



## رابطه سود تقسیمی با فرصت‌های رشد و هزینه نمایندگی

حسین اعتمادی<sup>۱</sup>

محمد اسمعیلی کجانی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۳/۲۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۱/۲۱

### چکیده

سیاست تقسیم سود از دیرباز مورد توجه محققان و نظریه‌پردازان حیطه مالی و حسابداری بوده است. در این تحقیق با استفاده از اطلاعات ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه سود تقسیمی با فرصت‌های رشد و هزینه نمایندگی مورد بررسی قرار گرفته است. برای آزمون فرضیات تحقیق از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شد. همچنین در این تحقیق از نرم افزارهای Eviews و SPSS استفاده شده است. یافته‌های تحقیق به طور خلاصه مویده آن است که از یک سو، بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و میزان سود تقسیمی مازاد بر حداقل قانونی شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌داری برقرار است؛ و از دیگر سو بین هزینه‌های نمایندگی و میزان سود تقسیمی مازاد بر حداقل قانونی آن توسط شرکت‌ها رابطه مستقیم (مثبت) و معنی‌داری برقرار است. همچنین یافته‌های تحقیق اخیر حاکی از این است که نسبت هزینه‌های عمومی و اداری، معیار قابل اتکایی برای اندازه‌گیری هزینه نمایندگی شرکت‌ها نمی‌باشد.

**واژه‌های کلیدی:** سیاست تقسیم سود، فرصت‌های رشد، هزینه نمایندگی، تئوری نمایندگی.

۱- دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران؛ نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. etemadiah@modares.ac.ir

۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.

تشریح و تبیین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و عوامل تعیین کننده آن یکی از بزرگ‌ترین چالش‌هایی است که همواره پیش روی متفکران حوزه اقتصاد مالی بوده است؛ پژوهشگران متعدد پس از انجام چندین دهه بررسی و مطالعه در این خصوص، هنوز نائل به درک کامل تمامی عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود شرکت و چگونگی تعامل بین این عوامل نگردیده‌اند. به این صورت که بسیاری از نظریه‌های مالی به تبیین و تشریح این موضوع پرداخته و تعداد زیادی از مطالعات تجربی با تمرکز بر این موضوع صورت پذیرفته‌اند. بیش از نیم قرن پیش، لیتنر<sup>۱</sup> (۱۹۵۶) به عنوان اولین تلاش جدی در زمینه بررسی تجربی مسئله تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن، با انجام مطالعه‌ای بنیادین آغازگر سلسله پژوهش‌های صورت گرفته در این زمینه بود. اگر چه پس از آن مطالعات تجربی زیادی در این باب صورت گرفت، لیکن پس از گذشت سه دهه از تحقیق مذکور بلک<sup>۲</sup> (۱۹۷۶)، از مسئله تقسیم سود به عنوان یک معمای حل نشده یاد نمود. پژوهشگران متعددی پس از چندین دهه بررسی و مطالعه در این خصوص، هنوز به درک کامل تمامی عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود شرکت و چگونگی تعامل بین این عوامل نائل نگردیده‌اند. اشاره به سیاست تقسیم سود در یکی از معتبرترین کتب مالی نظیر برلی<sup>۳</sup> و دیگران (۲۰۰۶) به عنوان یکی از ده مسئله حل نشده در حوزه مالی نیز موید اهمیت و جایگاه این موضوع و لزوم انجام تحقیقات بیشتر برای درک جنبه‌های مختلف آن است.

این تحقیق به دنبال یافتن پاسخی برای این پرسش اساسی است که آیا تقسیم سود منجر به تقویت فرصت‌های رشد شرکت‌ها می‌گردد یا خیر. بر این اساس، هدف اصلی این تحقیق آزمون این ادعای برگرفته از نظریه نمایندگی است که تقسیم سود با افزایش شفافیت اطلاعاتی، کاهش تضادهای نمایندگی و در نتیجه کاهش هزینه تأمین مالی شرکت‌ها، موجبات تقویت نرخ رشد شرکت‌ها از طریق تسهیل تأمین مالی بیرونی فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را فراهم می‌آورد. هدف کاربردی این تحقیق نیز کمک به سرمایه‌گذاران در درک بهتر عوامل اثرگذار بر میزان سود تقسیمی شرکت‌ها برای مقاصد پیش‌بینی و ارزیابی سودهای تقسیمی توسط شرکت‌ها است. هدف دیگر از اجرای این تحقیق فراهم آوردن شواهدی در پاسخ به این سؤال است که “چرا برخی از شرکت‌ها سود نقدی سهام بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها توزیع می‌نمایند؟” این

پرسش تاکنون کمتر مورد توجه قرار گرفته چرا که تحقیقات تجربی گذشته عموماً با تمرکز بر تغییرات سود نقدی سهام، و نه میزان سود نقدی سهام، صورت پذیرفته‌اند. در واقع مطالعات گذشته بیشتر به این پرسش پرداخته‌اند که “چرا شرکت‌ها میزان سود نقدی سهام خود را تغییر می‌دهند؟”.

موضوع دیگر این است که در صورتی که شرکت‌ها ملزم به توزیع مبلغی به عنوان حداقل سود تقسیمی باشند، تنها آن بخش از سود تقسیمی که فراتر از الزامات بیرونی است نشانگر تصمیمات شرکت بوده و لذا در پژوهش‌های صورت گرفته بر روی سود تقسیمی و اثرات آن بایستی مازاد سود تقسیمی واقعی بر سود تقسیمی الزامی مبنای تجزیه و تحلیل و نتیجه‌گیری‌ها قرار گیرد. بر این اساس در این تحقیق مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته می‌شود که در ادامه به طور گسترده تشریح خواهد شد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱- مبانی نظری

وجود فرصت‌های رشد مناسب به عنوان یکی از عوامل بالقوه مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها همواره مورد توجه پژوهشگران این حوزه بوده است. شرکت‌هایی که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراوانی برخوردارند نیازمند جریان‌های نقدی بالایی به منظور تأمین احتیاجات مالی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت خود هستند و بنابراین ترجیح می‌دهند سود نقدی کمتری توزیع نموده و در عوض منابع مالی موجود را صرف پروژه‌های مذکور نمایند (چی و سا، ۲۰۰۹). سهام‌داران نیز از سوی دیگر حاضرند تا جایی که شرکت با پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت روبه‌رو است موقتاً از دریافت سود نقدی بالا صرف‌نظر نموده و بازده خود را در افزایش ارزش سهامشان جستجو نمایند. البته لازم به ذکر است که نسبت تقسیم سود پایین لزوماً به معنی فرصت‌های رشد بالا نیست، بلکه ممکن است حاکی از مشکلات نقدینگی شرکت در تأمین مالی سود نقدی و یا حتی مشکلات نمایندگی شرکت نیز باشد. در نتیجه، انتظار می‌رود سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها نیز در ارتباط باشد. احتمال وجود چنین رابطه‌ای را می‌توان با استفاده از تئوری نمایندگی، قراردادهای بدهی و فرضیه هزینه معاملات توجیه نمود.

جنسن<sup>۵</sup> (۱۹۸۶) ادعا نمود که وجود جریان‌های نقد آزاد می‌تواند منجر به ایجاد هزینه نمایندگی شود. روزف<sup>۶</sup> (۱۹۸۲) و ایستریوک<sup>۷</sup> (۱۹۸۴) نیز اعلام نمودند که تقسیم سود می‌تواند موجب کاهش هزینه نمایندگی شود؛ چرا که تقسیم سود از یک سو موجب کاهش جریان‌های نقدی آزاد و هزینه نمایندگی مترتب بر آن‌ها گردیده و از سوی دیگر موجب می‌شود شرکت‌ها برای تأمین مالی وجوه مورد نیاز آتی خود بیشتر به بازار سرمایه مراجعه نموده و تحت نظارت نیروی‌های فعال در بازار قرار گیرند، که این امر نیز به نوبه خود موجبات کاهش هزینه نمایندگی را فراهم می‌آورد. از طرفی جنسن (۱۹۸۶) اعلام نمود شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد بیشتر از جریان‌های نقد آزاد کمتری برخوردارند و سود نقدی کمتری توزیع می‌نمایند؛ همچنین شرکت‌های با رشد کم نیز به منظور کاهش هزینه نمایندگی بالقوه ناشی از سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه، جریان‌های نقد آزاد خود را از طریق توزیع سود نقدی سهام بیشتر به سهام‌داران بازمی‌گردانند (بارکلی<sup>۸</sup> و دیگران، ۱۹۹۵). بر این اساس انتظار می‌رود با توجه به هزینه نمایندگی ناشی از جریان‌های نقد آزاد، بین فرصت‌های رشد و بازده نقدی سهام شرکت رابطه معکوسی برقرار باشد.

