

بررسی عوامل مختلف بر تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد فیروزدهقان

کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین

چکیده:

هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین معیار سودآوری، نسبت سود انباشته، مخارج سرمایه‌ای و تغییرات سیاست‌های تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از سال ۸۷ تا ۹۲ می باشد. نتایج تحقیق در ارتباط با تایید فرضیه ی اول پژوهش نشان از آن داشت که بین معیار سودآوری و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکتهای رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش به این نتیجه رسیدیم که بین نسبت سود انباشته و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکتهای رابطه معنادار و غیرمستقیمی وجود دارد. در ادامه نتایج پژوهش در ارتباط با تایید فرضیه ی سوم پژوهش حاکی از آن بود که بین نسبت مخارج سرمایه ای و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکتهای رابطه معنادار و غیرمستقیمی وجود دارد.

واژه‌های کلیدی:

معیار سودآوری، تغییرات سیاست های تقسیم سود، نسبت سود انباشته، نسبت مخارج سرمایه ای.

مقدمه

شرکت‌ها ممکن است در طی سال‌های مختلف فعالیت با توجه به شرایط اقتصادی نوسانات متعددی در ارتباط با درآمد را تجربه نمایند (بیک و همکاران، ۲۰۱۱). سرمایه گذاری ممکن است به اشکال مختلفی صورت گیرد و به دلایل گوناگونی نگهداری شود. دلیل اصلی مطالعه سرمایه‌گذاری آن است که نوسانات سرمایه‌گذاری به شناخت چرخه کسب‌وکار کمک می‌کند (برنان، ۲۰۰۳). دلیل دیگر آن است که سطح مخارج سرمایه‌گذاری می‌تواند بطور چشمگیری تحت تاثیر سیاست های مالی قرار گیرد. در بازار سرمایه همواره تمایل زیادی برای ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری وجود دارد چرا که

ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان ارزیابی عملکرد متخصصان سرمایه‌گذاری، یکی از مباحث مطرح در حوزه سرمایه‌گذاری می‌باشد (بودی و کاسنیک، ۲۰۰۰). مدیران با سرمایه‌گذاری در طرح‌های و پروژه‌های مختلف تلاش دارند تا سودآوری و جریان وجه نقد آتی شرکت را نیز تامین نمایند. لذا گاهی مدیران اقدام به سرمایه‌گذاری‌های بیش از اندازه در شرکت می‌نمایند که باعث بروز مسائلی از جمله کاهش وجه نقد نگهداری شده در شرکت می‌شود و می‌تواند منجر به بروز مسئله نمایندگی نیز بشود (آکتاس و همکاران، ۲۰۰۹). جریان‌های نقدی در یک واحد تجاری از اساسی‌ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری‌های حسابداری بر اساس آن‌ها انجام می‌پذیرد و چنین تصور می‌شود که بستانکاران و سرمایه‌گذاران نیز تصمیماتشان را بر همین اساس اتخاذ می‌نمایند (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶). وجوه نقد و جریان‌های نقدی از این نظر دارای اهمیت است که نشان دهنده قدرت خرید عمومی است و در مبادلات اقتصادی به سهولت می‌تواند به سازمان‌ها و یا اشخاص مختلف جهت رفع نیازهای خاصشان و در تحصیل کالا و خدمات انتقال یابد (آهرن، ۲۰۰۸). تاثیر تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت ریشه در تحقیقات مودیلیانی و میلر^۱ (۱۹۵۸) دارد. تئوری دارایی‌ها که در بازار کامل سرمایه، صرف نظر از ارزش شرکت، در ارتباط با دارایی‌های مولد مالی بوده است، مبنای مناسبی بر سرمایه‌گذاری‌ها محسوب می‌شده است. در واقع بعضی از نویسندگان مانند برون و همکاران (۱۹۹۴)، از این دیدگاه حمایت می‌کردند. اگر چه دیگر نویسندگان دیگری در مقایسه با این تئوری به رابطه مثبت و معنادار بین سرمایه‌گذاری و تامین مالی سود اشاره داشتند (باجیناسکی و همکاران، ۲۰۰۲؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). زیاد بودن میزان جریان نقدی برخلاف اهرم مالی، عامل مشوق در انجام رفتارهای فرصت طلبانه مدیران است (کوهن و همکاران، ۲۰۱۰). جنسن (۲۰۰۵) بیان می‌کند که وجود جریان نقدی آزاد بر میزان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران تأثیر زیادی دارد. در موقعیتی که شرکت میزان زیادی از جریان نقدی دارد، مدیر می‌تواند وجوه مازاد را در فرصتهای مختلفی سرمایه‌گذاری کند. با توجه به محدود بودن فرصتهای سرمایه‌گذاری مطمئن و پر بازده، و پیشرفت سریع فناوری، احتمالاً مدیران به سرمایه‌گذاری‌هایی دست خواهند زد که بازده کمتری از میزان هزینه سرمایه‌گذاری شرکت دارد و یا بسیار پرخطر است (بیک و همکاران، ۲۰۱۱). به هزینه‌هایی که در اصطلاح «هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقدی آزاد» اطلاق می‌شود در این وضعیت به سهامداران تحمیل گردد (رهدهس و همکاران، ۲۰۰۵). مدیران همیشه به دنبال انجام پیش بینی در ارتباط با سود شرکت‌ها می‌باشند و تمام تلاش خود را به کار می‌گیرند که حداقل انحراف در ارتباط با پیش بینی را داشته باشند (باجیناسکی و همکاران، ۲۰۰۲). هنگامی که شرکت با میزان زیادی از جریان نقدی رو به رو باشد، میزان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران نیز افزایش پیدا می‌کند. با افزایش اهرم مالی به تدریج میزان این جریان نقدی و در نتیجه میزان اختیارات مدیران در چگونگی مصرف وجوه نقد شرکت کاهش می‌یابد (چنج و همکاران، ۲۰۰۷). افزایش نوسانات سود شرکت‌ها به نوعی تقسیم‌بندی سرمایه به اجزای کوچک‌تر با توجه به سیاست‌های مدیریت بوده و مباحث مربوط به افزایش سرمایه‌گذاری نیز از این تقسیم‌بندی نشأت گرفته که خود ایجاد فرصت‌های مناسب برای دستیابی به سود بلند مدت است (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). با پیشرفت فناوری و تکنولوژی در ارتباط با تولید کالا و ارائه خدمات نیاز به سیستم‌های نوین سرمایه‌گذاری نیز به شدت احساس می‌گردد (وایت، ۲۰۰۶). با افزایش و پیشرفت سرسام آور تکنولوژی و فناوری، نقل و انتقال و سطح جریان‌های نقدی و وجوه نقد ناشی از آن نیز مورد توجه مدیران قرار گرفته و اجرای سیاست‌های مبنی بر دستیابی به اهداف بلندمدت شرکت متکی به کفایت این متغیر می‌باشد (کیکونت و همکاران، ۲۰۱۲). با توجه به پیشینه مطرح شده تا کنون هیچ یک از مطالعات تجربی صورت گرفته در ایران به بررسی رابطه بین انعطاف‌پذیری اندازه شرکت، نوسانات نسبت قیمت به سود هر سهم و بازدهی بازار شرکت‌ها بر مبنای مدل هم انباشتگی غیر خطی پانل دیتا شرکت‌ها نپرداخته‌اند؛ لذا انجام تحقیقی که این رابطه را مورد آزمون قرار داده، و شواهدی در خصوص برقراری آن و همچنین شدت این رابطه، در صورت اثبات وجود آن، می‌تواند در بسط ادبیات و شواهد تجربی مربوط به سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌ها کمک نموده، و سرمایه‌گذاران و فعالان بازار را، از یک سو، و ارکان تصمیم‌گیرنده در خصوص سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌ها را، از دیگر سو، در درک بیشتر اهمیت تصمیمات سرمایه‌گذاری به عنوان یک ابزار برای بازدهی بیشتر یاری نماید. بنابراین هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین معیار سودآوری، نسبت سود انباشته، مخارج سرمایه‌ای و تغییرات سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها می‌باشد.

