

بررسی ارتباط بین خط مشی پرداخت سود سهام، مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری
و تامین مالی شرکتی در بورس اوراق بهادار ایران

ساناز حجی *

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سمنان
Sanaz_hadji@yahoo.com

محسن همتی

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سمنان
Hemmati_mohsen2002@yahoo.com

غلامحسین گل ارزی

استادیار گروه مدیریت دانشگاه سمنان، سمنان، ایران
Golarzihosseini@gmail.com

چکیده

هدف از این تحقیق بررسی ارتباط بین خط مشی پرداخت سود سهام، مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری و تامین مالی شرکتی در بورس اوراق بهادار ایران می باشد. مطالعات متعددی در خصوص موضوع خط مشی پرداخت سود سهام انجام شده اما به کشورهای در حال توسعه کمتر توجه شده است که در این مقاله تاثیر مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری و تامین مالی شرکتی را بر خط مشی پرداخت سود سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار می دهیم. نمونه تحقیق شامل ۱۱۷ شرکت است که در بین سالهای ۸۹ تا ۹۳ در بورس ایران وجود داشته اند. در این پژوهش متغیر وابسته پرداخت سود سهام است و متغیرهای مستقل شامل مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری و تامین مالی شرکتی هستند. Q تویین برای اندازه گیری مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری استفاده می شود، اهرم مالی و سررسید بدهی برای اندازه گیری تامین مالی شرکتی و دو شاخص سودآوری و ریسک به عنوان متغیرهای کنترل به کار گرفته شدند. نتایج تحقیق نشان می دهد که مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری و سررسید بدهی عواملی هستند که تاثیر معناداری روی خط مشی پرداخت سود سهام شرکتهای نمونه دارند. همچنین سود آوری و ریسک نقش معناداری را در تعیین خط مشی سود سهام در بورس اوراق بهادار ایران ایفا می کنند.

واژگان کلیدی: سود سهام پرداختی، مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری، تامین مالی شرکتی

مقدمه

خط مشی پرداخت سود سهام^۱ موضوع جالبی در زمینه تامین مالی بوده است که توجه محققینی مانند لیتتر ۱۹۵۶، میلر و مودیگلیانی ۱۹۶۱؛ بیکر، فرلی و ادلمن ۱۹۸۵، آلن و میشلی ۱۹۹۴ را به خود جلب کرده است. سود سهام به عنوان یک منبع مهم درآمد و ارائه اطلاعات در خصوص عملکرد شرکت، در بین سرمایه گذاران از اهمیت خاصی برخوردار است. تنظیم یک خط مشی مناسب برای سود سهام یک وظیفه بسیار مهم برای مدیران است زیرا تاثیر عمده ای بر قیمت سهام شرکت داشته و همچنین می تواند قیمت گذاری دارایی، ساختار سرمایه، ادغام ها و تصاحب شرکتها و بودجه بندی سرمایه را تحت تاثیر قرار دهد (آلن و میشلی ۱۹۹۴). عواملی مانند سودآوری شرکت، ریسک، مالکیت و اندازه شرکت بر خط مشی پرداخت سود به سهامداران اثرگذار است. فرصتهای سرمایه گذاری و تامین مالی شرکت دو عنصری هستند که نقش مهمی در تعیین خط مشی سود سهام ایفا می کنند. مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری^۲ به صورت بالقوه پروژه های سودآوری هستند که شرکتها باید کشف و از آنها برای کسب منافع اقتصادی استفاده کنند (مایرز ۱۹۷۷). فرصتهای سرمایه گذاری موجود برای شرکتها یکی از عوامل اساسی برای رشد شرکت هستند و شرکتها دارای فرصتهای رشد بالقوه، عموماً، قیمت سهام بالاتری دارند. اعتقاد بر این است که فرصت سرمایه گذاری تاثیر واضحی بر خط مشی پرداخت سود سهام شرکتها دارد. افزایش ها در مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری یک شرکت منتهی به افزایش نسبت پرداخت سود سهام و همچنین افزایش بازده سهام آنها می شود (آبوت ۲۰۰۱).

دیدگاه های متعددی در خصوص خط مشی تامین مالی و تصمیمات شرکتها و رابطه آنها با ارزش شرکت وجود دارد. یکی از نظریه های مهم توسط میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) مطرح شد که بیان می کنند در یک بازار سرمایه کامل هیچ رابطه ای بین ارزش شرکت و شیوه تامین مالی وجود ندارد. اما پژوهشگران متعددی هم هستند که دیدگاه مخالف دارند. بر این اساس نمی توانیم از این واقعیت غافل شویم که خط مشی تامین مالی شرکت بر پرداخت سود سهام تاثیر گذار است. هیگینز (۱۹۷۲) بیان می کند که نیازمندیهای بودجه ای شرکتها برای سرمایه گذاری، یکی از عناصری می باشد که بر پرداخت سود سهام تاثیرگذار است. تامین مالی از راه استقراض و هزینه های نمایندگی عوامل دیگری هستند که در تعریف نسبت پرداخت سود سهام، ایفای نقش می کنند. اگرچه در مطالعات زیادی تلاش شده است تا رابطه میان فرصتهای سرمایه گذاری، تامین مالی شرکتی^۳ و خط مشی پرداخت سود سهام را نشان داده شود، لیکن تا کنون این رابطه تایید و اثبات نشده است. (آبور و بوکپین ۲۰۱۰).

مروری بر ادبیات و پیشینه تحقیق

خط مشی سود سهام یک موضوع پیچیده است که همواره مورد بحث بوده است. نه تنها میزان وجه نقد مربوطه و ماهیت تکرار پرداخت سود سهام این موضوع را مهم می سازد، بلکه خط مشی پرداخت سود سهام رابطه نزدیکی با سرمایه گذاری های شرکت و سایر خط مشی های مالی آن دارد (آلن و میشلی ۱۹۹۴). از میان چندین مطالعه در خصوص موضوع خط مشی سود سهام، نظریه عدم ارتباط میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) اختلاف نظر زیادی را برانگیخته است. طبق نظریه آنها در یک بازار کامل که در آن هیچگونه هزینه معامله و مالیات یا عدم تقارن اطلاعات وجود ندارد، خط مشی سود سهام شرکت تاثیری بر ارزش شرکت نداشته و شرکت هیچ گونه خط مشی سود سهام بهینه ندارد. اما یک بازار کامل که در آن تمام اطلاعات به سرعت و به رایگان در اختیار سرمایه گذاران قرار دارد و مالیات یا هزینه معامله وجود ندارند (واسیسک و مک کوون ۱۹۷۲) امری بسیار دور از دسترس است.

