

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

محمد عرب‌مازازی^۱، مصطفی زندیه^۲، مهدی خوری^{۳*}

چکیده

هدف این تحقیق بررسی عوامل مؤثر بر نسبت سود تقسیم شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بر این اساس، اطلاعات مورد نیاز تحقیق از ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای بررسی فرضیه‌ها استفاده گردید. در این تحقیق، متغیرهای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکتی، نسبت سودآوری، اندازه شرکت و دو متغیر اقتصادی تولید ناخالص داخلی و نرخ تورم به عنوان عوامل تأثیرگذار بر نسبت تقسیم سود شرکت‌ها استفاده شد. به همین منظور، شش فرضیه برای بررسی این موضوع در نظر گرفته شده است. نتایج تحقیق نشان داد در بازار ایران، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی شرکتی و نرخ تولید ناخالص داخلی اثر منفی معنادار و نسبت سودآوری و اندازه شرکت، بر نسبت سود تقسیمی اثر مثبت معناداری داشته‌اند. همچنین، نتایج تحقیق نشان داد اثر تورم بر نسبت سود تقسیمی معنادار نبوده است.

واژه‌های کلیدی: نسبت سود تقسیمی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی شرکتی.

۱. دانشیار گروه حسابداری دانشگاه شهید بهشتی تهران
۲. استادیار گروه مدیریت دانشگاه شهید بهشتی تهران
۳. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید بهشتی تهران

تاریخ دریافت: ۹۲/۱۱/۲۶

تاریخ پذیرش: ۹۳/۳/۱۰

*نویسنده مسئول: مهدی خوری

mehdikhour92@gmail.com

۱. مقدمه

سود سهام نقدی و بازده نقدی سهام، به واسطهٔ عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه‌ای نزد ذی‌نفعان شرکت برخوردارند. در واقع استفاده‌کنندگان بالفعل و بالقوه اطلاعات مالی مشتاقند تا از توان ایجاد نقدینگی و بعضاً توزیع آن در میان سهامداران شرکت آگاهی یابند؛ زیرا این اطلاعات نه تنها تصویر روشنی از وضعیت حال شرکت ارائه می‌دهند، بلکه امکان برآورد و ارزیابی وضعیت آینده‌ی آن را نیز فراهم می‌سازد که بدون تردید در فرآیند تصمیم‌گیری آنان حائز اهمیت است (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۵).

سیاست‌های تقسیم سود و تصمیم‌گیری دربارهٔ پرداخت سود و مقدار آن، موضوع مهم و بحث‌انگیزی در حوزهٔ مدیریت شرکتی می‌باشد. زیرا، مدیران باید تصمیم بگیرند چه میزان از سودهای شرکت را به منظور سرمایه‌گذاری مجدد و کاهش هزینه‌های تأمین مالی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری به میزان معقول نگهداری کنند و چه بخشی از آن را به عنوان سود تقسیمی اعلان کنند، که البته توزیع سود منابع در دسترس برای سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد (کردستانی و همکاران، ۱۳۸۹). با توجه به اهمیت نسبت سود تقسیمی نزد مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان، هدف از این تحقیق بررسی عوامل مؤثر بر نسبت سود تقسیمی بوده تا با کمک آن بتوان از یکسو، مدیران را در اتخاذ تصمیم صحیح در مورد میزان سود تقسیمی یاری نمود و از سوی دیگر، با توجه به نقش و جایگاه سود تقسیمی در تعیین ارزش شرکت، سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه را در تعیین موضوع مذکور و سایر تصمیمات مالی یاری رساند.

۲. مبانی نظری تحقیق

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمدهٔ شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت تقسیم، و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. به‌رغم اینکه پرداخت سود تقسیمی مستقیماً سهامداران را بهره‌مند می‌سازد، توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره‌گیری از فرصت‌های رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. (ستایش و کاظم‌نژاد، ۱۳۸۹)

تصمیم‌گیری در مورد مصارف سود حاصله از عملیات شرکت یکی از تصمیمات عمدهٔ مدیران شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. مدیران شرکت‌ها باید در مورد این مسأله که چه مقدار از عایدات شرکت را به عنوان سود تقسیمی بین سهامداران توزیع نمایند و چه مقدار از آن را در شرکت

اندوخته نمایند، تصمیم‌گیری کنند. به هر حال شرکت ممکن است حجم ریالی ثابتی از سود خود را بدون توجه به نوسانات درآمدی خود توزیع نماید و یا درصد ثابتی از سود را پرداخت کند و یا حتی مبالغی از سود انباشته شرکت در طی سال‌های گذشته را به عنوان سود سهام جاری بین سهامداران توزیع نماید. بعضی از شرکت‌ها نیز در این رابطه از الگوی خاصی پیروی نکرده و صرفاً در پرداخت سود سهام، شرایط مقطعی را که در آن قرار دارند، مدنظر قرار می‌دهند (مهرانی، ۱۳۷۳).

