**ارتباط سیاست‌های تقسیم سود بر حجم سرمایه‌گذاری**

چكيده

هدف: در این پژوهش به بررسی ارتباط سیاست‌های تقسیم سود بر حجم سرمایه‌گذاری اعم از بيش سرمايه گذاري و كم سرمايه گذاري آتي شرکت ها پرداخته می شود. بررسی این موضوع به مشاركت كنندگان در بازار سرمايه از جمله سهامداران کمک می‌کند تا نسبت به سرمايه گذاري هاي بالفعل و بالقوه خود تصمیم‌های مناسب تري اتخاذ نمايند.

روش­شناسی: اين پژوهش از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی - همبستگی است و ارتباط بين متغیرها با استفاده از تحلیل رگرسیون انجام می شود. جامعه مورد نظر در این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند كه در بازه‌ زمانی 5 ساله طي سال‌های 1391 تا 1395 بررسي شده است. جهت استخراج داده‌ها از سایت سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Eviews استفاده گرديده است.

یافته­­ها: نتایج پژوهش نشان مي دهد سياست تقسيم سود بر حجم سرمايه گذاري اعم از بيش سرمايه گذاري و كم سرمايه گذاري آتي شركت ها اثر مي گذارد.

دانش­افزایی: در پژوهش هاي مشابه گذشته ارتباط بين فرصت هاي سرمايه گذاري و سياست هاي تقسيم سود مورد بررسي قرار گرفته است اما اين پژوهش به دنبال بررسي تاثير سياست هاي تقسيم سود بر حجم سرمايه گذاري با تفكيك به بيش سرمايه گذاري و كم سرمايه گذاري مي باشد.

واژگان کلیدی: سیاست‌های تقسیم سود، سرمایه‌گذاری آتي، بیش سرمایه گذاری آتي، كم سرمايه گذاري آتي.

کد طبقه­بندی موضوعی: M41, G02, E22.

**The relationship between dividend policies and investment volume**

**Abstract**

**Purpose:** In this research, the relationship between dividend policies and the volume of investment, including future over-investment and under-investment by companies, are discussed. Investigating this issue helps market participants, including shareholders, make more suitable decisions about their actual and potential investments.

**Methodology:** This research is descriptive-correlative in terms of nature and method. The relationship between variables is done using regression analysis. The target community in this research is all companies listed in Tehran Stock Exchange that have been investigated in the period of 5 years from 2012 to 2016. Rahavard novin software and Eviews were used to extract data from TSE organization and to analyze the data respectively.

**Findings:** The results of the research show that the dividend policies affects the volume of investment, including future over-investment and future under- investment of companies.

**Originality/ Innovation:** In similar research have investigated, the relationship between investment opportunities and dividend policies, but this research seeks to investigate the effect of dividend policies on investment volume, with a distinction between over-investment and under-investment.

**Keywords:** Dividend policies, future Investment, future over-Investment, future under-investment.

**JEL Classification:** M41, G02, E22.

**مقدمه**

سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه طبق اصل مطلوبیت به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت خود هستند و بدین منظور به اطلاعاتی نیاز دارند که به آنها اطمینان معقولی از رویدادهای آتی واحد تجاری ارایه دهد تا به اتخاذ تصمیمات آگاهانه در مواجهه با رویدادهای آتی کمک کند.

 سود نقدی معمولی ترین و عمومی ترین نوع توزیع بازده از طرف شرکت ها به سهامداران می باشد. شرکت ها در توزیع سود نقدی خود سیاست های متفاوتی اتخاذ می نمایند. این سیاست ها می توانند متغیر باشند و دامنه ای از پرداخت حداقل سود نقدی مقرر در قانون و پرداخت تمام عایدات شرکت بعنوان سود نقدی را در بر گیرند. ولی به طور کلی دو سیاست عمده در این زمینه عبارتند از:

1. توزیع کم سود سهام نقدی و نگهداری آن در شرکت برای تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری آتی شرکت.
2. توزیع بالای سود سهام نقدی، مدیریت شرکت همواره باید در خصوص نگهداری و یا توزیع تمام یا بخشی از سود سهام نقدی تصمیم گیری کند. و این تصمیم گیری می تواند در میزان سرمایه گذاری، انجام پروژه های سرمایه ای، میزان سودآوری و در نهایت میزان عملکرد آن تأثیرگذار باشد.