مبانی نظری

معیار سودآوری:

به بازدهی نهایی حاصل از اجرای فعالیت‌های مالی بر مبنای نسبت بازدهی حقوق صاحبان سهام به دارایی‌های در دست شرکت و نسبت کیو توبین معیار سودآوری گفته می‌شود (لارسیا و همکاران، ۲۰۰۹).

^۱ - Modigliani and Miller

تغییرات سیاست های تقسیم سود:

عبارت است از تغییرات پرداخت سود سهام امسال نسبت به سال قبل (منسینلی و اوزکان، ۲۰۰۶).

میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی:

برای بدست آوردن این متغیر درصد سهام شرکت که در اختیار دولت، بیمه ها، صندوق های بازنشستگی، شرکت های سرمایه گذاری، بنیادها و بانک ها می باشد مورد محاسبه قرار می گیرد (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷).

فرضیه ها

فرضیه اول:

بین معیار سودآوری و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

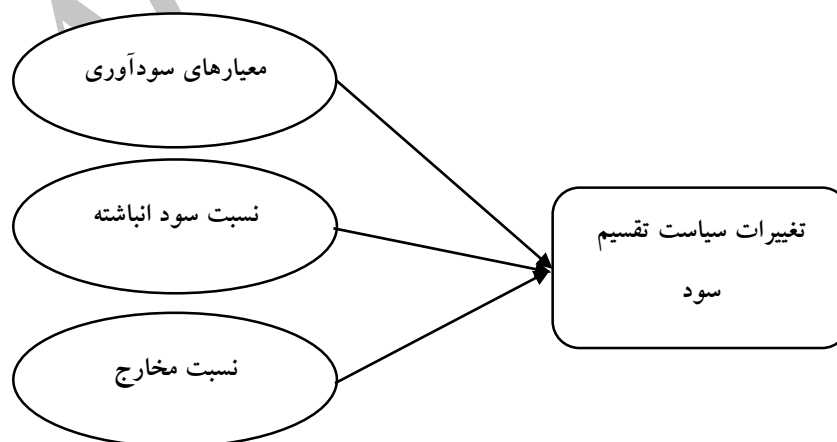
فرضیه دوم:

بین نسبت سود انباشته و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم:

بین نسبت مخارج سرمایه ای و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

در شکل ۱ مدل مفهومی تحقیق ارائه گردیده است.



