

فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت

دوره ۱۱، شماره یک، بهار ۱۴۰۰، صص ۲۲-۵

بررسی تاثیر میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی

(با تاکید بر نقش فرصت‌های سرمایه‌گذاری)

یونس بادآور نهندی<sup>۱</sup> و محمدعلی کاوه نژاد<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۶/۶، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۱/۱۸

چکیده

سیاست تقسیم سود همواره با سایر تصمیمات مالی شرکت در تعامل است و این رابطه تعاملی تحت تاثیر شرایط مختلف قرار می‌گیرد. از جمله مهم‌ترین عوامل تاثیرگذار بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و سایر تصمیمات مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. این پژوهش به بررسی تاثیر میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی با تاکید بر نقش فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۳۱ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب، و دوره زمانی آن بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ است. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای می‌باشد و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر ندارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر ندارد. همچنین، فرصت‌های سرمایه‌گذاری در میزان اثربخشی سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر مثبت و معنادار دارد.

**کلمات کلیدی:** میزان سود تقسیمی سهام، رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری.

۱- نویسنده مسئول، دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران و آدرس پست الکترونیکی:

[badavarnahandi@iaut.ac.ir](mailto:badavarnahandi@iaut.ac.ir)

۲- کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد علوم و پژوهش‌ها آذربایجان شرقی، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران و آدرس پست الکترونیکی:

[kaveh\\_alia@yahoo.com](mailto:kaveh_alia@yahoo.com)

## مقدمه

سیاست تقسیم سود یکی از بخش‌های ابتدایی تامین مالی شرکت‌هاست که به وسیله مدل‌های مالی پیچیده تحلیل می‌شود و یکی از مشکلاتی است که اکثر کارشناسان مالی با آن مواجه هستند. به همین دلیل مطالب بسیاری درباره تأثیری که سود تقسیمی بر ثروت سهام‌داران و سایر مواردی که مربوط به رشد شرکت می‌شود، بیان نشده است. عقیده بر این است که اعلام سود تقسیمی به عنوان یک پیش‌بینی کننده مطلوب از عملکرد مالی آتی شرکت است. شواهد حاکی از آن است که تحلیل میزان سود تقسیمی و تغییرات آن در طول زمان می‌تواند اطلاعات مفیدی در مورد عملکرد مالی شرکت و توانایی آن در جهت ایجاد جریان نقد آتی، به سرمایه‌گذاران ارائه کند (برزسزسینکی و جرز، ۲۰۰۷). برای مدیران مالی شرکت تعیین مناسب‌ترین سیاست سود تقسیمی و عواملی که ممکن است بر تعیین این سیاست تأثیرگذار باشند از همه مهم‌تر است. عوامل زیادی از قبیل اندازه شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اهرم شرکت، هزینه نمایندگی، اثر انتشار پیام، ثبات سودآوری، محدودیت تامین مالی خارجی، ترکیب سهام‌داران و مالیات وجود دارند که ممکن است بر تدوین سیاست سود تقسیمی تأثیر بگذارند (رمضانزاده زیدی، ۱۳۸۸).

سود نقدی قسمتی از سود شرکت است که به صورت نقد به سهام‌داران پرداخت می‌شود. توزیع سود نقدی قدیمی‌ترین و معمولی‌ترین راه انتقال بازده شرکت به سهام‌داران می‌باشد. مدیریت شرکت همواره باید در خصوص نگهداری و یا توزیع تمام یا بخشی از سود سهام تصمیم‌گیری کند (پال و پوجا، ۲۰۰۷). پرداخت سود سهام به صاحبان سهام عادی یکی از راه‌هایی است که شرکت می‌تواند بدان وسیله مستقیماً بر ثروت سهام‌داران اثر بگذارد. یکی از مهم‌ترین اهداف مدیریت شرکت، افزایش ثروت سهام‌داران می‌باشد. هدف از اجرای چنین سیاستی، تعیین نقشی است که آن سیاست در به حداکثر رسانیدن ثروت سهام‌داران ایفا می‌کند. سیاست سود تقسیمی در طول فرآیند برنامه‌ریزی اتخاذ می‌شود و بخشی از استراتژی بلندمدت سرمایه‌گذاری و تامین مالی شرکت است که به طور همزمان تدوین می‌شوند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۶). برای حفظ رشد، شرکت‌هایی با وجوه داخلی ناکافی باید به منابع خارجی سرمایه متوسل شوند. هزینه سرمایه خارجی به اطمینان سرمایه‌گذاران به اینکه چقدر مدیریت به طور موثر از این وجوه استفاده خواهد

## مدیریت مطالعات کمی در مدیریت..... / ۷

کرد، بستگی دارد. اطمینان و اعتماد سرمایه گذاران به مدیریت از انتشار اطلاعات بین سهام داران و مدیریت و مکانیسم های مناسب برای جلوگیری مدیریت از هدر دادن وجوه روی پروژه های غیر سودآور و بهبود مزایای شخصی شان نشات می گیرد. هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران و مدیران پایین تر بوده و تضادهای نمایندگی پایین تر باشند، هزینه سرمایه رقابتی تر و نرخ رشد بالاتر است (دمیرگوک-کورت و ماکسیمویک، ۱۹۹۸؛ خورانا و همکاران، ۲۰۰۶).

