

## شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران

علی جهانخانی<sup>۱\*</sup>، سعید قربانی<sup>۲</sup>

۱. دانشیار دانشگاه شهید بهشتی

۲. مدرس دانشگاه تربیت مدرس

(تاریخ تصویب ۱۳/۲/۱۳۸۵)

### چکیده

شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود، یکی از اصلی ترین دغدغه های ذینفعان نگاه های اقتصادی است. آگاهی از این عوامل ضمن آنکه تصویر روشنی از توزیع نقدینگی شرکت ها ارائه می دهد، امکان برآورد رفتار آتی آن ها را نیز فراهم می سازد. در این خصوص نظریه های مختلفی از سوی پژوهشگران دانش مالی ارائه شده است که از آن جمله می توان به نظریه های رشد، هزینه نمایندگی، اثر اندازه و ریسک اشاره نمود.

در این تحقیق علاوه بر نظریه های منعکس در تحقیقات خارجی، تلاش گردید تا شرایط خاص بازار سرمایه ایران نیز مورد توجه قرار گیرد. برای بررسی این نظریه ها ابتدا متغیرهای مورد نظر تعیین و سپس اطلاعات لازم برای ۶۳ شرکت طی یک دوره شش ساله (۱۳۷۷ الی ۱۳۸۲) گردآوری گردید. برای تجزیه تحلیل اطلاعات نیز از روش های آماری مبتنی بر رگرسیون و تحلیل های مربوطه، بهره گیری شد.

نتایج تحقیق حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکت ها از الگوی گام تصادفی پیروی می کند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام رسانی، انتظار می رود تا اگر شرکتی از رشد سود بالایی (پائینی) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پائین) باشد. اندازه، فرصت های سرمایه گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت های بورس، ایفای نقش می کنند.

**واژه های کلیدی:** سود، سیاست تقسیم سود، سود سهام نقدی، بازده سود سهام نقدی

## مقدمه

سود سهام نقدی و بازده نقدی سهام، بواسطه عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه‌ای نزد پاره‌ای از ذینفعان شرکت برخوردارند. در واقع استفاده‌کنندگان بالفعل و بالقوه اطلاعات مالی مشتاق‌اند تا از توان ایجاد نقدینگی و بعضاً توزیع آن در میان سهام‌داران شرکت آگاهی یابند؛ زیرا این اطلاعات نه تنها تصویر روشنی از وضعیت حال شرکت ارائه می‌دهند، بلکه امکان برآورد و ارزیابی وضعیت آینده آن را نیز فراهم می‌سازند که بدون تردید در فرآیند تصمیم‌گیری آنان حائز اهمیت است.

اهمیت این مسئله نزد مدیران شرکت‌ها نیز، هم به جهت استفاده از اطلاعات حاصله در فرآیند اداره شرکت و هم بواسطه ارزیابی بازار از عملکرد آنان جدی است؛ از همین رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن با عنوان «سیاست تقسیم سود» یاد می‌شود.

اما مهم‌تر از سیاست تقسیم سود، ریشه‌یابی دلایل اتخاذ یک سیاست تقسیم سود مشخص از سوی شرکت‌ها است. این موضوع می‌تواند راهگشای تصمیم‌گیری‌های مهم اقتصادی برای گروه‌های مختلف ذینفع، بویژه سرمایه‌گذاران باشد. زیرا دلایل و عوامل تعیین‌کننده بدست آمده از این ریشه‌یابی، نه تنها به توضیح رفتار شرکت‌ها در گذشته کمک می‌نماید، بلکه ابزاری را برای پیش‌بینی حرکت و مسیر آتی آن‌ها در این حوزه فراهم می‌آورد.

## تشریح و بیان موضوع

همانگونه که جریان وجوه نقد در درون یک شرکت، برای ارزیابی توان و وضعیت نقدینگی آن از اهمیت بسزایی برخوردار است، طبیعتاً سود سهام نقدی هر سهم نیز برای دارنده سهام بعنوان یکی از منابع ایجاد نقدینگی افراد، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد. جدای از این مسئله، سود سهام نقدی هر سهم به نوعی حاوی پیام خاص خود به بازار است. این پدیده در ادبیات مالی با عنوان «اثر پیام‌رسانی» یا بعضاً «اثر محتوای اطلاعاتی» شناخته می‌شود. مطابق این مفهوم، شرکت‌ها صرفاً زمانی سود سهام نقدی خود

را افزایش می دهند که انتظار افزایش در سودهای آتی را داشته باشند، در غیر این صورت سود سهام نقدی افزایش داده شده باید به سطح اولیه خود کاهش یابد. بنابراین افزایش سود سهام نقدی حامل پیامی برای بازار است مبنی بر اینکه انتظار می رود عملکرد شرکت بهبود یابد [۶].

مقوله سیاست تقسیم سود از منظر تئوری هزینه های نمایندگی نیز قابل بحث است. طبق این تئوری، هزینه های نمایندگی ناشی از تضاد بالقوه ای است که میان منافع مدیران و سهام داران وجود دارد. از اینرو، زمانی که مدیران مالک<sup>۱</sup> بخشی از سهام خود را به سرمایه گذارانی که در مدیریت شرکت نقشی ندارند می فروشند، هزینه های نمایندگی افزایش می یابد [۱۳]. در واقع پرداخت درصد قابل توجهی از سود یکی از مکانیزم های کنترلی سرمایه گذاران جهت تعدیل این تضاد منافع است؛ زیرا سود سهام نقدی:

- (۱) مدیریت را وادار می سازد تا برای پرداخت سود به اندازه کافی وجه نقد ایجاد نماید.
  - (۲) می تواند مدیریت را وادار نماید تا برای تأمین مالی پروژه های خود به بازار سرمایه مراجعه نماید و اطلاعات بیشتری را در اختیار بازار قرار دهد.
  - (۳) باعث کاهش جریان وجه نقد مازادی می شود که بدلیل عدم استفاده مدیریت در پروژه های سرمایه گذاری سودآور، هدر می رود.
- اما سئوالی که در این رابطه مطرح می شود آن است که عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در شرکت ها چیست؟

### عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود

در زمینه بررسی عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود، دو تحقیق اساسی صورت پذیرفته است. تحقیق نخست تحت عنوان «شرکت ها چگونه نسبت های پرداخت سود سهام نقدی خود را تعیین می نمایند» در سال ۱۹۹۲ توسط روزف [۱۳]، و مطالعه دوم با عنوان «عوامل تعیین کننده اهرم مالی و سیاست های تقسیم سود شرکت ها» توسط بارکلی و همکارانش در

سال ۱۹۹۵ انجام پذیرفته است [۷].

