

مجله دانش مالی
تحلیل اوراق بهادار
شماره دهم
تابستان ۱۳۹۰

بررسی اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

بهمن بنی مهدی^۱

علی اصغری^۲

تاریخ پذیرش: ۹۰/۴/۳

تاریخ دریافت: ۹۰/۲/۸

چکیده

پژوهش درباره سیاست تقسیم سود همواره مورد توجه پژوهشگران رشته‌های حسابداری و مالی بوده است. نتایج پژوهش‌های انجام شده در بازارهای توسعه یافته و توسعه نیافته نیز در زمینه سیاست تقسیم سود متفاوت می باشد. هدف این پژوهش آن است تا اثر نسبت اهرمی را بر سیاست تقسیم سود، بررسی و رابطه آن‌ها را با تقسیم سود به صورت یک مدل ریاضی ارائه دهد. از این رو، در این پژوهش اثر اهرم مالی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، در ۶۶ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۷ بررسی می شود. روش تحقیق همبستگی بوده و نتایج نشان می دهد اهرم مالی با تقسیم سود رابطه ای معنی دار ندارد. اما اندازه شرکت و جریان نقدی عملیاتی رابطه ای مثبت و معنی دار با سیاست تقسیم سود دارد. نتایج این پژوهش، مشابه نتایج برخی از پژوهش‌های خارجی انجام شده است. این موضوع بیانگر آن است که احتمالاً در بازارهای در حال توسعه نظیر بازار سرمایه ایران، در تقسیم سود، به دلیل عدم کارایی تئوری کارگزاری، توجهی به نسبت اهرمی (نسبت بدهی) نمی شود و لذا رابطه ای میان آن‌ها وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: اهرم مالی، سیاست تقسیم سود، اندازه شرکت و جریان نقدی عملیاتی.

۱- استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج (مسئول مکاتبات) dr.banimahd@gmail.com
۲- دانشجوی دوره کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال

مقدمه

در سال های اخیر با تشکیل سازمان بورس اوراق بهادر و افزایش شرکت های پذیرفته شده در آن، هم چنین نوسان های مشاهده شده در شاخص های آن، موضوع تقسیم سود برای سرمایه گذاران به موضوعی مهم برای افزایش ثروت تبدیل شده است. مطالعات گذشته درباره تقسیم سود در ایران نشان می دهد، میانگین کاهش قیمت سهام پس از اعلام تقسیم سود، کمتر از میانگین سود تقسیم شده می باشد (جهانخانی و قربانی ۱۳۸۵). در پژوهش دیگر نشان داده شد که میان تقسیم سود و شاخص عملکرد شرکت رابطه ای معنی دار وجود دارد (اعتمادی و چالاکی ۱۳۸۴). هم چنین در مطالعه جدید تر به رابطه ای مستقیم میان سود تقسیم شده و ارزش بازار سهام تاکید و سود تقسیمی نقش حیاتی در تعیین ارزش بازار سهام دارد. سیاست تقسیم سود در ایران پایدار نیست و از سالی به سال دیگر در میان شرکت ها، متفاوت است (پورحیدری و دیگران ۱۳۸۸).

در ادامه پژوهش های قبلی، این پژوهش سعی دارد تا رابطه میان نسبت اهرمی و سیاست تقسیم سود را مورد بررسی قرار دهد. از این رو، پرسش اصلی این پژوهش آن است که اهرم مالی شرکت که همان نسبت بدهی شرکت است، بر میزان تقسیم سود تا چه اندازه اثرگذار است؟ هدف این پژوهش آن است تا اثر نسبت بدهی، جریان نقدی و اندازه شرکت را بر سیاست تقسیم سود، بررسی و رابطه آن ها با تقسیم سود را، به صورت یک مدل ریاضی ارائه دهد. نتایج این پژوهش می تواند مورد استفاده تحلیل گران مالی و سایر استفاده کنندگان صورت های مالی در تحلیل سیاست تقسیم سود قرار گیرد.

