

سیاست سود تقسیمی از منظر تئوری نمایندگی

دکتر جواد مرادی

دکتری حسابداری - عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت

دکتر هاشم ولی پور

دکتری حسابداری - عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزآباد

سیده سارا موسوی

کارشناس ارشد حسابداری - دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت

چکیده

پرداخت سود سهام یکی از اطلاعات مورد توجه سرمایه‌گذاران در اخذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است که عوامل مختلفی می‌تواند بر آن اثرگذار باشد. از جمله‌ی این عوامل می‌توان به ساختار مالکیت شرکت‌ها اشاره کرد. گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران می‌توانند اثرات متفاوتی روی عملکرد شرکت و همچنین پرداخت سود سهام داشته باشند. سؤال اصلی این است که آیا پرداخت سود سهام، در انطباق با اهداف فرصت طلبانه مطرح در متون نمایندگی صورت می‌گیرد و اعضای غیرموظف هیأت مدیره بر نحوه توزیع سود مؤثر هستند؟ و آیا می‌توان این متغیرها را (به طور غیرمستقیم) جایگزین یا مکمل کاهش هزینه نمایندگی تلقی نمود؟ در این مطالعه درصدد پاسخ‌گویی به این سؤال خواهیم بود. بدین منظور، اطلاعات ۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۷ با استفاده از تکنیک‌های آماری مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل نشان می‌دهد که بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره، ساختار دارایی ثابت، ریسک تجاری و نسبت بدهی با نسبت پرداخت سود سهام رابطه منفی وجود دارد. همچنین بین سودآوری، نقدینگی و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با نسبت پرداخت

سود سهام رابطه مثبت و معنی‌داری مشاهده شد. اندازه شرکت و فرصت سودآوری بر نسبت پرداخت سود سهام مؤثر نیستند.

واژگان کلیدی: سیاست سود تقسیمی، جریان‌های نقد آزاد، نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره، ریسک سیستماتیک، تئوری نمایندگی

۱- مقدمه

بازار سرمایه به عنوان نبض اقتصادی کشورهای توسعه یافته، یکی از مهم‌ترین منابع تأمین مالی و ابزار تخصیص کارآمد منابع تلقی می‌گردد که در رویکردهای اثباتی^۱ جهت تبیین الگوهای رفتاری بازار و سرمایه‌گذاران، همواره در کانون توجه محققین و پژوهش‌گران مالی و حسابداری قرار دارد. علی‌رغم وجود نواقصی در ساختار بورس اوراق بهادار تهران و عدم آشنایی خانوارهای ایرانی با سرمایه‌گذاری‌های مالی، بورس اوراق بهادار هم‌چنان از جذابیت‌هایی برای سرمایه‌گذاری برخوردار است و مطالعه پیرامون آن می‌تواند در بهبود الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران و تخصیص بهینه منابع اقتصادی کشور مؤثر باشد. سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، کسب منافع از محل سود تقسیمی شرکت‌ها و افزایش قیمت سهام را هدف قرار داده، به امید افزایش بازدهی و ثروت به سفته‌بازی می‌پردازند. در این راستا، اتخاذ سیاست‌های سود تقسیمی مناسب، از جمله مسایلی است که می‌تواند بر علایق و انگیزه‌های سرمایه‌گذاران و هدایت منابع بازار مؤثر باشد. تاکنون مطالعات متعددی در این خصوص انجام شده و تحلیل‌های مختلفی پیرامون عوامل مؤثر بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌ها صورت گرفته است. یکی از مسایلی که در این زمینه مطرح و مورد بررسی محققان قرار گرفته است، مسأله نمایندگی^۳ مرتبط با انگیزه-های توزیع سود از دید صاحبان منافع است. در حالی که تعیین خط‌مشی اصلی شرکت و نظارت بر اجرای آن در اختیار هیأت مدیره است، اما تبدیل این خط‌مشی به برنامه اجرایی فعالیت بنگاه، در محدوده اختیارات مدیر عامل یا مدیر اجرایی شرکت قرار دارد که در

^۱ Positive Approach

نهایت، انتظار می‌رود همگی، همسو با منافع مالکان باشد. بدین ترتیب، علاوه بر عدم هماهنگی منافع سهامداران مختلف که می‌تواند بر سیاست‌های کلان شرکت تأثیرگذار باشد، تضاد منافع مدیران اجرایی و مالکان نیز می‌تواند منجر به ناهمگونی سیاست‌های مطلوب مالکان و مدیران گردد [۶].

در این راستا، به تبع پیچیدگی سازمان‌ها و گسترش فعالیت بنگاه‌های اقتصادی، توجه و تأکید بر نحوه تصمیم‌گیری مدیران در خصوص مدیریت منابع، افزون گشته، تصمیم‌های مرتبط با خط‌مشی تقسیم سود نیز اهمیت ویژه‌ای یافته است. این گونه تصمیم‌ها که به پیشنهاد مدیریت سطح عالی و تصویب مالکان اتخاذ می‌گردند، اهداف بلندمدت شرکت‌ها را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. از طرفی یکی از مهم‌ترین عواملی که سرمایه‌گذاران هنگام ارزشیابی سهام شرکت مورد توجه قرار می‌دهند جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری از جمله سود تقسیمی است که از سرمایه‌گذاری در سهام عاید شده و میزان آن متأثر از سیاست تقسیم سود شرکت است [۳].

حال سؤال آن است که آیا پرداخت سود سهام و تعیین اعضای غیرموظف هیأت مدیره، با اهداف فرصت‌طلبانه مطرح در متون نمایندگی صورت می‌گیرد و آیا می‌توان این متغیرها را (به‌طور غیرمستقیم) جایگزین یا مکمل کاهش هزینه‌های نمایندگی تلقی نمود؟ در این مطالعه درصدد پاسخ‌گویی به این سؤال خواهیم بود.

۲- مبانی نظری و مروری بر مطالعات پیشین

سود کسب شده توسط شرکتهای موفق ممکن است در دارایی‌های عملیاتی سرمایه‌گذاران توزیع شود، در تحصیل اوراق بهادار و بازپرداخت بدهی استفاده شود و یا این که بین سهامداران توزیع گردد. سیاست تقسیم سود از موضوع‌های مورد توجه ادبیات مالی در سال‌های اخیر بوده و تاکنون مطالعات مختلفی در خصوص توجیه دلایل و نحوه توزیع سود بین سهامداران و توجه سرمایه‌گذاران به سود تقسیمی صورت گرفته است و این موضوع به عنوان معمای سود تقسیمی در ادبیات مالی هم‌چنان مطرح است [۱۱].

