

بررسی سودمندی میزان سود تقسیمی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمد حسین ستایش *

محمد جواد غفاری **

تاریخ دریافت: ۱۳۸۷/۰۲/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۸۷/۰۳/۰۸

چکیده

هدف اصلی این مقاله ، بررسی تاثیر میزان سود تقسیمی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد . به منظور دستیابی به این هدف ، داده های مربوط به بازده دارایی ها ، بازده حقوق صاحبان سهام ، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و نسبت میانگین Q توبین به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد و همچنین سود تقسیمی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۸۶ مورد آزمون قرار گرفت . روش آماری مورد استفاده در پژوهش حاضر ، تحلیل همبستگی از طریق رگرسیون خطی و همچنین آزمون تحلیل واریانس با استفاده از نرم افزار SPSS است . همچنین معنی دار بودن معادله رگرسیون و معنی دار بودن ضرایب آن به ترتیب با آماره های t و F مورد بررسی قرار گرفته است . نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش نشان می دهد که بین میزان سود تقسیمی و معیارهای ارزیابی عملکرد در کلیه شرکت های مورد مطالعه ، بدون توجه به صنعتی که به آن تعلق دارند ، رابطه معنی دار وجود دارد ، هرچند با توجه به ضریب همبستگی محاسبه شده این رابطه در سطح ضعیف ارزیابی می گردد .

واژه های کلیدی : سود تقسیمی ، بازده دارایی ها ، بازده حقوق صاحبان سهام ، نسبت میانگین Q توبین ، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری.

* استادیار حسابداری دانشگاه شیراز ، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات

setayesh@shirazu.ac.ir

** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شیراز

۱. مقدمه

سیاست های تقسیم سود یکی از بخش های ابتدایی تامین مالی شرکت هاست که به وسیله مدل های مالی پیچیده تحلیل می شود و یکی از مشکلاتی است که اکثر کارشناسان مالی با آن مواجه هستند. به همین دلیل همچنان مطالب بسیاری درباره تأثیری که سود تقسیمی بر ثروت سهامداران و سایر مواردی که مربوط به عملکرد شرکت می شود، بیان نشده است (برزسزینکی و همکاران^۱، ۲۰۰۷: ۲۸۶). عقیده بر این است که اعلام سود تقسیمی به عنوان یک پیش بینی کننده مطلوب از عملکرد مالی آتی شرکت ها است. شواهد حاکی از آن است که تحلیل میزان سود تقسیمی و تغییرات آن در طول زمان می تواند اطلاعات مفیدی در مورد عملکرد مالی شرکت و توانایی آن در جهت ایجاد جریان نقد آتی، به سرمایه گذاران ارائه کند (همان مأخذ). محققان مالی همچون میلر و راک^۲ (۱۹۸۵)، جان و ویلیامز^۳ (۱۹۸۵) و سایر محققین نشان داده اند که تعدیلات سود تقسیمی باعث تغییرات آتی در جریان نقد مورد انتظار شرکت و ارزش آن می شود. همچنین بسیاری از محققین تلاش کرده اند تا عکس العمل بازار را نسبت به تغییرات در سود تقسیمی تعیین کنند (آخیگب و همکاران^۴، ۱۲۶۷: ۱۹۹۶).

پژوهش حاضر در پی آن است تا تأثیر میزان سود تقسیمی بر بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و نسبت میانگین Q توبین به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را مورد بررسی قرار دهد. هدف این تحقیق پاسخ دادن به این سوال است که آیا میزان سود تقسیمی شرکت ها بر عملکرد آن ها تأثیر دارد یا خیر؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

زمانی که یک شرکت نسبت به اعلام سود به طور منظم اقدام می کند، سرمایه گذاران این تداوم و ثبات را حاکی از ادامه روند عملیات عادی شرکت تلقی کرده و کاهش سود سهام اعلام شده می تواند برای سرمایه گذاران نشان دهنده وجود یک مشکل بالقوه در شرکت

^۱ Brzeszczyński

^۲ Miller & Rock

^۳ John & Williams

^۴ Akhigbe

باشد. به همین دلیل مدیریت شرکت ها تلاش می کنند تا بتوانند از یک سیاست با ثبات پرداخت سود استفاده کرده و در صورت کاهش سود شرکت، میزان سود تقسیمی را در سطح قبلی نگه داشته یا حتی آن را افزایش دهند. این مسئله اهمیت سیاست تقسیم سود و تاثیر روانی میزان سود تقسیمی بر ارزش شرکت، قیمت سهام و انتظارات سهامداران را بیان می کند.

