تصمیم‌سود تعیین شده‌اند. نتایج کار آنها نشان داده است که وضعیت بازار، تصمیم‌افزایش سود را هدایت می‌کنند.

#### پژوهش‌های انجام شده در ایران

پژوهش‌های انجام شده در باره تقسیم سود شرکت‌های ایرانی به چند مورد محدود می‌شود که بیشتر آنها به بررسی عوامل سطح شرکت مؤثر بر سود تقسیمی پرداخته‌اند. مهرانی و تالانه [۸]، قلی‌پور [۷]، قربانی و جهانخانی [۶] و سعیدی و بهنام [۴] نمونه‌هایی از مهم‌ترین این پژوهش‌ها هستند. به‌غیر از مهرانی و تالانه که به بررسی ساختار تأخیری و در نتیجه هدفمند بودن تقسیم سود پرداخته‌اند، پژوهش‌های دیگر بر شناسایی عوامل اثرگذار بر تقسیم سود متمرکز بوده‌اند.

برای نمونه، قربانی و جهانخانی به بررسی اثر عوامل درون‌شرکتی مؤثر بر تقسیم سود شرکت، شرکت‌های بورس تهران با داده‌های سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۲ پرداخته‌اند. عوامل احتمالی تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود در بررسی آنها عبارتند از: نرخ رشد درآمدهای شرکت، بتای شرکت معرف اهرم مالی و عملیاتی، پراکندگی مالکیت معرف هزینه‌های نمایندگی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهم معرف فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تغییرات تقسیم سود نقدی برای کنترل پیام‌رسانی، اندازه‌ی شرکت، ساختار مالی و میزان نقدینگی. در کار آنها متغیر وابسته، بازده سود سهام است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز از مدل رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است که همه‌ی عوامل یاد شده در بالا به‌عنوان متغیر مستقل در آن آمده‌اند [۶].

سعیدی و بهنام که از الگوی تحلیلی پانل در آزمون‌های آماری بهره برده‌اند و کارشان متمایز از دیگران است، نیز از رویکرد مشابهی در پژوهش خود استفاده کرده‌اند و ۱۱ متغیر

سطح شرکت را در یک مدل رگرسیونی بررسی کرده‌اند. سود تقسیمی، اهرم، اندازه‌ی شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، جریان نقد عملیاتی، سود انتظاری سال بعد، سود تقسیمی رقیب، نرخ تورم، سهام شناور آزاد، نرخ رشد سود ۵ سال قبل و سود هر سهم متغیرهای بررسی شده هستند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، پنج متغیر اندازه، سود تقسیمی سال قبل، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تورم و سود موردانتظار می‌توانند تا ۹۲ درصد تغییرات سود تقسیمی را توضیح دهند [۴].

مرور پژوهش‌های پیشین، به‌ویژه پژوهش‌های ایرانی، نشان می‌دهد که پژوهشگران بیشتر به متغیرهای سطح شرکت همچون سودآوری، فرصت‌های رشد، اندازه، نسبت بدهی و ... به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده تقسیم سود توجه داشته‌اند و تأثیر احتمالی متغیرهای سطح بازار، همچون منفعت سرمایه، بازده نقدی سهامدار و جو حاکم بر بازار، بر تقسیم سود هنوز مغفول مانده است؛ از این رو، نه تنها باید به اثر سود سهام بر قیمت سهم توجه داشت بلکه باید به رابطه معکوس آن نیز توجه کرد.

به نظر می‌رسد، تصمیم به افزایش یا کاهش سود سهام تاحدی به‌دلیل بازده ضعیف روی سهم باشد. تفاوت قانونی در حوزه‌ی تقسیم سود در شرکت‌های ایرانی چنین باوری را تقویت می‌کند. اگر طبق عرف قانونی، تصمیم تقسیم سود در انتهای دوره‌ی عملکرد اتخاذ شود، این تصمیم بهتر می‌تواند متأثر از عملکرد گذشته و بازده کسب‌شده سهامدار از منفعت سرمایه باشد تا ابزاری برای مخابره پیامی درباره‌ی سودآوری آتی شرکت. تصور ما این است که در غیاب سهم خزانه در ایران، مدیریت در تصمیم تقسیم سود نه تنها به قوت مالی شرکت توجه خواهد داشت بلکه به بازدهی که سهامداران کسب می‌کنند نیز توجه می‌کند. تصمیم تقسیم سود با در نظر داشتن بازده ناشی از سود تقسیمی و منفعت سرمایه‌ای که سهامدار کسب خواهد کرد، اتخاذ خواهد شد. در ایام رکود بازار، وقتی بازده بازار برای سهامداران رضایت‌بخش نیست، افزایش دادن سود سهام، ابزاری برای جبران مافات سرمایه‌گذاران است.

علاوه بر این، مرور پژوهش‌های ایرانی، نشان می‌دهد که پژوهشگران در بیشتر پژوهش‌های خود از متغیر سود تقسیمی هر سهم در تحلیل‌ها استفاده کرده‌اند و به تصمیم تقسیم سود برای افزایش یا کاهش دادن آن توجهی نشده است. به‌گمان ما متغیر سود تقسیمی را می‌توان به متغیر تصمیم تقسیم سود تبدیل کرد و از آن در تحلیل‌ها استفاده کرد. تصمیم



تقسیم سود به صورت تصمیم به افزایش، تصمیم به کاهش و تصمیم به ثبات سود تقسیمی در تحلیل‌ها قابل بررسی است.

### سؤال‌های پژوهش

با توجه به پژوهش‌های بررسی شده در بخش قبل و وجود برخی نارسایی‌ها در پژوهش‌های ایرانی، در این پژوهش بر دو گروه متغیرهای مؤثر بر تصمیم‌تقسیم سود یعنی متغیرهای سطح شرکت و متغیرهای سطح بازار تمرکز داریم. بنابراین، سؤال‌های پژوهش را می‌توان به شرح زیر صورت‌بندی کرد!

۱. آیا بین سودهای تقسیمی در سه گروه شرکت‌های افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت نگهدارنده تصمیم سود تفاوت معنی‌دار وجود دارد؟
۲. آیا بین متغیرهای سطح شرکت در سه گروه شرکت‌های افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت نگهدارنده تصمیم سود تفاوت معنی‌دار وجود دارد؟
۳. آیا بین متغیرهای سطح بازار در سه گروه شرکت‌های افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت نگهدارنده تصمیم سود تفاوت معنی‌دار وجود دارد؟
۴. آیا متغیرهای سطح شرکت بر تصمیم‌تقسیم سود شرکت‌ها مؤثر است؟
۵. آیا متغیرهای سطح بازار بر تصمیم‌تقسیم سود شرکت‌ها مؤثر است؟

### فرضیه‌های پژوهش

حدس ما این است که به‌عنوان فرضیه اول پژوهش، متناظر با سؤال‌های اول تا سوم، متغیرهای سود تقسیمی، متغیرهای سطح شرکت و سطح بازار بین سه گروه تفاوت معنی‌دار دارند. به‌عنوان فرضیه دوم، متناظر با سؤال‌ها چهارم و پنجم، متغیرهای سطح شرکت و سطح بازار بر تصمیم‌تقسیم سود اثر دارند.<sup>۲</sup>

۱. سه سؤال اول به بررسی مفهومی مسئله تقسیم سود می‌پردازد و به تفاوت‌های بین گروه‌ها به‌عنوان سرخط‌های اساسی توجه دارد. اگر چنین تفاوت‌هایی در سه گروه شرکت‌های افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت‌نگهدارنده تصمیم سود وجود داشته باشد، اثر متغیرهای سطح شرکت و سطح بازار بر تصمیم‌تقسیم سود ضرورت می‌یابد. بنابراین، سؤال‌های چهارم و پنجم در تکمیل سؤال‌های قبلی به بررسی تأثیر متغیرها بر تصمیم‌تقسیم سود می‌پردازد.