شکل ۱- مدل مفهومی تحقیق

مرور مطالعات و تحقیقات مرتبط با موضوع از منابع مختلف نظیر دانشگاه‌ها و مراکز تهیه و تدارک کننده منابع علمی و پژوهشی، مؤید این نکته هستند که داخل ایران تحقیقات انجام‌شده درباره این موضوع اندک است، ولی تحقیقات نسبتاً مشابه انجام‌شده است که در زیر به برخی از آن‌ها می‌پردازیم:

پیشینه تحقیق

ساندرز و مایرز (۲۰۱۳)، به بررسی تاثیر چهارعامل قابلیت مشاهده ی دارایی‌ها، فرصت‌های رشد، وضعیت مالیاتی شرکت و سودآوری بر ساختار سرمایه (نسبت بدهی) ۱۵۷ شرکت در دوره ی زمانی ۱۹۷۹-۱۹۸۱ پرداختند. یافته‌های پژوهش بیانگر رابطه ی مثبت بین قابلیت مشاهده ی دارایی‌ها با نسبت بدهی و رابطه ی منفی نسبت بدهی با سودآوری شرکتها بوده است. افزون بر این، بین دو متغیر فرصت‌های رشد و وضعیت مالیاتی با نسبت بدهی، رابطه ی معنی داری وجود ندارد.

چوی و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان "پیش بینی تغییرات سود سهام و سودآوری آتی شرکت‌ها" به بررسی تاثیر عوامل پیش بینی تغییرات سود سهام و سودآوری آتی شرکت‌ها پرداختند. بسیاری از پژوهش‌گران قبلی در ارتباط با سیاست‌های تقسیم سود مطالعات متعددی را انجام داده اند. هنگامی که مذاکرات پیوسته در ارتباط با محتوای اطلاعاتی تقسیم سود (ICD) و دارایی‌های شرکت‌ها وجود دارد آن‌ها فرضیه‌هایی با توجه به بازار سرمایه کشور کره تدوین و فراهم کرده و مجموعه‌ای از فرضیه‌های آزمایشی قابل ملاحظه با توجه به مفاهیم مربوط به حاکمیت شرکتی تدوین نموده‌ایم. آن‌ها یافتند که حمایت فرضیه‌های ICD از الگوی غیر خطی آتی مربوط به سود می‌باشد. آن‌ها یافتند که پیش‌بینی‌های مربوط به تغییرات سود سهام با نسبت سودآوری آتی شرکت‌ها رابطه مستقیمی دارد. اگر چه هنگامی که آن‌ها نمونه‌های مورد بررسی خودش را به بخش‌های مختلف در مقابل هم (رشد سودآوری بالا و پایین) تقسیم بندی کرده بود، به این نتیجه رسید که فرضیه‌های در ارتباط با ICD مربوط به پیش‌بینی‌های آتی بوده، خصوصاً برای شرکت‌هایی که سطح رشد آن‌ها پایین‌تر از سطح نرمال بوده، قابل اثبات تر بوده است. بنابراین آن‌ها نشان دادند که اعتبار فرضیه‌های مربوط به ICD ممکن است به برخی از خصوصیات شرکت مانند ساختار حاکمیت شرکتی و درجه رشد شرکت‌ها مربوط باشد. پژوهش ما نیز از تحقیق چوی و همکاران (۲۰۱۲) پیروی کرده است.

کوکوی و گیزانی (۲۰۱۱)، نیز به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های تونسی پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که شرکت‌های با مالکیت متمرکزتر، سود بیشتری توزیع می‌کنند، رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی و سطح سود تقسیمی توزیع شده وجود دارد و رابطه بین سیاست تقسیم و مالکیت دولتی، مثبت است.

نمازی و شیرزاد (۱۳۹۱)، در پژوهش خود تحت عنوان "بررسی رابطه ی ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌ها" نشان دادند که بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها رابطه ی مثبتی وجود دارد، اما این رابطه از نظر آماری ضعیف است؛ رابطه ی بین ساختار سرمایه و سودآوری بستگی به صنعت نیز دارد و ساختار بهینه ی سرمایه را می‌توان در صنایع گوناگون تعیین کرد. هم‌چنین، رابطه ی بین ساختار سرمایه و سودآوری در صنایع مختلف، بستگی به تعریف سودآوری دارد.

محمد نمازی و نورالدین رستمی (۱۳۹۰)، رابطه بین نسبت‌های مالی شامل نسبت‌های نقدینگی، سودآوری، فعالیت، بازده و بازار را با بازده سهام بررسی نمودند و دریافته‌اند که میان کلیه نسبت‌های مالی با بازده سهام رابطه معنی دار وجود دارد اما نسبت‌های سودآوری و نقدینگی (شامل نسبت جاری و آتی) با بازده سهام از ضریب همبستگی بالایی برخوردار هستند این یافته‌ها نشان دهنده اهمیت نسبت‌های نقدینگی و همچنین سودآوری در بازار بورس تهران می‌باشد.