۲.۱. فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نسبت سود تقسیمی

ادبیات تحقیق قابل توجهی در سال‌های اخیر در ارتباط با بررسی بین مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذار و انتخاب سیاست‌های شرکت شامل تأمین مالی، پرداخت سود سهام و سیاست‌های جبرانی انجام گردیده است. فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش روی شرکت، جزئی مهم از ارزش بازار شرکت را شامل می‌شود. مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت روی مسیری که شرکت به وسیله مدیران، صاحبان، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان نشان داده‌اند، تأثیر می‌گذارد (کالاپور و ترومبلی، ۲۰۰۱؛ ابر و همکاران، ۲۰۱۰). معمولاً شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پیش روی دارند تمایل کمتری به پرداخت سود سهام از خود نشان می‌دهند. زیرا انتظار بر این است که استفاده از منابع داخلی برای تأمین مالی فرصت‌های پیش رو مقرون به‌صرفه‌تر از تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت نظیر استقراض و یا انتشار سهام جدید می‌باشد (ابر و همکاران، ۲۰۱۰).

۲.۲. اهرم مالی و نسبت سود تقسیمی

محققان در ارتباط با تأمین مالی بر این باورند که افزایش اهرم، رفتارهای فرصت‌طلبانه در ارتباط با جریان‌های نقدی آزاد را به دو دلیل کاهش می‌دهد. اولاً، وجود بدهی باعث می‌شود که مدیران جهت پرداخت اصل و بهره بدهی، جریان‌های نقدی آزاد کمتری در دست داشته باشند، لذا نتوانند سرمایه‌گذاری‌های نامطلوب انجام دهند. ثانیاً، شرکت‌هایی که از طریق بدهی تأمین مالی می‌نمایند، باید رسیدگی‌های شدید وام‌دهندگان را تحمل کنند. لذا آن‌ها در انجام سرمایه‌گذاری‌ها دچار محدودیت هستند (مرادی، ۱۳۸۷). عیوضیان و بوت (۲۰۰۳) از این قضیه حمایت کردند که محدودیت‌های مالی می‌تواند بر تصمیم‌های مرتبط با تقسیم سود تأثیر بگذارد، شرکت‌ها با بدهی نسبتاً کم‌تر، گرفتاری مالی کمتری دارند و بیش‌تر به پرداخت و حفظ سودهای پرداختی خود مشتاق هستند.

۲.۳. تورم و نسبت سود تقسیمی

یکی از متغیرهای اقتصادی مؤثر بر نسبت سود تقسیمی، تورم می‌باشد (وفادار و غلامی، ۱۳۷۶). تورم عبارت است از افزایش باثبات در سطح عمومی قیمت‌ها در اقتصاد و نرخ تورم نرخی است که قیمت افزایش پیدا کرده است (بلانچارد، ۲۰۰۶). در شرایط تورمی وجه نقد حاصل از عملیات برای جایگزینی دارایی‌ها و موجودی‌های مصرف شده در عملیات کافی نخواهد بود. بنابراین در این شرایط لازم است که با انباشته کردن سود، قدرت عملیاتی مؤسسه حفظ شود (وفادار و غلامی، ۱۳۷۶). از اینرو، با افزایش تورم میزان سود تقسیمی توسط شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

۲.۴. اندازه‌ی شرکت و نسبت سود تقسیمی

اندازه‌ی شرکت و جریان نقدی عملیاتی از دیگر عوامل تأثیرگذار بر سیاست تقسیم سود است. معمولاً شرکت‌های کوچک در مقایسه با شرکت‌های بزرگ در تأمین مالی خود با مشکلات بیشتری مواجه هستند، به ویژه زمانی که برای اوراق بهادار آن‌ها بازاری وجود ندارد. در این حالت، این گونه شرکت‌ها نباید سود سهام پرداخت کنند و یا این که سود سهام نقدی خود را از محل جریانات نقدی ناشی از عملیات خود تأمین و پرداخت نمایند (پنمن، ۲۰۰۳).

۲.۵. سودآوری شرکت و نسبت سود تقسیمی

بر مبنای مطالعاتی همچون بیکر و پاول، بیکر و فارلی، پریت و گیتمن، یکی از عوامل تعیین‌کننده‌ی سود تقسیمی شرکت‌ها، میزان سودآوری شرکت‌هاست. شرکتی که از سودآوری بالاتری برخوردار است، احتمالاً درصد بیشتری از سود خود را بین سهامداران توزیع می‌کند. اما شرکت‌هایی که از سودآوری کمتری برخوردار هستند به دلیل خطرپذیری بیشتر و ابهام در خصوص سودهایی آینده تمایل دارند که سود کمتری را بین سهامداران توزیع و بخش عمده‌ی سود را به منظور پوشش زیان‌های آینده در شرکت انباشته می‌کنند (پورحیدری و خاکساری، ۱۳۸۷؛ ابر و همکاران، ۲۰۱۰).

۳. پیشینه تحقیق

بحث در مورد سیاست تقسیم سود از دیرباز مورد بررسی پژوهشگران مختلف بوده و نتایج آن در مواردی چنان ضد و نقیض بوده که از آن به عنوان معمای تقسیم سود نیز یاد شده است. در ادامه به بررسی برخی از مهم‌ترین تحقیقات صورت گرفته در خارج و داخل کشور اشاره می‌شود.

