فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال پنجم/شماره ۱۸ /تابستان۹۲/صفحات ۱۵۱- ۱۳۰

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

مجید دلاوری*
الهه یونسی**
سیروس کرراهی مقدم***

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۱/۱۷ **تاریخ پذیرش:** ۹۲/۲/۱۶

چکیده:

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر اهرم مالی بر سیاست تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهـران است. برای سنجش اهرم مالی از نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها استفاده شده است.فرضیه‌های پژوهش حاضر به بررسی رابطه‌ی بین اهرم مالی، بازده سود نقدی و تغییرات سود خالصبه عنوان متغیرهای مستقل و نسبت سود سهام تقسیمی به سود هر سهم بـه عنوان متغیر وابسته پرداخته‌اند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رویکرد تحلیل داده‌های ترکیبی با به کارگیری نمونـه‌ای شامل ۹۵ شـرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهـران بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ استفاده شده است.نتایج پژوهش نشان داد که نسبت بدهی با نسبت سود سهام تقسیمی به سود هر سهم رابطه‌ی منفی معناداری داشته

---

* استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسـلامی واحـد علـوم و تحقیقـات خوزسـتان، گـروه علـوم اقتصـادی، اهـواز، خوزستان، ایران. Email: Mjd_delavari@yahoo.com

** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات خوزسـتان، گـروه حسـابداری، اهـواز، خوزستان، ایران. (نویسنده مسئول) Email: E_yonesi@yahoo.com

*** استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات خوزستان، گروه مدیریت اجرایی، اهواز، خوزستان، ایران. Email: S_korahi@yahoo.com

است. همچنین، بازده سود نقدی و تغییرات سود خالص با نسبت سود سهام تقسیمی به سود هر سهم رابطه‌ی مثبت معناداری داشته‌اند.

واژه‌های کلیدی: نسبت بدهی، نسبت سود سهام تقسیمی به سود هر سهم، سود خالص، بازده سود نقدی

۱- مقدمه

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداختهای نقدی عمده شرکت ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. به رغم اینکه پرداخت سود تقسیمی به طور مستقیم سهامداران را بهره‌مند می‌سازد، توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره‌گیری از فرصت‌های رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (بیکر و پاول، ۲۰۰۵). سیاست تقسیم سود یکی از مواردی است که تحت تأثیر تضادهای نمایندگی قرار دارد به طور کلی، دو دیدگاه متفاوت در زمینه رابطهسود تقسیمی و تضادهای نمایندگی وجود دارد.در دیدگاه اول، سود تقسیمی راه حل کاهش تضادهای نمایندگی بین مدیران و سهامداران و در دیدگاه دوم، سود تقسیمی جایگزینی برای تضادهای نمایندگی است (هو و لیو، ۲۰۰۶).اهرم شرکت یک نقش کلیدی در تشریح سیاست تقسیم سود شرکت بازی می‌کند. این گونه بیان شده که اهرم به طور منفی با تقسیم سود مرتبط می‌باشد. این به این معنی است که شرکت‌ها با نسبت بدهی کم، بیشتر قادر به توزیع سود سهام می‌باشند (موسوی و هنربخش، ۱۳۸۹).

تعدادی از پژوهشگران مثل لینتنر[1](۱۹۵۶)، فاما و بابیک[2](۱۹۶۸)، جونز و فیلیپس[3](۱۹۹۷) اشاره می‌کنند که بسیاری از شرکت‌ها یک برنامه بلندمدت برای پرداخت سود سهام دارند، در حالی که تعداد کمتری از شرکت‌ها تمایل دارند که سودهای سال جاری خود را بین سهامداران تقسیم کنند. لذا مدیران برای ترس از دست دادن میزان مناسبی از نقدینگی سعی می‌کنند میزان سود کمتری را بصورت نقدی تقسیم کنند. آن‌ها بیان می‌کنند

---

1. Lintner
2. Fama and Babiak
3. Joannos and Filippas

که یکی از مهم‌ترین تصمیمات در مدیریت مالی، تصمیمات مربوط به تقسیم سود سهام است. از آن‌جا که خط‌مشی سود سهام در برنامه‌ریزی بلندمدت و پرداخت سود به سهامداران مؤثر است، لذا شرکت ممکن است در تصمیم‌گیری پرداخت سود سهام به دو نکته مهم توجه کند:اول این‌که، عدم پرداخت سود سهام باعث افزایش منابع در دسترس شرکت شده و امکان اجرای پروژه‌های سودآور بیشتر می‌شود و دوم این‌که پرداخت سود سهام منجر به این می‌شود که ارزش سهام از دیدگاه سهامداران افزایش یابد، لذا شرکت‌ها جهت حداکثر کردن ثروت سهامداران میزان سود سهام را به منظور برآورد حداقل بازده مورد انتظار آنها اعلام و تقسیم می‌کنند.

۲-پیشینه پژوهش

۲-۱-پژوهش‌های انجام شده در خارج از کشور

درزمینه بررسی عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود، پژوهش‌های مختلفی صورت گرفته است.

پاتسوراتیز[1] (۱۹۸۹) به بررسی داده‌های بورس یونان پرداخت. وی بر اساس داده‌های ۲۵ شرکت در طی سال‌های ۱۹۷۴ تا ۱۹۸۳ نشان داد که سیاست تقسیم سود و رفتار آن دردرجه‌ی اول اهمیت برای سرمایه‌گذاران قرار دارد.