بر اساس مطالعات روزف، عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را می‌توان در قالب موارد ذیل دسته‌بندی نمود [۱۳].

- هزینه‌های معاملاتی تامین مالی از بازار سرمایه
- محدودیت‌های تامین مالی ناشی از افزایش اهرم مالی و عملیاتی و
- هزینه‌های نمایندگی مالکیت بیرونی (سهام‌داران اقلیت)

این موارد بیانگر آن است که یک شرکت مجموع هزینه‌های معاملاتی خود، ناشی از تأمین مالی از بازار سرمایه و محدودیت‌های تامین مالی، و هزینه‌های نمایندگی را حداقل می‌سازد. وی نسبت پرداخت سود سهام نقدی را بعنوان جایگزینی برای سیاست تقسیم سود در تحقیق خود در نظر گرفت. در رابطه با هزینه‌های معاملاتی ناشی از تأمین منابع مالی از بازار سرمایه نیز، روزف از دو متغیر نرخ رشد درآمد و نرخ رشد پیش‌بینی شده درآمد استفاده نمود؛ زیرا به اعتقاد وی شرکت‌های در حال رشد یا دارای برنامه رشد، تمایلی به توزیع سود ندارند.

از آنجائیکه هرچه اهرم مالی و عملیاتی یک شرکت بیشتر باشد ضریب بتای آن نیز بیشتر است، لذا بتای شرکت بعنوان یکی دیگر از متغیرهای تحقیق که رابطه معکوسی با توزیع سود دارد، در نظر گرفته شد. در رابطه با هزینه‌های نمایندگی هم، درصد سهام سهام‌داران داخلی و تعداد سهام‌داران بعنوان دو متغیر جایگزین بکار گرفته شدند. انتظار می‌رود هرچه مالکیت غیرمتمرکز و پراکنده‌تر باشد، سود بیشتری نیز توزیع گردد.

در تحقیق دیگر، بارکلی و همکارانش [۷] پس از مطالعات و بررسی‌های متعدد، سه عامل را بعنوان عوامل تعیین‌کننده احتمالی در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها مورد بحث قرار می‌دهند؛ (۱) میزان فرصت‌های سرمایه‌گذاری، (۲) اثرات پیام‌رسانی تغییرات سود سهام نقدی و (۳) اندازه شرکت. در مدل آنان، بازدهی سود سهام نقدی بعنوان متغیر جایگزین سیاست تقسیم سود در نظر گرفته شده است.

در این تحقیق نسبت «ارزش بازار به ارزش دفتری» شرکت بعنوان متغیر جایگزین فرصت‌های سرمایه‌گذاری بکار گرفته شده است؛ چراکه انتظار می‌رود تا شرکت‌های

برخوردار از این فرصت‌ها، تمایلی به توزیع سود نداشته باشند. این محققین برای دستیابی به معیاری جهت انعکاس اثر پیام رسانی، چنین فرض نمودند که سودهای شرکت تابع گام تصادفی است؛ بدین معنا که بهترین برآورد سود آتی شرکت سود فعلی آن است [۱۵]: ص [۴۴].

آنان تغییرات سود را بعنوان متغیر جایگزین جهت انعکاس اثر پیام رسانی، در مدل لحاظ نمودند تا اثر پیام آن را بر بازده نقدی سهام بسنجند. در رابطه با اثر اندازه شرکت بر سیاست تقسیم سود نیز استدلال‌های متفاوتی ارائه گردیده است که اثر اندازه شرکت بر توزیع سود را معکوس یا مستقیم برآورد نموده‌اند. بدین ترتیب هرچند دلایل محکمی برای تأثیرگذاری اندازه شرکت وجود دارد، لیکن برآورد اینکه متغیر اندازه چگونه سیاست تقسیم سود را متأثر می‌سازد، مشخص نیست. در همین راستا، متغیر فروش بعنوان متغیر جایگزین برای اندازه شرکت، در نظر گرفته شد.

علاوه بر عوامل مطروحه در تحقیقات قبلی، متغیرهای دیگری را نیز می‌توان با توجه به ویژگی‌های شرکت‌های فعال در بورس تهران و استنتاج‌های منطقی، در تعیین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها مؤثر دانست. برای مثال، انتظار می‌رود تا شرکت‌هایی که از تسهیلات مالی قابل توجهی برخوردار می‌باشند، بواسطه نیاز به منابع مالی، تمایل چندانی به توزیع سود نداشته باشند. همچنین از دیگر عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود می‌توان به وضعیت نقدینگی شرکت‌ها توجه داشت. پیش‌بینی می‌شود شرکت‌هایی که از نقدینگی کافی برخوردار می‌باشند، تمایل بیشتری به توزیع سود از خود نشان دهند.

### سابقه تحقیقات و مطالعات انجام گرفته

علاوه بر تحقیقات روزف [۱۳] و بارکلی و همکارانش [۷] که در بخش قبل به آن‌ها پرداخته شد، یکی از نخستین مطالعات ارائه شده پیرامون سیاست تقسیم سود توسط جان لینتر در سال ۱۹۵۶ انجام گردیده است [۱۱]. نتایج تحقیق لینتر را می‌توان در قالب چهار واقعیت مسلم صاحب سبک خلاصه نمود.