سیرایت و سیرگر (۲۰۱۴) به بررسی نقش سودآوری و کیفیت سود بر میزان سود تقسیمی پرداختند. نتیجه تحقیق آنان نشان داد سودآوری اثر مثبت معناداری بر میزان سود تقسیمی دارد. همچنین، نتایج تحقیق آنان نشان داد پایداری در سودهای تقسیمی به کیفیت سود بستگی دارد. آمیدو و ابر (۲۰۱۴) به بررسی عوامل مؤثر بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس غنا پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد نسبت سود تقسیمی با جریان نقد عملیاتی، سودآوری و مالیات ارتباط مثبت و با نسبت فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ریسک عملیاتی و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی ارتباط منفی معناداری دارد.

نتایج خان و اشرف (۲۰۱۴) نیز که به بررسی عوامل مؤثر بر نسبت سود تقسیمی در شرکت‌های پاکستانی پرداخته بودند نشان داد، متغیرهای سودآوری، وجه نقد و مالیات تاثیر معناداری بر نسبت سود تقسیمی توسط شرکت‌ها دارند.

لاوسن و وانگ (۲۰۱۱) در تحقیق خود که آزمون نقش نظارتی حسابرس در مدل‌های نتیجه و جایگزینی در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها بود، دریافتند که مکانیزم نظارتی حسابرسی مستقل رابطه منفی با احتمال پرداخت سود نقدی و همچنین نسبت پرداخت سود تقسیمی در بین سهامداران دارد، که نتیجه به دست آمده موید مدل جایگزینی در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها بود. آنان همچنین بیان کردند که نقش نظارتی حسابرسی مستقل می‌تواند به‌عنوان مکانیزم حاکمیت شرکتی جایگزین در کاهش هزینه‌های نمایندگی محسوب شود.

آنیل و همکاران (۲۰۰۸)، نیز به تعیین عوامل مؤثر بر خطمشی تقسیم سود در کشور هند پرداختند. این پژوهش برای شرکت‌های فناوری اطلاعاتی و طی دوره زمانی ۲۰۰۰ الی ۲۰۰۶ انجام گرفته است. در این پژوهش سودآوری، جریان‌های نقدی، مالیات و فرصت رشد به‌عنوان متغیرهای مستقل و خطمشی تقسیم سود به‌عنوان متغیر وابسته در معادلات رگرسیونی در نظر گرفته شده‌اند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که سودآوری و جریان‌های نقدی تاثیر مثبتی بر خطمشی تقسیم سود دارند، اما مالیات و فرصت رشد تاثیر منفی بر سود تقسیمی شرکت‌ها دارند.

ناکور و همکاران (۲۰۰۶) نیز به بررسی سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن در بورس اوراق بهادار تونس پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی است که سودآوری و ثبات آن به‌طور مستقیم و نقدشوندگی بازار سهم و اندازه به‌طور معکوسی، سود تقسیمی پرداخت شده را تحت تاثیر قرار می‌دهد. با وجود این، تمرکز مالکیت و اهرم مالی بر میزان سود تقسیمی بی‌تأثیر است.

نتیجه تحقیق آدلگان در سال ۲۰۰۳ با عنوان تحلیل تجربی رابطه بین جریان وجه نقد و تغییرات سود تقسیمی نشان داد که رابطه بین جریان‌های نقدی و تغییرات سود تقسیمی به سطح رشد، انتخاب ساختار سرمایه و اندازه شرکت و نیز تغییرات سیاست‌های اقتصادی بستگی دارد. بینر در سال (۲۰۰۱)، تحقیقی با عنوان نظریه‌ها و عوامل مؤثر بر خطامشی تقسیم سود، بر روی یک نمونه ۱۳۵ تایی از شرکت‌های سوییسی انجام داد. نتایج تحقیق وی نشان داد، اهرم مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت و سود تقسیمی سال قبل تاثیر معناداری بر سود تقسیمی سال جاری دارند.

مطالعه‌ی تجربی ری‌دینگ (۱۹۹۷) با هدف بررسی دلیل این‌که چرا شرکت‌های بزرگ‌تر سود بیش‌تری تقسیم می‌نمایند، انجام گرفت. ناکارا بودن بازار و تمایل سرمایه‌گذاران نهادی به پرداخت سود از فرضیات این پژوهش بود. نتایج تحقیق وی نشان داد که شرکت‌های بزرگ‌تر به‌واسطه داشتن نقدینگی کافی، سود بیش‌تری می‌پردازند. همچنین به احتمال زیاد این شرکت‌ها به مرور زمان بر مقدار سود پرداختی خود می‌افزایند. به طور کلی نتیجه‌ی این که اندازه شرکت و نقدینگی دو عامل مهم بر توزیع سود هستند.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۵) در تحقیقی به شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین با توجه به تأیید فرضیه پیام‌رسانی، انتظار می‌رود تا اگر شرکتی از رشد سود بالاتری (پایین‌تری) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پایین) باشد. همچنین متغیرهای اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار سرمایه و ریسک شرکت‌ها از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس ایفای نقش می‌نمایند.