سود سهام نقدی، به واسطه عینیت و ملموس بودن از جایگاه ویژه‌ای نزد مالکان شرکت برخوردار است و سرمایه‌گذاران شرکت با هدف آگاهی از توان ایجاد نقدینگی و توزیع آن بین سهامداران، علاقه ویژه‌ای به این مقوله دارند. از این رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن به عنوان «سیاست تقسیم سود» یاد می‌شود. اما مهم‌تر از سیاست تقسیم سود، ریشه‌یابی دلایل اتخاذ یک سیاست تقسیم سود مشخص از سوی شرکت‌ها است. این موضوع می‌تواند راه‌گشای تصمیم‌گیری‌های مهم اقتصادی برای گروه‌های مختلف ذی‌نفع، به ویژه سرمایه‌گذاران باشد. زیرا دلایل و عوامل تعیین‌کننده حاصل از این ریشه‌یابی، نه تنها به توضیح رفتار شرکت‌ها در گذشته کمک می‌نماید، بلکه ابزاری را برای پیش‌بینی حرکت و مسیر آتی آنها در این حوزه فراهم می‌آورد [۴].

تصمیم‌های مرتبط با توزیع سود سهام، نوعی تصمیم تأمین مالی تلقی می‌شود که از طرفی بر بازدهی سهامداران مؤثر است و در مقابل بر میزان سود انباشته و سرمایه‌گذاری مجدد سود در شرکت تأثیر دارد. سیاست سود تقسیمی، بیانگر سیاست پرداخت شرکت و میزان وجوه نقدی است که بین سهامداران توزیع می‌شود [۱۲].

حل تضاد مرتبط با توزیع سود و خروج منابع نقدی از شرکت یا سرمایه‌گذاری مجدد سود در شرکت و ایجاد تعادل بین این دو مقوله و تأمین منابع مورد نیاز برای رشد آتی شرکت، تصمیمی پیچیده و حایز اهمیت است. زیرا تصمیم‌های توزیع سود سهام، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی با هم در ارتباط می‌باشند و مدیریت نمی‌تواند سیاست سود تقسیمی را جدا و منفک از سایر تصمیم‌ها در نظر بگیرد [۲۸].

مالکان و مدیران شرکت‌ها، سیاست سود تقسیمی را با دقت انتخاب می‌نمایند، زیرا به تأثیر آن بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران اعتقاد راسخ دارند [۱۳]. سرمایه‌گذاران نیز چنین نگرشی دارند، زیرا سود نقدی تقسیمی را عاملی مؤثر بر وجوه نقد مورد انتظار آتی و بازده مورد انتظار خود می‌دانند [۱۲].

مقوله سیاست تقسیم سود از منظر تئوری نمایندگی نیز قابل بحث است. از این منظر، هزینه نمایندگی ناشی از تضاد بالقوه‌ای است که میان منافع مدیران و سهامداران وجود دارد. از این رو، زمانی که مدیران مالک، بخشی از سهام خود را به سرمایه‌گذارانی که در مدیریت نقشی ندارند، می‌فروشند، هزینه نمایندگی افزایش می‌یابد [۲۹].

پرداخت سود سهام به عنوان یکی از ابزارهای مؤثری تلقی می‌شود که می‌تواند به وسیله مدیران، جهت کاهش تعارض‌های نمایندگی در شرکت به کار گرفته شود [۱۴]. پرداخت سود سهام به دو دلیل ممکن است تضاد نمایندگی را در شرکت کاهش دهد. نخست، پرداخت سود سهام میزان وجوه نقد آزاد شرکت (FCF)^۱ که ممکن است به وسیله اشخاص دارای اطلاعات محرمانه در زمینه پروژه‌های موجود، به نفع خود و به هزینه سهامداران صرف شود را کاهش می‌دهد [۱۷]. دوم این که، سودهای سهام تقسیمی، شرکت‌ها را در معرض بازرسی‌های مکرر از سوی بازارهای سرمایه قرار می‌دهد، زیرا پرداخت سود سهام، احتمال انتشار سهام عادی جدید را افزایش می‌دهد [۱۹].

اعضای غیرموظف هیأت مدیره نیز به عنوان سازوکار مفید و مؤثری در رفع تضاد نمایندگی در زمینه سودهای تقسیمی شرکت تلقی می‌شوند [۱۴]. وجود این گروه، به نظارت و کنترل اقدامات مدیران اجرایی کمک کرده، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد [۲۱].

در زمینه سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و عوامل مؤثر بر آن، مطالعات مختلفی در داخل و خارج از کشور صورت گرفته است که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌گردد. نخستین بار، لینتر (۱۹۵۶) با استفاده از دو رویکرد تجربی و پیمایشی به مطالعه پیرامون تحلیل سیاست سود تقسیمی پرداخت. بررسی وی، در ادبیات مالی منجر به معرفی ۱۵ متغیر تأثیرگذار بر سیاست تقسیم سود از جمله اندازه شرکت، مخارج سرمایه‌ای، تمایل به استفاده از تأمین مالی خارجی، سود سهمی، پایداری سود و مالکیت گردید [۲۴]. میلر و مودیلیانی بیان می‌کنند چون شرکت‌ها سیاست تقسیم سود پایداری را دنبال می‌کنند،

^۱. Free Cash Flow

هرگونه تغییر در سیاست تقسیم سود، به دقت توسط سرمایه‌گذاران به‌عنوان علامتی در مورد سودآوری آتی شرکت مورد ارزیابی قرار می‌گیرد [۲۷].

یکی از راه‌حل‌های پیشنهادی جهت کاهش این تضاد منافع، حداقل نمودن مقادیر وجوه نقد تحت کنترل مدیریت از طریق توزیع بخش بااهمیتی از آن در قالب سود تقسیمی است. باتالا و راثو (۱۹۹۵)، عوامل تعیین‌کننده ترکیب هیأت مدیره را در چارچوب نظریه نمایندگی، مورد بررسی قرار دادند و در خصوص حدی که ترکیب هیأت مدیره ممکن است جایگزین مسایل نمایندگی از قبیل میزان بدهی، سیاست تقسیم سود و مالکیت اشخاص دارای اطلاعات محرمانه شود، مطالعه نمودند. آنها با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۲۶۱ شرکت آمریکایی در سال ۱۹۸۶، یک رابطه منفی بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سیاست توزیع سود سهام مشاهده کردند [۱۴].