-
1. Dividends
 2. Investment opportunity set
 3. Corporate finance

طبق نظریه عدم ارتباط، تحت شرایط عدم اطمینان این خط مشی سود سهام نیست که تعیین کننده ارزش بازار است بلکه خط مشی سرمایه گذاری شرکت است که در واقع اهمیت دارد. شرکت‌هایی که سطح سود پایین اما در قیمت سهام بالایی دارند، ارزششان را از فرصتهای توسعه آتی به دست می آورند (آرتز و بارترام ۲۰۱۰) و عموماً پذیرفته شده است که هدف اصلی تمام شرکتها به حداکثر رساندن ثروت سهامدارانست (بریلی و مایرز ۱۹۹۶). نتیجه مطالعه فاما و فرنچ (۱۹۹۸) نشان می دهد که قیمت‌های سهام با همان روند تغییرات در سودسهام تغییر می کنند و نتایج آن هماهنگ با نتایج بیکر و همکاران (۱۹۸۵) هستند. فرچایلد (۲۰۱۰) اعتقاد دارد که سود سهام می تواند ارزش شرکت را با فرستادن پیامهای مثبت در مورد درآمد جاری و کاهش مساله جریان نقدی آزاد افزایش دهد.

محتوای اطلاعاتی سود توسط بسیاری از پژوهشگران و عمدتاً میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) و آسکیت و همکاران (۱۹۸۶) تایید شده است. نظریه پیام دهی بیان می کند که سود سهام، ابزاری برای مدیران، به منظور نشان دادن عملکرد و سودآوری آتی مورد انتظار برای شرکت به سهامداران هستند (باتاچاریا ۱۹۷۹). اما اشاره شده است که سود سهام همچنین می تواند پیامهای گمراه کننده ای به سهامداران انتقال دهد. ممکن است سرمایه گذاران افزایش سود سهام را نتیجه افزایش در درآمد جاری یا حذف مسائل جریان نقدی آزاد در نظر بگیرند و یا آن را به صورت منفی برداشت کرده و نشانه عدم وجود فرصتهای سرمایه گذاری یا عدم وجود گزینه های رشد بدانند. برنهم و وانتر (۱۹۹۵) بیان می کنند که مالیات زیاد بر سود سهام می تواند یک نشانه سلامت شرکت باشد چون تنها شرکت‌های سودآور و سالم هستند که این قابلیت را دارند که سود سهام بالایی پرداخت کنند.

شرکتها می توانند به جای پرداخت سود سهام، بازخریدسهام را انتخاب کنند که این امر هزینه های مالیاتی کمتری دارد (آلن و میشلی ۲۰۰۳). اما دلیل اینکه چرا شرکتها تصمیم می گیرند به جای بازخرید، سود سهام پرداخت کنند در تئوریک اقدام بر سهامداران نهفته است. در نظریه سهامداران مالیاتی، فرض بر این است که سرمایه گذاران پورتفویهایشان را مطابق با نرخ مالیات نهایی سهام انتخاب می کنند (سوبرامانیام و همکاران ۲۰۱۱). سرمایه گذاران در دامنه های مالیاتی پایین در مقایسه با سرمایه گذاران در دامنه های مالیاتی بالا علاقه بیشتری به پرداخت سود سهام بالا دارند. (دی آنجلو و همکاران ۲۰۰۰).

کلین و همکاران (۲۰۰۲) مفهوم گزینش نادرست را مطرح می کند که نتیجه عدم تقارن اطلاعات می باشد. تعریف اطلاعات نامتقارن در تامین مالی شرکتی این است که مدیران شرکت اطلاعات بهتر و کاملتری در مورد ارزش و فرصتهای سرمایه گذاری شرکت در مقایسه با غیرخودیهایی که به عنوان شرکت کنندگان بازار شناخته می شوند دارند (کلین و همکاران ۲۰۰۲). شرکت‌هایی که توسط سهامداران کنترل می شوند به جای تامین مالی از طریق استقراض و سرمایه بیرونی منابع تامین مالی درونی را انتخاب می کنند تا از زیانهای ناشی از قیمت گذاری نادرست اجتناب کنند (نوئه و ربلو ۱۹۹۶) و از سوی دیگر وقتی هیچگونه عدم تقارن اطلاعات وجود ندارد، آنچه در انتخاب خط مشی مالی اهمیت می یابد تنها عوامل موثر بر سهم رانتهای گرد آوری شده توسط مدیر است. یکی از نتایج تعارضات میان خودیهایی شرکت و سهامداران رشد، هزینه های نمایندگی است. هزینه نظارت توسط رئیس، هزینه های ضمانت کردن نماینده و زیانهای باقیمانده در نتیجه لغزش هزینه ای نمایندگی تحمل شده توسط سرمایه گذاران هستند. در واقع هزینه نمایندگی زمانی تحمل می شود که تعارض میان مدیریت و سهامدارانی که هیچگونه حق اظهار نظر در مدیریت ندارند ایجاد می شود (جنسن و مکلینگ ۱۹۷۶).

شرکتهای بالغ که قادر به ایجاد درآمد کافی به منظور پوشش دادن نیازهای سرمایه گذاری مالی از طریق عملیات هستند، باید جریانهای نقدی آزادشان را به شکل سود سهام مصرف نمایند (جنسن ۱۹۸۶). زمانی که مدیران ذینفع در سهام شرکت تصمیم می گیرند جریانها نقدی اضافه را برای استفاده برای منافع خصوصی نگه دارند، این امر سبب حاکمیت شرکتی ضعیف شده و در این مواقع مسائل نمایندگی ایجاد می شود. هزینه نمایندگی که جنسن (۱۹۸۶) در نظریه اش اشاره می کند مربوط به نیت مدیریت برای سرمایه گذاری روی پروژه های با NPV (ارزش خالص فعلی) منفی است. اما پرداخت سود سهام می تواند این مساله را با کنترل نقدینگی موجود در اختیار مدیران کاهش دهد (فرچایلد ۲۰۱۰). همانطور که مطالعات لانگ و لیتزنبرگر (۱۹۸۹) نشان می دهد، قیمت سهام شرکتهایی که پرداخت سود سهامشان را در حال داشتن جریانهای نقدی اضافه افزایش داده اند بالا رفته است؛ این در زمانی بوده است که فرصتهای سرمایه گذاری سودآور معدودی وجود داشته اند.