سود تقسیمی: عبارتست از قسمتی از عایدات شرکت که به دارندگان سهام عادی پرداخت می شود. تقسیم سود یکی از قدیمی ترین و معمولی ترین راه های انتقال بازده از طرف شرکت ها به سهامداران است. مدیریت شرکت همواره باید در خصوص نگهداری و یا توزیع تمام یا بخشی از سود سهام تصمیم گیری کند. تصمیمات مربوط به سود تقسیمی در اقتصاد رقابتی امروز بسیار مهم است. چنانچه این تصمیمات کارا باشد می تواند موجب تغییر در ارزش شرکت شود (پال و همکاران^۱، ۸۸: ۲۰۰۷). از دیدگاه سرمایه گذاری، شرکت ها باید سودهای سهام را تنها به اندازه نیاز فرصت های سرمایه گذاری شان نگهداری کنند. چنانچه فرصت های سرمایه گذاری کافی که بتواند بازده پیش بینی شده ای بیش از بازده مورد انتظار فراهم کند وجود نداشته باشد، منابع به کار گرفته نشده باید به عنوان سود سهام پرداخت شوند (دستگیر، ۲۵۳: ۱۳۸۴).

چنانچه این سودهای سهام بر ارزش سهام عادی اثر بگذارد سیاست سود سهام، چیزی بیش از یک متغیر منفعل می باشد که تنها به وسیله فرصت های سرمایه گذاری در دسترس، شناسایی شده است و بدین وسیله شرکت می تواند با تغییر نرخ پرداخت سود سهام بر ثروت دارندگان سهام اثر بگذارد (همان مأخذ).

در خصوص پیشینه تحقیق نیز می توان اذعان داشت که تحقیقات متعددی در خارج از کشور پیرامون موضوع مورد بحث به عمل آمده است و لیکن پژوهش های انجام گرفته در داخل کشور که به طور مستقیم مرتبط با موضوع باشد، بسار محدود است. در ذیل به برخی از تحقیقات کاربردی در این زمینه اشاره می گردد.

علی احمد^۲ (۲۰۰۸) به بررسی تاثیر سیاست های تامین مالی، سیاست های تقسیم سود و ساختار شرکت بر روی عملکرد شرکت ها با استفاده از متغیر Q توبین در دو حالتی که شرکت

^۱Pal

^۲Ali Ahmed

دارای فرصت رشد باشد و شرکت فاقد این مزیت باشد، پرداخت. نتایج حاصل از مطالعه ۱۰۰ شرکت کوالالامپور^۱ بین سال های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۲ بیانگر آن است که سیاست های تامین مالی و سیاست های تقسیم سود دارای تاثیر بالقوه ای بر روی عملکرد شرکت ها هستند ولی این تاثیر در مورد سیاست های تامین مالی شرکت در حالت نبود فرصت های بالقوه رشد معکوس خواهد بود. همچنین ساختار سرمایه تاثیر معناداری بر روی عملکرد شرکت در دوره پژوهش نداشته است.

هاردین^۲ و همکاران (۲۰۰۸) به ارزیابی و بررسی پرداخت سود تقسیمی مازاد نسبت به میزان مورد انتظار در شرکت های سرمایه گذاری پرداختند. آنان به این نتیجه رسیدند که پرداخت سود تقسیمی مازاد به عواملی همچون کاهش هزینه های نمایندگی، عملکرد عملیاتی قوی تر، اجرای طرحهای بازخرید سهام و همچنین توانایی شرکت در بازپرداخت بدهی های کوتاه مدت بانکی در سررسید وابسته است. تحصیل و استفاده از وام های کوتاه مدت بانکی باعث انعطاف پذیری در تعیین سیاست های تقسیم سود توسط مدیریت شرکت ها می شود.

قش^۳ و همکاران (۲۰۰۸) به بررسی تاثیر سیاست های تقسیم سود گذشته، اهرم و سودآوری بر روی احتمال افزایش ارزش آتی شرکت ها با استفاده از متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری پرداختند. آنان به این نتیجه رسیدند که یک رابطه غیرخطی بین اهرم، سودآوری و احتمال افزایش ارزش آتی شرکت ها وجود دارد. احتمال افزایش ارزش آتی شرکت ها با افزایش پرداخت سود تقسیمی و سودآوری شرکت ها افزایش و با افزایش اهرم، کاهش می یابد.

گرولن^۴ و همکاران (۲۰۰۵) به بررسی تغییرات سود تقسیمی و تاثیر آن تغییرات بر روی سودآوری آتی شرکت ها پرداختند. نتایج حاصل از مطالعه آن ها نشان می دهد که تغییرات سود تقسیمی با تغییرات درآمدهای آتی وابستگی نداشته و از آن به منظور پیش بینی تغییرات آینده درآمدها نمی توان استفاده کرد.