مبانی نظری پژوهش

بر پایه نظریه انتظارات عقلایی، سهامداران انتظارات خاصی از شرکت، درباره سود تقسیم شده دارند. اما اگر سهامداران تغییر غیر منتظره ای در میزان سود تقسیم شده مشاهده کنند، در آن صورت خواهان دلیل این تغییر خواهند بود. از این رو سیاست تقسیم سود اثرات روانی بر سهامداران و هم چنین بر شاخص های بازار خواهد داشت (تهرانی و

شمس ۱۳۸۲). اغلب در تدوین سیاست تقسیم سود، باید ساختار سرمایه شرکت حفظ گردد. از این رو توجه به انعطاف پذیری در تامین مالی اهمیت ویژه ای دارد. منظور از انعطاف پذیری در تامین مالی، آن است که شرکت ها تا حد معینی می توانند از طریق استقراض، تأمین مالی کنند. زیرا در غیر این صورت این موضوع باعث افزایش نسبت بدهی و ریسک مالی شرکت خواهد شد. شرکتی که بخواهد در امر تأمین مالی، انعطاف پذیری را رعایت کند، آن را در سیاست تقسیم سود در نظر می گیرد. در آن صورت تنها درصد نسبتاً کمی از سود شرکت را بین سهامداران تقسیم می کند (جهانخانی و پارسائیان ۱۳۸۴). هم چنین اندازه شرکت و جریان نقدی عملیاتی از دیگر عوامل تاثیرگذار بر سیاست تقسیم سود است. معمولاً شرکت های کوچک در مقایسه با شرکت های بزرگ در تامین مالی خود با مشکلات بیشتری مواجه هستند، به ویژه زمانی که برای اوراق بهادار آن ها بازاری وجود ندارد. در این حالت، این گونه شرکت ها نباید سود سهام پرداخت کنند و یا اینکه سود سهام نقدی خود را از محل جریان نقدی ناشی از عملیات خود تامین و پرداخت نمایند (Penman 2003).

پیشینه پژوهش

پژوهش های داخلی

بهرام فر و مهرانی (۱۳۸۳) در رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه گذاری را در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار دادند. در این تحقیق نشان داده شده که بین سود تقسیمی، سود هر سهم و سود پیش بینی شده رابطه ای مستقیم وجود دارد. به عبارت دیگر هر اندازه سود هر سهم و سود پیش بینی شده افزایش یابند، تقسیم سود نیز افزایش می یابد.

اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۴) رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشان دادند 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.

خوش طینت و حاجیان (۱۳۸۷) در بررسی تاثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه گذاران دریافتند که افزایش سود تقسیمی بر حجم معاملات سهام موثر است و عکس العمل سرمایه گذران نسبت به خبر افزایش تقسیم سود، عکس العملی کوتاه مدت است.

پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی پایداری سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتیجه پژوهش آن ها نشان داد که شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سیاست تقسیم سود پایداری برخوردار نیستند و هم چنین روند تقسیم سود در سال های گذشته تاثیر چندانی بر تقسیم سود سال های آتی ندارد.

فروغی و همکاران (۱۳۸۸) در بررسی تاثیر سهامداران نهادی در تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند، میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست های تقسیم سود شرکت تاثیرگذار است. این در حالی است که مالکیت سهامداران نهادی تاثیری بر سیاست های تقسیم سود شرکت ها ندارد.

پژوهش های خارجی

چن و هینسیری^۱ (۲۰۰۹) در بررسی عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در نیوزلند دریافتند تقسیم سود رابطه ای مثبت با پراکندگی مالکیت و رابطه ای منفی با درجه مالکیت داخلی دارد. آنها هم چنین به این نتیجه رسیدند که رشد فروش موجب کاهش تقسیم سود می شود.

الکو واری^۲ (۲۰۰۹) در بررسی عوامل تعیین کننده تقسیم سود در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس طی دوره زمانی ۱۹۹۹ الی ۲۰۰۳ دریافت که مالکیت دولتی، اندازه شرکت و سودآوری شرکت رابطه ای مستقیم با تقسیم سود و نسبت اهرمی رابطه ای منفی با تقسیم سود دارد.

موسی^۳ (۲۰۰۹) در تحقیقی در رابطه با سیاست تقسیم سود در ۵۳ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس نیجریه طی دوره زمانی ۱۹۹۲ الی ۲۰۰۲ دریافت که تقسیم سود تابعی از جریان نقدی، سود سال جاری و تقسیم سود سال قبل است. او هم چنین دریافت نسبت دارایی جاری، رشد فروش، اندازه شرکت و نوع صنعت رابطه ای با تقسیم سود ندارد.

