



## A Stock Dividend Model Applying the Value Creation Approach in Iran's Capital Market: The Generalized Method of Moments

**Ebrahim Solati Khosroshahi**

Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran. E-mail: e.solatikh@gmail.com

**Younes Badavar Nahandi\***

\*Corresponding Author, Associate Prof., Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran. E-mail: badavarnahandi@iaut.ac.ir

**Houshang Taghizadeh**

Prof., Department of Management, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran. E-mail: taghizadeh@iaut.ac.ir

### Abstract

#### Objective

One of the important concerns of managers and economic policymakers is the identification of stock dividend determinants. Therefore, this study explores the internal and external determinants of stock dividends among corporations listed on the Tehran Stock Exchange from 2009 to 2021. Additionally, this research aims to design a suitable model of stock dividends for Iran's capital market by considering the value creation approach.

#### Methods

In the initial phase, all potential determinants of stock dividends were extracted by reviewing the extant literature, theories, and expert opinions. Subsequently, in the second phase, variables exhibiting a significant relationship with stock dividend ratio measures (including DPS to Price ratio, DPS to Sales revenue ratio, and DPS to EPS ratio) in Iran's capital market were identified. In the third phase, the creation and examination of various models for stock dividends, resulting from different combinations of explanatory variables, were undertaken. It should be noted that the model is fitted by using the dynamic econometrics approach of the Generalized Moments Method. In the next phase, stock dividend models that maximize value creation for firms and stockholders were selected. Finally, the accuracy of the models in identifying companies with a propensity to distribute dividends above or below the expected level was tested.

## Results

The findings of this study indicate that the optimal model for stock dividends is the DPS to EPS ratio, comprising 11 explanatory variables selected from a pool of 36 variables. Using this model for stock dividends leads to the creation of maximum value for firms and stockholders. According to the extracted model, monopoly in the product market, operating cash flows, cash level, sales growth, and economic growth positively affect stock dividends. The stock dividend of the previous period, financial leverage, growth opportunities, changes in net working capital, uncertainty of cash flows, and inflation rate negatively impact stock dividends. This model was validated using the value creation approach test. Moreover, the accuracy of the extracted model in identifying companies with a propensity to distribute dividends above and below the expected level is 84% and 91%, respectively.

## Conclusion

To have a suitable stock dividend policy, managers should consider sales growth, uncertainty of cash flows, operating cash flows, financial leverage, cash level, growth opportunities, and changes in net working capital as internal factors. The structure of the industry, its level of monopoly, macroeconomic conditions such as inflation rate, and economic growth should be considered as external factors. Adopting such a stock dividend policy results in the creation of maximum value for both the firm and its shareholders.

**Keywords:** Financing policy, Investing policy, Stock dividend, Stock dividend theories, Value-creating approach.

**Citation:** Solati Khosroshahi, Ebrahim; Badavar Nahandi, Younes & Taghizadeh, Houshang (2024). A Stock Dividend Model Applying the Value Creation Approach in Iran's Capital Market: The Generalized Method of Moments. *Financial Research Journal*, 26(2), 259-301. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2023.362341.1007489> (in Persian)



## مدل تقسیم سود سهام با رویکرد ارزش آفرینی در بازار سرمایه ایران: روش اقتصادسنجی گشتاورهای تعمیم یافته

ابراهیم صولتی خسروشاهی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. رایانامه: e.solatikh@gmail.com

یونس بادآور نهنندی\*

\* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. رایانامه: badavarnahandi@iaut.ac.ir

هوشنگ تقی زاده

استاد، گروه مدیریت، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. رایانامه: taghizadeh@iaut.ac.ir

### چکیده

**هدف:** با توجه به اینکه امروزه آگاهی از عوامل مؤثر بر سود تقسیمی، یکی از دغدغه‌های اساسی مدیران و سیاست‌گذاران اقتصادی است، مطالعه حاضر به دنبال شناسایی عوامل درونی و بیرونی تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۰ و مدل‌سازی سود تقسیمی با استفاده از رویکرد ارزش آفرینی است.

**روش:** در این پژوهش، ابتدا همه عوامل بالقوه مؤثر بر سود تقسیمی، بر اساس نظریه‌ها و مطالعات تجربی و همچنین با بهره‌مندی از نظر خبرگان استخراج شد؛ سپس برای هر یک از سه متغیر وابسته، نسبت سود تقسیمی به قیمت سهام، نسبت سود تقسیمی به درآمد و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم، به‌طور جداگانه و متغیرهایی که در بازار سرمایه ایران رابطه معناداری با سود تقسیمی دارند، شناسایی شدند. در ادامه، برای هر یک از معیارهای اندازه‌گیری سود تقسیمی، تمام مدل‌های ممکن بررسی شد که از ترکیب‌های مختلفی از متغیرهایی به‌دست آمد که در بررسی اولیه بر سود تقسیمی، تأثیر معناداری داشتند و با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته، انواع مدل‌های معنادار قابل استخراج تعیین شدند. در مرحله بعد با استفاده از رویکرد ارزش آفرینی، مدل‌هایی انتخاب شدند که به حداکثر ارزش آفرینی منجر می‌شدند. در مرحله نهایی، از طریق آزمون قدرت تشخیص درست شرکت‌های مستعد تقسیمی و کم‌تقسیمی برای هر یک از مدل‌های باقی‌مانده، مدلی که قدرت تشخیص بالاتری داشت، به‌عنوان مدل بهینه انتخاب شد.

**یافته‌ها:** بر اساس نتایج، با استفاده از ۳۶ متغیر مستقل تبیین‌کننده سود تقسیمی و سه شاخص برای متغیر سود تقسیمی، مدل بهینه مربوط به متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم، شامل ۱۱ متغیر تبیین‌کننده، استخراج شد. این مدل به حداکثر ارزش آفرینی برای شرکت منجر می‌شود و در آن، متغیرهای انحصار در بازار محصول، جریان نقدی عملیاتی، نسبت وجه نقد به کل دارایی، رشد فروش و رشد اقتصادی، ارتباط مثبتی میزان سود تقسیمی دارد. همچنین متغیرهای نسبت سود تقسیمی دوره قبل، اهرم مالی، فرصت رشد، تغییرات خالص سرمایه در گردش، عدم اطمینان به جریان‌های نقدی و نرخ تورم، ارتباط منفی با میزان سود تقسیمی دارند. این مدل با استفاده از آزمون رویکرد ارزش آفرینی تأیید شد و با دقت ۸۴ درصد، توان تشخیص درست شرکت‌های مستعد تقسیم سود بیش از حد مورد انتظار و دقت ۹۱ درصد، توان تشخیص درست شرکت‌های مستعد تقسیم سود کمتر از حد مورد انتظار را دارد.

**نتیجه گیری:** مدیران شرکت‌های عضو بورس برای اتخاذ یک سیاست تقسیم سود مناسب، باید علاوه بر عوامل داخلی شرکت از قبیل رشد فروش، عدم اطمینان جریان نقدی، جریان نقدی عملیاتی، اهرم مالی، نسبت وجه نقد به کل دارایی و فرصت رشد و تغییرات خالص سرمایه در گردش، به ساختار صنعت و میزان انحصار در آن و نیز، شرایط کلان اقتصادی، از قبیل نرخ تورم و رشد اقتصادی نیز توجه کنند تا بیشترین ارزش آفرینی برای شرکت و سهام‌داران حاصل شود.

**کلیدواژه‌ها:** رویکرد ارزش آفرینی، سود تقسیمی سهام، سیاست تأمین مالی، سیاست سرمایه‌گذاری، نظریه‌های تقسیم سود سهام.

**استناد:** صولتی خسروشاهی، ابراهیم؛ بادآور نهندي، یونس و تقی‌زاده، هوشنگ (۱۴۰۳). مدل تقسیم سود سهام با رویکرد ارزش آفرینی در بازار سرمایه ایران: روش اقتصادسنجی گشتاورهای تعمیم‌یافته. *تحقیقات مالی*، ۲۶(۲)، ۲۵۹-۳۰۱.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۲۵

تاریخ ویرایش: ۱۴۰۲/۰۸/۲۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۱۸

تاریخ انتشار: ۱۴۰۳/۰۴/۳۰

doi: <https://doi.org/10.22059/FRJ.2023.362341.1007489>

تحقیقات مالی، ۱۴۰۳، دوره ۲۶، شماره ۲، صص. ۲۵۹-۳۰۱

ناشر: دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

نوع مقاله: علمی پژوهشی

© نویسندگان

## مقدمه

امور مالی اصلی‌ترین عنصر تجارت بوده و بر مدیریت منابع مالی در راستای رسیدن به سطح بهینه محصول استوار است (سلمان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). بر این اساس، یکی از تصمیم‌های بسیار مهم مدیران شرکت‌ها، تصمیم‌گیری دربارهٔ مصارف سود حاصل از عملیات شرکت‌هاست؛ زیرا از یک سو سرمایه‌گذاران خرد به دنبال دریافت سود نقدی بیشتر هستند و از سوی دیگر هدف سرمایه‌گذاران عمده، هدایت سود به سمت افزایش سرمایه است (عامری و حاجی‌هاشمی ورنوسفادرائی، ۱۳۹۹). یک ترکیب مناسب از تقسیم سود و نگهداشت سود، می‌تواند به تعادل بین پرداخت سود تقسیمی و رشد شرکت در آینده با هدف حداکثرسازی ارزش شرکت منجر شود. مفهوم نگهداشت سود برای سرمایه‌گذاری، به این سؤال پاسخ می‌دهد که شرکت چه مقدار و در چه منابعی باید سرمایه‌گذاری را انجام دهد و مفهوم سود نقدی تعیین می‌کند که چه میزان از سود باید به سهام‌داران شرکت پرداخت شود (پوراابراهیمی و سیدخسروشاهی، ۱۳۹۱) در واقع سیاست سود تقسیمی از طریق اثرگذاری بر سیاست‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، در پویایی‌های شرکت را در زمینه مدیریت مالی افزایش می‌دهد و تأثیر بسزایی در رشد شرکت دارد (اپافرا و نیانتوری<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). یکی از گام‌های اساسی در رابطه با تصمیم‌گیری مناسب در این زمینه شناخت عوامل مؤثر بر سود تقسیمی شرکت‌هاست؛ زیرا شناسایی عوامل تعیین‌کننده تقسیم سود، نه تنها به توضیح رفتار مدیران کمک می‌کند، بلکه ابزاری برای پیش‌بینی حرکت آتی شرکت‌ها فراهم می‌کند (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴).

با توجه به آنچه ذکر شد، هدف اصلی مطالعه حاضر شناسایی عوامل تعیین‌کننده سود تقسیمی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته و انتخاب یک مدل مناسب از طریق استفاده از رویکرد ارزش‌آفرینی و تشخیص درست شرکت‌های مستعد بیش تقسیمی سود و کم تقسیمی سود در بورس اوراق بهادار تهران است. یکی از جنبه‌های نوآوری پژوهش حاضر این است که برخلاف اکثر مطالعات پیشین، در این پژوهش، از روش اقتصادسنجی پویا استفاده شده است. بدین مفهوم که پویایی‌های سود تقسیمی و تأثیرپذیری این متغیر از مقادیر دوره‌های قبل خود، در نظر گرفته شده است. علاوه بر این، نکته‌ای که در مطالعات پیشین مورد توجه واقع نشده است، پاسخ به این پرسش است که چگونه می‌توان مدلی برای تقسیم سود با استفاده از رویکرد ارزش‌آفرینی و توجه به کمکی که تقسیم سود به افزایش ارزش شرکت کرده است، طراحی کرد؟ بدین مفهوم که در مطالعات پیشین تنها یک مدل در نظر گرفته شده و معناداری متغیرهای آن بررسی شده است. اما مطالعه حاضر برای یافتن مدل مناسب، تمامی مدل‌های دو متغیره، سه متغیره، ... و  $n$  متغیره ممکن را که می‌توان با استفاده از  $n$  متغیر مستقل بالقوه مؤثر بر تقسیم سود طراحی کرد، بررسی کرده و ابتدا مدل‌های مناسب را با استفاده از رویکرد ارزش‌آفرینی استخراج می‌کند و سپس از بین مدل‌های استخراج شده، با تعیین قدرت تشخیص درست شرکت‌های مستعد تقسیم سود بیش از حد و کمتر از حد مورد انتظار، مناسب‌ترین مدل را معرفی می‌کند. بنابراین می‌توان بیان کرد که از لحاظ علمی، مدل ارائه شده در مطالعه حاضر، از

1. Salman

2. Epaphra and Nyanntori

اطمینان بالاتری برخوردار است. سازمان‌دهی مطالعه حاضر بدین صورت است که بعد از مقدمه، مروری بر ادبیات نظری و پیشینه تجربی تحقیق انجام خواهد شد. سپس به توضیح روش گشتاورهای تعمیم یافته پرداخته می‌شود. قسمت چهارم، شامل تخمین مدل، گزارش نتایج و تجزیه و تحلیل آن‌هاست. بخش آخر نیز به خلاصه و نتیجه‌گیری و همچنین، ارائه پیشنهاد‌های سیاستی اختصاص می‌یابد.

### پیشینه نظری پژوهش

بر اساس نظریه انتظارات عقلایی، سهام‌داران یک شرکت انتظار میزان معینی از سود را از آن شرکت دارند. اگر سود نقدی اعلام شده برابر با سود نقدی مورد انتظار سهام‌داران باشد، قیمت‌ها تغییر نمی‌کند؛ اما اگر میزان سود اعلام شده، غیرمنتظره بوده و با سود نقدی انتظاری متفاوت باشد، بازار از طریق تغییر قیمت سهام به این تفاوت واکنش نشان می‌دهد. این توضیح، اهمیت سیاست تقسیم سود و تأثیر روانی آن بر قیمت سهام را تبیین می‌کند. بر این اساس، سیاست تقسیم سود مناسب یکی از مهم‌ترین مباحث در مدیریت مالی به‌شمار می‌رود (تهرانی و شمس، ۱۳۸۲)؛ بنابراین با توجه به اهمیت سیاست تقسیم سود، نظریه‌ها و مطالعات تجربی زیادی در رابطه با عوامل مؤثر بر سود تقسیمی وجود دارند. سیاست‌های تقسیم سود بر اساس ارتباط آن‌ها به سه مکتب فکری طبقه‌بندی می‌شوند که عبارت‌اند از: نامربوط بودن سود سهام، مرتبط بودن سود سهام، حالت بینابین.

### نظریه نامربوط بودن سود سهام

نظریه نامربوط بودن مودیلیانی و میلر<sup>۱</sup> (۱۹۶۱) بیان می‌کند که با فرض ثبات سایر عوامل، یک سرمایه‌گذار بین دریافت بازده به شکل سود تقسیمی یا دریافتی سرمایه ناشی از سرمایه‌گذاری بی‌تفاوت است. دلیل بی‌تفاوتی این است که ثروت سهام‌دار تحت تأثیر درآمد ناشی از تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شرکت است، نه نحوه توزیع آن درآمد. بنابراین سود تقسیمی نامربوط است. مودیلیانی و میلر استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران ارزش شرکت‌ها را بر اساس ارزش سرمایه‌ای درآمدهای آتی آن‌ها محاسبه می‌کنند و این محاسبه از اینکه آیا شرکت سود سهام پرداخت می‌کند یا نه و چگونگی سیاست‌ها تقسیم سود شرکت تأثیر نمی‌پذیرد. آن‌ها پا را فراتر می‌نهند و ادعا می‌کنند که همه سیاست‌های سود تقسیمی در عمل یکسان هستند؛ زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند با تعدیل پرتفوی خود به‌صورتی که با ترجیحات آن‌ها سازگار باشد، سود سهام «خانگی» ایجاد کنند. شایان ذکر است که مودیلیانی و میلر استدلال خود را بر فروض آرمان‌گرایانه بازار سرمایه کامل و سرمایه‌گذاران عقلایی استوار می‌کنند. برخی از نظریه‌هایی که از سود تقسیمی پایین و حتی صفر حمایت می‌کنند عبارت‌اند از: نظریه ترجیحی، ترجیح مالیاتی و هزینه تراکش.

**الف) نظریه ترجیحی:** این نظریه توسط مایرز و مجلوف<sup>۲</sup> (۱۹۸۴) بیان شده و اظهار می‌دارد که برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای، منابع تولید داخلی اولویت دارند. سود انباشته در مقایسه با تأمین مالی خارجی منبع ارزان‌تری است.

1. Modigliani and Miller

2. Myers and Majluf

بنابراین این نظریه از پرداخت سود تقسیمی جلوگیری می‌کند. بر اساس این نظریه، شرکت‌هایی که سود بالایی می‌پردازند، رشد پایینی تجربه می‌کنند.

**ب) نظریه ترجیح مالیاتی:** لیختنبرگر و راماسوامی<sup>۱</sup> (۱۹۷۹) نظریه ترجیح مالیاتی را توسعه داده و بیان کردند که نرخ‌های مالیات متفاوت بر سود سهام و عایدی سرمایه مشتریان متفاوتی ایجاد می‌کنند. ترجیحات مالیاتی سرمایه‌گذاران نیز ممکن است بر ترجیحات سود سهام آن‌ها تأثیر بگذارد. سرمایه‌گذارانی که از مالیات بالاتر می‌ترسند برای کاهش درآمد مشمول مالیات خود پرداخت سود پایین یا صفر را ترجیح می‌دهند (هوات و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). علاوه بر این سود سهام بلافاصله مشمول مالیات می‌شود در حالی که مالیات عایدی سرمایه تا زمان فروش سهام به تعویق می‌افتد. این مزایای مالیاتی سود عایدی سرمایه نسبت به سود سهام، سرمایه‌گذاران را ترغیب می‌کند تا شرکت‌هایی را ترجیح دهند که بیشتر درآمد را به جای پرداخت، حفظ می‌کنند.

**ج) نظریه هزینه مبادله:** نظریه هزینه مبادله روزف<sup>۳</sup> (۱۹۸۲) بیان می‌کند که سود سهام بالا هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد؛ اما باعث افزایش هزینه معامله می‌شود. این تئوری نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که هزینه معاملاتی زیادی متحمل می‌شوند، ملزم به کاهش سود سهام خواهند بود تا از هزینه‌های تأمین مالی خارجی جلوگیری کنند (الکواوی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹).