پرداخت سود سهام توسط شرکت ها، تحت تاثیر عوامل بسیاری از جمله وضعیت نقدینگی، پیشرفت و توسعه شرکت، ثبات عواید و نیاز به سرمایه گذاری شرکت می باشد. سیاست تقسیم سود شرکت را تخصیص سود حاصله میان سهام داران یا انباشته کردن سود در شرکت می گویند. انباشت یا تقسیم سود هر دو هدف قابل قبولی هستند اما متضادند، هر قدر شرکت سود بیشتری توزیع کند، اندوخته کمتری خواهد داشت و در نتیجه شرکت رشد پایین تری دارد. لذا یکی از وظایف ظریف و خطیر مدیران مالی، تقسیم سود حاصله به نحو مطلوب بین سهام داران و اندوخته هاست به صورتی که ارزش شرکت حداکثر شود. سیاست های خاص تقسیم سود بستگی به فرصت های سرمایه گذاری و رشدی دارد که در یک محیط اقتصادی وجود دارد. در زمانی که فرصت های سرمایه گذاری تحت یک اقتصاد ضعیف محدود شده اند، شرکت ها به احتمال زیاد از سیاست های خاص تقسیم سود استفاده می کنند (برادی و همکاران، ۲۰۱۴). تغییرات سود تقسیمی پیامدهای کوتاه مدتی برای فرصت های سرمایه گذاری دارد و برعکس، اما روابط بین دو متغیر در بلندمدت ضعیف است. سود تقسیمی و سرمایه گذاری به یکدیگر وابسته هستند؛ بر اساس بررسی آنها، در زمانی که شرکت از سیاست تقسیم سود ثابت استفاده می کند، با کاهش دادن منابع تامین مالی داخلی باعث مختل شدن سرمایه گذاری می شود؛ در حالی که در زمانی که از سیاست تقسیم سود باقی مانده استفاده می کند، از سود تقسیمی می کاهد تا نیازهای سرمایه گذاری را تامین نماید (دان هام، ۲۰۰۸).

در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران برای علامت دهی درباره عملکرد جاری و آتی خود از سود تقسیمی استفاده می کنند. با این ترتیب که افزایش غیرمنتظره در سود تقسیمی، اخبار خوبی درباره عملکرد آتی شرکت منعکس می کند و کاهش غیرمنتظره در سود تقسیمی اثر بالعکس دارد (باتاچاریا، ۱۹۷۹). معمولاً شرکت هایی اقدام به تقسیم سود می کنند که نمی توانند سود خود را سرمایه گذاری کنند. سود تقسیمی به سیاست سرمایه گذاری شرکت بستگی دارد. شرکت هایی که فرصت های

سرمایه‌گذاری (رشد) سودآوری دارند، سود را به عنوان یک منبع تامین مالی تلقی می‌کنند. لانگ و لیتزن برگر (۱۹۸۹) و دی آنجلو و همکاران (۲۰۰۰) اعتقاد دارند تئوری پیام‌رسانی و تئوری جریان‌های نقدی آزاد تا حد زیادی قادر است تاثیر تقسیم سود بر رشد و ارزش شرکت را در حالت وجود یا عدم وجود فرصت‌های رشد توضیح دهد. توضیح تئوری پیام‌رسانی در این رابطه بر اساس تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران است. لوپز و ویسته (۲۰۱۰) نشان دادند که در حالت وجود فرصت‌های رشد، بین تقسیم سود و رشد و ارزش شرکت رابطه منفی وجود دارد و همچنین معتقدند با فرض وجود تقارن اطلاعاتی و در حالت وجود فرصت‌های رشد (سرمایه‌گذاری)، تقسیم سود توسط شرکت می‌تواند باعث کاهش منابع داخلی، افزایش نیاز به منابع خارجی و در نهایت کاهش رشد و ارزش شرکت شود. بنابراین انتظار می‌رود که در حالت وجود فرصت‌های رشد، بین سود تقسیمی و رشد و ارزش شرکت رابطه منفی وجود داشته باشد. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که در حالت عدم فرصت‌های رشد، بین تقسیم سود و رشد و ارزش شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

گورسوی و آی دوگان (۲۰۰۲)، معتقدند طبق تئوری جریان‌های نقدی آزاد، سیاست تقسیم سود بیشتر باعث کاهش منابع وجوه تحت کنترل مدیران می‌شود. بنابراین شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد نیستند، از طریق توزیع سود قادر خواهند بود از هدر رفتن منابع کمیاب بنگاه اقتصادی جلوگیری کنند. لذا در بنگاه اقتصادی که فرصت‌های رشد ندارد، انتظار می‌رود رشد و ارزش شرکت با تقسیم سود دارای رابطه‌ای مثبت باشد. زمانی که شرکت از نظر میزان وجوه نقد در دسترس تنگنایی ندارد، مدیر از لحاظ تخصیص منابع بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود با مشکل جدی روبرو نیست و اما زمانی که با کمبود وجه نقد مواجه است، روابط بین تقسیم سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری منفی می‌شود (دانیل و همکاران، ۲۰۰۸). طبق تئوری سلسله مراتبی، شرکت‌ها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، سود پرداختی به سهام‌داران خود را کاهش می‌دهند؛ چون عدم تقارن اطلاعاتی، نشانه‌ای در ارتباط با ارزش شرکت به بازار سرمایه منتقل می‌کند. اگر شرکت‌ها به منابع مالی خارجی نیاز داشته باشند ترجیح می‌دهند تا سود پرداختی به سهام‌داران خود را کاهش دهند تا اینکه این منابع را از بازار سرمایه تامین کنند. در انطباق با تئوری سلسله مراتبی، شرکت‌ها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند،