^۱ Kuala Lumpur

^۲ Hardin

^۳ Ghosh

^۴ Grullon

چن^۱ و همکاران (۲۰۰۵) به تحلیل ۴۱۲ شرکت فعال در بورس هنگ کنگ بین سالهای ۱۹۹۵-۱۹۹۸ به منظور پاسخگویی به سه سوال پرداختند :

(۱) آیا مالکیت خانوادگی شرکت ها می تواند بر روی عملکرد شرکت و ارزش آن تاثیر بگذارد؟

(۲) آیا این نوع ساختار مالکیت می تواند بر روی سیاست تقسیم سود تاثیر داشته باشد ؟
(۳) آیا مالکیت دولتی شرکت ها بر روی عملکرد ، ارزش و تقسیم سود آنها می تواند تاثیر داشته باشد ؟ نتایج حاصله بیانگر آن است که ارتباط مثبتی بین ساختار مالکیت خانوادگی و بازده دارایی ها ، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری وجود ندارد. همچنین ارتباط ضعیفی بین مالکیت خانوادگی و تقسیم سود وجود دارد و سیاست های تقسیم سود در شرکت های کوچک حساسیت کمی نسبت به عملکرد نشان می دهند .

گوناس کاراگ^۲ و همکاران (۲۰۰۲) به بررسی سیگنال های سود تقسیمی ، به وسیله آزمون عملکرد مربوط به اعلام آینده آن پرداختند . بدین منظور آنها بازده غیرعادی تعدیل شده بازار را نزدیک به تاریخ اعلام برای سه دوره مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و سپس عملکرد مالی را در سال اعلام و پنج سال بعد از آن مورد آزمون قرار دادند. شواهد بدست آمده در این مطالعه ، اعتبار مربوط به فرض علامت دهی سود تقسیمی را کاهش داد. سطح سود تقسیمی فعلی این شرکت ها با نیازهای سرمایه گذاری و سیاست های تامین مالی سازگار نیست و کاهش سودتقسیمی می تواند به عنوان یک سیاست مالی کلی در جهت افزایش عملکرد آتی مدنظر قرار گیرد.

باجاج^۳ و همکاران (۲۰۰۲) به بررسی رابطه بین سیاست های تقسیم سود و هزینه های نمایندگی و ساختار مالکیت پرداختند . نتایج حاصل نشان دهنده آن است که افزایش سود تقسیمی ، هزینه های نمایندگی جریان نقد آزاد را کاهش می دهد و بر عکس.

^۱Chen

^۲Gunasekarage

^۳Bajaj

چن و همکاران (۱۹۹۹) ارتباط بین سود تقسیمی ، درآمدها و قیمت سهام را بررسی کردند . آنها با استفاده از روش آزمون چندگانه فرضیات ، رابطه علت و معلولی بین متغیرهای مالی را کنترل کرده و کاربرد تجربی مدل هموارسازی سود تقسیمی را آزمون کردند. نتایج حاصل از تحقیق آن ها نشان می دهد که ارتباط پویایی بین سود تقسیمی ، درآمدها و قیمت سهام وجود دارد . همچنین تغییرات سود تقسیمی ، اطلاعاتی درباره تغییرات درآمدهای آتی برای مدت کوتاهی بیش از یک سال ، فراهم می کند .

ساپوروسچنکو ^۱ (۱۹۹۸) به بررسی این مسئله پرداخت که آیا طرح های سرمایه گذاری سود تقسیمی به ارزش آفرینی برای شرکت و کارایی آن منجر می شوند یا خیر؟ وی با آزمون چهار فرضیه به بررسی این مسئله پرداخت . نتایج حاکی از آن است که شرکت های بزرگتر، احتمال بیشتری در بکارگیری طرح های سرمایه گذاری سود تقسیمی برای افزایش کارایی خود دارند. همچنین هیچ تفاوتی در ارزش گذاری بین شرکت هایی که از طرح های سرمایه گذاری سود تقسیمی و سایر شرکت هایی که از عامل Q توبین استفاده کرده اند ، یافت نشده است .

اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۴) به بررسی رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۸۱-۷۷ پرداختند . آن ها به منظور دستیابی به اهداف تحقیق ، داده های مربوط به سود عملیاتی ، سود هر سهم و جریان نقدی عملیاتی به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد و سود تقسیمی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با استفاده از روش تحلیل همبستگی از طریق رگرسیون مورد آزمون قرار دادند . نتایج حاصل از آزمون فرضیات تحقیق ، نشان داد که بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در کلیه شرکت های مورد مطالعه ، بدون توجه به صنعتی که به آن تعلق دارند، رابطه معنی دار وجود دارد. یعنی چنانچه یک سرمایه گذار با هدف برخورداری از درآمد حاصل از سود سهام قصد خرید سهام شرکتی را داشته باشد ، می تواند به سود هر سهم ، سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی به عنوان عوامل کلیدی در برآورد میزان سود تقسیمی آینده شرکت توجه نماید .