بورس اوراق بهادار یک بازار متشکل از سرمایه می باشد و از آن، جهت متمرکز نمودن سرمایه های پراکنده و قرار دادن این سرمایه ها در خدمت اهداف توسعه شرکت ها و تخصیص بهینه منابع استفاده می شود و همچنین از مهم ترین ارکان توزیع سرمایه در اقتصاد کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه می باشد.
به تبع اتخاذ سیاست های مناسب و در بعضی موارد تقویت نقش ارشادی و نظارتی، سازمان بورس می تواند تأثیر بسیار مهمی در رسیدن به هدف مذکور داشته باشد. توسعه بازار سرمایه و تشکیل بیشتر سرمایه باعث افزایش محوریت سازمان بورس و بازار سرمایه در توزیع بهتر سرمایه و رشد شاخص های اقتصادی شده و رشد و توسعه اقتصادی را به همراه دارد.

توزیع سود نقدی قدیمی ترین و معمولی ترین راه انتقال بازده از طرف شرکت ها به سهامداران می باشد. مدیریت شرکت همواره باید در خصوص نگهداری و یا توزیع تمام یا بخشی از سود سهام نقدی تصمیم گیری کند. رفتار سهامداران عمده در خصوص تقسیم سود کاملاً متفاوت می باشد. لذا به نظرمی رسد می بایستی اطلاعات مذکور به صورت برآوردی به بازار ارایه گردد و در زمان تغییر در سیاست مذکور، نتیجه سیاست به بازار اعلام گردد و در غیر این صورت حداقل خط مشی گذشته شرکت درنظر گرفته شود.

خط مشی های متفاوت تقسیم سود از قبیل تقسیم سود ثابت، ثابت و متغیر، سود باقیمانده، تقسیم سود متغیر وجود دارد که انتخاب هریک از آنها با توجه به شرایط صنعت و شرکت اتخاذ می گردد. از دیدگاه بازار کامل، یکی از سیاست های مهم، شفافیت اطلاعات در خصوص سیاست ها و خط مشی تقسیم سود شرکت ها می باشد، که تحلیل گران آن را یکی از اطلاعات با اهمیت بازار می دانند. اما در بورس اوراق بهادار ایران این خلأ اطلاعاتی وجود دارد و آن مشخص نبودن سیاست های تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس می باشد که به نظر می رسد در بازار سهام (بورس) به آن توجه خاصی نشده است ]18[.

**مبانی نظری و پیشینه پژوهش**

يکي از عوامل موثر بر رشد و توسعه‌ی پايدار، سرمايه گذاري موثر می‌باشد. سرمايه‌گذاران علاقمندند که نتايج سرمايه‌گذاری‌های خود را بدانند و بازدهی آن را با ساير سرمايه گذاری‌ها، مورد مقايسه قرار دهند. سود خالص یکی از مهمترین اقلام تهیه شده با سیستم حسابداری است که توسط استفاده‌کنندگان درون و برون سازمانی به منظور گرفتن تصمیم‌های اقتصادی مورد استفاده قرار می‌گیرد. اهمیتی که سود حسابداری برای استفاده کنندگان از اطلاعات مالی دارد، باعث شده است که مدیریت واحد تجاری به مبلغ و چگونگی تهیه و ارائه‌ آن توجهی خاص قائل شود]20[.

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. 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.

شاه بندرزاده و کبگانی ]12[ در پژوهشی به بررسی تحلیل کمی فرصت‌های رشد و سودآوری شرکت‌ها پرداختند. آنها نتیجه گیری کردند در این پژوهش، برای تعیین میزان اهمیت هریک از ابعاد مدل، از نظر کارشناسان حوزة راهبرد و همچنین مدل‌سازی غیرخطی فازی استفاده شد. نتایج مدل‌سازی ریاضی نشان می‌دهد بعد شناختی در رتبه اول قرار گرفته است.

احمدپور و پاکدلان ]1[ طی تازه ترین پژوهشی به بررسی نقش فرصت های رشد در تعدیل رابطه اهرم مالی و تصمیمات سرمایه گذاری پرداختند. پژوهش برای 97 شرکت بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی سالهای 1381 تا 1390 انجام شد. نتایج پژوهش نشان دادند که شاخص اول اهرم مالی (نسبت بدهی بر دارایی ها) با سرمایه گذاری رابطه منفی و شاخص دوم اهرم مالی (نسبت بدهی های بلندمدت بر دارایی ها) با سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنادار دارند. همچنین نتایج پژوهش آنها نشان داد رابطه منفی شاخص اول اهرم مالی با سرمایه گذاری در شرکت ها با فرصت رشد کمتر، قوی تر از شرکت‌های با فرصت رشد بیشتر است.

عرب مازاریزدی و خوری ]15[ در پژوهشی به بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند آنها با بررسی داده های 120 شرکت در بازه زمانی 1380 تا 1389 به این نتیجه رسیدند که بین نرخ بهره ارتباط مستقیم و نرخ ارز ارتباط معکوس با سیاست تقسیم سود وجود دارد و همچنین نرخ تورم با سیاست تقسیم سود ارتباطی ندارد.