### نظریه مربوط بودن سود سهام

طرفداران گوردون و شاپیر<sup>۵</sup> (۱۹۵۶) و والتر<sup>۶</sup> (۱۹۵۶) معتقدند که تغییر سود سهام باعث تغییر ارزش بازار شرکت می‌شود. در دنیای نااطمینانی و اطلاعات نامتقارن، ارزش سود سهام با سود انباشته متفاوت است. بنابراین باید پرداخت بهینه‌ای باشد که حداکثر قیمت بازار را ارائه دهد. نظریه‌های مربوط به این بحث عبارت‌اند از: نظریه پرنده در دست، نظریه نمایندگی و نظریه سیگنال‌دهی.

**الف) نظریه پرنده در دست:** گراهام و داد<sup>۷</sup> (۱۹۳۴) استدلال کرده‌اند که تأثیر سود سهام بر قیمت سهام، چهار برابر سود انباشته است. این نظریه سرمایه‌گذاران را ریسک‌گریزانی معرفی می‌کند که بازدهی قابل پیش‌بینی را به افزایش سرمایه در آینده ترجیح می‌دهند. افزایش پرداخت سود سهام با فرض ثبات سایر عوامل، باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود (المالکاووی، رفرتی و پیلای<sup>۸</sup>، ۲۰۱۰).

**ب) نظریه نمایندگی:** نظریه نمایندگی جنسن و مک‌لین<sup>۹</sup> (۱۹۷۶) بیان می‌کند که پرداخت سود سهام باعث افزایش

1. Lichtenberger and Ramaswamy
2. Howatt et al.
3. Rozeff
4. AlKuwari
5. Gordon and Shapiro
6. Walter
7. Graham and Dodd
8. AL-Malkawi, Rafferty, and Pillai
9. Jensen and Mecklin

تأمین مالی خارجی شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری جدید و در نتیجه افزایش نظارت خارجی و بهبود حاکمیت شرکتی می‌شود. بر اساس این نظریه شرکت‌های دارای سهام‌داران نهادی به این دلیل که قادر به نظارت بر فعالیت‌های مدیران هستند، پرداخت سود کمتری دارند.

**ج) نظریه سیگنال‌دهی:** بر اساس نظریه سیگنال‌دهی راس<sup>۱</sup> (۱۹۷۷) به دلیل اطلاعات نامتقارن بین سرمایه‌گذاران و مدیران، شرکت‌ها برای سیگنال‌دهی درباره ثبات و سودآوری مال از پرداخت سود سهام استفاده می‌کنند. شکاف اطلاعات باعث می‌شود که ارزش واقعی شرکت در بازار مشخص نباشد و بنابراین قیمت سهام معیار دقیقی برای ارزش شرکت نخواهد بود. برای کاهش این شکاف مدیران نیاز به اشتراک دانش خود با افراد بیرون از سازمان دارند تا بتوانند ارزش واقعی شرکت را نشان دهند (المالکاو و همکاران، ۲۰۱۰). بسیاری از محققان برای این منظور، پیشنهاد می‌کنند که سود سهام می‌تواند اطلاعات ضمنی درباره چشم‌انداز شرکت داشته باشد. مودیلیانی و میلر (۱۹۶۱) نیز نشان می‌دهند که وقتی بازار ناقص است، قیمت سهام می‌تواند به تغییر سود سهام پاسخ دهد. بر اساس نظریه سیگنال‌دهی، سرمایه‌گذاران می‌توانند اطلاعاتی را در مورد درآمدهای آتی یک شرکت از طریق سیگنالی که از اعلان‌های تقسیم سود حاصل می‌شود، هم از نظر ثبات و هم از نظر تغییرات در سود سهام، استنتاج کنند.

### نظریه بینابین

نظریه‌های گروه حالت بینابین، پیشنهاد مستقیمی درباره پرداخت یا عدم پرداخت سود ندارند، بلکه آن را مشروط به سایر متغیرها مانند دیدگاه مدیر از ساختار بازار یا نیازسنجی می‌دانند. از نظریه‌های این گروه می‌توان به نظریه چرخه زندگی و پذیرایی اشاره کرد.

**الف) نظریه چرخه عمر:** این نظریه توسط لیز و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) توسعه یافته و پرداخت سود را محصول همه عوامل مؤثر در طول عمر یک شرکت می‌داند. شرکت‌های جوانتر که با فرصت‌های رشد بهتری مواجهند، سود سهام کمتری پرداخت می‌کنند تا بتوانند نیاز به تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را جبران کنند و بر عکس، شرکت‌های بالغ‌تر و قدیمی‌تر، با فرصت‌های کاهش یافته به دلیل هزینه‌های نمایندگی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) مواجه هستند و سود بیشتری پرداخت می‌کنند (فاما و فرنچ<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱).

**ب) نظریه پذیرایی:** تئوری پذیرایی توسط بیکر و ورگلر<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) مطرح شده و بیان می‌دارد که مدیران باید با توجه به نیازها و خواسته‌های سرمایه‌گذاران، مشوق‌هایی را برای آنها در نظر بگیرند. این نظریه با فرضیه اثر مشتری مطابقت دارد که فرض می‌کند شرکت‌هایی که پرداخت بالایی دارند، سرمایه‌گذارانی را جذب می‌کنند که سود سهام بیشتری می‌خواهند و برعکس.

1. Ross

2. Lease et al.

3. Fama and French

4. Baker and Wurgler



علاوه بر نظریه های مذکور، مباحث نظری دیگری در زمینه سیاست سود تقسیمی و عوامل مؤثر بر آن وجود دارد. برای مثال لینتر (۱۹۵۶) و براو، گراهام و هاروی<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) اظهار داشته اند که یکی از عوامل مهم در تصمیم های سود تقسیمی، پایداری در کسب سود است و اساس پرداخت سود تقسیمی، کسب سود به طور منظم است. لی و لی<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) و آمیدو و ابور<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) نیز استدلال می کنند که سودآوری یکی عامل اساسی در تقسیم سود است. بدین صورت که شرکت ها با افزایش سودآوری، سود سهام خود را افزایش می دهند. اما بر اساس مطالعه آلی، خان و رامیرز<sup>۴</sup> (۱۹۹۳)، جریان نقدی شرکت منعکس کننده توانایی پرداخت شرکت است و تقسیم سود به جریان نقدی شرکت بستگی دارد. بر اساس مطالعه دنیس و اوسوبو<sup>۵</sup> (۲۰۰۸) نیز پرداخت سود نقدی به داشتن وجه نقد کافی نیز بستگی دارد و عدم تناسب نقدینگی و سود تقسیمی باعث ایجاد مشکلاتی برای شرکت می شود. عیوضیان و بوت (۲۰۰۳) نیز تحلیل می کنند که شرکت هایی که بدهی کمتری دارند گرفتاری کمتری دارند و تمایل بیشتری به پرداخت سود سهام دارند. همچنین پورتر (۱۹۹۰) و نیکل (۱۹۹۶) بر این باورند که رقابت بازار محصول تصمیمات سود تقسیمی مدیران را متأثر می کند. بر اساس نظریه گران و میکائیلی<sup>۶</sup> (۲۰۰۰)، رقابت در بازار محصول از طریق تأثیرگذاری بر هزینه نمایندگی دو اثر متناقض بر سود تقسیمی دارد. اول اینکه افزایش رقابت از طریق افزایش ریسک و هزینه های سرمایه گذاری، انگیزه شرکت ها برای پرداخت سود سهام را افزایش می دهد. در واقع افزایش رقابت باعث می شود که مدیران به علت ترس از ورشکستگی و حذف شدن از بازار، تلاش بیشتری برای کاهش ضعف های خود و افزایش منافع سهام داران بکنند. بر اساس این دیدگاه رقابت تأثیر مثبتی بر سود تقسیمی خواهد داشت. دوم اینکه سود سهام می تواند یک جایگزین برای مقررات کنترلی در نظر گرفته شود. از این رو رقابت کمتر باعث می شود که مدیران برای کاهش هزینه های نمایندگی ناشی از فقدان فشار رقابتی، اقدام به پرداخت سود سهام کنند. بنابراین نمی توان در رابطه با عدم تأثیر، تأثیر مثبت و یا تأثیر منفی رقابت بر سود تقسیمی پیش بینی دقیقی داشت (عزیزی و همکاران، ۱۴۰۱). در رابطه با ساختار مالکیت نیز دو دیدگاه نظری متفاوت وجود دارد. دیدگاه اول بیان می کند که شرکت هایی که درصد کمتری از سهام داران آن ها بیرونی هستند، توزیع سود کمتری دارند چرا که بر اساس تئوری هزینه نمایندگی هر چه تمرکز مالکیت کمتر یا درصد سهام داران خارجی بیشتر باشد، سود سهام نقدی مورد مطالبه بیشتر خواهد بود (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴). اما در شرکت های دارای تمرکز بالایی مالکیت، ضرورتی به توزیع سود سهام بالایی برای حفظ نظام مالی وجود ندارد. دیدگاه دوم که از آن به نظارت فعال یاد می شود، بیان می کند که پرداخت سود تقسیمی جایگزینی برای نظارت است (روزف، ۱۹۸۲). در واقع به دلیل نظارت فعال سهام داران عمده، در شرکت های دارای تمرکز مالکیت، عملکرد بهتر و تقسیم سود بیشتری وجود دارد. علاوه بر این مطالعاتی همچون ابور و بوکپین<sup>۷</sup> (۲۰۱۰) در رابطه با تأثیر فرصت سرمایه گذاری بیان می کنند که عموماً شرکت هایی که

1. Brav, Graham, and Harvey
2. Li and Lie
3. Amidu and Abor
4. Alli, Khan, and Ramirez
5. Denis and Osobov
6. Grullon and Michaely
7. Abor and Bokpin

فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری دارند تمایل کمتری به پرداخت سود سهام نشان می‌دهند. چرا که با توجه به اینکه تأمین مالی از منابع داخلی مقرون به صرفه‌تر است، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند وجه خود را به جای توزیع صرف سرمایه‌گذاری مجدد کنند. اما فاما و فرنچ<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) بیان می‌کند که فرصت سرمایه‌گذاری بیشتر، باعث ایجاد وجه نقد بالاتر و سود نقدی بیشتر می‌شود.

## پیشینه تجربی پژوهش

### الف) مطالعات داخلی

رفیع‌زاده و همکاران (۱۴۰۲) با استفاده از داده‌های ۱۴۳ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۸-۱۳۹۲ و با به‌کارگیری روش گشتاورهای تعمیم یافته به بررسی تأثیر میزان مالکیت مدیران بر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های عضو بورس تهران پرداخته و دریافته‌اند که در رژیم‌های رفتاری اول و دوم، مالکیت مدیریتی تأثیرات مثبتی بر اهرم مالی داشته، اما در رژیم رفتاری سوم تأثیر مالکیت مدیریتی منفی می‌شود. در ارتباط با تأثیر مالکیت مدیریتی بر سود سهام پرداختی نیز در هر دو رژیم تأثیر مالکیت مدیریتی بر سود سهام پرداختی در یک مقدار آستانه‌ای مثبت و معنی‌دار بوده است.

ملکیان، قربانی و نبویان (۱۴۰۲) به بررسی ارتباط بین ارزش نهایی وجه نقد و ظرفیت بدهی استفاده نشده بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام با توجه به نقش تعدیل‌کنندگی شوک نقدینگی پرداختند و با به‌کارگیری رگرسیون غلتان و روش دی جانگ و همکاران و فالکندر و وانگ برای داده‌های ۱۰۵ شرکت عضو بورس تهران در دوره زمانی ۱۳۹۹-۱۳۹۰ رابطه و تعدیل معناداری بین متغیرها نیافتند.

حسین‌زاد فیروزی و بادآور نهندی (۱۴۰۱) بر اساس آمار ۱۰۸ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۰ و به‌کارگیری رگرسیون و همبستگی به بررسی رابطه بین نقدشوندگی و سود تقسیمی پرداخته و دریافته‌اند که بین عدم نقدشوندگی و سود تقسیمی ارتباط مثبت و بین تعداد دفعات معاملات و دفعات گردش سهام با سود تقسیمی ارتباط معکوسی وجود دارد.

عزیزی و همکاران (۱۴۰۱) با استفاده از رگرسیون داده‌های تابلویی با اثرات ثابت ارتباط بین رقابت در بازار محصولات و سود تقسیمی با نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی را بررسی کردند. آن‌ها بر اساس آمار ۲۲ شرکت خودرویی در سال‌های ۱۳۹۹-۱۳۹۲ دریافته‌اند که رقابت و سود تقسیمی رابطه معناداری دارند و حاکمیت شرکتی بر رابط بین رقابت و سود تقسیمی نقش تعدیلگر را دارد.

عامری و حاجی هاشمی ورنوسفادرنانی (۱۳۹۹) با استفاده از آمار ۱۴۴ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۷-۱۳۹۲ و با به‌کارگیری روش حداقل مربعات معمولی به بررسی تأثیر مبادلات سهام بر سیاست تقسیم سود پرداخته و دریافته‌اند که بین حجم مبادلات، سودآوری و فرصت‌های رشد با میزان پرداختی رابطه معناداری وجود دارد.

دموری و ایزدی (۱۳۹۸) با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته تأثیر رقابت بازار محصول بر رابطه تمرکز مالکیت و تقسیم سود را بررسی کردند. آن‌ها با استفاده از آمار ۷۰ شرکت عضو بورس در سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ دریافتند که شرکت‌های با تمرکز بالا در مالکیت، سود نقدی بیشتری را تقسیم کرده‌اند و این تأثیرگذاری در محیط‌های رقابتی پایین بیشتر است.

جامی، کریمی و همت‌جوی (۱۳۹۸) با استفاده از آمار ۶۲ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ و با استفاده از روش آزمون  $t$  زوجی به بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر سود تقسیمی پرداخته و دریافتند که بین میانگین عملکرد مالی و سود تقسیمی شرکت‌ها، قبل و بعد از خصوصی‌سازی تفاوت معناداری وجود دارد.

چگینی، حمیدیان و خسروی‌پور (۱۳۹۶) با استفاده از داده‌های ۵۰ شرکت عضو فرابورس ایران طی دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۹ به بررسی عوامل مؤثر بر نسبت توزیع سود سهام با استفاده از مدل رگرسیونی و شبکه عصبی پرداخته و دریافتند که تنها متغیرهایی که رابطه معناداری با نسبت پرداخت سود سهام داشته‌اند عبارت‌اند از: رشد درآمد و نسبت بازده نقدی دارایی‌ها.

کشاورز و همکاران (۱۳۹۶) با استفاده از آمار مربوط به ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۹ با به‌کارگیری روش حداقل مربعات معمولی (OLS) عوامل تأثیرگذار بر سود تقسیمی و تأثیر آن در رشد سود آتی را بررسی کرده و دریافتند که نسبت سود تقسیمی رابطه معناداری با رشد سود آتی شرکت‌ها دارد. عرب مازار یزدی، زندیه و خوری (۱۳۹۳) با استفاده از آمار ۱۰۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۴ و به‌کارگیری روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته به بررسی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از آن است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی شرکتی و نرخ تولید ناخالص داخلی اثر منفی و نسبت سودآوری و اندازه شرکت بر نسبت سود تقسیمی اثر مثبت داشته‌اند.

ایزدی‌نیا، سلطانی و علینقیان (۱۳۸۹) با استفاده از داده‌های دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۰ و به‌کارگیری روش رگرسیون داده‌های تابلویی به بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود پرداختند و با به‌کارگیری روش رگرسیون داده‌های تابلویی دریافتند که عدم اطمینان به جریان‌های نقدی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری واحد تجاری و تضاد نمایندگی از عوامل مؤثر بر پرداخت سود تقسیمی هستند.

پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷) با بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ عوامل مؤثر بر خط مشی تقسیم سود را بررسی کردند و با استفاده از رگرسیون چندمتغیره داده‌های تابلویی دریافتند که وضعیت نقدینگی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با تقسیم سود ارتباط مثبت و معناداری دارند.

سجادی و همکاران (۱۳۸۶) با به‌کارگیری روش رگرسیون چندمتغیره به ارزیابی تأثیر عوامل مختلف بر سودآوری به‌عنوان راهنمای سود تقسیمی در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که اندازه، نسبت سرمایه به دارایی و نسبت بدهی به دارایی بر سودآوری تأثیر گذارند، اما نوع صنعت، عمر و هزینه تبلیغات بر سودآوری بی‌تأثیر است.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۵) با به‌کارگیری رگرسیون داده‌های تابلویی و با استفاده از آمار ۶۳ شرکت عضو بورس در دوره زمانی ۱۳۸۲-۱۳۷۷ عوامل مؤثر بر تقسیم سود را شناسایی کرده و دریافتند که تقسیم سود از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند و اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ایفای نقش می‌کنند.

علی، احمد و خورشید<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) با به‌کارگیری روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت به بررسی عوامل مؤثر بر سیاست سود تقسیمی در ۳۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار پاکستان در دوره زمانی ۲۰۱۱ تا ۲۰۲۰ پرداختند و دریافتند که اندازه، درآمد و سود تقسیمی دوره قبل اثر مثبت و معناداری بر پرداخت سود تقسیمی دارند. همچنین سودآوری و ریسک اثر منفی بر پرداخت سود تقسیمی داشته‌اند.

سافیتری، آری امبارواتی و یکوبوس<sup>۲</sup> (۲۰۲۳) به ارزیابی عوامل مؤثر بر تقسیم سود در ۸ شرکت تولیدکننده عضو بورس اوراق بهادار اندونزی در دوره زمانی ۲۰۲۱-۲۰۱۸ پرداختند. آن‌ها با استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی دریافتند که بازده دارایی و رشد فروش بر تقسیم سود مؤثر هستند. به‌صورتی که بازده دارایی اثر مثبت و رشد فروش اثر منفی دارد.