۱. شرکت‌ها، دارای نسبت‌های هدف بلندمدت برای تقسیم سود هستند. شرکت‌های بالغی

- که از ثبات سودآوری برخوردارند، معمولاً بخش قابل توجهی از سود خود را پرداخت می نمایند؛ شرکت هایی که در مرحله رشد قرار دارند پرداخت های کمتری دارند.
۲. مدیران بیش از آنکه به مقدار مطلق سود تقسیمی توجه نمایند، تغییرات آن را مد نظر قرار می دهند.
۳. تغییرات سود تقسیمی از تغییرات بلندمدت و با ثبات سودآوری پیروی می نماید. مدیران اقدام به «هموارسازی» سودهای پرداختی می نمایند.
۴. زمانیکه احتمال می رود تا تغییر در میزان پرداخت سود نقدی تداوم نیابد و با مشکل مواجه شود، مدیران تمایلی به اعمال تغییرات ندارند.
- اخیراً نیز تحقیق دیگری پیرامون تئوری ها و عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود توسط بینر [۸] انجام گردیده که به آزمون مجموعه مدل های ارائه شده در تحقیقات قبلی پرداخته است. نتایج تحقیقات وی روشن می سازد که در شرکت های سوئسی بازده سود تقسیمی هر سال با بازده سود تقسیمی سال قبل مرتبط می باشد. این موضوع با تئوری هموارسازی مطابقت دارد. در همین حال فرصت های سرمایه گذاری و اندازه شرکت، در شرکت های سوئسی رابطه معکوسی با توزیع سود دارد.
- در بخش تحقیقات داخلی نیز به اجمال می توان به مطالعات ذیل اشاره نمود:
- صمدزاده [۳] خط مشی های تقسیم سود و تأثیراتشان بر ارزش سهام شرکت ها را مورد بررسی قرار داده است. نتایج تحقیق نشان می دهد سیاست های تقسیم سود در بازار بورس، برای مدیران شرکت ها شناخته شده نبوده و سهام داران نیز به سود سهام نقدی و تغییرات آن بعنوان یک تعدیل دارای پیام توجه نمی کنند.
  - مهرانی [۴] در تحقیق خود بدنبال ایجاد مدلی برای رابطه بین سود، تقسیم سود و سرمایه گذاری است. نتایج تحقیق بیانگر آن است که الگوئی برای تقسیم سود در ایران وجود دارد و شرکت ها از سیاست مشخص اما ساده ای در زمینه تقسیم سود پیروی می نمایند. همچنین نتایج نشان می دهد که متغیرهای سود سال قبل و تقسیم سود سال قبل، عوامل مهمی در تصمیم گیری ها نمی باشند. علاوه بر این سیاست های سرمایه گذاری، مستقل از سیاست های تقسیم سود هستند.

- **خدا یاری [۲]** در این تحقیق ارتباط بین تغییرات سود سهام نقدی و تغییرات در ترکیب ترازنامه و ارقام آن و همچنین ارتباط بین تغییر در ترکیب ترازنامه و نرخ بازده سهام شرکت‌ها را آزمون می‌کند. نتایج تحقیق بیانگر آن است که بین تغییرات سود سهام نقدی و ترکیب ترازنامه و ارقام آن و بین تغییر ترکیب ترازنامه و نرخ بازده سهام شرکت‌ها رابطه معناداری مشاهده نمی‌شود.
- **بشیری [۱]** تأثیر وضعیت نقدینگی بر تقسیم سود در شرکت‌های سهامی (صنعت نساجی) را بررسی نموده است. نتایج تحقیق حاکی از ارتباط میان وضعیت نقدینگی و تقسیم سود شرکت‌ها است.

### فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های این تحقیق در واقع شناسائی آن دسته از عوامل تعیین کننده است که بر سیاست تقسیم سود تأثیر گذار می‌باشند. جهت انعکاس سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از متغیر «بازده سود سهام نقدی» استفاده شده است که به صورت ذیل محاسبه می‌شود [۱۰: ص ۸۸]:

$$DY_t = \frac{Div_t}{\left(\frac{P_{IH}}{2} + P_{IL}\right)}$$

- $P_{IH}$  و  $P_{IL}$  به ترتیب بیانگر کمترین و بیشترین قیمت سهام در هر دوره مالی است.
- $Div_t$  معرف سود سهام نقدی هر سهم است.

بازده سود سهام نقدی از آن جهت بعنوان معرف سیاست تقسیم سود مورد استفاده قرار گرفته است که توزیع سود را در کنار قیمت سهام مورد توجه قرار می‌دهد. از اینرو امکان مقایسه منطقی تری از سیاست توزیع سود میان شرکت‌ها را با در نظر گرفتن موقعیت بازار و سهام آنها فراهم می‌سازد. در ادامه نظریه‌هایی که زیربنای تبیین فرضیات این تحقیق را شکل می‌دهند، همراه با متغیرها و فرضیات متناظر آنها ارائه می‌گردد:

نظریه اول: شرکت‌هایی که در حال رشد می‌باشند (یا برنامه‌ای برای رشد دارند) بواسطه نیاز مبرم به منابع مالی جهت سرمایه‌گذاری جدید (چه در حال و چه در آینده)

تمایل چندانی به توزیع سود ندارند. متغیرها و فرضیه‌های متناظر این نظریه عبارتند از:

فروش طبق بودجه سال آتی منهای فروش سال جاری

فروش سال جاری

۱. رابطه‌ای میان «رشد درآمد» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.
۲. رابطه‌ای میان «رشد درآمد آتی» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.  
لازم به ذکر است به منظور تعیین رشد درآمد آتی شرکت‌ها از گزارش‌های بودجه سالیانه و پیش بینی درآمد سال آتی مندرج در آن‌ها، استفاده شده است.  
نظریه دوم: شرکت‌هایی که دارای اهرم مالی و عملیاتی بالایی می‌باشند بواسطه برخورداری از ریسک بالا تمایلی به توزیع سود ندارند. زیرا در مقابل تأمین مالی از منابع خارجی با محدودیت بیشتری مواجه می‌باشند. فرضیات متناظر به شرح ذیل است.
۱. رابطه‌ای میان «انحراف معیار نرخ بازدهی سهام» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.
۲. رابطه‌ای میان «نسبت اهرم مالی» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.  
لازم به توضیح است که متغیر «نسبت اهرم مالی» در فرضیه فوق به صورت «نسبت ارزش دفتر بدهی به ارزش روز شرکت» تعریف می‌گردد [ص ۹۵].  
نظریه سوم: شرکت‌هایی که تعداد و درصد سهام‌داران بیرونی آن‌ها کم می‌باشد تمایلی به توزیع سود ندارند. زیرا با توجه به نظریه «هزینه نمایندگی»، هرچه پراکندگی مالکیت (تعداد) و درصد سهام‌داران بیرونی بیشتر باشد در آن صورت سود سهام نقدی مورد مطالبه سهام‌داران افزایش می‌یابد. بدین ترتیب متغیرهای «درصد سهام کنترل اول» و «دفعات معامله سهام» و فرضیات متناظر آن‌ها جهت انعکاس پراکندگی مالکیت و بررسی نظریه فوق در تحقیق لحاظ گردیدند. منظور از درصد سهام کنترل اول، درصد مالکیت مجموعه سهام‌دارانی است که بعنوان یک گروه اقتصادی بالاترین درصد سهام کنترل شرکت را در اختیار دارند. پائین بودن این درصد به نوعی پراکندگی مالکیت را نمایان می‌سازد. انتظار می‌رود شرکت‌هایی که دفعات معامله سهام آن‌ها نیز بیشتر است، دارای پراکندگی مالکیت یا به عبارتی سهام‌داران بیرونی بیشتری باشند.
۱. رابطه‌ای میان «درصد سهام کنترل اول» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.
۲. رابطه‌ای میان «دفعات معامله سهام» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.  
نظریه چهارم: هرچه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری یک شرکت بیشتر باشد تمایل آن برای توزیع سود کمتر است. با توجه به نظریه «فرصت‌های سرمایه‌گذاری» هرچه