به دو دلیل اساسی پرداخت سود را کاهش می‌دهند؛ اول اینکه، هزینه‌های تامین مالی خارجی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌رود، و دوم اینکه، هزینه تامین مالی خارجی همیشه گرانتر از تامین مالی داخلی است (دشموخ، ۲۰۰۵).

سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری به یکدیگر وابسته هستند؛ در زمانی که شرکت از سیاست تقسیم سود ثابت استفاده می‌کند، با کاهش دادن منابع تامین مالی داخلی باعث مختل شدن سرمایه‌گذاری می‌شود؛ در حالی که در زمانی که از سیاست تقسیم سود باقی مانده استفاده می‌کنند، از سود تقسیمی می‌کاهد تا نیازهای سرمایه‌گذاری را تامین نماید (درمیز و کورز، ۲۰۰۸). شرکت‌ها در مرحله رشد از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری برخوردارند و بر این اساس وجه نقد کمتری را به تقسیم سود اختصاص می‌دهند. در نتیجه، انتظار می‌رود تقسیم سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در مرحله رشد مستقل از هم نباشند. علاوه بر این، با توجه به اینکه در مرحله بلوغ، فروش واحد تجاری به ثبات قابل ملاحظه‌ای رسیده است، شرکت از جریان نقد آزاد بیشتری خواهد داشت و از فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتری برخوردار است؛ به این ترتیب، مدیر از لحاظ تخصیص منابع بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تقسیم سود با مشکل جدی روبرو نیست. به این ترتیب، انتظار می‌رود رابطه بین سود تقسیمی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در مرحله بلوغ کمتر از مرحله رشد باشد (بلک، ۱۹۹۸). توضیح بر اینکه میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر دارد؛ می‌توان بیان کرد شرکت‌هایی که با عدم تقارن اطلاعاتی دست و پنجه نرم می‌کنند، سطح میزان سود پرداختی به سهام‌داران به جهت تداوم روند رشد شرکت پایین می‌باشد و همچنین شرکت‌هایی که به دنبال ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند، سعی می‌کنند سود پرداختی به سهام‌داران را به منزله بهبود رشد و ارزش شرکت کاهش دهند. بنابراین با افزایش میزان سود تقسیمی، رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی نیز تحت تاثیر قرار می‌گیرد. با توجه به مطالب فوق، این پژوهش به دنبال یافتن پاسخ به این سوال است که تاثیر میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی چگونه است؟ همچنین نقش فرصت‌های سرمایه‌گذاری در این ارتباط چگونه است؟

### پیشینه پژوهش

آنیل و کاپور (۲۰۰۸)، در پژوهشی به تعیین عوامل موثر بر خط مشی تقسیم سود در بورس اوراق بهادار کشور هند برای شرکت‌های فن‌آوری اطلاعات (IT) در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ پرداختند؛ نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سودآوری و جریان نقدی تاثیر مستقیمی بر خط‌مشی تقسیم سود دارند، اما مالیات و فرصت رشد تاثیر منفی بر سود تقسیمی شرکت‌ها دارند. گوش و سان (۲۰۱۴)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سیاست تقسیم سود با رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی در بورس اوراق بهادار آمریکا در بازه زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۳ با نمونه آماری ۷۹۴ شرکت پرداختند؛ نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین هزینه‌های نمایندگی و سیاست تقسیم سود با رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد.

عرب صالحی و اخلاقی (۱۳۹۰)، در پژوهشی به بررسی تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تامین مالی و مالیات بر خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ با نمونه آماری ۱۲۳ شرکت پرداختند؛ نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و خط مشی تقسیم سود ارتباط منفی و معنادار وجود دارد. همچنین بین اهرم مالی و منابع تامین مالی با خط مشی تقسیم سود ارتباط منفی و معنادار و بین موعد پرداخت بدهی با خط مشی تقسیم سود ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. این در حالی است که نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش در برخی صنایع تأیید و در برخی صنایع رد گردید. علی‌نژاد ساروکلایی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر اندازه شرکت، رشد شرکت و اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با جامعه آماری ۸۵ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ پرداختند؛ نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد که اندازه شرکت و رشد شرکت تأثیر مثبت و معنی‌داری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند ولی اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیری ندارد، اما با توجه به در نظر گرفتن اندازه شرکت در شرکت‌های بزرگ اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر منفی و معنادار دارد؛ یعنی با افزایش اهرم مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر دارد.  
 فرضیه دوم: فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر دارد.  
 فرضیه سوم: فرصت‌های سرمایه‌گذاری در میزان اثربخشی سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