^۱Saporoschenko

۳. فرضیه های پژوهش

جهت نیل به اهداف پژوهش ، یک فرضیه اهم و چهار فرضیه اخص به شرح زیر طراحی شده است :

الف) فرضیه اهم : میزان سود تقسیمی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد .

ب) فرضیه های اخص:

- ۱) بین نسبت سود تقسیمی و بازده دارایی ها ، رابطه معنی داری وجود دارد .
- ۲) بین نسبت سود تقسیمی و بازده حقوق صاحبان سهام ، رابطه معنی داری وجود دارد .
- ۳) بین نسبت سود تقسیمی و نسبت میانگین Q توبین ، رابطه معنی داری وجود دارد .
- ۴) بین نسبت سود تقسیمی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری ، رابطه معنی داری وجود دارد .

۴. متغیرهای پژوهش

در این پژوهش ، نسبت سود تقسیمی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است . متغیر وابسته نیز ارزش شرکت است که با استفاده از دو متغیر حسابداری یعنی بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام و دو متغیر بازار یعنی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و نسبت میانگین Q توبین به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار گرفته است (Kumar, ۲۰۰۴: ۱۱).

دلیل عمده برای انتخاب بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیرهایی برای ارزیابی عملکرد شرکت این است که این نسبت ها با استراتژی شرکت و عملکرد مدیریت رابطه مستقیم دارند. به عنوان مثال ، ۸۰٪ تا ۱۰۰٪ پژوهش هایی که به بررسی عملکرد شرکت ها پرداخته اند به ترتیب بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام را به عنوان یک معیار مهم ارزیابی عملکرد انتخاب کرده اند (Wolfe, ۲۰۰۳: ۱۵۶).

۵. روش پژوهش و نحوه جمع‌آوری اطلاعات

این پژوهش کاربردی است. طرح پژوهش آن از نوع نیمه تجربی با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) می‌باشد. از روش پس رویدادی زمانی استفاده می‌شود که محقق پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد، افزون بر آن امکان دستکاری متغیرهای مستقل وجود ندارد (نمازی، ۱۳۷۹: ۵۷ و ۵۸).

در پژوهش حاضر از روش همبستگی از نوع تحلیل رگرسیون خطی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده گردیده است. معادله رگرسیون، معادله‌ای است که بیان می‌کند چگونه میانگین ارزش متغیر وابسته (Y) به متغیر مستقل (X) وابسته است (اندرلون و همکاران، ۱۹۹۶: ۵۰۹).

در خصوص جمع‌آوری اطلاعات، مبانی نظری از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شده و داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای صحرا و تدبیرپرداز انجام شده است.

۶. قلمرو زمانی، جامعه و نمونه آماری پژوهش

قلمرو زمانی پژوهش حاضر بین سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ می‌باشد. جامعه آماری نیز، در برگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری انتخاب شده در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که دارای ویژگی‌های زیر بودند:

(۱) طی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۸۶ در بورس فعالیت داشته و گزارش مالی خود را در این سال‌ها به بورس ارائه کرده باشند.

(۲) پایان سال مالی آن‌ها، ۲۹ اسفند هر سال باشد و طی سال‌های ۸۶-۸۱ تاریخ صورت‌های مالی خود را تغییر نداده‌اند.

(۳) شرکت‌هایی که سودآور بوده و سود خود را تقسیم کرده‌اند.

(۴) ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در هیچ سالی منفی نباشد.

با توجه به اعمال محدودیت های فوق، تعداد ۸۵ شرکت حائز شرایط شناخته شده و به عنوان نمونه آماری مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفتند .

۷. یافته های پژوهش

۷-۱- آمار توصیفی

در ابتدا ، آماره های توصیفی محاسبه شده شامل میانگین و انحراف معیار متغیرهای نسبت سود تقسیمی ، بازده دارایی ها ، بازده حقوق صاحبان سهام ، نسبت میانگین Q توبین و نسبت بازار به ارزش دفتری در جدول شماره ۱ نشان داده شده است .