فرصتهای سرمایه گذاری و پرداخت سود سهام

یکی از مهمترین عناصر ارزش بازار فرصتهای سرمایه گذاری موجود در اختیار شرکت است. فرض مشترک مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری، هزینه کردن سرمایه برای تولید یک محصول جدید یا گسترش یک خط تولید فعلی است (کالاپور و ترومبلی ۲۰۰۱). در واقع فرصتهای سرمایه گذاری، پروژه های بالقوه سودآور هستند که شرکتهای باید کشف کرده و از آنها برای به دست آوردن منافع اقتصادی استفاده کنند (مایرز ۱۹۷۷) و ارزش مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری وابسته به مخارج اختیاری آتی مدیران در شرایط عدم نیاز به سرمایه گذاریهای بیشتر روی داراییها است (مایرز ۱۹۷۷) و مخارج اختیاری مدیران بستگی به وجوه داخلی شرکت و همچنین ظرفیت شرکت برای انتشار بدهی با ریسک پایین دارد (تریانتیس ۲۰۰۰). یک شرکت دارای رکود مالی داراییهای نقدی یا سریع یا ظرفیت بدهی اضافه دارد به نحوی که می تواند از فرصتها برای سرمایه گذاری روی پروژه های با ارزش خالص مثبت فعلی استفاده کند بدون اینکه اوراق بهادار ریسک دار انتشار دهد (اسمیت و کیم ۱۹۹۴).

کالاپور و ترومبلی (۲۰۰۱) ذکر می کنند که فرصت سرمایه گذاری تاثیر قابل توجه بر چشم انداز مدیران، مالکان، سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان در مورد ارزش شرکت دارد. شرکتهای دارای فرصتهای گسترش بالقوه سودآور، قیمتهای سهام بالاتری دارند اگرچه ممکن است در حال حاضر سود پایینی داشته باشند (آرتز و بارترام ۲۰۱۰). مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری تاثیر روشنی روی خط مشی پرداخت سود سهام شرکتهای دارند. افزایشها در مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری یک شرکت منتهی به افزایش نسبت پرداخت سود سهام و همچنین افزایش بازده سود سهام می شود (آبوت ۲۰۰۱). بر عکس، (اسمیت و واتس ۱۹۹۲) و (گیور و گیور ۱۹۹۳) بر این اعتقاد هستند که سرمایه گذاری و پرداختهای سود سهام در استفاده از منابع نقدی شرکتهای در رقابت اند؛ احتمالاً شرکتهای پرداخت سود سهامشان را کاهش می دهند تا از فرصتهای سرمایه گذاری موجود در اختیارشان استفاده کنند. شرکتهایی که فرصت رشد دارند باید از جریانهای نقدی آزاد در سرمایه گذاریها استفاده کنند، بنابراین انتظار می رود که این شرکتهای خط مشی سود سهام پایین تر را دنبال کنند (جونز و شارما ۲۰۰۱). سوبرامانیام و همکاران (۲۰۱۱) نیز رابطه منفی و قوی میان خط مشی سود سهام و فرصتهای رشد یافته اند. در بازاری با اطلاعات نامتقارن، پرداخت سود سهام را می توان نشانه ای از عدم وجود فرصتهای سرمایه گذاری با ارزش خالص مثبت برای شرکت تفسیر کرد (فرچایلد ۲۰۱۰). در حالی که شرکتی که سود سهام پرداختی را کاهش می دهد پیامی به سرمایه گذاران مبنی بر این می فرستد که فرصتهای سرمایه گذاری جذابی وجود دارد که در نتیجه آن پرداختهای سود سهام کاهش یافته تا جریان نقدی آزاد لازم برای سرمایه گذاری تامین شود (بلک ۱۹۷۶).

هویت سهامداران روی خط مشی پرداخت سود سهام شرکتها در ارتباط با فرصتهای سرمایه گذاری موجود تاثیر دارد. وقتی فرصتهای سرمایه گذاری برای شرکتها وجود دارند، ممکن است سهامداران تصمیم بگیرند از سود سهام به نفع فرصت رشد سودآور چشم پوشی کنند (جنسن ۱۹۸۶). بلعکس زمانی که هیچگونه فرصت رشدی برای یک شرکت وجود ندارد ممکن است شرکت تصمیم بگیرد مدیران را تحت فشار قرار دهد تا سود سهام را توزیع کنند و به این ترتیب درآمد و سود نتواند به نفع خودیهای شرکت استفاده شود (گوگلر ۲۰۰۳). نظریه میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) تایید کننده این واقعیت است که وقتی سطح بهینه سرمایه گذاری تعیین شد، پرداخت سود سهام اولین مورد است که کاهش می یابد. اما شرکتها ترجیح می دهند به جای اینکه هر فصل، نرخ جدیدی را تعیین کنند پرداختهای سود سهام ثابتی داشته باشند (لینتتر ۱۹۵۶). عقیده بر این است که شرکتیهای دارای خط مشی سود سهام پایدار شهرت و ارزش بیشتری در بازار دارند و به این دلیل است که مدیران سعی دارند مفهوم فرضیه هموار سازی را به کار گیرند. مطابق با فرضیه هموارسازی، سود منتهی به سود سهام می شود. فرضیه هموار سازی بیان می کند که شرکتها تقریباً به صورت محتاطانه خط مشی های پرداخت سود سهام را تغییر می دهند زیرا مدیران از کاهش سود سهام در زمان افول سود شرکت آکراه دارند (باسه و ردمن ۲۰۱۱).

بنابراین اولین فرضیه موردنظر تحقیق به صورت زیر تدوین می شود:

H1. رابطه منفی میان مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری و خط مشی پرداخت سود سهام وجود دارد.

تامین مالی شرکتی و پرداخت سود سهام

میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) اولین پژوهشگرانی بودند که پیشنهاد کردند در یک بازار سرمایه کامل هیچ رابطه ای میان ارزش شرکت و شیوه تامین مالی داراییها وجود ندارند. آنها اعتقاد داشتند که نرخ رشد شرکت همان نرخ رشد سود سهام به ازای هر سهم نیست مگر در شرایطی که کل تامین مالی به صورت داخلی انجام پذیرد. تحت شرایط اطلاعات نامتقارن، تصمیمات تامین مالی منتهی به پیام دهی در خصوص ارزش شرکت به بازار شده و به این ترتیب بر ارزش اوراق بهادار تاثیر گذارند (وولریدج ۲۰۰۲)؛ همچنین مطابق با نظریه بی ارتباطی میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) در یک بازار سرمایه کامل که در آن هیچگونه عدم تقارن اطلاعات وجود ندارد، تحت یک تصمیم سرمایه گذاری معین، ارزش شرکت از تصمیمات تامین مالی مستقل است و به این ترتیب پرداخت سود سهام تاثیری روی ارزش شرکت یا ثروت سهامدار ندارد.

در یک بازار سرمایه ناقص که دارای شرایط واقع بینانه است و در آن عدم تقارن اطلاعات وجود دارد و هزینه های نمایندگی، معامله و مالیات و داراییها به طور کامل قابل تشخیص و تفکیک نیستند، احتمال دارد که یک رابطه بین ساختار مالی یک شرکت و تصمیمات سرمایه گذاری اش وجود داشته باشند (وانگ ۲۰۱۰). در واقع نقصهای بازار تاثیر معناداری روی مرتبط بودن تصمیمات تامین مالی و سرمایه گذاری دارند (پیترسون و بنیش ۱۹۸۳).