روش پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است جامعه آماری تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بنابر اعلام سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران کلیه شرکت‌های پذیرفته شده تا پایان سال ۱۳۹۲ شامل ۵۲۰ شرکت در ۳۷ گروه صنعتی بوده‌اند. بنابراین در تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی شش ساله، از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲، جامعه آماری تحقیق می‌باشند در این تحقیق از رگرسیون چند متغیره با به کارگیری داده‌های ترکیبی و مقطعی استفاده می‌گردد. برای تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق و آزمون فرضیات تحقیق از روش‌های آماری به دو شکل توصیفی و استنباطی استفاده خواهد شد که در ابتدا با استفاده از آمار توصیفی به تبیین و توصیف ویژگی‌های جمعیت شناختی داده‌ها پرداخته می‌شود و سپس برای برآورد پارامترها و بررسی آزمون فرضیات تحقیق، فروض کلاسیک رگرسیون مورد بررسی قرار می‌گیرد همچنین از نرم افزارهای ایویز ۷ و اس پی اس ۲۰ برای تحلیل توصیفی داده‌ها و آزمون فرضیات و استخراج مدل رگرسیون استفاده می‌شود.

نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

مدل مربوط به فرضیه اول پژوهش:

$$DIVCHG_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ERNCHG_{i,t} + \beta_2 RETACHG_{i,t} + \beta_3 CPXCHG_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 AGR_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 CF_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 YLD_{i,t} + \beta_{10} AGE_{i,t} + \beta_{11} OWNERSHIP_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

تعریف متغیرها و نحوه محاسبه آن ها

متغیرهای این پژوهش به سه گروه طبقه بندی می شود:

- ۱- متغیر وابسته:
 - تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت t در سال t .
- ۲- متغیر مستقل:
 - معیار سودآوری شرکت t در سال t .
- ۳- متغیرهای کنترلی:
 - نسبت سود انباشته شرکت t در سال t .
 - نسبت مخارج سرمایه ای شرکت t در سال t .
 - اندازه شرکت t در سال t .
 - نرخ رشد دارایی ها شرکت t در سال t .
 - فرصت های رشد شرکت t در سال t .
 - جریان های نقدی شرکت t در سال t .
 - اهرم مالی شرکت t در سال t .
 - بازده سالانه سهام شرکت t در سال t .
 - عمر شرکت t در سال t .
 - نسبت مالکیت سهامداران نهادی شرکت t در سال t .

تعاریف عملیاتی متغیرها:

تعریف عملیاتی متغیر وابسته:

تغییرات سیاست های تقسیم سود ($DIVCHG_{i,t}$):

با استفاده از مدل پایه‌ای چوی و همکاران^۲ (۲۰۱۲)، برای محاسبه پیش بینی تغییرات سیاست های تقسیم سود به صورت زیر عمل می کنیم:

$$R\Delta DIV_0 = \frac{R\Delta DIV_0 - R\Delta DIV_{-1}}{R\Delta DIV_{-1}}$$

DPC = متغیر مصنوعی‌ای است که اگر تغییرات سود سهام در شرکت مورد بررسی مثبت باشد برابر ۱ و در غیر اینصورت برابر صفر خواهد شد.

$$R\Delta DIV_{-1} = \frac{R\Delta DIV_{-1} - R\Delta DIV_{-2}}{R\Delta DIV_{-2}}$$

DNC = متغیر مصنوعی‌ای است که اگر تغییرات سود سهام در شرکت مورد بررسی منفی باشد برابر ۱ و در غیر اینصورت برابر صفر خواهد شد.

^۲ - Choi and at

در نهایت تقابل $DPC(R\Delta DIV_0) * DNC(R\Delta DIV_{-1})$ نشان دهنده پیش بینی تغییرات سیاست های تقسیم سود می باشد.

تعریف عملیاتی متغیر مستقل:

معیار سودآوری ($ERNCHG_{i,t}$):

طبق پژوهش یو و همکاران (۲۰۱۰)، عملکرد مالی بهینه شرکتها از طریق میانگین نتایج دو فرمول مطرح شده در زیر محاسبه خواهد شد:

$$ERNCHG_{i,t} = Income / Sales(ROS) * Sales / Assets(AssetTurn)$$

که در آن:

$Income$ = برابر است با سود خالص شرکتها.

$Assets$ = برابر است با ارزش دفتری داراییها.

$Sales$ = برابر است با فروش شرکت.

و

$$Tobin, sq_{i,t} = (mve + ps + debt) / Assets$$

mve = برابر است با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

ps = برابر است با سود انباشته.

$debt$ = برابر است با ارزش دفتری بدهی های شرکت.

$Assets$ = برابر است با ارزش دفتری داراییها.