روزف[2] (۱۹۹۲) پژوهشی را تحت عنوان "شرکت‌ها چگونه نسبت‌های پرداخت سود سهام نقدی خود را تعیین می‌نمایند" به انجام رسانید. در این پژوهش، روزف عواملت عیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را در قالب موارد

۱) هزینه های معاملاتی تأمین مالی از بازار سرمایه

۲)محدودیت‌های تأمین مالی ناشی از افزایش اهرم مالی و عملیاتی و

۳) هزینه‌های نمایندگی مالکیت بیرونی(سهامداران اقلیت)، دسته‌بندی نمود.

بارکلی و همکارانش[3](۱۹۹۵) در پژوهشی"عوامل تعیین کننده اهرم مالی و سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها" را بررسی نمودند. ایشان سه عامل ۱) میزان فرصت‌های سرمایه‌گذاری،

---

[1]. Patsouratis
[2].Rozeff
[3].Barclay, et al.

۲) اثرات پیام‌رسانی تغییرات سود سهام نقدی و ۳) اندازه شرکت، را به عنوان عوامل تعیین کننده احتمالی در سیاست تقسیم سود در شرکت ها در نظر گرفتند.

نیسیم و زیو[1] (۲۰۰۱) به بررسی رابطه‌ی بین تغییرات سودهای تقسیمی و سودآوری آتی شرکت پرداختند. در این پژوهش درآمـدهای آتی و درآمـدهای غیـرعادی طبق فرضیه‌ی محتوای اطلاعاتی اندازه‌گیری شد. نتایج پژوهش نشان داد که تغییرات سودهای تقسیمی اطلاعاتی را در مورد سطح سودآوری شرکت در سال‌های بعد فراهم می‌کند. همچنین، این تغییرات رابطه‌ی مستقیمی با تغییر در درآمد هر سهم در دو سال بعد از تغییر سود تقسیمی دارد.

گرولون **و همکاران**[2] (۲۰۰۲) مطالعاتی در مورد تغییرات سود تقسیمی شرکت‌ها انجام دادند و نشان دادند که افزایش سود تقسیمی باعث کاهش در ریسک سیستماتیک شرکت‌ها خواهد شد و بالعکس.

پژوهش هوانگ و سونگ[3](۲۰۰۵) در بورس چین مهر تأییدی بر پژوهش‌های قبلی مبنی بر رابطه مستقیم اهرم مالی با اندازه شرکت و دارایی‌های ثابت مشهود با سودآوری زد. همچنین، نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که یک همبستگی مثبت بین اهرم مالی و تغییر پذیری قیمت سهام وجود دارد.

هانلن و همکاران[4] (۲۰۰۸) به بررسی میزان اطلاع رسانی سودهای تقسیمی در مورد سودهای آتی پرداختند. ایشان این موضوع را توسط بررسی رابطه بین بازده سهام سال جاری و سودهای سال جاری و آتی برای شرکت‌هایی که در سال جاری سود تقسیمی را پرداخت می‌کنند، آزمودند و برای مقایسه با شرکت‌هایی که سود تقسیمی در سال جاری پرداخت نمی‌کنند، بکار بردند و به این نتیجه رسیدند که هرچه میزان سود تقسیمی پرداختی در شرکت‌ها بیشتر باشد، پیش‌بینی سودهای آتی دقیق‌تر خواهد بود.

حافظ و آتیا[5](۲۰۰۹) درپژوهشی پویائی شناسی و عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در ۳۲۰ شرکت غیر مالی پذیرفته شده در بورس پاکستان در طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۶ را بررسی نمودند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌داد که شرکت‌ها برای اتخاذ سیاست تقسیم

---

1. Nissim and ziv
2. Grullont, et al.
3. Huang and Song
4. hanlon, et al.
5. Hafeez and Attiya

سود با تکیه بر سود هر سهم و سودهای تقسیمی سال‌های گذشته، میزان سود تقسیمی سال آتی را پیش‌بینی می‌کنند.یافته‌های آنها حاکی از آن است که وجه نقد، سودآوری، ساختار مالکیت و نقدینگی بازار اثر مثبتی بر سیاست تقسیم سود دارند، بعلاوه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اهرم مالی اثر منفی بر سیاست تقسیم سود دارند، گذشته از این ارزش بازار سرمایه و اندازه شرکت اثر منفی بر سیاست تقسیم سود دارد که نشان می‌دهد شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها را بیشتر از پرداخت سود تقسیمی به سهامداران شان ترجیح می‌دهند.

لیو[1] (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان "نقش سیاست تقسیم سود بر مدیریت واقعی سود" به بررسی سیاست تقسیم سود بر مدیریت واقعی سود پرداخت. نتایج این پژوهش نشان می‌داد زمانی که سود از پیش مدیریت شده (سود خالص منهای مدیریت واقعی سود) کوچک‌تر از سود تقسیمی سال قبل است مدیران با دست‌کاری فعالیت‌های واقعی اقدام به مدیریت سود به سمت بالا می‌کنند. همچنین زمانی که سود از پیش مدیریت شده بزرگ‌تر از سود تقسیمی سال قبل است مدیران با دست‌کاری فعالیت‌های واقعی اقدام به مدیریت سود به سمت پایین می‌کنند.

آسیف و همکاران[2] (۲۰۱۱) نیز طی پژوهشی به بررسی تأثیر اهرم مالی بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های کشور کراچی پرداختند. نتیجه‌ی پژوهش آنان در ۴۰۳ شرکت در طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۸ حاکی از رابطه‌ی منفی معنادار بین اهرم مالی و میزان سود تقسیمی بوده است. همچنین پژوهش آنان نشان داد که تغییرات سود خالص و بازده سود سهام نقدی نیز بر سیاست‌های تقسیم سود مؤثر است.