بحث دیگر در ارتباط بین سود نقدی تقسیمی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت مبتنی بر فرض کامل نبودن بازار سرمایه بوده و از اولویت‌بندی بین منابع تأمین مالی داخلی نسبت به تأمین مالی بیرونی نشأت می‌گیرد. در شرایطی که بازار کامل نباشد هزینه معاملات از قبیل هزینه انتشار اوراق بدهی و سهام وجود خواهد داشت؛ از طرفی شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد مناسب در صورت تقسیم سود، به منظور بهره‌گیری از فرصت‌های رشد بالقوه خود نیازمند تأمین مالی بیرونی خواهند بود، که با توجه به هزینه‌های معاملات هزینه بیشتری را در مقایسه با تأمین مالی داخلی به شرکت تحمیل می‌نماید. لذا یکی از دلایل عدم تمایل شرکت‌های دارای فرصت رشد بالاتر به توزیع سود نقدی سهام را می‌توان در وجود هزینه‌های معاملات جستجو نمود.

بحث دیگر، مسئله وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای غیرکامل است. شرکت‌های سودآوری که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسبی نیز برخوردار هستند، در شرایطی که بازار کامل نباشد ممکن است برای علامت‌دهی وضعیت سودآوری مناسب خود ناگزیر از انتخاب بین تقسیم

سود و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت باشند (جنسن و دیگران، ۱۹۹۲). بنابراین، هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان‌های نقد آزاد، مفاد قرارداد بدهی، و وجود هزینه معاملات و عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای غیرکامل، همگی بر برقراری رابطه منفی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و میزان سود نقدی تقسیمی توسط شرکت‌ها دلالت دارند. شواهد تجربی فراوانی نیز بر احتمال وجود چنین رابطه‌ای صحنه می‌گذارند.

## ۲-۲- پیشینه پژوهش

لئو و چن<sup>۹</sup> (۲۰۱۵) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا شرکت‌ها از تغییرات سود تقسیمی به عنوان علامتی در مورد سودآوری آتی استفاده می‌کنند یا خیر. نتایج آنان نشان می‌دهد که مدیران، سود تقسیمی را برای ارسال پیام در مورد چشم‌انداز سود آتی خود تغییر می‌دهند. همچنین مدیران، از تغییرات در سود تقسیمی برای ارسال پیام در مورد تغییرات درآمدهای گذشته نیز استفاده می‌کنند. یافته‌های آنان بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران به طور مداوم نمی‌توانند اهداف این پیام‌ها را شناسایی کنند و مدیران ممکن است گاهی از تغییرات سود تقسیمی برای ارسال پیام در مورد چشم‌انداز سود شرکت‌های خود استفاده نکنند.

جواخادز<sup>۱۰</sup> و دیگران (۲۰۱۴) تجزیه و تحلیلی بین‌المللی در مورد هموارسازی سود تقسیمی انجام دادند. آنان ۲۰۰۰ شرکت را از میان ۲۴ کشور مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنان بیان می‌کند که مدیران شرکت‌های با نسبت پایین ارزش بازار به ارزش دفتری و وجه نقد کمتر، بیشتر اقدام به هموارسازی سود تقسیمی می‌کنند. علاوه بر این، شرکت‌های با ساختار مالکیت متمرکز و حاکمیت شرکتی قوی‌تر، هموارسازی سود تقسیمی کمتری دارند.

گوش و سان<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۴) با تمرکز بر ساختار راهبری شرکتی و همچنین با در نظر گرفتن اولویت‌های شرکت‌ها در تخصیص منابع داخلی به تأمین مالی داخلی و توزیع سود بین سهام‌داران، طی مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین هزینه‌های نمایندگی، سود تقسیمی اضافی و فرصت‌های رشد در بین شرکت‌های آمریکایی پرداختند. نمونه مورد بررسی ایشان مشتمل بر بنگاه‌های سرمایه‌گذاری در املاک در کشور ایالات متحده آمریکا و بازه زمانی مورد آزمون در تحقیق مزبور محدود به سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۹ بود. یافته‌های تحقیق آن‌ها حاکی از این است که تقسیم سود

توسط شرکت‌ها به موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی و تسهیل تأمین مالی بیرونی منجر به بهبود رشد آن‌ها می‌شود.

چو<sup>۱۲</sup> و دیگران (۲۰۱۳) طی مطالعه‌ای به بررسی ارتباط میان سود تقسیمی، ارزش بازار و هزینه‌های نمایندگی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات پرداختند. ایشان مطالعه خود را ابتدا با تمام صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کشور آمریکا در بازه زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ شروع کردند و در ادامه نمونه نهایی آن‌ها شامل ۲۱۳ صندوق سرمایه‌گذاری گردید. نتایج آن‌ها حاکی از آن است که مطابق با تئوری نمایندگی صندوق‌هایی که با تضادهای نمایندگی بیشتری روبه‌رو هستند با تقسیم سود اختیاری از ارزش بیشتری برخوردار خواهند شد. آن‌ها همچنین دریافتند ارزش بازار شرکت‌هایی که ساختار پیچیده‌تری داشته و اعضای هیئت مدیره آن‌ها از درجه استقلال کمتری برخوردارند، با تقسیم سود اضافی افزایش می‌یابد.

تانگ و میائو<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۱) با انجام مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های آمریکایی به بررسی ارتباط میان سیاست تقسیم سود و کیفیت سود حسابداری پرداختند. نمونه مورد بررسی ایشان مشتمل بر ۸۰۰ شرکت آمریکایی طی سال‌های ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۴ بود. نتایج تحقیق آنان به طور خلاصه از این قرار بود: تقسیم سود با اقلام تعهدی اختیاری ارتباط معکوسی دارد. تقسیم سود با انحراف معیار و قدر مطلق اجزای باقیمانده سود پس از کسر اقلام نقدی ارتباط معکوسی دارد. تقسیم سود با ارتباط ارزشی سودهای حسابداری شرکت‌ها دارای ارتباط مستقیمی است. ایشان همچنین دریافتند که شدت ارتباط میان تقسیم سود و کیفیت سود حسابداری در مواردی که میزان سود تقسیمی بالا (پایین) است قوی‌تر (ضعیف‌تر) می‌باشد؛ به این معنی که روابط فوق با توجه به میزان سود تقسیمی تشدید می‌گردد.

آبر و باکین<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۰) طی مطالعه‌ای به بررسی ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی شرکتی و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها پرداختند. ایشان مطالعه خود را بر روی نمونه‌ای از ۳۴ بازار نوظهور و طی دوره ۱۷ ساله بین ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۶ انجام دادند. یافته‌های آن‌ها بدین قرار بود: (۱) بین سود تقسیمی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد، (۲) ارتباط چندان معنی‌داری بین شاخص‌های مختلف نحوه تأمین مالی و سود تقسیمی شرکت‌ها یافت نشد، (۳) بین سودآوری شرکت‌ها و میزان سود تقسیمی آن‌ها رابطه

مستقیم و معنی‌داری وجود دارد، (۴) شرکت‌های فعال در بازارهای توسعه یافته به طور نسبی سیاست تقسیم سودهای کمتری را در پیش می‌گیرند.