۲. فرضیه‌های پژوهش اغلب صورت مثبت از سؤال‌های پژوهشی است. از آن‌جاکه فرضیه‌های متناظر با سؤال‌های پژوهش برای خواننده عادی روشن و قابل درک است، از بیان صریح فرضیه‌های پژوهش خودداری شده است.

## روش‌شناسی پژوهش متغیرها و روش اندازه‌گیری آنها

متغیرهای استفاده شده در این پژوهش شامل سه گروه متغیرهای تقسیم سود، متغیرهای سطح شرکت و متغیرهای سطح بازار است که به شرح جدول شماره (۱) محاسبه می‌شوند. گفتنی است، به غیر از متغیرهای سطح بازار که تنها در این پژوهش لحاظ شده‌اند، متغیرهای سطح شرکت به‌طور کامل با متغیرهای سایر پژوهش‌های ایرانی مشابه هستند.

جدول ۱. متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

متغیرها	نماد	نحوه اندازه‌گیری
<b>متغیرهای تقسیم سود:</b>		
تصمیم تقسیم سود (متغیر توضیحی در رگرسیون‌ها)	dDPS <sub>t</sub>	$DPS_t - DPS_{t-1}$
سود تقسیمی به کل دارایی‌ها	Div / A	$Div_t / A_t$
سود تقسیمی به کل دارایی‌ها در سال قبل	Lag (Div / A)	$Lag (Div_t / A_t)$
سود تقسیمی هر سهم	DPS <sub>t</sub>	$DPS_t$
<b>متغیرهای سطح شرکت:</b>		
سودآوری سال جاری	EBIT / A	$EBIT_t / A_t$
سودآوری سال قبل	Lag (EBIT / A)	$Lag (EBIT_t / A_t)$
تغییر سودآوری سال جاری	d EBIT / A	$(EBIT_t - EBIT_{t-1}) / A_t$
فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد	M / B	$(M_t + L_t) / (B_t + L_t)$
فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد	d A / A	$(A_t - A_{t-1}) / A_{t-1}$
نسبت اهرمی	DEBT / A	$L_t / A_t$
اندازه شرکت	Log Equity	$Log B_t$
اندازه شرکت	Log Market Value	$Log M_t$
تمرکز مالکیت	Centralization	$Log (ST_t \times TT)$
کنترل زیان	Neg. EBIT	به ازای مشاهدات منفی یک و غیر آن صفر
<b>متغیرهای سطح بازار:</b>		
نقدشوندگی سهام	Liquidity	$(ST_t \times TT) / TSO_t$
بازده قیمتی سهم	R <sub>t</sub>	$(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$
بازده نقدی سهم	DY <sub>t</sub>	$DPS_t / P_{t-1}$
بازده کل سهم	TR <sub>t</sub>	$(P_t - P_{t-1} + DPS_t) / P_{t-1}$
تفاضل بازده قیمتی سهم با میانگین بازده‌ها	R <sub>t</sub> - Mean R <sub>t</sub>	$R_t - Mean R_t$

DPS معرف سود هر سهم، DIV معرف سود تقسیمی کل، A معرف جمع کل دارایی‌ها، EBIT سود قبل از بهره و مالیات، M ارزش بازار حقوق مالکان، B ارزش دفتری حقوق مالکان، L ارزش دفتری بدهی‌ها، ST معرف سهام معامله شده، TT تعداد دفعات معامله، TSO کل سهام معامله شده، P معرف قیمت، و اندیس t در همه موارد نماد زمان است.

### روش آزمون فرضیه اول

پاسخ دادن به سؤال‌های اول تا سوم و در نتیجه بررسی فرضیه اول، نیازمند تفکیک شرکت‌ها یا مشاهدات سود تقسیمی آنها به سه گروه، شامل افزایش‌ها، کاهش‌ها و ثبات‌ها است؛ از این رو، براساس متغیر سود تقسیمی هر سهم می‌توان نمونه را به سه بخش تفکیک کرد. نماد  $dDPS_t$  به معنی میزان تغییر در سود تقسیمی هر سهم است؛ درحالتی که مثبت است در گروه افزایش‌دهنده‌ها؛ اگر منفی است در گروه کاهش‌دهنده‌ها و زمانی که صفر است در گروه ثابت‌ها قرار می‌گیرد. بعد از این تفکیک، میانگین متغیرهای سود تقسیمی، متغیرهای سطح شرکت و متغیرهای سطح بازار در سه گروه شرکت‌های افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت نگاه‌دارنده به‌طور دو به دو با استفاده از آماره‌ی  $t$ -student دو دنباله، برای دو جامعه وابسته به هم آزمون خواهند شد.

### روش آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم که برخاسته از سؤال‌های چهارم و پنجم است، اثر متغیرهای سطح شرکت و متغیرهای سطح بازار را بر تصمیم‌تقسیم سود بررسی می‌کند. این فرضیه با استفاده از مدل رگرسیونی زیر آزمون می‌شود.

$$dDPS_{ijt} = \beta_0 + \sum \beta_{ij} X_{ijt} + \beta_{ij} Y_{ijt} + e_{ijt} \quad (1)$$

که در آن متغیر  $X_{ijt}$  معرف متغیرهای سطح شرکت و  $Y_{ijt}$  معرف متغیرهای سطح بازار در زمان  $t$  است. اندیس  $i$  معرف شرکت و اندیس  $j$  معرف هر یک از متغیرهای مستقل سطح شرکت یا سطح بازار است.

این مدل رگرسیونی در چهار مرحله و به تفکیک سه گروه شرکت‌های افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت‌نگهدارنده سود تقسیمی برآزش خواهد شد. در مرحله‌ی اول تنها متغیرهای سطح شرکت به‌عنوان متغیرهای مستقل وارد مدل می‌شوند؛ در گام دوم متغیرهای سطح شرکت و یکی از متغیرهای سطح بازار (بازده قیمتی سهم  $R_t$ ) وارد مدل خواهند شد، در مرحله‌ی سوم متغیرهای سطح شرکت و یکی دیگر از متغیرهای سطح بازار (بازده قیمتی سهم در سال قبل  $R_{t-1}$ ) وارد مدل می‌شوند و در نهایت متغیرهای سطح شرکت و آخرین متغیر معرف بازدهی سهم ( $R_t - \text{mean } R_t$ ) وارد مدل می‌شود. آزمون

معناداری (t-student) هر یک از ضرایب مدل رگرسیونی، تأثیر متغیرها بر تصمیم سود را نشان خواهد داد.<sup>۱</sup>

### جامعه‌ی آماری و انتخاب نمونه

جامعه‌ی آماری این پژوهش، تمامی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۷۲ تا ۱۳۸۲ است. برای رسیدن به نمونه‌ی نهایی پژوهش محدودیت‌های زیر بر جامعه اعمال شد.