انیل و کاپور^۴ (۲۰۰۸) در پژوهش خود با عنوان عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در بخش تکنولوژی اطلاعات کشور هند به این نتیجه رسیدند، سود آوری و جریان نقدی عملیاتی رابطه ای مثبت با تقسیم سود و مالیات، رشد فروش و نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن رابطه ای منفی با تقسیم سود دارد.

لینگ و همکاران^۵ (۲۰۰۸)، در بررسی عوامل مؤثر بر تقسیم سود در ۱۰۰ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مالزی دریافتند که سود آوری رشد شرکت، نسبت اهرمی، اندازه شرکت و پراکندگی سهام از عوامل تعیین کننده و تاثیر گذار بر تقسیم سود در شرکت های مذکور است. آنها در این تحقیق دریافتند که شرکت های سود آور و با ریسک کمتر، تقسیم سود بیشتری نسبت به بقیه شرکت ها دارند.

کاوالسکی و همکاران^۶ (۲۰۰۷) در مطالعه ای با عنوان نظام راهبری و سیاست تقسیم سود در ۱۱۰ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار لهستان به این نتیجه رسیدند که شرکت های بزرگ و سود آور، تقسیم سود بیشتری نسبت به بقیه دارند. آنها هم همچنین دریافتند شرکتهای که نسبت اهرمی بالاتری دارند، سود کمتری تقسیم می کنند. همچنین به رابطه ای مستقیم میان نظام راهبری و تقسیم سود نقدی پی بردند.

المکاو^۷ (۲۰۰۷)، در بررسی عوامل تأثیر گذار بر تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اردن دریافت مالکیت دولتی، اندازه شرکت، سود آوری و عمر شرکت از جمله عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود هستند.

امیدو و ایور^۱ (۲۰۰۶)، در تحقیقی با عنوان عوامل تعیین کننده تقسیم سود در کشور غنا به این نتیجه رسیدند که رابطه ای مثبت میان تقسیم سود و جریان نقدی، سود آوری و مالیات وجود دارد. آنها هم چنین دریافتند که میان تقسیم سود و نسبت اهرمی، مالکیت نهادی سهام، رشد فروش و نسبت ارزش بازار به دفتری رابطه ای منفی وجود دارد.

تفاوت این پژوهش با پژوهش های قبلی

تفاوت این پژوهش با پژوهش های داخلی را می توان آزمون متغیرهای جدید نظیر جریان نقدی عملیاتی، نسبت بدهی و اندازه شرکت بر تقسیم سود و هم چنین تدوین یک الگو برای تبیین عوامل تعیین کننده تقسیم سود دانست. اما تفاوت این پژوهش با پژوهش های خارجی در آن است که فرضیه های این پژوهش رابطه متغیرهای حسابداری شرکت هایی را آزمون می نماید که در مقایسه با بازارهای خارجی، در یک محیط اقتصادی انجام می شود که دولت مالک اصلی صنایع است و مالکیت از مدیریت به طور محتوایی جدا نشده است. هم چنین سیاست تقسیم سود همانند کشور های توسعه یافته، پایدار نیست.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش رویکردی قیاسی- استقرایی دارد و در میان انواع تحقیقات همبستگی، جزو تحلیل های رگرسیونی می باشد. قلمرو مکانی این پژوهش شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در کشور جمهوری اسلامی ایران می باشد. قلمرو زمانی این پژوهش از ابتدای سال ۱۳۸۰ هجری شمسی تا پایان سال ۱۳۸۷ هجری شمسی را در بر می گیرد. جامعه آماری مورد بررسی در این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. از میان جامعه آماری فوق تعداد ۶۶ شرکت به روش تصادفی ساده از صنایع مختلف به صورت زیر انتخاب گردید.

- شرکت هایی که از سال ۱۳۸۰ مورد پذیرش قرار گرفته باشند.
- شرکت سرمایه گذاری نباشند.