احسانی و سعیدی (۱۳۷۹) نیز در تحقیقی به بررسی تأثیر سیاست‌های تقسیم سود بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که اتخاذ سیاست تقسیم سود خاصی از سود مدیران شرکت‌ها، بر بازده سهام آن‌ها تأثیر معناداری ندارد.

ایزدی‌نیا و علینقیان (۱۳۹۰) نیز با بررسی ۱۴۱ شرکت عضو بورس در یک دوره ۸ ساله از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ و بکارگیری رگرسیون لججیت به دنبال مدل بهینه‌ای جهت تعیین معیارهایی بودند که پرداخت سود تقسیمی را می‌سنجید. مدل نهایی آنان نشان داد که از بین عوامل تحقیق، نااطمینانی به جریان‌های نقدی، چرخه عمر شرکت‌ها، فرصت‌های سرمایه‌گذاری

و سودآوری شرکت بر مبلغ سود تقسیمی اثرگذار هستند. آنان همچنین بیان کردند که مراحل عمر شرکت‌ها و سودآوری آن‌ها بیش‌ترین تأثیر را دارند.

در نهایت، فروغی و همکارانش (۱۳۹۰) رفتار سیاست‌های تقسیم سود و احتمال پرداخت سود تقسیمی را با استفاده از متغیرهای مالی در بورس و اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق شامل نسبت اهرمی، ساختار دارایی‌ها، فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، فرصت‌های رشد، اندازه شرکت و میزان مالکیت نهادی می‌باشد. نتایج یافته‌های آن‌ها با استفاده از داده‌های ۷۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۸۷ و بهره‌گیری از رگرسیون توییت حاکی از این است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، فرصت‌های رشد، اندازه شرکت و میزان مالکیت نهادی از عوامل مؤثر بر نسبت پرداخت سود تقسیمی به‌شمار می‌آیند اما نسبت اهرمی و ساختار دارایی‌ها تأثیر معنی‌داری بر نسبت پرداخت سود تقسیمی ندارند.

۴. فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مبانی نظری مطرح شده، فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر بیان می‌شوند:

فرضیه اول: بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تأمین مالی و سیاست تقسیم سود ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین نسبت سودآوری و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین تورم و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه ششم: بین سرانه GDP و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.

۵. روش تحقیق

به لحاظ استراتژی، تحقیق را می‌توان از نوع کاربردی دانست، به این معنا که نتایج حاصل از آن می‌تواند توسط سرمایه‌گذاران، مدیران و ... مورد استفاده قرار گیرد. همچنین این تحقیق از نوع همبستگی می‌باشد و هدف کشف دانش تازه‌ای است که کاربردی مشخص را درباره فرآیندی در واقعیت دنبال می‌کند.

۶. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. دلیل این امر سهولت دسترسی به داده‌ها این شرکت‌ها می‌باشد. نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

- شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفند ماه هر سال باشد.
 - شرکت‌ها جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد. به دلیل اینکه عملیات این شرکت‌ها با سایر شرکت‌ها متفاوت می‌باشد.
 - شرکت‌هایی که داده‌ها مورد نظر آن‌ها در دسترس باشد.
- در نهایت، پس از طی مراحل مزبور، تعداد ۱۰۲ شرکت در دوره ۱۳۸۴-۱۳۹۱ به عنوان نمونه انتخاب شدند.

۷. روش گردآوری داده‌ها

داده‌های مورد نظر از سیستم رهاورد نوین و صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه گردآوری شده است. همچنین، برای انجام محاسبات و آماده کردن داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز تحقیق و تجزیه و تحلیل آن‌ها، از نرم‌افزارهای Excel و Eviews نسخه ۶ استفاده شده است.

۸. تجزیه و تحلیل اطلاعات

قبل از برازش الگو و با توجه به این‌که شرکت‌های منتخب این پژوهش مربوط به صنایع مختلف بودند، در نتیجه امکان ناهمسانی واریانس وجود دارد که برای رفع این مشکل، از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته برای برازش الگو استفاده شد. همچنین قبل از برازش مدل، به منظور بررسی عدم وجود خودهمبستگی در باقیمانده‌های الگو، از آماره دوربین-واتسون بهره‌جویی شد که نتایج حاکی از عدم وجود خودهمبستگی در باقی‌مانده‌ها بود.

در همین راستا برای بررسی تأثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته، از الگوی رگرسیونی نمایش داده شده زیر استفاده شده است:

الگوی شماره (۱)

$$DPS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Q - TOBIN_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 INFLATION_{i,t} + \alpha_5 GDP_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۹. متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته

DPS (نسبت سود تقسیمی): متغیر وابسته نسبت سود تقسیمی است که از تقسیم سود توزیع شده به سود هر سهم در هر دوره به دست می‌آید.

