

بررسی ارتباط بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و سیاستهای تقسیم سود

دکتر محمد رضا شورورزی^۱

راهبه برومند^{۲*}

جواد صادقی پناه^۳

چکیده

در این پژوهش، ارتباط بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و سیاستهای تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. واحدهای انتفاعی و سازمانها همانند تمام پدیده‌های ساخت بشر دارای چرخه عمر هستند. فرصتهای سرمایه‌گذاری در طی مراحل مختلف دارای چرخه عمر متفاوت هستند و شرکتی که از انعطاف پذیری بالایی جهت استفاده از این فرصتها برخوردار باشد چشم‌انداز روشنی از آینده آن متصور است و از جمله خط‌مشی‌های مؤثر در ایجاد فرصتهای سرمایه‌گذاری کاربرد سیاستهای تقسیم سود مناسب می‌باشد. پرسش اساسی در پژوهش حاضر این است که فرصتهای سرمایه‌گذاری بر روی سیاستهای تقسیم سود تأثیر دارد یا خیر؟ که این پرسش منجر به تدوین فرضیه‌ای به همین مضمون گردیده است. جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای آزمون فرضیه از روش‌های ضریب همبستگی و آزمون رگرسیون خطی برای 71 شرکت نمونه در طی یک دوره 6 ساله (1382 لغایت 1387) با استفاده از نرم افزار spss استفاده شده است. علاوه بر آن فرضیه مذکور در بین صنایع مختلف نیز مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که در حالت کلی بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و سیاستهای تقسیم سود ارتباط مستقیمی وجود دارد و همچنین بررسی صنایع مؤید این نکته بود که در صنایع خودرو و ساخت قطعات، سیمان و کاشی بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و سیاستهای تقسیم سود ارتباط مستقیمی وجود دارد.

واژگان کلیدی

سرمایه‌گذاری، فرصتهای سرمایه‌گذاری، خط‌مشی تقسیم سود، سود سهام

1. استادیار دانشگاه آزاد نیشابور

2. عضو هیأت علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد مینودشت و مسئول مکاتبات

3. عضو هیأت علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد گنبد کاووس، J_sadeghipanah@yahoo.com

1- مقدمه

فرصتهای رشد نشان دهنده استعداد بالقوه شرکت در سرمایه‌گذاری و سود آوری می‌باشند. فرصتهای سرمایه‌گذاری به خودی خود اتفاق نمی‌افتند، بلکه آن‌ها را باید به وجود آورد اشکال مختلف فرصتهای سرمایه‌گذاری ممکن است از تصمیمات و نقطه نظرات سطوح مختلف مدیریتی بخش‌های مختلف شرکت نشأت بگیرد. برخی از فرصتهای سرمایه‌گذاری ممکن است توسط مدیریت عالی سازمان یا اعضای هیئت مدیره ارائه شود. مشارکت مدیریت عالی در ارائه فرصتهای سرمایه‌گذاری معمولاً به تصمیمات استراتژیک نظیر توسعه و گسترش فعالیت شرکت از طریق سیاست‌های تقسیم سود که آینده اطمینان بخشی را برای صنعت یا شرکت نوید می‌دهد و ورود به بازارهای جدید یا بازارهای رو به رشد برای محصولات شرکت (داخلی و بین‌المللی) یا عوامل محدود کننده تغییرات در نرخ ارز که در جهت منافع شرکت باشد منتهی می‌شود، علاوه بر متغیرهای اقتصادی سایر عوامل از قبیل فرآیندهای اجتماعی، تکنولوژی، سیاسی و قانونی می‌توانند اثر مهمی بر عملکرد شرکتها در یک صنعت داشته باشند. برخی از شرکتهای فعال در صنایع می‌توانند از تغییرات ایجاد شده در ساختار جمعیتی یا تغییر الگوی مصرف کنندگان و شیوه زندگی آنان یا سرمایه‌گذاری در تکنولوژی برای کاهش هزینه‌ها یا انجام خدمات بهتر برای مشتریان و غیره برای خود مزیت رقابتی ایجاد نمایند چنین شرکتهایی علیرغم قرار گرفتن در صناعی نامناسب و با وجود شرایط نامساعد اقتصادی قادر به رشد و کسب بازده هستند و از آنجایی که فرصتهای سرمایه‌گذاری موجب تخصیص منابع مالی شرکت به منظور تحصیل درآمد یا کاهش هزینه‌ها می‌شوند در نتیجه بایستی سیاست‌های تقسیم سود منظم و اصولی برای استفاده از فرصتهای سرمایه‌گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود. (اسلامی بیدگلی و بیگدلو، 1385)

طبق مطالعات انجام شده در کشورهای در حال توسعه که رشد اقتصادی بالایی دارند سود تقسیمی به مراتب کمتر از کشورهایی است که رشد اقتصادی کمتری دارند لذا اهمیت این موضوع از دو بعد قابل اهمیت می‌باشد.

از دیدگاه خرد: برای حداکثر سازی ثروت سهامداران

از دیدگاه کلان: برای کارایی اقتصادی و تخصیص بهینه منابع در کشور

از این رو مسئله سود تقسیمی یکی از مباحث مهمی بوده که همواره در طی سال‌ها مورد توجه قرار گرفته است. باید اذعان کرد که به قول فیشر بلاک (1976) مسأله سود تقسیمی یکی از لاینحل‌ترین مسائل در مدیریت مالی به حساب می‌آید زیرا نمی‌توان به صورت دقیق به سؤالات مختلفی از جمله سؤال زیر پاسخ داد.