چا<sup>۱۵</sup> و دیگران (۲۰۰۹) تأثیر راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند؛ ایشان به طور خاص به دنبال آزمون تجربی این موضوع بودند که آیا برقراری نظام راهبری شرکتی قوی منجر به توزیع سود نقدی بیشتر به منظور کاهش هزینه نمایندگی می‌شود (فرضیه پیامدی)، یا این که کاهش تقسیم سود به منظور اجتناب از هزینه‌های بالای تأمین مالی بیرونی را در پی خواهد داشت (فرضیه جاننشینی). آن‌ها بر اساس نتایج تحلیل‌هایشان دریافتند که توزیع سود نقدی بستگی به موازنه بین هزینه نمایندگی ناشی از جریان‌های نقد آزاد و هزینه تأمین مالی بیرونی دارد، آن‌ها یافته‌های خود را به این صورت تفسیر نمودند که سیاست تقسیم سود بهینه بایستی با توجه به هر دو هزینه تأمین مالی بیرونی و هزینه نمایندگی تدوین شود تا حداکثر ارزش شرکت را در پی داشته باشد. تفسیر ایشان در واقع موید فرضیه حداقل هزینه مطرح شده توسط روزف (۱۹۸۲) است.

دنيس و اوسوبو<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۸) ویژگی‌های شرکت‌هایی که سود سهام توزیع می‌نمودند در مقایسه با آن‌ها که سود نقدی توزیع نمی‌نمودند را مورد مطالعه قرار دادند. نمونه مورد بررسی ایشان شامل شرکت‌هایی از کشورهای آمریکا، کانادا، انگلستان، آلمان، فرانسه و ژاپن بود که از اطلاعات مالی آن‌ها طی دوره ۱۴ ساله ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۲ مورد استفاده قرار گرفت. نتایج بررسی ایشان موید برقراری رابطه معنی‌داری بین اندازه، فرصت‌های رشد و سطح سودآوری شرکت‌ها با احتمال توزیع سود آن‌ها بود. همچنین یافته‌های دیگر ایشان مطابق با تئوری بلوغ حاکی از ارتباط مثبت و معنی‌داری بین احتمال توزیع سود نقدی و نسبت انباشته به جمع حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها بود.

گلستانی و دیگران (۱۳۹۳) به بررسی رابطه نرخ مؤثر مالیاتی با سیاست تقسیم سود و بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آن‌ها شامل ۵۶۵ سال شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ بود. نتایج حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین نرخ مؤثر مالیاتی و سیاست تقسیم سود می‌باشد. همچنین نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معنادار بین نرخ مؤثر مالیاتی و بازده آتی سهام وجود دارد.

خدادادی و دیگران (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر سطوح متفاوت رقابت بازار بر سیاست تقسیم سود پرداختند. آنان اطلاعات مورد نیاز خود تحقیق خود را از ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده کردند. نتایج تحقیق بیانگر آن است که با افزایش رقابت بازار محصول، سودهای تقسیمی کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر، شرکت‌ها در بازارهای متمرکز و با رقابت بالا، سود کمتری پرداخت می‌کنند.

یحیی‌زاده‌فر و دیگران (۱۳۹۲) به بررسی ارتباط بین جریان نقدی آزاد و بازده سهام با وجود فرصت‌های رشد پرداختند. آنان در این پژوهش از ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، سود خالص و سود تقسیمی به عنوان متغیر کترلی استفاده کردند. جامعه مورد بررسی ایشان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آن‌ها شامل ۸۹ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۱ بود. نتایج پژوهش آنان دلالت بر ارتباط مثبت و معنادار جریان نقدی آزاد با بازده سهام با وجود فرصت‌های رشد می‌باشد.

اسدی و نیک‌روش (۱۳۹۱) ارتباط سود نقدی با جریان‌های نقدی آزاد و چرخه عمر شرکت را مورد بررسی قرار دادند. جامعه مورد بررسی ایشان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دامنه زمانی تحقیق مزبور داده‌های مربوط به سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ شرکت‌های مورد بررسی بود. اطلاعات مورد استفاده در تحقیق مزبور در قالب ۳۰۴ سال-شرکت و با استفاده از روش آماری رگرسیون مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که ارتباط معناداری بین سود تقسیمی شرکت‌های مورد بررسی و میزان جریان‌های نقدی آزاد وجود ندارد. همچنین تحقیقات آن‌ها حاکی از آن است که میان سود تقسیمی و چرخه عمر شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود ندارد.

ستایش و ذوالفقاری (۱۳۹۰) مطالعه‌ای را با هدف بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با نسبت‌های بدهی و تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نمونه مورد بررسی ایشان در برگیرنده اطلاعات مربوط به ۱۱۷ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی پنج ساله ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ بوده است. نتایج تحقیق آن‌ها حاکی از این است که بین جریان‌های نقدی آزاد و



نسبت بدهی شرکت‌ها، رابطه معنی‌دار منفی وجود دارد؛ بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نسبت بدهی شرکت‌ها، رابطه معنی‌داری وجود ندارد؛ بین جریان‌های نقدی آزاد و نسبت تقسیم سود شرکت‌ها، رابطه معنی‌داری وجود ندارد؛ و بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نسبت تقسیم سود، رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد.

عرب صالحی و اخلاقی (۱۳۹۰) تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نمونه مورد بررسی ایشان مشتمل بر شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، و دوره زمانی تحقیق ایشان نیز در برگیرنده سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ بود. ایشان همچنین برای آزمون فرضیات تحقیق خود از روش داده‌های پانل استفاده نمودند. آن‌ها نتایج خود را بدین صورت بیان کردند: (۱) بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و خط مشی تقسیم سود شرکت‌ها رابطه منفی و معنی‌داری برقرار است؛ (۲) بین اهرم مالی و منابع تأمین مالی خارجی با خط مشی تقسیم سود رابطه منفی و معنی‌داری برقرار است و (۳) بین موعد پرداخت بدهی با خط مشی تقسیم سود رابطه مثبت و معنی‌داری برقرار است.

### ۳- روش پژوهش

این تحقیق به طور خلاصه از لحاظ شیوه جمع‌آوری داده‌ها تحقیقی توصیفی، به لحاظ هدف تحقیقی کاربردی، از حیث مکان انجام پژوهش، تحقیقی کتابخانه‌ای، به لحاظ نوع تحقیق، نیمه تجربی با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. رابطه مورد آزمون در این تحقیق از نوع همبستگی است.

داده‌های مورد استفاده در تحقیق از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها با استفاده از نرم‌افزار "زه‌آورد نوین" و نرم‌افزار "تدبیر پرداز" استخراج گردیده است.

جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ در فهرست شرکت‌های بورس قرار داشته باشند و دارای ویژگی‌های زیر باشند:

- (۱) به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی، قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند (علت استفاده از این معیار، امکان دسترسی به برخی داده‌های لازم برای محاسبه متغیرهای یک سال قبل از دوره تحقیق است)؛
  - (۲) دوره مالی آن‌ها منتهی به اسفندماه بوده و طی سال‌های مذکور دوره مالی خود را تغییر نداده باشد؛
  - (۳) در هیچ یک از سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ زیان‌ده نبوده و در تاریخ ترازنامه دارای زیان انباشته نباشند؛
  - (۴) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری و سایر نهادهای پولی نباشند؛
  - (۵) اطلاعات مورد نیاز تحقیق درباره آن‌ها برای دوره مورد بررسی در دسترس باشد.
- با توجه به شرایط فوق، نمونه نهایی مورد بررسی در تحقیق حاضر مشتمل بر ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی و همچنین فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری پیش روی شرکت‌ها بر میزان سود تقسیمی توسط آن‌ها است. مطابق با برخی تحقیقات پیشین صورت گرفته در زمینه تقسیم سود، از جمله هاردین و هیل<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۸)، در صورتی که شرکت‌ها ملزم به توزیع مبلغی به عنوان حداقل سود تقسیمی باشند، تنها آن بخش از سود تقسیمی توسط شرکت‌ها که فراتر از الزامات بیرونی است نشانگر تصمیمات شرکت بوده و لذا در پژوهش‌های صورت گرفته بر روی سود تقسیمی و اثرات آن بایستی مازاد سود تقسیمی واقعی بر سود تقسیمی الزامی مبنای تجزیه و تحلیل و نتیجه‌گیری‌ها قرار گیرد. از آنجا که طبق قوانین جاری کشور ایران (قانون تجارت) حداقل سود تقسیمی شرکت‌ها برابر ۱۰ درصد از سود کسب شده در سال جاری به کسر هر گونه زیان‌های انباشته سال‌های گذشته است، در نتیجه تصمیم‌گیری‌های مدیریت و سهام‌داران تنها در میزان سود تقسیمی شرکت مازاد بر حداقل‌های تعیین شده طبق قوانین آمره نمود پیدا می‌نماید.