بر اساس مدل پیام دهی ساختار سرمایه، انتظار می رود که شرکتیهای با ارزش بالاتر، اهرم مالی بیشتری داشته باشند (کلین و همکاران ۲۰۰۲). هم زمان با وجود عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت گذاری کمتر از واقع سهام مالکانه، بدهی و سود نگهداشته شده، در مقایسه با صدور سهام مالکانه، روشهای بهتری برای تامین مالی هستند (میلر و مودیگلیانی ۱۹۶۱). در حالی که پرداخت سود سهام تاثیر منفی روی فرصت سرمایه گذاری یک شرکت دارد، تامین مالی بیرونی می تواند تاثیر مثبتی بر سرمایه گذاری داشته باشد، زیرا وجه نقد قابل استفاده را افزایش می دهد (مک کیب ۱۹۷۹). فرض عمومی در تجزیه و تحلیل خط مشی سود سهام این است که شرکتها باید نیازهای مالی سرمایه گذاری کنونی و آتی را از طریق تامین مالی بیرونی

برآورده کنند که برای شرکت پر هزینه خواهد بود. شرکتی که بدهی بلند مدت جدیدی را برای خود ایجاد می کند، باید، پرداخت سود سهام را کاهش دهد (مک کیب ۱۹۷۹). مطابق با جنسن (۱۹۸۶)، اهرم مالی تاثیر معناداری بر کاهش هزینه های نمایندگی در یک شرکت دارد. از سوی دیگر، سطح بدهی روی خط مشی پرداخت سود سهام در شرکتها تاثیر دارد. اما در حالی که پژوهشهای زیادی در زمینه اهرم مالی و خط مشی پرداخت سود سهام انجام شده اند، نظریه و دیدگاه های متفاوتی در این ارتباط وجود دارند. بنابراین فرضیه های زیر مطرح می شوند:

H2. یک رابطه منفی بین پرداخت سود سهام و تامین مالی شرکتی وجود دارد

H3. یک رابطه مثبت بین پرداخت سود سهام و سودآوری وجود دارد.

پیشینه تحقیق

تیم آدام و همکاران^۴ (۲۰۰۷) در تحقیقی با عنوان "فرصت های سرمایه گذاری و متغیرهای شاخص، تئوری ها و شواهد" نشان دادند که با وجود نقش مهمی که فرصت های سرمایه گذاری در گزارشات مالی شرکت دارند، هیچ توافقی مبنی بر چگونگی ارزیابی مجموعه فرصت های سرمایه گذاری وجود ندارد. به نظر می رسد در یک مقیاسه نسبی، گرچه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن و نسبت سود به قیمت هر دو به عنوان شاخص های فرصت های سرمایه گذاری در نظر گرفته می شوند، ولی نسبت ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری آن بهترین متغیر در نشان دادن فرصت های سرمایه گذاری شرکت در طول چندین سال اخیر می باشد و بیشترین محتوای اطلاعاتی را در خصوص فرصت های سرمایه گذاری دارا است.

یون^۵ (۲۰۰۳) در تحقیقی با عنوان سود، جریان نقدی و بازده سهام رابطه بین بازار سهام و دو نمونه از دو معیار جریانهای نقدی عملیاتی و سود استفاده نموده است. علاوه بر این، در این تحقیق رابطه بین بازار سهام با اجزای سود ارزیابی شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که از لحاظ رابطه بازار سهام، سود نسبت به جریانهای نقدی عملیاتی برتری دارد. هنگامی که رابطه بازده سهام با اجزای تشکیل دهنده سود بررسی شد، جریانهای نقدی عملیاتی رابطه مثبت قوی تری با بازده سهام نشان دادند. همچنین اقلام تعهدی رابطه مثبتی با بازده سهام دارند.

ویدهان، کنت لن و استانکو^۶ (۲۰۰۱)، به بررسی رابطه بین فرصت های رشد و سیاست های مالی در شرکت های آمریکایی پرداختند. نمونه آماری تحقیق متشکل از ۱۲۲ شرکت (صنایع دفاعی و صنایع تولیدی) در طول سالهای ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۵ بود. در این دوره تغییرات زیادی در فرصت های سرمایه گذاری بوجود آمده است. آنها برای اندازه گیری فرصت های سرمایه گذاری از پنج معیار ۱- نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم، ۲- نسبت مخارج سرمایه ای به ارزش دفتری دارایی ها، ۳- نسبت ارزش دفتری دارایی به ارزش بازار دارایی، ۴- نسبت هزینه تحقیق و توسعه به ارزش دفتری دارایی ها و ۵- نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده نمودند. نتایج رابطه معکوس میان فرصت های سرمایه گذاری و بدهی را نشان داد.

4 . Tim Adam & Vidhan K.goya

5 . Uon

6 . Vidhan, Kenneth Lehen & Stanko.

فردیناد و همکاران^۷(۱۹۹۹)، رابطه میان میزان بدهی و خط مشی تقسیم سود با در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند. از آنجا که تئوری این فرضیه از وجود ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری (IOS) یا بدهی و سیاست تقسیم سود حمایت می‌کند، نتایج تحقیق نیز این تئوری را تأیید کرد و مشخص شد، شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری (IOS) پایین هستند بدهی و تقسیم سود آنها بالا است.

بارکلی و همکاران^۸(۱۹۹۵)، در پژوهش تحت عنوان عوامل تعیین‌کننده سیاست‌های اهرمی و تقسیم سود شرکت‌ها، سه عامل ۱- میزان فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ۲- اثرات پیام‌رسانی تغییرات سود سهام نقدی و ۳- اندازه شرکت را به عنوان عوامل تعیین‌کننده احتمالی در سیاست‌های تقسیم سود مورد بحث قرار دادند. در این تحقیق نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت به عنوان معیار جایگزین فرصت‌های سرمایه‌گذاری به کاررفته است و با توجه به نتایج تحقیق، شرکت‌های برخوردار از این فرصت‌های سرمایه‌گذاری تمایلی به توزیع سود نداشته‌اند. در مورد اثرات پیام‌رسانی نیز زمانی که شرکت افزایشی در سود تقسیمی اعلام می‌کند، حاکی از اطمینان به سودآوری آتی شرکت است.

تیتمن و همکاران^۹(۱۹۹۳)، رابطه میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان نقد آزاد را در شرکت‌هایی که درگیر خرید یکپارچه اهرمی بودند مورد آزمون قرار دادند. آنها با توجه به تئوری جریان نقد آزاد نشان دادند شرکت‌هایی که خرید یکپارچه اهرمی دارند دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری غیر سودآور و جریان نقد آزاد بالاتر می‌باشند.