بانکار و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۳) با استفاده از روش داده‌های تابلویی و رگرسیون حداقل مربعات معمولی و بر اساس آمار شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار هندوستان در دوره زمانی ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۸ به شناسایی عوامل مؤثر بر تقسیم سود پرداخته و به این نتیجه رسیدند که سابقه سود سهام، سودآوری جاری و چشم‌انداز سرمایه‌گذاری اثر مثبت و قابل توجهی بر سود تقسیمی دارند.

کریستینینگروم و رحمان<sup>۴</sup> (۲۰۲۳) با استفاده از تحلیل رگرسیون تعدیل شده به بررسی عوامل مؤثر بر تقسیم سود در شرکت‌های سهامی عام بورس اوراق بهادار اندونزی در سال‌های ۲۰۱۷ تا ۲۰۲۱ پرداخته‌اند. بر اساس نتایج آن‌ها، ریسک تجاری پایین و اهرم مالی اثر مثبتی بر تقسیم سود دارد. علاوه بر این، اندازه شرکت اثر فرصت سرمایه‌گذاری و ریسک تجاری را تعدیل می‌کند.

چانیگو و اکادججا<sup>۵</sup> (۲۰۲۲) با به‌کارگیری روش رگرسیون چندمتغیره و استفاده از داده‌های ۱۵ شرکت عضو بورس اوراق بهادار اندونزی در دوره زمانی ۲۰۲۰-۲۰۱۷ به بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود پرداخته و دریافتند که بازده حقوق صاحبان سهام، مالکیت مدیریتی و نسبت نقدی تأثیر مثبت و معناداری بر تقسیم سود دارند.

هاریم<sup>۶</sup> (۲۰۲۱) برای بررسی تأثیر سودآوری و اهرم مالی بر سیاست تقسیم سود از ۹۷۵ مشاهده سال-شرکت مربوط به دوره ۲۰۰۸ تا ۲۰۲۰ شرکت‌های عضو بورس ترکیه استفاده کرده و با به‌کارگیری روش رگرسیون داده‌های تابلویی با اثرات ثابت دریافتند که هر دو متغیر سودآوری و اهرم مالی رابطه منفی با نسبت پرداخت سود دارند.

1. Ali, Ahmad, and Khurshid
2. Safitri, Ari Ambarwati, and Yacobus
3. Bankar et al.
4. Christiningrum and Rahman
5. Chaniago and Ekadajaja
6. Hariem

بولاً<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) با استفاده از آمار ۴۰ شرکت عضو بورس کنیا در سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰ و به‌کارگیری رگرسیون داده‌های پانلی با اثرات ثابت به بررسی عوامل تعیین‌کننده سود تقسیمی پرداخته و دریافتند که سود سهام دوره قبل و درآمد جاری اثر مثبت و ریسک تجاری اثر منفی بر سود سهام دارند. صنعت و اثرات زمان این رابطه را تعدیل نمی‌کنند.

بلو و لاسیسی<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) با به‌کارگیری روش رگرسیون داده‌های ادغام شده و با استفاده از آمار ۹ شرکت کالای مصرفی در نیجریه برای دوره زمانی ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۹ به بررسی عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود پرداخته‌اند و دریافتند که ریسک تجاری و چرخه عمر تأثیر مثبت و ملموس بودن اثر منفی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارد.

امکا و هنری<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) به تعیین عوامل مؤثر بر سیاست سود تقسیمی در ۷۴ شرکت غیرمالی عضو بورس اوراق بهادار نیجریه در سال‌های ۲۰۱۷-۲۰۱۳ پرداخته و با به‌کارگیری مدل رگرسیونی حداقل مربعات معمولی ادغام شده دریافتند که سود سهام با سودآوری، فرصت رشد و نقدینگی رابطه مثبت و اندازه، نسبت بدهی و ملموس بودن دارایی رابطه منفی با پرداخت سود سهام دارند.

آدوگنا، میرت و کومار<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) با استفاده از آمار ۸ بانک خصوصی اتیوپی در سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۶ و با به‌کارگیری مدل رگرسیونی داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی به شناسایی عوامل مؤثر بر نسبت پرداخت سود سهام پرداخته و دریافتند که نقدینگی، اندازه بانک و تورم رابطه مثبت و معنادار و رشد بانک و فرصت سرمایه‌گذاری اثر منفی و معناداری بر پرداخت سود سهام دارد.

دونارته، سونها و ویلاس<sup>۵</sup> (۲۰۲۰) با استفاده از رگرسیون گشتاورهای تعمیم یافته به بررسی عوامل مؤثر بر تقسیم سود سهام در ۳۴ شرکت مخابراتی اروپای غربی و آمریکای شمالی در سال‌های ۲۰۱۶-۲۰۰۷ پرداخته و دریافتند که سرمایه‌گذاری در سرمایه ثابت، بدهی، نسبت قیمت به ارزش دفتری، جریان نقدی آزاد، نقدینگی و سود سهام سال قبل بر سود تقسیمی تأثیرگذارند.

هاله، نگوین و تران<sup>۶</sup> (۲۰۱۹) به بررسی عوامل مؤثر بر تقسیم سود در بازارهای نوظهور پرداخته‌اند. آن‌ها با استفاده از آمار ۲۲۶ شرکت غیرمالی در سه بازار منطقه جنوب شرق آسیا در سال‌های ۲۰۱۶-۲۰۱۲ و به‌کارگیری روش حداقل مربعات معمولی به این نتیجه رسیدند که پرداخت سود سهام با سودآوری رابطه مثبت دارد. در مقابل، فرصت رشد تأثیر منفی بر پرداخت سود سهام دارد.

فری تومیوا و ماموایا<sup>۷</sup> (۲۰۱۹) برای تحلیل عوامل مؤثر بر تقسیم سود و پیامدها برای قیمت سهام از داده‌های ۱۹ شرکت عضو بورس اندونزی در دوره زمانی ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۵ و روش رگرسیون داده‌های تابلویی استفاده کرده‌اند. نتایج

1. Bulla
2. Bello and Lasisi
3. Emeka and Henry
4. Adugna, Mhiret, and Kumar
5. Duarte Neves, Cunha, and Vilas
6. Ha Le, Nguyen, and Tran
7. Ferry Tumiwa and Mamuyaya

آن‌ها نشان می‌دهد که اندازه و سودآوری بر تقسیم سود تأثیر منفی دارد. همچنین اندازه شرکت، سودآوری و اهرم بر قیمت سهام شرکت تأثیر می‌گذارد.

سلمان (۲۰۱۹) برای بررسی عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود در پاکستان از داده‌های مربوط به ۸۰ شرکت عضو بورس پاکستان در دوره زمانی ۲۰۱۷-۲۰۱۸ و روش هم‌بستگی پیرسون و رگرسیون چندگانه استفاده کرده است. بر اساس نتایج این مطالعه، ترجیحات سهام‌داران و سیگنال‌دهی رابطه مثبت و معناداری با سیاست تقسیم سود دارند.

گوهر و شهوار عالم<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) با استفاده از داده‌های ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس پاکستان در دوره ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۴ و با به‌کارگیری رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS) به شناسایی عوامل مؤثر بر پرداخت سود سهام پرداخته و به این نتیجه رسیدند که اهرم مالی و ملموس بودن تأثیر منفی و معنادار و سود سال گذشته تأثیر مثبت و معناداری بر نسبت سود تقسیمی دارند.

اوپیمی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) در بررسی عوامل مؤثر بر تقسیم سود سپرده با استفاده از داده‌های ۱۵ بانک نیجریه در سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۵ و به‌کارگیری رگرسیون داده‌های تابلویی با اثرات ثابت دریافتند که سودآوری، اندازه هیئت مدیره، اهرم مالی، بحران مالی و عامل سیاسی تأثیر منفی و استقلال هیئت مدیره، اندازه و نسبت بازدهی به دارایی تأثیر مثبت بر سیاست تقسیم سود دارند.

وسون و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) با استفاده از آمار ۲۲۷ شرکت عضو بورس آفریقای جنوبی در سال‌های ۲۰۰۹-۱۹۹۹ و به‌کارگیری تحلیل معادلات تخمین‌یافته (GEE) عوامل مؤثر بر انتخاب بین بازخرید سهام و پرداخت سود را بررسی کرده و دریافتند که عوامل معنادار عبارت‌اند از: ناهمگنی سهام‌داران، اندازه توزیع، سطح ارزش‌گذاری کمتر از حد، هزینه نمایندگی و سابقه پرداخت سود.

کومار و واحد<sup>۴</sup> (۲۰۱۵) به بررسی عوامل تقسیم سود در بین ۱۲۰ شرکت عضو بورس امارات متحده عربی در دوره زمانی ۲۰۱۱-۲۰۱۳ پرداختند و با استفاده از روش معادلات ساختاری حداقل مربعات دریافتند که شرکت‌هایی با نرخ رشد درآمد بالا به مخارج سرمایه‌ای بالاتری نیاز دارند و سود کمتری ایجاد می‌کنند. همچنین نقدینگی یک عامل مهم در تصمیم‌گیری تقسیم سود است.

سعید و همکاران (۲۰۱۴) با استفاده از آمار دوره زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۲ شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار پاکستان و با به‌کارگیری روش رگرسیون چندمتغیره داده‌های تابلویی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی را بررسی کرده و دریافتند که جریان نقدی رابطه منفی و معنادار و سود هر سهم ارتباط مثبت و معناداری با سود تقسیمی دارد.

رانتی<sup>۵</sup> (۲۰۱۳) به بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در بازار بورس نیجریه پرداخته و با استفاده از داده‌های ۵۰ شرکت در دوره زمانی ۲۰۰۶-۲۰۱۱ و به‌کارگیری روش تحلیل رگرسیون دریافتند که بین عملکرد مالی، اندازه شرکت و استقلال هیئت مدیره و سیاست تقسیم سود رابطه مثبتی وجود دارد.

1. Goharand Shahwar Alam  
2. Opeyemi et al.  
3. Wesson et al.  
4. Kumar and Waheed  
5. Ranti

چن، ژنگ و وو<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) با استفاده از داده‌های ۷۴۵ شرکت عضو بورس چین در سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ و از طریق آنالیز واریانس اثر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر سیاست تقسیم سود را بررسی کرده و دریافتند که ارتباط این دو متغیر معکوس است و این رابطه با دوگانگی و جریان نقدی تقویت می‌شود. مالکیت دولتی و ارتباط سیاسی نیز اثر بیش‌اعتمادی را تضعیف می‌کند.

گیل، بیگر و تیبروالا<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) با استفاده از ۲۶۶ گزارش مالی شرکت‌های عمومی ایالات متحده در سال ۲۰۰۷ و به‌کارگیری روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی به بررسی عوامل مؤثر بر نسبت سود تقسیمی پرداخته و دریافتند که سود تقسیمی تابعی از حاشیه سود، رشد فروش، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و مالیات است.

حافظ و اتیا یاسمین<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) با استفاده از آمار ۳۲۰ شرکت غیرمالی عضو بورس کراچی در سال‌های ۲۰۰۱-۲۰۰۶ و بر اساس مدل رگرسیون پانل پویا عوامل مؤثر بر تقسیم سود سهام را بررسی کردند و دریافتند که سود سهام دوره قبل، سودآوری، تمرکز مالکیت، نقدینگی اثر مثبت و فرصت سرمایه‌گذاری، اهرم مالی، ارزش بازار و اندازه شرکت اثر منفی بر سیاست تقسیم سود دارند.

ناسور، گوئید و بلانس<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) با استفاده از آمار ۴۸ شرکت عضو بورس تونس در دوره زمانی ۲۰۰۲-۱۹۹۶ و به‌کارگیری رگرسیون پانل پویا به بررسی عوامل مؤثر بر تقسیم سود سهام پرداختند و دریافتند که درآمد جاری و سود تقسیمی دوره قبل بر سود تقسیمی اثر گذارند. همچنین سودآوری و رشد رابطه مثبت و نقدینگی بازار و اندازه شرکت رابطه منفی با سیاست تقسیم سود دارند.

آمیدو و ابور (۲۰۰۶) عوامل تعیین‌کننده تقسیم سود ۲۲ شرکت عضو بورس کشور غنا در دوره ۲۰۰۳-۱۹۹۸ را با استفاده از مدل حداقل مربعات معمولی شناسایی کرده و دریافتند که سودآوری، جریان نقدی و مالیات اثر مثبت و ریسک، مالکیت نهادی، رشد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری اثر منفی بر سود تقسیمی دارند.

چن و همکاران (۲۰۰۵) با استفاده از آمار ۴۱۲ شرکت عضو بورس هنگ‌کنگ در سال‌های ۱۹۹۵-۱۹۹۸ و رگرسیون چندگانه به بررسی رابطه تمرکز مالکیت، عملکرد بنگاه و تقسیم سود پرداختند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که یک رابطه منفی بین دوگانگی نقش مدیر عامل و رئیس هیات مدیره با عملکرد بنگاه و تقسیم سود وجود دارد و رابطه بین مالکیت خانوادگی و تقسیم سود ناچیز است.

جدول ۱ خلاصه‌ای از متغیرهای بالقوه مؤثر بر سود تقسیمی شامل عوامل بیرونی و عوامل درونی را بر اساس نظریه‌های موجود در ارتباط با تقسیم سود و مطالعات نظری و تجربی پیشین نشان می‌دهد.

1. Chen, Zheng, and Wu
2. Gill, Biger, and Tibrewala
3. Hafeez and Attiya Yasmin
4. Naceur, Goaid, and Belanes

جدول ۱. متغیرهای مستقل بالقوه مؤثر بر سود تقسیمی

ردیف	نام متغیر	مطالعات پیشین مرتبط	علامت مورد انتظار
۱	عامل درونی ساختار سرمایه (اهرم مالی)	هاریم (۲۰۲۱)، هاله و همکاران (۲۰۱۹)، براهماپاه، سرنیواسان و سانگیتا <sup>۱</sup> (۲۰۱۸)، گوهر و شهوار عالم (۲۰۱۸)، اوپیمی و همکاران (۲۰۱۸)، اسدی و اصغری (۱۳۹۶)، عرب مازار یزدی و همکاران (۱۳۹۳)، پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷)، جهانخانی و قربانی (۱۳۸۵)، جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴)	منفی
۲	عامل درونی فرصت رشد و سرمایه‌گذاری	بولا (۲۰۲۱)، براهماپاه و همکاران (۲۰۱۸)، چای و سو <sup>۲</sup> (۲۰۰۹)، دنیس و آسوبو (۲۰۰۸)، ترانگ و هینی <sup>۳</sup> (۲۰۰۷)، دی آنجلو و دی آنجلو <sup>۴</sup> (۲۰۰۶)، عامری و حاجی هاشمی ورنوسفادرانی (۱۳۹۹)، اعتمادی و اسمعیلی کجانی (۱۳۹۶)، عرب مازار یزدی و همکاران (۱۳۹۳)، ایزدی نیا و همکاران (۱۳۸۹)، هاشمی و رسائیان (۱۳۸۸)، پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷)، جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴)	منفی
۳	عامل درونی انواع بدهی (کوتاه‌مدت و بلندمدت)	گوهر و شهوار عالم <sup>۵</sup> (۲۰۱۸)، وسون و همکاران (۲۰۱۷)، مونیک و سواک <sup>۶</sup> (۲۰۱۶)، عیوضیان و بوت (۲۰۰۳)، مرادی (۱۳۸۷)، سجادی و همکاران (۱۳۸۶)	منفی
۴	عامل درونی اندازه شرکت	امکا و هنری (۲۰۲۰)، آدوگنا، میرت و کومار (۲۰۲۰)، فری تومیوا و مامویا (۲۰۱۹)، هاله و همکاران (۲۰۱۹)، اوپیمی و همکاران (۲۰۱۸)، براهماپاه و همکاران (۲۰۱۸)، دنیس و آسوبو (۲۰۰۸)، عامری و حاجی هاشمی ورنوسفادرانی (۱۳۹۹)، عرب مازار یزدی و همکاران (۱۳۹۳)، ایزدی نیا و علیبقیان (۱۳۸۹)، سجادی و همکاران (۱۳۸۶)، شاه‌نظریان (۱۳۸۵)	مثبت
۵	عامل درونی سن شرکت	کوزوجو <sup>۷</sup> (۲۰۱۶)، باگوتی <sup>۸</sup> (۱۹۹۳)، ایزدی نیا و علیبقیان (۱۳۸۹)، سجادی و همکاران (۱۳۸۶)	مثبت
۶	عامل درونی چرخه عمر شرکت	بلو و لاسیسی (۲۰۲۰)، دنیس و آسوبو (۲۰۰۸)، دی آنجلو و دی آنجلو (۲۰۰۶)	مثبت و منفی
۷	عامل درونی جریان‌های نقدی (آزاد و عملیاتی)	دونارته و همکاران (۲۰۲۰)، هاله و همکاران (۱۹۹۳)، آنیل و کاپور <sup>۹</sup> (۲۰۰۸)، آمیدو و ابور (۲۰۰۶)، یحیی‌زاده‌فر، شمس و پاک‌دین امیری (۱۳۹۲)، اسدی و نیکروش (۱۳۹۱)، شاه‌نظریان (۱۳۸۵)، گرمرودی و لطف‌آبادی (۱۳۸۴)، علیزاده (۱۳۸۰)	مثبت

1. Brahmaiah, Srinivasan, and Sangeetha

2. Chay and Suh

3. Troung and Heaney

4. DeAngelo and DeAngelo

5. Gohar and Shahwar Alam

6. Maunick and Sewak

7. Kuzucu

8. Bhagwati

9. Anil and Kapoor



ردیف	نام متغیر	مطالعات پیشین مرتبط	علامت مورد انتظار
۸	عامل درونی	سود انباشته به حقوق صاحبان سهام	مثبت و منفی
۹	عامل درونی	رشد فروش	مثبت
۱۰	عامل درونی	سرمایه‌گذاران نهادی	مثبت
۱۱	عامل درونی	وجه نقد	مثبت
۱۲	عامل درونی	ریسک سیستماتیک	منفی
۱۳	عامل درونی	عدم اطمینان به جریان‌های نقدی	منفی
۱۴	عامل درونی	دارایی ثابت مشهود	مثبت
۱۵	عامل درونی	محدودیت مالی	منفی
۱۶	عامل درونی	حاکمیت شرکتی	مثبت
۱۷	عامل درونی	سودآوری	مثبت