آیا تصمیمات سرمایه‌گذاری مستقل از تصمیمات سود تقسیمی است؟

رابطه بین سیاست تقسیم سود و سرمایه‌گذاری در بازار ناقص بسیار مهم می‌باشد زیرا شرکت‌ها به راحتی نمی‌توانند اوراق بهادار منتشر نمایند یا اقدام به اخذ وام نمایند. پس سعی می‌کنند که از منابع مالی داخلی یعنی سود انباشته استفاده کنند لذا اگر مدیران مالی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری روبرو باشند که خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشند و منابع مالی نیز محدود باشد، در این صورت سیاست‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود با یکدیگر مرتبط خواهند شد. (مهرانی و تالانه، 1377)

در نظریات مربوط به سیاست‌های تقسیم سود نیز به این مسئله توجه شده و هر کدام نظری متفاوت نسبت به آن دارند در بعضی نظریه‌ها تصمیمات سرمایه‌گذاری مستقل از تصمیمات سود تقسیمی می‌دانند و در برخی خیر. از جمله عوامل مؤثر بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. شناسایی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت و تبیین آن نزد صاحب نظران به لحاظ توسعه پژوهش‌های نظری آتی و از طرف دیگر نزد سرمایه‌گذاران، سهامداران، تحلیل‌گران مالی و مدیران شرکت‌ها به منظور اتخاذ تصمیمات مناسب اهمیت ویژه‌ای یافته است.

2- بررسی پیشینه تحقیق

1-2- تحقیقات خارجی

تیم آدام و همکاران¹ (2007) تحقیقی با عنوان "فرصت‌های سرمایه‌گذاری و متغیرهای شاخص، تئوری‌ها و شواهد" انجام داده. نتایج تحقیق بیانگر آن است که با وجود نقش مهمی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در گزارشات مالی شرکت دارند، هیچ توافقی مبنی بر چگونگی ارزیابی مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری وجود ندارد. مشکل اساسی این است که فرصت‌های

1. Tim Adam & Vidhan K.goyal

سرمایه‌گذاری توسط افراد برون سازمانی غیر قابل مشاهده هستند. بنابر این پژوهشگران مجبورند به متغیرهای شاخص وابسته باشند، ولی عملکرد این شاخص‌ها زیاد شناخته شده نیست. به نظر می‌رسد در یک مقیاسه نسبی، گرچه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن و نسبت سود به قیمت هر دو به عنوان شاخصهای فرصتهای سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شوند ولی نسبت ارزش بازار داراییها به ارزش دفتری آن بهترین متغیر در نشان دادن فرصتهای سرمایه‌گذاری شرکت در طول چندین سال اخیر می‌باشد و بیشترین محتوای اطلاعاتی را در بین تمام شاخص‌ها درباره فرصتهای سرمایه‌گذاری دارا می‌باشد و همچنین طبق نتایج بعید است که استخراج عامل مشترک از چندین شاخص، عملکرد نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی را تقویت کند. در نهایت، نسبت هزینه‌های سرمایه‌ای بر دارایی و تجهیزات کارخانه ضعیفترین شاخص مجموعه فرصتهای سرمایه‌گذاری شناخته شده است. (تیم‌آدام و همکاران 2006 و 2007)

ویدهان و همکاران¹ (2001) تحقیقی با عنوان "فرصتهای سرمایه‌گذاری و سیاستهای تأمین مالی" انجام داده‌اند در این تحقیق به این نتیجه رسیده‌اند که فرصتهای سرمایه‌گذاری نقش مهمی در تئوری تأمین مالی و تعیین خط مشی مالی شرکتها ایفا می‌کند و انتظار می‌رود شرکتها دارای فرصتهای بالا، بدهی پایین داشته و این شرکتها بیشتر از بدهی کوتاه مدت به جای بدهی بلند مدت استفاده کنند. و همچنین بین فرصتهای سرمایه‌گذاری با سود تقسیمی رابطه معکوس وجود دارد. (ویدهان و همکاران، 2001)

دی سوزا و همکاران² (1999) تحقیقی با عنوان "هزینه کارگزاری، ریسک بازار، فرصتهای سرمایه‌گذاری و سیاستهای تقسیم سود با چشم‌انداز بین‌المللی" انجام داده‌اند. آنها در این تحقیق به این نتیجه رسیده‌اند که میان شاخص‌های رشد فروش سه سال گذشته و نسبت ارزش بازاری به دفتری به عنوان نماینده فرصتهای سرمایه‌گذاری با سیاستهای تقسیم سود، ارتباط ناچیزی وجود دارد.

فردیناند و همکاران³ (1999): تحقیقی با عنوان "ارتباط بین فرصتهای سرمایه‌گذاری با میزان بدهی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های کره‌ای" انجام داده‌اند. یافته‌ها و نتایج

1. Vidhan, Kenneth Lehen & Stanko

2. D, souza & K. saxena

3. Ferdinand & Burch

حاصل از تحقیق بیانگر آن است که در شرکتهایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری متعددی هستند، میزان بدهی و تقسیم سود آنها پایین می‌باشد. در صورتیکه در شرکتهایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری محدودی دارند، میزان بدهی و تقسیم سود آنها بالا است.

سان جی و همکاران¹ (1999) تحقیقی با عنوان "ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد تحقق یافته" انجام داده‌اند. یافته‌های حاصل از تحقیق بیانگر آن است که نسبت‌های ارزش بازار و ارزش دفتری محاسبه شده با رشد تحقق یافته ارتباط مستقیمی دارند. و نسبت‌های ارزش جایگزینی و هزینه استهلاک به ارزش بازار داراییها با رشد تحقق یافته رابطه ای معکوس دارند.

فردیناند و همکاران² (1998): تحقیقی با عنوان "ارتباط بین جریان‌های نقد آزاد، میزان بدهی و حق الزحمه حسابرسی با توجه به فرصت‌های سرمایه‌گذاری" انجام داده‌اند. نتایج تحقیقات نشان می‌دهد که شرکتهایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایینی هستند میزان بدهی آنها بالاست و در این شرکتها ارتباط بین جریان نقد آزاد و حق الزحمه حسابرسی به میزان بدهی بستگی دارد و با کاهش میزان بدهی ارتباط به طور تصاعدی افزایش می‌یابد.

راجان و همکاران³ (1995) تحقیقی با عنوان "فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سطح تأمین مالی" انجام داده‌اند. و در این تحقیق به این نتیجه رسیده‌اند که، بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و بدهی رابطه معکوس وجود دارد این دو در طی تحقیقات خود شواهدی را دال بر وجود همبستگی منفی بین نسبت ارزش بازار به دفتری با تأمین مالی از طریق بدهی به دست آورده‌اند که نشان دهنده این نکته می‌باشد که از شرکتهای دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا انتظار می‌رود سطح بدهی پایین تری داشته باشند.