اسمیت و واتز^{۱۰}(۱۹۹۲) به بررسی رابطه میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی، سیاست‌های تقسیم سود و پاداش، پرداختند و نشان دادند که ارتباط معناداری بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با دو متغیر تقسیم سود و تأمین مالی وجود دارد.

گی‌ورها^{۱۱}(۱۹۹۳) در مطالعه‌ای تحت عنوان شواهد ضمیمه ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سیاست‌های تقسیم سود، پاداش و تأمین مالی، مطالعات اسمیت و واتز را بسط دادند. نتایجی که گی‌ورها به دست آوردند با یافته‌های اسمیت و واتز مطابقت داشت. آنها نشان دادند، شرکت‌هایی که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب برخوردار هستند، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام آنها پایین است و این شرکت‌ها سود نقدی کمتری را نسبت به شرکت‌های فاقد رشد توزیع نموده‌اند.

سان‌جیو مارک^{۱۲}(۱۹۹۱)، به بررسی رابطه میان، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد تحقق یافته پرداختند. جهت اندازه‌گیری رشد تحقق یافته از ارزش دفتری دارایی‌ها و رشد فروش نسبت به یک سال پایه برای دوره ۱۳ ساله از سال ۱۹۷۸ تا ۱۹۹۱ و جهت اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری از ۱۱ معیار استفاده شده است. این تحقیق نشان داد، نسبت‌هایی که بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار محاسبه شده‌اند با رشد تحقق یافته رابطه معکوس دارند و نسبت‌های مخارج سرمایه‌ای، ارزش بازار و ارزش دفتری با رشد تحقق یافته رابطه مثبت دارند. اما میان نسبت سود هر سهم به قیمت هر سهم و نسبت‌های تحقیق و توسعه نیز با رشد تحقق یافته رابطه ای وجود ندارد.

7 . Ferdinand & Burch

8 . Barkli & set

9 . Titman & st

10 . Asmit & Wats ،۱۹۹۲.

11 . Gy Werha ،۱۹۹۳.

12 . Sanjey Kallapur & M ark.

روش تحقیق

برای استفاده از رگرسیون خطی، نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق، یعنی پرداخت سود سهام، شرط لازم می باشد. جهت بررسی نرمال بودن، از آزمون «کولموگروف-اسمیرنوف^{۱۳}» استفاده شده است؛ در واقع این آزمون جهت بررسی نرمال بودن توزیع داده‌های یک متغیر کمی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

جامعه آماری

جامعه آماری این تحقیق از کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس تشکیل می‌شود. از آنجا که روند ۵ سال اخیر متغیرهای مورد بررسی مد نظر بوده است، کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس که طی سالهای ۱۳۸۹ تا انتهای سال ۱۳۹۳ در بورس حضور داشته و سهام آنها در بورس خرید و فروش شده است، جزء جامعه آماری این تحقیق قرار گرفته است. شرکت های مورد نظر بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده اند:

- از ابتدای سال ۱۳۸۹ لغایت پایان سال ۱۳۹۳ در بورس حضور داشته باشند.

- صورتهای مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.

- طی بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداده باشند.

- سودآور بوده و سود خود را تقسیم کرده باشند.

- جزء شرکتهای واسطه‌گری نظیر لیزینگها، بانکها، شرکتهای سرمایه گذاری، بیمه و ... نباشند.

- صورت های مالی و سایر اطلاعات مورد نیاز آنها در بازه زمانی مورد نظر در دسترس باشد.

بر طبق آمار موجود در انتهای سال ۱۳۹۳، ۵۹۸ شرکت در بورس وجود داشته است که با در نظر گرفتن شرایط فوق در خصوص انتخاب شرکت های نمونه، حجم تعدیل شده جامعه آماری به ۱۱۷ شرکت تغییر یافته که در نهایت همین تعداد به عنوان جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفت. به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، از تحلیل رگرسیون با مدل خطی استفاده شده است.

متغیرهای تحقیق و مدل‌های مورد استفاده

متغیر وابسته پرداخت سود سهام است که با تقسیم سود سهام به ازای هر سهم بر سود به ازای هر سهم به دست می‌آید. پرداخت سود سهام می‌تواند اطلاعاتی در خصوص عملکرد شرکت و اینکه چه میزان از سود شرکت به سهامداران پرداخت می‌شود را به سهامداران ارائه دهد. مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری و تصمیمات تامین مالی شرکتی متغیرهای مستقل این مطالعه هستند. برای اندازه گیری تامین مالی شرکتی دو نسبت استفاده می‌شوند: اهرم مالی و نسبت سر رسید بدهی. اهرم مالی به صورت بدهی کل تقسیم بر سهام مالکانه کل اندازه گیری می‌شود که نشان دهنده میزان بدهی و سهام ممتاز استفاده شده در ساختار سرمایه یک شرکت است. سر رسید بدهی با تقسیم بدهی بلند مدت (بدهی با سر رسید بعد از ۱ سال) بر

بدهی کل اندازه گیری می شود. از Q توبین برای اندازه گیری مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری استفاده می شود که به شرح زیر محاسبه شده است:

$$Q = \frac{\text{ارزش بازار سهام عادی و ممتاز در انتهای سال} + \text{ارزش دفتری کل بدهی ها (جاری و بلند مدت)}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی ها}}$$

مدیران در تنظیم خط مشی پرداخت سود سهام شرکت همواره سودهای جاری و تاریخی را به حساب می آورند (پرویت و گیتمن ۱۹۹۱). سطح سود مورد انتظار نیز تاثیر معناداری بر پرداخت سود سهام دارد (بیکر و همکاران ۱۹۸۵). سود آوری به عنوان یکی از عواملی که پیوسته یک عامل عمده در توانایی شرکت برای پرداخت سود سهام در نظر گرفته شده است به عنوان متغیر کنترل استفاده شود همچنین ریسک که توسط بتا اندازه گیری می شود نیز به عنوان یک متغیر کنترل دیگر مورد استفاده قرار می گیرد. شرکتی با سابقه سود پایدار احتمالاً دارای ریسک کمتری دانسته می شود، زیرا سود آتی می تواند به صورت مثبت پیش بینی شود. انتظار می رود چنین شرکتی سود سهام را در نرخ بالاتری در مقایسه با شرکتی با سود ناپایدار بپردازد (پرویت و گیتمن ۱۹۹۱).