1. Komrattanapanya and Suntraruk
2. Kapoor, Anil, and Misra
3. Raiser
4. Mahakud
5. Kania and Bacon
6. Collins, Saxena, and Wansley
7. Nathani and Gangil
8. Labhane and Mahakud
9. Teja
10. Pathan
11. Verbeek and Debackere

ردیف	نام متغیر	مطالعات پیشین مرتبط	علامت مورد انتظار
۱۸	محافظه کاری	آتوا <sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۲)، سیوکان <sup>۲</sup> (۲۰۱۹)، خدامی پور، حسینی نسب و اشترینان (۱۳۹۷)	منفی
۱۹	کیفیت سود	چن، شولین و تانگ <sup>۳</sup> (۲۰۰۷)، محمدزاده مقدم، نقدی و اسماعیلی (۱۳۹۶)، مهام و علی محمدی (۱۳۹۱)، علوی طبری و همکاران (۱۳۸۸)	مثبت
۲۰	کیفیت حسابرسی	لاوسن و وانگ <sup>۴</sup> (۲۰۱۱)	منفی
۲۱	توانایی مدیران	شیخ <sup>۵</sup> (۲۰۲۲)، یون و سانگ <sup>۶</sup> (۲۰۱۹)، حجازی، فصیحی و کرماشاهی (۱۳۹۶)، حسنی القار و مرفوع (۱۳۹۶)	مثبت
۲۲	نقد شونددگی سهام	حسین زاد فیروزی و بادآور نهندی (۱۴۰۱)	مثبت
۲۳	هموارسازی سود	لستاری باروس <sup>۷</sup> (۲۰۲۱)	مثبت
۲۴	گزارشگری متقابلانه	کو، رامالینگودا و یو <sup>۸</sup> (۲۰۱۷)، کاسکی و هانلون <sup>۹</sup> (۲۰۰۵)، مهدوی و رضایی (۱۳۹۲)	منفی
۲۵	عدم تقارن اطلاعات	ولی پور و رستمیلیتی <sup>۱۰</sup> (۲۰۰۹)، جان و ویلیامز (۱۹۸۵)، قالیباف اصل و ولی زاده (۱۳۹۵)	منفی
۲۶	اعتماد به نفس بیش از حد مدیران	چن، ژنگ و وو (۲۰۱۱)، کوردیرو <sup>۱۱</sup> (۲۰۰۹)، مشایخ و بهزادپور (۱۳۹۳)	مثبت
۲۷	ساختار مالکیت	وسون و همکاران (۲۰۱۷)، وربیک و دبیکر (۲۰۰۶)، آمیدو و ابور (۲۰۰۶)، کانیا و بیکن (۲۰۰۵)، روزف (۱۹۸۲)، جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴)	منفی
۲۸	پایداری سودآوری	براو، گراهام و هاروی (۲۰۰۵)، لینتر (۱۹۵۶)، پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷)	مثبت
۲۹	مالیات	خان، جهان و شاه <sup>۱۲</sup> (۲۰۱۷)، دنیس و آسوبو (۲۰۰۸)، آنیل و کاپور (۲۰۰۸)، آمیدو و ابور (۲۰۰۶)، لیختنبرگر و راماسوامی (۱۹۷۹)، گلستانی و همکاران (۱۳۹۳)	منفی
۳۱	هزینه نمایندگی	وسون و همکاران (۲۰۱۷)، چای و سو (۲۰۰۹)، دی سوزا <sup>۱</sup> (۱۹۹۹)، کالینز، ساکسنا و وانسلی (۱۹۹۶)، ایستبروک <sup>۲</sup> (۱۹۸۴)، اعتمادی و اسمعیلی کجانی (۱۳۹۶)، گرمودی (۱۳۸۴)	منفی

1. Atwa
2. Ciocan
3. Chen, Shevlin, and Tong
4. Lawson and Wang
5. Sheikh
6. Yeon and Song
7. Lestari Barus
8. Koo, Ramalingegowda, and Yu
9. Caskey and Hanlon,
10. Valipor and Rostamility
11. Cordeiro
12. Khan, Jehan, and Shah

ردیف	نام متغیر	مطالعات پیشین مرتبط	علامت مورد انتظار
۳۲	رقابت در بازار محصول	کاو و چن <sup>۳</sup> (۲۰۱۳)، گران و میکائیلی (۲۰۰۰) عزیزی و همکاران (۱۴۰۱)، صفرزاده و رفیعی (۱۳۹۳)	مثبت و منفی
۳۳	رشد اقتصادی	قافورت، خان و شاه <sup>۴</sup> (۲۰۱۴)، عرب مازار یزدی و همکاران (۱۳۹۳)، ستایش و مهتری (۱۳۹۰)، مشایخی و همکاران (۱۳۸۹)	مثبت
۳۴	تغییرات نرخ ارز	میلر و شوفنگ <sup>۵</sup> (۲۰۰۱)، عرب مازارا یزدی و خوری (۱۳۹۴)، بیات (۱۳۸۴)	منفی
۳۵	نرخ بهره	دنيس و آسوبو (۲۰۰۸)، عرب مازارا یزدی و خوری (۱۳۹۴)	مثبت
۳۶	نرخ تورم	آدوگنا، میرت و کومار (۲۰۲۰)، براهمایه و همکاران (۲۰۱۸)، قافورت، خان و شاه (۲۰۱۴)، دنيس و آسوبو (۲۰۰۸)، عرب مازار یزدی و همکاران (۱۳۹۳)، وفادار و غلامی (۱۳۷۶)	منفی

با توجه به نظریه‌های تقسیم سود و مطالعات نظری و تجربی پیشین، عوامل داخلی و بیرونی فراوانی وجود دارند که می‌توانند بر سود تقسیمی شرکت‌ها اثرگذار باشند. اما علیرغم مطالعات متنوع، در بسیاری از موارد نتایج متناقضی حاصل شده است. این تناقض ممکن است ناشی از انتخاب روش اقتصادسنجی و یا مدل نامناسب باشد؛ زیرا اولاً بسیاری از مطالعات از روش‌های اقتصادسنجی ایستا استفاده کرده‌اند. از آنجایی که تقسیم سود یک پدیده پویا بوده و همواره تحت تأثیر گذشته خود می‌باشد و به نظر می‌رسد باید بر اساس پویایی‌های موجود اقدام به تجزیه و تحلیل آن کرد. ثانیاً به دلیل زیاد بودن عوامل بالقوه مؤثر، انتخاب یک مدل و تمرکز بر آن، ممکن است ناشی از سلايق شخصی محقق بوده و منجر به نتایج ناکارا و تورش‌داری شود. بنابراین بررسی تمامی مدل‌ها و انتخاب مناسب‌ترین مدل از بین آن‌ها ضروری به نظر می‌رسد. با توجه به مشکلات مذکور در مطالعات پیشین، پژوهش حاضر در پی شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با در نظر گرفتن پویایی‌های سیستم و انتخاب مدل مناسب از طریق بررسی همه مدل‌های ممکن و با استفاده از رویکرد ارزش‌آفرینی است. شایان ذکر است که برای اطمینان از انتخاب مدل مناسب از رویکرد ارزش‌آفرینی و نیز اندازه‌گیری قدرت تشخیص درست شرکت‌های مستعد تقسیم سود بیش از حد و کمتر از حد مورد انتظار استفاده می‌شود.

## روش‌شناسی پژوهش

هدف پژوهش حاضر تبیین یک مدل مناسب برای عوامل داخلی و خارجی تعیین‌کننده تقسیم سود در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد ارزش‌آفرینی در سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۰ با به کارگیری روش اقتصادسنجی پویای

1. D'Souza
2. Easterbrook
3. Kao and Chen
4. Ghafooret, Khan, and Shah
5. Miller and ShowFang

گشتاورهای تعمیم یافته است. برای انتخاب نمونه، از بین شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌هایی انتخاب شده‌اند که سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد، جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشند و داده‌های مورد نیاز آنها موجود باشد. بر اساس معیارهای مذکور، ۹۴ شرکت باقی مانده است که به‌عنوان نمونه این پژوهش انتخاب شدند. آمار مورد نیاز برای این مطالعه از بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اطلاعاتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس، سایت شرکت مدیریت و فناوری بورس تهران و سایت کدال و داده‌های مورد نیاز مربوط به اقتصاد کلان، از سایت بانک مرکزی گردآوری شده است.

### روش انجام پژوهش

فرایند پژوهش حاضر بدین صورت است که ابتدا با توجه به مطالعات نظری و تجربی موجود و همچنین نظرخواهی از متخصصان حوزه حسابداری، تمامی عوامل بالقوه‌ای که می‌توانند بر سود تقسیمی مؤثر باشند، استخراج می‌شود. شایان ذکر است که مطالعه حاضر، در راستای دستیابی به مدل مناسب، از سه شاخص مختلف برای متغیر وابسته سود تقسیمی استفاده کرده و همه مدل‌های مربوط به هر سه شاخص را به‌طور جداگانه بررسی می‌کند. این سه معیار عبارت‌اند از: نسبت سود تقسیمی به قیمت سهام، نسبت سود تقسیمی به درآمد و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم. بعد از استخراج عوامل بالقوه مؤثر بر سود تقسیمی، معناداری اثر تک تک این متغیرهای مستقل بر هر کدام از سه شاخص متغیر وابسته، از طریق برآورد مدل تک متغیره، بررسی شده و متغیرهایی که رابطه معنادار و قوی با سود تقسیمی دارند، شناسایی می‌شوند و بقیه متغیرها حذف می‌گردند. آنچه در این مرحله برای تجزیه و تحلیل باقی می‌ماند متغیر وابسته اول (نسبت سود تقسیمی به قیمت سهام) و  $K$  متغیر معنادار مربوط به آن، متغیر وابسته دوم (نسبت سود تقسیمی به درآمد) و  $K'$  متغیر معنادار مربوط به آن و متغیر وابسته سوم (نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم) و  $K''$  متغیر معنادار مربوط به آن می‌باشد. بنابراین، در این مرحله، محقق برای انتخاب مدل مناسب، با مدل‌های حاصل از ترکیب‌های مختلفی از متغیرهای باقی‌مانده برای هر متغیر وابسته مواجه است. بنابراین آنچه در این مرحله باید مورد بررسی قرار گیرد،  $2^k - 1$  مدل برای متغیر وابسته اول،  $2^{k'} - 1$  مدل برای متغیر وابسته دوم و  $2^{k''} - 1$  مدل برای متغیر وابسته سوم می‌باشد. این تعداد مدل‌ها، مدل‌های یک متغیره، دو متغیره، تا  $n$  متغیره‌ای هستند که از ترکیبات مختلفی از متغیرهایی که در بررسی اولیه، رابطه معناداری با سود تقسیمی داشته‌اند، حاصل شده است.

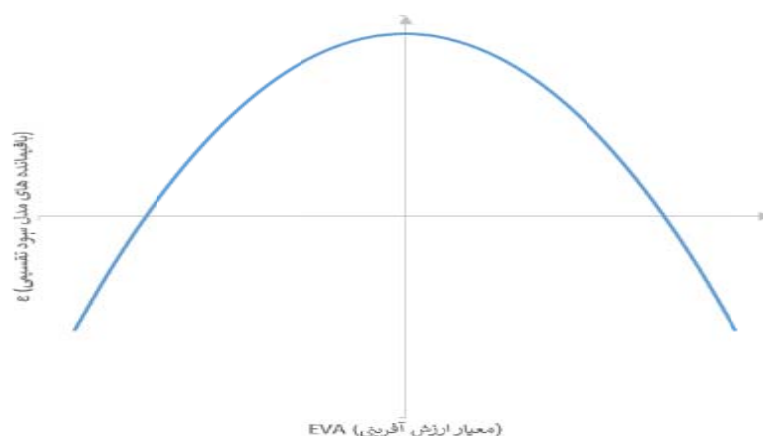
در مرحله بعد، برای هر یک از سه متغیر وابسته، با استفاده از روش اقتصادسنجی گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) تعداد  $2^n - 1$  ( $n = k, k', k''$ ) مدل ممکن بررسی و از بین آن‌ها مدلی که هم کل مدل و هم تک تک متغیرهای موجود در آن، معنادار می‌باشند، تعیین می‌شود. می‌توان مدل سود تقسیمی را به‌صورت رابطه ۱ تصریح کرد. شایان ذکر است که با توجه به پویایی تقسیم سود و نیز بر اساس مطالعات پیشین، این احتمال وجود دارد که سود تقسیمی جاری از متغیر وابسته دوره‌های قبل نیز متأثر شود. بر این اساس، تخمین پویای مدل حائز اهمیت فراوانی است.

$$D_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{it-1} + \beta_2 I_{it} + \beta_3 E_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۱}$$

که در آن  $D_{it}$  نشان‌گر سود تقسیمی شرکت‌ها،  $D_{it-1}$  نشان‌دهنده سود تقسیمی شرکت در دوره قبل،  $I_{it}$  نشان‌دهنده عوامل داخلی شرکت فرصت رشد، نقدینگی و سایر متغیرهای مربوط به شرکت و  $E_{it}$  به مفهوم عوامل خارجی همچون نرخ تورم، رشد اقتصادی و سایر متغیرهای کلان اقتصادی می‌باشد. در این رابطه  $i$  شرکت و  $t$  سال را نشان می‌دهد.

علت استفاده از روش GMM آن است که بسیار انعطاف‌پذیر بوده و به فروض اندکی نیاز دارد. در واقع سازگاری تخمین زنده GMM به معتر بودن فرض عدم خودهم‌بستگی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد که می‌تواند از طریق دو آزمون بررسی شود. آزمون اول، آزمون سارگان است که معتر بودن ابزارها را بررسی می‌کند. آزمون دوم نیز آزمون خودهم‌بستگی آرانو باند<sup>۱</sup> (۱۹۹۱) می‌باشد. آزمون آرانو باند این فرضیه را که جملات پسماند برای رگرسیون‌های تخمینی دارای هم‌بستگی هستند، بررسی می‌کند.

بعد از استخراج مدل‌های معنادار برای هر کدام از سه متغیر وابسته، برای تک تک این مدل‌ها، بر اساس رویکرد ارزش‌آفرینی و با استفاده از خطای پیش‌بینی، اثر کارایی سود تقسیمی بر ارزش‌آفرینی ارزیابی می‌شود. قبل از تشریح این مرحله، به تبیین مفهوم رویکرد ارزش‌آفرینی پرداخته می‌شود. در مدل‌های معنادار استخراج شده در مرحله قبل، خطای پیش‌بینی هر مدل از طریق اختلاف بین سود تقسیمی انتظاری و سود تقسیمی واقعی به دست می‌آید. بر اساس این مقادیر، می‌توان میزان کارایی تقسیم سود را تبیین کرد. چرا که هر دو خطای پیش‌بینی مثبت و منفی به منزله فاصله گرفتن از تقسیم سود بهینه تلقی می‌شود و موجب عدم دستیابی به حداکثر ارزش‌آفرینی خواهد شد. بنابراین، خطای پیش‌بینی برابر صفر، نشان‌دهنده حداکثر کارایی تقسیم سود می‌باشد و هر گونه انحراف از صفر، منجر به کاهش کارایی می‌شود. بر این اساس و با توجه به شکل ۱، اگر محور عمودی ارزش‌آفرینی و محور افقی خطای پیش‌بینی سود تقسیمی باشد، نقطه حداکثر منحنی ارزش‌آفرینی باید در نقطه صفر محور افقی، یعنی کاراترین وضعیت تقسیم سود، قرار بگیرد.



شکل ۱. رابطه خطای پیش‌بینی مدل سود تقسیمی و ارزش‌آفرینی شرکت

شایان ذکر است که اولاً برای اینکه منحنی ارزش آفرینی نقطه حداکثر داشته باشد، باید مقادیر ارزش آفرینی یک تابع درجه دو از مقادیر خطای پیش‌بینی بوده و ضریب خطای پیش‌بینی منفی باشد. ثانياً، برای اینکه حداکثر ارزش آفرینی در نقطه صفر خطای پیش‌بینی سود تقسیمی حاصل شود، باید عرض از مبدأ تابع مربوطه، برابر صفر باشد. بنابراین، اثر خطای پیش‌بینی هر کدام از مدل‌های استخراج شده در مرحله پیشین، بر ارزش آفرینی با استفاده از رابطه ۲ تصریح شده و از بین همه مدل‌های ارزش آفرینی مذکور، مدل‌هایی انتخاب می‌شوند که حاکی از افزایش ارزش شرکت با افزایش کارایی تقسیم سود هستند. در واقع در این مرحله، مدل مناسب، مدلی است که در آن افزایش کارایی تقسیم سود منجر به افزایش ارزش آفرینی شود و در نهایت خطای پیش‌بینی برابر صفر که نشان‌دهنده حداکثر کارایی تقسیم سود است، منجر به حداکثر ارزش آفرینی شود. این پدیده مستلزم آن است که اثر خطای پیش‌بینی مدل بر ارزش آفرینی به صورت رابطه ۲ برآورد شود:

$$EVA_{it} = \gamma + \alpha \varepsilon_{it} + \beta \varepsilon_{it}^2 + \gamma \text{ control variables}_{it} + e_{it} \quad (\text{رابطه } ۲)$$

در اینجا EVA ارزش آفرینی شرکت،  $\varepsilon$  خطای پیش‌بینی مدل تقسیم سود و control variables متغیرهای کنترلی است.  $i$  و  $t$  به ترتیب نماد شرکت و سال هستند. مدل مناسب، مدلی است که خطای پیش‌بینی مساوی صفر در آن، بالاترین میزان ارزش آفرینی را به همراه داشته باشد. با توجه به آنچه ذکر شد، در این مرحله مدل‌هایی استخراج می‌شود که به صورت هم‌زمان دو ویژگی زیر را داشته باشند:

۱. ضریب  $\beta$  در رابطه ۲ منفی و معنادار باشد و این منفی بودن از لحاظ آماری معنادار باشد.

۲. ضریب  $\alpha$  بی‌معنا باشد.