فرصت‌های سرمایه‌گذاری یک شرکت بیشتر باشد، ارزش بازار آن در مقایسه با ارزش دفتری‌اش بطور متوسط بیشتر می‌باشد، زیرا قیمت‌های سهام بر خلاف ترازنامه شرکت، منعکس‌کننده دارایی‌های نامشهود از قبیل فرصت‌های رشد پیش‌روی شرکت نیز، می‌باشد. فرضیه ذیل جهت بررسی این نظریه بکار گرفته شده است.

۱. رابطه‌ای میان «نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.

نظریه پنجم: طبق نظریه پیام‌رسانی، شرکت‌ها زمانی سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند که انتظار افزایش در سودآوری را داشته باشند. بر اساس گام تصادفی نیز بهترین برآورد از سیاست تقسیم سود آینده شرکت، وضعیت حال آن است. لذا انتظار می‌رود تا سیاست تقسیم سود شرکت‌ها به لحاظ آماری رابطه معناداری با رشد سود (معرف افزایش سودآوری) و بازده سود سهام نقدی سال قبل داشته باشد. برای بررسی این نظریه از فرضیات ذیل بهره‌گیری شده است.

۱. رابطه‌ای میان «رشد سود» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.

۲. رابطه‌ای میان «بازده سود سهام نقدی سال قبل» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.

نظریه ششم: شرکت‌های بزرگتر دارای الگوی توزیع سود متفاوتی نسبت به سایر شرکت‌ها می‌باشند. زیرا علاوه بر استدلال‌های ارائه شده در بخش‌های قبل، با توجه به مقوله «هزینه‌های سیاسی» اندازه شرکت را می‌توان به نوعی منعکس‌کننده اثرات سیاسی دانست که برای شرکت‌های کوچک مطرح نمی‌باشد. فرضیات ذیل در راستای مطالعه نظریه فوق تبیین گردیده‌اند.

۱. رابطه‌ای میان «حجم فروش» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.

۲. رابطه‌ای میان «ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.

نظریه هفتم: الگوی توزیع سود شرکت‌ها از لحاظ آماری رابطه معناداری با ساختار مالی شرکت‌ها در قالب میزان بدهی به بانک‌ها دارد. انتظار می‌رود با افزایش میزان بدهی شرکت‌ها به بانک‌ها (اخذ تسهیلات مالی)، تمایل آن‌ها به توزیع سود کمتر باشد. فرضیه مربوطه عبارت است از:

۱. رابطه‌ای میان «نسبت تسهیلات مالی به کل بدهی» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد. نظریه هشتم: الگوی توزیع سود شرکت‌ها از لحاظ آماری رابطه معناداری با میزان نقدینگی آنها دارد. انتظار می‌رود هرچه میزان نقدینگی شرکت بیشتر باشد، تمایل آن‌ها به توزیع سود نیز بیشتر باشد. فرضیه ذیل در همین راستا تبیین گردیده است. رابطه‌ای میان «نسبت موجودی نقد به سود قبل از مالیات» و بازده سود سهام نقدی وجود دارد.

### روش تحقیق

روش تحقیق بکارگرفته شده در این مطالعه، از نوع روش شبه آزمایشی ۱ است؛ چراکه به بررسی همبستگی و رابطه میان متغیرهای مختلف با بهره‌گیری از اطلاعات تاریخی می‌پردازد. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیون استفاده شده است که در ادامه به آن پرداخته خواهد شد. در این تحقیق اطلاعات لازم جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق از اطلاعات موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت‌های مالی شرکت‌های منتخب و بانک‌های اطلاعاتی نرم‌افزاری موجود در بازار همچون «تدبیر پرداز»، جمع‌آوری گردیده است. به منظور انجام آزمون آماری مدل تحقیق از روش رگرسیون گام به گام ۲ و جهت بررسی خود همبستگی از آزمون دوربین واتسون استفاده گردیده و در این راستا از نرم‌افزار «SPSS» بهره‌گیری شده است.

### قلمرو تحقیق

قلمرو زمانی این تحقیق در برگیرنده سال‌های ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۲ می‌باشد. محدود نمودن دوره این تحقیق به یک فاصله زمانی شش ساله، از آن جهت است تا ضمن بهره‌گیری از یک فاصله زمانی قابل قبول جهت آزمون فرضیات، از طولانی شدن دوره تحقیق که شائبه عدم همسانی شرایط اقتصادی در دوره تحقیق را بدنبال دارد، پرهیز شود. این در حالی

- 
1. Quasi Experimental
  2. Stepwise

است که «می‌توان داده‌های زمانی و مقطعی را با هم تلفیق نمود و الگوی مورد نظر را بر اساس مجموع داده‌ها برآورد نمود. در این صورت تعداد مشاهدات ( $N$ ) برابر است با تعداد سال‌های مورد بررسی ( $t$ ) ضربدر تعداد داده‌های مقطعی در یک سال ( $n$ )» [۱۲: ص ۳۶۵]. از همین رو با توجه به تعداد قابل توجه شرکت‌های مورد مطالعه، حجم اطلاعات گردآوری شده جهت انجام آزمون‌های آماری کفایت نموده و نیازی به گسترش دوره زمانی نبوده است.