از آنجا که نتایج این پژوهش می‌تواند در تدوین قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار مورد استفاده قرارگیرد، از نوع پژوهش‌های کاربردی است. همچنین، با توجه به اینکه این پژوهش در پی یافتن ارتباط بین چندین متغیر است، از نوع همبستگی و روش‌شناسی آن از نوع پس‌رویدادی است. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ می‌باشند. از آنجایی که دقت یافته‌های پژوهش تحت تاثیر تجانس جامعه آماری منتخب قرار دارد، جامعه آماری بر اساس معیارهای (۱) سال مالی شرکت‌ها مختوم به ۲۹ اسفندماه باشد؛ (۲) از نوع شرکت‌های تولیدی باشد؛ (۳) ارزش دفتری سهام شرکت‌ها منفی نباشد؛ (۴) تغییر سال مالی رخ نداده باشد؛ (۵) توقف معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشد؛ (۶) اطلاعات شرکت‌ها در دسترس داشته باشد و (۷) در بازه زمانی پژوهش از بورس خارج نشده باشد، محدود شده است (روش نمونه‌گیری هدفمند). بعد از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۳۱ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید و داده‌های مربوط به شرکت‌های نمونه از نرم‌افزار ره آورد نوین، پایگاه اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران و تارنمای مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی دریافت شده است. برای انجام محاسبات و تجزیه و تحلیل داده‌های مورد نیاز، از صفحه گسترده اکسل و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار Eviews استفاده شده است.  
 متغیرهایی که در این پژوهش مورد استفاده شده است، عبارتند از:  
 - میزان سود تقسیمی سهام (DIV): سود نقدی هر سهم / سود هر سهم

## ۱۲ / ..... بررسی تاثیر میزان سود تقسیمی سهام بر رشد ...

- رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی (EFG): با استفاده از مدل دمیرگوک-کانت و ماکسیمویک (۱۹۹۸) به صورت زیر اندازه گیری شده است:

$$EFG_t = SG_t - IG_t$$

$SG_t$ : نرخ رشد واقعی فروش های شرکت که از طریق رابطه زیر قابل محاسبه می باشد:

$$SG_t = \frac{Sales_t - Sales_{t-1}}{Sales_{t-1}}$$

$Sales_t$ : درآمدهای فروش های شرکت در سال  $t$

$IG_t$ : نرخ رشد داخلی که از طریق رابطه زیر قابل محاسبه می باشد:

$$IG_t = \frac{RE_t}{ASSETS_t - RE_t}$$

$RE_t$ : سود عملیاتی باقیمانده شرکت برای رشد آتی در سال  $t$  که از طریق رابطه زیر به دست می آید:

$$RE_t = OI_t - DIV_t$$

$ASSETS_t$  (دارایی های شرکت)،  $OI_t$  (سود عملیاتی) و  $DIV_t$  (سود سهام پرداختی شرکت) است.

- فرصت های سرمایه گذاری (IO): (ارزش بازار سهام + ارزش دفتری بدهی ها) / ارزش دفتری دارایی ها

در این پژوهش جهت ارزیابی فرصت های سرمایه گذاری، شیوه کار به این صورت است که شرکت های مورد بررسی به دو گروه فرصت های سرمایه گذاری بیشتر و فرصت های سرمایه گذاری کمتر تفکیک می شوند؛ مقادیر کیوتوبین بالاتر از میانه صنعت به عنوان شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری بیشتر و مقادیر کیوتوبین پایین تر از میانه صنعت به عنوان شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری کمتر در نظر گرفته می شود.

- اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت

- اهرم مالی (LEV): کل بدهی‌ها / کل دارایی‌ها
- بازده دارایی (ROA): سود خالص / کل دارایی‌ها
- سن شرکت (AGE): تفاوت بازه‌های زمانی مختلف پژوهش و تاریخ تاسیس شرکت می‌باشد.
- نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش به دارایی‌ها (STA): هزینه‌های عمومی، اداری و فروش / کل دارایی‌ها

### نتایج و بحث

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش. جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را ارائه می‌کند:

جدول ۱- شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

شاخص‌ها	DIV	EFG	SIZE	LEV	ROA	AGE	STA
میانگین	۰/۷۳۰	۰/۱۳۰	۱۳/۸۶	۰/۵۷۶	۰/۱۳۷	۳/۴۸۸	۰/۰۵۶
ماکزیمم	۹/۷۱۲	۳/۵۴۴	۱۹/۰۰۹	۰/۹۹۶	۰/۶۲۶	۴/۱۴۳	۰/۵۸۹
مینیمم	۰/۰۰۰	-۱/۱۰۲	۹/۹۴۹	۰/۰۱۲	-۰/۲۴۷	۱/۹۴۵	۰/۰۰۳
انحراف معیار	۰/۸۹۶	۰/۳۵۷	۱/۴۶۲	۰/۱۸۸	۰/۱۲۸	۰/۴۲۶	۰/۰۴۲