تعاریف عملیاتی متغیرهای کنترلی:

نسبت سود انباشته ($RETACHG_{i,t}$):

نسبت سود انباشته از طریق زیر محاسبه خواهد شد (آشکو و همکاران، ۲۰۰۶).

$$MTB_{i,t} = \frac{\text{سود انباشته پایان دوره}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}$$

نسبت مخارج سرمایه ای ($CPXCHG_{i,t}$):

مخارج سرمایه ای، مخارجی هستند که به حفظ، تداوم یا افزایش ظرفیت تولید کالا و خدمات می انجامند و برای شرکت سودآوری آتی دارند. مخارج سرمایه ای عمدتاً "صرف خرید، ساخت، بهسازی و تعمیرات دارایی های ثابت می شود. در این پژوهش برای محاسبه مخارج سرمایه ای از تحقیق دشو و همکاران (۲۰۰۸)، پیروی کرده و مخارج سرمایه ای را به صورت زیر محاسبه خواهیم کرد:

$$CPXCHG_{i,t} = \frac{\Delta Asset_{i,t-1}}{Asset_{i,t}}$$

$$CPXCHG_{i,t} = \frac{\text{مخارج سرمایه ای}}{\text{ارزش داراییها}}$$

ارزش دفتری جمع کل دارایی‌ها در سال t

ارزش دفتری دارایی‌ها در سال $t-1$ - ارزش دفتری دارایی‌ها در سال t ($\Delta Asset_{i,t-1}$) مخارج سرمایه‌ای

اندازه شرکت ($SIZE_{i,t}$):

برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های ثابت شرکت (بیچوک و فرید، ۲۰۰۳).

نرخ رشد دارایی‌ها ($AGR_{i,t}$):

بر طبق پژوهش تیلور و همکاران (۲۰۱۱)، نحوه محاسبه نرخ رشد دارایی‌های شرکت به صورت زیر خواهد بود:

$$= \frac{A_{i,t} - A_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} AGR_{i,t}$$

$AGR_{i,t}$ = نرخ رشد دارایی‌ها شرکت i در سال t

$A_{i,t}$ = دارایی‌های شرکت i در سال t .

$A_{i,t-1}$ = دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$ می‌باشد.

فرصت‌های رشد ($MTB_{i,t}$):

فرصت‌های رشد برابر است با نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری سهام (آشکو و همکاران، ۲۰۰۶).

$$MTB_{i,t} = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}$$

جریان‌های نقدی ($CF_{i,t}$):

نسبت جریان‌های نقدی از طریق تقسیم خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی بر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t ، به صورت زیر محاسبه می‌گردد (وارنر، ۲۰۱۰):

$$CF_{i,t} = \frac{\text{خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}}$$

اهرم مالی ($LEV_{i,t}$):

نسبت بالای اهرم مالی به احتمال زیاد نشان از افزایش میزان بدهی به وجوه نقد اندوخته شده شرکت، داشته و با احتمال بیشتری باعث ورشکستگی‌های مالی شرکت‌ها خواهد شد. نسبت بالای اهرم مالی، نشان دهنده این است که با افزایش بدهی‌ها سطح وجوه نقد کاهش خواهد یافت. در این پژوهش برای محاسبه نسبت اهرم مالی از تحقیق چاپلیناسکای و همکاران (۲۰۰۶)، پیروی کرده و نسبت اهرم مالی را به صورت زیر محاسبه خواهیم کرد:

$$Lev_{i,t} = \frac{\text{ارزش دفتری جمع کل بدهی‌ها}}{\text{ارزش دفتری جمع کل دارایی‌ها}}$$

بازده سالانه سهام ($YLD_{i,t}$):

بازده عبارتست از نسبت کل سود (زیان) حاصل از سرمایه گذاری در یک دوره معین به سرمایه اولیه‌ای که برای بدست آوردن این سود مصرف شده است. سودی که در یک سال برای صاحب سهم ایجاد می شود، ناشی از دو عامل است ۱- افزایش قیمت هر سهم ۲- سود نقدی پرداخت شده بنابراین بازده مقطعی با توجه به رابطه زیر محاسبه خواهد شد:

$$r_s = \frac{DPS + p_1 (1 + \alpha + \beta) - p_0 - (1000 \times \alpha)}{P_0 + (1000 \times \alpha)}$$

I_s: بازده سهام

P: قیمت سهام در ابتدای ماه

DPS: سود نقدی تعلق گرفته به هر سهم

α: درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

p₁: قیمت سهام در پایان هر ماه

β: درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته.

عمر شرکت ($AGE_{i,t}$):

برابر است با لگاریتم سن شرکت از سال تاسیس تا سال مورد بررسی (ماده‌های و همکاران، ۲۰۰۹).

نسبت مالکیت سهامداران نهادی ($OWNERSHIP_{i,t}$):

طبق پژوهش ویشا و همکاران (۲۰۱۳)، به صورت زیر محاسبه خواهد شد:

$$OWNERSHIP_{i,t} = \frac{\text{تعداد سهام در دست سهامداران نهادی}}{\text{تعداد کل سهام شرکت}}$$

ε_{i,t} = خطای تصادفی شرکت I در پایان سال t.