از آنجائیکه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مشمول مقررات نظارتی خاص سازمان بورس می‌باشند، انتظار می‌رود اطلاعات تهیه و ارائه شده از سوی این شرکتها از انسجام، قابلیت اعتماد و کیفیت بالاتری برخوردار باشند. لذا قلمرو مکانی یا همان جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران بوده، که طی دوره زمانی تحقیق کلیه اطلاعات مالی آنها در بورس ارائه شده است.

### نمونه آماری و روش نمونه‌گیری

نمونه آماری در فرآیند انجام پژوهش با در نظر گرفتن ماهیت تحقیق، الزامات اطلاعاتی و ویژگی‌های شرکت‌های عضو جامعه آماری تعیین گردیده است. بگونه‌ای که نمونه استخراجی بتواند در فرآیند آزمون فرضیات تحقیق، ضمن رعایت صرفه هزینه و زمان، نتایج حاصله را به بهترین وجه به جامعه آماری تعمیم دهد. از همین رو در این پژوهش از روش حذفی استفاده گردید؛ بنحویکه صرفاً شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط ذیل بوده‌اند، در نمونه آماری لحاظ شده‌اند.

- به منظور دستیابی به نمونه همگونی از تعداد شرکت‌ها در دوره مورد بررسی، همچنین بدلیل لزوم وجود اطلاعات قابل اتکاء و پوشش دوره تحقیق، قبل از سال ۱۳۷۶ در بورس پذیرفته شده باشند.
- نظر به اینکه ماهیت اقلام صورت‌های مالی متأثر از ماهیت و نوع فعالیت شرکت‌ها است، از این رو به منظور برخورداری از ویژگی یکنواختی و افزایش قابلیت مقایسه‌ای اطلاعات، نوع فعالیت آنها تولیدی باشد.

- به جهت همسانی تاریخ گزارشگری، حذف اثرات فصلی و افزایش قابلیت مقایسه‌ای اطلاعات، دوره مالی آن‌ها مختوم به اسفندماه باشد.
  - بواسطه لزوم محاسبه متغیرهای تحقیق و آزمون فرضیات، در مورد هر شرکت اطلاعات لازم برای اندازه‌گیری متغیرهای مورد مطالعه وجود داشته و افشاء شده باشد.
- با توجه به معیارهای فوق، از مجموع شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نمونه تحقیق به ۶۳ شرکت محدود گردید و داده‌های تحقیق ۳۷۸ (۶ سال × ۶۳ شرکت) ردیف (یا فیلد) اطلاعاتی برای ۱۳ متغیر را در بر گرفت.

## نگاره ۱.

گروه	نوع صنعت	تعداد نمونه	درصد در نمونه
۱	صنایع غذایی و دارویی	۱۱	۱۷
۲	صنایع شیمیایی، پلاستیک و سلولزی	۱۹	۳۰
۳	صنایع کانی غیر فلزی	۹	۱۴
۴	صنایع فلزی	۹	۱۴
۵	صنایع لوازم خانگی	۶	۱۱
۶	صنایع ماشین آلات، خودرو و قطعات	۹	۱۴
	جمع	۶۳	۱۰۰

## تبیین مدل رگرسیون تحقیق و آزمون فرضیات

با توجه به هدف این تحقیق که بدنبال شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس می‌باشد و با عنایت به فرضیات و متغیرهای مورد پژوهش که در همین راستا ذکر آن‌ها پیشتر به میان آمد، مدل کلی تحقیق به صورت ذیل تبیین گردید.

در این مدل کلیه متغیرهای تحقیق در قالب یک مدل رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفتند که شکل کلی آن به شرح ذیل است.

$$\begin{aligned}
 DY_{it} = & \alpha + \beta_1 SG_{it} + \beta_2 SGP_{it} + \beta_3 SDR_{it} + \beta_4 LR_{it} + \beta_5 CtrSH_{it} \\
 & + \beta_6 Ln(TRNS)_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 PG_{it} + \beta_9 Dy_{i(t-1)} \\
 & + \beta_{10} Ln(SV)_{it} + \beta_{11} Ln(BVE)_{it} + \beta_{12} LTD_{it} + \beta_{13} CTE_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

که در آن:

نگاره ۲.

رابطه مورد انتظار	شرح	علامت اختصاری	ردیف
-	رشد درآمد شرکت i در دوره t	SGit	۱
-	رشد درآمد آتی (پیش بینی شده) شرکت i در دوره t	SGPit	۲
-	انحراف معیار نرخ بازدهی سهام شرکت i در دوره t	SDRit	۳
-	نسبت اهرم مالی شرکت i در دوره t	LRit	۴
-	درصد سهام کنترلی اول شرکت i در دوره t	CtrSHit	۵
+	لگاریتم دفعات معامله سهام شرکت i در دوره t	Ln(TRNS)it	۶
-	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت i در دوره t	MTBit	۷
+	رشد سود شرکت i در دوره t	PGit	۸
+	بازده سود سهام نقدی سال قبل شرکت i در دوره t-۱	Dyi(t-1)	۹
؟	لگاریتم حجم فروش شرکت i در دوره t	Ln(SV)it	۱۰
؟	لگاریتم ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در دوره t	Ln(BE)it	۱۱
-	نسبت تسهیلات مالی به کل بدهی شرکت i در دوره t	LTDit	۱۲
+	نسبت موجودی نقد به سود قبل از مالیات شرکت i در دوره t	CTEit	۱۳
م/ن	پسماند (جمله اختلال) شرکت i در دوره t	$\varepsilon_{it}$	۱۴
م/ن	بازده سود سهام نقدی شرکت i در دوره t - متغیر وابسته	Dyit	۱۵
م/ن	معرف شرکت i ام (۱ الی ۶۳)	i	۱۶
م/ن	معرف زمان/سال t ام (۱۳۷۷ الی ۱۳۸۲)	t	۱۷

همانگونه که ملاحظه می شود در پاره ای از متغیرهای مدل تحقیق از لگاریتم طبیعی متغیر مزبور استفاده شده است. استفاده از لگاریتم طبیعی باعث خواهد شد تا ضرایب احتمالی این متغیرها در مدل، تحت تأثیر اثرات مقیاس های بزرگ قرار نگیرد؛ بویژه آنکه مقیاس متغیر وابسته مدل (بازده نقدی سهام) در محدوده مقیاس های کوچک قرار دارد.