۱. شرکت انتخابی جزو شرکت‌های خدماتی و مالی، هلدینگ‌ها، صنایع پتروشیمی و نفت، بانک‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها نباشد؛
  ۲. پایان سال مالی شرکت‌ها به پایان اسفند هر سال منتهی شود؛
  ۳. شرکت‌ها در همه‌ی سال‌ها سود نقدی تقسیم کرده باشند.
- بعد از اعمال این محدودیت‌ها، ۳۱۴ شرکت تولیدی به‌عنوان نمونه نهایی پژوهش انتخاب و داده‌های مورد نیاز برای هر شرکت از بانک اطلاعاتی دنا استخراج شد.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی نمونه‌ی پژوهش

آمار توصیفی مربوط به تعداد مشاهدات در هر یک از سال‌های بررسی شده و به تفکیک سه گروه شرکت‌های افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت‌نگهدارنده سود تقسیمی در جدول شماره (۲) ارائه شده است.<sup>۲</sup>

۱. در اجرای مدل رگرسیونی (۱)، مشکلاتی همچون تأثیر تفاوت سال‌ها، خصوصیات شرکت‌ها، ناهمسانی واریانس و هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وجود دارد که لازم است با استفاده از تکنیک‌های آماری و محاسباتی مناسب کنترل شوند. برای کنترل چنین مشکلاتی، مدل رگرسیونی یادشده با استفاده از تکنیک پانل (Panel data) در نرم افزار Eviews و با کنترل اثرات ثابت (Fixed effect) که بیشتر استفاده می‌شود، اجرا شد.

۲. آمار توزیع شرکت‌ها بر حسب صنایع به دلیل تفصیل زیاد گزارش نشده است. اما گفتنی است، تنوع شرکت‌های نمونه تقریباً همه صنایع تولیدی بورس تهران را در بر می‌گیرد.

جدول ۲. آمار توصیفی تعداد مشاهدات در هر یک از سال‌ها به تفکیک سه گروه

سال	تعداد کل مشاهدات	به تفکیک مبلغ سود تقسیمی کل			به تفکیک مبلغ سود هر سهم		
		$\Delta D > 0$	$\Delta D = 0$	$\Delta D < 0$	$\Delta D > 0$	$\Delta D = 0$	$\Delta D < 0$
۱۳۷۲	۱۱۸	۷۶	۱۳	۲۹	۷۲	۱۱	۳۵
۱۳۷۳	۱۶۲	۱۰۹	۲۹	۲۴	۹۹	۲۵	۳۸
۱۳۷۴	۱۷۳	۱۲۳	۱۸	۳۲	۱۰۴	۱۷	۵۲
۱۳۷۵	۲۲۳	۱۷۰	۱۸	۳۵	۱۴۴	۱۵	۶۴
۱۳۷۶	۲۱۹	۱۲۷	۲۲	۷۰	۹۷	۲۴	۹۸
۱۳۷۷	۲۳۲	۱۰۶	۳۳	۹۳	۹۱	۳۲	۱۰۹
۱۳۷۸	۲۳۸	۱۳۹	۳۶	۶۳	۱۱۷	۳۶	۸۵
۱۳۷۹	۲۶۶	۱۴۵	۳۷	۸۴	۱۱۹	۳۷	۱۱۰
۱۳۸۰	۲۸۷	۱۴۶	۵۸	۸۳	۱۳۲	۵۴	۱۰۱
۱۳۸۱	۲۹۰	۱۲۴	۵۸	۱۰۸	۹۶	۵۳	۱۴۱
۱۳۸۲	۲۲۰	۱۱۴	۴۰	۶۶	۸۰	۴۱	۹۹
Total	۲۴۲۸	۱۳۷۹	۳۶۲	۶۸۷	۱۱۵۱	۳۴۵	۹۳۲
%	۱۰۰	۵۷	۱۵	۲۸	۴۸	۱۴	۳۸

چنان‌که آمار جدول شماره (۲) نشان می‌دهد حدود نیمی از شرکت‌های ایرانی (حدود ۵۷ درصد) سود تقسیمی خود را افزایش داده‌اند و حدود ۲۸ درصد تصمیم به کاهش سود تقسیمی داشته‌اند.

#### نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیه اول، به تفکیک سه گروه شرکت‌های افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت‌نگهدارنده سود تقسیمی در سه تابلوی (الف، ب، ج) از جدول شماره (۳) درج شده است. نتایج آزمون t-student برای معناداری تفاوت میانگین متغیرهای پژوهش به تفکیک سه گروه در سه ستون سمت راست جدول شماره (۳) آمده است. هر یک از ستون‌ها نتایج آزمون را برای مقایسه دو گروه از سه گروه (به ترتیب از چپ به راست برای افزایش در برابر کاهش، افزایش در برابر ثابت و کاهش در برابر ثابت) نشان می‌دهد.

**جدول ۳. آزمون t-student برای تفاوت معنی‌داری بین متغیرهای سود تقسیمی، متغیرهای سطح شرکت و متغیرهای سطح بازار در سه گروه**

تابلوی الف) متغیر سود تقسیمی

	میانگین متغیرها در هر یک از سه گروه			آزمون مقایسه تفاوت میانگین‌ها در گروه‌ها		
	Dec.	Cont.	Inc.	Inc.>Dec.	Inc.<Cont.	Dec.<Cont.
<b>Dividend Variables' Mean:</b>						
d DPS <sub>t</sub>	۲۲۶۵/۹۴۰	۰/۰۰۰	۱۵۲۸/۴۹۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱
Div / A	۰/۱۰۷	۰/۲۵۰	۰/۱۶۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Lag (Div / A)	۰/۱۵۱	۰/۰۲۷	۰/۱۱۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
DPS <sub>t</sub>	۸۴۵/۴۲۱	۲۲۱/۶۳۳	۴۵۹۰/۰۱۱	۰/۱۱۰	۰/۰۶۳	۰/۰۰۰

ارقام بولد شده در سطح ۹۹ درصد معنی‌دار هستند.

نتایج تابلوی الف) از جدول شماره (۳) نشان می‌دهد که میانگین متغیرهای معرف تقسیم سود در سه گروه از شرکت‌های افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت‌نگهدارنده در سطح ۹۹ درصد تفاوت معنادار دارند. فقط سود تقسیمی هر سهم از گروه افزایش‌دهنده در مقایسه با دو گروه دیگر (کاهش‌دهنده و ثابت‌نگهدارنده) تفاوت معنی‌دار نشان نمی‌دهد.