بروکویچ و همکارانش (۲۰۰۵)، به بررسی ارتباط بین استقلال هیأت مدیره و پرداخت سود سهام برای نمونه‌ای متشکل از ۱۹۲ شرکت آمریکایی در دوره زمانی بین ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۹ پرداختند. یافته‌های تحقیق آنها مشابه با یافته‌های گزارش شده در تحقیق باتالا و راثو (۱۹۹۵) بود [۱۵].

آمیدو و آبور (۲۰۰۶)، به بررسی و تعیین نسبت پرداخت سود سهام بر اساس داده‌هایی که از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس آفریقای یک دوره ۶ ساله، پرداختند. نتایج این تحقیق، حاکی از یک رابطه مثبت بین نسبت پرداخت سود سهام و سودآوری، جریان وجوه نقد و مالیات و همچنین یک رابطه منفی بین نسبت پرداخت سود سهام و ریسک، مالکیت نهادی، رشد و ارزش بازار به ارزش دفتری است و نشان داد که بین ریسک و مالکیت نهادی، رابطه معناداری وجود ندارد [۱۱].

تویجری (۲۰۰۷) به دنبال شناختن متغیرهایی که انتظار می‌رود بر سیاست سود تقسیمی و نسبت پرداخت سود سهام در یک بازار کارا اثرگذار باشد، داده‌های ۳۰۰ شرکت در دوره زمانی ۲۰۰۵-۲۰۰۱ که به طور تصادفی از شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس کوالانپور انتخاب گردید، مورد مطالعه قرار داد. نتایج تحقیق نشان داد که

نسبت پرداخت سود سهام اثر بااهمیتی بر رشد سود آتی شرکت‌ها ندارد، اما ارتباط منفی و معنی‌داری با اهرم مالی شرکت‌ها دارد. او هم‌چنین دریافت که سود هر سهم و ارزش دفتری سهام ارتباط مثبت و معناداری با نسبت پرداخت سود سهام دارد [۳۰].

عبدالسلام و دیگران (۲۰۰۸)، سیاست تقسیم سود در ۵۰ شرکت مصری بین سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۰۵ را بررسی نمودند. آنها نشان دادند که رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت نهادی و کارایی شرکت وجود دارد [۷].

در ایران نیز، اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۴)، به بررسی رابطه بین عملکرد مدیریت و تقسیم سود نقدی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آنها نشان می‌دهد که بین عملکرد مدیریت و تقسیم سود نقدی رابطه معنی‌داری وجود دارد [۱].

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) به بررسی عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود پرداختند. در این تحقیق علاوه بر نظریه‌های منعکس در تحقیق‌های خارجی، تلاش گردید تا شرایط خاص بازار سرمایه ایران نیز مورد توجه قرار گیرد. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. هم‌چنین با توجه به تأیید نظریه علامت‌دهی، انتظار می‌رود تا اگر شرکتی از رشد سود بالایی (پایینی) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پایین) باشد. اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت نیز از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس، ایفای نقش می‌کنند [۴].

پورحیدری و دیگران (۱۳۸۸)، در تحقیق خود به بررسی سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۴، پرداختند. شواهد کسب شده توسط آنان نشان داد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران از سیاست تقسیم سود پایداری برخوردار نیستند و اصلی‌ترین عامل در تعیین میزان توزیع سود میان سهامداران، سود خالص همان سال است [۲].

۳- روش تحقیق و نحوه جمع آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

تحقیق حاضر به لحاظ هدف، کاربردی و از نوع همبستگی می‌باشد. در این مطالعه، ابتدا داده‌های خام از منابع اطلاعاتی مناسب جمع آوری شده، سپس متغیرهای تحقیق محاسبه گردیده، به کمک رگرسیون چندمتغیره و از طریق نرم‌افزار آماری SPSS مورد تحلیل قرار خواهد گرفت.

۴- فرضیه‌های تحقیق

پرداخت سود سهام بالاتر به عنوان راه کاری جهت کاستن از وجوه نقد در دسترس مدیران و همچنین کاهش ریسک سرمایه گذاری افراطی مطرح است. برخوویچ و دیگران^{۲۱} نشان دادند که سود نقدی تقسیمی می‌تواند از مشکلات نمایندگی بکاهد و استدلال نمودند، شرکت‌هایی که دارای سرمایه‌گذاران خارجی بیشتری هستند، زمانی که افزایش سود سهام اعلام می‌شود، سود غیرعادی کمتری را تجربه می‌کنند. افزایش سود سهام دال بر این حقیقت است که شرکت‌ها در آینده کمتر سرمایه‌گذاری خواهند نمود، در نتیجه می‌توان استدلال کرد که مدیران در مورد آینده شرکت اطلاعاتی دارند که در اختیار سهامداران نیست. فرضیه‌های تحقیق در ادامه مطرح می‌گردد.

فرضیه ۱: بین نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره (OUTSIDE) و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره، از حاصل تقسیم تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره بر تعداد اعضای هیأت مدیره تعیین گردیده است. هزینه نمایندگی از این حقیقت ناشی می‌شود که سهامداران دارای اطلاعات اندکی در زمینه شرکت و رفتار مدیران آن (نسبت به مدیران) هستند. چنین امری به اختلاف نظر بین مدیران و سهامداران منجر می‌شود. در این حالت، ممکن است مدیران تصمیم‌هایی فرصت‌طلبانه اتخاذ کنند که سهامداران را متحمل هزینه‌های قابل توجهی نماید. اعضای غیرموظف هیأت مدیره به عنوان ابزاری مفید و مؤثر در رفع تضاد نمایندگی مرتبط با سودهای سهام شرکت تلقی

می‌شوند. اعضای غیرموظف هیأت مدیره، به نظارت و کنترل اقدامات مدیران اجرایی کمک کرده، هزینه‌های نمایندگی را کاهش خواهند داد [۱۰].

فرضیه ۲: بین سودآوری عملیات (CFA) و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

مقیاس سودآوری، عملکرد تجاری شرکت است که به عنوان توانایی شرکت در ایجاد سود خالص، تعریف می‌شود و در این مطالعه از تقسیم خالص جریان‌های نقدی عملیاتی بر جمع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد. سودآوری شرکت به عنوان عامل مهم و اثرگذار بر سیاست تقسیم سود سهام مطرح است، زیرا شرکت‌های سودآور تمایل بیشتری به پرداخت مبالغ بالاتری از سود سهام دارند. بنابراین انتظار می‌رود بین سودآوری شرکت و پرداخت سود سهام یک رابطه مثبت وجود داشته باشد [۱۶].