شرکت‌هایی که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی برخوردارند به منظور بهره‌مندی از این فرصت‌ها به وجوه نقد بالایی احتیاج خواهند داشت؛ بنابراین ممکن است سودهای کسب شده توسط شرکت را مجدداً در پروژه‌های داخلی شرکت سرمایه‌گذاری نموده و در نتیجه میزان سود نقدی کمتری توزیع نمایند. در نتیجه فرضیه مربوط به فرصت‌های رشد شرکت‌ها به صورت ذیل تبیین می‌گردد:

**فرضیه اول:** بین فرصت‌های رشد و مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی رابطه معنی‌داری برقرار است.

توزیع سود بین سهام‌داران منجر به تسهیل و افزایش سرعت انتقال اطلاعات گردیده و در نتیجه موجبات کاهش تضادهای نمایندگی از طریق محدود نمودن دسترسی مدیریت به جریان‌های نقدی آزاد و همچنین قرار دادن شرکت تحت نظارت مستقل بر شرکت به موجب تقاضا برای تأمین مالی بیرونی را فراهم می‌آورد. در نتیجه تقسیم سود با کاهش هزینه نمایندگی و افزایش شفافیت اطلاعاتی شرکت، موجب کاهش هزینه تأمین مالی شرکت‌ها می‌گردد. بر این اساس، فرضیه مربوط به هزینه نمایندگی به صورت ذیل مطرح می‌شود:

**فرضیه دوم:** بین هزینه نمایندگی و مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی رابطه معنی‌داری برقرار است.

## ۵- متغیرها و مدل پژوهش

متغیرهای این تحقیق به منظور آزمون فرضیه‌ها، به متغیرهای مستقل که در این‌جا شامل درجه اهرمی، فرصت‌های رشد و معیارهای هزینه نمایندگی (جریان‌های نقدی آزاد، نسبت هزینه‌های عمومی و اداری و نسبت گردش دارایی‌ها)، و متغیر وابسته که در این‌جا مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی است، تقسیم می‌شوند.

مدل ۱، مدل مورد استفاده در این پژوهش بوده است:

$$EXDIV_{i,t0} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t} + \beta_2 FCF_{i,t} + \beta_3 GAEX_{i,t} + \beta_4 AssetTO_{i,t} + \beta_5 EXFFO_{i,t} + \beta_6 EXDIV_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

### ۱-۵- متغیرهای پژوهش

#### ۱-۱-۵- متغیر وابسته

مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی (EXDIV): متغیر وابسته در این تحقیق مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی است. مطابق با ماده ۹۰ اصلاحیه قانون تجارت ایران، حداقل قانونی برای تقسیم سود، به میزان ۱۰٪ سود خالص دوره به کسر زیان‌های انباشته سال‌های گذشته است. بر این اساس متغیر وابسته به شرح رابطه (۱) اندازه‌گیری می‌شود.

(۱)

$$\text{مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی} = \frac{[10\% \times (\text{زیان‌های انباشته} - \text{سود جاری}) - \text{سود تقسیمی}]}{\text{مجموع کل دارایی‌ها در پایان دوره مالی}}$$

#### ۲-۱-۵- متغیرهای مستقل

فرصت‌های رشد (Growth): در این تحقیق برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد از نسبت Q توبین استفاده شده است. همچنین این متغیر یکی از معیارهای جانشین برای اندازه‌گیری میزان دسترسی شرکت به بازارهای تأمین مالی بیرونی به شمار می‌رود، در نتیجه هر چه این نسبت بهتر باشد توانایی شرکت برای تقسیم سود نیز بالاتر خواهد بود. این متغیر با استفاده از رابطه (۲) اندازه‌گیری می‌شود:

(۲)

$$\text{فرصت‌های رشد} = \frac{(\text{ارزش بازار سهام در پایان دوره مالی} + \text{ارزش دفتری بدهی‌ها})}{\text{مجموع کل دارایی‌ها در پایان دوره مالی}}$$

هزینه نمایندگی: در این تحقیق مطابق با پژوهش‌های پیشین از جمله گوش و سان (۲۰۱۴)، فیرچایلد<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۰)، هاردین و هیل (۲۰۰۸) و آنگ و کاکس<sup>۱۹</sup> (۱۹۹۷) از سه متغیر اصلی برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی استفاده گردیده است:

- جریان‌های نقدی آزاد (FCF): این متغیر از مجموع جریان‌های نقدی حاصل از عملیات و جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به مجموع کل دارایی‌ها در پایان دوره مالی اندازه‌گیری می‌شود.

- نسبت هزینه‌های عمومی و اداری (GAXE): آنگ و دیگران (۲۰۰۰) از دو پروکسی هزینه‌های عمومی و اداری و گردش دارایی‌ها برای کارایی مدیریت استفاده کردند. هزینه‌های عمومی و اداری چگونگی کنترل هزینه‌های عملیاتی و سایر هزینه‌های نمایندگی مستقیم را اندازه‌گیری می‌کند. در واقع بالا بودن هزینه‌های عمومی و اداری نشان‌دهنده مشکلات زیاد نمایندگی است. این متغیر به صورت نسبت هزینه‌های عمومی و اداری به جمع درآمد فروش در دوره جاری اندازه‌گیری می‌شود.
- گردش دارایی‌ها (AssetTO): که به صورت حاصل تقسیم فروش بر میانگین مجموع دارایی‌های شرکت طی دوره مالی جاری اندازه‌گیری می‌شود.

### ۵-۱-۳- متغیرهای کنترلی

در این تحقیق نیز ضمن بررسی تأثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته، با توجه به نتایج تحقیقات پیشین و قانون تجارت ایران اثر مورد انتظار چهار عامل دیگر نیز کنترل گردیده است. این متغیرها به شرح ذیل اند:

مآزاد منابع داخلی (EXFFO): از آنجا که منابع اصلی تقسیم سود در شرکت‌ها عبارت‌اند از سود کسب شده و منابع مالی داخل شرکت، از این متغیر برای کنترل منابع مالی داخلی در دسترس برای توزیع بین سهام‌داران به عنوان سود تقسیمی استفاده گردیده است. این متغیر مطابق با گوش و سان (۲۰۱۴) به شرح رابطه (۳) محاسبه می‌شود:

(۳)

$$\text{مآزاد منابع داخلی} = \frac{[10\% \times (\text{زیان‌های انباشته} - \text{سود جاری}) - \text{جریان‌های نقدی عملیاتی}]}{\text{مجموع کل دارایی‌ها در پایان دوره مالی}}$$

مآزاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی در سال گذشته (EXDIV<sub>t-1</sub>): با توجه به این که انتظار می‌رود سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با توجه به خاصیت چسبندگی سود تقسیمی (مطابق با نظریه لیبتنر ۱۹۵۶) از رویه منظمی پیروی نماید، در نتیجه این متغیر کنترلی برای حذف اثرات همبستگی سریالی سود تقسیمی سال جاری با سال گذشته استفاده گردیده است.