**جدول ۳. آزمون t-student برای تفاوت معناداری بین متغیرهای سود تقسیمی، متغیرهای سطح شرکت و متغیرهای سطح بازار در سه گروه**

تابلوی ب) متغیرهای سطح شرکت

	میانگین متغیرها در هر یک از سه گروه			نتیجه آزمون تفاوت میانگین‌ها در گروه‌ها		
	Dec.	Cont.	Inc.	Inc.>Dec.	Inc.<Cont.	Dec.<Cont.
<b>Firm Variables' Mean:</b>						
EBIT / A	۰/۱۷۹	-۰/۰۲۳	۰/۲۴۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Lag (EBIT / A)	۰/۲۳۳	۰/۰۰۳	۰/۲۰۵	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
d EBIT / A	-۱/۱۳۱	-۰/۰۰۲	۰/۰۶۷	۰/۰۱۹	۰/۰۰۶	۰/۰۲۷
M / B	۳۱۰۶۳/۴۲۸	۴۷۱۲/۳۰۳	۲۹۵۰۱/۴۸۹	۰/۷۷۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
d A / A	-۷/۹۷۲	-۰/۱۸۱	۰/۱۳۷	۰/۰۴۶	۰/۰۰۰	۰/۰۵۵
DEBT / A	۰/۷۰۹	۱/۰۸۰	۰/۷۱۸	۰/۱۷۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Log Equity	۳/۲۳۹	۲/۹۹۹	۳/۳۲۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Log Market Value	۷/۸۷۷	۷/۴۵۰	۷/۹۵۰	۰/۰۴۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Centralization	۷/۹۲۱	۶/۸۶۷	۷/۸۵۱	۰/۴۳۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

ارقام بولد شده در سطح ۹۹ و ۹۵ درصد معنادار هستند.

نتایج تابلوی (ب) از جدول شماره (۳) نشان می‌دهد که مطابق انتظار متغیرهای معرف سود و سودآوری در هر سه گروه، تفاوت معنادار دارند. مقایسه متغیرهای معرف فرصت‌های رشد، اهرم، اندازه (لگاریتم ارزش بازار)، تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام تنها در یک وضعیت (مقایسه افزایش‌دهنده‌ها و کاهش‌دهنده‌ها) تفاوت معنی‌دار نشان نمی‌دهند؛ ولی در وضعیت‌های دیگر تفاوت معنادار در سطح ۹۹ درصد و ۹۵ درصد دارند. متغیر لگاریتم حقوق صاحبان سهام که یکی از متغیرهای معرف اندازه است، در هر سه گروه تفاوت معنادار نشان می‌دهد.

جدول ۳. آزمون t-student برای تفاوت معنی‌داری بین متغیرهای سود تقسیمی، متغیرهای سطح شرکت، و متغیرهای سطح بازار در سه گروه

Market Variables Mean:	تابلوی ج) متغیرهای سطح بازار					
	میانگین متغیرها در هر یک از سه گروه			نتیجه آزمون تفاوت میانگین‌ها در گروه‌ها		
	Dec.	Cont.	Inc.	Inc.<Dec.	Inc.<Cont.	Dec.<Cont.
Liquidity	۱۰۱۲۳۴/۶۰۲	۳۸۳۰۴/۷۴۱	۱۱۵۰۵۶/۷۲۲	۰/۶۵۵	۰/۰۰۰	۰/۰۲۳
$R_t$	-۰/۱۲۴	۹/۷۷۰	۰/۴۷۹	۰/۰۰۰	۰/۳۱۳	۰/۲۸۳
$DY_t$	۰/۱۱۱	۰/۰۸۵	۰/۲۵۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۷
$TR_t$	-۰/۰۱۳	۹/۸۵۴	۰/۷۳۱	۰/۰۰۰	۰/۳۲۲	۰/۲۸۴
$R_{t-1}$	-۰/۱۶۱	۰/۴۰۳	۰/۲۰۷	۰/۵۰۶	۰/۶۷۱	۰/۶۰۱
$DY_{t-1}$	۰/۲۴۴	۰/۰۸۵	۰/۱۴۸	۰/۰۱۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
$TR_{t-1}$	۰/۱۲۰	۹/۸۵۴	۰/۶۲۷	۰/۰۰۰	۰/۳۱۷	۰/۲۹۱
$R_t - \text{Mean } R_t$	-۱/۰۶۳	۸/۸۳۱	-۰/۴۶۰	۰/۰۰۰	۰/۳۱۳	۰/۲۸۳

ارقام بولد شده در سطح ۹۹ و ۹۵ درصد معنادار هستند.

تابلوی (ج) از جدول شماره (۳) نشان می‌دهد که مقایسه اغلب متغیرهای سطح بازار بین دو گروه افزایش‌دهنده و کاهش‌دهنده وجود تفاوت معنادار در سطح ۹۹ درصد را نشان می‌دهد. در مقایسه گروه‌های دیگر تنها متغیر بازده نقدی سهام تفاوت معنادار دارد. این شواهد از تابلوی (ج) می‌تواند تأییدی بر این حدس باشد که تصمیم به افزایش یا کاهش

تقسیم سود با توجه به متغیرهای سطح بازار گرفته می‌شود. این نتیجه و نتایج جدول‌های دیگر نیازمند بررسی بیشتر است که در آزمون فرضیه دوم انجام شده است.

#### نتایج آزمون فرضیه دوم

نتایج آزمون فرضیه دوم به تفکیک سه گروه شرکت‌های افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت‌نگهدارنده سود تقسیمی در سه تابلوی (الف، ب، ج) از جدول شماره (۴) آمده است. سطح معنی‌داری ضرایب متغیرهای مستقل در هر یک از مدل‌های رگرسیونی، در ستون کنار ضرایب نوشته شده است.