بعد از انتخاب مدل‌های مناسب برای هر متغیر وابسته بر اساس رویکرد ارزش آفرینی در مرحله قبل، در مرحله نهایی، قدرت تشخیص درست هر یک از مدل‌های انتخاب شده، اندازه‌گیری می‌شود. برای اندازه‌گیری دقت تشخیص، ابتدا بر اساس مبانی نظری، سال - شرکت‌های مستعد توزیع سود نقدی بیشتر و کمتر از حد مورد انتظار مشخص می‌شوند. در مطالعه حاضر با استفاده از نظریه‌های نمایندگی، چرخه عمر، ترجیحی، عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت مالی، پنج متغیر مرتبط با سود تقسیمی شامل جریان نقد عملیاتی، اندازه، اهرم مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی جهت شناسایی شرکت‌های مستعد توزیع سود نقدی بیشتر و کمتر از حد مورد انتظار انتخاب شده‌اند. به این صورت که امتیاز هر سال - شرکت بر اساس هر یک از این پنج متغیر به صورت پنج‌بندی شده محاسبه می‌شود. امتیازدهی برای هر متغیر با توجه به نوع تأثیر آن بر سود تقسیمی در جدول ۲ نشان داده شده است. بدین صورت که با توجه به اینکه هر چه متغیرهای جریان نقدی عملیاتی و اندازه شرکت بیشتر باشند، شرکت مستعد توزیع سود بیشتر خواهد بود، امتیازبندی این دو متغیر به صورت مستقیم می‌باشد. اما بر اساس این واقعیت که هر چه متغیرهای اهرم مالی، فرصت سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی بالاتر باشند، شرکت مستعد توزیع سود کمتر خواهد بود، امتیازبندی این سه متغیر به صورت معکوس خواهد بود. امتیاز قابل کسب بر اساس این جدول برای هر سال - شرکت، بین ۵ تا ۲۵ است.

## جدول ۲. نحوه تفکیک سال - شرکت‌های مستعد توزیع سود بیشتر و کمتر از حد مورد انتظار

پنجک	جریان نقدی عملیاتی (OPERit)	اندازه شرکت (SIZEit)	اهرم مالی (LEVit)	فرصت سرمایه‌گذاری (MTBit)	حاکمیت شرکتی (CGit)
اول	۱	۱	۵	۵	۵
دوم	۲	۲	۴	۴	۴
سوم	۳	۳	۳	۳	۳
چهارم	۴	۴	۲	۲	۲
پنجم	۵	۵	۱	۱	۱

مقدار میانگین امتیاز قابل کسب عدد ۱۵ است که کسب امتیاز بالاتر از آن به منزله استعداد توزیع سود بیش از حد مورد انتظار و کسب امتیاز پایین‌تر به منزله استعداد توزیع سود کمتر از حد مورد انتظار است. بر این اساس، سال - شرکت‌های مستعد بیش و کم تقسیمی سود شناسایی می‌شود. در نهایت این نتایج با خطای پیش‌بینی مدل تقسیم سود مقایسه می‌شوند. خطای پیش‌بینی منفی به مفهوم تقسیم سود کمتر از حد انتظار و خطای پیش‌بینی مثبت به مفهوم تقسیم سود بیشتر از حد انتظار است. حال اگر نتیجه حاصل از امتیازبندی با پیش‌بینی حاصل از خطای پیش‌بینی یکسان باشد، به مفهوم تشخیص درست مدل در رابطه با مستعد بیش تقسیمی یا کم تقسیمی بودن سال - شرکت مدنظر است. درصد تشخیص درست در این مقایسه را می‌توان به‌عنوان قدرت تشخیص درست مدل، معرفی کرد. در این مرحله، مدلی که بالاترین سطح تشخیص صحیح را دارد، به‌عنوان مناسب‌ترین مدل انتخاب می‌شود. متغیرهای مورد استفاده برای طراحی مدل تقسیم سود بر اساس ادبیات نظری و نظر خبرگان در جدول ۳ تعریف عملیاتی شده‌اند.

## جدول ۳. تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعریف
اهرم مالی (LEV)	نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها
صرف سود نقدی (DPRIM)	بر اساس مطالعه انوار <sup>۱</sup> (۲۰۱۲)، اگر لگاریتم نسبت M/B شرکت بیش از میانگین لگاریتم M/B پرداخت‌کنندگان سود در یک سال مشخص باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر را می‌گیرد.
هموارسازی سود (SMOOTH)	اگر رابطه زیر که به شاخص ایکل <sup>۲</sup> (۱۹۸۱) معروف است، برقرار باشد شاخص هموارسازی ۱ و در غیر این صورت عدد صفر را خواهد گرفت: $\frac{CV \Delta I}{CV \Delta S} < 1$ در اینجا $\Delta I$ تغییرات یک دوره سود، $\Delta S$ تغییرات یک دوره فروش و CV ضریب تغییرات را نشان می‌دهد.
فرصت رشد (MTB)	نسبت مجموع ارزش دفتری بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری کل دارایی‌ها
تغییرات خالص سرمایه در گردش (DWC)	نسبت تفاوت خالص سرمایه در گردش سال قبل و سال جاری به کل دارایی‌های سال جاری

1. Anouar  
2. Eckel

نام متغیر	تعریف
اندازه شرکت (SIZE)	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها
سن شرکت (AGE)	لگاریتم تعداد سال‌های سپری شده از تأسیس شرکت
چرخه عمر شرکت (FCYCLE)	نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام
جریان نقدی آزاد (FCASH)	این متغیر بصورت $OCF_{it} - CSDIV_{it} - PSDIV_{it} - CAPEX_{it}$ (تعریف می‌شود که $OCF_{it}$ جریان نقدی عملیاتی، $PSDIV_{it}$ سود سهام‌داران ممتاز پرداختی، $CSDIV_{it}$ سود سهام‌داران عادی پرداختی، $CAPEX_{it}$ مخارج سرمایه‌ای و $TA_{it}$ جمع دارایی‌های شرکت $i$ در سال $t$ می‌باشد).
جریان نقدی عملیاتی (OPER)	نسبت خالص جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به کل دارایی‌ها
رشد فروش (SG)	نسبت تفاوت فروش سال جاری و سال قبل به فروش سال قبل
وجه نقد (CASH)	نسبت وجه نقد به کل دارایی
ریسک سیستماتیک (RISK)	کوواریانس بین بازده سهام و بازده بازار تقسیم بر واریانس بازده بازار
عدم اطمینان به جریان‌های نقدی (UNC)	انحراف استاندارد نسبت خالص جریان وجه نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها طی چهار سال گذشته
دارایی ثابت مشهود (TANG)	نسبت خالص اموال، تجهیزات و ماشین‌آلات به کل دارایی‌ها
محدودیت مالی (CONS)	بر اساس مدل تخمین زده شده توسط تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸)، شرکت‌هایی دارای محدودیت مالی هستند که در پنجم ۴ و ۵ قرار گرفته‌اند. مدل مذکور به صورت زیر است: $KZ_{it} = 17.330 - 37.486C - 15.216DIV + 3.394LEV - 1.402MTB$ در اینجا $C$ وجه نقد بر کل دارایی، $DIV$ سود تقسیمی بر کل دارایی، $LEV$ کل بدهی‌ها بر کل دارایی و $MTB$ نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها را نشان می‌دهد.
سودآوری (PROF)	سود خالص تقسیم بر فروش
محافظه‌کاری (CONSER)	نسبت اقلام تعهدی به کل دارایی‌ها ضرب در منفی یک
کیفیت سود (PQUAL)	الگوی تعدیل شده جونز (۱۹۹۹) به صورت زیر تعریف می‌شود: $ACCR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1[\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}] + \alpha_2 PPE_{it} + \varepsilon_{it}$ که در آن $ACCR$ کل اقلام تعهدی، $REV$ درآمد، $REC$ حساب‌های دریافتی و $PPE$ اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات است. کلیه متغیرهای فوق به کل دارایی‌های اول سال تقسیم می‌شود و قدر مطلق باقی‌مانده مدل ضرب در منفی یک به‌عنوان شاخص کیفیت سود است.
کیفیت حسابرسی (AQUAL)	اگر حسابرِس، سازمان حسابرسی یا موسسات حسابرسی با رتبه الف باشد، عدد یک و در غیر این صورت، صفر



تعریف	نام متغیر
<p>بر اساس مدل دمرجیان<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۲)، در گام اول ضریب کارایی به صورت زیر محاسبه می‌شود:</p> $FE_{it} = \frac{u_1 Sales_{it}}{v_1 CoGS_{it} + v_2 SG\&A_{it} + v_3 PPE_{it} + v_4 Intan_{it}}$ <p>در اینجا FE ضریب کارایی، Sales فروش، CoGS بهای تمام شده کالای فروش رفته، SG&amp;A هزینه‌های عمومی، اداری و فروش، PPE اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و Intan خالص دارایی‌های نامشهود می‌باشد.</p> <p>در گام دوم جملات اخلاص مدل زیر برآورد می‌شود. در صورت مثبت بودن جملات اخلاص شاخص توانایی مدیریت عدد ۱ و در صورت منفی بودن آن عدد صفر تعریف می‌شود.</p> $FE = \alpha + \beta_1 Size + \beta_2 MS + \beta_3 FCFI + \beta_4 Age + \varepsilon_{it}$ <p>در این مدل FE ضریب کارایی، Size اندازه شرکت، MS سهم فروش شرکت که برابر است با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت، FCFI متغیر مجازی جریان نقد آزاد (۱ در صورت مثبت بودن و صفر در صورت منفی بودن) و Age عمر شرکت (لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت) می‌باشد.</p>	توانایی مدیران (MANP)
<p>خطای مدل حاصل از رگرسیون تغییر در فروش به تغییر در دارایی‌ها است که مقادیر مثبت خطا نشانگر بیش سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها و اعتماد به نفس بیش از حد مدیران است و برعکس.</p>	اعتماد به نفس بیش از حد مدیران (OVERC)
<p>نسبت حجم سهام معامله شده به تعداد سهام در جریان شرکت</p>	نقدشوندگی سهام (LIQ)
<p>بر اساس مطالعه بنیش<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) و با استفاده از رابطه زیر امتیاز دستکاری سود محاسبه می‌شود. اگر این امتیاز بیشتر از ۰.۵ باشد، شاخص گزارشگری متقلبانانه عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر را می‌گیرد.</p> $M = 0.002 + 0.665 TATA + 0.257 LVGI + 0.024 SGAI - 0.641 DEPI + 0.190 SGI + 0.004 AQI - 0.032 GMI + 0.061 DSRI$ <p>در این مدل، M امتیاز دستکاری سود، DSRI روزهای فروش در مطالبات، SGI رشد فروش، AQI کیفیت دارایی، GMI حاشیه سود ناخالص، DEPI هزینه استهلاک، TATA مجموع اقلام تعهدی به مجموع دارایی‌ها، SGAI هزینه‌های عمومی، اداری و فروش و LVGI اهرم مالی می‌باشد.</p>	گزارشگری متقلبانانه (FRAUD)
<p>برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعات بر اساس مدل ونکاتش و چیانگ (۱۹۸۶) از فرمول زیر استفاده می‌شود:</p> $SPREAD = \frac{AP - BP}{(AP + BP)/2} * 100$ <p>در اینجا SPREAD تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، AP میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام و BP میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام است. هر چه این شاخص بیشتر باشد، عدم تقارن اطلاعات بیشتر است.</p>	عدم تقارن اطلاعاتی (ASY)
<p>با برآزش کردن نسبت سود عملیاتی به کل دارایی سال قبل بر نسبت سود عملیاتی به کل دارایی سال جاری به صورت غلتان برای چهار سال گذشته، ضریب متغیر توضیحی به عنوان پایداری سود مورد استفاده قرار می‌گیرد.</p>	پایداری در سودآوری (PERS)
<p>نسبت هزینه مالیات مستقیم بر سود قبل از مالیات</p>	مالیات (TAX)
<p>بعد از رگرس کردن مجموع هزینه‌های اداری، عمومی و فروش به کل دارایی بر کل دارایی دوره قبل، نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدات به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی به کل دارایی‌ها، نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها، نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها، لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها و تعداد سال‌های فعالیت، خطای مدل تخمینی هزینه‌های نمایندگی را نشان می‌دهد.</p>	هزینه نمایندگی (AGEN)

نام متغیر	تعریف
انحصار در بازار محصول (MONO)	شاخص هر فیندال - هیرشمن که به صورت حاصل جمع توان دوم نسبت فروش هر یک از شرکت های صنعت به کل فروش صنعت محاسبه می شود.
رشد اقتصادی (EG)	نسبت تفاوت تولید ناخالص داخلی سال جاری و سال قبل به تولید ناخالص داخلی سال قبل
تغییر نرخ ارز (EX)	درصد تغییر ارزش دلار به واحد پول داخلی
نرخ بهره (IR)	درصد سود سپرده های سالانه بانکی
نرخ تورم (INF)	نسبت تفاوت شاخص قیمت سال جاری و سال قبل به شاخص قیمت سال قبل
حاکمیت شرکتی (CG)	حاصل جمع شاخص های زیر به عنوان شاخص حاکمیت شرکتی می باشد: ساختار مالکیت: اگر مجموع مربعات سهم سهام داران حقوقی بیشتر از میانه باشد، ۱ و در غیر این صورت صفر سرمایه گذاری نهادی: اگر مالکیت سرمایه گذاران نهادی بیشتر از میانه باشد، ۱ و در غیر این صورت صفر استقلال هیئت مدیره: اگر نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره بیشتر از میانه باشد، ۱ و در غیر این صورت صفر دانش مالی هیئت مدیره: این متغیر نیز به صورت مجازی تعریف می شود. بدین صورت که اگر در اعضای هیئت مدیره عضوی با مدرک مالی باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را می گیرد.

### یافته های پژوهش

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای واقعی وابسته و متغیر مستقل مورد استفاده در این پژوهش در جدول ۴ و جدول فراوانی مربوط به متغیرهای مجازی مستقل در جدول ۵ گزارش شده است.

جدول ۴. آمار توصیفی متغیرها

متغیر	علامت اختصاری	میانگین	میانه	انحراف استاندارد	حداقل	حداکثر
نسبت سود تقسیمی به قیمت	DP	۰/۰۵۹۰	۰/۰۳۳۶۷	۰/۰۶۸۷	۰	۰/۲۹۳۲
نسبت سود تقسیمی به درآمد	DR	۰/۱۴۲۲	۰/۰۵۶۸	۰/۲۰۲۹	۰	۰/۹۲۵۸
نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم	DEPS	۰/۴۸۸۳	۰/۵۱۳۶	۰/۳۹۶۹	۰	۱/۳۸۸۱
اهرم مالی	LEV	۰/۶۱۹۵	۰/۶۰۳۳	۰/۳۲۰۷	۰/۰۲۳۶	۲/۲۴۶۴
فرصت رشد	MTB	۲/۲۶۸۷	۱/۳۸۱۲	۲/۵۲۰۸	۰/۳۰۴۲	۱۳/۵۴۷۵
تغییرات خالص سرمایه در گردش	DWC	۰/۰۲۹۵	۰/۰۴۱۴	۰/۲۷۸۰	-۱/۱۷۰۵	۰/۶۹۵۷
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۳۴۱۰	۱۴/۲۶۶۱	۱/۵۹۳۶	۹/۳۲۱۶	۱۸/۴۷۳۷
سن شرکت	AGE	۳/۶۴۱۳	۳/۷۸۴۱	۰/۳۹۶۳	۲/۱۹۷۲	۴/۵۲۱۷
چرخه عمر شرکت	FCYCLE	۰/۳۲۲۸	۰/۳۹۱۹	۰/۴۴۹۹	-۱/۶۳۷۱	۰/۹۶۹۵
جریان نقدی آزاد	FCASH	۰/۰۳۵۵	۰/۰۱۳۰	۰/۱۳۴۰	-۰/۳۴۱۹	۰/۶۱۹۰
جریان نقدی عملیاتی	OPER	۰/۱۱۳۵	۰/۰۹۲۸	۰/۱۲۹۶	-۰/۴۶۰۰	۰/۷۲۶۶
رشد فروش	SG	۰/۲۶۶۷	۰/۱۸۲۹	۰/۴۹۴۹	-۰/۸۳۱۰	۲/۲۲۹۷
وجه نقد	CASH	۰/۰۴۲۸	۰/۰۲۶۱	۰/۰۵۱۲	۰/۰۰۰۲	۰/۵۹۹۵
ریسک سیستماتیک	RISK	۰/۶۴۹۱	۰/۴۸۵۸	۰/۷۸۸۷	-۰/۴۵۶۳	۳/۴۲۹۹
عدم اطمینان به جریان های نقدی	UNC	۰/۰۶۳۱	۰/۰۵۱۷	۰/۰۴۸۶	۰/۰۰۰۱	۰/۳۷۳۶
دارایی ثابت مشهود	TANG	۰/۲۴۹۱	۰/۲۰۶۵	۰/۱۸۹۶	۰/۰۰۰۱	۰/۹۳۳۹
سودآوری	PROF	۰/۱۸۵۳	۰/۱۱۹۵	۰/۲۶۸۷	-۰/۴۳۹۲	۰/۸۹۷۴