متغیرهای مستقل

QTOBIN (فرصت‌های سرمایه‌گذاری): برای سنجش فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت از نسبت Q-Tobins استفاده می‌شود. این نسبت از تقسیم مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری دارایی‌ها در هر دوره به دست می‌آید.

LEV (اهرم مالی): برای محاسبهٔ اهرم مالی شرکت از نسبت بدهی به دارایی شرکت در هر دوره استفاده شده است.

ROA (بازده دارایی‌ها): برای محاسبهٔ سودآوری شرکت از نسبت بازده دارایی‌ها استفاده شده است. این متغیر از تقسیم سود خالص بر ارزش دفتری دارایی‌ها در هر دوره به دست می‌آید.

SIZE (اندازهٔ شرکت): برای محاسبهٔ اندازهٔ شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در هر دوره استفاده شده است.

INFLATION (تورم): تورم به صورت سالانه در نظر گرفته شده است.

GDP (تولید ناخالص داخلی): نرخ رشد تولید ناخالص داخلی به منظور متغیر رشد اقتصادی در نظر گرفته شده است.

۱۰. نتایج تحقیق

۱۰.۱۰. آمار توصیفی

همانطور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان داده شده است.

بررسی نتایج آمار توصیفی نشان می‌دهد میانگین نسبت تقسیم سود شرکت‌های نمونه تقریباً ۶۰ درصد است که نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه تمایل به تقسیم سود نسبتاً بالایی دارند. همچنین، آمار توصیفی اهرم مالی نشان‌دهندهٔ این است که بخش اعظم کل سرمایهٔ شرکت‌ها را بدهی (۶۹ درصد) تشکیل می‌دهد. با توجه به میانگین، میانه‌ی متغیر نسبت Q توین نیز می‌توان گفت شرکت‌های مورد بررسی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری نسبتاً بالایی برخوردارند. اما آمار توصیفی متغیر نسبت سودآوری حاکی از آن است که شرکت‌های نمونه وضعیت سودآوری

خوبی طی دوره تحقیق نداشته‌اند. به طور کلی، با توجه به میزان میانه و انحراف معیار می‌توان گفت اکثر متغیرهای تحقیق از توزیع نسبتاً نرمالی برخوردارند.

جدول ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای الگو

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
نسبت تقسیم سود	۰/۶۲۱	۰/۷۰۱	۱/۹۳	۰	۰/۳۴
نسبت Tobin Q	۲/۳۲	۱/۴۷	۱۸/۳۱	۰/۱۸۵	۳/۲۶
اهرم مالی	۰/۶۹۱	۰/۶۴۵	۰/۹۷۴	۰/۰۹۶	۰/۱۸۲
نسبت سودآوری	۰/۱۴۵	۰/۱۳۵	۱/۴۶	-۰/۲۱۱	۰/۱۸۴
اندازه شرکت	۲۶/۵۴	۲۶/۳۶	۳۲/۳۳	۱۹/۰۱	۱/۷۶
تورم	۰/۱۵۴	۰/۱۲۸	۰/۲۷۱	۰/۱۰۴	۰/۰۷۴
نرخ GDP	۱۵/۳۲	۱۵/۱۴	۱۶/۷۸	۱۴/۴	۰/۳۲۴

۲.۱۰. ماتریس همبستگی متغیرهای تحقیق

همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، نتایج همبستگی بین متغیرهای تحقیق نشان داده شده است.

جدول ۲: ضریب همبستگی متغیرهای تحقیق

نسبت تقسیم سود	نرخ GDP	تورم	اهرم مالی	نسبت Tobin Q	نسبت سودآوری	اندازه شرکت
نسبت تقسیم سود						
نرخ GDP	۱					
تورم	-۰/۱۱۲	۱				
اهرم مالی	۰/۰۰۲	۰/۳۲۶*	۱			
نسبت Tobin Q	-۰/۵۲۲*	-۰/۱۲۴	-۰/۰۶۲	۱		
سودآوری	-۰/۴۱۳*	۰/۰۲۵**	۰/۰۹۱	۰/۳۱۰*	۱	
اندازه شرکت	۰/۲۷۸	-۰/۰۸*	-۰/۰۰۳	-۰/۴۸۵*	-۰/۳۲۱*	۱
	۰/۳۳۲*	۰/۰۹۴	-۰/۰۳۲	-۰/۳۲۷*	-۰/۱۲۷*	۰/۲۷۴*

۳.۱۰. آمار استنباطی

در این قسمت، نتایج مربوط به برآورد مدل و آزمون فرضیه تحقیق ارائه شده است. همانگونه که در قبل نیز بیان شد، هدف این تحقیق بررسی ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تصمیمات تامین مالی با سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران است. در این تحقیق با استفاده از آزمون‌های آماری t و F به روش رگرسیون چندمتغیره با داده‌های تابلویی به بررسی مدل تحقیق پرداخته شده است. قبل از برآزش الگو، آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی یا الگوی داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت و آزمون تشخیصی هاسمن برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی یا الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تصادفی با استفاده از نرم‌افزار Eviews انجام شد که در ادامه نتایج مربوط به آن‌ها ارائه شده است.