جدول ۴. نتایج چهار مدل رگرسیونی به تفکیک سه گروه از مشاهدات سود تقسیمی

Variables:	Coefficient		Prob.		Coefficient		Prob.		Coefficient		Prob.	
C	۰/۲۴۱۱۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۲۸۸۹۴۰	۰/۰۰۰۰	۰/۲۱۱۷۰۴	۰/۰۰۷۰	۰/۳۸۸۷۴۵	۰/۰۰۰۰				
Lag (DPS/A)	-۷/۹۰E-۱۰	۰/۰۰۰۰	-۶/۰۷E-۱۰	۰/۰۰۰۱	-۴/۴۴E-۱۰	۰/۰۰۹۷	-۶/۱۴E-۱۰	۰/۰۰۰۱				
EBIT/A	۱/۴۷E-۰۹	۰/۰۰۰۰	۱/۲۲E-۰۹	۰/۰۰۰۰	۱/۴۲E-۰۹	۰/۰۰۰۰	۱/۲۶E-۰۹	۰/۰۰۰۰				
Lag (EBIT/A)	-۲/۶۲E-۱۰	۰/۰۳۴۷	-۲/۹۹E-۱۰	۰/۰۳۱۹	-۴/۶۵E-۱۰	۰/۰۰۲۸	-۳/۲۳E-۱۰	۰/۰۲۰۴				
d EBIT/A	۳/۱۳E-۱۰	۰/۰۰۰۰	۳/۳۵E-۱۰	۰/۰۰۰۰	۳/۳۵E-۱۰	۰/۰۰۰۰	۳/۴۳E-۱۰	۰/۰۰۰۰				
M/B	۴/۵۸E-۱۲	۰/۰۳۱۸۱	۲/۷۰E-۱۲	۰/۵۹۱۴	۸/۳۳E-۱۳	۰/۰۸۷۹۰	۲/۵۲E-۱۲	۰/۶۱۶۷				
DEBT/A	۸/۷۹E-۱۱	۰/۰۸۰۱	۷/۹۸E-۱۱	۰/۱۵۸۲	۱/۱۳E-۱۰	۰/۰۷۵۰	۸/۷۲E-۱۱	۰/۱۲۳۱				
Log Equity	۲/۷۹E-۱۱	۰/۰۲۳۷	۱/۹۰E-۱۱	۰/۱۶۹۰	۲/۴۴E-۱۱	۰/۱۱۲۰	۱/۹۱E-۱۱	۰/۱۶۷۶				
Centralization	-۶/۹۱E-۱۲	۰/۰۷۴۲	-۶/۳۸E-۱۲	۰/۱۳۱۰	-۷/۲۳E-۱۲	۰/۱۱۹۷	-۵/۶۶E-۱۲	۰/۱۸۱۲				
Neg. EBIT	-۰/۱۸۷۳۹۷	۰/۰۰۷۱	-۰/۲۴۸۷۰۱	۰/۰۱۳۱	-۰/۱۵۱۱۲۴	۰/۰۹۲۱	-۰/۲۳۱۱۲۳	۰/۰۴۱۱				
Liquidty	-۴/۷۶E-۱۲	۰/۲۶۶۹	-۴/۷۱E-۱۲	۰/۳۱۸۶	-۴/۱۱E-۱۲	۰/۴۲۶۹	-۴/۷۱E-۱۲	۰/۳۱۸۶				
$R_t$			۱/۴۶E-۱۰	۰/۰۰۰۰								
$R_{t-1}$					۹/۷۳E-۱۲	۰/۶۵۲۸						
$R_t$ -mean $R_t$							۱/۲۹E-۱۰	۰/۰۰۰۰				
R-squared	۰/۱۹۶۲۰۳		۰/۲۳۱۸۷۲		۰/۱۷۶۸۷۸		۰/۲۳۱۲۸۷					

ارقام بولد شده در سطح ۹۹ و ۹۵ درصد معنادار هستند.



تابلوی (الف) از جدول شماره (۴) نتایج برازش چهار مدل رگرسیونی را برای شرکت‌هایی نشان می‌دهد که تصمیم به افزایش تقسیم سود گرفته‌اند. مطابق انتظار، ضریب متغیرهای سود تقسیمی سال قبل، سود سال جاری، سود سال قبل، تغییر سود سال جاری معنادار است که نشان می‌دهد شرکت‌ها در اتخاذ تصمیم تقسیم سود به این متغیرها توجه می‌کنند. ضریب سایر متغیرهای معرف فرصت‌های رشد، نسبت بدهی، اندازه، تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام معنادار نیستند.

علامت ضریب متغیر سود تقسیمی سال قبل در چهار مدل منفی و معنادار است. تفسیر ضریب منفی این است که احتمالاً مدیران در تصمیم تقسیم سود به هموارسازی سود تقسیمی نیز توجه دارند؛ یعنی اگر در سال قبل سود بیشتری تقسیم شده باشد، در سال جاری میل به افزایش سود تقسیمی کمتر است.

متغیر سود سال جاری در چهار مدل و سود سال قبل در دو مدل معنی‌دار هستند، با این تفاوت که علامت سود سال قبل منفی است. پس گروه افزایش‌دهنده به متغیر سود سال جاری در مقایسه با سود سال قبل در تصمیم به افزایش تقسیم سود بیشتر توجه می‌کند. ضریب مثبت سود سال جاری به این معنی است که اگر سود سال جاری افزایش نشان دهد، میل به افزایش سود تقسیمی بیشتر است.

همچنین باید به متغیر موهومی کنترل زیان توجه داشت که ضریب آن منفی و در سه مدل معنی‌دار است. ضریب منفی برای این متغیر به این معنی است که اگر در سال جاری شرکت موردنظر زیان بیشتری گزارش کرده باشد، میل شرکت به افزایش دادن سود تقسیمی کمتر خواهد بود که این نتیجه به‌طور منطقی نیز درست است.

ضرایب متغیرهای بازار در سال جاری معنی‌دار هستند؛ اما ضریب بازده بازار در سال قبل معنادار نیست. این امر مؤید این است که بازده قیمتی سهم در سال تحت بررسی در تصمیم تقسیم سود در نظر گرفته می‌شود؛ اما بازده سال قبل نه. برخلاف انتظار، ضریب متغیر بازده سال جاری مثبت است؛ یعنی اگر بازده قیمتی سهم در سال جاری زیاد باشد، میل به تقسیم سود نیز بیشتر خواهد بود که این نتیجه با استدلال قبلی ما ناسازگار و مستلزم بررسی بیشتر با رجوع به نتایج تابلوی (ب) است.