ژانگ و همکاران ]85[ در پژوهشی به بررسی محیط پیچیده سرمایه‌گذاری خارجی در شرکت‌های کشور چین پرداختند. آنها نتیجه گیری کردند یک ارتباط بالقوه بین سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و تاثیرات ناشی از سرمایه‌پذیری خارجی در شرکت‌های بازار سرمایه چین برقرار می‌باشد.

جواخادز و دیگران ]57[ تجزیه و تحلیلی بین‌المللی در مورد هموارسازی سود تقسیمی انجام دادند. آنان 2000 شرکت را از میان 24 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.

جنسن ]59[ اعلام نمود شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد بیشتر از جریان‌های نقد آزاد کمتری برخوردارند و سود نقدی کمتری توزیع می‌نمایند.

بر و باکپین ]25[ 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 34 بازار نوظهور و طی دوره 17 ساله بین 1990 تا 2006 انجام دادند. یافته‌های آن‌ها بدین قرار بود: (1) بین سود تقسیمی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد، (2) ارتباط چندان معنی‌داری بین شاخص‌های مختلف نحوه تأمین مالی و سود تقسیمی شرکت‌ها یافت نشد، (3) بین سودآوری شرکت‌ها و میزان سود تقسیمی آن‌ها رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد، (4) شرکت‌های فعال در بازارهای توسعه یافته به طور نسبی سیاست تقسیم سودهای کمتری را در پیش می‌گیرند.

ترانگ و هيني ]82[ در پژوهشي كه با عنوان سهامداران نهادي و سياست تقسيم سود در كشورهاي مختلف دنيا انجام دادند رابطه متقابل سهامداران عمده و سياست تقسيم سود را در یک نمونه 8279 شركتي از 37 كشور بررسي كردند. آن ها به اين نتيجه رسيدند شركت هايي كه سودآوري بالايي دارند و فرصت هاي سرمایه گذاری شان محدود است و يا زماني كه اكثريت سهامداران آن ها سهامداران خارجي هستند، احتمال بيشتري وجود دارد كه سود سهام پرداخت نمايند.

کيوشي کاتو و همکارانش ]61[ در پژوهشي با عنوان سياست تقسيم سود، جريان نقدي و سرمایه گذاري در ژاپن نشان دادند که بين سياست تقسيم سود، جريان نقدي و سرمایه گذاری نرخ Q توبين رابطه‌ی مستقيم و معناداری وجود دارد. آنها نشان دادند که جريان نقدي، نسبت رشد درآمد، سود تقسيمي و سود سهام اعلام شده، تغييرات سرمايه بر سرمایه گذاری تأثیر دارند. نتايج آنها نشان داد که بين تغييرات سود تقسیمی با درآمدهاي گذشته، حال و آینده‌ی شرکت ها رابطه‌ی معناداري وجود دارد.

**روش پژوهش**

**نوع پژوهش**

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی است. از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی - همبستگی است. زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون تعیین می نماید.

نحوه گردآوری اطلاعات

در این پژوهش اطلاعات مورد نیاز به روش های زیر جمع آوری شده است:

روش کتابخانه ای: در این روش برای جمع آوری اطلاعات در زمینه مبانی نظری موضوع پژوهش، از طریق مطالعه ی کتب، مقالات و مراجعه به سایت های تخصصی اطلاعات لازم جمع آوری شده است.

روش اسناد کاوی: جهت جمع آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها از این روش استفاده شده است. داده های مورد نیاز از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار ره آورد نوین و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار، و داده های مرتبط با بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری شده است.

**جامعه و نمونه‌ی آماری**

جامعه مورد نظر در این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. اعضای نمونه باید دارای ویژگیهای منحصر بفردی بوده که در ذیل اشاره می‌شود. اطلاعات این شرکت‌ها برای دوره 5 ساله 1391 تا 1395 مورد بررسی قرار می‌گیرند.جامعه آماری در دستری 406 شرکت بوده که 326 شرکت با توجه به جدول زیر حذف و 80 شرکت باقیمانده است ,سپس 80 شرکت باقیمانده به عنوان نمونه انتخاب و مورد بررسی قرار گرفته است. جامعه در دسترس در نگاره زیر ارائه شده است:

|  |  |
| --- | --- |
| تعداد کل شرکت‌ها (تا پایان سال 1395) | 406 |
| حذف بدلیل بانکها، بیمه ها، موسسات مالی و اعتباری، موسسات سرمایه گذاری و شرکت‌هایی که صنعتی نیستند | 65 |
| حذف بدلیل عدم پذیرفته شدن شرکت تا پایان سال 1390 در بورس اوراق بهادار تهران | 151 |
| حذف بدلیل تغییر سال مالی | 56 |
| حذف بدلیل عدم ارائه اطلاعات مورد نیاز | 39 |
| حذف بدلیل عدم فعالیت مستمر | 15 |
| شرکت‌های باقیمانده | 80 |