متغیر	علامت اختصاری	میانگین	میان	انحراف استاندارد	حداقل	حداکثر
محافظه کاری	CONSER	-۰/۰۲۲۸	-۰/۰۲۰۳	۰/۱۲۷۵	-۰/۵۶۵۵	۰/۴۴۸۸
کیفیت سود	PQUAL	-۰/۰۹۳۸	-۰/۰۶۸۸	۰/۰۸۵۵	-۰/۳۸۷۰	۰
توانایی مدیران	MANP	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۱۱۳	۰/۰۵۵۹	-۰/۱۴۴۰	۰/۴۶۱۶
اعتماد به نفس بیش از حد مدیران	OVERC	۰/۰۰۰۵	-۰/۰۷۹۵	۰/۳۶۰۸	-۰/۶۳۰۰	۱/۷۰۶۶
نقدشوندگی سهام	LIQ	۰/۵۵۹۴	۰/۲۵۲۶	۰/۷۳۴۶	۰/۰۰۱۱	۳/۸۲۴۱
عدم تقارن اطلاعات	ASY	۰/۱۶۳۸	۰/۱۳۰۶	۰/۱۱۲۵	۰/۰۰۸۵	۰/۹۵۱۳
پایداری در سودآوری	PRES	۰/۶۰۱۱	۰/۱۵۲۲	۰/۹۳۷۳	-۰/۲۹۷۲	۲/۰۱۶۶
مالیات	TAX	۰/۰۹۹۹	۰/۰۹۷۵	۰/۰۸۸۲	۰	۰/۲۹۲۷
هزینه نمایندگی	AGEN	۰/۰۰۰۱	-۰/۰۰۴۶	۰/۰۳۸۲	-۰/۲۶۰۶	۰/۴۲۷۹
انحصار در بازار محصول	MONO	۰/۳۰۹۳	۰/۲۵۸۰	۰/۲۲۷۲	۰/۰۹۸۱	۰/۹۳۴۴
رشد اقتصادی	EG	۱/۵۴۸	۰/۰۳۶	۱/۶	-۷/۷	۱۲/۵
نرخ ارز	EX	۱/۶۲۷۹	۰/۸۷۹۵	۳/۵۶۵۶	-۱	۱۳/۱۲۴۷
نرخ بهره	IR	۰/۱۶۶۶	۰/۱۸	۰/۰۲۸۶	۰/۱۲	۰/۲۱۵
نرخ تورم	INF	۰/۲۳۹۲	۰/۲۱۵	۰/۱۲۷۵	۰/۰۹	۰/۴۶۲
ارزش افزوده اقتصادی شده	EVA	۰/۰۷۳۰	۰/۰۵۱۰	۰/۱۱۹۸	-۰/۲۴۰۲	۰/۴۶۲۸

جدول ۵. آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مجازی

متغیر	علامت اختصاری	فراوانی	درصد فراوانی
صرف سود نقدی	DPRIM	۰	۶۲
		۱	۳۸
هموارسازی سود	SMOOTH	۰	۴۹
		۱	۵۱
محدودیت مالی	CONS	۰	۶۳
		۱	۳۷
کیفیت حسابرسی	AQUAL	۰	۶۱
		۱	۳۹
گزارشگری متقلبانانه	FRAUD	۰	۷۱
		۱	۲۹
ساختار مالکیت	CONCEN	۰	۵۰
		۱	۵۰
دانش مالی هیئت مدیره	KNOW	۰	۸۱
		۱	۱۹
استقلال هیئت مدیره	IND	۰	۳۱
		۱	۶۹
سرمایه گذاری نهادی	INS	۰	۶۵
		۱	۳۵

بعد از بررسی مدل‌های تک متغیره مربوط به ۳۶ متغیر مستقل و ۳ شاخص برای متغیر سود تقسیمی، ۱۰ متغیر مستقل برای متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به قیمت، ۱۳ متغیر مستقل برای متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به درآمد و ۱۲ متغیر مستقل برای متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم به عنوان متغیرهای معنادار شناسایی شد و بقیه متغیرها حذف شدند. متغیرهای مستقل باقی‌مانده برای هر یک از شاخص‌های تقسیم سود در جدول ۶ آمده است.

جدول ۶. متغیرهای مستقل باقی مانده بعد از حذف متغیرهای غیرمعنادار

متغیر وابسته	متغیرهای مستقل معنادار در مدل‌های تک متغیره
نسبت سود تقسیمی به قیمت (DP)	اهرم مالی، نسبت بدهی کوتاه مدت، چرخه عمر شرکت، رشد فروش، عدم اطمینان به جریان‌های نقدی، سودآوری، نقدشوندگی سهام، انحصار در بازار محصول، نرخ تورم، تغییر نرخ ارز
نسبت سود تقسیمی به درآمد (DR)	اهرم مالی، فرصت رشد، اندازه شرکت، سن شرکت، جریان نقدی عملیاتی، رشد فروش، ریسک سیستماتیک، عدم اطمینان به جریان‌های نقدی، عدم تقارن اطلاعات، مالیات، انحصار در بازار محصول، رشد اقتصادی، تغییر نرخ ارز
نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم (DE)	اهرم مالی، فرصت رشد، وجه نقد، تغییرات خالص سرمایه در گردش، اندازه شرکت، جریان نقدی عملیاتی، رشد فروش، ریسک سیستماتیک، عدم اطمینان به جریان‌های نقدی، انحصار در بازار محصول، رشد اقتصادی، نرخ تورم

با توجه به تعداد متغیرهای معنادار هر شاخص، برای ۱۰۲۳ مدل بر اساس نسبت سود تقسیمی به قیمت، ۸۱۹۱ مدل بر اساس نسبت سود تقسیمی به درآمد و ۴۰۹۵ مدل بر اساس نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم، مدل آزمون ارزش آفرینی تشکیل شده و ضرایب  $E$  و  $E^2$  مورد بررسی قرار گرفته است. بعد از انجام این آزمون، هیچ یک از مدل‌های مربوط به دو شاخص اول و دوم شرایط لازم را کسب نکرده‌اند به این معنی که مدل‌های مربوط به متغیرهای وابسته نسبت سود تقسیمی به قیمت و نسبت سود تقسیمی به درآمد، حداکثر ارزش آفرینی را کسب نکرده‌اند. در رابطه با شاخص سوم نیز، تنها ۴ مدل از بین همه مدل‌های بررسی شده، واجد شرایط مذکور بوده‌اند. بنابراین، مرحله نهایی به بررسی قدرت تشخیص هر یک از ۴ مدل مربوط به متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم، اختصاص داشته است. بالاترین درصد تشخیص صحیح شرکت‌های مستعد تقسیم سود بیش از حد انتظار و کمتر از حد انتظار ۸۷.۵ درصد بوده است. مدل مربوط به این قدرت تشخیص را می‌توان به عنوان مناسب‌ترین مدل موجود در نظر گرفت. این مدل شامل ۱۱ متغیر مستقل نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم در دوره قبل، انحصار در بازار محصول، تغییرات خالص سرمایه در گردش، فرصت رشد، رشد فروش، اهرم مالی، جریان نقدی عملیاتی، عدم اطمینان به جریان‌های نقدی، وجه نقد، رشد اقتصادی و نرخ تورم می‌باشد. با توجه به این مدل، متغیرهای انحصار در بازار محصول، جریان نقدی عملیاتی، وجه نقد، رشد فروش و رشد اقتصادی، ارتباط مثبت و متغیرهای اهرم مالی، فرصت رشد، تغییرات سرمایه در گردش، عدم اطمینان به جریان‌های نقدی و نرخ تورم، ارتباط منفی با میزان سود تقسیمی دارند. این مدل با استفاده از رویکرد ارزش آفرینی

تأیید شده و همچنین از قدرت تشخیص درست ۸۴ درصد برای شرکت‌های مستعد سود تقسیمی بیش از حد و ۹۱ درصد برای شرکت‌های مستعد سود تقسیمی کمتر از حد، برخوردار است. نتایج تخمین مدل مذکور در جدول ۷ آمده است.

جدول ۷. نتایج تخمین مدل مناسب مربوط به متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم

نام متغیر	علامت اختصاری	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	P-Value
تقسیم سود دوره قبل (وقفه متغیر وابسته)	DEPSit-1	-۰/۰۰۴۷	۰/۰۰۰۰۹	-۵۲/۲۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEVit	-۰/۰۰۸۵۰	۰/۰۳۹۹۶	-۲/۱۳	۰/۰۳۳
فرصت رشد	MTBit	-۰/۰۰۰۳۷	۰/۰۰۰۰۴۵	-۸/۱۴	۰/۰۱۷
جریان نقدی عملیاتی	OPERit	۰/۰۰۲۴۱	۰/۰۱۰۱۱	۲/۳۹	۰/۰۰۰
نسبت وجه نقد به کل دارایی	CASHit	۰/۱۹۲۱	۰/۰۴۱۰۷	۴/۶۸	۰/۰۰۰
تغییرات خالص سرمایه در گردش	DWCit	-۰/۰۰۷۰۴۸	۰/۰۳۹۶۳	-۱۷/۷۹	۰/۰۰۰
انحصار در بازار محصول	MONOit	۱/۰۶۸۷	۰/۰۵۴۶۳	۱۹/۵۶	۰/۰۰۰
رشد فروش	SGit	۰/۰۰۶۴۶	۰/۰۱۳۳۸	۴/۸۳	۰/۰۰۰
عدم اطمینان به جریان‌های نقدی	UNCit	-۱/۴۶۲۱	۰/۰۷۵۸۲	-۱۹/۲۸	۰/۰۰۰
رشد اقتصادی	EGit	۰/۰۰۴۱۱	۰/۰۰۰۰۹۶	۴۲/۴۹	۰/۰۰۰
نرخ تورم	INFit	-۰/۰۰۰۷۹	۰/۰۰۰۰۵۳	-۱۴/۹۶	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	$\alpha$	۱/۲۴۲۹	۰/۰۴۴۷۷	۲۷/۷۶	۰/۰۰۰
آماره آزمون والد برای معناداری کل مدل				۷۷۰۲/۰۱	۰/۰۰۰

برقراری فروض کلاسیک در این مدل نیز مورد بررسی قرار گرفته است. برای تأیید اعتبار متغیرهای ابزاری در روش گشتاورهای تعمیم‌یافته از آزمون سارگان<sup>۱</sup> استفاده می‌شود. یکی دیگر از آزمون‌های تشخیصی نیز آزمون خودهم‌بستگی آرانو باند (۱۹۹۱) است. نتایج هر دو آزمون در جدول ۸ نشان داده شده است. مشاهده می‌شود که مدل تخمین زده شده، معتبر است.

جدول ۸. نتیجه آزمون سارگان

آزمون	آماره	P-Value
سارگان	۶۹/۳۸	۰/۰۷۷
آرانو باند (مرحله ۱)	-۱/۱۶۲۶	۰/۲۴۵۰
آرانو باند (مرحله ۲)	-۰/۷۴۹۳۲	۰/۴۵۳۷

نتایج مربوط به رویکرد ارزش‌آفرینی مدل انتخاب شده در جدول ۹ گزارش شده است. مشاهده می‌شود که بعد از وارد کردن متغیرهای کنترل اهرم مالی، اندازه شرکت، چرخه عمر شرکت و سن شرکت، جملات خطای مستخرج از مدل

سود تقسیمی رابطه بی‌معنی با ارزش آفرینی دارد و مربع جملات خطا رابطه منفی و معناداری با ارزش آفرینی دارد که حداقل مقدار جملات خطا (یعنی مقدار خطای صفر) با حداکثر میزان ارزش آفرینی (یعنی نقطه ماکزیمم تابع) همراه است.

جدول ۹. نتایج تخمین ارتباط غیرخطی بین مقادیر خطای برآورد مدل سود تقسیمی و ارزش آفرینی

P-Value	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	علامت اختصاری	متغیر مستقل
۰/۰۰۰	۶/۷۸	۰/۰۳۲۶۹	۰/۲۲۱۷	EVAit-1	ارزش آفرینی دوره قبل (وقفه متغیر وابسته)
۰/۱۲۸	۱/۵۲	۰/۰۹۷۸۱	۰/۱۴۸۸	$\varepsilon_{it}$	جملات اخلاص
۰/۰۳۶	-۲/۱۰	۰/۰۵۳۶۷	-۰/۱۱۲۵	$\varepsilon_{it}^2$	مربع جملات اخلاص
۰/۰۴۷	-۱/۹۹	۰/۱۶۱۲۰	-۰/۳۲۰۷	LEVit	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۵/۰۱	۰/۰۴۹۹۹	۰/۲۵۰۳	SIZEit	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۴/۲۲	۰/۱۱۰۵۵	۰/۴۶۶۶	FCYCLEit	چرخه عمر شرکت
۰/۰۰۰	۴/۶۵	۰/۰۹۵۹۰	۰/۴۴۶۴	AGEit	سن شرکت
۰/۰۰۰	۱۵۹/۱۳				آماره آزمون والد برای معناداری کل مدل

نتایج مربوط به قدرت تشخیص مدل انتخاب شده به عنوان بهترین مدل در جدول ۱۰ گزارش شده است. مشاهده می‌شود که مدل در ۸۷/۵ درصد موارد قادر به تشخیص صحیح مستعد بیش تقسیمی یا کم تقسیمی بودن شرکت‌ها بوده است.

جدول ۱۰. نتایج بررسی قدرت تشخیص صحیح مدل برای شرکت‌های مستعد تقسیم سود بیشتر و کمتر از حد مورد انتظار

۷۲۲	مشاهدات شرکت (تقسیم سود بیشتر از حد مورد انتظار)
۶۲۷	مشاهدات شرکت (تقسیم سود کمتر از حد مورد انتظار)
%۸۴	تشخیص درست مدل (بیش تقسیمی سود)
%۹۱	تشخیص درست مدل (کم تقسیمی سود)
۸۷/۵%	قدرت تشخیص کلی مدل

بر اساس جدول ۶ مدل رگرسیونی نهایی سود تقسیمی با رویکرد ارزش آفرینی را می‌توان به صورت رابطه ۳

بازنویسی کرد:

$$\begin{aligned}
 DEPS_{it} = & 1.2429 - 0.0047 DEPS_{it-1} - 0.0850 LEV_{it} - 0.0037 MTB_{it} \\
 & + 0.0241 OPER_{it} + 0.1921 CASH_{it} - 0.7048 DWC_{it} \\
 & + 1.0687 MONO_{it} + 0.0646 SG_{it} - 1.4621 UNC_{it} + 0.0411 EG_{it} \\
 & - 0.0079 INF_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \quad \text{(رابطه ۳)}$$

با توجه به تحلیل‌های انجام گرفته، متغیرهای مهم تعیین‌کننده سود تقسیمی در مدل مناسب برای بازار سرمایه ایران عبارت‌اند از:

**تقسیم سود دوره قبل (وقفه متغیر وابسته) ( $D_{it-1}$ ):** بر اساس نتایج، تقسیم سود دوره قبل تأثیر منفی و معناداری بر تقسیم سود دوره جاری دارد؛ بدین معنا که شرکت‌ها سود تقسیمی را به‌طور تناوبی تغییر می‌دهند و بالا بودن سود تقسیمی دوره قبل باعث پایین بودن سود تقسیمی دوره جاری می‌شود و بر عکس. تأثیر معنادار سود تقسیمی دوره قبل با برخی مطالعات همچون بودلا و رانی<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) سازگار است.

**اهرم مالی ( $LEV_{it}$ ):** مشاهده می‌شود که اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر سود تقسیمی دارد؛ بدین معنا که هر چه یک شرکت، بدهی بیشتری داشته باشد، محدودیت بیشتر و توانایی پرداخت سود نقدی کمتری خواهد داشت. این نتیجه مطابق با مطالعاتی همچون خان و همکاران (۲۰۱۶)، عیوضیان و بوت (۲۰۰۳) و پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷) است. فرصت رشد ( $MTB_{it}$ ): همان‌طور که انتظار می‌رفت، فرصت رشد رابطه منفی و معناداری با سود تقسیمی دارد؛ بدین معنا که وجود فرصت رشد بالاتر به کاهش سود تقسیمی منجر می‌شود؛ زیرا شرکت‌هایی که فرصت رشد بالاتری دارند، منابع نقدی خود را صرف سرمایه‌گذاری مجدد می‌کنند. این نتیجه منطبق با مطالعات پیشین همچون ابور و بوکپین (۲۰۱۰)، ایزدی نیا و همکاران (۱۳۸۹)، حافظ و اتیا یاسمین (۲۰۰۹)، هاله و همکاران (۲۰۱۹) و آدوگنا، میرت و کومار (۲۰۲۰) می‌باشد.

**جریان نقد عملیاتی ( $OPER_{it}$ ):** جریان نقدی عملیات رابطه مثبت و معناداری با سود تقسیمی دارد. بر اساس مطالعه آلی، خان و رامیرز (۱۹۹۳) می‌توان گفت که جریان نقد عملیاتی شاخصی برای توانایی پرداخت یک شرکت است و افزایش آن باعث افزایش سود پرداختی می‌شود. مطالعات دیگری همچون حسنی القار و مرفوع (۱۳۹۵) نیز وجود این رابطه مثبت را تأیید کرده‌اند.

**نسبت وجه نقد به کل دارایی ( $CASH_{it}$ ):** نسبت وجه نقد که به‌عنوان شاخصی برای نقدینگی وارد مدل شده است نیز، با تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری دارد. بنابراین، بالا بودن این نسبت عاملی برای تعیین سود تقسیمی بالاتر می‌باشد و بر عکس، زیرا دسترسی به وجه نقد کافی می‌تواند بر پرداخت سود نقدی اثر بگذارد. به‌علاوه، عدم تناسب بین وجه نقد و سود توزیعی می‌تواند تحلیل سهام‌داران و در نتیجه شرکت را با مشکلاتی مواجه کند. مطالعات بسیاری همچون چانیاگو و اکاجا (۲۰۲۲)؛ گانگیل و ناتھانی (۲۰۱۸)، دنیس و اوسوبو (۲۰۰۸) و حسین‌زاد فیروزی و بادآور نهندی (۱۴۰۱) این رابطه مثبت را تأیید کرده‌اند.

**تغییرات خالص سرمایه در گردش ( $DWC_{it}$ ):** تغییرات خالص سرمایه در گردش رابطه منفی و معناداری با تقسیم سود دارد. علت این امر این است که هر شرکت همواره با دو انتخاب سرمایه‌گذاری مجدد و تقسیم سود نقدی مواجه است. به‌دلیل محدود بودن منابع، می‌توان بیان کرد که اگر شرکتی منابع خود را صرف افزایش سرمایه در گردش می‌کند، منابع نقدی کمتری برای توزیع بین سهام‌داران باقی خواهد ماند. بر این اساس، افزایش سرمایه در گردش باعث کاهش

سود نقدی تقسیمی می‌شود. نتیجه مذکور منطبق با بسیاری از تحقیقات پیشین از جمله خو<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۱) و یاکوبو<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) می‌باشد. همچنین تغییرات خالص سرمایه در گردش را می‌توان به‌عنوان شاخصی برای فرصت سرمایه‌گذاری در نظر گرفت. بر این اساس رابطه منفی آن با تقسیم سود مطابق با انتظار و منطبق بر بسیاری از مطالعات پیشین از جمله ابور و بوکپین (۲۰۱۰)، گانگیل و ناتهنانی (۲۰۱۸) و عرب‌مازار یزدی و خوری (۱۳۹۳) می‌باشد.