در خصوص تاثیر تامین مالی شرکتی و مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری بر خط مشی پرداخت سود سهام، مدلهای رگرسیون چند گانه داده های تابلویی زیر استفاده شده است:

$$DP = \alpha_0 + \beta_1 IO + \beta_2 Lev + \beta_3 Pro + \beta_4 Risk \quad \text{مدل (۱):}$$

$$DP = \alpha_0 + \beta_1 IO + \beta_2 Debt Matu + \beta_3 Pro + \beta_4 Risk \quad \text{مدل (۲):}$$

DP شاخص اندازه گیری پرداخت سود سهام و IO نماینده مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری است. شاخصهای تامین مالی شرکتی شامل Lev که یک شاخص اندازه گیری اهرم و $Debt Matu$ که شاخص سررسید بدهی، است. متغیرهای کنترل، Pro نماینده سودآوری او $Risk$ که توسط بتا اندازه گیری می شود.

یافته های تحقیق

همانطور که بیان شد برای استفاده از رگرسیون خطی، نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق، یعنی پرداخت سود سهام، شرط لازم می باشد. جهت بررسی نرمال بودن، از آزمون «کولموگروف-اسمیرنوف^{۱۴}» استفاده شده است؛ در واقع این آزمون جهت بررسی نرمال بودن توزیع داده‌های یک متغیر کمی مورد استفاده قرار می گیرد. برای بررسی ادعای نرمال بودن متغیر به صورت زیر اقدام می شود:

جدول ۱. داده های توزیع نرمال قبل و بعد از تبدیل

چولگی						
ریسک (بتا)	سودآوری	سررسید بدهی	اهرم	فرصت سرمایه گذاری (Q توبین)	پرداخت سود سهام	
۰,۱۴۶	۰,۵۰۸	۰,۸۸۷	۱,۰۸۲	۲,۵۲۹	۱,۸۹۱	اولیه
-	-	-	-	۰,۶۴۹	-۰,۵۲۲	تبدیل بر اساس لگاریتم نرمال

جدول ۱ نشان می دهد که تمام متغیرها به جز پرداخت سود سهام و فرصت سرمایه گذاری توزیع نرمال دارند. اما بعد از تبدیل لگاریتم نرمال دو متغیر مذکور، تمام متغیرها در دامنه ۱ و ۱- هستند که نرمال در نظر گرفته می شود.

آمار توصیفی

جدول ۲ آماره های توصیفی متغیرهای وابسته و مستقل و کنترلین مطالعه را نشان می دهد. نمونه شامل ۱۱۷ شرکت ثبت شده در بورس تهران در دوره ۱۳۸۹ و ۱۳۹۳ است. دو متغیر خط مشی پرداخت سود سهام و مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری تبدیل لگاریتمی می شوند تا با فرض توزیع نرمال سازگار باشند.

میانگین، انحراف معیار، سطح مینیمم و ماکزیمم هر متغیر در این جدول نشان داده شده است. مقدار میانگین برای پرداخت سود سهام که متغیر وابسته این مطالعه است ۲۷۴,۱، برای مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری که توسط Q توبین اندازه گیری می شود ۷,۰۷ با انحراف معیار ۵,۲۹، برای اهرم که با تقسیم بدهی کل بر سهام مالکانه کل اندازه گیری می شود میانگین ۰,۲۹ با انحراف معیار ۲,۰۱ و مقدار میانگین سررسید بدهی ۰,۱۲ است که نشان می دهد ۳۰ درصد بدهی کل متعلق به مقوله بدهی کوتاه مدت است. سودآوری بر اساس نسبت بازده روی دارایی اندازه گیری می شود و مقدار میانگین ۱,۴۱ با انحراف معیار ۵,۶۶ و ریسک که با بتا نشان داده می شود مقدار میانگین ۰,۶۳ دارد.

14. Kolmogorov-Smirnov (K-S)

جدول ۲. آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی	حداقل	حداکثر
پرداخت سود سهام	۲۷۴,۱	۲۱۹,۸	۰,۵۳	-۰,۵۶	۱	۸۵۰
فرصت های سرمایه گذاری	۷,۰۷	۵,۲۹	۱,۶۹	۳,۴۸	۱,۳۷	۲۸,۸۸
اهرم مالی	۰,۲۹	۲,۰۱	۸,۰۵	۶۶,۲۸	۰	۱۸,۳۴
سودآوری	۱,۴۱	۵,۶۶	۱۰,۱۷	۱۰۷,۰۶	-۰,۶	۶۰,۷۶
سررسید بدهی	۰,۱۲	۰,۱۲	۲,۰۲	۴,۰۵	۰	۰,۵۷
ریسک بتا	۰,۶۳	۰,۵۹	۱,۰۲	۶,۴۴	-۱,۰۸	۳,۸

جدول ۳. آزمون نرمال بودن متغیرها

متغیرها	Z کولموگروف-اسمیرنوف	سطح معناداری
پرداخت سود سهام	۱,۱۵۷	۰,۱۳۷

جدول ۴. نتایج حاصل از رگرسیون

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	مدل اول		مدل دوم	
			ضریب B	آماره t	ضریب B	آماره t
وابسته	DP	پرداخت سود سهام	-	-	-	-
مقدار ثابت	α	عرض از مبدا	۳۲۱,۸	۷,۷۸	۳۳۷,۳۲	۶,۲۱
متغیرهای مستقل		IO	-۵,۳۷	-۱,۳۸	-۶,۳۴	-۱,۵۱
		Lev	۷,۸۹	۰,۷۶	۰,۴۵	۰,۱۷
		Pro	-۴,۵۵	-۱,۲۵	-۴,۶۷	-۱,۲۹
		Debt Matu			-۷۶,۶۲	-۰,۴
		Risk	-۸,۹۶	-۰,۲۶	-۳,۸۸	-۰,۱۱
		R ضریب همبستگی	۰,۱۹	-	۰,۱۸	-
		R Square ضریب تعیین	۰,۰۴	-	۰,۰۳	-
		Adjusted R Square ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۰۰۱	-	۰,۰	-
		آماره دوربین-وانسون	۲,۰۸	-	۲,۰۹	-
		آماره F فیشر	۱,۰۴	-	۰,۹۳	-

$$DP = \alpha_0 + \beta_1 IO + \beta_2 Lev + \beta_3 Pro + \beta_4 Risk$$

فرضیه اول :

با توجه به جدول شماره ۴، ضریب تعیین تعدیل شده متغیرها تنها ۰,۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توصیف می کنند. آماره دوربین و انسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. ضرایب بدست آمده مدل بصورت زیر است:

$$DP = 321,8 - 5,37 IO - 7,89 Lev - 4,55 Pro - 8,96 Risk$$

بدون حضور هیچ یک از متغیرهای مستقل، متغیر DP بطور متوسط ۳۲۱,۸ واحد است. با افزایش یک واحد IO، متغیر DP به میزان ۵,۳۷ واحد کاهش می یابد. با افزایش یک واحد Lev، متغیر DP به میزان ۷,۸۹ واحد افزایش می یابد. با افزایش