منبع: يافته هاي پژوهش

**روش تحليل داده ها:**

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها با تحلیل یافته‌ها به وسیله آمار استنباطی مورد بررسی قرار می‌گیرد. هدف آمار استنباطی به طور کلی انجام استنباط در مورد جامعه از طریق تجزیه و تحلیل اطلاعات موجود در داده‌های نمونه است. با وارد کردن داده‌های پژوهش در نرم افزار Eviews اقدام به برازش مدل‌ها می‌کنیم. در این تجزیه و تحلیل‌ها برای معنی داری و یا عدم معنی داری فرضیه ها باید بهp- value خروجی نهایی توجه کرد، اگر p-value یک متغیر کمتر از 05/0 باشد فرضیه صفر پژوهش رد می شود.

**فرضیه های پژوهش**

**فرضیه 1:** بین سیاست تقسیم سود شرکت و سرمایه‌گذاری آتی شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد.

**فرضیه 2:** بین سیاست تقسیم سود شرکت و بیش سرمایه‌گذاری آتی شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد.

**فرضیه 3:** بین سیاست تقسیم سود شرکت و سرمایه‌گذاری کم در آینده شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد.

**متغیرها و مدل پژوهش**

داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز پژوهش با توجه به ماهیت آنها، با استفاده از صورتهای مالی شرکت‌ها و همچنین نرم‌افزارهای داده‌ای سازمان بورس اوراق بهادار تهران که بعنوان پایگاههای اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مورد استفاده قرار می‌گیرد استخراج می‌شوند. برای کسب داده‌ها و اطلاعات از سایت‌هایی مانند کدال نیز استفاده می‌شود.

داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز پژوهش پس از جمع آوری وارد نرم‌افزار Excel گردیده تا برای انتقال به نرم‌افزار آماری آماده گردند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار آماری Eviews نسخه 8 استفاده می‌شود.

ما در این پژوهش به بررسی دو نوع ارتباط می‌پردازیم. در مرحله‌ی اول ارتباط بین سیاست‌های تقسیم سود و سرمایه‌گذاری شرکت می‌پردازیم. ما برای ارزیابی این ارتباط و سنجش فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیونی طبق مدل یانگ و همکاران (2016) استفاده می‌کنیم. این مدل به شرح رابطه (1) می‌باشد:

INVESTit+1 = α0 + α1DRit + α2DIVit + α3AQit + α4SIZEit + α5M/Bit + α6STD(OCF )it + α7STD(SALES)it + α8STD(INVEST)it + α9ALTMANZit + α10PPEit + α11LEVit + α12OCFit/SALESit−1 + α13OperCycleit + α14LOSSit + α15AGEit + Year fixed effect + Industry fixed effect + ε رابطه (1)

که در آن:

Investi,t : سرمایه گذاری آتی شرکت i در سال t+1 است که از طریق نسبت مجموع سرمایه گذاری های کوتاه مدت و بلندمدت تقسیم بر کل دارایی ها بدست می آید.

DRit : محدودیت در پرداخت های تقسیمی (سود تقسیمی) به ذینفعان شرکت i در سال t؛ که این محدودیت ها بصورت محدودیت در تقسیم سود باقیمانده تعریف می‌شود که عبارتند از محدودیت ایجاد شده بوسیله اندوخته احتیاطی، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت یا طرح‌های پژوهش و توسعه؛ پرداخت سود در وهله اول به گروه خاصی از خارج شرکت و دیگر شرایطی که از پرداخت کامل سود سال جاری به سهامداران جلوگیری بعمل می‌آورد. در صورتی که محدودیتی برای تقسیم سود برای شرکت وجود داشته باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر می‌پذیرد.

DIVi t : سود تقسیمی شرکت i در سال t تقسیم بر کل دارایی‌ها

: AQit: کیفیت اقلام تعهدی شرکت i در سال t که طبق مدل دیچو و دیچاو (2002) تعدیل شده توسط مک نیکولز (2002) به شرح رابطه (2) بدست می‌آیدکه در آن کیفیت اقلام سرمایه در گردش (CQ) بوسیله وجوه نقد (Cash)، فروش (Sale) و دارایی‌های ثابت (PPEGT) تقسیم بر دارایی ابتدای دوره بدست می آید.