فرضیه ۳: بین نقدینگی (FCF) و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

مقیاس نقدینگی، میزان توانایی شرکت در ایفای تعهدات است و از تقسیم جریان‌های نقدی آزاد به جمع دارایی‌ها تعیین گردیده است:

جریان نقد آزاد = سود قبل از بهره و مالیات (۱- نرخ مالیات) + استهلاک - مخارج سرمایه‌ای - افزایش (کاهش) سرمایه در گردش

پرداخت سود سهام مستلزم وجود وجه نقد در شرکت است و انتظار می‌رود شرکت‌های با نقدینگی بالا، سود سهام بالاتری پرداخت نمایند [۲۰].

فرضیه ۴: بین ساختار دارایی (TANG) و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معنا داری وجود دارد.

ساختار دارایی، به عنوان تابعی از میزان دارایی‌های مشهود شرکت، تعریف می‌شود و از تقسیم دارایی‌های ثابت شرکت بر جمع دارایی‌های آن به دست می‌آید. انتظار می‌رود متغیر ساختار دارایی شرکت، رابطه مثبتی با پرداخت سود سهام داشته باشد [۸].

فرضیه ۵: بین ریسک تجاری (BETA) و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

ریسک تجاری، ناشی از شرایط منحصر به فرد یک شرکت (ریسک خاص عملیات شرکت) است که انتظار می‌رود بر قیمت سهام آن مؤثر باشد و به منظور اندازه‌گیری آن از ضریب بتای بازار سهام شرکت استفاده شده است. ریسک تجاری، احتمال زیان یا هرگونه اخبار نامطلوب مرتبط با عملیات و فعالیت‌های یک شرکت است که ممکن است توانایی آن را جهت تأمین بازده سرمایه‌گذاری مختل سازد [۹].

فرضیه ۶: بین اندازه شرکت (SIZE) و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

در این تحقیق از لگاریتم جمع دارایی‌ها به عنوان جایگزین اندازه شرکت استفاده شده است. دوکاس و همکارانش (۲۰۰۵)، نشان دادند که شرکت‌های بزرگ‌تر با توجه به پیچیده بودن آنها و مشکلات بیشتری که مالکان آنها در به‌دست آوردن اطلاعات شرکت دارند، احتمالاً دارای هزینه نمایندگی بالایی هستند [۱۸].

فرضیه ۷: بین فرصت رشد شرکت (MB) و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

مفهوم فرصت رشد، اشاره به حدی دارد که بر اساس آن، شرکت سطح بالایی رشد خود را در مقایسه با سایر شرکت‌ها حفظ می‌کند و از نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است. شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالا، دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری مختلفی هستند، لذا پرداخت‌های کمتر سود سهام برای آنها مورد انتظار است [۸].

فرضیه ۸: بین سطح بدهی (FL) و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

اهرم مالی نشان‌دهنده ترکیب استفاده از بدهی و حقوق صاحبان سهام برای تأمین مالی دارایی‌های شرکت است و از نسبت بدهی بلندمدت به جمع حقوق صاحبان سهام استفاده شده است. شرکت‌های اهرمی، به‌واسطه برخورداری از ریسک بالا، تمایلی به توزیع سود ندارند. بنابراین رابطه منفی بین سطح بدهی و پرداخت سود سهام انتظار می‌رود [۲۲].

فرضیه ۹: بین درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره (BOARDOWN) و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

با افزایش درصد مالکیت مدیران، فرصت‌های پرداخت سود سهام نیز بیشتر خواهد شد، زیرا بدین طریق سودهای سهام وارد جیب مدیران خواهد شد. هم‌چنین، در صورتی که مقادیر قابل توجهی از سود سهام به اشخاص غیرموظف و خارج از شرکت پرداخت شود، احتمال تقسیم سود کاهش می‌یابد و مدیران از طریق پاداش‌های اجرایی، جبران می‌کنند [۲۵]. المکاوای (۲۰۰۷) نیز معتقد است که اگر درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره افزایش یابد، هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد. بنابراین، در شرکت‌های دارای مالکیت بالاتر اعضای هیأت مدیره، نیازی به استفاده از سود سهام به عنوان روشی جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی وجود ندارد [۹].

به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیونی به شرح زیر استفاده شده است:

$$D_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OUTSIDE} + \beta_2 \text{CFA} + \beta_3 \text{FCF} + \beta_4 \text{TANG} + \beta_5 \text{BETA} + \beta_6 \text{SIZE} + \beta_7 \text{MB} + \beta_8 \text{FL} + \beta_9 \text{BOARDOWN} + \varepsilon_i \quad \text{مدل (۱)}$$

متغیر وابسته در این مدل، نسبت سود نقدی تقسیمی است که به دو طریق استفاده شده است. ابتدا این متغیر از تقسیم سود نقدی هر سهم بر سود هر سهم محاسبه و در مدل استفاده شده است. سپس در قالب یک مدل رگرسیونی لاجستیک، این متغیر به صورت موهومی (مقدار یک برای شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نموده‌اند و صفر، در غیر این صورت) با تابع احتمال به شرح زیر مورد بررسی قرار گرفته است:

$$L_i = \ln \left(\frac{P_i}{1 - P_i} \right) = X_i^T \beta + \varepsilon_i$$

در این تحقیق، متغیرهای اهرم مالی، ریسک سیستماتیک و اندازه شرکت به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده و متغیرهای نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره، جریان نقد آزاد و فرصت‌های سودآوری به‌عنوان جایگزین هزینه نمایندگی لحاظ شده است.

۵- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برای دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ است. از بین شرکت‌های عضو جامعه آماری شرکت‌هایی را که واجد شرایط ذیل باشند، به عنوان نمونه آماری مورد مطالعه قرار داده‌ایم:

۱- قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار مورد پذیرش قرار گرفته باشند.

۲- پایان دوره مالی آنها ۲۹ اسفند هر سال باشد و طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.

۳- داده‌های آنها از نرم‌افزارهای مختلف در دسترس باشد.

بدین ترتیب با توجه به محدودیت‌های فوق تعداد ۶۷ شرکت، انتخاب گردید.