یک واحد Pro، متغیر DP به میزان ۴,۵۵ واحد کاهش می یابد. با افزایش یک واحد Risk، متغیر DP به میزان ۸,۹۶ واحد کاهش می یابد. پس رابطه ای منفی بین مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری و خط مشی پرداخت سود سهام وجود دارد.

$$DP = \alpha_0 + \beta_1 IO + \beta_2 Debt\ Matu + \beta_3 Pro + \beta_4 Risk$$

فرضیه دوم:

آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. ضرایب بدست آمده مدل بصورت زیر است:

$$DP = ۳۳۷,۳۲ - ۶,۳۴ IO - ۷۶,۶۲ Debt\ Matu - ۴,۶۷ Pro - ۳,۸۸ Risk$$

در این فرضیه نیز بدون حضور هیچ یک از متغیرهای مستقل، متغیر DP بطور متوسط ۳۳۷,۳۲ واحد است. با افزایش یک واحد IO، متغیر DP به میزان ۶,۳۴ واحد کاهش می یابد. با افزایش یک واحد Debt Matu، متغیر DP به میزان ۷۶,۶۲ واحد، با افزایش یک واحد Pro، متغیر DP به میزان ۴,۶۷ واحد و با افزایش یک واحد Risk، متغیر DP به میزان ۳,۸۸ واحد کاهش می یابد. در نتیجه رابطه ای منفی بین مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری و خط مشی پرداخت سود سهام وجود دارد.

اعتقاد بر این است که مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری و پرداخت سود سهام رابطه منفی با یکدیگر دارند. تا زمانی که شرکتهای فرصت سرمایه گذاری روی پروژه های با NPV مثبت را دارند ترجیح می دهند جریان نقدی آزاد را درون سازمان نگه دارند تا از آنها برای برآورده کردن نیازهای تامین مالی استفاده کنند. اگرچه جالب است که نتیجه این مطالعه رابطه معکوس را نشان می دهد. از این رو فرضیه اول که می گوید رابطه ای منفی میان مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری و خط مشی پرداخت سود سهام وجود دارد تایید می شود. این نشان می دهد که شرکتهای با فرصتهای رشد مورد انتظار مثبت، مشتاق به پرداخت سود سهام نیستند. این ناهماهنگی با دیدگاه جنسن (۱۹۸۹) است که بر این باور است که اگر شرکتهای بالغ از منبع جریان نقدی آزاد سود سهام پرداخت کنند می توانند درآمدی بیشتری از نیازمندیهای تامین مالی شان از طریق عملیاتشان به دست آورند. مورک و یئونگ (۲۰۰۵) نیز اشاره می کنند که اقدام به توزیع جریان نقدی آزاد به شکل سود سهام نشان دهنده حاکمیت شرکتی خوب به سرمایه گذاران است. اغلب پژوهشهای تجربی و نظری در این زمینه تایید می کنند که رابطه میان پرداخت سود سهام و قیمت سهام مثبت است و این به عبارت دیگر بدان معناست که افزایش در پرداخت سود سهام منتهی به بالا رفتن قیمت سهام می شود (فیر چالد ۲۰۱۰).

دو شاخص اندازه گیری تامین مالی شرکتی که شامل اهرم مالی و سررسید بدهی هستند، در این مطالعه برای یافتن رابطه میان تامین مالی شرکتی و پرداخت سود سهام استفاده شدند. نتایج نشان می دهند که رابطه منفی با پرداخت سود سهام برای هر دو شاخص اندازه گیری مزبور وجود دارد ضمن این که سر رسید بدهی همبستگی معناداری با پرداخت سود سهام دارد. بنابراین می توان نتیجه گیری کرد که فرضیه دوم پذیرفته می شود. و این مطابق با هیگینز (۱۹۷۲)، روزف (۱۹۸۲) و مولاه (۲۱۱) است که یک رابطه منفی میان اهرم مالی و پرداخت سود سهام یافتند. اگرچه ضریب منفی بود، اما معنادار نبود. بر اساس تحلیلهای این پژوهش، سررسید بدهی در مقایسه با اهرم رابطه منفی قویتر و معنادار از نظر آماری را با پرداخت سود سهام نشان می دهد. این هماهنگی با مطالعات انجام شده توسط مک کیب (۱۹۷۹) و بر خلاف یافته های بارکلی و اسمیت پسر (۱۹۹۵) و همچنین آبور و بوکپین (۲۰۱۰) است. برای شرکتهایی که سررسید بدهی هایشان در ضمن ظهور فرصتهای

سرمایه گذاری جدید فرا می رسد، عدم پرداخت سود سهام یک راه ایده آل است تا مدیران مجبور به رد کردن پروژه های با ارزش خالص فعلی مثبت نباشند (مایرز ۱۹۷۷). جنسن (۱۹۸۶) بدهی را به عنوان یک عامل در نظری می گیرد که میزان جریان نقدی آزاد را کاهش می دهد. آنچه در اینجا می توان استنتاج کرد آن است که هر چه سررسید بدهی بالاتر باشد، سطح جریان نقدی آزاد پایین تر می آید؛ به این ترتیب مدیران ترجیح می دهند پرداختهای سود سهام را کاهش دهند تا با توجه به افزایش نیازهای تامین مالی شرکت، منابع نقدی را درون شرکت نگه دارند.

سود آوری همبستگی منفی و معنادار با پرداخت سود سهام داشت. این گونه استنتاج می شود که هر چه سودآوری شرکت بالاتر باشد، شرکت تمایل کمتری به پرداخت سود سهام دارد. زیرا شرکت های سودآور فرصتهای رشد بیشتر دارند و ترجیح می دهند جریان نقدی آزاد را در پروژه های با رشد آتی سرمایه گذاری کنند (روزف ۱۹۸۲).

نتیجه این مطالعه نشان می دهد که رابطه منفی و معنادار میان ریسک و پرداخت سود سهام وجود دارد که به صورت ضمنی حاکی از آن است که شرکت های با ریسک بالاتر معمولاً سود سهام کمتری می پردازند. این یافته هماهنگ با نتیجه مطالعات انجام شده توسط روزف (۱۹۸۲)، دوسوزا و ساکسنا (۱۹۹۹) و آمیدو و آبور (۲۰۰۶) است. شرکتها در زمان بالا بودن نرخ ریسک بازار سود سهام کمتری می پردازند (کولینز و همکاران ۱۹۹۶). روزف (۱۹۸۲) اشاره می کند که شرکت های با بتای بالاتر، سود سهام کمتری پرداخت می کنند و بتای بالا نشان دهنده اهرم مالی و عملیاتی بالا است و اینکه این شرکتها به احتمال بیشتری تحت تامین مالی بیرونی قرار دارند.