CQ = α0 + α1 (Cash /ASSET) + α2(Sale /ASSET) + α3(PPEGT /ASSET) + ε رابطه (2)

SIZEit: اندازه شرکت i در سال t که از طریق لگاریتم طبیعی کل فروش شرکت بدست می آید.

M/Bit : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت i در سال t

STD(OCF)it : انحراف معیار جریان نقد عملیاتی شرکت i در سال t برای یک دوره 4 ساله t-1 تا t-4

STD(SALES)it : انحراف معیار فروش شرکت i در سال t برای یک دوره 4 ساله t-1 تا t-4

STD(INVEST)it : انحراف معیار سرمایه‌گذاری های کوتاه مدت شرکت i در سال t برای یک دوره 4 ساله t-1 تا t-4

ALTMANZit : نمره ورشکستگی شرکت i در سال t که طبق ماده 141 قانون تجرات ایران اگر زیان های انباشته شرکت از 50 درصد سرمایه بیشتر باشد یک و در غیر اینصورت صفر می پذیرد.

PPEit : اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت i در سال t تقسیم بر کل دارایی ها

LEVit : اهرم مالی شرکت i در سال t که از طریق نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها بدست می آید

OCFit/SALESit−1 : وجه نقد عملیاتی به فروش شرکت i در سال t

OperCycleit : چرخه عملیاتی شرکت i در سال t که از طریق رابطه زیر بدست می آید (ریچاردسون، 2006؛ هاشمی و همکاران، 1389):

OperCycleit = (SalePeriod + ReceivePeriod – PaymentPeriod)/360

که در این نسبت، دوره فروش موجودی‌ها، دوره وصول حسابهای دریافتنی و دوره پرداخت حسابهای پرداختنی از طریق روابط زیر بدست می‌آیند:

(میانگین موجودی‌ها / بهای تمام شده کلای فروش رفته) = دوره فروش موجودی‌ها (1 /360

360/(حسابهای دریافتنی / درآمدهای عملیاتی) =دوره وصول مطالبات (یا دوره بازگشت حسابهای دریافتنی) (2

 360/(حسابهای پرداختنی / هزینه های عملیاتی) =دوره پرداخت حسابهای پرداختنی (3

LOSSit : زیان شرکت i در سال t که اگر شرکت در سال مورد نظر زیان خالص داشته باشد یک و در غیر اینصورت صفر می پذیرد.

AGEit : عمر شرکت i در سال t که در این پژوهش سال ورود به بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شده است.

εi : خطای اندازه گیری مدل که با افزایش نمونه کاهش می‌یابد.

سپس با تقسیم شرکت‌های نمونه پژوهش به دو قسمت شرکت‌های دارای بیش سرمایه‌گذاری و شرکت‌های دارای کم سرمایه‌گذاری اقدام به سنجش فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش می‌نماییم. این مدل به شرح رابطه (3) می‌باشد که در مدل برای بیش سرمایه گذاری در متغیر وابسته عدد یک و برای کم سرمایه گذاری در متغیر وابسته عدد صفر در نظر گرفته می شود:

OVERit+1(or UNDERit+1) = α0 + α1DRit + α2DIVit + α3AQit + α4SIZEit + α5M/Bit + α6STD(OCF )it + α7STD(SALES)it + α8STD(INVEST)it + α9ALTMANZit + α10PPEit + α11LEVit + α12OCFit/SALESit−1 + α13OperCycleit + α14LOSSit + α15AGEit + Year fixed effect + Industry fixed effect + ε رابطه (3)

که در آن:

OVERit+1 : در این پژوهش طبق پژوهش یانگ و همکاران (2016) ابتدا متغیر مازاد وجه نقد با استفاده از باقیمانده رگرسیون رابطه (4) محاسبه شده سپس اگر این باقیمانده مثبت باشد نشان دهنده بیش سرمایه گذاری و در صورتی که منفی باشد نشان دهنده کم سرمایه گذاری (UNDERit+1) می باشد.

متغیر مازاد وجه نقد نگهداری شده شرکت i در سال t که به وسیله باقیمانده حاصل از رگرسیون زیر برآورد می گردد:

LNCASHi,t = β0 + β1LSIZE1i,t + β2LSIZE2i,t + β3LEVi,t + β4TANGFi,t + β5OPCFLi,t + β6PROFITi,t + β7MTBRi,t + ԑi,t رابطه (4)

که در آن:

LNCASH : میزان وجوه نقد شرکت است که از لگاریتم طبیعی حاصل تقسیم وجه نقد و معادل های وجه نقد بر کل دارایی ها حاصل می شود.