۶- آزمون فرضیه‌ها و تحلیل یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول شماره ۱ و نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته (کولموگروف-اسمیرنوف) در جدول شماره ۲ ارائه شده است:

جدول شماره ۱- آمار توصیفی

| متغیرها | تعداد مشاهده | میانگین | انحراف معیار | میانه |
|--------------------------------|--------------|-----------|--------------|------------|
| نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره | ۵۳۶ | ۰/۷۳۱۷ | ۰/۱۹۴۶۰ | ۰/۸۰۰۰ |
| معیار سودآوری | ۵۳۶ | ۰/۳۱۸۰۶۰ | ۰/۱۲۲۵۷۷ | ۰/۷۲۶۹۵۷۴ |
| جریان نقد آزاد | ۵۳۶ | ۰/۱۷۷۶۳۱ | ۲/۲۰۳۱۴۴۲ | -۰/۰۲۰۰۰۰۰ |
| ساختار دارایی ثابت | ۵۳۶ | ۰/۲۵۱۲ | ۰/۲۴۹۳۵ | ۰/۱۷۱۰ |
| ریسک تجاری | ۵۳۶ | ۰/۲۰۹۷ | ۱/۶۳۷۲۲ | ۰/۱۸۰۰ |
| اندازه شرکت | ۵۳۶ | ۵/۶۷۴۱ | ۰/۸۳۵۷۸ | ۵/۵۶۰۰ |
| فرصت سودآوری | ۵۳۶ | ۳/۶۵۴ | ۴/۹۷۲۲ | ۲/۰۶۵ |
| سطح بدهی | ۵۳۶ | ۰/۵۰۰۰ | ۱/۳۶۶۰۷ | ۰/۱۳۶۱ |
| درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره | ۱۰۴ | ۴۲/۱۵۸۱۷۳ | ۲۰/۶۱۲۷۴۳۰ | ۴۹/۷۰۰۰۰ |
| نسبت پرداخت سود سهام | ۵۳۶ | ۰/۷۱۷۰۳۰ | ۰/۴۰۵۷۳۲۰ | ۰/۷۸۷۷۲۲ |

جدول شماره ۲ - آزمون کولموگروف اسمیرنوف

| متغیر وابسته | سطح معناداری | آماره آزمون | تعداد مشاهده |
|---------------|--------------|-------------|--------------|
| نسبت سود نقدی | ۰/۱۲۵ | ۱/۱۷۸ | ۵۳۶ |

بر اساس جدول فوق سطح معناداری ۰/۱۲۵ است که این مقدار از ۵٪ بیشتر است. بنابراین فرض صفر رد نمی‌شود و داده‌ها از توزیع نرمال برخوردار است.

جدول شماره ۳ - نتایج آزمون مدل تحقیق (متغیر وابسته: نسبت سود نقدی)

| مدل | R (ضریب همبستگی) | R ² (ضریب تعیین) | D.W (دورین واتسون) | Sig (معناداری) |
|-----|------------------|-----------------------------|--------------------|----------------|
| ۱ | ۰/۷۵۹ | ۰/۵۷۶ | | ۰/۰۰۰ |
| ۲ | ۰/۸۵۱ | ۰/۷۲۴ | | ۰/۰۰۰ |
| ۳ | ۰/۸۷۷ | ۰/۷۷۰ | | ۰/۰۰۰ |
| ۴ | ۰/۸۸۹ | ۰/۸۹۰ | | ۰/۰۰۰ |
| ۵ | ۰/۹۰۷ | ۰/۸۲۲ | | ۰/۰۰۰ |
| ۶ | ۰/۹۱۲ | ۰/۸۳۲ | | ۰/۰۰۰ |
| ۷ | ۰/۹۱۷* | ۰/۸۴۰ | ۱/۹۳۸ | ۰/۰۰۰ |

* پیش‌بینی‌کننده‌های وارد شده در مدل نهایی به ترتیب عبارتند از: ریسک تجاری - نسبت بدهی - جریان نقد آزاد - نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره - درصد مالیکت اعضای هیأت مدیره - نسبت دارایی‌های ثابت - سودآوری
**متغیر وابسته: نسبت پرداخت سود سهام

همان گونه که در جدول شماره ۳ مشاهده می‌شود، مدل مورد استفاده در سطح خطای ۰/۰۵ معنی‌دار است و در مدل نهایی به ترتیب متغیرهای ریسک تجاری، نسبت بدهی، جریان نقد آزاد، نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره، درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره، نسبت دارایی‌های ثابت و سودآوری وارد می‌شوند. توان پیش‌بینی مدل ۸۴ درصد (ضریب R^2) حاکی از آن است که متغیرهای مستقل مورد استفاده در مدل بهینه نهایی، توان توصیف ۸۴ درصد از تغییرات در متغیر وابسته را دارا هستند. خروجی آماری مربوط به معنی‌داری ضرایب متغیرها، به شرح جدول شماره ۴ است. همان گونه که در جدول مشاهده می‌شود، فرضیه‌های اول، دوم، سوم، چهارم، پنجم، هشتم و نهم تحقیق، در سطح خطای ۰/۵ تأیید گردیده است.

جدول شماره ۴ - جدول معنی‌داری ضرایب

| سطح معناداری | ضریب VIF | آماره t | ضرایب استاندارد شده | ضرایب استاندارد نشده | | مدل |
|--------------|----------|---------|---------------------|----------------------|--------------|-------------------------------|
| | | | بتا | انحراف استاندارد | ضریب متغیرها | |
| ۰/۰۰۰ | | ۶/۸۶۰ | | ۰/۱۴۰ | ۰/۹۶۱ | ضریب ثابت مدل |
| ۰/۰۰۵۸ | ۱/۱۴۰ | -۱/۹۱۷ | -۰/۱۳۱ | ۰/۰۲۱ | -۰/۰۴۱ | ریسک تجاری |
| ۰/۰۰۰ | ۱/۱۵۴ | -۸/۱۸۳ | -۰/۴۰۴ | ۰/۰۱۵ | -۰/۱۲۶ | نسبت بدهی |
| ۰/۰۰۰ | ۱/۱۷۴ | ۵/۶۵۲ | ۰/۲۶۳ | ۰/۰۱۹ | ۰/۱۰۸ | جریان نقد آزاد |
| ۰/۰۰۵ | ۱/۱۴۸ | -۲/۸۹۱ | -۰/۱۵۶ | ۰/۰۳۰ | -۰/۰۸۷ | نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره |
| ۰/۰۱۵ | ۱/۴۸۷ | ۲/۴۸۷ | ۰/۱۲۱ | ۰/۰۰۱ | ۰/۰۰۳ | درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره |
| ۰/۰۲۳ | ۱/۱۹۳ | ۲/۳۱۴ | -۰/۱۲۸ | ۰/۱۳۷ | -۰/۳۱۶ | نسبت دارایی‌های ثابت |
| ۰/۰۲۴ | ۱/۱۲۰ | ۲/۲۸۴ | ۰/۱۲۸ | ۰/۰۲۷ | ۰/۰۶۲ | سودآوری |