درجه اهرمی (LEV): در این تحقیق نیز مطابق با بسیاری از پژوهش‌ها، برای کنترل اثرات درجه اهرمی شرکت از نسبت بدهی به صورت حاصل تقسیم مجموع بدهی‌ها بر مجموع دارایی‌های شرکت در پایان دوره مالی استفاده می‌گردد. اندازه (SIZE): که به صورت لگاریتم مجموع دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

### ۶- یافته‌های پژوهش

#### ۶-۱- آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه گردیده است و شامل تعداد مشاهدات، میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه می‌باشد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی	EXDIV	۵۷۰	۰/۰۸۹	۰/۰۶۴	۰/۰۸۶	۰/۰۰۰	۰/۵۳۴
فرصت‌های رشد	Growth	۵۷۰	۱/۴۷۶	۱/۲۵۸	۰/۶۸۵	۰/۵۰۸	۵/۵۷۹
جریان‌های نقدی آزاد	FCF	۵۷۰	۰/۱۱۲	۰/۱۰۲	۰/۱۴۳	-۰/۴۶۳	۰/۶۷۴
هزینه‌های عمومی و اداری	GAEX	۵۷۰	۰/۰۷۱	۰/۰۵۲	۰/۱۰۷	۰/۰۰۰	۰/۹۲۴
نسبت گردش دارایی‌ها	AssetTO	۵۷۰	۰/۸۲۵	۰/۸۰۳	۰/۴۲۳	۰/۰۴۹	۲/۵۸۹
مازاد منابع داخلی	EXFFO	۵۷۰	۰/۱۴۹	۰/۱۲۹	۰/۱۶۰	-۰/۴۱۸	۰/۶۹۲
مازاد سود تقسیمی سال گذشته	EXDIV <sub>t-1</sub>	۵۷۰	۰/۰۹۷	۰/۰۷۱	۰/۱۰۱	۰/۰۰۰	۰/۷۴۱
نسبت اهرمی	LEV	۵۷۰	۰/۵۷۱	۰/۶۰۱	۰/۱۷۶	۰/۰۵۹	۰/۹۱۰
اندازه	Size	۵۷۰	۵/۸۸۳	۵/۷۷۰	۰/۶۲۴	۴/۳۸۰	۸/۰۵۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۶-۲- آمار استنباطی

آمار استنباطی تحقیق نیز خود شامل دو بخش اصلی است: آزمون مفروضات رگرسیونی مدل مورد استفاده در تحقیق و نتایج حاصل از برآزش مدل رگرسیونی مزبور.

### ۶-۲-۱- تعیین نوع داده‌های مورد آزمون

با توجه به روش مدل‌سازی داده‌های تلفیقی، ابتدا می‌بایست مشخص نمود که کدام یک از فروض یکسان بودن عرض از مبدأها یا متفاوت بودن آن‌ها برای سال‌های مختلف باید اعمال گردد؛ بدین منظور از آزمون تشخیص  $F$  لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی یا الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت با استفاده از نرم‌افزار Eviews انجام شد، که نتایج آن در جدول ۲ آورده شده است. آماره  $F$  جهت آزمون فرضیه صفر یعنی برابری عرض از مبدأها مورد استفاده قرار می‌گیرد. چنانچه  $F$  محاسباتی که دارای درجه آزادی  $n-1$  در صورت و  $nt-n-k$  در مخرج است، بیشتر از  $F$  جدول باشد، فرض صفر رد شده و متفاوت بودن عرض از مبدأها برای سال‌های مختلف پذیرفته می‌شود. در معادله  $F$  محاسباتی،  $n$  مبین تعداد مقاطع (شرکت‌ها) و  $t$  مبین تعداد مشاهدات سری زمانی (سال‌ها) می‌باشد.

جدول ۲- نتایج آزمون  $F$  لیمر برای مدل تحقیق

سطح معناداری	آماره	
۰/۵۴۴	۰/۷۶۹	Period F

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که در جدول ۲ نیز قابل مشاهده است، با توجه سطح معناداری بدست آمده و همچنین با توجه به سطح معناداری قابل پذیرش که ۵ درصد می‌باشد، نتایج حاکی از پذیرفته شدن فرض  $H_0$  بوده، در نتیجه الگوی داده‌های ترکیبی<sup>۲۰</sup> ارجح می‌باشد. بنابراین، از الگوی داده‌های ترکیبی برای برازش الگو استفاده شده است.

### ۶-۲-۲- آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته

با توجه به اهمیت نرمال بودن داده‌ها در تحلیل رگرسیون، پیش از محاسبه ضریب رگرسیون و برازش مدل رگرسیون، باید نرمال بودن متغیرهای وابسته مورد بررسی قرار گیرد. این کار در این تحقیق از طریق آزمون کولموگروف اسمیرنوف<sup>۲۱</sup> آزمون شد. این آزمون برای متغیر وابسته مدل رگرسیونی تحقیق انجام شد که نتیجه آن در جدول ۳ ارائه شده است. با توجه به این که سطح

معناداری محاسبه شده برای متغیر مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی با مقدار  $0/320$  بزرگ‌تر از  $0/05$  است، بنابراین می‌توان فرض نرمال بودن توزیع متغیر وابسته مدل رگرسیونی مورد استفاده در این پژوهش را پذیرفت.

جدول ۳- آماره K-S برای مدل رگرسیونی تحقیق

متغیر وابسته در مدل اصلی	مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی	
تعداد	۵۷۰	
پارامترهای نرمال <sup>۲</sup>	میانگین	$0/0958$
	انحراف معیار	$0/1098$
قدر مطلق مقدار بیشترین انحراف	$0/171$	
بیشترین انحراف مثبت	$0/151$	
بیشترین انحراف منفی	$-0/171$	
مقدار آماره Z کولموگروف-اسمیرنف	$0/956$	
سطح معناداری	$0/320$	
۱. آزمون توزیع نرمال است. ۲. از داده‌ها محاسبه شده است.		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۳-۲-۶- آزمون استقلال خطاها

یکی از مفروضات رگرسیون خطی عدم وجود خود همبستگی بین خطاها است. آزمون دوربین-واتسون همبستگی سریالی بین خطاهای رگرسیون را آزمون می‌نماید. در این پژوهش مقدار آماره دوربین-واتسون برای مدل رگرسیونی تحقیق با توجه به جدول ۴ برابر است با  $1/909$  که عددی بین  $1/5$  تا  $2/5$  و بسیار نزدیک به حد وسط محدوده مزبور، یعنی عدد ۲ است که بیانگر عدم وجود خود همبستگی بین خطاها برای مدل رگرسیونی پژوهش می‌باشد.



#### ۶-۲-۴- آزمون مناسب بودن مدل

برای آزمون مناسب بودن مدل رگرسیون برازش شده، ابتدا این فرض را مطرح می‌سازیم که مدل تغییرات متغیر وابسته (Y) را به صورت معنی‌داری توجیه نمی‌کند، به این معنی که بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل رابطه‌ای وجود نداشته و تمامی ضرایب متغیرهای مستقل در معادله رگرسیون چند متغیره، مساوی صفر هستند. برای آزمون مناسب بودن مدل رگرسیون برازش شده، از آماره F استفاده می‌شود. مقدار آماره F بدست آمده برای مدل رگرسیونی تحقیق با توجه به جدول ۴ برابر است با  $۷۳/۴۳۹$  ( $P\text{-Value} = ۰/۰۰۰$ ). بنابراین در سطح اطمینان ۹۹٪ معناداری مدل رگرسیونی پژوهش تأیید می‌گردد.