ماخذ: یافته‌های پژوهش

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. مقدار میانگین متغیر میزان سود سهام پرداختی (DIV) نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکت‌ها حدوداً ۷۳ درصد در سال‌های مختلف به سهام‌دارانش سود پرداخت کردند؛ این مطلب بیان می‌کند که اهمیت پرداخت سود سهام در شرکت‌های ایرانی در سال‌های مختلف پژوهش هنوز به قوت خود باقی مانده است. بنابراین، شرکت‌های مورد بررسی بر پرداخت سود سهام واقف هستند و این امر علاقمندی بیشتر سهام‌داران

#### ۱۴ / ..... بررسی تاثیر میزان سود تقسیمی سهام بر رشد ...

را نسبت به دریافت سود در شرکت‌های ایرانی می‌رساند. مقدار میانگین متغیر اهرم مالی (LEV) نشانگر آن است که تا حدودی شرکت‌های مورد بررسی از جرگه شرکت‌های اهرمی و نه سرمایه‌ای بوده است. مقدار میانگین متغیر بازده دارایی (ROA) نشانگر آن است که شرکت‌های مورد بررسی، ۱۴ درصد سودآوری در طی دوره پژوهش داشته اند.

آزمون نرمال بودن متغیر وابسته. نتایج آزمون جارک- برا گویای آن است که سطح معناداری رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی (EFG) (۰/۱۲۷۷) از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

آزمون ناهمسانی واریانس و مانایی متغیرها. برای کسب اطمینان از عدم ناهمسانی واریانس، از آزمون بروش- پاگان-گادفری استفاده شده است. احتمال آزمون مدل‌های پژوهش بیشتر از ۵ درصد است؛ بنابراین فرض ناهمسانی واریانس جملات اخلال (پذیرش فرض  $H_1$ ) رد می‌شود. برای اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای پژوهش شد. نتایج حاصل از آزمون مانایی، نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش مانا بوده و لذا فرضیه صفر مبنی بر ریشه واحد داشتن متغیرها رد می‌شود.

آزمون چاو (F لیمر): قبل از تخمین مدل لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص شود. بدین منظور از آزمون چاو (F لیمر) استفاده شده است؛ اگر معناداری آماره آزمون بیشتر از ۵ درصد باشد، از روش تلفیقی، و در غیر این صورت برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. با توجه به مقادیر به دست آمده از آزمون F لیمر برای مدل‌های پژوهش، از روش داده‌های تلفیقی استفاده شده است.

آزمون فرضیه اول پژوهش. شواهد آماری برای بررسی فرضیه اول پژوهش مبنی بر تاثیر میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی در جدول (۲) ارائه شده است. آماره F برابر با (۲/۰۰۴) و سطح معنی‌داری آن برابر با (۰/۰۲۵) است که نشان می‌دهد الگوی رگرسیون خطی از نظر آماری معنادار است؛ آماره دوربین واتسون برابر با (۲/۰۰۸) بوده و فرض عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود ۳٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. در مدل مورد بررسی، تمام مقادیر مربوط به عامل تورم واریانس (VIF) کمتر از عدد ۱۰ است و این به معنی قابل اغماض بودن هم خطی میان

## مدیریت مطالعات کمی در مدیریت..... / ۱۵

متغیرها می‌باشد. مقدار احتمال J\_B (۰/۱۴۲۲) نشان می‌دهد که باقیمانده‌ها دارای توزیع نرمالی می‌باشند. با توجه به سطح معنی‌داری میزان سود سهام پرداختی (۰/۱۳۳۳) که بیشتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی تأیید نمی‌شود. از میان متغیرهای کنترلی نیز، سطح معنی‌داری متغیرهای اثر اندازه شرکت، اهرم مالی، سن شرکت و نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش که بیشتر از ۵٪ است، بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر ندارد و بازده دارایی بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر مثبت و معنادار دارد.

جدول ۲- خلاصه نتایج آزمون رگرسیون فرضیه اول پژوهش

EFG = $\alpha + \beta_1 \text{DIV} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{AGE} + \beta_6 \text{STA} + \epsilon_i$					
متغیرها	نماد	ضریب $\beta$	آماره t	احتمال t	VIF
مقدار ثابت	A	۰/۰۹۸	۰/۵۸۱	۰/۵۶۱۰	-
میزان سود سهام پرداختی	DIV	-۰/۰۰۰۸	-۱/۵۰۲	۰/۱۳۳۳	۱/۰۰۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۰۷	-۰/۰۷۸	۰/۹۳۷۴	۱/۰۹۷
اهرم مالی	LEV	۰/۰۷۷	۰/۸۷۶	۰/۳۸۱۳	۱/۷۵۸
بازده دارایی	ROA	۰/۳۹۵	۳/۰۱۱	۰/۰۰۲۷	۱/۷۶۱
سن شرکت	AGE	-۰/۰۲۵	-۰/۸۶۴	۰/۳۸۷۷	۱/۰۱۴
نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش	STA	۰/۶۰۲	۱/۹۳۶	۰/۰۵۳۱	۱/۰۹۳
آزمون دوربین - واتسون	ضریب تعیین	آماره F	احتمال F		
۰۰۸/۲	۰۲۷/۰	۲/۰۰۴	۰/۰۲۵		
احتمال J_B: ۰/۱۴۲۲					

ماخذ: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه دوم پژوهش. شواهد آماری برای بررسی فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی در جدول (۳) ارائه شده است. آماره F

۱۶ / ..... بررسی تاثیر میزان سود تقسیمی سهام بر رشد ...