ضریب VIF مربوط به متغیرهای وارد شده در مدل نهایی، حاکی از آن است که تغییر عمده‌ای در این ضریب نسبت به عدد یک، ایجاد نشده است و هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل نهایی وجود ندارد. با توجه به اینکه متغیرهای اندازه شرکت و فرصت رشد در مدل نهایی وارد نشده‌اند، فرضیه‌های ششم و هفتم، در سطح خطای ۵٪ رد می‌شوند. بدین معنی که بین متغیرهای اندازه شرکت و فرصت رشد با نسبت سود نقدی، رابطه معناداری وجود ندارد.

بنابراین، مدل نهایی به شرح زیر خواهد بود:

$$D_{it} = 9/61 - 0/041 BETA - 0/126 FL + 0/108 FCF - 0/078 OUTSIDE .DRCT + 0/003 CHS - 0/316 TANG + 0/062 CFA$$

که در آن:

(BETA): ریسک سیستماتیک شرکت

(FL): سطح بدهی (اهرم مالی)

(OUTSIDE): نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره

(FCF): جریان نقد آزاد هر سهم

(TANG): نسبت دارایی‌های ثابت

(CFA): نسبت سودآوری

(CHS): درصد مالکیت هیأت مدیره

در بخش بعدی، مدل لاجستیک با متغیر وابسته موهومی (در صورت تقسیم سود نقدی طی دوره برابر با یک و در غیراین صورت صفر) اجرا شده است. جدول شماره ۵ شامل آزمون کای مربع است که تطابق بین موارد مشاهده شده و منتظره را نشان می‌دهد.

جدول شماره ۵- آزمون هوسمر

| مرحله | ضریب تعیین نگلکرک | K^2 | سطح معناداری |
|-------|-------------------|-------|--------------|
| ۱ | ۰/۷۴۷ | ۱/۹۱۰ | ۰/۸۹۵ |

جدول شماره ۶- جدول معناداری ضرایب

| شرح | سطح معناداری | درجه آزادی | آماره والد | ضریب متغیرها |
|-------------------------------|--------------|------------|------------|--------------|
| نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره | ۰/۰۰۰ | ۱ | ۲۳/۵۱۰ | -۲/۶۰۰ |
| جریان نقد آزاد | ۰/۱۱۱ | ۱ | ۰/۰۰۰ | -۰/۰۰۱ |
| سودآوری | ۰/۰۳۶ | ۱ | ۳/۲۰۰ | -۱/۰۵۰ |
| نسبت دارایی ثابت | ۰/۰۰۰ | ۱ | ۲۵/۳۰۰ | -۵/۵۰۰ |
| ریسک تجاری | ۰/۰۰۰ | ۱ | ۱۲/۸۰۰ | -۰/۹۹۰ |
| اندازه شرکت | ۰/۶۰۰ | ۱ | ۰/۰۷۰ | ۰/۱۲۰ |
| نسبت بدهی | ۰/۰۰۵ | ۱ | ۷/۳۵۰ | ۰/۶۸۰ |
| فرصت سودآوری | ۰/۰۱۲ | ۱ | ۶/۳۹۰ | -۰/۱۷۸ |
| درصد مالکیت اعضای هیات مدیره | ۰/۵۴۲ | ۱ | ۰/۰۸۷ | ۰/۶۱۷ |
| ثابت مدل | ۰/۸۹۰ | ۱ | ۰/۰۲۰ | ۲۶۷/۷۸۷ |

جدول شماره ۶، متغیرهای وارد شده در مدل و نتایج آزمون والد را نشان می‌دهد. با توجه به سطح معنی‌داری هر متغیر، متغیر اندازه شرکت و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره به علت اینکه سطح معناداری آنها به ترتیب ۰/۶۰۰ و ۰/۵۴۲ می‌باشد، وارد مدل نشده‌اند. لذا مدل نهایی به صورت زیر پیش‌بینی می‌گردد و همان‌گونه که از جدول شماره ۵ مشاهده می‌شود، توان پیش‌بینی مدل نهایی، حدود ۷۴ درصد (ضریب تعیین نگلکرک) برآورد شده است:

$$\ln\left(\frac{P}{1-p}\right) = -2/600OUTSIDE -0/001FCF -1/050CFA -5/500TANG -0/990BETA +0/680FL -0/178MB$$

۷- بحث و نتیجه‌گیری

به طور کلی، نتایج حاکی از آن است که می‌توان به کمک متغیرهای مورد استفاده در این مطالعه، تا حد قابل قبولی، تقسیم سود نقدی توسط شرکت‌های انتخابی را پیش‌بینی نمود. در ادامه، به تفسیر یافته‌های تحقیق می‌پردازیم.

الف- بین نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره و نسبت پرداخت سود سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

نتایج نشان داد که یک رابطه منفی و معنی‌دار بین نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره و نسبت پرداخت سود سهام وجود دارد. بنابراین هنگامی که شرکت‌ها، تعداد بیشتری از مدیران غیرموظف استخدام می‌نمایند، سود سهام کمتری پرداخت می‌کنند. این یافته‌ها موافق با فرضیه جایگزینی می‌باشد که نشان‌دهنده این است که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف نیاز به ایجاد اعتبار از طریق پرداخت سود سهام دارند. بدین معنی که پرداخت سود سهام جایگزینی برای ایفای وظیفه مدیریتی اعضای غیرموظف هیأت مدیره تلقی می‌شود. بنابراین به‌منظور افزایش توان جذب منابع خارجی، یک شرکت باید اعتباری را از طریق پرداخت سود سهام یا برقراری سازوکار مناسب حاکمیت شرکتی دنبال نماید [۲۳]. یافته‌های تحقیق حاضر در این زمینه، مطابق با نتایج نجار و حسینی (۲۰۰۹) می‌باشد.