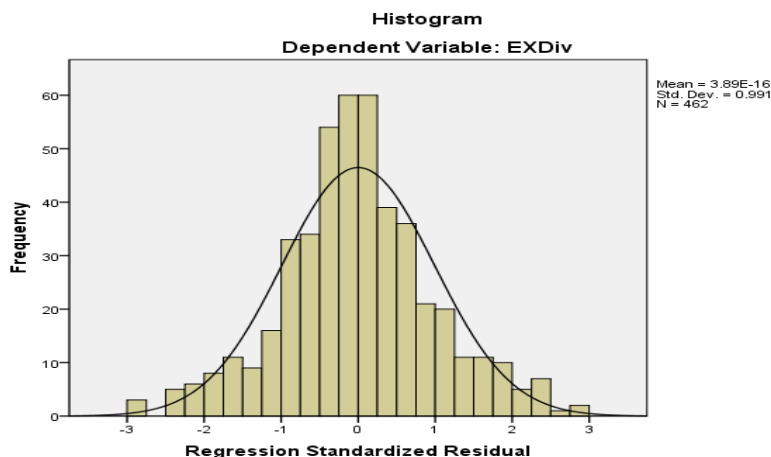
جدول ۴- آماره‌های بررسی مفروضات رگرسیون مدل رگرسیونی تحقیق

آماره:	آماره F	معنی‌داری (P-Value)	آماره دوربین واتسون
مقدار محاسبه شده	۷۳/۴۳۹	۰/۰۰۰	۱/۹۰۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۶-۲-۵- بررسی نرمال بودن توزیع خطاها

یکی از مفروضات رگرسیون این است که خطاهای معادله دارای توزیع نرمال با میانگین صفر هستند. برای بررسی نرمال بودن خطاهای معادله، منحنی اجزای خطا در مدل رگرسیون رسم می‌گردد؛ همان‌گونه که در نمودار ۱ مشخص شده، در مدل رگرسیونی تحقیق، میانگین توزیع خطاها تقریباً صفر و انحراف معیار آن بسیار نزدیک به یک است، بر این اساس می‌توان چنین نتیجه گرفت که توزیع خطاهای مدل رگرسیونی این تحقیق تقریباً نرمال می‌باشد.



نمودار ۱- منحنی اجزاء خطاها در مدل رگرسیونی تحقیق

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۶-۲-۶- بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مستقل

یکی از مشکلاتی که ممکن است در مدل‌های رگرسیونی برازش شده بوجود آید، ناشی از وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل تحقیق است. در این پژوهش برای بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مستقل از شاخص‌های تولرانس<sup>۲۲</sup> و عامل تورم واریانس<sup>۲۳</sup> استفاده می‌شود. هر چه تولرانس کم باشد اطلاعات مربوط به متغیر کم بوده و مشکلاتی در استفاده از رگرسیون ایجاد می‌شود. عامل تورم واریانس نیز معکوس تولرانس بوده و هر چقدر افزایش یابد باعث می‌شود واریانس ضرایب رگرسیون افزایش یافته و رگرسیون را برای پیش‌بینی نامناسب می‌سازد. با توجه به جدول ۵ مقدار تولرانس بدست آمده برای تمامی متغیرهای مستقل و کنترلی مورد استفاده در این تحقیق بالاتر از مقدار حداقل تعیین شده به میزان ۰/۱۰ (کمترین مقدار مربوط به متغیر جریان‌های نقدی آزاد با مقدار ۰/۶۹۶) و همچنین عامل تورم واریانس تمامی متغیرهای مزبور کمتر از ۱/۴۳۸ (و به نسبت بسیار کمتر از مقدار حداکثر تعیین شده به میزان ۱۰) است. بر این اساس می‌توان چنین نتیجه گرفت که هم‌خطی قابل توجهی بین متغیرهای مستقل و کنترلی مورد استفاده در مدل رگرسیونی تحقیق وجود ندارد.

پس از آزمون مفروضات رگرسیون مدل رگرسیونی تحقیق و اطمینان از برقراری آن‌ها، معادله رگرسیون مربوط به این مدل برازش گردیده و خلاصه نتایج آن به شرح جدول ۵ است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل رگرسیونی تحقیق به ترتیب عبارت‌اند از ۵۷ درصد و ۵۶ درصد. به این ترتیب می‌توان نتیجه گرفت که معادله رگرسیون مدل رگرسیونی تحقیق از توان تبیین حدود ۵۶ درصد از تغییرات مزاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران برخوردار است.

جدول ۵- نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب متغیر	آماره t	خطای قابل قبول	تولرانس	عامل تورم واریانس
مقدار ثابت	(constant)	۰/۰۷۰	۲/۵۵۲	۰/۰۱۱*	-	-
فرصت‌های رشد	Growth	-۰/۲۵۱	-۷/۱۷۹	۰/۰۰۰**	۰/۷۸۸	۱/۲۶۹
جریان‌های نقدی آزاد	FCF	۰/۲۸۷	۵/۰۳۰	۰/۰۰۰**	۰/۶۹۶	۱/۴۳۸
هزینه‌های عمومی و اداری	GAEX	-۰/۰۶۴	-۱/۹۵۱	۰/۰۵۲	۰/۸۹۵	۱/۱۱۸
نسبت گردش دارایی‌ها	AssetTO	۰/۰۹۳	۲/۷۶۴	۰/۰۰۶**	۰/۸۵۷	۱/۱۶۶
مزاد منابع داخلی	EXFFO	۰/۰۱۶	۰/۲۸۳	۰/۷۷۷	۰/۸۴۱	۱/۱۸۹
مزاد سود تقسیمی سال گذشته	EXDIV <sub>t-1</sub>	۰/۱۹۹	۵/۶۳۰	۰/۰۰۰**	۰/۷۶۸	۱/۳۰۲
نسبت اهرمی	LEV	-۰/۳۳۱	-۹/۸۹۹	۰/۰۰۰**	۰/۸۶۱	۱/۱۶۱
اندازه	Size	۰/۰۱۸	۰/۵۶۹	۰/۵۶۹	۰/۹۴۹	۱/۰۵۳
* معنی‌دار در سطح اطمینان ۹۵ درصد		ضریب تعیین: ۵۷ درصد		آماره F: ۷۳/۴۳۹ و ۰/۰۰۰ P-Value		
** معنی‌دار در سطح اطمینان ۹۹ درصد		ضریب تعیین تعدیل شده: ۵۶ درصد		آماره دوربین-واتسون: ۱/۹۰۹		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۳-۶- آزمون فرضیه‌ها

#### ۱-۳-۶- فرضیه اول

مطابق با نتایج منعکس شده در جدول ۵، سطح خطای قابل قبول (sig) محاسبه شده برای متغیر فرصت‌های رشد شرکت‌ها برابر با ۰/۰۰۰ است، که این مقدار کمتر از خطای قابل قبول در

نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰.۵٪) است؛ همچنین قدرمطلق آماره  $t$  مربوط به این متغیر  $|7/179|$  بزرگ‌تر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی (۱/۹۶) است. از طرفی ضریب این متغیر عددی منفی و برابر با  $-0/251$  است که مبین ارتباط معکوس (منفی) میان فرصت‌های رشد و مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی (بخش اختیاری تقسیم سود) توسط شرکت‌های مورد بررسی است. بنابراین در سطح اطمینان ۰.۹۹٪، فرضیه پژوهشی اول تحقیق مبنی بر برقراری رابطه معکوس و معنی‌دار بین فرصت‌های رشد و مازاد سود تقسیمی بر حداقل قانونی توسط شرکت‌ها مورد تأیید قرار می‌گیرد.

این یافته تحقیق حاضر با نتایج حاصل از تحقیقات انجام گرفته در این زمینه توسط بیکر و ورگلر<sup>۲۴</sup> (۲۰۰۴)، و گوش و سان (۲۰۱۴) سازگاری دارد.

### ۶-۳-۲- فرضیه دوم

همان‌گونه که در بخش‌های قبلی نیز تشریح شد، در این تحقیق مطابق با ادبیات پیشین موضوع، از سه متغیر جانشین مختلف برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی استفاده گردید که عبارت‌اند از: جریان‌های نقدی آزاد، نسبت هزینه‌های عمومی و اداری، و نسبت گردش دارایی‌ها. در ادامه نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق به تفکیک هر یک از سه متغیر یاد شده تشریح می‌گردد.

### ۶-۳-۲-۱- آزمون فرضیه دوم با استفاده از متغیر جریان‌های نقدی آزاد

مطابق با نتایج منعکس شده در جدول ۵، سطح خطای قابل قبول (sig) محاسبه شده برای متغیر جریان‌های نقدی آزاد برابر با  $0/000$  است، که این مقدار کمتر از خطای قابل قبول در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰.۵٪) است؛ همچنین قدرمطلق آماره  $t$  مربوط به این متغیر  $|5/030|$  بزرگ‌تر از آماره  $t$  بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی (۱/۹۶) است. از طرفی ضریب این متغیر عددی مثبت و برابر با  $0/287$  است که مبین ارتباط مستقیم (مثبت) میان جریان‌های نقدی آزاد (رایج‌ترین معیار برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی) و میزان سود تقسیمی مازاد بر حداقل قانونی آن توسط شرکت‌های مورد بررسی است. بنابراین در سطح اطمینان ۰.۹۹٪، فرضیه دوم

پژوهش، در صورت استفاده از متغیر جریان‌های نقدی آزاد برای اندازه‌گیری هزینه نمایندگی مبنی بر برقراری رابطه مستقیم و معنی‌دار بین هزینه‌های نمایندگی و میزان سود تقسیمی مازاد بر حداقل قانونی آن، توسط شرکت‌ها مورد تأیید قرار می‌گیرد.