جدول ۴. نتایج چهار مدل رگرسیونی به تفکیک سه گروه از مشاهدات سود تقسیمی

تابلوی ب) شرکت‌های کاهش‌دهنده تقسیم سود								
Variable	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	۰/۵۴۳۸۶۷	۰/۰۰۰۰	۰/۵۷۶۳۰۷	۰/۰۰۰۰	۰/۵۹۸۷۹۲	۰/۰۰۰۰	۰/۴۶۹۲۷۵	۰/۰۰۰۰
Lag (DPS/A)	۹/۰۶E-۱۰	۰/۰۰۰۰	۶/۷۰E-۱۰	۰/۰۰۰۰	۵/۴۱E-۱۰	۰/۰۰۲۲	۶/۷۲E-۱۰	۰/۰۰۰۰
EBIT/A	-۱/۴۲E-۰۹	۰/۰۰۰۰	-۱/۱۶E-۰۹	۰/۰۰۰۰	-۱/۳۴E-۰۹	۰/۰۰۰۰	-۱/۱۹E-۰۹	۰/۰۰۰۰
Lag_(EBIT/A)	۵/۳۹E-۱۰	۰/۰۰۰۰	۴/۸۹E-۱۰	۰/۰۰۰۵	۷/۳۶E-۱۰	۰/۰۰۰۰	۵/۰۴E-۱۰	۰/۰۰۰۳
dEBIT/A	-۳/۳۳E-۱۰	۰/۰۰۰۰	-۳/۵۶E-۱۰	۰/۰۰۰۰	-۳/۶۱E-۱۰	۰/۰۰۰۰	-۳/۶۲E-۱۰	۰/۰۰۰۰
M/B	-۲/۳۶E-۱۲	۰/۶۱۱۴	-۴/۳۹E-۱۲	۰/۳۸۷۷	-۲/۱۸E-۱۲	۰/۶۹۸۴	-۴/۳۴E-۱۲	۰/۳۹۱۵
DEBT/A	-۲/۸۲E-۱۱	۰/۵۷۹۱	-۴/۲۶E-۱۱	۰/۴۵۵۱	-۶/۳۶E-۱۱	۰/۳۲۹۹	-۴/۸۱E-۱۱	۰/۳۹۷۷
Log Equity	-۲/۴۸E-۱۱	۰/۰۴۶۲	-۱/۹۸E-۱۱	۰/۱۵۶۱	-۲/۵۰E-۱۱	۰/۱۱۱۶	-۱/۹۶E-۱۱	۰/۱۶۰۲
Centralization	۸/۵۴E-۱۲	۰/۰۲۹۶	۶/۴۸E-۱۲	۰/۱۲۸۶	۸/۶۴E-۱۲	۰/۰۷۰۱	۵/۶۷E-۱۲	۰/۱۸۲۴
Neg. EBIT	-۰/۱۹۸۷۹۵	۰/۰۰۴۸	-۰/۰۸۶۶۴۲	۰/۳۹۱۲	-۰/۱۷۹۹۹۰	۰/۰۵۰۶	-۰/۱۰۳۷۰۵	۰/۳۰۳۰
Liquidity	۸/۶۶E-۱۲	۰/۰۴۶۵	۷/۹۸E-۱۲	۰/۰۹۴۲	۷/۴۸E-۱۲	۰/۱۵۸۸	۸/۰۰E-۱۲	۰/۰۹۲۲
$R_t$			-۱/۴۴E-۱۰	۰/۰۰۰۰				
$R_{t-1}$					-۲/۵۴E-۱۱	۰/۲۵۱۹		
$R_t$ -mean $R_t$							-۱/۳۷E-۱۰	۰/۰۰۰۰
R-squared	۰/۱۸۴۰۹۶		۰/۲۲۴۴۱۶		۰/۱۶۲۳۰۲		۰/۲۲۹۸۰۳	

ارقام بولد شده در سطح ۹۹ و ۹۵ درصد معنی‌دار هستند.

تابلوی (ب) از جدول شماره (۴) نتایج برازش چهار مدل رگرسیونی را برای شرکت‌هایی نشان می‌دهد که تصمیم به کاهش تقسیم سود گرفته‌اند. اینجا نیز مطابق انتظار، ضریب متغیرهای سود تقسیمی سال قبل، سود سال جاری، سود سال قبل و تغییر سود سال جاری در سطح ۹۹ درصد معنادار است که نشان می‌دهد به این متغیرها در اتخاذ تصمیم تقسیم سود توجه می‌شود. ضریب سایر متغیرهای معرف فرصت‌های رشد، نسبت بدهی، اندازه، تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام همانند تابلوی (الف) معنادار نیستند.

علامت ضریب متغیر سود تقسیمی سال قبل در چهار مدل مثبت و معنادار است که بیانگر این است که احتمالاً مدیران در تصمیم تقسیم سود، به هموارسازی سود تقسیمی نیز توجه دارند. بدین صورت که اگر در سال قبل سود بیشتری تقسیم شده باشد، در سال جاری میل

به کاهش سود تقسیمی بیشتر است. این نتیجه با نتیجه مشابه در تابلوی (الف) سازگار بوده و یکدیگر را تأیید می‌کنند.

متغیر سود سال جاری و سود سال قبل هر دو معنادار هستند با این تفاوت که علامت سود سال جاری منفی است. ضمن این که علامت این دو متغیر برعکس علامت‌های مربوطه در تابلوی (الف) است. علامت منفی برای ضریب متغیر سود سال جاری به این معنی است که اگر سود سال جاری افزایش نشان دهد، میل به کاهش سود تقسیمی کمتر است. این نتیجه با نتیجه مندرج در تابلوی (الف) سازگار است و آن را تأیید می‌کند.

ضریب متغیر موهومی کنترل زیان برخلاف انتظار منفی و تنها در یک مدل معنی‌دار است که با نتایج تابلوی (الف) ناسازگار است. به‌طور منطقی، انتظار می‌رود علامت ضریب مثبت باشد؛ یعنی هرچه زیان سال جاری بیشتر باشد، میل به کاهش تقسیم سود بیشتر شود؛ اما ضریب منفی برای این متغیر به این معنی است که اگر در سال جاری شرکت زیان بیشتری گزارش کرده باشد، میل شرکت به کاهش دادن سود تقسیمی کمتر خواهد بود که این به‌طور منطقی نادرست است. یک توجیه بررسی‌نشده برای این نتیجه خلاف انتظار این است که شرکت‌ها تمایل دارند حتی با وجود زیان در سال جاری، رضایت سهامداران خود را با تقسیم سود حفظ کنند.

ضرایب متغیرهای بازار در سال جاری معنی‌دار هستند؛ اما ضریب بازده بازار در سال قبل معنادار نیست. این امر مؤید این است که بازده قیمتی سهم در سال تحت بررسی در تصمیم تقسیم سود در نظر گرفته می‌شود اما بازده سال قبل نه. همچنین ضریب دو متغیر بازده سال جاری منفی است؛ یعنی اگر بازده قیمتی سهم در سال جاری زیاد باشد، میل به تقسیم سود نیز کمتر خواهد بود که این نتیجه با استدلال قبلی ما سازگار است. این نتایج تأیید ضعیفی بر تأثیر عملکرد سهم در بازار بر تصمیم تقسیم سود است.