برابر با (۱/۸۰۰) و سطح معنی داری آن برابر با (۰/۰۵۰) است که نشان می دهد الگوی رگرسیون خطی از نظر آماری معنادار است؛ آماره دوربین واتسون برابر با (۲/۰۰۵) بوده و فرض عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می شود. ضریب تعیین نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود ۲٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می نمایند. در مدل مورد بررسی، تمام مقادیر مربوط به عامل تورم واریانس (VIF) کمتر از عدد ۱۰ است و این به معنی قابل اغماض بودن هم خطی میان متغیرها می باشد. مقدار احتمال J\_B (۰/۱۳۴۷) نشان می دهد که باقیمانده ها دارای توزیع نرمالی می باشند. با توجه به سطح معنی داری فرصت های سرمایه گذاری (۰/۷۹۱۲) که بیشتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی تأیید نمی شود. از میان متغیرهای کنترلی نیز، سطح معنی داری متغیرهای اثر اندازه شرکت، اهرم مالی، سن شرکت و نسبت هزینه های عمومی، اداری و فروش که بیشتر از ۵٪ است، بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر ندارد و بازده دارایی بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر مثبت و معنادار دارد.

جدول ۳- خلاصه نتایج آزمون رگرسیون فرضیه دوم پژوهش

EFG = $\alpha + \beta_1 IO + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \beta_5 AGE + \beta_6 STA + \epsilon_i$					
VIF	احتمال t	آماره t	ضریب $\beta$	نماد	متغیرها
-	۰/۵۳۹۷	۰/۶۱۳	۱۰۴/۰	A	مقدار ثابت
۱/۲۱۵	۰/۷۹۱۲	-۰/۲۶۴	۰۰۷/-۰	IO	فرصت های سرمایه گذاری
۱/۱۱۵	۰/۹۰۷۷	-۰/۱۱۶	۰۰۱/-۰	SIZE	اندازه شرکت
۱/۷۶۸	۰/۳۹۲۳	۰/۸۵۵	۰۷۶/۰	LEV	اهرم مالی
۱/۹۹۲	۰/۰۰۳۳	۲/۹۴۵	۰/۴۱۲	ROA	بازده دارایی
۱/۰۱۴	۰/۳۸۴۱	-۰/۸۷۰	-۰/۰۲۶	AGE	سن شرکت
۱/۱۲۱	۰/۰۵۳۹	۱/۹۳۰	۰/۶۰۹	STA	نسبت هزینه های عمومی، اداری و فروش
احتمال F			آماره F	ضریب تعیین	آزمون دوربین- واتسون
۰/۰۵۰			۱/۸۰۰	۰/۰۲۴	۲/۰۰۵
احتمال J_B : ۰/۱۳۴۷					

ماخذ: یافته های پژوهش

## مدیریت مطالعات کمی در مدیریت..... / ۱۷

آزمون فرضیه سوم پژوهش. شواهد آماری برای بررسی فرضیه سوم پژوهش مبنی بر تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود تقسیمی سهام و رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی در جدول (۴) ارائه شده است. آماره F برابر با (۲/۲۴۲) و سطح معنی‌داری آن برابر با (۰/۰۰۶) است که نشان می‌دهد الگوی رگرسیون خطی از نظر آماری معنادار است؛ آماره دوربین واتسون برابر با (۲/۰۱۱) بوده و فرض عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود ۴٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. در مدل مورد بررسی، تمام مقادیر مربوط به عامل تورم واریانس (VIF) کمتر از عدد ۱۰ است و این به معنی قابل اغماض بودن هم خطی میان متغیرها می‌باشد. مقدار احتمال J\_B (۰/۱۴۰۲) نشان می‌دهد که باقیمانده‌ها دارای توزیع نرمالی می‌باشند. با توجه به سطح معنی‌داری تعامل میزان سود سهام پرداختی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری (۰/۰۰۸۷) که کمتر از ۵٪ است؛ فرضیه مورد بررسی تأیید می‌شود و در نتیجه فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارتباط بین سود تقسیمی سهام و رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر مثبت و معنادار دارد. از میان متغیرهای کنترلی نیز، سطح معنی‌داری متغیرهای اثر اندازه شرکت، اهرم مالی، سن شرکت و نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش که بیشتر از ۵٪ است، بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر ندارد و بازده دارایی بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر مثبت و معنادار دارد.