۴.۱۰. آزمون فرضیه‌های تحقیق

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، مدل (۳-۱) برآورد می‌شود. نتایج برآورد مدل مذکور در زیر ارائه شده است. قبل از برآزش مدل تحقیق، آزمون تشخیصی چاو (F لیمر) انجام شد که نتایج آن در جدول ۳-۴ آورده شده است.

جدول ۳-۴: نتایج آزمون F لیمر

آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
۶/۷۲۱	۰/۰۰۰	رویکرد داده‌های تابلویی

همانطور که در جدول ۳-۴ نیز قابل مشاهده است، با توجه به سطح خطای به دست آمده که برابر (۰/۰۰) می‌باشد و با توجه به سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد، نتایج حاکی از رد فرض H_0 بوده، در نتیجه رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت روش ارجح می‌باشد. حال لازم است تا در ادامه از آزمون هاسمن استفاده شود که نتایج آن در زیر ارائه شده است.

جدول ۴-۴: نتایج آزمون هاسمن

آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
۹/۶۵۲	۰/۵۲۸	رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی

همانطور که در جدول ۴-۴ نیز قابل مشاهده است، با توجه به سطح خطای به دست آمده که برابر (۰/۵۲۸) می‌باشد و با توجه به سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد، نتایج حاکی از عدم رد فرض H_0 بوده، در نتیجه رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی روش ارجح می‌باشد. بنابراین در ادامه نتایج تخمین مدل به روش داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی در جدول ۴-۵ ارائه شده است.

جدول ۶-۴: نتایج تخمین مدل شماره (۱-۳)

متغیر	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
عرض از مبدا	۳/۸۸۲	۵/۳۹	۰/۰۱۲
نسبت Tobin Q	-۰/۲۵۴	-۶/۱۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۶۵۱	-۳/۲۲	۰/۰۰۱
نسبت سودآوری	۰/۳۲۳	۵/۸۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۷۲	۴/۹۶۴	۰/۰۰۹
تورم	۰/۳۲۸	۱/۰۹۱	۰/۳۲۸
نرخ GDP	-۰/۲۱۸	-۷/۹۷	۰/۰۰۰
Adjusted R-Squared	۰/۱۵۷		
F stat. (P.Value)	(۰/۰۰۰) ۳۰/۴۱		
D.W Stat.	۱/۸۵۲		

۱۱. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۵-۴ از برآورد مدل تحقیق، با توجه به آماره F و سطح خطای به دست آمده برای آن که برابر با (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۱ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۹ می‌توان بیان کرد که در کل مدل تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای مدل که برابر (۰/۱۵۷) می‌باشد، می‌توان بیان کرد که متغیرهای مستقل بیش از ۱۵ درصد از میزان درصد سود پرداختی شرکت‌ها را توضیح می‌دهند. همچنین با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون به دست آمده که برابر (۱/۸۵) می‌باشد، می‌توان بیان کرد که خودهمبستگی سریالی میان جملات باقیمانده‌های مدل تحقیق وجود ندارد. در ادامه به بررسی نتایج به دست آمده برای فرضیه تحقیق پرداخته شده است.

فرضیه اول به بررسی رابطه بین نسبت سود تقسیمی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده از جدول ۵-۴، ضریب متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری برابر ۰/۲۵۴- است و با توجه به P-Value آن که برابر با ۰/۰۰۰ بوده و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود.

فرضیه دوم به بررسی رابطه بین نسبت سود تقسیمی با اهرم مالی می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده از جدول ۵-۴، ضریب متغیر اهرم مالی برابر ۰/۶۵۱- است و با توجه به P-Value آن که برابر با ۰/۰۰۱ بوده و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود.

فرضیه سوم به بررسی رابطه بین نسبت سود تقسیمی با سودآوری می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده از جدول ۴-۵، ضریب متغیر اهرم مالی برابر $0/323$ است و با توجه به P-Value آن که برابر با $0/000$ بوده و کم‌تر از سطح خطای $0/05$ است؛ در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود.

فرضیه چهارم به بررسی رابطه بین نسبت سود تقسیمی با اندازه شرکت می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده از جدول ۴-۵، ضریب متغیر اهرم مالی برابر $0/072$ است و با توجه به P-Value آن که برابر با $0/009$ بوده و کم‌تر از سطح خطای $0/05$ است؛ در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود.

فرضیه پنجم به بررسی رابطه بین نسبت سود تقسیمی با GDP می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده از جدول ۴-۵، ضریب متغیر اهرم مالی برابر $0/218$ است و با توجه به P-Value آن که برابر با $0/000$ بوده و کم‌تر از سطح خطای $0/05$ است؛ در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود.

فرضیه ششم به بررسی رابطه بین نسبت سود تقسیمی با تورم می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده از جدول ۴-۵، ضریب متغیر اهرم مالی برابر $0/328$ است و با توجه به P-Value آن که برابر با $0/326$ بوده و بیش‌تر از سطح خطای $0/05$ است؛ در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید نمی‌شود.