ب- بین سودآوری و نسبت پرداخت سود سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

نظریه علامت‌دهی سیاست تقسیم سود، مؤید این نتیجه است که شرکت‌های سودآور تمایل به پرداخت مبالغ بیشتری به‌عنوان سود سهام دارند. از طرفی در شرکت‌های سودآور، از آنجا که بازدهی کسب شده روی سرمایه‌گذاری مالکان زیاد است، لذا مالکان تمایل دارند که جریان‌های نقدی مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری گردد و مبالغ سودهای نقدی آتی افزایش یابد که نتایج مدل لاجستیک، مؤید این واقعیت است. در همین راستا، فرضیه سلسله مراتب پیشنهاد می‌دهد که شرکت‌ها، فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود را با ولویت‌بندی خاصی تأمین اعتبار کنند: در وهله اول، از طریق انباشت

سود در شرکت، در وهله دوم، تأمین مالی از طریق استقراض و در نهایت از طریق مالکان. اگر هزینه بدهی و انتشار سهام در نظر گرفته شوند، شرکت‌ها با سودآوری اندک نیز تمایلی نخواهند داشت تا سودهای سهام پرداخت کنند. این یافته‌ها با تحقیق نجار و حسینی (۲۰۰۹) منطبق است.

پ- بین جریان‌های نقد آزاد (نقدینگی) و نسبت پرداخت سود سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

به‌طور کلی جریان نقد آزاد شاخصی است که می‌تواند به بستنکاران و سهامداران تصویر بهتری از انعطاف‌پذیری مالی شرکت ارائه نماید و از دید آنها شرکتی دارای وضعیت مطلوب است که دارای جریان نقد آزاد بالایی باشد، زیرا شرکت می‌تواند این وجوه را برای اجرای عملیات، توزیع سود سهام، بازپرداخت بدهی و گسترش واحد انتفاعی به کار گیرد [۵]. نتایج حاکی از آن است که جریان نقد آزاد، رابطه مستقیم و معنی‌داری با نسبت پرداخت سود سهام دارد. نجار و حسینی (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند که بین نقدینگی و نسبت پرداخت سود سهام رابطه‌ای وجود ندارد.

ت- بین ساختار دارایی و نسبت پرداخت سود سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

هنگامی که در شرکتی دارایی‌های مشهود افزایش می‌یابد، بدهی‌ها و استقراض کوتاه مدت بانکی افزایش می‌یابد. از سوی دیگر، شرکت‌هایی که مخارج سرمایه‌ای بالاتری را از طریق سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت متحمل می‌شوند، نیازمند تأمین مالی بیشتری هستند و بر اساس تئوری ترتیب هرمی تأمین مالی، ترجیح می‌دهند سود نقدی کمتری توزیع نمایند و بیشتر از طریق منابع داخلی تأمین اعتبار نمایند [۸]. نتایج حاصل در این زمینه مطابق با یافته‌های نجار و حسینی (۲۰۰۹) است.

ث- بین ریسک تجاری و نسبت پرداخت سود سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

عواید ریسکی، ممکن است توانایی واحد تجاری در تأمین بازدهی مورد انتظار سرمایه-گذاران را مختل سازد. به‌علاوه، هر چه ریسک تجاری بالاتر باشد، احتمال اینکه شرکت

ورشکسته شود نیز بالاتر رفته و بنابراین احتمال یا امکان پرداخت سود سهام توسط شرکت کمتر خواهد بود [۱۶]. نجار و حسینی (۲۰۰۹)، نوعی ارتباط منفی بین پرداخت سود سهام و ریسک تجاری را نشان دادند که با یافته‌های این تحقیق منطبق است.

ج - بین سطح بدهی و نسبت پرداخت سود سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

شرکت‌های با بدهی کمتر در ساختار سرمایه و داشتن دارایی‌های وثیقه‌ای بیشتر، از آرامش مالی بالاتری برخوردارند، بنابراین قادر به توزیع درآمد بیشتری بین سهامداران هستند [۸]. نجار و حسینی (۲۰۰۹) نیز به نتایج مشابهی دست یافته‌اند. از سوی دیگر، نتایج مدل لاجستیک، حاکی از آن است که هر چه شرکت اهرمی‌تر باشد، احتمال پرداخت سود نقدی بالاتر خواهد بود و مدیران بر پرداخت سود نقدی اصرار بیشتری می‌ورزند که این امر با مفاهیم متون نمایندگی منطبق است.

چ- بین درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و نسبت پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد.

هر چه تمرکز مالکیت در دست اعضای هیأت مدیره، بیشتر باشد، سود سهام تقسیمی نیز بیشتر خواهد بود، زیرا بدین طریق سودهای سهام وارد جیب مدیران خواهد شد و فرصت‌های پرداخت سود سهام در صورتی پایین خواهد بود که مقدار قابل توجهی به-عنوان سود به اشخاص خارج از شرکت پرداخت شود. در حالت دوم، مدیران زیان خود را از طریق سایر منافع و حق‌الزحمه‌ها، جبران خواهند کرد که این امر نشان‌دهنده یک رابطه مثبت بین درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و نسبت پرداخت سود سهام است [۲۶]. نجار و حسینی (۲۰۰۹) یک رابطه منفی بین این دو متغیر نشان دادند.

متغیرهای اندازه شرکت و فرصت سودآوری با نسبت سود نقدی رابطه معنی‌داری نداشتند و در مدل نهایی وارد نشدند.

۸- پیشنهادها

با توجه به نتایج تحقیق، سهامدارانی که به دنبال کسب سود سهام نقدی هستند و بخش قابل توجهی از درآمد آنها متکی به سود سهام نقدی می‌باشد، در انتخاب‌های سرمایه‌گذاری خود باید به بازده سود سهام نقدی شرکت‌ها در سال‌های گذشته و میزان رشد سود آن‌ها توجه نمایند.

مدیران شرکت‌ها نیز باید مراقب تصمیم‌های خود پیرامون سیاست تقسیم سود باشند، زیرا اگر مدیر شرکتی بخواهد برخلاف ویژگی‌های خاص شرکت در زمینه بازده نقدی گذشته، جایگاه ریسک، فرصت سرمایه‌گذاری و امثال آن، نسبت به تغییر سیاست تقسیم سود شرکت عمل نماید، آنگاه ممکن است با واکنش منفی بازار روبرو شود. از همین رو ارائه اطلاعات کامل، توجهی از سوی مدیریت جهت تنویر افکار عمومی و سهامداران ضروری خواهد بود تا از واکنش منفی بازار جلوگیری به عمل آید.