LSIZE1 : لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت را نشان می دهد.

LSIZE2 : لگاریتم طبیعی مجموع کل دارایی های شرکت را نشان می دهد.

LEV : از تقسیم کل بدهی های شرکت (کوتاه مدت و بلندمدت) بر کل دارایی های شرکت بدست می آید.

TANGF : بیانگر دارایی های مشهود است و از تقسیم دارایی های ثابت بر کل دارایی های شرکت بدست می آید.

OPCFL : بیانگر سود عملیاتی است و از طریق تقسیم جریان های نقد عملیاتی بر کل دارایی ها محاسبه می شود.

PROFIT : میزان سوددهی شرکت است و از تقسیم سود عملیاتی بر کل دارایی های شرکت بدست می آید.

MTBR : فرصت های رشد شرکت را نشان می دهد و از تقسیم ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری آن به دست می آید.

**یافته‌های پژوهش**

در ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، انحراف معیار و غیره به تفکیک متغیرها و به تفکیک هر سال در ذیل ارائه می شود:

**نگاره شماره 4-2: آمار توصیفی کل سال – شرکت**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| متغیرها | حداقل | حداکثر | میانگین | انحراف معیار |
|  لگاریتم دارایی ها  | 42/10 | 59/13 | 86/11 | 57/0 |
| فروش (میلیون ریال) | 7330 | 24517 | 13623 | 4512 |
| ارزش بازار/ارزش دفتری (شاخص) | 61/0- | 14/3 | 82/0 | 58/0 |
|  بازده سالانه سهام  | 961/0- | 57/4 | 177/0 | 772/0 |
|  بازده دارایی ROA  | 07/0- | 68/1 | 13/0 | 17/0 |
| لگاریتم حقوق صاحبان سهام | 08/12 | 30/14 | 28/12 | 15/1 |
|  لگاریتم بدهی ها  | 15/10 | 68/13 | 63/11 | 60/0 |
| سرمایه گذاری | 1059 | 355914 | 96266 | 26561 |
| اهرم مالی | 002/0 | 52/3 | 66/0 | 38/0 |

منبع: يافته هاي پژوهش

**آزمون فرضیه‌ اول پژوهش**

در این فرضیه به بررسی این موضوع می پردازیم که بین سیاست تقسیم سود شرکت و سرمایه‌گذاری آتی شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد. در ابتدا برای تعیین استفاده از داده‌های پانلی در مقابل داده‌های تلفیقی از آزمون چاو یا F لیمر استفاده می‌کنیم.

**آزمون F لیمر**

فرضیه صفر: مدل رگرسیونی مناسب است

فرضیه یک: مدل پانلی مناسب است

**نگاره (4-3): آزمون چاو – فرضیه اول**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| p-value | آماره آزمون | درجه آزادی |
| 0023/0 | 58/16 | 4 |

منبع: يافته هاي پژوهش

با توجه به اینکه معنی‌داری آزمون چاو از 05/0 کمتر می‌باشد لذا فرضیه صفر آزمون پذیرفته می شود و استفاده از مدل پانلی نسبت به مدل رگرسیونی ارجح می‌باشد.

**آزمون هاسمن**

فرضیه صفر: مدل پانل با اثرات تصادفی مناسب است

فرضیه یک: مدل پانل با اثرات ثابت مناسب است

**نگاره (4-4): آزمون هاسمن: فرضیه اول**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| p-value | آماره آزمون | درجه آزادی |
| 105/0 | 77/25 | 18 |

منبع: يافته هاي پژوهش

با توجه به بیشتر بودن معنی‌داری آماره آزمون هاسمن از 05/0 در نتیجه استفاده از مدل پانلی با اثرات تصادفی نسبت به مدل پانلی با اثرات ثابت ارجح‌ است. اکنون اقدام به برازش مدل با اثرات تصادفی پانلی می نماییم. نتایج مشخصات مدل برازش داده شده در نگاره 4-5 و نتایج ضرایب و معنی داری متغیرهای مدل در نگاره 4-6 ارائه شده است.