2-2- تحقیقات داخلی

علیرضا زمانپور (1382) تحقیقی با عنوان "ارتباط فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی" انجام داده‌اند نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و استقراض

-
1. Sanjey Kallapur & M ark
 2. Ferdinand A.Gal – judy, S.I Tsui
 3. Rajan & Zignez

رابطه منفی و بین فرصتهای سرمایه‌گذاری با سیاستهای تقسیم سود و افزایش سرمایه رابطه مثبت می‌باشد.

حمید جعفری (1383) تحقیقی با عنوان "ارتباط فرصتهای سرمایه‌گذاری با سطح بدهی، سود خالص و جریانهای نقد عملیاتی" انجام داده اند. نتایج بر گرفته از تحقیق نشان می‌دهد که بین فرصتهای سرمایه‌گذاری با سطح بدهی و جریان نقد عملیاتی رابطه ای منفی و میان فرصتهای سرمایه‌گذاری با سود خالص رابطه مثبت وجود دارد.

مهدی بیگدلو (1385) تحقیقی با عنوان "همسنجی بازده و ریسک فرصتهای جایگزین سرمایه‌گذاری در ایران" انجام داده اند. یافته‌های تحقیق بیانگر آن است که بازده شاخص سهام بیشتر از دیگر فرصتهای سرمایه‌گذاری (طلا و ارز) می‌باشد، هرچند ریسک آن نیز به نسبت دیگر فرصت‌ها بالاتر بوده است.

ایمان آزادور (1386) تحقیقی با عنوان "ارتباط بین فرصتهای سرمایه‌گذاری با عملکرد شرکت" انجام داده اند. یافته‌ها و نتایج حاصل از تحقیق بیانگر آن است که با توجه به شاخصه‌های در نظر گرفته شده بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

نظریات مربوط به سیاستهای تقسیم سود

سیاست تقسیم سود یکی از بحث‌انگیزترین مباحث مالی است. الگوهای نظری متضاد که گاهاً فاقد پشتوانه قوی تجربی هستند، به دنبال توضیح سیاستهای تقسیم سود شرکت می‌باشند (فرانکفورتر، 2002)

تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم قابل بحث است. از یک طرف عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌هاست. چرا که تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع خارجی می‌شود. از طرف دیگر بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند، از این رو مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصتهای سود آور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکتها اتخاذ می‌شود بسیار حساس و دارای اهمیت است. (مهرانی و تالانه، 1377)

اولین گامهای نظریه پردازی در زمینه سیاست تقسیم سود به پیش بینی اثر پرداخت سود بر قیمت سهام مربوط می‌شود. در طول قرن اخیر، سه مکتب فکری در این زمینه (اثر پرداخت سود بر قیمت سهام) به وجود آمده است. نتایج تحقیقات مکتب اول نشان می‌دهد سود سهام پرداختی اثر مثبت و قابل توجهی بر قیمت سهام دارد، گروه دوم بر این باورند که قیمت‌های سهام بستگی منفی با میزان سود سهام پرداختی دارد و گروه سوم مدعی اند میزان تقسیم سود شرکت در ارزیابی قیمت سهام نامربوط است.

براساس مکاتب فکری یاد شده نظریه‌های تقسیم سود به صورت زیر طبقه بندی می‌شوند :

1- نظریه هموار سازی تقسیم سود¹

2- نظریه نامربوط بودن²

3- نظریه پرنده در دست³

4- نظریه اثر مالیاتی تقسیم سود

5- نظریه تأثیر مشتریان و موکلین

6- نظریه نا برابری اطلاعاتی⁴ (علامت دهی⁵ و هزینه نمایندگی⁶)

مدلهای نظری و مشاهده ای (تجربی) سیاست تقسیم سود، اخیراً به گونه ای دیگر طبقه بندی شده اند. در این طبقه بندی، نظریه‌های یاد شده بر اساس وجود نقاط مشترک در یک طبقه قرار گرفته اند و تأکید اصلی بر توجه به روانشناسی سرمایه‌گذاران، عوامل اقتصادی - اجتماعی و در نظر گرفتن طبقه جداگانه با عنوان مدل‌های رفتاری⁷ در ترکیب طبقه بندی نظریه‌های تقسیم سود می‌باشد. (اعتمادی و چالاکي، 1384) در ادامه تعدادی از نظریات مربوط به سیاستهای تقسیم سود که در این تحقیق آشنایی با آنها ضروری تر به نظر می‌رسد ذکر می‌گردد:

1. Dividend Smoothing Theory
2. Dividend Irrelevance Theory
3. Bird-In-The-Hand Theory
4. Information Asymmetries Theory
5. Signaling
6. Agency Cost
7. Behavioral Model

1-3- نظریه سود وستون و بریگام^۱

این صاحب نظران عقیده دارند که سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت مؤثر است و بستگی به چگونگی جایگاه مؤسسات در شرایط رشد قرار دارد. از نظر آنان مؤسسات به سه گروه زیر تقسیم می‌شوند:

1- مؤسسات در حال رشد :

مؤسساتی که در آنها، نرخ هزینه سرمایه کمتر از نرخ بازده مورد انتظار است و از فرصتهای سرمایه‌گذاری مناسبی برخوردارند. در این مؤسسات با انباشته کردن سود و انتقال آن به سرمایه‌گذاری در طرحها، موجب افزایش قیمت سهام خواهد شد.

2- مؤسسات در حال بلوغ:

در این نوع مؤسسات نرخ هزینه سرمایه مساوی با نرخ بازده مورد انتظار است و فرصت مناسبی برای سرمایه‌گذاری ندارند، بنابراین سیاست تقسیم سود تأثیری بر قیمت سهام ندارد.