جدول ۴. نتایج چهار مدل رگرسیونی به تفکیک سه گروه از مشاهدات سود تقسیمی

تابلوی (ج) شرکت‌های ثابت‌نگهدارنده تقسیم سود

Variable	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
C	۰/۲۱۵۰۳۲	۰/۰۰۰۰	۰/۱۳۴۷۵۳	۰/۰۰۰۱	۰/۱۸۹۵۰۴	۰/۰۰۰۰	۰/۱۴۱۴۲۲	۰/۰۰۰۱
Lag (DPS/A)	-۱/۱۶E-۱۰	۰/۱۲۹۹	-۶/۳۱E-۱۱	۰/۴۱۸۰	-۹/۶۷E-۱۱	۰/۲۹۱۲	-۵/۸۲E-۱۱	۰/۴۵۴۶
EBIT/A	-۵/۱۱E-۱۱	۰/۴۱۸۴	-۵/۴۶E-۱۱	۰/۴۱۳۸	-۸/۲۷E-۱۱	۰/۲۸۵۴	-۶/۹۵E-۱۱	۰/۲۹۴۹
Lag_(EBIT/A)	-۲/۷۷E-۱۰	۰/۰۰۰۰	-۱/۹۰E-۱۰	۰/۰۰۶۵	-۲/۷۰E-۱۰	۰/۰۰۱۲	-۱/۸۲E-۱۰	۰/۰۰۸۸
dEBIT/A	۱/۹۹E-۱۱	۰/۲۶۰۲	۲/۱۰E-۱۱	۰/۲۹۶۱	۲/۶۰E-۱۱	۰/۲۵۴۷	۱/۸۸E-۱۱	۰/۳۴۸۷
M/B	-۲/۲۲E-۱۲	۰/۳۶۸۳	۱/۶۹E-۱۲	۰/۵۰۱۹	۱/۳۴E-۱۲	۰/۶۴۶۰	۱/۷۷E-۱۲	۰/۴۸۱۸
DEBT/A	-۵/۹۷E-۱۱	۰/۰۲۷۱	-۳/۷۲E-۱۱	۰/۱۸۷۸	-۴/۹۷E-۱۱	۰/۱۴۳۶	-۳/۸۸E-۱۱	۰/۱۶۸۸
Log Equity	-۳/۱۷E-۱۲	۰/۶۳۰۳	۷/۷۶E-۱۳	۰/۹۱۰۵	۶/۶۷E-۱۳	۰/۹۳۵۱	۵/۳۸E-۱۳	۰/۹۳۷۹
Centralization	-۱/۶۲E-۱۲	۰/۴۳۴۸	-۹/۹۴E-۱۴	۰/۹۶۲۴	-۱/۴۱E-۱۲	۰/۵۷۰۴	۳/۴۰E-۱۴	۰/۹۸۷۲
Neg. EBIT	۰/۳۸۶۱۹۲	۰/۰۰۰۰	۰/۳۵۳۴۳	۰/۰۰۰۰	۰/۳۳۱۱۱۴	۰/۰۰۰۰	۰/۳۳۵۰۴۰	۰/۰۰۰۰
Liquidity	-۳/۹۰E-۱۲	۰/۰۹۱۰	-۳/۲۷E-۱۲	۰/۱۶۵۳	-۳/۳۷E-۱۲	۰/۲۲۲۴	-۳/۳۰E-۱۲	۰/۱۶۱۳
R <sub>t</sub>			-۱/۸۱E-۱۲	۰/۸۳۷۸				
R <sub>t-1</sub>					۱/۵۷E-۱۱	۰/۱۷۴۳		
R <sub>t</sub> -mean R <sub>t</sub>							۷/۷۴E-۱۲	۰/۳۲۵۹
R-squared	۰/۱۹۶۲۰۳		۰/۲۳۱۸۷۲		۰/۱۷۶۸۷۸		۰/۲۳۱۲۸۷	

ارقام بولد شده در سطح ۹۹ و ۹۵ درصد معنی دار هستند.

تابلوی (ج) از جدول شماره (۴) نتایج برازش چهار مدل رگرسیونی را برای شرکت‌هایی نشان می‌دهد که تصمیم به ثبات تقسیم سود گرفته‌اند. در این تابلو بیشتر ارقام نشان می‌دهند که ضرایب رگرسیونی برای بیشتر متغیرها معنادار نیستند. تنها ضرایب دو متغیر سود سال قبل و متغیر موهومی کنترل زیان معنادار هستند. ضریب منفی متغیر سود سال قبل به این معنی است که هرچه سود سال قبل کمتر بوده باشد، میل به ثبات تقسیم سود بیشتر خواهد بود. همچنین ضریب متغیر کنترل زیان نشان می‌دهد درحالتی که زیان سال جاری بیشتر باشد، میل به حفظ تقسیم سود نیز بیشتر است. این دو نتیجه‌گیری با توجه به این که سود تقسیمی مورد توجه بسیاری از سهامداران است و از سوی دیگر شرکت‌ها تمایل دارند حتی با وجود زیان در سال جاری، رضایت سهامداران خود را با تقسیم سود حفظ کنند، قابل پذیرش است؛ اما نیازمند بررسی بیشتر است.

### بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش سه گروه متغیرهای تقسیم سود، متغیرهای سطح شرکت و متغیرهای سطح بازار به تفکیک سه گروه از مشاهدات سود تقسیمی بررسی شد. بررسی اولیه نشان داد، بین همه متغیرهای سه گروه افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت‌نگهدارنده سود تقسیمی بیشتر تفاوت معنی‌دار وجود دارد. وجود چنین تفاوتی مطابق انتظار است و به‌ظاهر دلالت بر آن دارد که همه متغیرهای سطح شرکت و سطح بازار بر تقسیم سود مؤثر هستند؛ اما بررسی بیشتر نشان داد که از میان متغیرهای سطح شرکت، تنها متغیرهای سود تقسیمی سال قبل، سود سال جاری، سود سال قبل و تغییر سود سال جاری بر تصمیم تقسیم سود اثرگذار هستند. در این پژوهش برخلاف پژوهش‌های پیشین، شواهد محکمی مبنی بر اثرگذار بودن دیگر متغیرهای سطح شرکت مانند فرصت‌های رشد، نسبت بدهی، اندازه شرکت و تمرکز مالکیت بر تقسیم سود به‌دست نیامد. این درحالی است که پژوهش‌های پیشین در ایران به تأثیر این متغیرها بر تقسیم سود حکم داده‌اند. به گمان ما تفکیک مشاهدات سود تقسیمی به سه گروه افزایش‌دهنده، کاهش‌دهنده و ثابت‌نگهدارنده به‌خوبی توانسته است بی‌تأثیر بودن برخی متغیرهای سطح شرکت یعنی فرصت‌های رشد، نسبت بدهی، اندازه شرکت و تمرکز مالکیت را نشان دهد. نتایج این پژوهش درباره‌ی دیگر متغیرهای سطح شرکت و متغیرهای سطح بازار به‌ترتیب به‌شرح زیر است:

#### متغیرهای سطح شرکت

ضریب متغیر سود تقسیمی سال قبل در گروه افزایش‌دهنده منفی و در گروه کاهش‌دهنده مثبت به‌دست آمده است. به‌نظر می‌رسد، در تصمیم به افزایش تقسیم سود، شرکت‌ها به هموارسازی سود تقسیمی نیز توجه دارند. بدین‌صورت که برای شرکت‌های افزایش‌دهنده، اگر در سال قبل سود بیشتری تقسیم شده باشد، در سال جاری میل به افزایش سود تقسیمی کمتر می‌شود. برعکس، در شرکت‌های کاهش‌دهنده، اگر در سال قبل سود بیشتری تقسیم شده باشد، در سال جاری میل به کاهش سود تقسیمی بیشتر می‌شود.

ضرایب متغیرهای سود سال جاری و سود سال قبل نشان می‌دهد به متغیر سود سال جاری در تصمیم به افزایش و تصمیم به کاهش تقسیم سود توجه بیشتری شده است تا متغیر سود سال قبل. ضریب متغیر سود سال جاری در افزایش‌دهنده‌ها مثبت و در کاهش‌دهنده‌ها منفی است. بدین‌صورت که در گروه افزایش‌دهنده‌ها، با زیاد شدن سود سال جاری میل به

افزایش تقسیم سود بیشتر می‌شود و برعکس در گروه کاهش‌دهنده‌ها، با زیاد شدن سود سال جاری میل به کاهش سود تقسیمی کمتر می‌شود.