جدول ۱- آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	میانه	میانگین	تعداد نمونه	آماره متغیر
۰/۳۱۲۹۳۵	۰/۷۴۵۲۴۱	۰/۶۷۱۰۹۷	۸۵	نسبت سود تقسیمی
۰/۱۱۷۵۶۸	۰/۱۵۱۰۹۸	۰/۱۷۸۴۹۱	۸۵	بازده دارایی ها
۰/۶۰۱۳۶۵	۰/۵۵۹۳۳۳	۰/۷۱۸۹۰۲	۸۵	بازده حقوق صاحبان سهام
۱/۵۳۴۹۴۴	۱/۳۷۵۷۷۹	۱/۸۲۴۹۹۸	۸۵	نسبت میانگین Q توبین
۶/۷۶۲۳۸۵	۲/۵۰۴۰۲۲	۴/۴۳۸۵۶۶	۸۵	نسبت بازار به ارزش دفتری

۷-۲ - آمار استنباطی

به منظور آزمون فرضیه های پژوهش، ابتدا همبستگی بین متغیرها آزمون و برای اطمینان بیشتر ، مدل رگرسیونی و همچنین آزمون تحلیل واریانس ارائه می شود. در این پژوهش از آزمون معنی داری در سطح معنی داری $\alpha = 0.05$ و برای آزمون ضرایب مدل رگرسیون از روش آنالیز واریانس (ANOVA) استفاده شده است.

۱-۲-۷ - آزمون فرضیه اول :

به منظور آزمون این فرضیه معادله زیر برآورد می شود :

$$ROA = \alpha + \beta (D_{pe}) + \varepsilon$$

ROA : بازده دارایی ها

D_{pe} : نسبت سود تقسیمی

نتایج آزمون این فرضیه به طور خلاصه در جدول شماره ۲ ارائه شده است :

جدول ۲- نتایج آماری آزمون فرضیه اول برای کل نمونه

مدل	α	β	R	R^2	آماره t متغیر مستقل	آماره F	مقدار P	D-W	رد یا تایید
۱	۰/۰۹۷	۰/۱۲۲	٪۳۲/۵	٪۱۰/۶	۷/۴۸	۵۵/۹۴۷	۰/۰۰۱	۱/۷۹۳	رد H.

همانطور که در جدول شماره ۲ مشاهده می شود ، فرضیه H_0 در سطح معنی داری ۹۵ درصد رد و از این رو فرضیه H_1 پذیرفته می شود . (با توجه به آماره F و مقدار P-Value که کوچکتر از ۵٪ است ، از این رو شیب خط رگرسیون β مخالف صفر خواهد بود.) از طرفی بررسی ضریب همبستگی و ضریب تعیین نشان می دهد که همبستگی در سطح ضعیف وجود دارد و تنها حدود ۱۰/۶٪ از تغییرات در بازده دارایی ها به وسیله تغییرات در نسبت سود تقسیمی توضیح داده می شود . بنابراین می توان چنین نتیجه گیری کرد که بین نسبت سود تقسیمی و بازده دارایی ها رابطه خطی و مثبت وجود دارد، ولی با توجه به پایین بودن ضریب همبستگی، این رابطه در سطح ضعیف ارزیابی می گردد.

مدل رگرسیون فرضیه اول به صورت زیر است :

$$ROA = ۰/۰۹۷ + ۰/۱۲۲D_{pe}$$

۷-۲-۲- آزمون فرضیه دوم :

به منظور آزمون این فرضیه معادله زیر برآورد می شود :

$$ROE = \alpha + \beta (D_{pe}) + \varepsilon$$

ROE : بازده حقوق صاحبان سهام

D_{pe} : نسبت سود تقسیمی

نتایج آزمون این فرضیه به طور خلاصه در جدول شماره ۳ ارائه شده است :

جدول ۳- نتایج آماری آزمون فرضیه دوم برای کل نمونه

مدل	A	β	R	R^2	آماره t متغیر مستقل	آماره F	مقدار P	D-W	رد یا تایید
۲	۰/۳۲۴	۰/۵۸۸	٪۳۰/۶	٪۹/۴	۶/۹۹۴	۴۸/۹۱	۰/۰۰۱	۱/۶۶۵	رد H.