**انحصار در بازار محصول ( $MONO_{it}$ ):** انحصار در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری بر تقسیم سود دارد. بدین صورت که در بازارهای انحصاری‌تر مدیران، سود بیشتری بین سهام‌داران تقسیم می‌کنند. این نتیجه را می‌توان این‌گونه توضیح داد که با در نظر گرفتن سود سهام به‌عنوان جایگزین قوانین کنترلی، در شرایط انحصار بیشتر، هزینه نمایندگی ناشی از فشار رقابتی کاهش می‌یابد و بنابراین شرکت تمایل بیشتری به پرداخت سود سهام خواهد داشت. این نتیجه نیز منطبق با مطالعات نظری و تجربی پیشین همچون گران و میکائیلی (۲۰۰۰)، اشمیت (۲۰۰۰) و عزیز و همکاران (۱۴۰۱) می‌باشد.

**رشد فروش ( $SG_{it}$ ):** رابطه رشد فروش و سود تقسیمی مثبت و معنادار است. با توجه به اینکه رشد فروش یکی از شاخص‌های عملکرد شرکت به شمار می‌رود، وجود این رابطه مثبت را می‌توان ناشی از این واقعیت دانست که با بهبود فروش شرکت، سود شرکت افزایش می‌یابد و در نتیجه شرکت می‌تواند سود نقدی سهام‌داران را نیز به تبع آن افزایش دهد. همچنین بر اساس نظریه «علامت‌دهی» مدیران می‌توانند از طریق افزایش سود تقسیمی سهام‌داران را در جریان بهبود عملکرد شرکت قرار دهند. بنابراین با رشد فروش سود تقسیمی افزایش می‌یابد. برخی مطالعات پیشین همچون ماهاکود (۲۰۰۵) نتایجی منطبق با نتیجه مذکور حاصل کرده‌اند.

**عدم اطمینان به جریان نقدی ( $UNC_{it}$ ):** نااطمینانی به جریان نقدی تأثیر منفی و معناداری بر تقسیم سود دارد. این نتیجه نیز منطبق با برخی تئوری‌های پیشین همچون «نظریه نظم نوک زدن» است. بدین صورت که هرچه نااطمینانی بیشتر باشد، ظرفیت بدهی کاهش می‌یابد و از منابع داخلی برای تأمین مالی استفاده می‌شود؛ بدین معنا که ریسک و نااطمینانی سود تقسیمی را کاهش می‌دهد. مطالعات نظری و تجربی بسیاری همچون نظریه «پرنده در دست» گراهام و داد (۱۹۳۴)، چای و سو (۲۰۰۹)، ایزدی نیا و همکاران (۱۳۸۹)، ایزدی نیا و علی‌نقیان (۱۳۹۰) و حسین‌زاد فیروزی و بادآور نهندی (۱۴۰۱)، نیز نتیجه مذکور را تأیید کرده‌اند.

**رشد اقتصادی ( $EG_{it}$ ):** رشد اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری بر سود تقسیمی دارد. بر اساس فرضیه گیرمی<sup>۳</sup> (۲۰۲۲) رشد اقتصادی منجر به بهبود عملکرد و در نتیجه افزایش سودآوری شده و طبق نظریه علامت‌دهی باعث افزایش سود تقسیمی می‌شود.

**نرخ تورم ( $INF_{it}$ ):** مشاهده می‌شود که نرخ تورم تأثیر منفی و معناداری بر تقسیم سود داشته است، بدین معنی که با افزایش نرخ تورم، تقسیم سود کاهش می‌یابد. این نتیجه منطبق با برخی مطالعات پیشین از جمله براهمایه و همکاران (۲۰۱۸) است.

1. Xu

2. Yakubu

3. Girmay



## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

با توجه به اهمیت ویژه سیاست تقسیم سود در شرکت‌ها، هدف اساسی مطالعه حاضر، تعیین مدل مناسب سود تقسیمی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۰ با استفاده از روش اقتصادسنجی پویای گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)، رویکرد ارزش‌آفرینی و اندازه‌گیری قدرت تشخیص مدل بوده است. در این پژوهش، ابتدا بر اساس مطالعات نظری و تجربی پیشین و نیز نظرخواهی از خبرگان متخصص حوزه حسابداری، ۳۶ عامل بالقوه مؤثر بر سود تقسیمی استخراج شد؛ سپس از بین این متغیرها، آن دسته از متغیرهایی که رابطه تنگاتنگ و معناداری با تقسیم سود داشتند، نگه داشته شدند و مابقی متغیرها حذف شدند. شایان ذکر است که مرحله یادشده، به‌طور جداگانه برای هر سه شاخص مربوط به متغیر وابسته، یعنی نسبت سود تقسیمی به قیمت سهام، نسبت سود تقسیمی به درآمد و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم انجام گرفت. در ادامه، برای هر یک از شاخص‌های تقسیم سود، با استفاده از رویکرد اقتصادسنجی پویای گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) تعداد  $1 - k$  مدل ممکن بررسی و مدل‌های بی‌معنا حذف شدند. سپس بعد از اندازه‌گیری خطای پیش‌بینی همه مدل‌های معنادار، اثر کارایی سود تقسیمی بر ارزش شرکت با استفاده از رویکرد ارزش‌آفرینی بررسی و مدل‌هایی حذف شدند که حاوی حداکثر ارزش‌آفرینی نبودند. بر این اساس، همه مدل‌های مربوط به شاخص‌های اول و دوم، به دلیل عدم کسب شرایط حداکثر ارزش‌آفرینی حذف شدند و تنها ۴ مدل از شاخص سوم، دارای نتایج مطلوب، یعنی منفی و معنادار بودن ضریب مربع خطای پیش‌بینی و بی‌معنی بودن ضریب خطای پیش‌بینی بودند. مرحله نهایی مطالعه حاضر، اندازه‌گیری قدرت تشخیص صحیح مدل برای شرکت‌های مستعد تقسیم سود بیش از حد انتظار و کمتر از حد انتظار بود. مدل ارائه شده برای سود تقسیمی با رویکرد ارزش‌آفرینی در بازار سرمایه ایران با دقت ۸۴ درصد، توان تشخیص درست شرکت‌های مستعد تقسیم سود بیش از حد مورد انتظار و با دقت ۹۱ درصد توان تشخیص درست شرکت‌های مستعد تقسیم سود کمتر از حد مورد انتظار را دارد. این مدل، مربوط به متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم است که ۱۱ متغیر مستقل را دربردارد. بر اساس مدل نهایی، تقسیم سود دوره قبل، تأثیر منفی و معناداری بر تقسیم سود دوره جاری دارد که با برخی از مطالعات همچون بودلا و رانی (۲۰۱۳) سازگار است. افزون بر این، اهرم مالی رابطه منفی و معناداری بر سود تقسیمی دارد که مطابق با مطالعاتی چون عیوضیان و بوت (۲۰۰۳)، پورحیدری و خاکساری (۱۳۸۷) و خان و همکاران (۲۰۱۶) است. فرصت رشد رابطه منفی و معناداری با سود تقسیمی شرکت‌ها دارد که با مطالعات ابور و بوکپین (۲۰۱۰)، ایزدی نیا و همکاران (۱۳۸۹)، حافظ و اتیا یاسمین (۲۰۰۹)، هاله، نگوین و تران (۲۰۱۹) و آدوگنا، میرت و کومار (۲۰۲۰) منطبق است. جریان نقد عملیاتی رابطه مثبت و معناداری با سود تقسیمی دارد که با تحقیقاتی همچون آلی، خان و رامیرز (۱۹۹۳) و حسنی القار و مرفوع (۱۳۹۵) سازگار است. نسبت وجه نقد به کل دارایی با تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری دارد که نتایج مطالعاتی همچون چنیاگو و اکاجا (۲۰۲۲)؛ گانگیل و ناتھانی (۲۰۱۸)، دنیس و اوسوبو (۲۰۰۸) و حسین‌زاد فیروزی و بادآور نهندی (۱۴۰۱) را تأیید می‌کند. تغییرات خالص سرمایه در گردش تأثیر منفی و معناداری با تقسیم سود دارد که با بسیاری از تحقیقات پیشین، از جمله خو و همکاران (۲۰۲۱) و یاکوبو (۲۰۱۹) مطابق است. انحصار در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری بر تقسیم

سود دارد که نتایج مطالعاتی همچون گران و میکائیلی (۲۰۰۰)، اشمیت (۲۰۰۰) و عزیزی و همکاران (۱۴۰۱) را تأیید می‌کند. رشد فروش و سود تقسیمی رابطه مثبت و معناداری با یکدیگر دارند که برخی مطالعات پیشین همچون ماهاکود (۲۰۰۵) نتایجی منطبق با نتیجه مذکور به دست آورده‌اند. عدم اطمینان به جریان نقدی تأثیر منفی و معناداری بر تقسیم سود دارد که با مطالعات نظری و تجربی بسیاری، همچون نظریه «پرنده در دست» گراهام و داد (۱۹۳۴)، چای و سو (۲۰۰۹)، ایزدی نیا و همکاران (۱۳۸۹)، ایزدی نیا و علینقیان (۱۳۹۰) و حسین‌زاد فیروزی و بادآور نهندی (۱۴۰۱) منطبق است. رشد اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری بر سود تقسیمی دارد که با فرضیه گیرمی (۲۰۲۲) مطابقت دارد. نرخ تورم رابطه منفی و معناداری با تقسیم سود دارد که با نتایج برخی مطالعات پیشین، از جمله براهمایه و همکاران (۲۰۱۸) منطبق است.

بر اساس نتایج به دست آمده، پیشنهادهایی در ادامه ارائه شده است:

- سرمایه‌گذاران بهتر است در انتخاب‌های خود به متغیرهای داخلی همچون سود تقسیمی سال قبل، اهرم مالی، فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری، جریان نقدی عملیاتی، نسبت وجه نقد به کل دارایی، تغییرات خالص سرمایه در گردش، رشد فروش و عدم اطمینان به جریان‌های نقدی توجه داشته باشند؛ زیرا این متغیرها به‌طور مستقیم با توانایی پرداخت سود تقسیمی شرکت‌ها در ارتباط هستند.
- سرمایه‌گذاران بهتر است که علاوه بر متغیرهای داخلی، به ساختار رقابتی صنعت مرتبط نیز توجه کنند؛ زیرا سیاست تقسیم سود، تحت تأثیر میزان رقابتی بودن صنعت هم قرار دارد.
- مدیران بهتر است در تصمیم‌های خود در رابطه با سیاست تقسیم سود، به ویژگی‌های شرکت توجه کنند و مراقب تصمیم‌های خود باشند؛ زیرا تصمیم‌های پیش‌بینی نشده می‌تواند با واکنش منفی سهام‌داران همراه باشد.
- با توجه به تأثیرپذیری سود تقسیمی از متغیرهای کلان اقتصادی، به مدیران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌های خود، تأثیر رشد اقتصادی و نرخ تورم را نیز در نظر بگیرند.
- مدیران شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، برای اتخاذ یک سیاست تقسیم سود مناسب، باید علاوه بر عوامل داخلی شرکت از قبیل رشد فروش، عدم اطمینان جریان نقدی، جریان نقدی عملیاتی، اهرم مالی، نسبت وجه نقد به کل دارایی، فرصت رشد و سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی سال قبل، به ساختار صنعت و میزان رقابت‌پذیری آن و نیز، شرایط کلان اقتصادی از قبیل نرخ تورم و رشد اقتصادی نیز توجه کنند.

## منابع

- اعتمادی، حسین و اسمعیلی کجانی، محمد (۱۳۹۶) رابطه سود تقسیمی با فرصت‌های رشد و هزینه نمایندگی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹(۳۴)، ۸۵-۱۱۱.
- ایزدی‌نیا، ناصر؛ سلطانی، اصغر و علینقیان، نسرین (۱۳۸۹). ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات حسابداری، ۲۶(۲۶)، ۱۳۹-۱۵۵.

- ایزدی‌نیا، ناصر و علینقیان، نسرين (۱۳۸۹). شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به‌کارگیری مدل لاجیت. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳(۱)، ۲۱-۳۷.
- پورابراهیمی، محمدرضا و سیدخسروشاهی، سیدعلی (۱۳۹۱). بررسی رابطه درصد سود تقسیمی و حجم معاملات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۱۴(۲)، ۱۵-۳۰.
- پورحیدری، امید و خاکساری، محمد (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین‌کننده خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. توسعه و سرمایه، ۱(۲)، ۱۸۳-۲۰۰.
- تهرانی، رضا و شمس، شهاب‌الدین (۱۳۸۲). محاسبه سرعت تعدیل تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی رابطه آن با رشد بازده سهام. تحقیقات مالی، ۵(۱۵)، ۵۱-۷۲.
- جامی، مجید؛ کریمی، محمود و همت‌جوی، فرزاد (۱۳۹۸). بررسی تأثیر خصوصی سازی بر سود تقسیمی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۲(۱۲)، ۱۰۸-۱۱۸.
- جهانخانی، علی و قربانی، سعید (۱۳۸۴). شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۲(۲۰)، ۲۷-۴۸.
- چگینی، حمیدرضا؛ حمیدیان، محسن و خسروی‌پور، نگار (۱۳۹۶). عوامل مؤثر بر نسبت توزیع سود سهام و مقایسه دقت پیش‌بینی نسبت پرداخت سود سهام با استفاده از مدل رگرسیونی و شبکه عصبی در فرا بورس ایران. حسابداری مدیریت، ۱۰(۳۳)، ۵۳-۷۱.
- حجازی، رضوان؛ فصیحی، صغری و کرشاهی، بهنام (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۴(۵۴)، ۶۷-۸۷.
- حسینی القار، مسعود و مرفوع، محمد (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۶(۲۳)، ۱۰۳-۱۲۹.
- حسین‌زاد فیروزی، رحیم و بادآور نهندی، یونس (۱۴۰۱). ارتباط بین نقد شوندگی سهام و سود تقسیمی سهام. چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۵(۶۸)، ۱۴۴-۱۵۹.
- خدای‌پور، احمد؛ حسینی نسب، حجت و اشترینان، افشین (۱۳۹۷). تأثیر محافظه‌کاری حسابداری و مالکیت سهام‌داری نهادی بر مدیریت سود با استفاده از قانون بنفورد. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۳۹)، ۱-۲۸.
- دموری، داریوش و ایزدی، مینو (۱۳۹۸). بررسی تأثیر رقابت بازار محصول بر رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱(۴۲)، ۲۲۹-۲۴۹.
- رفیع‌زاده، مهرداد؛ کردلویی، حمیدرضا؛ هاشمی گهر، محسن و شاهوردیان، شادی (۱۴۰۲). تأثیرات آستانه‌ای میزان مالکیت مدیران بر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۴(۵۴)، ۲۴۹-۲۶۷.
- ستایش، محمدحسین و مهتری، زینب (۱۳۹۰). تجزیه و تحلیل رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی و تغییرات سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، ۲(۵)، ۱۴۹-۱۷۱.

- سجادی، سیدحسین؛ دستگیر، محسن؛ فرازمند، حسن و محمودی، وحید (۱۳۸۶). عوامل مؤثر بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات اقتصادی*، ۴۲(۸۰)، ۴۹-۷۳.
- عامری، فرشته و حاجی هاشمی ورنوسفادانی، منصوره (۱۳۹۹). بررسی تأثیر مبادلات سهام بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۴(۵۰)، ۷۷-۹۱.
- عرب‌مازار یزدی، محمد؛ زنده، مصطفی و خوری، مهدی (۱۳۹۳). بررسی عوامل مؤثر بر نسبت سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری*، ۱(۲)، ۶۹-۸۵.
- عرب‌مازار یزدی، محمد و خوری مهدی (۱۳۹۴). بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابرسی*، ۱۴(۵۸)، ۶۵-۸۴.
- عزیزی، فرهاد؛ قدرتی زوارم، عباس؛ محمددوست، اعظم و شاهمرادی، مهدی (۱۴۰۱). بررسی ارتباط بین رقابت در بازار محصولات و سود تقسیمی با نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی. *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۶(۸۴)، ۲۵۳۲-۲۵۵۰.
- علوی طبری، سید حسین؛ مجتهدزاده، ویدا؛ سلیمانی امیری، غلامرضا و عاملی، یلدا (۱۳۸۸). رابطه کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶(۵۶)، ۹۳-۱۰۶.
- کشاوری، سعید؛ اسماعیل‌زاده مقری، علی؛ نوری، آرزو و آقاها، رضا (۱۳۹۶). تحلیل عوامل تأثیرگذار بر سود تقسیمی و تأثیر آن در رشد سود آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری*.
- گلستانی، شهرام؛ مصطفی، دلدار؛ سیدی، سیدجلال و جعفری شورچه، سیدحبيب (۱۳۹۳). رابطه نرخ مؤثر مالیاتی با سیاست تقسیم سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، ۲۲(۷۰)، ۱۸۱-۲۰۴.
- محمدزاده مقدم، محمدباقر؛ نقدی، سجاد و اسماعیلی، جواد (۱۳۹۷). تأثیر کیفیت سود بر سیاست تقسیم سود. *پژوهش حسابداری*، ۷(۴)، ۱۵۳-۱۷۲.
- مشایخ، شهناز و بهزادپور، سمیرا (۱۳۹۳). تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱(۴)، ۴۸۵-۵۰۴.
- مشایخی، بیتا؛ تحریری، آرش؛ گنجی، حمیدرضا و عسگری، محمدرضا (۱۳۸۹). تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر رابطه بین متغیرهای بنیادی مستخرج از صورت‌های مالی و بازده سهام. *بورس اوراق بهادار*، ۳(۱۲)، ۱۰۹-۱۲۷.
- ملکیان، اسفندیار؛ قربانی، مریم و نویان، سید مرتضی (۱۴۰۲). شوک نقدینگی، انعطاف‌پذیری مالی و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۵(۵۸)، ۳۹-۶۶.
- مهام، کیهان و علی‌محمدی، علی محمد (۱۳۹۱). رابطه بین وضعیت پرداخت سود سهام و کیفیت سود. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۰(۳۴)، ۱۲۹-۱۴۹.
- یحیی‌زاده‌فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین و پاک‌دین امیری، مجتبی (۱۳۹۲). بررسی تأثیر فرصت‌های رشد در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۰(۱)، ۱۱۳-۱۳۲.