3- مؤسسات در حال افول:

این مؤسسات در شرایطی قرار دارند که منحنی عمر آنها شرایط نهایی را طی می‌کند و نرخ بازده و سرمایه‌گذاری آنها کمتر از نرخ هزینه سرمایه آنها است. عدم تقسیم سود موجب کاهش قیمت سهام خواهد شد. لذا این مؤسسات اقدام به تقسیم سود (به طور کامل) می‌نمایند. (تهرانی، 1387)

وستون و بریگام معتقدند که خط مشی تقسیم سود متأثر از ویژگیهای خاص شرکت و مالکان آن است و در مجموع به عواملی از قبیل نرخ مالیاتی، نیازهای درآمدی سهامداران و فرصتهای سرمایه‌گذاری شرکت بستگی دارد. (مدرس و عبدا.. زاده، 1385)

2-3- نظریه سود سهام گردون و لیتنر

میرن گردون و جان لیتنر^۲ بطور یکجانبه بحث می‌کنند که با کاهش سود سهام تقسیمی، نرخ بازده مورد انتظار^۳ افزایش می‌یابد؛ زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند از دریافت سود سهام بیش از سود منافع سرمایه‌ای که انتظار می‌رود از سودهای تقسیم نشده حاصل شود، مطمئن باشند آنها

1. Weston & Brigham

2. Gordon Myren & Lintner Jhon

3. Expected Rate Of Return

می‌گویند سرمایه‌گذاری یک دلار سود سهام مورد انتظار را به یک دلار منافع سرمایه‌ای مورد انتظار ترجیح می‌دهند.

گوردن مدل خود را بر اساس مفروضات زیر بنا نموده است:

- 1- تأمین مالی از خارج مؤسسه مقدور نیست یعنی سود انباشته تنها منبع تأمین مالی برای سرمایه‌گذاران می‌باشد
 - 2- شرکت بدهی ندارد. یعنی تمام دارائیه‌ها از طریق صاحبان سهام تأمین شده است
 - 3- نرخ بازده داخلی¹ مؤسسه برای همه سالها ثابت است
 - 4- جریان سودآوری مؤسسه دائمی فرض می‌شود که با نرخ رشد افزایش می‌یابد
- نظریه گوردون هم به دلیل عدم وجود فرضیات در دنیای واقعی امکان تحقق آن بسیار اندک می‌باشد

3-3- نظریه ترجیح مالیاتی²

سرمایه‌گذاران از جنبه مالیاتی به سه دلیل ممکن است نسبت پرداخت سود کمتر را به نسبت پرداخت سود بیشتر ترجیح دهند:

- 1- نرخ مالیات عایدات سرمایه‌ای بلند مدت حتی در ایران به مراتب از مالیات سود سهام نقدی کمتر است بنابراین سرمایه‌گذاران ثروتمند (کسانی که بیشترین تعداد سهام را دارند و بیشترین سود سهام را دریافت می‌کنند) ممکن است ترجیح دهند شرکت‌ها سود را تقسیم نکنند و دوباره داخل شرکت بریزند رشد عایدات منجر به افزایش قیمت سهام می‌شود و نرخ مالیات کمتر عایدات سرمایه‌ای جایگزین نرخ مالیات بیشتر سود سهام نقدی می‌گردد.
- 2- مالیات عایدات سرمایه‌ای تا زمان فروش سهام پرداخت نمی‌شود با توجه به اثر ارزش زمانی پول هر ریالی که بابت مالیات در آینده پرداخت شود هزینه مؤثر کمتری نسبت به ریالی دارد که امروز پرداخت می‌شود.

1. Internal Rate Of Return (IRR)
2. Tax Preference Theory

3- اگر سرمایه‌گذار تا هنگام مرگ سهام را در مالکیت خود داشته باشد مشمول مالیات عایدات سرمایه‌ای نخواهد بود وراثت پس از مرگ وی می‌تواند مالیات سهام را بر پایه قیمت خرید سهام پردازند و بنابراین کلاً مالیات عایدات سرمایه‌ای پرداخت نمی‌شود. به علت این مزیت‌های مالیاتی سرمایه‌گذاران ممکن است سهام شرکت‌هایی را ترجیح دهند که سود سهام کمتری توزیع می‌کنند اگر این گونه باشد سرمایه‌گذاران در شرایط مشابه قیمت بالاتری برای سهام شرکت‌هایی می‌پردازند که سود کمتری تقسیم می‌کنند البته در بازار سرمایه ایران به وضوح این نظریه صدق نمی‌کند. (وستون و همکاران، 1386)

4-انواع سرمایه‌گذاری

اصولاً سرمایه‌گذاری در دو نوع دارایی انجام می‌پذیرد:

سرمایه‌گذاری در داراییهای فیزیکی مثل، ماشین آلات، ساختمان، موجودی کالا سرمایه‌گذاری در داراییهای مالی¹

غالباً سرمایه‌گذاری در داراییهای مالی به دو صورت امکان پذیر می‌باشد:

الف) سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق بهادار شرکت‌ها

ب) سرمایه‌گذاری غیر مستقیم از طریق واسطه‌های مالی²

در حالت اول سرمایه‌گذار مالک شرکت محسوب می‌شود، اما در حالت دوم سرمایه‌گذار از طریق خرید سهام شرکت سرمایه‌گذاری اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کند. (مهرانی و تالانه، 1377)

5-فرآیند سرمایه‌گذاری³

املینگ و فردریک⁴ فرآیند سرمایه‌گذاری را اینگونه تعریف کرده اند «انجام یکسری از فعالیتهایی است که منجر به خرید داراییهای واقعی یا اوراق بهادار شود». (املینگ، 1989)

سرمایه‌گذار باید ویژگیهای هر یک از سرمایه‌گذاری‌ها را بداند بعنوان مثال اگر او می‌خواهد در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری بکند باید از ویژگیهای آن به طور کامل اطلاع داشته باشد. دانش

-
1. Financial Assets
 2. Financial Intermediaries
 3. Investment Process
 4. Ameling & Fredrick