با توجه به ادبیات تحقیق موجود و نیز ماهیت فرضیه های تحقیق در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. بمنظور تعیین مدل مناسب (تلفیقی یا تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی) برای آزمون فرضیات از آزمون های چاو و هاسمن استفاده شده است.

یافته‌ها

نتایج حاصل از برازش مدل های رگرسیونی

$$DIVCHG_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ERNCHG_{i,t} + \beta_2 RETACHG_{i,t} + \beta_3 CPXCHG_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 AGR_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 CF_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 YLD_{i,t} + \beta_{10} AGE_{i,t} + \beta_{11} OWNERSHIP_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آن‌ها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق در جدول زیر ارائه شده است. مقدار آماره F (۱۰/۳۲۳) نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می باشد. همان طور که در قسمت پایین جدول مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۵۲/۶ درصد و ۴۷/۹ درصد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۴۷/۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند. در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان تاثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت‌ها است.

جدول (۱) نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون

سطح معنی داری	آماره t	مقدار ضریب	ضریب متغیر	نام متغیر	
۰/۰۴۶	۲/۳۳۲	۰/۷۸۸	β_0	عدد ثابت	
۰/۰۱۳	+۳/۰۷۳	+۱/۰۳۴	β_1	ERNCHG	معیار سودآوری
۰/۰۰۱۷	+۳/۸۳۸	+۱/۰۸۱	β_2	RETACHG	نسبت سود انباشته
۰/۰۴۱	-۲/۳۸۸	-۰/۶۳۱	β_3	CPXCHG	نسبت مخارج سرمایه‌ای
۰/۰۴۸	-۲/۱۴۱	-۰/۷۵۳	β_4	Size	اندازه شرکت
۰/۰۳۱	-۲/۶۰۱	-۱/۸۹۴	β_5	AGR	نرخ رشد دارایی‌ها
۰/۵۴۱	۰/۶۷۱	۰/۷۱۱	β_6	MTB	فرصت های رشد
۰/۱۲۱	۰/۵۷۶	۰/۹۶۷	β_7	LEV	اهرم مالی
۰/۰۰۱	-۳/۸۹۲	-۰/۷۶۴	β_8	CF	جریان نقدی عملیاتی
۰/۰۳۲	۲/۵۶۴	۱/۲۳۱	β_9	YLD	بازده سالانه سهام
۰/۰۲۸	-۲/۷۱۱	-۱/۷۶۳	B_{10}	AGE	عمر شرکت
۰/۰۳۱	۲/۵۳۴	۰/۹۲۳	B_{11}	OWNERSHIP	نسبت مالکیت سهامداران نهادی
۱۶/۰۹۲	آماره F		۰/۵۲۶	ضریب تعیین	
۰/۰۰۰۳	معنی داری (P-Value)		۰/۴۷۹	ضریب تعیین تعدیل شده	
۲/۲۱۲	آماره دوربین واتسون				

فرضیه اول:

بین معیار سودآوری و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت ها رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد.

نتیجه آزمون:

مطابق با جدول ۱، سطح معنی داری (sig) متغیر معیار سودآوری کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیرها بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. لذا فرضیه H_۰ در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_۱ مبنی بر این که بین معیار سودآوری و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. تایید می گردد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۱/۰۳۴) حاکی از وجود رابطه مستقیم بین معیار سودآوری و تغییرات سیاست های تقسیم سود می باشد بطوری که با افزایش یک واحدی معیار سودآوری تغییرات سیاست های تقسیم سود به میزان (۱/۰۳۴) افزایش می یابد.

فرضیه دوم:

بین نسبت سود انباشته و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت ها رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد.

نتیجه آزمون:

مطابق با جدول ۱، سطح معنی داری (sig) متغیر نسبت سود انباشته کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیرها بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. لذا فرضیه H_۰ در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_۱ مبنی بر این که بین نسبت سود انباشته و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. تایید می گردد. مثبت بودن ضریب این متغیر (۱/۰۸۱) حاکی از وجود رابطه مستقیم بین نسبت سود انباشته و تغییرات سیاست های تقسیم سود می باشد بطوری که با افزایش یک واحدی نسبت سود انباشته تغییرات سیاست های تقسیم سود به میزان (۱/۰۸۱) افزایش می یابد.

فرضیه سوم:

بین نسبت مخارج سرمایه ای و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت ها رابطه معنادار و معکوس وجود دارد.

نتیجه آزمون:

مطابق با جدول ۱، سطح معنی داری (sig) متغیر نسبت مخارج سرمایه ای کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیرها بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. لذا فرضیه H_۰ در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_۱ مبنی بر این که بین نسبت مخارج سرمایه ای و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. تایید می گردد. منفی بودن ضریب این متغیر (-۰/۶۳۱) حاکی از وجود رابطه غیر مستقیم بین مخارج سرمایه ای و تغییرات سیاست های تقسیم سود می باشد بطوری که با افزایش یک واحدی مخارج سرمایه ای تغییرات سیاست های تقسیم سود به میزان (-۰/۶۳۱) کاهش می یابد.