۲-۲- پژوهش‌های انجام شده در داخل کشور

بهرام‌فر و مهرانی (۱۳۸۳) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین سود تقسیمی، سود هر سهم و سود پیش بینی شده رابطه معنی‌داری وجود دارد.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) در پژوهشی با عنوان شناسایی عوامل تعیین‌کننده در سیاست‌های تقسیم سود، به نقش اهرم مالی در آن سیاست‌ها اشاره نمود. وی برای محاسبه

---

[1]- Liv
[2]- Asif, et al.

اهرم مالی از نسبت ارزش دفتری بدهی به ارزش روز شرکت استفاده نمود. نتایج پژوهش وی نشان داد که شرکت‌هایی که دارای اهرم مالی و عملیاتی بالائی می‌باشند بواسطه برخورداری از ریسک بالا تمایلی به توزیع سود ندارند. زیرا در مقابل تأمین مالی از منابع خارجی با محدودیت بیشتری مواجه می‌باشند.

اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۴) در پژوهشی، رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را بررسی نمودند. یافته‌های این پژوهش بیانگر این است که رابطه معنی‌داری بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های مورد مطالعه وجود دارد.

پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸) در بررسی پایداری سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار دریافتند که شرکت‌های بورس اوراق بهادار از سیاست تقسیم سود پایداری برخوردار نیستند، علاوه بر این روند تقسیم سود در سال های گذشته تأثیر چندانی بر تقسیم سود سال های آتی ندارد.

رضوانی‌راز و همکاران (۱۳۸۸) رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را مورد بررسی قرار دادند. نتایج ایشان نشان می‌دهد که هم در شرکت‌های بزرگ و هم در شرکت‌های دارای فرصت سرمایه‌گذاری پائین بین وجوه نقد آزاد و تغییرات تقسیم سود رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد. این نتیجه حاکی از این است که مدیران شرکت‌های مذکور در اتخاذ تصمیمات مربوط به سیاست تقسیم سود سه عامل مهم وجوه نقد آزاد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه را مورد توجه قرار می دهد.

هاشمی و اخلاقی (۱۳۸۹) به تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت در ۹۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته‌اند. این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معنی‌دار بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش شرکت وجود دارد. همچنین بین متغیرهای مورد بررسی با ارزش آتی شرکت رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. علاوه بر این با توجه به یافته‌های پژوهش احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت با بالا رفتن نسبت‌های اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بیشتر است.

بنی‌مهد و اصغری (۱۳۹۰) به بررسی اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که نسبت اهرمی با تقسیم سود رابطه‌ای ندارد اما اندازه شرکت و جریان نقدی عملیاتی رابطه معنی‌دار و مثبتی با تقسیم سود دارد.

۳- فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین نسبت بدهی (DR) و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم $(b = \frac{DPS}{EPS})$ ارتباط منفی و معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین بازده سود نقدی (DY) و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم $(b = \frac{DPS}{EPS})$ ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین تغییرات سود (ΔE) و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم $(b = \frac{DPS}{EPS})$ ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

۴-داده‌های پژوهش:

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع کاربردی و بر اساس ماهیت و روش، از نوع همبستگی- توصیفی است. این پژوهش بر اساس طرح پژوهش نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) انجام شده است.در این پژوهش، گردآوری اطلاعات و داده‌های مورد نیاز در دو مرحله انجام شده است. در مرحله‌ی اول برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای (و مراجعه به پایان‌نامه‌ها[1] و مقالات فارسی[2] و انگلیسی از طریق سایت‌ها مربوطه) و در مرحله‌ی دوم، بـــرای گـردآوری داده‌های مورد نظر از صورت‌های مالی ارائه شده به بورس اوراق بهادار[3]، و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط مانند بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز استفاده شده است.

برای انجام این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۴-۱۳۸۹به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شدند و نمونه آماری از میان این شرکت ها با شرایط زیر استخراج گردیده‌اند:

۱- پایان سال مالی آن ها ۲۹ اسفند باشد.

۲- جزء شرکت‌های مالی (مثل بانک‌ها، موسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.

۳- شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۸۴در بورس اوراق بهادار تهران پذیرش شده باشند.

۴- در طی دوره بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.

---

[1]-Www.IRANDOC.ir
[2]-Www.SID.ir
[3]-Www.RDIS.ir

۵- حسابرسی شده و غیر تلفیقی باشند.

با اعمال تمام پنج محدودیت، حجم نمونه بالغ بر ۹۵ شرکت گردید.

۵- مدل پژوهش

مدلی که در این پژوهش مبنا قرار گرفته، با الهام از مطالعه آسیف، رسول و کمال (۲۰۱۱)به شرح زیر است:

$$b_{it}^{*} = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{it} + \alpha_2 DY_{it-1} + \alpha_3 \Delta E_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

در مدل فوق:

α_0: عرض از مبدأ

: ضرایب متغیرهای مستقل و کنترل

b_{it}^{*}: نشان‌دهنده نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم در شرکت i و دوره t

DR_{it}: نشان‌دهنده نسبت بدهی در شرکت i و دوره t

DY_{it-1}: نسبت بازده سود سهام نقدی در شرکت i و دوره t-۱

ΔE_{it}: تغییرات در سود شرکت i و دوره t

ε_{it}: خطای مدل

برای دستیابی به نتایج بیشتر در این پژوهش، دو متغیر کنترلی اندازه‌ی شرکت و جریان وجوه نقد عملیاتی به مدل (۱) اضافه شده و آزمون فرضیه‌های پژوهش به کمک مدل تعدیل شده‌ی (۲) نیز انجام می‌شود:

$$b_{it}^{*} = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{it} + \alpha_2 DY_{it-1} + \alpha_3 \Delta E_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- ضرایب همبستگی پیرسون

همان‌طور که در جدول شماره‌ی (۱) مشاهده می‌شود، میزان همبستگی بین متغیرهای پژوهش، نشان‌دهنده‌ی همبستگی معنادار بین این متغیرهاست. زیرا، سطح معناداری همبستگی بین متغیرها، کمتر از ۰.۰۵ بوده است.