۱.۱۱. بحث و نتیجه‌گیری

این تحقیق در قالب ۶ فرضیه به بررسی عوامل موثر بر نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. می‌توان بیان کرد که معمولاً شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پیش روی دارند، به دلیل نیاز به منابع مالی برای تأمین مالی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، تمایل کم‌تری به پرداخت سود سهام از خود نشان می‌دهند که با تحقیقات ابر و همکاران (۲۰۱۰) و آنیل و همکاران (۲۰۰۸)، مطابقت دارد. در ارتباط با تأمین مالی نیز می‌توان بیان نمود که هنگامی که شرکت‌ها از بدهی بیش‌تری در ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند، در نتیجه ملزم به پرداخت هزینه بهره بیش‌تری نیز می‌باشند و با توجه به این که همیشه باید موازنه میان هزینه‌های مختلف تأمین مالی برقرار باشد تا حداقل هزینه سرمایه برای شرکت رخ دهد، در نتیجه زمانی که شرکت‌ها هزینه بهره بیش‌تری دارند از اینرو سود نقدی کم‌تری را نیز پرداخت خواهند نمود که با تحقیقات عیوضیان و بوت (۲۰۰۳) مطابقت دارد. معمولاً هرچه وضعیت سودآوری شرکت بهتر باشد، نشان دهنده این موضوع است که شرکت از

وضعیت مالی مطلوبی برخوردار بوده و با توجه به اینکه سود نقدی پرداختی به سهامداران، تابعی از سودآوری شرکت می‌باشد، از این رو سود بیش‌تری نیز به آنان پرداخت می‌شود. از این‌رو فرضیه سوم این تحقیق نیز مطابق با تحقیقات انجام گرفته توسط ابر و همکاران (۲۰۱۰) می‌باشد. در ارتباط با اندازه شرکت نیز می‌توان اینطور بیان کرد که شرکت‌های بزرگ‌تر به واسطه داشتن نقدینگی کافی، سود بیش‌تری می‌پردازند که با تحقیقات صورت گرفته توسط رضوانی راز، رکابدار و احمدی (۱۳۸۸) مطابقت دارد. تورم نیز در ایران در سالیان اخیر به امری بدیهی مبدل گشته به نوعی که هر ساله انتظار افزایش قیمت مواد اولیه می‌رود و مدیران نیز به تبع آن قیمت محصولات خود را افزایش می‌دهند و سود خود را از آن محل تثبیت می‌نمایند و به عبارتی در تصمیمات تقسیم سود آن‌ها بی‌تأثیر است. در ارتباط با فرضیه آخر نیز می‌توان اینطور بیان نمود که در ایران زمانی که با افزایش تولید ناخالص داخلی رو به رو می‌باشیم، شرکت‌ها تمایل کم‌تری به پرداخت سود سهام و انباشت سود و استفاده از فرصت‌های پیش رو از خود نشان می‌دهند. دلیل این موضوع بهبود وضعیت تجاری و اقتصادی در سطح کلان و همچنین شرکت‌ها بوده که در نتیجه آن تمایل بیش‌تر شرکت‌ها به سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش رو می‌باشد که با نتیجه به دست آمده با فرضیه اول نیز سازگاری دارد.

محدودیت‌های تحقیق

این پژوهش با محدودیت‌هایی همراه بوده است: یکی از محدودیت‌های این تحقیق مربوط به متغیرهای کلان اقتصادی بکار گرفته شده می‌باشد که ممکن است این متغیرها در دوره زمانی این تحقیق تغییرات قابل ملاحظه‌ای نداشته باشند و اگر امکان بررسی این موضوع در دوره‌های زمانی بلند مدت میسر بود، نتایج بهتر و قابل اتکاتری به دست می‌آمد. از دیگر محدودیت‌های این تحقیق دوره زمانی و مکانی مورد بررسی است که استفاده‌کنندگان از نتایج این تحقیق در تسری به شرکت‌های غیربورسی و همچنین، برای برای دوره زمانی غیر از دوره زمانی مورد بررسی لازم است با احتیاط عمل کنند. در نهایت، می‌توان به وجود سایر عوامل مؤثر بر متغیر وابسته اشاره کرد که در این تحقیق ثابت فرض شده در حالی که ممکن است تأثیر با اهمیتی بر نتایج داشته باشد.

پیشنادهایی برای تحقیقات آتی

- بررسی ارتباط میان ویژگی‌های فردی مدیران شرکت‌های گروه و نحوه انتخاب آن‌ها بر تصمیمات مرتبط با سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها

- ارتباط میان سیاست‌های تقسیم سود و معیارهای ارزیابی عملکرد نظیر ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار، نسبت کیو توبین و ...
- بررسی ارتباط میان میزان رقابت در بازار و سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های موجود در صنایع مختلف
- بررسی و مقایسه عملکرد شرکت‌های مختلف موجود در یک صنایع مختلف و سیاست‌های پرداخت سود نقدی آن‌ها
- بررسی سایر روش‌های پرداختی سود سهام در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران

منابع

- ایزدی‌نیا، ن. و علینقیان، ن. (۱۳۹۰). "شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با بکارگیری مدل لاجیت". *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی*، (۷).
- بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۹). "گزارش آسیب‌شناسی سیاست تقسیم سود". معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار، سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
- پورحیدری، ا. و خاکساری، م. (۱۳۸۷). "بررسی عوامل تعیین‌کننده خطامشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله توسعه و سرمایه*، سال اول، (۲)، ۱۸۳-۲۰۰.
- جهانخانی، ع. و قربانی، س. (۱۳۸۵). "شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه تحقیقات ملی*، (۲۰).
- خادم موخر، ع. ا. (۱۳۸۰). "بررسی رابطه بین سیاست سود تقسیمی و تغییرات قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس تهران.
- رضوانی‌راز، ک. رکابدار، ق. و احمدی، م.ر. (۱۳۸۸). "تأثیر بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران". *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، (۴)، ۹۲-۱۰۷.
- ستایش، م.ح. و کاظم‌نژاد، م. (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر خطامشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه دانش حسابداری*، (۱)، ۲۹-۵۱.
- سعیدی، ع و بهنام، ک. (۱۳۸۸). "بررسی عوامل مؤثر بر خطامشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه تحقیقات مالی*، (۲۰): ۲۷-۸۴.

فروغی، د. فرهمند، ش. و ابراهیمی، م. (۱۳۹۰). "رابطه بین نقدشوندگی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهارم، (۱۵).

کردستانی، غ. نصیری، م. و رحیم‌پور، م. (۱۳۸۹). "تئوری‌های پرداخت سود، پیامدهای و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدی". مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره اول. ۶۳-۷۶.

کرمی، غ. مهرانی، س. و هدی اسکندر (۱۳۸۹). "بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت‌دهی در سیاست تقسیم سود: نقش سرمایه‌گذاران نهادی". دو فصلنامه پیشرفت‌های حسابداری، (۵۹).

مهرانی، س. (۱۳۷۳). "ایجاد مدل برای رابطه بین سود، تقسیم سود و سرمایه‌گذاری". پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد حسابداری، دانشگاه تهران دانشکده مدیریت.

وستون، ج.ف. و بریگام، ا.ا. (۱۳۷۸). "مدیریت مالی جلد دوم". مترجم مجید شریعت پناهی، انتشارات جهان نو، چاپ اول، تهران.

وفادار، ع. و غلامی، ا. (۱۳۷۶). "نگرشی بر سیاست‌های تقسیم سود و تأثیر آن بر ارزش بازار سهام موسسات اقتصادی". مجله حسابداری، (۱۲۳)، دی ۱۳۷۶، ۱۹-۳۱.

یحیی‌زاده‌فر، م. و عمادی، س.م. (۱۳۹۰). "رابطه میان جریان‌های نقدی آزاد، وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار، (۱۴).

Abor, J. and Godfred, A. (2010). "Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy", *Economics and Finance*, 27 (3): 180-194.

Adelegan, O. (2003). "An Empirical Analysis of the Relationship between Cash Flow and Dividend Changes in Nigeria". *African Development Review*, 15 (1): 35-49

Afza, T. and Mirza, H. (2010). "Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan". *International Business Research*, 3 (3).

Aivazian, V. and Booth, L. (2003). "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from US Firms?". *Journal of Financial Research*, Vol. XXVI (3): 371-387.

Aleen, F. Michaely, R. (2002). "Payout Policy", www.ssrn.com.

Anil, K. and Kapoor, S. (2008). "Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector". *International Research Journal of Finance and Economics*, (15).

Bartram, S., Brown, P., How, J. and Verhoeven, P. (2008). Agency Conflicts and Corporate Payout Policies: A Global Study, Working Paper, University of Auckland.

Beiner, S. (2001). Theories and Determinants of Dividend Policy. *Journal of Corporate Finance*, June.

Blanchard, O. & Galí, J. (2006). Labor Markets and Monetary Policy: A New-Keynesian Model with Unemployment, Economics Working Papers 1076, Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra.

Braun, M. and Johnson, C. (2005). Where Does the Stock Market Matter? Stock Prices and Investment around the World, Paper Presented at Finance Seminar Series, Kellogg School of Management, Northwestern University.

Franklin, A. & Michaely, R. (2002). "Payout Policy," Center for Financial Institutions Working Papers 01-21, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.

Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover". *American Economic Review*, 76: 323-329.

Kallapur, J. and Trombley, M, (2001). "The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth". *Journal of Business Finance & Accounting*, 26 (3-4): 261-519.

Lawson, B. & Wang, D. (2011). Auditor Monitoring and Dividend Payout Policy.(March,13,2011).[Online]Available:<http://ssrn.com/abstract=1786948>

Lintner, J. (1956). "Distribution of Incomes Ofcorporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes". *American Economic Review*, 46 (2): 97-113.

Miller, M. and Modigliani, F. (1961). "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares" . *The Journal of Business*, 34: 411-433.

Penman, Stephen H. (2003). "Financial Statement Analysis and Security Valuation". MC Graw Hill, 601-605.