پیشنهادات

پیشنهاد های کاربردی پژوهش

با توجه به نتایج تحقیق حاضر پیشنهاد هایی برای استفاده از این نتایج به شرح زیر ارائه می گردد:

- توجه نهادهای قانون گذار از جمله سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سازمان حسابرسی، جامعه حسابداران رسمی ایران و به عوامل موثر و تاثیر گذار بر سیاست تقسیم سود شرکت ها.
- با توجه به یافته های این تحقیق به فعالان بازار سرمایه، تصمیم گیرندگان، تحلیلگران مالی و سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل بورس اوراق بهادار پیشنهاد می گردد در تحلیل طرح های سرمایه گذاری در دارایی های مالی و اوراق بهادار به عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود که

در این تحقیق بدان اشاره شد، توجه ویژه مبذول داشته ؛ زیرا لحاظ این عوامل مهم منجر به انتخاب سبد سرمایه گذاری بهینه با کمینه مخاطره و بیشترین بازدهی می گردد ، ضمن آنکه شفافیت محیط تصمیم گیری و نتایج حاصله را نیز دو چندان می نماید.

(۳) توصیه مراجع تدوین استانداردهای حسابداری به افشای اختیاری اطلاعات جامع در خصوص میزان و سطح معیار سودآوری، نسبت سود انباشته، نسبت مخارج سرمایه ای و اندازه شرکت و تغییرات سیاست های تقسیم سود شرکت ها.

پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی

به منظور انجام پژوهش های آتی در ارتباط با این پژوهش، موضوعات زیر پیشنهاد می شود:

- (۱) بررسی تاثیر متغیرهای همچون مکانیزم های حاکمیت شرکتی، مالکیت نهادی، کیفیت گزارشگری مالی بر میزان سود تقسیمی شرکت ها.
- (۲) می توان موضوع تحقیق حاضر را در دیگر صنایع مورد بررسی قرار داد و انتظار می رود با توجه به تفاوت ماهیت فعالیت شرکت ها در صنایع مختلف نتایج متفاوتی حاصل شود.

محدودیت های پژوهش

- (۱) اثرات ناشی از تفاوت در روش های حسابداری در اندازه گیری و گزارش رویدادهای مالی ممکن است بر نتایج پژوهش تاثیر بگذارد، به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات از بابت تفاوت های مذکور تعدیلی صورت نگرفته است.
- (۲) تورم دو رقمی ایران در سال های اخیر به عنوان یکی از شاخص های اقتصاد کلان، بر ارقام صورت های مالی شرکت ها تاثیرگذار بوده است. با توجه به عدم وجود استاندارد حسابداری الزامی جهت تعدیل صورت های مالی، ممکن است وجود چنین تورمی و عدم انجام تعدیلات لازم در این خصوص، نتایج این پژوهش که با استفاده از صورت های مالی مبتنی بر بهای تمام شده تاریخی بدست آمده اند را خدشه دار نماید.

منابع

- نمازی، محمد و شیرزاده، جلال. (۱۳۹۱). بررسی رابطه ی ساختار سرمایه با سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تاکید بر نوع صنعت). بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۴۲: ۷۵-۹۵.
- نمازی، محمد رستمی نورالدین. (۱۳۹۰). « بررسی رابطه بین نسبت های مالی و نرخ بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران »، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴، ص ص ۱۰۵-۱۲۷.
- ستایش، محمد حسین و مصطفی کاظم نژاد. (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، شماره ۱، ص ۵۹-۲۱.

فهرست منابع لاتین:

Sunders L.S, and Myers S.C. (۱۹۹۹) , "Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure " , Journal of Financial Economics, Vol. ۵۱: ۲۱۹-۲۴۴.

Choi, Young M. Ju, HyoK, Park, YoungK, (۲۰۱۳). Do dividend changes predict the future profitability of firms?. Accounting and Finance ۵۱, ۸۶۹-۸۹۱.

Kouki. M, & Guizani. M., (۲۰۰۹). "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market", European Journal of Scientific Research, Vol.۲۵ No.۱ pp.۴۲-۵۳.

Naceur, S; Goaid, M, and Belanes. A. (۲۰۰۶). "On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy", International Review of Finance, Vol. ۶, No.۱, pp. ۱-۲۳.

Ronny Manos, Victor Murinde, Chistopher J., Green. (۲۰۱۲). "Dividend policy and b Nguyen, H., Chen, H.,(۲۰۰۸). Institutional Herding and its impact on stock prices. University of florida & Baltimore. usiness groups: Evidence from Indian firms". International Review of Economics and Finance, Vol. ۲۱, pp. ۴۲-۵۶.