نتیجه گیری

این پژوهش تلاش داشت تا اهمیت خط مشی پرداخت سود سهام را در بازار ایران نشان دهد. نمونه شامل ۱۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس ایران برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ بود. مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری به عنوان یکی از عوامل تعیین کننده مهم پرداخت سود سهام رابطه منفی و معنادار با خط مشی پرداخت سود سهام دارد. اگرچه تمام شرکتها فرصتهای سرمایه گذاری مثبت داشتند، همگی تصمیم به پرداخت سود سهام نگرفته بودند. برداشت کلی این است که با افزایش فرصتهای سرمایه گذاری، شرکتها معمولاً پرداختهای سود سهام را کاهش می دهند تا منابع مالی موجود را برای سرمایه گذاری مجدد نگه دارند. نتیجه این مطالعه به صورت ضمنی نشان می دهد که عملیات مناسب و حاکمیت مطلوب این شرکتها به آنها این امکان را داده است که روی پروژه های جدید سرمایه گذاری کنند (لاپورتا و همکاران ۱۹۹۷). از سوی دیگر افزایش در پرداخت سود سهام منتهی به افت قیمت سهام می شود (عیسی، هارون و یحیی ۲۰۰۶، کو اسماعیل و چندلر ۲۰۰۵). یافته این مطالعه همچنین همسو با نتایج مورک و یئونگ است (۲۰۰۵).

شاخصهای تامین مالی شرکتی رابطه منفی با پرداخت سود سهام داشتند ضمن این که تنها سررسید بدهی رابطه معناداری با خط مشی پرداخت سود سهام نشان داد. بنابراین می توان نتیجه گیری کرد که سطح بالاتر بدهی، پرداخت سود سهام را محدود می کند. ریسک که یکی از متغیرهای کنترل این مطالعه است رابطه منفی و معنادار با پرداخت سود سهام نشان داد. رابطه منفی و معنادار سودآوری و پرداخت سود سهام نشان دهنده اهمیت این عامل برای خط مشی پرداخت سود سهام است. این مطالعه نشان داد که مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری، سررسید بدهی، ریسک و سودآوری به عنوان عوامل مهمی هستند که بر خط مشی پرداخت سود سهام در شرکتها تاثیر می گذارند.

References

- Abbott, L., (2001) 'Financing, dividend and compensation policies subsequent to a shift in the investment opportunity set', *managerial finance*, vol. 27, no. 3, pp. 31-47.
- Abor, and Bokpin, G., (2010) 'Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy Evidence from emerging markets', *Studies in Economics and Finance*, vol. 27, no. 3, pp. 180-194.
- Adam, Tim & K.goya, Vidhan, (2007) 'Dividend policy and payout ratio: evidence from the Kuala Lumpur stock exchange', *The Journal of Risk Finance*, vol. 8, no. 4, pp. 349-363.
- Allen, F. and Michaely, R. (2003) 'Payout policy', in Constantinides, G.M., Harris, M. and Stulz, R.M. (ed.) *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland, Amsterdam.
- Aretz, and Bartram, S., (2010) 'corporate hedging and shareholder value', *The Journal of Financial Research*, vol. XXXIII, no. 4, winter, pp. 317-371.
- Arclay, and Smith, Jr, W. (1995) 'The Maturity Structure of Corporate Debt', *The Journal of Finance*, vol. 50, no. 2, June, pp. 609-631.
- Basse, and Reddemann, (2011) 'Inflation and the dividend policy of US firms', *Managerial Finance*, vol. 37, no. 1, pp. 34-46.
- Basiruddin, Rohaida and et.all.(2013) "Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia", *Journal of Applied Finance& Banking*, vol. 3, no. 1, pp 123-136
- Black, (1976) 'The Dividend Puzzle', *the Journal of Portfolio Management*, vol. 2, no. 2, pp. 5-8.
Dividend Payout Policy in the Industrial Products Sector of Malaysia 135
- Brealey, A.R. and Myers, S.C. (1996) *Principles of Corporate Finance*, 5th edition, New York: McGraw-Hill.
- Collins, Saxena, K. and Wansley, (2002) 'The role of insiders and dividend policy: a comparison of regulated and unregulated firms', *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, vol. 9, no. 2, pp. 1-9.
- DeAngelo, H., DeAngelo, and Skinner, (2000) 'Special dividends and the evolution of dividend signaling', *Journal of Financial Economics*, vol. 57, no. 3, p. 309-354.
- Fairchild, r. (2010) 'Dividend policy, signaling and free cash flow: an integrated approach', *Managerial finance*, vol. 36, no. 5, pp. 394-413.
- Fama, E., and French, (1998) 'Taxes, Financing Decisions, and Firm Value', *The Journal of Finance*, vol. 53, no. 3, June, pp. 819-843.
- Gaver, J., and Gaver, (1993) 'Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies', *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, no. 1-3, p. 125-160.
- Higgins, (1972) 'The corporate dividend-saving decision', *Journal of Financial and Quantitative*, vol. 7, no. 2, pp. 1527-1541.
- Jensen, M., (1986) 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp. 323-329.
- Jones, S. and Sharma, r. (2001) 'The association between the investment opportunity set and corporate financing and dividend decisions: some Australian evidence', *Managerial Finance*, vol. 27, no. 3, pp. 48-64.

2nd International Conference on Modern Research's in

Management, Economics & Accounting

Kualalumpur - Malaysia / 15 Dec 2016

- Kallapur, and Trombley, (2001) 'The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement', *Managerial Finance*, vol. 27, no. 3, pp. 3-15.
- Klein, O'Brien, T., and Peters, S., (2002) 'Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review', *The Financial Review*, vol. 37, pp. 317-350.
- Lang, and Litzenberger, (1989) 'Dividend announcements : Cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis', *Journal of Financial Economics*, vol. 24, no. 1, p. 181–191.
- Noe, T., and Rebbelo, M., (1996) 'Asymmetric Information, Managerial Opportunism, Financing, and Payout Policies', *Journal of Finance*, vol. 51, no. 2, June, pp. 637-660.
- Smith, R., and Kim, J.-H. (1994) 'The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns', *The Journal of Business*, vol. 67, no. 2, April, pp. 281-310.
- Subramaniam, R., Devi, S.S. and Marimuthu, M. (2011) 'Investment opportunity set and dividend policy in Malaysia', *African Journal of Business Management*, vol. 5, no. 24, October, pp. 10128-10143.
- Triantis, (2000) 'Financial Slack Policy and the Laws of Secured Transactions', *The Journal of Legal Studies*, vol. 29, no. 1, January, pp. 35-69.
- Wang, D.H.-M. (2010) 'Corporate investment, financing, and dividend policies in the high-tech industry', *Journal of Business Research*, vol. 63, pp. 486-489.
- Wooldridge, J. (2002) 'Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data', MIT Press.