جـدول (۱): ضرایب همبستگی پیرســون بین متغیرهای پژوهش

متغیر	$b=\frac{DPS}{EPS}$	DR	DY	ΔE	SIZE	CFO
$b=\frac{DPS}{EPS}$	۱					
DR	-۰.۳۹۸ (۰.۰۰۵)	۱				
DY	۰.۲۴۳ (۰.۰۰۰)	۰.۱۴۲ (۰.۰۱۴)	۱			
ΔE	۰.۴۹۴ (۰.۰۰۴)	۰.۴۲۶ (۰.۰۰۰)	۰.۳۶۳ (۰.۰۰۹)	۱		
SIZE	۰.۱۲۲ (۰.۰۳۷)	۰.۰۰۲ (۰.۰۸۳)	۰.۰۰۶ (۰.۵۶۴)	۰.۳۵۴ (۰.۰۰۰)	۱	
CFO	۰.۲۲۵ (۰.۰۳۱)	۰.۰۹۴ (۰.۰۱۹)	۰.۲۸۷ (۰.۰۰۰)	۰.۰۷۴ (۰.۰۴۶)	۰.۱۲۸ (۰.۰۲۴)	۱

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

۶-۲- نتایج مدل رگرسیونی پژوهش با استفاده از داده‌های ترکیبی

به منظورگزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، ازآماره‌ی F لیمراستفاده می‌شود. به عبارت دیگر، آماره‌ی آزمون F لیمرتعیین می‌کندکه عرض از مبدأ جداگانه برای هریک از شرکت‌ها وجوددارد یا خیر. درصورتیکه در بین مشاهدات، ناهمگنی یا تفاوت‌های فردی وجود داشته باشد، از روش داده های تابلویی و درغیر اینصورت، از روش داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود زیرا فقط داده‌ها روی هم انباشت شده‌اند و تفاوت بین آنها لحاظ نشده است. در آزمون F لیمر، فرضیه صفر بیانگر یکسان بودن عرض از مبدأها (داده‌های تلفیقی) و فرضیه مقابل نشانگر ناهمسانی عرض از مبدأها (داده‌های تابلویی) است. بدین ترتیب در صورت رد فرضیه روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. با انجام این آزمون برای داده‌های شرکت‌های بورسی در این پژوهش و رد فرضیه صفر از داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. نتایج آزمون معناداری مدل (۱)پژوهش برای سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ به صورت تحلیل ترکیبی داده‌ها به شرح جدول شماره‌ی (۲) می‌باشد. همان‌گونه که در جدول مزبور مشاهـده می‌شود، آماره‌ی F با سطح اطمینان ۹۹٪ (F: 10.3906، p-value:0.000) معنی‌دار است. بنابراین، مدل (۱) پژوهش در کل معنی‌دار بوده و متغیرهای مستقل توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند.

جـدول (۲): نتایج مدل رگرسیونی (۱) پژوهشبا استفاده از داده‌های ترکیبی

شـــرح	ضریب	t-static p-value	R-squared	Adjusted R-squared	F-static	p-value	D-W
عرض از مبدأ	۰.۶۸۷۵	۱۰.۳۲۲۶ ۰.۰۰۵۴	۰.۳۴۶۵	۰.۳۲۹۸	۱۰.۳۹۰۶	۰.۰۰۰۰	۱.۹۳۴۲
DR	-۰.۳۲۴۹	-۱۰.۳۵۶۲ ۰.۰۰۰۰					
DY	۱.۲۱۳۴	۶.۶۸۷۹ ۰.۰۱۹۴					
ΔE	۰.۵۷۶۴	۹.۶۶۸۳ ۰.۰۰۰۰					

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل پژوهش، ضرایب مدل (۱)پژوهش به صورت رابطه‌ی زیر خواهد بود:

$$b_{it}^{*} = 0.6875 - 0.3249 DR_{it} + 1.2134 DY_{it-1} + 0.5764\,\Delta E_{it} + \varepsilon_{it}$$

طبق رابطه‌ی بالا، اگر نسبت بدهی یک شرکت یک ریال افزایش یابد به‌طور متوسطنسبت سود تقسیمی به سود هر سهم(b^*)، ۰.۳۲۴ ریال کاهش می‌یابد و برعکس. افزایش به میزان یک ریال بازده سود سهام نقدی منجر به افزایش ۱.۲۱ ریالی، خواهد شد. از طرفی اگر تغییرات سود افزایش یابد، b^* نیز ۰.۵۷۶ افزایش خواهد یافت. در این رابطه، بازده سود نقدی تأثیر بیشتری نسبت به دو متغیر دیگر یعنی نسبت بدهی و تغییرات سود بر b^* دارد.

نتایج آزمون معناداری مدل (۲)پژوهش (با متغیرهای کنترلی) برای سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ به صورت تحلیل ترکیبی داده‌ها به شرح جدول شماره‌ی (۳) می‌باشد. همان‌گونه که در جـدول مزبـور مشاهـده می‌شود، آماره‌ی F با سطح اطمینان ۹۹٪ (p-value: 0.000, F: 8.4469)معنی‌دار است. بنابراین، مدل پژوهش در کل معنی‌دار بوده و متغیرهای مستقل توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند.