مؤسسات مالی نیز از آن جهت که در قراردادهای اعطای تسهیلات مالی خود بعضاً سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را محدود به رعایت شرایطی می‌سازند، می‌توانند از نتایج تحقیق بهره‌مند شود. زیرا آگاهی از سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، در بهینه‌سازی شیوه عمل و نحوه اعمال محدودیت‌های مذکور، مفید واقع خواهد شد. از سوی دیگر تحلیل‌گران مالی در انجام تحلیل‌های مالی خود می‌توانند با در نظر گرفتن نحوه تقسیم سود سهام شرکت که در این تحقیق بدان پرداخته شد، نسبت به تخمین برآورد ارزش بازار سهام شرکت‌ها اقدام نمایند، تا سببی از سهام مناسب را شناسایی کنند.

به‌منظور انجام مطالعات آتی نیز پیشنهادهای زیر قابل تأمل است:

۱- بررسی تأثیر سایر عوامل حاکمیت شرکتی از قبیل درصد مالکیت سهام سرمایه‌گذاران نهادی و درصد مالکیت سهام سرمایه‌گذاران خصوصی بر سیاست‌های تقسیم سود.

۲- بررسی تأثیر سایر عوامل حاکمیت شرکتی از قبیل درصد استقلال مدیران، تعداد سال‌های استخدام مدیران، حق الزحمه مدیران و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست‌های تقسیم سود.

- ۳- در این تحقیق دوره زمانی ۸ ساله مورد بررسی قرار داده شده است، پیشنهاد می شود در صورت دسترسی به اطلاعات مورد نیاز دوره های طولانی تری مورد آزمون قرار گیرد تا نتایج قابل اتکاتری بدست آید.
- ۴- تحقیق حاضر در مورد صنایع مختلف به تفکیک صنعت خاص انجام پذیرد و نتایج حاصل، مقایسه گردد.

منابع فارسی

- ۱- اعتمادی، حسین و چالاکی، پری. (۱۳۸۴). "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی های حسابداری و حسابرسی شماره ۳۹، صص ۳۱-۴۷.
- ۲- پور حیدری، امید، محمدی، امیر و رحیمی، علی رضا. (۱۳۸۸). "بررسی پایداری خط مشی تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". تحقیقات حسابداری، شماره ۱، صص ۹۶-۱۱۱.
- ۳- خاکساری، محمد. (۱۳۸۵). "بررسی عوامل موثر بر خط مشی تقسیم سود از دید مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مدیریت و اقتصاد باهنر کرمان.
- ۴- جهانخانی، علی و قربانی، سعید. (۱۳۸۴). "شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰، صص ۲۷-۴۸.

۵-رضوانی زاده، کریم، رکابدار، قاسم و احمدی، رمضان زاده. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه جریان نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". حسابداری مالی، شماره ۴، ص ص ۹۰-۱۱۴.

۶-مستوری، افسانه. (۱۳۸۴). "بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و ارزش بنگاه در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی.

منابع لاتین

7-Abdel salam, O., Masry, A. and Elsegini, S. (2008). "Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market". *Managerial Finance*, Vol. 34 No. 12, pp. 953-964.

8-Aivazian, V., Booth, I. and Cleary, S. (2003), "Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?", *Journal of Financial Research*, Vol. 26 No. 3, pp. 87-371.

9-Al-Malkawi, H.N. (2007), "Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model", *Journal of Economic & Administrative Sciences*, Vol. 23 No. 2, pp. 44-70.

10-Al-Najjar, B. and Hussaianey, A. (2009), "The association between dividend payout and outside directorship", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 10 No. 1, pp.4-19.

11-Amidu, M. and Abor, J. (2006), "Determinants of dividend payout ratios in china". *The Journal of Risk Finance*, vol.7 No.22, pp. 136-145.

12-Baker, H. Kent. (2009) "Dividends and Dividend policy", Willy John & Sons Inc, Canada.

13-Baker, H. Kent, Gail E. Farrelly, and Richard B. Edelman. 1985. "A Survey of Management Views on Dividend Policy." *Financial Management* 14: 3, 78-84.

14-Bathala, C.T. and Rao, R.P. (1995), "The determinants of board composition: an agency theory perspective", *Managerial and Decision Economics*, Vol. 16, pp. 59-69.

15-Borokhovich, K., Brunarski, K., Harman, Y. and Kehr, J. (2005), "Dividends, corporate monitors and agency costs", *The Financial Review*, Vol. 40, pp. 37-65.

16-Chang, R.P. and Rhee, S.G. (1990), "The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions", *Financial Management*, Vol. 19 No. 2, pp. 21-31.

17-DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Stulz, R. (2006), "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory", *Journal of Financial Economics*, Vol. 81 No. 2, pp. 227-54.

18-Doukas, J.A. Mcknight, P. J. and Pantzalis, C., (2005), *Security Analysis, Agency costs and UK Firm Characteristics*, *International Review of Financial Analysis*, 14, pp. 493-507.

19-Easterbrook, F. (1984), "Two agency cost explanations of dividends", *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 650-9.

20-Ho, H. (2003), "Dividend policies in Australia and Japan", *International Advances in Economic Research*, Vol. 9 No. 2, pp. 91-100.

21-Jensen, M.C. and Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-60.

22-Jensen, G.R., D.P. Solberg and T.S. Zorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp.247-263.

23-La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (2000), "Agency problems and dividend policies around the world", *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1-33.

24-Linter, J. (1956), "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earning, and taxes", *American Economic Review*, Vol. 46, pp. 97-133.

25-McKnight, P. J and Weir, C., (2009), "Agency costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, pp. 139-158.

26-Mehar, A. (2002), "Corporate governance and dividend policy", working paper, Munich Personal RePEc Archive, Pakistan.

27-Miller, M., and Modigliani, F., (1961), "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *Journal of business*, Vol. 34, pp. 441-433.

28-Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.

29-Pruitt, S.W., and Lawrence J.G. (1991). "The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms." *Financial Review* 26:3, 409-430

30-Twajjry, A. (2007), "Dividend policy and payout ratio: evidence from the Kuala Lumpur stock exchange". *Journal of Risk Finance*, vol. 8 No. 4, pp. 349-363.