برای مثال استفاده از ارقام اصلی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام یا فروش، بدین معنا است که انتظار می رود افزایش این اقلام از ۱,۰۰۰ به ۲,۰۰۰ ریال در مدل همان تأثیر افزایش از ۹۹۹,۰۰۰ به ۱,۰۰۰,۰۰۰ ریال را داشته باشد. در حالیکه بدیهی است افزایش

مورد اشاره در حالت نخست، از نقش و اثر به مراتب بیشتری برخوردار است (رجوع شود به مطالعه روزف ۱۹۸۲، صفحه ۲۵۵ [۱۴]).

لازم به ذکر است در بررسی های آماری و آزمون های آماری متناظر آن ها در این تحقیق، حداکثر سطح خطای پنج درصد ( $\alpha = 5\%$ ) بکار گرفته شده است. به بیان دیگر نتایج تحقیق از نظر آماری، حداقل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار بوده و قابلیت تعمیم به جامعه آماری مورد مطالعه را خواهند داشت.

### نتایج آماری آزمون مدل

همانگونه که پیشتر تشریح گردید، هدف از انجام این آزمون شناسایی ارتباط میان متغیرهای مستقل و وابسته در قالب یک مدل کلی است. نتایج حاصل از آزمون داده ها با استفاده از روش تحلیلی رگرسیون گام به گام در نگاره ۳.۳.

نگاره ۳.۳.

ردیف	متغیر	اولویت ورود	ضریب ( $\beta$ )	آماره $t^*$	احتمال $t$	سهم از Adj. R2
۱	بازده سود سهام نقدی سال قبل	اول	۰/۴۵۴	۱۲/۲۵	@۰/۰۰۰	۰/۳۰۳
۲	رشد سود	دوم	۰/۰۶۰	۹/۶۷	@۰/۰۰۰	۰/۰۹۶
۳	انحراف معیار نرخ بازدهی سهام	سوم	-۰/۲۴۶	-۵/۸۸	@۰/۰۰۰	۰/۰۴۱
۴	ارزش بازار به ارزش دفتری	چهارم	-۰/۰۰۴	-۴/۹۹	@۰/۰۰۰	۰/۰۱۸
۵	تسهیلات مالی به کل بدهی	پنجم	-۰/۱۱۷	-۴/۴۸	@۰/۰۰۰	۰/۰۲۵
۶	لگاریتم حقوق صاحبان سهام	ششم	-۰/۰۰۹	-۲/۸۴	۰/۰۰۵	۰/۰۱۰

شکل کلی مدل به صورت ذیل خواهد بود:

$$DY_{it} = 0.253 + 0.454Dy_{i(t-1)} + 0.060PG_{it} - 0.246SDR_{it} - 0.004MTB_{it} - 0.117LTD_{it} - 0.009Ln(BVE)_{it}$$

احتمال F = @۰/۰۰۰	آماره F * مدل = ۶۰	AdjR2 مدل = ۰/۴۹۳	Durbin-Watson = ۱/۸۷۵
-------------------	--------------------	-------------------	-----------------------

\* مقدار  $t$  و  $F$  طبق جدول برای سطح خطای ۵٪، به ترتیب معادل  $\pm 1/96$  و  $1/94$  می باشد.

@: قریب به صفر

نتایج حاصل از آزمون مدل بیانگر آن است که از میان متغیرهای مورد مطالعه، شش متغیر مستقل با داشتن رابطه معنادار با سیاست تقسیم سود شرکت‌ها (احتمال F قریب به صفر)، مجموعه‌ای را ارائه می‌نمایند که در کنار هم قریب به ۵۰٪ (AdjR2 مدل = ۴۹٪) از رفتار متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

### نگاهی به متغیرهای مدل

همانگونه که از روابط متغیرهای منعکس در مدل ملاحظه می‌شود، متغیرهای بازده سود سهام نقدی سال قبل و رشد سود دارای رابطه مستقیم با سیاست تقسیم سود شرکت‌ها می‌باشند. بدین ترتیب انتظار می‌رود تا هرچه بازده سود سهام نقدی سال قبل و رشد سود شرکتی بیشتر باشد، بازده سود سهام نقدی آن نیز بالاتر باشد. این در حالی است که رابطه میان متغیرهای انحراف معیار نرخ بازدهی سهام، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، نسبت تسهیلات مالی به بدهی و لگاریتم حقوق صاحبان سهام شرکت دارای رابطه معکوس با سیاست تقسیم سود می‌باشند؛ بنحویکه افزایش در هر یک از آن‌ها انتظار در کاهش بازده سود سهام نقدی را در پی دارد. با نگاهی به نظریه‌های ارائه شده در بررسی ادبیات موضوعی تحقیق، مشخص می‌گردد که روابط شناسایی شده در مدل تحقیق، مطابق و همسو با نظریه‌های مزبور می‌باشد.

### بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به نتایج آماری حاصل از آزمون مدل تحقیق، رابطه معناداری میان نظریه رشد و توسعه، و سیاست تقسیم سود شرکت، به چشم نمی‌خورد. بدین ترتیب چنانچه شرکت‌ها در حال رشد بوده یا برنامه‌ای برای توسعه داشته باشند، لزوماً سیاست تقسیم سود آن‌ها متأثر از این موضوع نخواهد شد. با توجه به این نکته که نگهداری سود الزاماً منبع ارزانی برای تأمین منابع مالی نمی‌باشد، لذا دلیلی نیز وجود ندارد که شرکت‌ها در زمان رشد و توسعه حتماً کاهش توزیع سود را مد نظر قرار دهند.

با توجه به حضور «انحراف معیار نرخ بازدهی سهام» در مدل، نظریه اثر ریسک بر

سیاست تقسیم سود تأیید می گردد. از همین رو می توان مدعی شد که با افزایش میزان ریسک، سیاست تقسیم سود شرکت ها جهت معکوس را پیموده و تمایل شرکت ها به توزیع سود کاهش می یابد.

اثر نظریه هزینه نمایندگی، برخلاف نتایج مطالعات انجام شده توسط روزف [۱۳]، در این تحقیق به تأیید نرسید. به بیان روشن تر تمرکز یا پراکندگی مالکیت نقش تعیین کننده و معناداری در سیاست توزیع سود شرکت ها ایفا نمی کند. این مطلب می تواند شهادی بر این مدعا باشد که در سال های اخیر سهام داران خرد در راستای دستیابی به «سودهای نگهداشت» ناشی از افزایش قیمت سهام (بوئژه پس از افزایش سرمایه)، تمایل چندانی به توزیع سود نداشته و مایل به پیروی از سهام داران کلان هستند.