همانطور که در جدول شماره ۳ مشاهده می شود ، فرضیه H_0 در سطح معنی داری ۹۵ درصد رد و از این رو فرضیه H_1 پذیرفته می شود . (با توجه به آماره F و مقدار P- Value که کوچکتر از ۵٪ است ، از این رو شیب خط رگرسیون β مخالف صفر خواهد بود.) از طرفی بررسی ضریب همبستگی و ضریب تعیین نشان می دهد که همبستگی در سطح ضعیف وجود دارد و تنها حدود ۹/۴٪ از تغییرات در بازده حقوق صاحبان سهام به وسیله تغییرات در نسبت سود تقسیمی توضیح داده می شود . بنابراین می توان چنین نتیجه گیری کرد که بین نسبت سود تقسیمی و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه خطی و مثبت وجود دارد، ولی با توجه به پایین بودن ضریب همبستگی ، این رابطه در سطح ضعیف ارزیابی می گردد. مدل رگرسیون فرضیه دوم به صورت زیر است :

$$ROE = ۰/۳۲۴ + ۰/۵۸۸ D_{pe}$$

۳-۲-۷-آزمون فرضیه سوم :

به منظور آزمون این فرضیه معادله زیر برآورد می شود :

$$PQA = \alpha + \beta (D_{pe}) + \varepsilon$$

PQA : نسبت میانگین Q توبین

D_{pe} : نسبت سود تقسیمی

نتایج آزمون این فرضیه به طور خلاصه در جدول شماره ۴ ارائه شده است:

جدول ۴- نتایج آماری آزمون فرضیه دوم برای کل نمونه

مدل	A	B	R	R^2	آماره t متغیر مستقل	آماره F	مقدار P	D-W	رد یا تایید
۳	۱/۱۶۲	۰/۹۸۹	٪۲۰/۲	٪۴/۱	۴/۴۸	۲۰/۰۶۸	۰/۰۰۱	۱/۱۸	رد H.

همانطور که در جدول شماره ۴ مشاهده می شود ، فرضیه H_0 در سطح معنی دار ۹۵ درصد رد و از این رو فرضیه H_1 پذیرفته می شود. (با توجه به آماره F و مقدار P-Value که کوچکتر از ۰.۰۵ است ، از این رو شیب خط رگرسیون β مخالف صفر خواهد بود.) از طرفی بررسی ضریب همبستگی و ضریب تعیین نشان می دهد که همبستگی در سطح ضعیف وجود دارد و تنها حدود ۴/۱٪ از تغییرات در نسبت میانگین Q توبین به وسیله تغییرات در نسبت سود تقسیمی توضیح داده می شود. بنابراین می توان چنین نتیجه گیری کرد که بین نسبت سود تقسیمی و نسبت میانگین Q توبین رابطه خطی و مثبت وجود دارد، ولی با توجه به پایین بودن ضریب همبستگی به نظر می رسد این رابطه در سطح ضعیف باشد.

مدل رگرسیون فرضیه سوم به صورت زیر است :

$$PQA = 1/162 + 0/989 D_{pe}$$

۴-۲-۷-آزمون فرضیه چهارم :

به منظور آزمون این فرضیه معادله زیر برآورد می شود :

$$MBR = \alpha + \beta (D_{pe}) + \varepsilon$$

MBR : نسبت بازار به ارزش دفتری

D_{pe} : نسبت سود تقسیمی

نتایج آزمون این فرضیه به طور خلاصه در جدول شماره ۵ ارائه شده است:

جدول ۵- نتایج آماری آزمون فرضیه دوم برای کل نمونه

مدل	A	B	R	R ^۲	آماره t متغیر مستقل	آماره F	مقدار P	D-W	رد یا تایید
۴	۱/۰۵۸	۵/۰۳۷	%۲۳/۳	%۵/۴	۵/۲۱۸	۲۷/۲۲۹	۰/۰۰۱	۰/۹۸۶	H. رد

همانطور که در جدول شماره ۵ مشاهده می شود ، فرضیه H_۰ در سطح معنی دار ۹۵ درصد رد و از این رو فرضیه H_۱ پذیرفته می شود. (با توجه به آماره F و مقدار P-Value که کوچکتر از ۵٪ است ، از این رو شیب خط رگرسیون β مخالف صفر خواهد بود.) از طرفی بررسی ضریب همبستگی و ضریب تعیین نشان می دهد که همبستگی در سطح ضعیف وجود دارد و تنها حدود ۵/۴٪ از تغییرات در نسبت بازار به ارزش دفتری به وسیله تغییرات در نسبت سود تقسیمی توضیح داده می شود . بنابراین می توان چنین نتیجه گیری کرد که بین نسبت سود تقسیمی و نسبت بازار به ارزش دفتری رابطه خطی و مثبت وجود دارد، ولی با توجه به پایین بودن ضریب همبستگی به نظر می رسد این رابطه در سطح ضعیف باشد. مدل رگرسیون فرضیه چهارم به صورت زیر است :

$$MBR = ۱/۰۵۸ + ۵/۰۳۷D_{pe}$$

نتایج آزمون فرضیه های پژوهش همراه با مدل های رگرسیونی مربوطه در جدول شماره ۶ ارائه شده است :

جدول ۶- نتایج آماری آزمون فرضیه های تحقیق برای کل نمونه و مدل های رگرسیونی مربوطه