### ۶-۳-۲-۲- آزمون فرضیه دوم با استفاده از متغیر هزینه‌های عمومی و اداری

مطابق با نتایج منعکس شده در جدول ۵، سطح خطای قابل قبول (sig) محاسبه شده برای متغیر نسبت هزینه‌های عمومی و اداری برابر با ۰/۰۵۲ است، که این مقدار بیشتر از خطای قابل قبول در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵٪) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیر |۱/۹۵۱| نیز کمتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی (۱/۹۶) است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪، فرضیه دوم پژوهش، در صورت استفاده از متغیر نسبت هزینه‌های عمومی و اداری برای اندازه‌گیری هزینه نمایندگی، مبنی بر برقراری رابطه مستقیم و معنی‌دار بین هزینه‌های نمایندگی و میزان سود تقسیمی مازاد بر حداقل قانونی آن، در صورت استفاده از متغیر یاد شده پذیرفته نمی‌شود.

### ۶-۳-۲-۳- آزمون فرضیه دوم با استفاده از متغیر نسبت گردش دارایی‌ها

نتیجه آزمون با استفاده از متغیر نسبت گردش دارایی‌ها: مطابق با نتایج منعکس شده در جدول ۵، سطح خطای قابل قبول (sig) محاسبه شده برای متغیر نسبت گردش دارایی‌ها برابر با ۰/۰۰۶ است، که این مقدار کمتر از خطای قابل قبول در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵٪) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیر |۲/۷۶۴| نیز بیشتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی (۱/۹۶) است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۹٪، فرضیه دوم پژوهش، در صورت استفاده از متغیر نسبت گردش دارایی‌ها برای اندازه‌گیری هزینه نمایندگی، مبنی بر برقراری رابطه مستقیم و معنی‌دار بین هزینه‌های نمایندگی و میزان سود تقسیمی مازاد بر حداقل قانونی آن، در صورت استفاده از متغیر یاد شده تأیید می‌گردد.

در مجموع فرضیه دوم تحقیق تنها در صورت استفاده از دو متغیر جریان‌های نقدی آزاد (که البته رایج‌ترین معیار مورد استفاده برای این منظور نیز هست) و نسبت گردش دارایی‌ها برای

اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی شرکت‌ها مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتایج حاصل از بررسی فرضیه دوم تحقیق، در مورد معیارهای جریان‌های نقدی آزاد و نسبت گردش دارایی‌ها مبنی بر برقراری رابطه مثبت و معنی‌دار بین هزینه‌های نمایندگی (با استفاده از دو معیار مزبور) و سود تقسیمی شرکت‌ها مطابق با یافته‌های گوش و سان (۲۰۱۴) است. همچنین نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق با استفاده از معیار و نسبت هزینه‌های عمومی و اداری به صورت عدم برقراری رابطه معنی‌دار بین هزینه نمایندگی (با استفاده از معیار هزینه‌های عمومی و اداری) و میزان سود تقسیمی اختیاری شرکت‌ها نیز با یافته‌های گوش و سان (۲۰۱۴) مطابقت دارد؛ از این یافته اخیر تحقیق حاضر می‌توان چنین نتیجه‌گیری نمود که نسبت هزینه‌های عمومی و اداری، معیار قابل اتکایی برای اندازه‌گیری تضادهای نمایندگی (هزینه نمایندگی) شرکت‌ها نیست.

#### ۷- بحث و نتیجه‌گیری

سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن همواره مورد توجه گروه‌های مختلفی شامل سرمایه‌گذاران، مدیران، کارشناسان، استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی و نظریه‌پردازان حیطه مالی و حسابداری بوده است. برخی به منظور تصمیم‌گیری و تدوین سیاست تقسیم سود، برخی دیگر به منظور امکان پیش‌بینی میزان سود تقسیمی شرکت‌ها و برخی هم برای مقاصد ارزشیابی شرکت به دنبال شناسایی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود هستند. از این رو، شناسایی عوامل اثرگذار و همچنین عواملی که تأثیری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ندارند می‌توان کمک شایانی به انواع گروه‌های علاقه‌مند به این موضوع بنماید.

شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد (و سرمایه‌گذاری) زیادی برخوردارند به منظور بهره‌مندی از این فرصت‌ها به وجوه نقد بالایی احتیاج خواهند داشت. از آنجا که تأمین مالی داخلی شرکت در مقایسه با تأمین مالی بیرونی هزینه کمتری برای شرکت به همراه داشته و علاوه بر آن به انعطاف‌پذیری مالی شرکت کمک می‌نماید، شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بالا احتمالاً تمایل به انباشت سودهای کسب شده و سرمایه‌گذاری مجدد آن‌ها در پروژه‌های داخلی شرکت داشته و در نتیجه سود نقدی کمتری توزیع خواهند نمود. این دیدگاه رایجی است که توسط بسیاری از محققان اتخاذ گردیده است، از آن جمله می‌توان به روزف (۱۹۸۲)، اسمیت و واتس<sup>۲۵</sup> (۱۹۹۲)،

لاپورتا<sup>۲۶</sup> و دیگران (۲۰۰۰)، فاما و فرنچ<sup>۲۷</sup> (۲۰۰۱)، دی آنجلو<sup>۲۸</sup> و دیگران (۲۰۰۶) و چی و سا (۲۰۰۹) اشاره نمود. در این تحقیق تأثیر فرصت‌های رشد به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت، مورد بررسی قرار گرفت.

سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را همچنین می‌توان از دیدگاه تئوری نمایندگی مورد بررسی قرار داد. در این دیدگاه، توزیع سود بین سهام‌داران منجر به تسهیل و افزایش سرعت انتقال اطلاعات گردیده، و در نتیجه از طریق محدود نمودن دسترسی مدیریت به جریان‌های نقدی آزاد و همچنین قرار دادن شرکت تحت نظارت مستقل به موجب تقاضا برای تأمین مالی بیرونی (از طریق دریافت تسهیلات بانکی و یا افزایش سرمایه) موجبات کاهش تضادهای نمایندگی را فراهم می‌آورد. در نتیجه تقسیم سود با کاهش هزینه نمایندگی و افزایش شفافیت اطلاعاتی شرکت، موجب کاهش هزینه تأمین مالی شرکت‌ها می‌گردد.

بر این اساس در این تحقیق در راستای بسط ادبیات مربوط به سیاست تقسیم سود، از دو منظر فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری و دیدگاه هزینه‌های نمایندگی، تأثیر دو عامل بالقوه اثرگذار بر سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این تحقیق به طور خلاصه حاکی از این واقعیت است که، از یک سو بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و میزان سود تقسیمی مازاد بر حداقل قانونی آن رابطه معکوس و معنی‌داری برقرار است؛ و از دیگر سو بین هزینه‌های نمایندگی (در صورت اندازه‌گیری با استفاده از دو متغیر جانشین جریان‌های نقدی آزاد و نسبت گردش دارایی‌ها) و میزان سود تقسیمی مازاد بر حداقل قانونی آن توسط شرکت‌ها رابطه مستقیم (مثبت) و معنی‌داری برقرار است.

در اجرای تحقیق محدودیت خاصی وجود نداشته و تنها از آنجایی که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است، در صورت تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی بر مبنای تورم موجود در کشور، ممکن است نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی باشد.