همانند مطالعات بارکلی و همکارانش [۷] و بینر [۸]، نتایج بیانگر آن است که هرچه شرکت ها از فرصت های سرمایه گذاری بیشتری برخوردار باشند، پیروی شرکت از سیاست انقباضی تقسیم سود بیشتر است. در واقع شرکت هایی که چنین فرصت هایی را در پیش روی خود دارند، تمایل چندانی به توزیع سود ندارند.

همچون نتایج مطالعات قبلی، نتایج این تحقیق نیز مؤید آن است که نظریه پیام رسانی و گام تصادفی در توضیح رفتار شرکت ها در زمینه سیاست تقسیم سود، نقش معناداری بازی می نمایند. در واقع متغیرهای متناظر این دو نظریه (رشد سود و بازده نقدی سال قبل) توان توضیحی معادل ۴۰٪ را ارائه می دهند. بدین ترتیب می توان نتیجه گرفت افزایش یا کاهش سود، حاوی پیامی است که وضعیت آتی (مطلوب یا نامطلوب) شرکت را نزد سهام داران ترسیم می نماید و آنان را به تصمیم گیری متناسب پیرامون توزیع سود (افزایش یا کاهش) وا می دارد. همچنین می توان انتظار داشت تا شرکت هایی که در سال گذشته از بازده سود سهام نقدی بالایی (پائینی) برخوردار بوده اند، در سال جاری نیز بازده سود سهام نقدی بالایی (پائینی) را به سهام داران عرضه نمایند؛ این انتظاری است که در راستای پیام قبلی شرکت به بازار، شکل می گیرد.

حضور ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در مدل نهایی تحقیق، مؤید وجود رابطه معنادار و معکوس میان اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود است؛ این یافته به لحاظ وجود



رابطه و جهت آن، دقیقاً مطابق با نتایج تحقیق بینر [۸] است. بدین ترتیب می‌توان این استدلال را که شرکت‌های بزرگ بدلیل اطمینان بیشتر بانک‌ها، از تسهیلات مالی بیشتری برخوردار بوده و به جهت پرهیز از اخذ وام بیشتر و افزایش نسبت اهرمی خود، سود سهام نقدی کمتری را پرداخت می‌نمایند، وارد دانست. ضمن آنکه شرکت‌های بزرگ دارای ویژگی‌های خاص خود بوده و از حساسیت بالایی در مقابل تغییرات اهرم مالی و ریسک برخوردارند؛ بنحویکه این امر احتیاط بیشتر مدیران را بدنبال دارد.

در رابطه با نظریه ساختار بدهی نیز، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که ساختار مالی (بدهی) شرکت‌ها بر سیاست تقسیم سود تأثیرگذار می‌باشد. بویژه بخشی از ساختار مالی شرکت که معرف ریسک مالی شرکت در قالب تأمین مالی از بانک‌ها است؛ بنحویکه هرچه میزان تسهیلات مالی افزایش یابد، سیاست تقسیم سود شرکت‌ها انقباضی‌تر خواهد شد.

نهایتاً عدم حضور متغیر «وجوه نقد به سود» در مدل نهایی تحقیق، بیانگر این واقعیت است که میزان نقدینگی عامل تأثیرگذاری در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها نمی‌باشد. به نظر می‌رسد میزان وجوه نقد منعکس در ترازنامه شرکت‌ها در تصمیمات مرتبط با توزیع سود چندان مربوط تلقی نمی‌شود. این موضوع را از دو جهت می‌توان مورد مذاقه قرار داد. نخست آنکه تصمیم‌گیری پیرامون توزیع سود معمولاً در مجامعی صورت می‌پذیرد که بطور معمول با فاصله زمانی ۳ تا ۴ ماهه از مقطع ترازنامه برگزار می‌شوند. از همین رو اطلاعات ترازنامه‌ای نقدینگی شرکت، برای تصمیم‌گیری پیرامون توزیع سود به بیانی عامیانه «بیات» است. دوم آنکه به لحاظ مهلت قانونی مقرر در ماده ۲۴۰ قانون تجارت، شرکت‌ها از فرصت هشت ماهه‌ای جهت پرداخت سود به سهام‌داران برخوردارند و زمان پرداخت سود با تاریخ ترازنامه عملاً بیش از هشت ماه فاصله دارد [۵]. لذا نقدینگی منعکس در ترازنامه نمی‌تواند بعنوان محدودیت (یا فرصت) پرداخت سود تلقی شود.

نگاره ذیل خلاصه‌ای از نتایج تحقیق پیرامون نظریه‌های مورد مطالعه را به نمایش می‌گذارد.

## نگاره ۴.

ردیف	شرح	نتیجه
۱	نظریه اثر رشد و توسعه	مورد پذیرش قرار نگرفت.
۲	نظریه اثر ریسک	مورد پذیرش قرار گرفت.
۳	نظریه اثر هزینه نمایندگی	مورد پذیرش قرار نگرفت.
۴	نظریه فرصت‌های سرمایه‌گذاری	مورد پذیرش قرار گرفت.
۵	نظریه پیام رسانی و گام تصادفی	مورد پذیرش قرار گرفت.
۶	نظریه اثر اندازه شرکت	با در نظر گرفتن متغیر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام مورد پذیرش است.
۷	نظریه ساختار بدهی	مورد پذیرش قرار گرفت.
۸	نظریه نقدینگی	مورد پذیرش قرار نگرفت.

**پیشنهادها (زمینه‌های کاربردی)**

با توجه به نتایج تحقیق، سهام‌دارانی که بدنبال کسب سود سهام نقدی هستند و بخش قابل توجهی از جریان درآمد جاری آن‌ها متکی به سود سهام نقدی می‌باشد، در انتخاب‌های سرمایه‌گذاری خود باید به بازده سود سهام نقدی شرکت‌ها در سال‌های گذشته و میزان رشد سود آن‌ها توجه نمایند. چراکه طبق نتایج تحقیق، این قبیل شرکت‌ها از بازده نقدی و توزیع سود بیشتری برخوردار خواهند بود. این مسئله در مورد شرکت‌هایی که دارای ریسک، میزان وام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر یا اندازه (ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) بزرگتری هستند، معکوس است.