درباره اوراق بهادار، فرد سرمایه‌گذار را در تصمیم‌گیری‌ها یاری نموده و نتایج سرمایه‌گذاری رضایت بخش خواهد بود. مثلاً یکی از ویژگی‌های اوراق بهادار ریسک آن است سرمایه‌گذار باید قادر باشد ریسک اوراق بهادار را تعیین کند و اوراق بهاداری را برای سرمایه‌گذاری انتخاب نماید که ریسک آن متناسب با بازده آن باشد. همچنین سرمایه‌گذار باید از انجام طریقه معاملات اوراق بهادار اطلاع کافی داشته باشد و باید بداند که اوراق بهادار را چگونه و از کجا خریداری نماید و چگونه به فروش برساند که این خود مستلزم شناخت بازار اوراق بهادار است. البته سرمایه‌گذار می‌تواند از مؤسسات مشاوره سرمایه‌گذاری^۱ بورس اوراق بهادار کمک بگیرد. (حامدیان و اسدی، 1379) بنابراین برای این انتخاب مناسب طبق نظر جی جینیوز^۲ مراحل زیر باید در فرآیند سرمایه‌گذاری طی شود که عبارتند از:

مرحله اول: تهیه سرمایه مورد نیاز

مرحله دوم: کسب شناخت و پذیرش ریسک توسط سرمایه‌گذار

مرحله سوم: شناخت انواع دارایی جهت سرمایه‌گذاری

مرحله چهارم: شناخت ریسک و بازده شرکت‌های موجود

مرحله پنجم: دسترسی به اطلاعات مربوط

مرحله ششم: شناخت ساختار بازار اوراق بهادار

مرحله هفتم: انتخاب مجموعه‌ای از اوراق بهادار و داراییهای مشخص

فرصتهای سرمایه‌گذاری^۳

اصولاً یک فرصت سرمایه‌گذاری نشان دهنده مجموعه‌ای از سیاستها و خط‌مشی‌های سرمایه‌گذاری است و با گذشت زمان همواره مورد تجدید نظر شرکت قرار می‌گیرد. همچنین می‌تواند شامل عوامل محیطی که شرایط مساعدی را برای شرکت فراهم می‌کند، مانند بازار رو به رشد برای محصولات شرکت (داخلی و بین‌المللی)، یا عوامل محدودکننده رقابت، تغییرات در نرخ ارز در جهت منافع شرکت، وضعیت مالی که آینده اطمینان بخشی را برای

-
1. Investment Adviser
 2. G.Gniewosz
 3. Opportunity Investment Set

صنعت یا شرکت نوید می‌دهد و یا شناسایی بازار جدید باشد. (اسلامی بیدگلی و بیگدلو، 1385)

آینده نگری گروههای استفاده کننده از صورتهای مالی همواره حسابداران را به جستجوی روشهای برتر برای تفسیر اطلاعات مالی هدایت کرده است، مدیران نتایج عملیات آتی یک واحد تجاری و توان جذب سرمایه را با اهمیت می‌دانند و رضایت سهامداران نیز در گرو عملکرد مورد انتظار آنهاست که در این میان یکی از روشهای برتر تفسیر اطلاعات بررسی فرصتهای سرمایه‌گذاری است. مطالعه دقیق فرصتهای سرمایه‌گذاری و اصول مدیریت پرتفوی¹ می‌تواند باعث مدیریت بهتر و افزایش ثروت سرمایه‌گذاری شود. به علاوه انتظار می‌رود افراد با مطالعه اصول سرمایه‌گذاری تا آنجایی که ممکن است از اشتباهات جلوگیری کرده و آگاهانه تصمیم‌گیری نمایند. فرصتهای سرمایه‌گذاری باعث ایجاد حرفه و مشاغل نیز می‌شود افرادی که می‌خواهند در این زمینه به صورت حرفه‌ای مشغول شوند باید به مطالعه و پژوهش در رابطه با فرصتهای سرمایه‌گذاری بپردازند. افرادی که در رشته سرمایه‌گذاری، دارای تبحر و تخصص هستند می‌توانند نسبت به افراد عادی از سود بیشتری برخوردار باشند و مدیرانی که در خصوص پرتفوی و تجزیه و تحلیل اوراق بهادار مشغول هستند دارای فرصتهای شغلی زیادی می‌باشند. مدیران پرتفوی مسئول اخذ تصمیمات مناسب درخصوص پرتفولیو و خرید و فروش اوراق بهادار هستند آنها باید به سؤالاتی از قبیل چه چیزی باید خرید و فروش کنند؟ در چه زمانی معاملات را انجام دهند؟ چه میزانی از بودجه شرکت را صرف فرصتهای سرمایه‌گذاری در دسترس کنند؟ پاسخگو باشند. (آزادور، 1386)

7- فرآیند اجرائی فرصتهای سرمایه‌گذاری

5 مرحله برای برنامه‌ریزی و کنترل فرصتهای سرمایه‌گذاری می‌توان بصورت زیر مشخص کرد:

- 1) شناسایی فرصتهای سرمایه‌گذاری
- 2) برآورد و ارزیابی جریانهای نقدی فرصتهای سرمایه‌گذاری
- 3) قبول یا رد فرصتهای سرمایه‌گذاری بر اساس یک معیار قابل پذیرش
- 4) تصویب اجرای فرصتهای سرمایه‌گذاری پذیرفته شده

5) نظارت و کنترل و ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در حین اجراء. (اسماعیل پور، 1381)

8- معیارهای اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری

یکی از جدیدترین روش‌های تحلیل اطلاعات اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. فرصت‌های سرمایه‌گذاری بوسیله نسبتی از ارزش شرکت معرفی شده که این نسبت نیز به وسیله داراییها محاسبه می‌شود. در تحقیق حاضر جهت اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری از سه نسبت استفاده شده است که به مثابه نماینده‌ای برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند. در تحقیقی که توسط راجان و زینگلز (1995)¹ انجام گردید و همچنین در تحقیقی دیگر که توسط تیم آدام و ویدهان در سال 2007² انجام گردید از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به عنوان شاخصی مناسب برای اندازه‌گیری سطح فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده شده است. استفاده از این شاخص در بیشتر تحقیقات متدوال شده و تمایل به استفاده از این شاخص در مقایسه با مدل‌های دیگر ارزشیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری عمومیت بیشتری یافته است.