- شرکت هایی که دوره مالی آنها آخر اسفند ماه هر سال باشد.
 - شرکت هایی که در دوره مورد بررسی توقف معامله نداشته باشند.
 - شرکت هایی که داده های آنها در طول دوره زمانی در دسترس باشند.
- صورت‌های مالی شرکت‌های فوق از پایگاه اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار استخراج و تجزیه و تحلیل داده های این پژوهش و آزمون فرضیه های آن توسط نرم افزارهای اکسل و Spss انجام شده است .

متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، متغیرها شامل شاخص تقسیم سود به عنوان متغیر وابسته و شاخص نسبت اهرمی (نسبت بدهی) به عنوان متغیر مستقل می باشد. برای کنترل تأثیر سایر عوامل بر تقسیم سود، اندازه شرکت و شاخص جریان نقدی عملیاتی به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته می شود. شاخص تقسیم سود از طریق نسبت سود تقسیم شده به جمع دارایی‌ها به دست می آید. از آنجایی که این نسبت از توزیع نرمال برخوردار نبوده، از لگاریتم طبیعی آن (\ln) استفاده شده است. هم چنین نسبت اهرمی از طریق تقسیم نسبت بدهی به جمع دارایی‌ها محاسبه می شود. به دلیل هم خطی شدید میان جریان نقد عملیاتی و نسبت اهرمی، در این پژوهش برای رفع هم خطی از لگاریتم نسبت اهرمی استفاده شده است. برای اندازه گیری اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها هر شرکت در هر سال استفاده گردیده و جریان نقدی عملیاتی نیز از تفاوت سود عملیاتی هر شرکت بعلاوه ارقام تعهدی محاسبه شده است. لازم به توضیح است که متغیرهای سودآوری و رشد فروش نیز به عنوان متغیر کنترل در این پژوهش در نظر گرفته شده بود. اما به دلیل هم خطی شدید میان آن‌ها و جریان نقد عملیاتی، متغیرهای مذکور حذف شدند. مضافاً قابل ذکر است که لگاریتم طبیعی شاخص سودآوری و رشد فروش نیز با جریان نقدی عملیاتی هم خطی شدید داشت. لذا یکی از محدودیت های اصلی این پژوهش هم خطی شدید میان متغیرهای تحقیق بوده است.

فرضیه های پژوهش:

بر اساس اهداف پژوهش و مبانی نظری آن فرضیه های زیر تدوین شده اند:

فرضیه اول: میان تقسیم سود و نسبت اهرمی رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه دوم: میان تقسیم سود و اندازه شرکت رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه سوم: میان تقسیم سود و جریان نقد عملیاتی رابطه معنی دار وجود دارد.

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول به صورت زیر بیان می شود:

H_0 = میان تقسیم سود و نسبت اهرمی رابطه معنی دار وجود ندارد.

H_1 = میان تقسیم سود و نسبت اهرمی رابطه معنی دار وجود دارد.

در نگاره شماره ۱ مقدار سطح معنی داری نسبت اهرمی برابر ۳۶ درصد یعنی بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین متغیر مستقل یعنی نسبت اهرمی و تقسیم سود رابطه معنی دار وجود ندارد. از این رو فرض صفر آماری (H_0) تائید و فرض مقابل آن یعنی فرض H_1 را می توان رد کرد.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم به صورت زیر بیان می شود:

H_0 = میان تقسیم سود و اندازه شرکت رابطه معنی دار وجود ندارد.

H_1 = میان تقسیم سود و اندازه شرکت رابطه معنی دار وجود دارد.

در نگاره شماره ۱، مقدار سطح معنی داری اندازه شرکت برابر ۳/۳ درصد یعنی کمتر از ۵ درصد است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین متغیر مستقل یعنی اندازه شرکت و تقسیم سود رابطه معنی دار وجود دارد. از اینرو فرض صفر آماری (H_0) رد و فرض مقابل آن یعنی فرض H_1 را نمی توان رد کرد.

آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم به صورت زیر بیان می شود:

H_0 = میان تقسیم سود و جریان نقدی عملیاتی رابطه معنی دار وجود ندارد.

H_1 = میان تقسیم سود و جریان نقدی عملیاتی رابطه معنی دار وجود دارد.