ضریب تعیین تعدیل شده‌ی حاصل از آزمون مدل ۰.۴۴۱۹ است. این رقم نشان می‌دهد که حدوداً ۴۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته یعنی نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم ناشی از متغیرهای مستقل موجود در مدل بوده است. میزان آماره‌ی دوربین واتسون حاصل ۲.۲۱۳۶ می‌باشد، که بیان‌کننده‌ی عدم وجود خود همبستگی در مقادیر خطای مدل است.

جـدول (۳): نتایج مدل رگرسیونی (۲) پژوهشبا استفادهاز دادههای ترکیبی

شـــرح	ضریب	t-static p-value	R-squared	Adjusted R-squared	F-static	p-value	D-W
عرض از مبدأ	۰.۳۵۴۸	۹.۴۴۲۹ ۰.۰۰۰۰	۰.۴۴۹۸	۰.۴۴۱۹	۸.۴۴۶۹	۰.۰۰۰۰	۲.۲۱۳۶
DR	-۰.۴۱۲۲	-۱۰.۱۳۲۸ ۰.۰۰۰۰					
DY	۰.۰۹۳۸	۶.۲۱۴۴ ۰.۰۲۳۲					
ΔE	۰.۱۵۳۸	۸.۲۱۱۹ ۰.۰۰۰۰					
SIZE	۰.۰۸۹۲	۴.۹۶۷۴ ۰.۰۳۸۶					
CFO	۰.۲۶۵۷	۶.۷۸۸۳ ۰.۰۰۰۰					

مأخذ: یافتههای پژوهشگر

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل پژوهش، ضرایب مدلپژوهش به صورت رابطهی زیر خواهد بود:

$$b_{it}^{*} = 0.3548 - 0.4122DR_{it} + 0.0938DY_{it-1} + 0.1538\,\Delta E_{it} + 0.0892SIZE_{it} + 0.2657CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

طبق رابطه بالا، در صورت افزایش یک ریالی نسبت بدهی یک شرکت بهطور متوسط نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم، ۰.۴۱ ریـال کـاهش خواهـد یافـت (و بـالعکس). در حـالی کـه افزایش یک ریالی بازده سود سهام نقدی منجر به افزایش ۰.۰۹ ریالی خواهـد شـد، همچنـین اگر تغییرات سود یک ریال افزایش یابد نیز ۰.۱۵ ریال افزایش خواهد یافت، از طرفـی افـزایش یک ریالی اندازه شرکت و جریان نقد عملیاتی (متغیر کنترلی) به ترتیب باعـث افـزایش ۰.۰۹ و ۰.۲۶ در می‌شود. نسبت بدهی و جریان نقد عملیاتی مؤثرترین متغیرهای موجود بـر ، در ایـن رابطه است.

با مقایسهی ضریب تعیین تعدیل شده حاصل از برآورد دو مدل مشاهده مـی‌شـود کـه ایـن مقدار برای مدل‌های (۱) و (۲) به ترتیب ۰.۳۲۹۸ و ۰.۴۴۱۹ به دست آمـده اسـت. ایـن ارقـام نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مـدل (۲) نسـبت بـه مـدل(۱)، تـوان توضیحی بیشتری برای متغیر وابسته مدل دارند. به بیان دیگـر در مـدل (۲) بـا اضـافه کـردن

متغیرهای کنترلی، ارتباط بین متغیر وابسته و متغیرهای توضیحی بیشتر شده است. لذا، بـرای تحلیل نتایج آزمون فرضیه‌ها از مدل (۲) استفاده شده است.

پس از مشخص شدن نوع مدل آزمون و معنادار بودن آن، نتایج آزمون فرضیه‌های پـژوهش به تفکیک در ادامه ارائه شده است.

۸-۳- آزمون فرضیه اول و نتایج آن

فرضیه‌ی اول به بررسی رابطه‌ی بین نسبت بدهی و نسبت سود تقسیمی به سود هـر سـهم به صورت زیر می‌پردازد:

H_0: بین نسبت بدهی و نسبت سود تقسیمی به سود هر سـهم رابطـه منفـی و معنـی‌داری وجود ندارد.

H_1: بین نسبت بدهی و نسبت سود تقسیمی هر سود به سـهم منفـی و رابطـه معنـی‌داری وجود دارد.

در این فرضیه متغیر وابسته، نسبت سود تقسیمی به هر سهم و متغیر مستقل، نسبت بدهی است. همبستگی بین این دو متغیر به طور مجزا در جدول شماره‌ی (۴) ارائه شده است. در این جدول R، RSquare و Adjusted Rsquareبه ترتیب بیان‌کننده‌ی ضریب همبستگی، ضریب تعیین و ضـریب تعیین تعدیل شده می‌باشد. ضریب همبستگی، میزان تغییرپذیری در متغیر وابسته است که می‌توان به وسیله رگرسیون آن را توضیح داد. ضریب تعیین، به معنی بخشی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیر مستقل توضیح داده می‌شود و ضریب تعیین تعدیل شده نیز میزان پراکندگی نقاط را حول خط رگرسیون (در فضای دو بعدی) اندازه‌گیری می‌کند.

جدول (۴): همبستگی بین نسبت بدهی و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
-۰.۳۹۸	۰.۱۵۸	۰.۱۴۳	۰.۱۴۹	۱.۸۶۷

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول شماره‌ی (۴) ضریب تعیین ۰.۱۵۸ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۱۶ درصد از تغییرات نسبت نسبت سود نقدی تقسیمی به سود هر سهم (متغیر وابسته) به دلیل تغییرات نسبت بدهی است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز ۰.۱۴۳ بوده که هر چه مقدار این شاخص بزرگتر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود. آماره‌ی آزمون دوربین واتسون ۱.۸۶۷ می‌باشد. این آزمون برای بررسی خـود همبستگی خطاها استفاده می-شود. میزان مطلوب آن برای عدم وجود خود همبستگی ۲ می‌باشد. اگر مقدار این آماره بین ۱.۵ تا ۲.۵ باشد، خود همبستگی در مقادیر خطای مدل رد می‌شود. با توجه به این که میزان آماره‌ی دوربین واتسون حاصل ۱.۸۶۷ بوده است، وجود خود همبستگی در مقادیر خطای مدل رد می‌شود.