9- متغیرهای مورد استفاده

در این تحقیق سه متغیر به عنوان متغیرهای مستقل و یک متغیر وابسته به شرح زیر مورد استفاده قرار گرفته است:

الف) متغیر وابسته: سود تقسیمی

متغیر وابسته در این تحقیق سود تقسیمی هر سهم است. برای اندازه‌گیری این متغیر از شاخص درصد تقسیم سود به شرح زیر استفاده شده است:

فرمول 1)

$$\text{سود هر سهم (EPS)} / \text{سود نقدی هر سهم (DPS)} = \text{درصد تقسیم سود}$$

-
1. Rajan & Zingales- 1995
 2. Tim Adam & Vidhan K.goyal-2007

(ب) متغیرهای مستقل

در این تحقیق متغیر مستقل فرصتهای سرمایه‌گذاری می‌باشد. برای عملیاتی کردن متغیر فرصتهای سرمایه‌گذاری از سه شاخص به شرح زیر استفاده شده است:

1) : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارائی‌ها (MBA):

این نسبت نشان دهنده کسری یا فزونی ارزش بازار دارائی‌ها نسبت به ارزش دفتری دارائی‌هاست. این نسبت به شرح زیر اندازه‌گیری شده است:

فرمول (2)

ارزش دفتری داراییها / ارزش بازاری داراییها = MBA

در این رابطه ارزش بازار دارائی‌ها به صورت زیر محاسبه شده است:

فرمول (3)

+ بدهی کوتاه‌مدت + (تعداد سهام منتشره × قیمت بسته هر سهم) = ارزش بازار دارائی‌ها
(مالیات معوقه + پیش پرداختها) - بدهی بلندمدت

2) : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری خالص دارائی‌ها (MBE):

این نسبت نشان دهنده کسری یا فزونی ارزش بازار خالص دارائی‌ها نسبت به ارزش دفتری خالص دارائی‌هاست. این نسبت به شرح زیر اندازه‌گیری شده است:

فرمول (4)

ارزش دفتری خالص دارائی‌ها / ارزش بازار خالص دارائی‌ها = MBE

و یا

فرمول (5)

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی / قیمت بسته هر سهم × تعداد سهام منتشره = MBE

3) : نسبت سود سهام به قیمت سهام (EP)

این نسبت نشان دهنده کسری یا فزونی سود هر سهم در مقایسه با قیمت آن سهم است. برای اندازه‌گیری این نسبت از رابطه زیر استفاده شده است:

فرمول (6)

قیمت سهام در پایان سال مالی / سود هر سهم (EPS) = EP

10- پرسش و فرضیه تحقیق

در راستای دستیابی به اهداف تحقیق و شناسایی عوامل مؤثر بر سیاست‌های تقسیم سود، پرسش اصلی تحقیق را اینگونه مطرح می‌کنیم:

آیا بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی شرکتها رابطه معنی داری وجود دارد؟

جهت پاسخ به سوال مذکور فرضیه زیر تدوین شده است:

بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی ارتباط معنی داری وجود دارد.

آزمون این فرضیه ابتدا در حالت کلی برای تمام شرکتهای نمونه انجام می‌شود. سپس این فرضیه به تفکیک برای هر گروه صنعت نیز مورد آزمون قرار می‌گیرد.

11- روش تحقیق

این تحقیق از نوع استقرائی بوده و روش آزمون مورد استفاده آن از نوع همبستگی مقطعی است. در این تحقیقات شدت و ضعف رابطه بین متغیرها و همچنین نوع ارتباط بین متغیرها (اعم از مستقیم یا معکوس) مورد شناسایی قرار می‌گیرد. در این تحقیق شدت و ضعف رابطه بین متغیرهای مستقل فرصتهای سرمایه‌گذاری (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارائی‌ها (MBA)، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری خالص دارائی‌ها (MBE)، نسبت سود سهام به قیمت سهام (EP) را با متغیر وابسته سود تقسیمی بررسی شده است. از طرفی دیگر تعیین نوع ارتباط بین متغیرهای مستقل با متغیر وابسته از دیگر اهداف این تحقیق است که از طریق نتایج برازش مدلهای رگرسیونی این مهم تحقق می‌یابد. این تحقیق رفتار 71 شرکت را در یک دوره زمانی 6 ساله مورد بررسی قرار می‌دهد.

پس از استخراج داده‌ها از بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز، ره آورد نوین، صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتها و سایت رسمی بورس و انجام محاسبات اولیه در ارتباط با متغیرها و پردازش اولیه اطلاعات با استفاده از نرم افزار اکسل آزمون فرضیات تحقیق به کمک نرم افزار spss انجام شده است. ابتدا با استفاده از آزمون ضریب همبستگی شدت یا ضعف رابطه بین هر متغیر مستقل با متغیر وابسته و همچنین نوع ارتباط تعیین شد. پس از تحلیل همبستگی بین

متغیرها در مدل‌های رگرسیونی ساده فرض آماری در سطح خطای 0.05 مورد آزمون قرار گرفت. سپس در یک مدل رگرسیونی چندمتغیره^۱ بطور همزمان تمام فرضهای آماری در سطح خطای 0.05 مورد بررسی قرار می‌گیرند. پس از برازش مدل‌های رگرسیونی در حالت کلی و برای تمام شرکتهای نمونه، در ادامه آزمون ضریب همبستگی و برازش مدل‌های رگرسیونی به تفکیک برای هر صنعت انجام شد.

12- جامعه و نمونه آماری

محدوده و فضای مطلوب محقق، جامعه‌های آماری را معین و مشخص می‌کند. بنابراین تعریف جامعه آماری عبارت است از: "گروهی از افراد، اشیاء یا حوادث که حداقل دارای یک صفت یا ویژگی مشترک هستند". در تحقیقات، مفهوم جامعه به کلیه افرادی اطلاق می‌شود که عمل تعمیم‌پذیری در مورد آنها صورت می‌گیرد". شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای شرایط ذیل باشند به عنوان جامعه آماری در این تحقیق شناخته شده‌اند:

- قبل از سال 1382 در بورس اوراق بهادار مورد پذیرش قرار گرفته باشد.
 - پایان سال مالی شرکتهای پایان اسفند ماه باشد.
 - در طول دوره این تحقیق شرکتهای تغییر سال مالی نداشته باشند.
 - شرکتهای مورد بررسی از نوع شرکتهای سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند.
 - شرکتهای مورد بررسی در طول دوره تحقیق وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند.
 - در طول سال‌های 1382 الی 1387 سود نقدی توزیع نموده باشند.
 - شرکتهای مورد بررسی جزء شرکتهای زیان ده نباشد.
 - داده‌های شرکتهای در دسترس باشد.
- تعداد 86 شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حائز شرایط فوق بوده و به عنوان جامعه آماری شناخته شدند. حجم نمونه انتخابی از جامعه فوق با توجه به رابطه کاکران^۲ تعداد 71 شرکت می‌باشد. نمونه آماری این تحقیق بر اساس نمونه‌گیری تصادفی ساده^۳ انتخاب شدند

1. Multiple Linear Regression
2. Koacran
3. Simple Random Sampling

حجم نمونه با استفاده از رابطه کاکران طی دو مرحله به شکل زیر تعیین می‌شود :
 فرمول (7)

$$n = \frac{Z_{\alpha/2}^2 pq}{d^2} = \frac{(1.96)^2 \cdot 0.5 \times 0.5}{(0.05)^2} = 384, \quad n = \frac{384}{1 + \frac{384}{86}} = 71$$

p: نسبت واقعی واحدهایی از جامعه است که در رده موافق هستند و برابر 0.5 می‌باشد.

q = 1 - p
 d: حداقل مقدار خطای قابل قبول (خطای برآورد)

Z: مقدار استخراج شده از جدول توزیع نرمال که در سطح خطای 0.05 معادل 1.96 می‌باشد.

N = 86 (تعداد عناصر جامعه)

لازم به ذکر است داده‌های مورد نیاز این تحقیق از بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز، ره آورد نوین و همچنین از طریق مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار از صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران استخراج گردیده است.

13- یافته‌های تحقیق

فرضیه تحقیق در حالت کلی

H0 = بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی ارتباط معنی داری وجود ندارد.

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$$

H1 = بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی ارتباط معنی داری وجود دارد.

H1: β_1 و β_2 و β_3 صفر نیستند

مدل برازش شده جهت بررسی فرضیه عبارتست از:

فرمول (8)

$$DPS/EPS_t = \beta_0 + \beta_1 MBA_t + \beta_2 MBE_t + \beta_3 EP_t + \varepsilon_t$$

نتایج آزمون این فرضیه به طور خلاصه در نگاره شماره (1) ارائه گردیده است

جدول 1- خلاصه مدل رگرسیونی فرضیه تحقیق در حالت کلی

نتیجه آزمون در حالت کلی	آماره فشر	آماره دوربین-	سطح معنی داری	خطای استاندارد برآورد	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	همبستگی	مدل
-------------------------	-----------	---------------	---------------	-----------------------	----------------------	------------	---------	-----

						واتسون		
1	0/557	0/310	0/240	0/273787	0/004	2.107	4/429	تأیید

همانطور که در نگاره شماره (1) ملاحظه می‌شود، ضریب تعیین در حدود 31 درصد است و این بدان معنی است که در حدود 31 درصد از تغییرات در سود تقسیمی توسط تغییرات در فرصتهای سرمایه‌گذاری توضیح داده می‌شود. از سوی دیگر آماره فیشر و سطح معنی داری مربوط به آن بیانگر معنی دار بودن ارتباط تغییرات سود تقسیمی و تغییرات در شاخصه‌های مربوط به فرصتهای سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان 95 درصد است. به عبارت دیگر فرضیه تحقیق در حالت کلی تأیید می‌شود.

مدل برازش شده در حالت کلی نیز عبارتست از:

$$DPS/EPSt = 0/693 + 0/073 MBA_{t+} - 0/053 MBE_{t+} - 0/001 EP_t$$

14- خلاصه نتایج آزمون فرضیه تحقیق:

خلاصه نتایج مدلسازی و آزمونهای انجام شده جهت بررسی فرضیه تحقیق در حالت کلی و همچنین بررسی فرضیه تحقیق به تفکیک صنعت در نگاره (2) ذکر گردیده است.

جدول 2- خلاصه نتایج آزمون فرضیه تحقیق به تفکیک صنعت

نتیجه آزمون	مقدار احتمال آماره فیشر	مقدار آماره فیشر	ضریب تعیین مدل	بررسی فرضیه تحقیق
تأیید فرضیه	0/004	4/429	0/310	در حالت کلی
تأیید فرضیه	0/025	3/290	0/118	گروه صنایع خودرو و قطعات
رد فرضیه	0/621	0/594	0/024	گروه صنایع فلزات و کانی
تأیید فرضیه	0/005	4/547	0/129	گروه صنایع سیمان و کاشی
رد فرضیه	0/798	0/337	0/011	گروه صنایع دارویی و غذایی
رد فرضیه	0/426	0/939	0/037	گروه صنایع شیمیایی و نفت

15- نتیجه گیری

از آنجا که فرصتهای رشد نشان دهنده استعداد بالقوه شرکت در سرمایه‌گذاری و سودآوری آتی است و فرصتهای سرمایه‌گذاری موجب تخصیص منابع مالی شرکت به منظور تحصیل درآمد یا کاهش هزینه‌ها است در نتیجه انتظار می‌رود شرکتها سیاست‌های مالی منظم و اصولی برای فرصتهای سرمایه‌گذاری را به اجرا گذارند.