در نگاره شماره ۱، مقدار سطح معنی داری جریان نقدی عملیاتی برابر صفر یعنی کمتر از ۵ درصد است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین متغیر مستقل جریان نقدی عملیاتی شرکت و تقسیم سود رابطه معنی دار وجود دارد. از اینرو فرض صفر آماری H_0 رد و فرض مقابل آن یعنی فرض H_1 را نمی توان رد کرد.

نگاره شماره ۱: آزمون فرضیه ها

مدل	ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
	بتا	خطای استاندارد	بتا		
مقدار ثابت	-۲/۵۵۲	۰/۱۶۹	-	-۱۵/۰۶۷	۰/۰۰۰
لگاریتم نسبت اهرمی	-۰/۱۲۷	۰/۱۳۹	-۰/۰۴۸	-۰/۹۱۱	۰/۳۶۳
اندازه شرکت	۰/۰۱۵۶	۰/۰۰۷	۰/۰۸۸	۲/۱۳۲	۰/۰۳۳
جریان نقدی عملیاتی	۰/۰۳۶۱	۰/۳۳۷	۰/۳۳۷	۶/۴۳۳	۰/۰۰۰

مدل تقسیم سود برای کل نمونه آماری

در این قسمت با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه، آزمون مربوط به تدوین مدل تقسیم سود برای کل شرکتهای نمونه آماری، انجام می شود. در بخش قبل مشخص شد که اندازه شرکت و جریان نقدی عملیاتی با تقسیم سود رابطه معنی دار دارند و بر آن تاثیر گذار هستند.

نگاره شماره ۱، ضرایب مربوط به هریک از متغیرهای مستقل را مشخص نموده است.

بنابراین مدل تقسیم سود به صورت زیر از نگاره بالا استخراج می گردد:

$$\text{Ln Divident} = -2/552 + 0/0156 \text{ Size} + 0/0361 \text{CFO} + \varepsilon$$

که در آن:

Ln = لگاریتم طبیعی نسبت تقسیم سود به جمع دارایی های هر شرکت در هر سال

Divident

اندازه شرکت که عبارت است از لگاریتم طبیعی جمع دارایی های هر شرکت در هر سال

Size =

CFO = جریان نقدی عملیاتی هر شرکت در هر سال

ε = میزان خطای مدل

لازم به توضیح است که از آنجائیکه به جای تقسیم سود از لگاریتم طبیعی آن استفاده شده است، مقدار عرض از مبدا (مقدار ثابت) به عددی منفی تبدیل شده است.

اعتبار مدل

برای ارزیابی مدل از آزمون آماری آنالیز واریانس (Anova) استفاده می شود. این آزمون دارای آماره های F و سطح معنی داری می باشد. نتایج این آزمون در نگاره شماره ۲ آورده شده است. مقدار آماره F برابر ۲۰/۳۵۰ و سطح معنی داری آن برابر صفر می باشد. از این رو آزمون فوق صحت مدل را تأیید می نماید. همچنین ضریب تعیین مدل رگرسیون (R^2) که نسبتی از واریانس بیان شده به کل واریانس را نشان می دهد با توجه به نگاره شماره ۳ برابر ۱۰ درصد است. این موضوع بیانگر آن است که ۱۰ درصد تغییرات متغیر وابسته (Ln Divident) براساس تغییرات متغیرهای مستقل مدل بیان می شود و مابقی آن متاثر از سایر عواملی است که قابل مشاهده نیستند. از طرف دیگر از آنجائیکه تفاوت میان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده بسیار ناچیز است، لذا این موضوع بیانگر آن است که متغیرهای مستقل مدل به درستی انتخاب شده اند.

نگاره شماره ۲: آزمون آنالیز واریانس

مدل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری
رگرسیون	۷۴/۳۰۳	۳	۲۴/۷۶۸	۲۰/۳۵۰	۰/۰۰۰
باقیمانده	۶۳۸/۹۸۰	۵۲۵	۱/۲۱۷		
جمع	۷۱۳/۲۸۲	۵۲۸			

آزمون دوربین واتسن

این آماره برای برآورد وجود یا عدم وجود خود همبستگی در مقادیر خطای مدل (E) استفاده می شود. اگر مقدار آماره مذکور بین ۱/۷ تا ۲/۳ برآورد گردد، در آن صورت وجود خود همبستگی در مقادیر خطای مدل رد می گردد. در اینجا با توجه به نگاره شماره ۳ مقدار آماره دوربین- واتسون برابر ۱/۹۸۵ است. بنابراین وجود خود همبستگی در مقادیر خطای مدل رد می گردد.