آزمون معناداربودن ضرایب همان چیزی است که پژوهشگر بدنبال آن می‌باشد. در واقع این آزمون علاوه بر تعیین معناداری ضرایب، جهت اثرآن ضرایب بر متغیر وابسته را نیز تعیین می‌کند. آماره‌ی مربوط برای تعیین معناداری ضرایب، آماره‌یt استیودنت می‌باشد. نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب مدل پژوهش و آماره‌ی t مربوط به فرضیه‌ی اول در جدول شماره‌ی (۵) نشان داده شده است.

جـدول (۵): نتایج آزمون معناداری ضرایب در فرضیه‌ی اول

دوره زمانی	۱۳۸۹- ۱۳۸۴
ضریب	-۰.۴۱۲۲
آماره‌t (p-value)	۱۰.۱۳۲۸ ۰.۰۰۰۰
نتیجه فرضیه	**تایید**
نوع رابطه	**معکوس**

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

نتایج جدول بیان می‌کند که مقدارآماره‌ی p-valueرای متغیر نسبت بدهی ۰/۰۰۰ می‌باشد. با توجه به اینکه سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش۰/۰۵ بوده است،

بنابراین متغیر نسبت بدهی تأثیر معناداری بر نسبت سود تقسیمی به هر سهم داشته است و فرضیه‌ی اول پژوهش با سطح اطمینان ۹۹٪مورد تأیید قرار می‌گیرد.

۸-۴- آزمون فرضیه دوم و نتایج آن

فرضیه‌ی دوم به بررسی رابطه‌ی بین بازده سود سهام نقدی و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم به صورت زیر می‌پردازد:

H_0: بین بازده سود سهام نقدی و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری وجود ندارد.

H_1: بین بازده سود سهام نقدی و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

در این فرضیه متغیر وابسته، نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم و متغیر مستقل، بازده سود سهام نقدی است. همبستگی بین این دو متغیر در جدول شماره‌ی (۶) ارائه شده است. در این جدول R، RSquare و AdjustedRSquareبه ترتیب بیان‌کننده‌ی ضریب همبستگی، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده می‌باشد.

جدول (۶): همبستگی بین بازده سود سهام نقدی و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
۰.۲۴۳	۰.۰۵۹	۰.۰۵۴	۰.۱۲۱	۱.۶۴۹

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول شماره‌ی (۶) ضریب تعیین ۰.۰۵۹ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۶ درصد از تغییرات نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم (متغیر وابسته) را می‌توان به تغییرات بازده سود سهام نقدی نسبت داد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز ۰.۰۵۴ بوده که هر چه مقدار این شاخص بزرگتر باشد پراکندگی نقاط حول خط رگرسیون بیشتر خواهد بود. میزان آماره‌ی دوربین واتسون حاصل از آزمون مدل که ۱.۶۴۹ می‌باشد، که بیان‌کننده‌ی عدم

وجود خود همبستگی در مقادیر خطای مدل است. نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب مدل پژوهش و آماره‌ی t مربوط به فرضیه‌ی دوم نیز در جـدول شماره‌ی (۷) نشان داده شـده است.

جـدول (۷): نتایج آزمون معناداری ضرایب در فرضیه‌ی دوم

دوره زمانی	۱۳۸۹- ۱۳۸۴
ضریب	۰.۰۹۳۸
آماره t (p-value)	۶.۲۱۴۴ ۰.۰۲۳۲
نتیجه فرضیه	تایید
نوع رابطه	مستقیم

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

نتایـج بیان می‌کنـد که مقـدارآمـاره‌ی p-value برای متغیر بازده سود سهام نقدی ۰/۰۲۳۲ می‌باشد. با توجه به اینکه سطح خطای در نظرگرفته شده برای این پژوهش۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر بازده سود سهام نقدی با سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر معناداری بر نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم سال جاری دارد و فرضیه‌ی دوم پژوهش مورد تأیید قرارمی-گیرد.

۸-۵- آزمون فرضیه سوم و نتایج آن

فرضیه‌ی سوم به بررسی رابطـه‌ی بین تغییرات سود خالص و نسبت سود تقسیمی بـه سـود هـر سهم به صورت زیر می‌پردازد:

H_0: بین تغییرات سود خـالص و نسـبت سـود تقسـیمی بـه سـود هـر سـهم رابطـه‌ی مثبـت و معنی‌داری وجود ندارد.

H_1: بین تغییرات سود خـالص و نسـبت سـود تقسـیمی بـه سـود هـر سـهم رابطـه‌ی مثبـت و معنی‌داری وجود دارد.

در این فرضیه متغیر وابسته، نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم و متغیر مستقل، تغییرات سود خالص است. همبستگی بین این دو متغیر در جدول شماره‌ی (۸) ارائه شده است.