شرکت‌های افزایش‌دهنده سود تقسیمی، به مثبت یا منفی بودن متغیر سود سال جاری (متغیر موهومی کنترل زیان) نیز توجه دارند. به این صورت که اگر در سال جاری زیان بیشتری گزارش کرده باشند، میل آنها به افزایش دادن سود تقسیمی کمتر خواهد بود؛ اما در گروه شرکت‌های کاهش‌دهنده سود تقسیمی چنین نتیجه‌ای دیده نمی‌شود. یک حدس آزمون-نشده این است که شاید حتی با وجود زیان، شرکت‌ها میل دارند یا ناگزیرند با تقسیم سود سهامدار خود را راضی نگه دارند.

#### متغیرهای سطح بازار

در بررسی اولیه متغیرهای نقدشوندگی سهم، بازده قیمتی سهم، بازده نقدی سهم، بازده کل سهم و تفاضل بازده با میانگین بازده به‌عنوان متغیرهای سطح بازار لحاظ شدند. نتیجه آزمون‌های فرضیه اول نشان داد که این متغیرها بیشتر در دو گروه افزایش‌دهنده و کاهش-دهنده تفاوت معنی‌دار دارند و تنها متغیرهای نقدشوندگی و بازده نقدی در دو وضعیت دیگر هم تفاوت معنی‌دار نشان دادند؛ اما نتایج تحلیل رگرسیونی نشان می‌دهد که متغیر نقدشوندگی سهام در هیچ‌یک از گروه‌ها نقش مؤثر نداشته است. همچنین با رجوع به نتایج رگرسیونی در گروه افزایش‌دهنده و در گروه کاهش‌دهنده، به نظر می‌رسد که بازده قیمتی سهم در سال تحت بررسی در تصمیم تقسیم سود لحاظ می‌شود؛ اما بازده سال قبل مورد توجه قرار نمی‌گیرد. طبق استدلال‌های انجام شده انتظار می‌رفت که تصمیم تقسیم سود با توجه به عملکرد سهم در بازار گرفته شود و برای متغیرهای بازدهی قیمتی سهم در سال جاری ضریب منفی به‌دست آید. ضریب متغیرهای بازده قیمتی سهم تنها برای گروه کاهش‌دهنده‌ها منفی به‌دست آمده است که نشان می‌دهد در گروه کاهش‌دهنده‌ها اگر بازده قیمتی سهم در سال جاری زیاد باشد، میل به تقسیم سود نیز کمتر خواهد بود که چنین رفتاری در تصمیم به تقسیم سود مورد انتظار است. این نتیجه تنها برای گروه کاهش‌دهنده به‌دست آمد و در گروه افزایش‌دهنده مشاهده نشد. بنابراین، شواهد به‌دست آمده در تأیید اثر متغیرهای بازار بر تصمیم تقسیم سود ضعیف است.

### پیشنهادها

با مقایسه نتایج این پژوهش و پژوهش‌های داخلی دیگر، به نظر می‌رسد که مسئله تقسیم سود نیازمند طراحی روش دقیق‌تری برای بررسی فرضیه‌ها باشد. استفاده از تحلیل‌های آماری سرجمع مثل رگرسیون‌های ادغامی (pooled) که در کار دیگران مشاهده شده است، نمی‌تواند تفاوت‌های موجود در داده‌ها و ماهیت مسئله را به خوبی نمایان سازد. بنابراین، پرداختن به موضوع تقسیم سود با تفکیک جزئیات مسئله، همچون تفکیک مشاهدات متغیرها به بخش‌های متفاوت، یا تفکیک شرکت‌ها بر حسب صنایع بهتر می‌تواند ماهیت مسئله را روشن نماید. علاوه بر این، با توجه به نتیجه اخیر مبنی بر تاثیر احتمالی متغیرهای بازار بر تقسیم سود، به نظر می‌رسد که امکان اثرگذاری متغیرهای سطح بازار بر تقسیم سود منتفی نبوده و نیازمند بررسی بیشتر است.

### منابع

۱. ابراهیمی محمد، سعیدی علی. تأثیر متغیرهای حسابداری و ویژگی‌های شرکت بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۹۰؛ ۱۷(۶۲): ۱-۱۶.
۲. پوریان‌سب امیر، تالانه عبدالرضا. خط مشی تقسیم سود و ارزش‌گذاری سهام. تحقیقات مالی ۱۳۷۳؛ ۱(۴): ۸۱-۱۰۳.
۳. چالاکی پری، حسین اعتمادی. رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۷۷. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۴؛ ۱۲(۳۹): ۳۱-۴۷.
۴. سعیدی علی، بهنام کیهان. بررسی عوامل مؤثر بر خط‌مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشگر ۱۳۸۹؛ ۱۸: ۶۱-۷۱.
۵. فخاری حسین، یوسفعلی تبار نصیبه. بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۹۰؛ ۱۷(۶۲): ۶۹-۸۴.
۶. قربانی سعید، جهانخانی علی. شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی ۱۳۸۴؛ ۷(۲۰): ۲۷-۴۸.

۷. قلی‌پور علی. بررسی تأثیر سیاست‌های تقسیم سود و توزیع سهام جایزه بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی ۱۳۷۵؛ ۳(۹ و ۱۰): ۸۵-۱۱۷.

۸. مهران‌نی ساسان، تالانه عبدالرضا. تقسیم سود در شرکت‌ها. مجله حسابداری ۱۳۷۷؛ ۱۲(۱۲۵): ۲۹-۳۵.

9. Allen, F., Michaely R. Payout Policy in G. M. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz (ed.), *Handbook of the Economics of Finance*. Chap. 7, Amsterdam, Elsevier Science; 2003.
10. Baker M., Wurgler J. A Catering Theory of Dividends. *Journal of Finance* 2004; 59: 1125-1165.
11. Benartzi S., Michaely R., Thaler R. Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *Journal of Finance* 1997; 52: 1007-1043.
12. Bhattacharya S. Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy. *Bell Journal of Economics* 1979; 10: 259-270.
13. Easterbrook F. H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review* 1984; 74: 650-659.
14. Fama E., Blahnik H. Dividend Policy: an empirical analysis, *Journal of the American Statistical Association* 1968; 63: 1132-1161.
15. Healy P. M., Palepu K. G. Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. *Journal of Financial Economics* 1988; 21: 149-176.
16. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review* 1956; 46: 97-113.
17. Miller M., *The Information Content of Dividends in Macroeconomics and Finance: Essays in Honour of Franco Modigliani*, MIT Press; 1987.
18. Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business* 1961; 34: 411-433.
19. Miller M., Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance* 1985; 40: 1031-1051.
20. Nissim D., Ziv A. Dividend Changes and Future Profitability. *Journal of Finance* 2001; 56: 2111-2133.
21. Savov S., Weber M. Fundamentals or Market Movements: What Drives the Dividend Decision? Working Paper 2006; available at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).