نگاره شماره ۳: ضرایب دوربین واتسن، آماره ضریب تعیین و تغییرات آماره F

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای استاندارد برآورد شده	آماره های مربوط به تغییرات				آماره دوربین واتسون	
					تغییرات ضریب تعیین	تغییرات F	درجه آزادی ۱	درجه آزادی ۲		
۱	۰/۳۲۳	۰/۱۰۴	۰/۰۹۹	۱/۱۰۳	۰/۱۰۴	۲۰/۳۵۰	۳	۵۲۵	۰/۰۰۰	۱/۹۸۵

هم حرکتی میان متغیرهای مستقل مدل

آماره های تولرانس، عامل تورم واریانس و شاخص وضعیت که در نگاره شماره ۴ نشان داده شده اند، بیانگر این موضوع هستند که میان متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد. هرگاه هم خطی میان متغیرهای مستقل وجود داشته باشد، مقدار آماره شاخص وضعیت بیشتر از عدد ۱۰ و آماره تولرانس از مقدار یک فاصله گرفته و به سمت صفر میل و عامل تورم واریانس نیز بیش از عدد ۵ خواهد بود. بنابراین میان متغیرهای مستقل مدل هم خطی وجود ندارد.

نگاره شماره ۴: آماره های هم خطی متغیرهای مستقل

متغیرها	تولرانس	عامل تورم واریانس	شاخص وضعیت
اندازه شرکت	۰/۹۹۷	۱/۰۰۳	۱/۴۸۴
جریان نقدی عملیاتی	۰/۶۲۲	۱/۶۰۸	۷/۶۰۲

تفسیر رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته مدل

رابطه هر یک از متغیرهای مستقل و متغیر وابسته باید با توجه به مبانی نظری حسابداری و علم آمار تفسیر گردد. به این صورت که نتایج هر دو تفسیر حسابداری و آماری باید با هم همخوانی و هماهنگی داشته باشند.

تفسیر اثر اندازه شرکت بر تقسیم سود

تفسیر آماری

با توجه به خط رگرسیون، اندازه شرکت بر تقسیم سود اثری مثبت دارد. یعنی اگر اندازه شرکت افزایش یابد، تقسیم سود نیز افزایش می یابد. در اینجا، اگر اندازه شرکت یک درصد واحد افزایش یابد، تقسیم سود نیز با فرض ثابت بودن سایر عوامل بطور متوسط به میزان ۱/۵ درصد آن واحد افزایش می یابد. بنابراین اندازه شرکت اثر مثبت بر تقسیم سود و رابطه ای مستقیم با آن دارد.

تفسیر حسابداری

بر اساس مبانی نظری و پیشینه این تحقیق که قبلاً به آن ها اشاره شد، در تحقیقات مختلف این موضوع یعنی رابطه مستقیم اندازه شرکت و تقسیم سود تأیید شده است. نتیجه: تفسیر آماری با تفسیر حسابداری تطبیق دارد.

تفسیر اثر جریان نقد عملیاتی بر تقسیم سود

تفسیر آماری

با توجه به خط رگرسیون، جریان نقد عملیاتی رابطه ای مثبت و مستقیم با تقسیم سود دارد. یعنی اگر جریان نقد حاصل از عملیات شرکت افزایش یابد، تقسیم سود نیز افزایش می یابد. در اینجا، اگر جریان نقد حاصل از عملیات، یک درصد واحد افزایش یابد، تقسیم سود نیز با فرض ثابت بودن سایر عوامل بطور متوسط به میزان ۳/۶ درصد واحد افزایش می یابد. بنابراین جریان نقدی حاصل از عملیات اثر مثبت و مستقیم بر تقسیم سود دارد.