جدول ۴- خلاصه نتایج آزمون رگرسیون فرضیه دوم پژوهش

EFG = $\alpha + \beta_1 \text{DIV} + \beta_2 \text{IO} + \beta_3 \text{DIV} \times \text{IO} + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{AGE} + \beta_8 \text{STA} + \epsilon_i$					
VIF	احتمال t	آماره t	ضریب $\beta$	نماد	متغیرها
-	۰/۵۰۳۷	۰/۶۶۹	۱۱۳/۰	A	مقدار ثابت
۱/۱۳۷	۰/۰۰۶۸	-۲/۷۱۳	-۰/۰۲۷	DIV	میزان سود سهام پرداختی
۱/۲۳۱	۰/۳۷۰۷	-۰/۸۹۵	-۰/۰۲۶	IO	فرصت‌های سرمایه‌گذاری
۱/۰۸۸	۰/۰۰۸۷	۲/۶۳۱	۰/۰۲۶	DIV $\times$ IO	تعامل میزان سود سهام پرداختی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری
۱/۱۱۶	۰/۹۶۷۹	-۰/۰۴۰	-۰/۰۰۰۳	SIZE	اندازه شرکت
۱/۷۷۵	۰/۳۷۲۴	۰/۸۹۲	۰/۰۷۹	LEV	اهرم مالی
۲/۰۱۸	۰/۰۰۶۱	۲/۷۴۹	۰/۳۸۳	ROA	بازده دارایی
۱/۰۲۲	۰/۴۱۷۴	-۰/۸۱۱	-۰/۰۲۴	AGE	سن شرکت

۱/۱۲۶	۰/۰۵۸۱	۱/۸۹۷	۰/۵۹۶	STA	نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش
احتمال F		آماره F		ضریب تعیین	آزمون دوربین-واتسون
۰/۰۰۶		۲/۲۴۲		۰/۰۳۶	۲/۰۱۱
احتمال J_B : ۰/۱۴۰۲					

ماخذ: یافته‌های پژوهش

### نتیجه‌گیری و پیشنهاد

با توجه به نتایج حاصله از تحلیل فرضیه اول پژوهش، می‌توان این گونه بیان نمود که میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر ندارد. با عنایت به مبانی نظری پژوهش، می‌توان از اهمیت میزان سود تقسیمی سهام در تبیین رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی ذکر نمود؛ یعنی میزان سود تقسیمی سهام را می‌توان به عنوان محرکی برای رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی دانست. اما مطلب فوق با نتایج پژوهش تناقض دارد؛ چرا که در بازار سرمایه ایران، رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تحت تاثیر میزان سود تقسیمی سهام قرار نمی‌گیرد و به عبارتی تاثیرپذیری رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی با معیار میزان سود تقسیمی سهام در محیط شرکت‌های ایرانی قابل توجه نیست. با توجه به میانگین میزان سود تقسیمی سهام در شرکت‌های مورد بررسی (۰/۷۳٪)، چنین به نظر می‌رسد مدیران شرکت‌ها اشتیاق بیشتری به پرداخت سود برای سهام‌داران شرکت‌ها دارند و همچنین سهام‌داران نسبت به دریافت سود سهام علاقمندی بیشتری از خود نشان می‌دهند. توضیح بر اینکه مدیران شرکت‌های ایرانی با مدنظر قرار دادن رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی هیچ سیاستی برای پرداخت سود سهام اتخاذ نمی‌کنند و به عبارتی هیچ استراتژی را برای بهبود رشد شرکت از جنبه سود سهام پرداختی در سال‌های متمادی به کار نمی‌گیرند تا اهمیت سود پرداختی به سهام‌داران مسبب توانمندی بالای رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی شود. با توجه به اینکه در بازار سرمایه ایران، اتخاذ سیاست تقسیم سود از جانب شرکت‌ها به جهت رشد شرکت انجام نمی‌گیرد، بنابراین هیچ شواهدی برای مربوط بودن آن‌ها در این پژوهش دیده نمی‌شود که این نتیجه با یافته گوش و سان (۲۰۱۴) مغایرت دارد.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر ندارد؛ بنابراین اهمیت فرصت‌های سرمایه‌گذاری در تبیین رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی قابل تصور نیست. دلیل این امر می‌تواند ناشی از عدم عکس‌العمل سهام‌داران، سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان شرکت‌های ایرانی نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری باشد که برای ارزیابی رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی به فرصت‌های سرمایه‌گذاری بی‌توجه هستند. احتمالاً به نظر می‌رسد شرکت از مآزاد جریان نقد عملیاتی برخوردار باشد و برای تداوم رشد نیاز کمتری به تامین مالی خارجی داشته باشد. به عبارتی، مساله نقدینگی شرکت در این امر موضوع دیگری است که باید در نتایج پژوهش به آن اشاره کرد؛ با عنایت به اینکه شرکت‌های مورد بررسی از امکان نقدینگی بالایی برخوردار بوده‌اند، لذا برای تداوم روند رشدشان چندان به تامین مالی خارجی روی نیاورده‌اند.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری در میزان اثربخشی سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر مثبت و معنادار دارد. شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در آن‌ها بیشتر است، سود تقسیمی سهام موجب رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی می‌شود. چنین به نظر می‌رسد شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری، معمولاً سود سهام بیشتری به سهام‌داران جهت روند رشد شرکت پرداخت می‌کنند و این امر انگیزه سهام‌داران را وامي دارد تا برای رشد شرکت به تامین مالی خارجی روی آورند.

میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی تاثیر ندارد؛ که این مطلب با نتایج پژوهش‌های انجام گرفته در خارج از کشور و چارچوب نظری پژوهش که بیانگر میزان سود تقسیمی سهام موجب بهبود رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی می‌شود، سنخیت ندارد. به مدیران، سهام‌داران و سایر ذی‌نفعان شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد با الهام گرفتن از نتایج پژوهش‌های خارجی و مبانی نظری پژوهش، به میزان سود تقسیمی سهام بهای بیشتری بدهند تا اهمیت آن زمینه‌های تضمین سلامتی رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی را به دنبال داشته باشد. به طور کلی، هرچند که نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش که منجر به کشف تاثیر میزان سود تقسیمی سهام بر رشد شرکت از طریق تامین مالی خارجی نشد و مغایر با چارچوب نظری پژوهش می‌باشد؛ با این حال به اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذی‌نفعان شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد

توجه بیشتری به میزان سود تقسیمی سهام داشته باشند و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند.

## منابع

- ۱- جهانخانی، علی. پارسائیان، علی. (۱۳۸۶)، مدیریت مالی، جلد دوم، تهران: انتشارات سمت.
- ۲- رمضان زاده زیدی، عباس. (۱۳۸۸)، بررسی عوامل موثر بر سیاست تقسیمی سود شرکت‌های شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهشگر (مدیریت)، دوره پنجم، شماره ۱۶.
- ۳- عرب صالحی، مهدی. اخلاقی، حسنعلی. (۱۳۹۰)، بررسی تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تامین مالی و مالیات بر خط‌مشی تقسیم سود، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهارم، شماره ۱۶.
- ۴- علی نژاد ساروکلائی، مهدی. شول، عباس. بحرینی، فاطمه. (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر اندازه شرکت، رشد شرکت و اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مجله مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال سوم، شماره ۱۱.

۵-Anil, K. Kapoor, S. (۲۰۰۸), Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector, International Research Journal of Finance and Economics Issue ۱۵.

۶-Bhattacharya, Sudipto. (۱۹۷۹), Financial Markets and Business Finance: Discussion. Journal of Finance, ۳۴(۲): pp ۳۴۲-۴۵.

۷-Brady, K. Chira, I. Madura, J. (۲۰۱۴), Special dividend distributions, firm characteristics, and economic conditions. Journal of Applied Finance.

۸-Brzeszczyński, Janusz. Jerzy, Gajdka. (۲۰۰۷), Dividend Driven Trading Strategies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange, International Atlantic Economic Society, Vol. ۱۳, pp ۲۸۵-۳۰۰.

۹-Daniel, N. D. Denis, D. J. Naveen, L. (۲۰۰۸), Dividends, investment, and financial flexibility. Working paper.

۱۰-DeAngelo, H. DeAngelo, L. Skinner, D. J. (۲۰۰۰), Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling. Journal of Financial Economics ۵۷, No. ۳: pp ۳۰۹-۳۵۴.

۱۱-Deshmukh, S. (۲۰۰۵), The effect of asymmetric information on dividend policy. Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. ۴۴, pp ۱۰۷-۱۲۷.

۱۲-Dunham, M. (۲۰۰۸), The dynamic relation among investment, earnings, and dividends. ETD collection for University of Nebraska-Lincoln; AAI ۳۳۰۷۱۱۵.

۱۳-Ghosh, Chinmoy. Sun, Le. (۲۰۱۴), Agency Cost, Dividend Policy and Growth: The Special Case of REITs, J Real Estate Finan Econ (۴۸), pp ۶۶۰-۷۰۸.

۱۴-Gursoy, G. Aydogan, K. (۲۰۰۲), Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance. Emerging Markets Finance and Trade ۳۸, No. ۶: pp ۶-۲۵.

۱۵-Lang, L. H. P. Litzenger, R. H. (۱۹۸۹), Dividend Announcements: Cash Flow Signaling Versus Free Cash Flow Hypothesis. *Journal of Financial Economics* ۲۴, No. ۱: pp ۱۸۱-۱۹۱.

۱۶-Lopez Iturriaga, Felix. Vecente, Crisostomo. (۲۰۱۰), Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol. ۴۶, No. ۳, pp ۸۰-۹۴.

۱۷-Kanwer, A. (۲۰۰۳), The Determinants of Corporate Dividend Policies in Pakistan, *Foundation for Business and Economic Research*, (December), pp ۱-۸.

۱۸-Pal, Karam. Puja, Goyal. (۲۰۰۷), Leading Determinants of Dividend Policy: A Case Study of the Indian Banking Industry. *Decision*, Vol. ۳۴, No. ۲, pp ۸۷-۱۱۲.

۱۹-Ronny Manos, Victor Murinde. Green, Christopher J. (۲۰۱۲), Dividend Policy & Business Groups: Evidence from Indian Firms, *International Review of Economics & Finance*, Vol. ۲۱, pp ۴۲-۵۶.

۲۰-Rozeff, M. (۱۹۹۲), How Companies Set their Dividend-Payout Ratios, In: Stern, J. M. and Chew, D. H., *the Revolution in Corporate Finance*, Blackwell Publishers, Oxford.