نتیجه فرضیه	D-W	مقدار P	آماره F	R ^۲ تعدیل شده	R ^۲	R	مدل
تایید	۱/۷۹۳	۰/۰۰۱	۵۵/۹۴۷	%۱۰/۴	%۱۰/۶	%۳۲/۵	ROA = ۰/۰۹۷ + ۰/۱۲۲D _{pe}
تایید	۱/۶۶۵	۰/۰۰۱	۴۸/۹۱	%۹/۲	%۹/۴	%۳۰/۶	ROE = ۰/۳۲۴ + ۰/۵۸۸D _{pe}
تایید	۱/۱۸	۰/۰۰۱	۲۰/۰۶۸	%۳/۹	%۴/۱	%۲۰/۲	PQA = ۱/۱۶۲ + ۰/۹۸۹D _{pe}
تایید	۰/۹۸۶	۰/۰۰۱	۲۷/۲۲۹	%۵/۲	%۵/۴	%۲۳/۳	MBR = ۱/۰۵۸ + ۵/۰۳۷D _{pe}

با توجه به جدول شماره ۶ فرضیه های پژوهش در مورد کل شرکت های مورد مطالعه تایید می شود. با مقایسه ضریب R^۲ فرضیه های پژوهش می توان گفت قدرت توضیح دهنده به وسیله تغییرات نسبت سود تقسیمی در مدل های رگرسیونی فوق برای متغیرهای وابسته به ترتیب بر اساس بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و نسبت میانگین Q توین است.

۸. نتیجه گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش، نشان دهنده ارتباط معنی دار بین نسبت سود تقسیمی با بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و میانگین نسبت Q توین به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. علاوه بر آن نتایج حاصل از پژوهش حاضر بیانگر آن است که بیشترین ارتباط نسبت سود تقسیمی با بازده دارایی ها و کمترین آن مربوط به نسبت میانگین Q توین است، هرچند ضریب های همبستگی برای تمامی متغیرهای مورد مطالعه در سطح ضعیف هستند. همچنین می توان چنین نتیجه گرفت که نسبت سود تقسیمی، دارای قدرت توضیح دهنده بیشتری در رابطه با متغیرهای حسابداری ارزیابی عملکرد، در مقایسه با متغیرهای بازار می باشد. مضافاً اینکه نسبت سود تقسیمی می تواند برای پیش بینی ارزش شرکت مورد استفاده قرار گیرد، هرچند با توجه به قدرت کم توضیح دهنده آن نمی تواند به عنوان یک متغیر اصلی، به تنهایی بکار رود و می بایست به همراه سایر متغیرهای موثر مد نظر قرار گیرد. نتایج این پژوهش منطبق با نتایج حاصل از پژوهش های قش و همکاران (۲۰۰۸) و چن و همکاران (۱۹۹۹) مبنی بر تاثیر سود تقسیمی در افزایش ارزش آتی شرکت-

ها می باشد. هر چند با نتایج حاصل از پژوهش گروهن و همکاران (۲۰۰۵) مبنی بر عدم ارتباط بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات درآمدهای آتی مغایر است. پیشنهاد می شود ، پژوهش های آتی به بررسی سایر متغیرهای موثر بر ارزیابی عملکرد شرکت ها بپردازد تا به همراه سود تقسیمی بتوان قدرت مدل را افزایش داد . همچنین بررسی سودمندی سود تقسیمی با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد همانند ارزش افزوده اقتصادی ، ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده و جریان نقد آزاد ، از جمله مواردی است که می تواند در اولویت تحقیقات کاربردی پژوهشگران قرار گیرد.

۹. محدودیت های پژوهش

انجام این پژوهش مانند بیشتر پژوهش های مالی ، با محدودیت روبه رو بود که اهم این محدودیت ها به شرح زیر می باشد :

۱. به دلیل عدم وجود اطلاعات قابل اتکا برای برخی از شرکت ها ، ناگزیر شرکت های زیادی از نمونه حذف شدند.

۲. تعدادی از شرکت ها فاقد سود تقسیمی در برخی از سال های مورد مطالعه بودند که حذف این شرکت ها منجر به کاهش تعداد نمونه آماری شد .

۳. با توجه به اینکه اطلاعات مربوط به سود تقسیمی پس از مجمع منتشر می شود ، لذا این اطلاعات برای سال ۱۳۸۷ در دسترس نبود تا بتوان از اطلاعات جدیدتر نیز در این پژوهش استفاده کرد .

منابع

اعتمادی ، حسین و پری چالاکی (۱۳۸۴) « رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۱-۱۳۷۷ » ، بررسی های حسابداری و حسابرسی ، شماره ۳۹ ، ۴۷-۳۱ .