تفسیر حسابداری

در متون مختلف حسابداری بر وجود رابطه بین جریان نقد حاصل از عملیات و تقسیم سود تاکید گردیده است. به عبارت دیگر هرچه شرکت ها جریان نقد حاصل از عملیات بیشتری داشته باشند، توان بیشتری در تامین منابع مالی خود را از طریق جریان نقد عملیاتی برای پرداخت سود دارند. نتیجه: تفسیر آماری با تفسیر حسابداری تطبیق دارد.

تفسیر اثر مقدار ثابت بر تقسیم سود

با توجه به خط رگرسیون، عرض از مبدا (مقدار ثابت) اثری منفی بر لگاریتم نسبت تقسیم سود به جمع دارایی ها دارد. به عبارت دیگر، اثری مثبت بر نسبت تقسیم سود به جمع دارایی ها دارد. این موضوع بیانگر آن است که در نمونه تحقیق، شرکت ها از حداقل تقسیم سود بر خوردار هستند که برابر $2/5$ درصد واحد خواهد بود. به عبارت دیگر، میانگین تقسیم سود در شرکت های نمونه تحقیق برابر $2/5$ درصد کل سود تقسیم شده شرکت ها می باشد. از دیدگاه حسابداری نیز این موضوع را نمی توان نقض کرد. نتیجه: تفسیر آماری با تفسیر حسابداری تطبیق دارد.

خلاصه و نتیجه گیری

در این مطالعه رابطه بین نسبت اهرمی و تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های این پژوهش حاکی از آن است که نسبت اهرمی با تقسیم سود رابطه ای ندارد. اما اندازه شرکت و جریان نقدی عملیاتی رابطه معنی دار و مثبت با تقسیم سود دارد. نتایج این پژوهش، مشابه نتایج برخی از پژوهش های خارجی انجام شده است. این موضوع بیانگر آن است که احتمالاً در بازارهای در حال توسعه نظیر بازار سرمایه ایران، در تقسیم سود، توجهی به نسبت اهرمی (نسبت بدهی) نمی شود و لذا رابطه ای میان آن ها وجود ندارد.

محدودیت های پژوهش

این پژوهش همانند سایر پژوهش ها با محدودیت هایی روبرو بوده است. محدودیت این پژوهش به شرح ذیل می باشند:

۱) وجود هم خطی شدید میان برخی از متغیرهای تاثیرگذار بر متغیر وابسته در نمونه تحقیق. مانند هم خطی شدید میان شاخص سودآوری و رشد فروش با جریان نقد عملیاتی. به همین دلیل در این تحقیق شاخص سودآوری و رشد فروش به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته نشده اند.

۲) عدم دسترسی به برخی از متغیرهای تأثیرگذار بر تقسیم سود به دلیل عدم افشای آن ها در یادداشت های همراه صورت های مالی شرکت مانند افشای پاداش هیئت مدیره

پیشنهادات پژوهش

با توجه به نتایج بدست آمده، پیشنهادات پژوهش در دو بخش، پیشنهادات کاربردی و پیشنهادات برای پژوهش های آتی تفکیک شده است.

پیشنهادات مبتنی بر فرضیه های پژوهش

در فرضیه اول تأیید شد که میان نسبت اهرمی و تقسیم سود رابطه ای وجود ندارد. این موضوع احتمالاً بیانگر آن است که در شرکت های نمونه پژوهش، مجمع عمومی سهام در تقسیم سود بدون توجه به نسبت بدهی شرکت، سود را تقسیم می نماید. از این رو به سهامداران عمده شرکت ها که در مجمع عمومی سالانه شرکت ها، در تقسیم سود شرکت نقش موثری دارند، توصیه می شود تا به نسبت بدهی شرکت توجه خاصی داشته باشند. به بیان دیگر، اگر میزان بدهی شرکت بالا است، سود کمتری را تقسیم نمایند.

هم چنین بر اساس نتایج آزمون فرضیه های دوم و سوم، رابطه میان اندازه شرکت و جریان نقدی عملیاتی با تقسیم سود تأیید گردید. لذا به استفاده کنندگان صورت های مالی از جمله تحلیل گران مالی توصیه می شود برای تصمیم گیری در تقسیم سود به موضوع

اندازه شرکت ها و جریان نقد عملیاتی توجه ای خاص داشته باشند. هم چنین از مدل ارائه شده در تحلیل های خود استفاده نمایند.