جدول (۸): همبستگی بین تغییرات سود خالص و نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
۰.۴۹۴	۰.۲۴۴	۰.۲۳۹	۰.۱۶۹	۲.۳۲۴

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج جدول شماره‌ی (۸) ضریب تعیین ۰.۲۴۴ بوده است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۲۴ درصـد از تغییرات نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم (متغیر وابسته) به تغییرات سود خالص نسبت داده می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده نیز ۰.۲۳۹ بوده است. میزان آماره‌ی دوربین واتسون حاصل از آزمون مدل ۲.۳۲۴ می‌باشد، این عدد بیان‌کننده‌ی عدم وجود خود همبستگی در مقادیر خطای مدل می‌باشد. آزمون معناداربودن ضرایب علاوه برتعیین معناداریضرایب، جهت اثرآن ضرایببرمتغیر وابسته را نیزتعیین می‌کند. آماره‌ی مربوطب را تعیین معناداری ضرایب،آماره‌ی tاستیودنت می‌باشد. نتایج آزمون معنادار بودن ضرایب مدل پژوهش و آماره‌ی t مربوط به فرضیه‌ی سوم در جدول شماره‌ی (۹) نشان داده شده است.

جـدول (۹): نتایج آزمون معناداری ضرایب در فرضیه‌ی سوم

دوره زمانی	۱۳۸۹- ۱۳۸۴
ضریب	۰.۱۵۳۸
آماره t **(p-value)**	۸.۲۱۱۹ ۰.۰۰۰۰
نتیجه فرضیه	**تایید**
نوع رابطه	**مستقیم**

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

نتایج این جدول بیان می‌کند که مقدارآماره‌ی p-value برای متغیر تغییرات سود خالص ۰/۰۰۰ می‌باشد. بنابراین تغییرات سود خالص تأثیر معناداری بر نسبت سود نقدی تقسیمی به سود هر سهم داشته و فرضیه‌ی سوم پژوهش نیز با سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود.

۹- نتیجه‌گیری

نتایج تخمین دو مدل نشان داد که ضریب تعیین تعدیل شده‌ی حاصل از آزمون مدل (۲) بیشتر بوده است. لذا، مدل پژوهش با اضافه کردن متغیرهای کنترلی قابل اتکاتر بوده است و برای آزمون فرضیه‌ها از آن استفاده شده است.نتیجه آزمون این فرضیه‌ها نشان داد که بالا بودن نسبت بدهی، باعث می‌شود شرکت،هزینه‌های مالی بیشتری داشته باشد که باید طی سال پرداخت کند. با افزایش هزینه‌های مالی، ریسک مالی شرکت نیز افزایش می‌یابد و این موضوع سبب می‌شود که شرکت برای مقابله با خطرات احتمالی در دوره‌های بعد نیاز به نگهداری وجوه نقد داشته باشد بنابراین شرکت سود کمتری بین سهامداران تقسیم خواهد کرد. از طرفی دیگر، با افزایش بازده سود سهام نقدی، سودهای تقسیم شده‌ی شرکت نیز افزایش می‌یابد. همچنین شرکت با افزایش سود خود نسبتبه سال قبل برای جبران انتظارات سهامداران میزان سود تقسیمی را افزایش دهد. علاوه بر این، اندازه شرکت و جریان وجوه عملیاتی (متغیرهای کنترلی) هم رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری با سود تقسیمی داشتند.

۱۰- محدودیت‌های پژوهش

-یکی از مهمترین محدودیت‌های این تحقیق؛ درشرایط تورمی ایران؛ استفاده از داده‌های شرکت‌هایی است که بر اساس سیستم بهای تمام شده تاریخی تهیه شده‌اند.

- به علت برخی معیارهای گزینشی (مانند سال مالی منتهی به پایان اسفند ماه، عدم تغییر سال مالی) در انتخاب شرکت‌ها و همچنین ناقص بودن داده‌های برخی شرکت‌ها، تعداد شرکت‌های مورد مطالعه از ۴۳۴ به ۹۵ مورد کاهش یافت. بنابراین، تعمیم نتایج این تحقیق به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط صورت پذیرد.

-در دنیای واقعی یک پدیده ممکن است تحت تأثیر عوامل و متغیرهای متعددی قرار بگیرد. گروهی از این عوامل و متغیرها برای پژوهشگر شناخته شده‌اند و او می‌تواند تأثیر این عوامل را بر روی پدیده مورد نظر تا حدودی مشخص نماید. اما عوامل دیگری وجود دارند که یا پژوهشگر از وجود آن‌ها بی‌اطلاع است و یا این‌که امکان تعیین تأثیر آن‌ها به‌صورت کمی بر

متغیر وابسته مورد مطالعه امکان‌پذیر نیست. لذا، پژوهشگر در هر پژوهشی، تعداد محدودی از این متغیرهای مستقل را می‌تواند مورد بررسی قرار دهد. در مورد این پژوهش نیز عوامل دیگری مانند وضعیت اقتصادی، نرخ تورم، شرایط سیاسی و... که خارج از دسترس پژوهشگربوده می‌تواند بر نتایج پژوهشاثرگذار باشد.

– عدم دسترسی به برخی از متغیرهای تأثیرگذار بر تقسیم سود به دلیل عدم افشای آن‌ها در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت .

۱۱- پیشنهادات

۱۱-۱- پیشنهادات کاربردی

- با توجه به مباحث نظری مطرح، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری به اطلاعات مربوط به تغییرات سود خالص شرکت همراه با میزان نقدینگی آن توجه کنند، زیرا سودآوری به تنهایی معیار اصلی تعیین سودهای تقسیمی نیست و عوامل و متغیرهای متعددی بر سود قابل تقسیم و سودهای نقدی تقسیم شده مؤثر هستند.
- به استفاده‌کنندگان از صورتهای مالی از جمله تحلیل‌گران مالی توصیه می‌شود برای تصمیم‌گیری در مورد تقسیم سود به موضوع نسبت بدهی، سود خالص و جریان نقد عملیاتی توجه‌ای خاص نمایند. همچنین از مدل (۲) ارائه شده این پژوهش، در تحلیل‌های خود استفاده کنند.
- به سهامداران عمده‌ای که نقش مؤثری در مجمع عمومی سالانه شرکت ها دارند توصیه می‌شود تا هنگام تصمیم‌گیری در مورد تقسیم سود به نسبت بدهی توجه ویژه‌ای داشته باشند.