دستگیر ، محسن (۱۳۸۴) « مبانی مدیریت مالی » ، تهران ، انتشارات نورپردازان .
عبدالخلیق ، رشاد (۲۰۰۰) « پژوهش های تجربی در حسابداری : دیدگاه روش شناختی » ، محمد نمازی ، انتشارات دانشگاه شیراز ، ۱۳۷۹ .

Aliahmed , Huson Joher (۲۰۰۸) " The Impact of Financing Decision, Dividend Policy and Corporate Ownership on Firm Performance at Presence or Absence of Growth Opportunity: a Panel Data Approach " ,Evidence from Kuala Lumpur Stock Exchange. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm> .

Anderson , David R . Dennis J. Sweeney , & Thomas A. Williams (۱۹۹۶) " Statistics for business and economics " , New York : West publishing company .

Akhigbe, Aigbe & Jeff Madura (۱۹۹۶) " Dividend Policy and Corporate Performance " , Journal of Business Finance & Account, Vol.۲۳. Pp. ۱۲۶۷-۱۲۸۷ .

Bajaj, Mukesh ; Anand M. Vijh, & Randolph W. Westerfield (۲۰۰۲) " Ownership Structure, Agency Costs and Dividend Policy " , Research in Finance, Vol.۱۹ . Pp. ۱-۲۸ .

Brzeszczyński , Janusz & Jerzy Gajdka (۲۰۰۷) " Dividend-Driven Trading Strategies : Evidence from the Warsaw Stock Exchange " , International Atlantic Economic Society , Vol.۱۳. Pp. ۲۸۵-۳۰۰ .

Chen, Zhilan ; Yan-Leung ; Cheung , Aris Stouraitis , & Anita W.S. Wong (۲۰۰۵) " Ownership Concentration, Firm

Performance, and Dividend Policy in Hong Kong ". Pacific-Basin Finance Journal, Vol. ۱۳, Issue ۴. Pp. ۴۳۱-۴۴ .

Chen, Chung & Chunchi Wu (۱۹۹۹) " The Dynamics of Dividends, Earnings and Prices: Evidence and Implications for Dividend Smoothing and Signaling " , Journal of Empirical Finance , Vol.۶, Issue ۱ . Pp. ۲۹-۵۸.

Gunasekarage, Abeyratna & David M. Power (۲۰۰۲), " The Post-Announcement Performance of Dividend-Changing Companies: The Dividend- Signaling Hypothesis Revisited " , Accounting and Finance , Vol.۴۲. Pp. ۱۳۱-۱۵۱ .

Grullon, Gustavo , Roni Michaely ; Shlomo Benartzi , & Richard H. Thaler (۲۰۰۵) " Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability " , Journal of Business . Pp.۱۶۵۹-۱۶۸۲ .

Ghosh, Saurabh & Arijit Ghosh (۲۰۰۸) , " Do Leverage, Dividend Policy and Profitability influence the Future Value of Firm? Evidence from India " , <http://papers.ssrn.com> .

Hardin, William & Matthew D. Hill (۲۰۰۸) " REIT Dividend Determinants : Excess Dividends and Capital Markets " , Real state economics, Vol.۳۶. Pp.۳۴۹-۳۶۹ .

Pal, Karam & Puja Goyal (۲۰۰۷) " Leading Determinants of Dividend Policy: A Case Study of the Indian Banking Industry " . Decision, Vol. ۳۴, No.۲. Pp.۸۷-۱۱۲ .

Kumar, Jayesh (۲۰۰۴) " Agency Theory and Firm Value in India", http://papers.ssrn.com/sol۳/papers.cfm?abstract_id=۵۰۱۸۰۲ .

Krivogorsky, Victoria (۲۰۰۶) " Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe " , The International Journal of Accounting , Vol.۴۱. Pp. ۱۷۶-۱۹۷ .

Landsman, Wayne R. & Alan C. Shapiro (۱۹۹۵) " Tobin's q and the Relation Between Accounting ROI and Economic Return " . Journal of accounting , auditing & finance. Pp. ۱۰۳-۱۱۸ .

Saporoschenko , Andrew (۱۹۹۸) " Do Dividend Reinvestment Plans Contribute to Industrial Firm Value and Efficiency? " , Financial Services Review, Vol.۷, Issue ۴. Pp.۲۷۳-۲۸۹ .

Wolfe , Joseph (۲۰۰۳) " THE Tobin q AS A Company Performance Indicator " , Developments in Business Simulation and Experiential Learning , Vol. ۳۰ . Pp. ۱۵۵-۱۵۹ .