پیشنهادات برای پژوهش های آتی

برای تحقیقات آتی، پیشنهادات زیر ارائه می شود:

- بررسی رابطه تقسیم سود با شاخص های عملکرد اقتصادی شرکت ها نظیر شاخص ارزش افزوده اقتصادی
- بررسی رابطه بین تقسیم سود با توان رقابتی شرکت ها
- بررسی رابطه بین تقسیم سود و نظام راهبری شرکت ها
- بررسی رابطه بین تقسیم سود و محافظه کاری حسابداری

یادداشت ها

-
- ¹⁻ Chen and Dhiensiri
 - ²⁻ Al-Kuwari
 - ³⁻ Musa
 - ¹⁻ Anil and Kapoor
 - ²⁻ Ling and at el.
 - ³⁻ Kowalewki and at el.
 - ⁴⁻ Al-Malkawi
 - ⁵⁻ Amidu and Abor

فهرست منابع

- (۱) اعتمادی، حسین و پری چالاک (۱۳۸۴) " رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار" بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹ صص ۳۹ الی ۴۷

- ۲) بهرامفر، تقی و کاوه مهرانی، (۱۳۸۳) رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فصل نامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۶، تابستان ۱۳۸۳، صص ۴۶-۲۷.
- ۳) تهرانی، رضا و شهاب‌الدین شمس (۱۳۸۲) "محاسبه سرعت تعدیل تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و بررسی رابطه آن با رشد بازده سهام" تحقیقات مالی شماره ۱۵، صص ۵۱ الی ۷۲
- ۴) پورحیدری، امید، امیر محمدی و علی رضا رحیمی (۱۳۸۸) " بررسی پایداری خط مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار" مجله علمی و پژوهشی تحقیقات حسابداری، شماره اول، صص ۹۶ الی ۱۱۱
- ۵) جهانخانی، علی و سعید قربانی (۱۳۸۵) " شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار" تحقیقات مالی شماره ۲۰، صص ۲۷ الی ۴۸
- ۶) جهانخانی، علی و علی پارسائیان (۱۳۸۴) " مدیریت مالی جلد دوم " انتشارات سمت، صفحه ۴۱۸
- ۷) خوش طینت محسن، نجمه حاجیان (۱۳۸۷)، " تاثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران" مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۱، صص ۱۸-۳.
- ۸) فروغی، داریوش، علی سعیدی و محسن اژدر (۱۳۸۸) " تاثیر سهامدارن نهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " مجله علمی و پژوهشی تحقیقات حسابداری، شماره دوم، صص ۱۱۴ الی ۱۲۹
- 9) Amidu Mohammed and Joshua Abor , (2006) "Determinants of dividend payout ratios in Ghana", The Journal of Risk Finance, Vol. 7 Iss: 2, pp.136 – 145
- 10) Al-Kuwari Duha (2009) " Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges:The Case of GCC Countries" Global Economy & Finance Journal Vol. 2 No. 2 PP. 38-63

- 11) Anil Kanwal and Sujata Kapoor(2008) " Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector" International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 15
- 12) Al-Malkawi Husam-Aldin Nizar (2007) Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan:An Application of the Tobit Model" Journal of Economic & Administrative Sciences Vol. 23, No. 2 ,PP 44-70
- 13) Chen Jianguo and Nont Dhiensiri (2009) "Determinants of Dividend Policy: The Evidence from New Zealand "International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887 Issue 34
- 14) Ling say Few , Mohd Lukman Abull Mutalip , Aidil Rizal Shahrin and Mohd Said Othman (2008) " Dividend Policy: Evidence from Public Listed Companies in Malaysia" working paper, university of Malaya
- 15) Kowaleweki Oskar , Ivan Stetsyuk and Oleksandr Talavera (2007) " Corporate Governance and Dividend Policy in Poland" working paper , Warsaw School of Economics
- 16) Musa, Inuwa Fodio (2009) "The dividend policy of firms quoted on the Nigerian stock exchange: An empirical analysis" African Journal of Business Management Vol.3 (10), pp. 555-566
- 17) Penman Stephen H. (2003) " Financial Statement Analysis and Security Valuation" Second Edition, MC GrawHill, Page 35