۱۱-۲- پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

– بررسی تأثیرحاکمیت شرکتی و ویژگی‌های هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود.

–بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی از جمله نرخ تورم و نرخ ارز بر سیاست تقسیم سود.

–بررسی تأثیر سایر نسبت‌های مالی از جمله بازده حقوق صاحبان سهام بر سیاست تقسیم سود.

منابع:

۱- اعتمادی، حسین؛ چالاکی، پری. (۱۳۸۴)."رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار". **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۳۹، صص ۴۷-۳۹.

۲- بنی‌مهد، بهمن؛ اصغری، علی. (۱۳۹۰). "بررسی اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار". **مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار**. شماره دهم.

۳- بهرام‌فر، نقی؛ مهرانی، کاوه. (۱۳۸۳)."رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار". **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، شماره۳۶، صص ۷۸-۶۰.

۴- پورحیدری، امید؛ محمدی، امیر؛ رحیمی، علیرضا. (۱۳۸۸). "بررسی پایداری خط‌مشی تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار". **مجله علمی و پژوهشی تحقیقات حسابداری**، شماره ۱، صص ۱۱۱-۹۶.

۵- جهانخانی، علی؛ قربانی، سعید. (۱۳۸۴). "شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده‌ی سیاست سود شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه تحقیقات مالی**، شماره ۲۰، صص ۴۸-۲۷.

۶- رضوانی‌راز، کریم؛ رکابدار، قاسم؛رمضان احمدی، محمد. "بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار".**فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، شماره ۴، صص ۱۰۷-۹۲.

۷- عظیمی یانچشمه؛ مجید. "مطالعه و تبیین کیفیت سود با رویکرد ترازنامه‌ای". **فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی**، شماره ۳۰، صص ۱۲۶-۹۹.

۸- موسوی، علیرضا؛ هنربخش، سمیرا. "بررسی رابطه بین مالکیت متمرکز و نسبت سود تقسیمی (DPS) در صنایع مواد شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، شماره ۷، صص ۱۸۹-۱۵۸.

۹- هاشمی، سید عباس؛اخلاقی، حسنعلی."تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت".**فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، شماره ۶، صص ۴۲-۳۸.

10- Asif, Aasia., Rasool, Waqas and Kamal, Yasir. (2011),"Impact of Financial Leverage on Dividend Policy: Empirical Evidence from Karachi Stock Exchange-Listed Companies". **African Journal of Business Management**. Vol. 5(4), pp. 1312-1324.

11- Baiker, MJ and Pavel. A. (2005),"Efficient Financing under Asymmetric Information". **Journal of Finance**. Vol. 42(5), pp. 1225-1243.

12- Barclay, M. J. et al. (1995),"The Determinants of CorporateLeverage and Dividend Policies". **Journal of Applied Corporate Finance**.

13- Fama, E. F., Babiak, K. (1968),"Dividend Policy, an Empirical Analysis".**Journal of American Statistics Associasion**. Vol. 63, pp. 1132-1161.

14- Grullon, G., Michaely, R and B.Svaminathan, R. (2002), "Are Dividends Change a Signal of Firm Maturity?"**Journal of Business**. Vol. 74, pp. 378-424.

15- Hafeez A, Attiya YJ. (2009),"The Determinants of Dividend Policy in Pakistan".**International Research Journal of Finance and Economics**. Vol. 25, pp. 148-171.

16- Hanlon, M., Myers, J and Shevlin, T. (2008),"Are Dividends Informative About Future Earnings?",**Working Paper**, University of Michigan. papers.ssrn.com

17- Hribar, P and D, Collins. (2007),"Errors in Estimating Accruals: Implications For Empirical Research". **Journal of Accounting Research**. Vol. 40, pp. 105–134.

18- Hu, Y. Liu, S. (2006),"Empirical Analysis of Cash Dividend Payment in Chinese Listed Companies".**Nature Sci**. Vol 3(1), pp. 65-70.

19- Huang, G and Song, FM. (2005),"The Determinants of Capital Structure: Evidence from China". **China Econ. Rev**. Vol. 17(1), pp.14-36.

20- Joannos, J., Filippas, N. (1997),"Dividend Policy of Firms Listed in The Athens Stock Exchange: An Empirical Analysis". **SPOUDAI**. Vol. 47(3), pp. 249 – 285.

21- Lintner, J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". **Am. Econ. Rev**. Vol. 46(2), pp. 97– 113.

22- Liv, K. (2007),"Capital Structure Dynamics: Are Young and Small Firms Different?".**Developmental Aspects of Entrepreneurship Conference**. Mumbai: 17-18 March, New Delhi, 84-97.

23- Nissim, D and Ziv, Z. (2001), "Dividend Change and Future Profitability", **Journal of Finance**. Vol. 6, pp. 2111-2133.
24- Patsouratis, V. (1989),"Corporate Taxation and Dividend Behavior: An Empirical Analysis". **Greek Econ. Rev**. Vol. 11(5), pp. 323 -338.
25- Rozeff, M. (1992),"How Companies set their Dividend-Payout Ratios" in: Stern, J. M. andChew, D.H., **The Revolution in Corporate Finance**.