مدیران شرکت‌ها نیز باید مراقب تصمیمات خود پیرامون سیاست تقسیم سود باشند. زیرا معمولاً اگر مدیر شرکتی بخواهد برخلاف ویژگی‌های خاص شرکت در زمینه بازده نقدی گذشته، جایگاه ریسک، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و امثالهم، نسبت به تغییر سیاست تقسیم سود شرکت عمل نماید، آنگاه ممکن است با واکنش منفی بازار روبرو شود. از همین رو ارائه اطلاعات کامل و توجیهی از سوی مدیریت جهت تنویر افکار عمومی و سهام‌داران ضروری خواهد بود تا از واکنش منفی بازار جلوگیری بعمل آید. مؤسسات مالی نیز از آن جهت که در قراردادهای اعطای تسهیلات مالی خود بعضاً

سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را محدود به رعایت شرایطی می‌سازند، می‌توانند از نتایج تحقیق بهره‌مند شود. زیرا آگاهی از عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در بهینه‌سازی حوزه عمل و نحوه اعمال محدودیت‌های مذکور، مفید واقع خواهد شد. از سوی دیگر تحلیل گران مالی در انجام تحلیل‌های مالی خود می‌توانند با در نظر گرفتن عوامل شناسایی شده در این تحقیق، نسبت به تخمین و برآورد وضعیت بازده سود سهام نقدی شرکت‌ها اقدام نمایند یا سبدهایی از سهام که معرف شرکت‌های دارای بازده نقدی کم یا زیاد می‌باشند را، شناسایی کنند.

دولت و دستگاه‌های وابسته به آن در جایگاه سهام‌دار شرکت‌های دولتی، همانند سایر سهام‌داران، علاقه‌مند به شناسایی و تخمین جریان توزیع سود شرکت‌ها و عوامل مؤثر بر آن خواهند بود. در سطح کلان نیز بخشی از تحلیل‌های اقتصادی پیرامون وضعیت سودآوری و توزیع سود شرکت‌ها، می‌تواند اطلاعات مفیدی را پیرامون میل به سرمایه‌گذاری یا مصرف در جامعه، در اختیار سیاست‌گذاران اقتصادی کشور قرار دهد. ضمن آنکه با شناسایی روند توزیع سود و عوامل مؤثر بر آن در بازار سرمایه، می‌توان با اعمال پاره‌ای از سیاست‌های مالی و اقتصادی، جامعه را به سمت دلخواه سوق داد. این موضوع در شرایط فعلی که طرح‌هایی برای ارائه سبد «سهام عدالت» به اقشار کم درآمد جامعه مطرح می‌باشد، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بویژه زمانی که قرار است این سهام در اختیار اقشار کم درآمد قرار گیرد و به نوعی سود سهام نقدی آن تأمین‌کننده بخشی از جریان درآمدی این خانوارها باشد.

### سایر پیشنهادها

- با توجه به تجارب بدست آمده در انجام این تحقیق، موارد ذیل پیشنهاد می‌شود:
۱. با در نظر گرفتن اهمیت و نقش توزیع سود در بازار سرمایه، ضروری است توجه بیشتری از سوی محافل علمی و دانشگاهی در قالب غنی‌سازی محتوای آموزشی و ارائه مقالات علمی و تحلیلی صورت پذیرد.
  ۲. به جهت اثرات آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی

- مدیریت در زمینه سیاست تقسیم سود بسیار راهگشا خواهد بود.
۳. جا دارد تحلیل گران فعال در بازار سرمایه، حسابداران مدیریت و کارکنان مالی شرکت‌ها در کنار تحلیل‌ها و تکنیک‌های معمول، بخشی از توان و خدمات خود را به ارائه تحلیل‌هایی اختصاص دهند که مبتنی بر وضعیت سود سهام نقدی و بازده نقدی سهام در سطوح مختلف صنعت و واحدهای اقتصادی باشد.
۴. بعنوان موضوعی برای تحقیقات آتی، پیشنهاد می‌شود مطالعاتی بطور خاص پیرامون روابط میان هزینه سرمایه و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها صورت پذیرد.
۵. همچنین نظریه‌ها مطروحه در این مطالعه با استفاده از متغیرهای جایگزین دیگر مورد بررسی و ارزیابی قرار گیرد.

## منابع

۱. بشیری، جعفر (۱۳۷۸). تأثیر وضعیت نقدینگی بر تقسیم سود در شرکت‌های سهامی (صنعت نساجی)، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم و فنون مازندران.
۲. خدایاری، محمد (۱۳۷۶). تحقیق پیرامون تأثیر تغییرات سود نقدی بر ترکیب ترازنامه، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
۳. صمدزاده، محسن (۱۳۷۲). خط مشی‌های تقسیم سود و تأثیراتشان بر ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
۴. مهرانی، ساسان (۱۳۷۳). ایجاد مدل برای رابطه بین سود، تقسیم سود و سرمایه‌گذاری، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
۵. مجموعه قانون تجارت و لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب اسفندماه ۱۳۴۷.
6. Aharony J., and Swary I., (March 1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis," *Journal of Finance*.
7. Barclay, M. J. et al., (Winter 1995). "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", *Journal of Applied Corporate Finance*.
8. Beiner Stefan, (June 2001). "Theories and Determinants of Dividend Policy," available at: [www.sbf.unisg.ch](http://www.sbf.unisg.ch).
9. Belkaoui Ahmad, (1998). *Financial Analysis and the Predictability of Important Economic Events*, Greenwood Publishing Group Inc. 1<sup>st</sup> Edition.
10. Bernstein, Leopard A., (1989). *Financial Statement Analysis: Theory, Application, and Interpretation*, Irwin and Toppan Corp. Ltd., 4<sup>th</sup> Edition.

11. Lintner J., (May 1956). "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *American Economic Review*.
12. Pindyck R.S. & D.L. Rubinfeld, (1991). *Econometric Models and Economic Forecast*, McGraw-Hill Inc., 3<sup>rd</sup> Edition.
13. Rozeff, M., (1992). "How Companies set their Dividend-Payout Ratios," in: Stern, J. M. and Chew, D.H., *The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell Publishers, Oxford.
14. Rozeff, M., (1982). "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*.
15. Watts Ross L. & Zimmerman Jerold L., (1986). *Positive Accounting Theory*, Prentice-hall.