مزایای بالقوه متصور در خرید سهام برای سرمایه‌گذاران ناشی از دو منبع می‌باشد: اول سود سهام که سهامداران به صورت نقدی، غیر نقدی یا سود به شکل سهم در زمان نگهداری سرمایه‌گذاری دریافت می‌کنند. دوم افزایش قیمت سهام در طول زمان نسبت به بهای تمام شده سهام برای سرمایه‌گذار می‌باشد. منفعت اولی ناشی از سودی است که شرکتها به طور سالانه بین صاحبان سهام توزیع می‌کنند. اما منفعت دومی مرتبط با توان واحد تجاری در ایجاد فرصتهای سرمایه‌گذاری است. منافع مذکور سهامداران به نوعی به یکدیگر وابسته است حتی می‌توان اظهار داشت چنانچه واحد تجاری سرمایه‌گذاری‌ها و فرصتهای سودآوری در بلند مدت نداشته باشد قادر به پرداخت سود سهام به سهامداران نیز نخواهد بود. از اینرو شناسایی فرصتهای سرمایه‌گذاری موضوعی است که هم مورد علاقه سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه و هم مورد علاقه شرکتها به عنوان واحدهای سرمایه پذیر خواهد بود. نتایج تحقیق نیز در تأیید مطالب مذکور مبین این مطلب است که ارتباط معناداری بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد در حالت کلی با بررسی تمام صنایع به صورت یکجا؛ و بادر نظر گرفتن اینکه مقدار آماره احتمال مربوط به آزمون فیشر (مقدار آماره 0/004) باشد وجود ارتباط مستقیم و معناداری بین متغیرهای مستقل با متغیر وابسته سود تقسیمی مورد تأیید قرار گرفت. این ارتباط در گروه صنایع خودرو و ساخت قطعات و سیمان و کاشی نیز با توجه به یافته‌های تحقیق مورد تأیید قرار گرفته است. در کل بنظر می‌رسد فرصتهای ایجاد شده برای سرمایه‌گذاری در صنایع خودرو، ساخت قطعات، سیمان و کاشی و تخصیص بهینه منابع نسبت به سایر صنایع مورد بررسی این تحقیق بالاتر است

با وجود اینکه در حالت کلی در جامعه آماری ارتباط معنی داری بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و سیاستهای تقسیم سود کشف کردیم ولی با توجه به رابطه مستقیم بین فرصتهای سرمایه‌گذاری

و سیاستهای تقسیم سود به خصوص در صنایع خودرو و ساخت قطعات و سیمان و کاشی می‌توان گفت متأسفانه سرمایه‌گذاران به دلیل تورم و عوامل دیگر سود تقسیمی زیاد را به کم ترجیح می‌دهند که اگر همین روال ادامه پیدا کند شرکت‌ها در سال‌های بعد دچار مشکل اساسی شده و توان رقابت داخلی و خارجی خود را از دست می‌دهند زیرا علاوه بر کاهش فرصتهای رشد آتی، ارزش شرکت را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهند زیرا در ایران تأمین مالی از طریق وام به علت ساختار بازار پول بسیار مشکل است و به علت بالا بودن نرخ تورم نرخ وام نیز به نسبت زیاد است. در این صورت اگر شرکت فرصت سرمایه‌گذاری داشته باشد با تقسیم سود منابع داخلی خود راکاهش داده و باعث کاهش ارزش شرکت می‌گردد لذا پیشنهاد می‌گردد حتماً در مجامع عمومی شرکتها اولاً پروژه‌های سرمایه‌ای به تفصیل به سرمایه‌گذاران ارائه و ثانیاً با توجه به پروژه‌های سرمایه‌گذاری اقدام به تعیین سیاست تقسیم سود نمایند.

16- منابع

- 1- آزادور، ایمان؛ 1386؛ "بررسی ارتباط بین فرصتهای سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه آزاد نیشابور
- 2- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و بیگدلو، مهدی؛ تابستان 1385؛ "همسنگی بازده و ریسک فرصتهای جایگزین سرمایه‌گذاری در ایران"؛ فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی؛ شماره 44
- 3- اسماعیل بور، مجید؛ 1381؛ "ملاحظات اساسی در فرآیند بودجه بندی سرمایه‌ی" مجله بورس، شماره 32
- 4- اعتمادی، حسین و چالاکی، پری؛ بهار 1384؛ "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1381-1377" فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی؛ شماره 39
- 5- تهرانی، رضا؛ 1387؛ "مدیریت مالی" انتشارات نگاه دانش
- 6- حامدیان، مهدی؛ اسدی، غلامحسین؛ 1379؛ "بررسی عوامل موثر بر قیمت سهام و تصمیم گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری؛ دانشگاه شهید بهشتی

- 7- راعی، رضا و تلنگی، احمد؛ 1383؛ "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته": انتشارات سمت
- 8- مدرس، احمد؛ عبدا...زاده، فرهاد؛ 1385؛ "مدیریت مالی": شرکت چاپ و نشر بازرگانی؛
جلد دوم
- 9- مهرانی، ساسان و تالانه، عبدالرضا؛ 1377؛ "تقسیم سود در شرکتها" مجله حسابدار؛ شماره
125
- 10- وستون، بریگام؛ یوستون؛ ترجمه عبده تیریزی، حسین؛ حنیفی، فرهاد؛ 1386؛ "مدیریت مالی": جلد دوم؛ نشر آگاه
- 11- Amling, Fredrick, 1989, "Investment: A Introduction to analysis and management", prentice hall, p 77
- 12- Ferdinand A, Gul & Burch T. Kealey, Dec 1999, "Chaebol, investment opportunity set and corporate debt and dividend policies of Korean companies", Review of quantitative finance and accounting, Volume 13, Number 4
- 13- Ferdinand A. Gul & Judi S.L. Tsui, 1998, "A test of the free cash flow and debt monition hypotheses: evidence from audit pricing", Journal of accounting and economics vol 4, p.219
- 14- Frankfuter, G & Wood, B, 2002, "Dividend policy theories and their emperial tests"
- 15- G. Gniewosz, 1990, "The share investment decision process and information use: An exploratory case study" Accounting and business research. Vol 20, no 79, pp 223-230
- 16- Juliet D. Souza & Atul K. Saxena, 1999, "Agency cost, markrt risk, investment opportunity and dividend policy – an international perspective", Managerial finance, Volume 25, Number 6
- 17- Sanjay Kallpur & Mark A. Trombley, April 1999, "The association between investment opportunity set proxies and realized growth", Journal of business finance and accounting, Vol 26, no 3
- 18- Tim Adam & Vidhan K. Goyal, August 2007, "The investment opportunity set and its proxy variables", Seminar participants at the university of Oregon and the hong kong university of science and technology
- 19- Tim Adam & Vidhan K. Goyal, January 2006, "The investment opportunity set and its proxy variables: theory and evidence", M.I.T-Sloan school of management
- 20- Vidhan K. Goyal, Kenneth Lehn & Stanko racic, May 2001, "Grow opportunity and corporate debt policy: the case of the U.S. Defense industry", Hong kong university of science and technology