**نگاره(4-5): مشخصات مدل اول (متغیر وابسته: سرمایه گذاری آتی)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| ضریب تعیین | ضریب تعیین تعدیل شده | آماره F | معنی‌داری مدل | آماره دوربین واتسون |
| 11/0 | 06/0 | 29/2 | 000/0 | 91/1 |

منبع: يافته هاي پژوهش

**نگاره (4-6): ضرایب برازش مدل اول - متغیر وابسته: سرمایه گذاری آتی**

|  |
| --- |
| **INVESTit+1 = α0 + α1DRit + α2DIVit + α3AQit + α4SIZEit + α5M/Bit + α6STD(OCF )it + α7STD(SALES)it + α8STD(INVEST)it + α9ALTMANZit + α10PPEit + α11LEVit + α12OCFit/SALESit−1 + α13OperCycleit + α14LOSSit + α15AGEit + Year fixed effect + Industry fixed effect + ε**  |
| متغیر | ضریب | انحراف معیار | آماره t | P-VALUE |
| ثابت مدل | 85/714 | 66/280 | 54/2 | 011/0 |
| محدودیت سود تقسیمی | 13/0 | 09/0 | 101/0 | 03/0 |
| سود تقسیمی | 001-/0 | 001/0 | 336/3- | 001/0 |
| کیفیت اقلام تعهدی | 15/55 | 01/80 | 68/0 | 49/0 |
| اندازه شرکت | 13/15 | 18/5 | 91/2 | 004/0 |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری | 23/20 | 37/74 | 27/0 | 78/0 |
| انحراف معیار جریان نقد عملیاتی | 67/30- | 35/49 | 62/0- | 53/0 |
| انحراف معیار فروش | 22/51- | 32/41 | 23/1- | 21/0 |
| انحراف معیار سرمایه‌گذاری های کوتاه مدت | 03/77 | 99/52 | 45/1 | 14/0 |
| نمره ورشکستگی | 18/34 | 08/95 | 35/0 | 72/0 |
| اموال، ماشین آلات و تجهیزات | 25/2 | 54/58 | 039/0 | 96/0 |
| اهرم مالی | 3/248 | 49/75 | 28/3 | 001/0 |
| وجه نقد عملیاتی به فروش | 42/0- | 62/0 | 67/0- | 49/0 |
| چرخه عملیاتی | 61/2- | 91/33 | 07/0- | 93/0 |
| زیان شرکت | 001/0- | 006/0 | 021/0- | 98/0 |
| عمر شرکت | 17/100 | 43/55 | 80/1 | 07/0 |

منبع: يافته هاي پژوهش

طبق نگاره 4-5 ضریب تعیین نشان می‌دهد که 11 درصد از تغییرات متغیر وابسته بوسیله متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. معنی‌داری مدل نیز کمتر از 05/0 می‌باشد که نشان از معنی‌دار بودن مدل پژوهش می‌باشد. آماره دوربین واتسون نیز 91/1 می‌باشد که در صورتی که بین باز 5/1 تا 5/2 باشد نشان از عدم خودهمبستگی بین باقیمانده‌های خطا می‌باشد که در این مدل به همین صورت می‌باشد.

همانطور که در نگاره (4-6) مشاهده می‌شود بین متغیرهای محدودیت سود تقسیمی، سود تقسیمی، اهرم مالی با سرمایه گذاری آتی شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد.

**آزمون فرضیه‌ دوم و سوم**

در این فرضیه ها به بررسی این موضوع می پردازیم که بین سیاست تقسیم سود شرکت با بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه گذاری آتی شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد. در ابتدا برای تعیین استفاده از داده‌های پانلی در مقابل داده‌های تلفیقی از آزمون چاو یا F لیمر استفاده می‌کنیم.

**آزمون F لیمر**

فرضیه صفر: مدل رگرسیونی مناسب است

فرضیه یک: مدل پانلی مناسب است

**نگاره (4-7): آزمون چاو – فرضیه دوم و سوم**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| p-value | آماره آزمون | درجه آزادی |
| 00/0 | 32/34 | 4 |

منبع: يافته هاي پژوهش

با توجه به اینکه معنی‌داری آزمون چاو از 05/0 کمتر می‌باشد لذا فرضیه صفر آزمون رد می شود و استفاده از مدل پانلی نسبت به مدل رگرسيوني ارجح می‌باشد.

**آزمون هاسمن**

فرضیه صفر: مدل پانل با اثرات تصادفی مناسب است

فرضیه یک: مدل پانل با اثرات ثابت مناسب است

**نگاره (4-8): آزمون هاسمن: فرضیه دوم و سوم**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| p-value | آماره آزمون | درجه آزادی |
| 054/0 | 37/12 | 6 |

منبع: يافته هاي پژوهش

با توجه به بیشتر بودن معنی‌داری آماره آزمون هاسمن از 05/0 در نتیجه استفاده از مدل پانلی با اثرات تصادفی نسبت به مدل پانلی با اثرات ثابت ارجح‌ است. اکنون اقدام به برازش مدل با اثرات تصادفی پانلی می نماییم. نتایج مشخصات مدل برازش داده شده در نگاره 4-9 و نتایج ضرایب و معنی داری متغیرهای مدل در نگاره 4-10 ارائه شده است.