## References

- Abor, J. Y. & Bokpin, G. A. (2010). Investment Opportunities, Corporate Finance and Dividend Payout Policy, *Economics and Finance*, 27(3), 180-194.
- Adugna, B. M., Mhired, G. & Kumar, B. (2020). Determinants of Dividend Payout Ratio: Empirical Evidence from Ethiopian Private Banks. *PJAEE*, 17(7), 14823-14836.
- Alavi Tabari, S.H., Mojtahedzadeh, V., Soleimani Amiri, G, Ameli, Y. (2009). The Relationship of Earnings Quality and Dividend: Listed Companies in TSE. *Accounting and Auditing Review*, 16(2), 93-106. (in Persian)
- Ali, K. L., Khan, A. Q. & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis. *Financial Review*, 28 (4), 523-547.
- Ali, U., Ahmad, A. & Khurshid, M. (2023). An Empirical Investigation of Firm-Level Factors as Determinants of Dividend Payout Policy in the Textile Sector of Pakistan: Application of Fixed Effect Panel Regression Model. *Journal of ISOSS*, 9 (1), 1-16.
- AL-Malkawi, H. N., Rafferty, M. & Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9, 171-200.
- Ameri, F. & Haji Hashemi Vernosfadrani, M. (2021). Investigating the effect of stock exchanges on dividend policy in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 50, 77-91. (in Persian)
- Amidu, M. & Abor, J. (2006). Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 7(2), 136-145.
- Anil, K. & S. Kapoor (2008). Determinants of Dividend Payout Ratios: A Study of Indian Information Technology Sector, *International Research Journal of Finance and Economics*, 15, 63-71.
- Anouar, K. (2012). *The Impact of the Catering Theory and Financial Firms Characteristics on Dividend Decisions: The Case of the French Market*. Retrieved from <http://www.halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00765931/>, pp. 86-92.
- Arab Mazar Yazdi, M. & Khouri, M. (2015). Investigating the Effect of Macroeconomic Variables on Dividend Policy in Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Audit Science*, 58, 65-84. (in Persian)
- Arab Mazar Yazdi, M., Zandieh, M. & Khouri, M. (2-14). Investigating Effective Factors on Dividend Ratio in Tehran Stock Exchange. *Accounting Review*, 1(2), 69-85. (in Persian)
- Atwa, R., Bsoul, R., Kharabsheh, B. & Azzam, M. (2022). The Association between Accounting Conservatism and Cash Holding, Dividends and Leverage. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 2(4), 203-213.
- Azizi, F., Ghodrati Zoeram, A., Mohammaddoost, A. & Shahmoradi, M. (2022). Investigating the Relationship between Competition in the Product Market and Dividends with the Moderating Role of Corporate. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 84, 2532-2550. (in Persian)

- Bankar, B. R., Pune, T., Bankar, S. & Pune, W. (2023). Analytical Study on Determinants of Dividend Policy for Stakeholders Perspective in India. *The Online Journal of Distance Education and e-Learning*, 11(1).
- Bello, M. B. & Lasisi, T. K. (2020). Determinants of Dividend Policy of Listed Consumer Goods Companies in Nigeria. *Journal of Economics and Management Sciences*, 5(2), 34-47.
- Beneish, M. D. (1999). Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate GAAP, *The Accounting Review*, 74 (4), 425-457.
- Bodla, B. S. & Rani, S. (2013). Determinants of Dividend Policy-A Study of Mining Sector PSUs in India. *TSME Journal of Management*, 3(1).
- Brahmaiah, B., Srinivasan, P. & Sangeetha, R. (2018). Determinants of Corporate Dividend Policy in India: A Dynamic Panel Data Analysis. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(2).
- Brav, A., Graham, J. & Harvey, C. (2005). Payout Policy in The 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Bulla, D. M. (2021). *Determinants of Dividend Payout in Emerging Stock Markets: Evidence from Listed Firms at Nairobi Securities Exchange, Kenya*. Thesis for PhD, Jomo Kenyatta University of Agriculture and Technology.
- Chaniago, Y. F. & Ekadjaja, A. (2022). Determinant of Dividend Payout Ratios in Consumer Goods Company. *Jurnal Ekonomi*, (Spesial Issue), 100-118.
- Chegini, H., Hamidian, M. & Khosravipour, N. (2017). Factors Affecting Dividend Payout Ratio and Comparing Forecast Accuracy of Dividend Payout Ratio Using Regression Model and Neural Network in Iran Over-The-Counter (OTC) Market. *Management Accounting*, 10(33), 53-71. (in Persian)
- Chen, S., Shevlin, T. & Tong, Y. H. (2007). Does the Pricing of Financial Reporting Quality Change Around Dividend Changes? *Journal of Accounting Research*, 45, 1-40.
- Chen, S., Zheng, H. & Wu, S. (2011). Senior Manager Overconfidence, Managerial Discretion and Dividend Policy: A Study of Chinese Listed Companies. *African Journal of Business Management*, 5(32), 12641-12652.
- Chen, Z., Cheung, Y., Stouraitis, A. & Wong A. (2005). Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13 (4), 431-449.
- Christiningrum, M. & Rahman, A. (2023). Determinants of Dividend Policy: Growth Opportunities, Business Risk and Leverage with Size as Moderation. *International Journal of Social Service and Research*, 3(5).
- Ciocan, C. C. (2019). Analysis of the Relation between Conservatism and the Amount of Dividends Payable to Shareholders. The Case of Romanian Listed Companies. "Ovidius" University Annals, *Economic Sciences Series*, 19(1).

- Collins, M. C., Saxena, A. K. & Wansley, J. W. (1996). The Role of Insiders and Dividend Policy: A Comparison of Regulated Firms. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 9 (2), 1-9.
- Damoori, D. & Izadi, M. (2019). The Effect of Product Market Competition on The Relationship between Ownership Concentration and Dividend Policy in Listed Companies on the Tehran Stock Exchange. *The Financial Accounting and Auditing Researches*, 11(42), 229-249. (in Persian)
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R. M. (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- Demerjian, P., Lev, B., Lewis, M. & McVay, S. (2012). Managerial Ability and Earnings Quality. *Working paper*, Emory University, Atlanta.
- Denis, D. J. & Osobov, I. (2008). Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. *Journal of Financial Economics*, 89, 62– 82.
- Duarte Neves, M. E., Cunha, M. M. & Vilas, J. (2020). Determinants of Dividends in the Telecommunications Sector. *RBGN*, 22(3), 669-685.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations on Dividends. *American Economic Review*, 74, 220-230.
- Eckel, N. (1981). The Income Smoothing Hypothesis Revisited. *Abacus*, 14 (1).
- Epaphra, M. & Nyantori, S. S. (2018). Analysis of the Determinants of Dividend Policy: Evidence from Manufacturing Companies in Tanzania. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 2(1), 18-30.
- Etemadi, H. & Esmaeili Kejani, M. (2017). The Relationship of Dividend with Growth Opportunities and Agency Costs. *The Financial Accounting and Auditing Researches*, 9(34), 85-111. (in Persian)
- Fama, E. & French, K. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Ferry Tumiwa, R. A. & Mamuaya, N. Ch. (2019). The Determinants of Dividend Policy and Their Implications for Stock Prices on Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Conference on Economics, Education, Business and Accounting*, 778-793.
- Gangil, R. & Nathani, N. (2018). Determinants of Dividend Policy: A Study of FMCG Sector in India. *IOSR Journal of Business and Management*, 20(2), 40-46.
- Ghafoor, A., Khan, M. A. & Shah, S. A. (2014). Inflation and Dividend Behavior of Pakistani Firms: An Empirical Investigation Using ARDL. *International journal of business and management*, 9, 86-95.
- Gill, A., Biger, N. & Tibrewala, R (2010). Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, 8-14.

- Girmay, A. (2022). *Factors Affecting Dividend Payout Ratio of Private Commercial Banks in Ethiopia*. A Thesis for the Degree of MBA, St. Mary's University.
- Gohar, R. & Shahwar Alam, M. (2018). Determinants and Behavior of Dividend Policy in Pakistani Listed Companies. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 7(3).
- Golestani, S., Deldar, M., Seyyedi, S. J. & Jafari Shoorche, S. H. (2014). The Relation of the Effective Tax Rate with Dividend Policy and the Future Stock Return in Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Economic Research and Policies*, 22(70), 181-204. (in Persian)
- Grullen, G., Michaely, R., (2012). *The impact of product market competition on firm' payout policy*. Available at WWW.SSRN.COM.
- Ha Le, T. T., Nguyen, X. H. & Tran, M. D. (2019). Determinants of Dividend Payout Policy in Emerging Markets: Evidence from the ASEAN Region. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 531-546.
- Hafeez, A. & Attiya Yasmin, J. (2008). Dynamics and Determinants of Dividend Policy in Pakistan (Evidence from Karachi Stock Exchange Non-Financial Listed Firms). *International Research Journal of Finance and Economics*, (25), 148-171.
- Hariem, A. (2021). Profitability and Leverage as Determinants of Dividend Policy: Evidence of Turkish Financial Firms. *Eurasian Journal of Management and Social Sciences*, 2(3).
- Hasani Alghar, M. & Marfou, M. (2017). The Impact of Managerial Ability on Dividend Policy. *Empirical Research in Accounting*, 6(3), 103-129. (in Persian)
- Hejazi, R., Fasihi, S. & Karamshahi, B. (2017). Investigating the Effect of Management Ability on Dividend Policy Companies listed in Tehran Stock. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 54, 67-87. (in Persian)
- Hoseinzad Firozi, R. & Badavar Nahandi, Y. (2022). The Relationship Between Stock Liquidity and Stock Dividend. *Accounting and Management Vision*, 68, 144-159. (in Persian)
- Howatt, B., Zuber, R. A., Gandar, J. M. & Lamb, R. P. (2009). Dividends, Earnings Volatility and Information. *Applied Financial Economics*, 19 (7), 551-562.
- Izadinia, N. & Alinaghian, N. (2011). Identification Effective Factors on Dividend by Logit Model. *Financial Accounting Research*, 3(1), 21-37. (in Persian)
- Izadinia, N., Soltani, A. & Alinaghian, N. (2010). Assessment of Factors Affecting the Dividend Policy of the Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Studies*, 26, 139-155. (in Persian)
- Jahankhani, A. & Ghorbani, S. (2005). To Identify Determinants of Dividend Policy in Listed Firms of Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 20(1), 27-48. (in Persian)
- Jami, M, Karimi, M, Hemajoy, F. (2019). Investigating the Impact of Privatization on Dividend Profits and Financial Performance of listed Companies at Tehran Stock Exchange. *Accounting and Management Vision*, 2(12), 108-118. (in Persian)
- Kapoor, S., Anil, K. & Misra, A. (2010). Dividend Policy Determinants of Indian FMCG Sector: A Factorial Analysis. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6 (9), 40-46.



- Keshavarz, S., Esmailzade Magharri, A., Nouri, A. & Aghaha, R. (2017). Analyzing the Determinants of Dividend and Its Effect on Future Profit Growth of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *The Second International Conference on Management and Accounting. (in Persian)*
- Khan, M. N., Naeem, M. U., Rizwan, M. & Salman, M. (2016). Factors Affecting the Firm Dividend Policy: An Empirical Evidence from Textile Sector of Pakistan. *International Journal of Advanced Scientific Research and Management*, 1(5), 144-149.
- Khan, N. U., Jehan, Q. U. A. S. & Shah, A. (2017). Impact of Taxation on Dividend Policy: Evidence from Pakistan. *Research in International Business and Finance*, 42, 365-375.
- Khodamipour, A., Hoseninasab, H. & Ashtarian, A. (2018). The Effect of Accounting Conservatism and Institutional Investor Shareholdings on Earnings Management by Using Benford's Law. *Financial Accounting and Auditing Researches*, 10(9), 1-28. (in Persian)
- Koo, D. S., Ramalingegowda, S. & Yu, Y. (2017). The Effect of Financial Reporting Quality on Corporate Dividend Policy. *Review of Accounting Studies*, 22 (2), 753-790.
- Kumar, B. R. & Waheed, K. A. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from GCC Market. *Accounting and Finance Research*, 4 (1), 17-29.
- Lawson B. & Wang D. (2011). Auditor Monitoring and Dividend Payout Policy. [Online] *SSRN Electronic Journal*, Available: <http://ssrn.com/abstract=1786948>.
- Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U. & Sarig, O. (2000). *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Harvard Business School Press.
- Lestari Barus, I. S. (2021). The Effect of Profitability On Dividend Payment Through Income Smoothing as Moderator (Survey On Pharmaceutical Companies Registered In Indonesia Stock Exchanges in Period of (2015-2019). *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(8), 917-926.
- Maham, K. & Alimohammadi, A. M. (2012). The Association between Dividend Paying Status and the Quality of Earnings. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 34, 129-149. (in Persian)
- Malekian, E., Ghorbani, M. & Nabavian, S. M. (2023). Liquidity Shock, Financial Flexibility and Dividends Adjustment Speed in Tehran Stock Exchange. *The Financial Accounting and Auditing Researches*, 15(58), 39-66. (in Persian)
- Mashayekh, S. & Behzadpur, S. (2015). The Effect of Managers' Overconfidence on Dividend Policy in the Firms Listed in Tehran Stock Market. *Accounting and Auditing Review*, 21(4), 485-504. (in Persian)
- Mashayekhi, B., Tahriri, A., Ganji, H. & Asgari, M. (2010). The Impact of Macroeconomic Variables on the Relation between Fundamental Variables Derived from Financial Statements and Stock Returns. *Journal of Securities Exchange*, 12, 109-127. (in Persian)
- Mohammadzade Moghadam, M. B., Naghdi, S. & Esmaili, J. (2018). Earning Quality and Dividend Policy. *Accounting and Social Interests*, 4 (28), 153-172. (in Persian)

- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of financial economics*, 13 (2), 187-221.
- Naceur, S. B., Goaid, M. & Belanes, A. (2007). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*, 6(1-2), 1-23.
- Opeyemi, M. F., Olusegun, D. J., Olukayode, A. E. & Olusola, O. S. (2018). Determinants of Dividend Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria. *World Journal of Finance and Investment Research*, 3(1), 25-40.
- Pathan, S., Faff, R., Méndez, C.F. & Masters, N. (2016). Financial Constraints and Dividend Policy. *Australian Journal of Management*, 41, 484-507.
- Pourebrahimi, M. & Seyed-Khosroshahi, S. A. (2014). The Relationship between Dividend Policy and Trading Volume in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 14 (2), 15-30. (in Persian)
- Pourheidari, O. & Khaksari, M. (2009). Determinants of Dividend Policy in Firms Listed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Development and Capital*, 1(2), 183-200. (in Persian)
- Rafizadeh, M., Kordlouie, H., Hashemighohar, M, Shahverdiani, S. (2017). Investigating the Effect of Managerial Ownership Thresholds on Capital Structure and Dividend Policy in Companies on The Tehran Stock Exchange. *Financial Engineering and Portfolio Management*, 54, 249-267. (in Persian)
- Ranti, U. O. (2013). Determinants of Dividend Policy: A study of selected listed Firms in Nigeria. *Editura Universității din București*, (17), 107-119.
- Saeed, R., Riaz, A., Lodhi, R. N., Munir, H. M. & Iqbal, A. (2014). Determinants of Dividend Payouts in Financial Sector of Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 4 (2), 33-42.
- Safitri, R. A., Ari Ambarwati, S. D. & Yacobus, A. (2023). Determinants of Dividend Policy on Development Board Index: Manufacturing Sector in Indonesia Stock Exchange (IDX). *Management Research Studies Journal*, 4(1).
- Sajjadi, H., Dastgir, M., Farazmand, H. & Mahmoudi, V. (2007). Factors Affecting the Profitability of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Economic Research Journal*, 80, 49-73. (in Persian)
- Salman, A. (2019). Determinants of Dividend Policy. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(1), 166-178.
- Setayesh, M. H. & Mehtari, Z. (2011). Analysis of Relationship between Operational Cash Flows and Dividends Variations of Firms in Tehran Stock Exchange. *Accounting Science Journal*, 5, 149-171. (in Persian)
- Tehrani, R. & Shams, Sh. (2003). Calculating the Speed of Dividend Adjustment in Companies Listed in Tehran Stock Exchange and Investigating its Relationship with Stock Returns Growth. *Financial Research Journal*, 5(15), 51-72. (in Persian)

- Teja, A, Wilson, A, Chanry, K & Kusno, J. I. (2020). The Relation between Dividend and Financial Constraints to Firm Value. *Journal of Finance and Accounting Research*, 2 (2), 36-62.
- Wesson, N., Smit, E. V. D. M., Kidd, M. & Hamman, W. D. (2017). Determinants of the Choice between Share Repurchases and Dividend Payments. *Research in International Business and Finance*, 45, 180-196.
- Xu, D., Gsn, C., Li, Z. & Wang, P. (2021). Earnings, Working Capital and Dividend Payout: Evidence from the London Stock Exchange. *Annals of Economics and Finance*, 22, 421-449.
- Yahyazadehfar, M. & Shams, S. & Pakdin Amiri, M. (2013). The Relation among Growth Opportunities in Valuation of Free Cash Flow. *Accounting and Auditing Review*, 20(1), 113-132. (in Persian)
- Yakubu, I. N. (2019). The Effect of Working Capital Management on Dividend Policy: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana. *MPRA Paper 95318*, University Library of Munich, Germany.