- Kumar, J., (۲۰۰۳). "Does Ownership Structure Influence Firm value? Evidence form India", Working paper, [Online]: www.ssrn.com.
- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (۲۰۰۳). Dividend policy and the organization of capital markets. *Journal of Multinational Financial Management*, ۱۳, ۱۰۱-۱۲۱.
- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (۲۰۰۶). Dividend smoothing and debt rating. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ۴۱, ۴۳۹-۴۵۳.
- Allen, F. A., Bernardo, A., & Welch, I. (۲۰۰۰). A theory of dividends based on tax clientele. *Journal of Finance*, ۵۵, ۲۴۹۹-۲۵۳۶.
- Baba, N. (۲۰۰۹). Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, ۱۷, ۱۶۳-۱۷۴.
- Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharak, K., & Schoar, A. (۲۰۰۸). Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them. *Journal of Financial Economics*, ۸۸, ۴۶۶-۴۹۸.
- Bozos, K., Nikolopoulos, K., & Ramganhi, G. (۲۰۱۱). Dividen signaling under economic adversity: Evidence from the London Stock Exchange. *International Review of Financial Analysis*, ۲۰, ۳۶۴-۳۷۴.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (۲۰۰۵). Payout policy in the ۲۱st century. *Journal of Financial Economics*, ۷۷, ۴۸۳-۵۲۷.
- Chemmanur, T. J., Jie, H., Hu, G., & Liu, H. (۲۰۱۰). Is dividend smoothing universal? New insights from a comparative study of dividend policies in Hong Kong and the US. *Journal of Corporate Finance*, ۱۶, ۴۱۳-۴۳۰.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. (۲۰۰۰). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, ۵۸, ۸۱-۱۱۲.
- Connelly, J. T., Limpaphayom, P., & Nagarajan, N. J. (۲۰۱۲). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking and Finance*, ۳۶, ۱۷۲۲-۱۷۴۳.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (۲۰۰۶). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, ۸۱, ۲۲۷-۲۵۴.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (۲۰۰۸). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, ۸۹, ۶۲-۸۲.
- Ekkayokkaya, M., & Pengniti, T. (۲۰۱۲). Governance reform and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, ۱۸, ۲۳۸-۲۵۳.
- Faccio, M., Lang, L. P., & Young, L. (۲۰۰۱). Dividends an expropriation. *American Economic Review*, ۹۱, ۵۴-۷۸.
- Fama, F. E., & French, K. R. (۲۰۰۱). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, ۶۰, ۳-۴۳.

- Fan, J., & Wong, T. J. (۲۰۰۲). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, ۳۳, ۴۰۱-۴۲۵.
- Frankfurter, G. M., & Wood, B. G. (۲۰۰۲). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, ۱۱, ۱۱۱-۱۳۸.
- Gorkittisunthorn, M., Jumreornvong, S., & Limpaphayom, P. (۲۰۰۶). Insider ownership, bid-ask spread, and stock splits: Evidence from the stock exchange of Thailand. *International Review of Financial Analysis*, ۱۵, ۴۵۰-۴۶۱.
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, R. (۲۰۰۵). Dividend changes do not signal changes in future profitability. *Journal of Business*, ۷۸, ۱۶۵۹-۱۶۸۲.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (۲۰۰۲). Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business*, ۷۵, ۳۸۷-۴۲۴.
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. B. (۲۰۰۳). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, ۴۷, ۷۳۱-۷۵۸.
- Harada, K., & Nguyen, P. (۲۰۰۵). Dividend change context and signaling efficiency in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, ۱۳, ۵۰۴-۵۲۲.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (۲۰۰۰). Tunneling. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, ۹۰, ۲۲-۲۷.
- Karpavicius, S., & Yu, F. (۲۰۱۲). A test of the free cash flow hypothesis: the impact of increased institutional holdings on firm characteristics. SSRN Working Paper.
- Kato, H. K., Loewenstein, U., & Tsay, W. (۲۰۰۲). Dividend policy, cash flow and investment in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, ۱۰, ۴۴۳-۴۷۳.
- Kim, K. A., Kitsabunnarat, P., & Nofsinger, J. R. (۲۰۰۴). Ownership and operating performance in an emerging market: Evidence from Thai IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, ۱۰, ۳۵۵-۳۸۱.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (۲۰۰۰). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, ۵۵, ۱-۳۳.
- Limpaphayom, P., & Ngamwutikul, A. (۲۰۰۴). Ownership structure and post-issue operating performance of firms conducting seasoned equity offerings in Thailand. *Journal of Economics and Finance*, ۲۸, ۳۰۷-۳۳۲.
- Limpaphayom, P., & Polwitoon, S. (۲۰۰۴). Bank relationship and firm performance: Evidence from Thailand before the Asian financial crisis. *Journal of Business Finance and Accounting*, ۳۱, ۱۵۷۷-۱۶۰۰.
- Mancinelli, L., & Ozkan, A. (۲۰۰۶). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *European Journal of Finance*, ۱۲, ۲۶۵-۲۸۲.
- Naceur, S., Goaid, M., & Belanes, A. (۲۰۰۶). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance*, ۶, ۱-۲۳.

Nissim, D., & Ziv, A. (۲۰۰۱). Dividend changes and future profitability. *Journal of Finance*, ۵۶, ۲۱۱۱-۲۱۳۳.

Wiwattanakantang, Y. (۲۰۰۱). Controlling shareholders and corporate value: evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal*, ۹, ۳۲۳-۳۶۲.

Archive of SID