## فهرست منابع

- ۱) اسدی، غلامحسین و مهدی نیک‌روش، (۱۳۹۱)، "فرضیه جریان‌های نقدی آزاد، تئوری چرخه عمر و ارتباط آن‌ها با سیاست تقسیم سود"، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۰(۳۸)، صص ۷۵-۹۲.
- ۲) ستایش، محمد حسین و مهدی ذوالفقاری، (۱۳۹۰)، "تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر نسبت‌های بدهی و تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۵، سال ۴، صص ۷۱-۸۷.
- ۳) عرب‌صالحی، مهدی و حسنعلی اخلاقی، (۱۳۹۰)، "تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۶، سال ۴، صص ۱۰۱-۱۱۸.
- ۴) گلستانی، شهرام، مصطفی دلدار، سید جلال سیدی و سید حبیب جعفری، (۱۳۹۳)، "رابطه نرخ مؤثر مالیاتی با سیاست تقسیم سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۷۰، سال ۲۲، صص ۲۰۴-۱۸۱.
- ۵) خدادادی، ولی، جواد نیک‌کار و محسن رشیدی باغی، (۱۳۹۳)، "تأثیر رقابت بازار محصول بر سیاست تقسیم سود"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۶، شماره ۲۴، صص ۲۱-۳۲.
- ۶) یحیی‌زاده‌فر، محمود، شهاب الدین شمس و مجتبی پاکدین امیری، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر فرصت‌های رشد در ارزش‌گذاری جریان نقدی آزاد"، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۱، صص ۱۳۲-۱۱۳.
- 7) Abor, J. and G. A. Bokpin, (2010), "Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy", *Studies in Economics and Finance* 27(3), PP. 180-194.
- 8) Ang, J. S. and D. R. Cox, (1997), "Controlling the Agency Cost of Insider Trading", *Journal of Financial and Strategic Decisions* 10, PP. 15-26.
- 9) Ang, J., Cole, R. A. and J. W. Lin, (2000), "Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Finance* 40(1), PP. 81-106.
- 10) Baker, H. K. and D. M. Smith, (2006), "In Search of a Residual Dividend Policy", *Review of Financial Economics* 15, PP. 1-18.



- 11) Baker, M. and J. Wurgler, (2004), "A Catering Theory of Dividends", *Journal of Finance* 59, PP. 1125-1165.
- 12) Barclay, M. J., Smith, C. W. and K. L. Watts, (1995), "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policy", *Journal of Applied Corporate Finance* 7, PP. 4-19.
- 13) Fischer Black, (1976), "The Dividend Puzzle", *Journal of Portfolio Management* 2, PP. 5-8.
- 14) Brav, A., Graham, J., Harvey C. and R. Michaely, (2005), "Payout Policy in the 21st Century", *Journal of Financial Economics* 77, PP. 483-527.
- 15) Brealey, R.A., Myers, S.C. and R. Alen, (2006), "Principles of Corporate Finance", Irwin/McGraw-Hill, Boston, MA.
- 16) Chae, J., Kim, S. and E. J. Lee, (2009), "How Corporate Governance Affects Payout Policy Under Agency Problems and External Financing Constraints", *Journal of Banking and Finance* 33, PP. 2093-2101.
- 17) Chay, J. B. and J. Suh, (2009), "Payout Policy and Cash-Flow Uncertainty", *Journal of Financial Economics* 93, PP. 88-107.
- 18) Chou, W. H., Hardin, W. G., Hill, M. D., and G. W. Kelly, (2013), "Dividends, Values and Agency Costs in REITs", *Journal of Real Estate Finance and Economics* 46(1), PP. 91-114.
- 19) Consler J., Lepak G. M. and S. F. Havranek, (2011), "Earnings Per Share Versus Cash Flow Per Share as Predictor of Dividends Per Share", *Managerial Finance* 37(5), PP. 482-488.
- 20) DeAngelo, H., DeAngelo, L. and R. Stulz, (2006), "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of the Life-Cycle Theory", *Journal of Financial Economics* 81, PP. 227-254.
- 21) Denis, D. and I. Osobov, (2008), "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy", *Journal of Financial Economics* 89, PP. 62-82.
- 22) Frank Easterbrook, (1984), "Two Agency Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review* 74, PP. 650-659.
- 23) Richard Fairchild, (2010), "Dividend Policy, Signalling and Free Cash Flow: an Integrated Approach", *Managerial Finance* 36(5), PP. 394-413.
- 24) Fama, E. and K. French, (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics* 60, PP. 3-43.
- 25) Foong, S. S., Zakaria, N. B. and H. B. Tan, (2007), "Firm Performance and Dividend-Related Factors: the Case of Malaysia", *Labuan Bulletin of International Business and Finance* 5, PP. 597-111.
- 26) Gaver, J. J. and K. M. Gaver, (1993), "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policy", *Journal of Accounting and Economics* 16, PP. 125-160.
- 27) Ghosh, C. and L. Sun, (2014), "Agency Cost, Dividend Policy and Growth: The Special Case of REITs", *Journal of Real Estate Finance and Economics* 48(4), PP. 660-708.

- 28) Grullon, G., Michaely, R. and B. Swaminathan, (2002), "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?", *Journal of Business* 75, PP. 387-424.
- 29) Hardin, W. and M. D. Hill, (2008), "REIT Dividends Determinants: Excess Dividends and Capital Markets", *Real Estate Economics* 36(2), PP. 349-369.
- 30) Ho, S. S. M., Lam, K. C. K. and H. Sami, (2004), "The Investment Opportunity Set, Director Ownership, and Corporate Policies: Evidence from an Emerging Market", *Journal of Corporate Finance* 10, PP. 383-408.
- 31) Javakhadze, D., Ferris, S. and N. Sen, (2014), "An International Analysis of Dividend Smoothing", *Journal of Corporate Finance* 29, PP. 200-220.
- 32) Michael Jensen, (1986), "Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review* 48, PP. 831-80.
- 33) Jensen, G., Solberg, D. and T. Zorn, (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, PP. 247-263.
- 34) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and R. Vishny, (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance* 55, PP. 1-33.
- 35) John Lintner, (1956), "Distribution of Incomes of Operations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review* 46, PP. 97-113.
- 36) Li, W. and E. Lie, (2006), "Dividend Changes and Catering Incentives", *Journal of Financial Economics* 80, PP. 293-308.
- 37) Liu, C. and A. Chen, (2015), "Do Firms Use Dividend Changes to Signal Future Profitability? A Simultaneous Equation Analysis", *International Review of Financial Analysis* 37, PP. 194-207.
- 38) Miller, M. H. and F. Modigliani, (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation 20 of Shares", *Journal of Business* 34, PP. 411-33.
- 39) Michael Rozeff, (1982), "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research* 5, PP. 249-259.
- 40) Smith, C. and R. Watts, (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics* 32, PP. 263-292.
- 41) Tong, Y. and B. Miao, (2011), "Are Dividends Associated with the Quality of Earnings?", *Accounting Horizons* 25(1), PP. 183-205

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>. Lintner
- <sup>2</sup>. Black
- <sup>3</sup>. Brealey
- <sup>4</sup>. Chay and Suh
- <sup>5</sup>. Jensen
- <sup>6</sup>. Rozeff
- <sup>7</sup>. Easterbrook

- <sup>8</sup>. Barclay
- <sup>9</sup>. Liu and Chen
- <sup>10</sup>. Javakhadze
- <sup>11</sup>. Ghosh and Sun
- <sup>12</sup>. Chou
- <sup>13</sup>. Tong and Miao
- <sup>14</sup>. Abor and Bokpin
- <sup>15</sup>. Chae
- <sup>16</sup>. Denis and Osobov
- <sup>17</sup>. Hardin and Hill
- <sup>18</sup>. Fairchild
- <sup>19</sup>. Ang and Cox
- <sup>20</sup>. Pool
- <sup>21</sup>. Kolmogorov-Smirnov
- <sup>22</sup>. Tolerance
- <sup>23</sup>. Variance Inflation Factor
- <sup>24</sup>. Baker and Wurgler
- <sup>25</sup>. Smith and Watts
- <sup>26</sup>. La Porta
- <sup>27</sup>. Fama and French
- <sup>28</sup>. DeAngelo