**نگاره(4-9): مشخصات فرضیه دوم و سوم (متغیرهای وابسته: بیش سرمایه گذاری و كم سرمايه گذاري)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| ضریب تعیین | ضریب تعیین تعدیل شده | آماره F | معنی‌داری مدل | آماره دوربین واتسون |
| 31/0 | 30/0 | 75/12 | 000/0 | 41/2 |

منبع: يافته هاي پژوهش

**نگاره (4-10): ضرایب برازش فرضیه دوم و سوم - متغیرهای وابسته: بیش سرمایه گذاری و كم سرمايه گذاري**

|  |
| --- |
| **OVERit+1(or UNDERit+1) = α0 + α1DRit + α2DIVit + α3AQit + α4SIZEit + α5M/Bit + α6STD(OCF )it + α7STD(SALES)it + α8STD(INVEST)it + α9ALTMANZit + α10PPEit + α11LEVit + α12OCFit/SALESit−1 + α13OperCycleit + α14LOSSit + α15AGEit + Year fixed effect + Industry fixed effect + ε** |
| متغیر | ضریب | انحراف معیار | آماره t | P-VALUE |
| ثابت مدل | 067/0 | 229/0 | 295/0 | 768/0 |
| محدودیت سود تقسیمی | 036/0 | 042/0 | 866/0 | 02/0 |
| سود تقسیمی | 395/0- | 032/0 | 177/12- | 00/0 |
| کیفیت اقلام تعهدی | 113/0 | 116/0 | 974/0 | 331/0 |
| اندازه شرکت | 0002/0 | 002/0 | 780/0 | 436/0 |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری | 032/0 | 032/ | 997/0 | 320/0 |
| انحراف معیار جریان نقد عملیاتی | 63/144 | 26/81 | 78/1 | 078/0 |
| انحراف معیار فروش | 1/361 | 2/113 | 19/3 | 002/0 |
| انحراف معیار سرمایه‌گذاری های کوتاه مدت | 75/221 | 57/254 | 871/0 | 384/0 |
| نمره ورشکستگی | 84/1- | 76/2 | 66/0- | 50/0 |
| اموال، ماشین آلات و تجهیزات | 292/0 | 057/0 | 106/5 | 00/0 |
| اهرم مالی | 41/2 | 21/38 | 06/0 | 95/0 |
| وجه نقد عملیاتی به فروش | 96/60 | 1340 | 04/0 | 96/0 |
| چرخه عملیاتی | 29/2- | 91/18 | 18/0- | 62/0 |
| زیان شرکت | 023/0- | 016/0 | 44/1- | 63/0 |
| عمر شرکت | 02/64 | 16/36 | 34/2 | 091/0 |

منبع: يافته هاي پژوهش

طبق نگاره 4-9 ضریب تعیین نشان می‌دهد که 31 درصد از تغییرات متغیر وابسته بوسیله متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. معنی‌داری مدل نیز کمتر از 05/0 می‌باشد که نشان از معنی‌دار بودن مدل پژوهش می‌باشد. آماره دوربین واتسون نیز 41/2 می‌باشد که در صورتی که بین باز 5/1 تا 5/2 باشد نشان از عدم خودهمبستگی بین باقیمانده‌های خطا می‌باشد که در این مدل به همین صورت می‌باشد.

همانطور که در نگاره (4-10) مشاهده می‌شود بین متغیرهای محدودیت سود تقسیمی، سود تقسیمی با بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد.

## بحث و نتيجه‌گيري

ما در این پژوهش به بررسی تاثیر سیاست‌های تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت ها پرداختیم همان طور که اشاره شد این پژوهش دارای یک متغیر مستقل و 3 متغیر وابسته می‌باشد. متغیر مستقل پژوهش سیاست تقسیم سود شرکت و متغیرهای وابسته پژوهش نیز سرمایه‌گذاری آتی، بیش سرمایه‌گذاری آتی، کم سرمایه‌گذاری آتی شركت ها می‌باشد. لذا نتايج آزمون فرضيه هاي پژوهش به صورت زير مي باشد:

**فرضیه اول این پژوهش بیان می‌کند:**

**"بین سیاست تقسیم سود شرکت و سرمایه‌گذاری آتی شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد "**

در این رابطه فرضیه اول این پژوهش بیان می‌کند بین سیاست تقسیم سود شرکت و سرمایه‌گذاری آتی شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد که نتایج پژوهش این فرضیه را پذیرش می‌کند این موضوع نشان می‌دهد که اگر مدیریت شرکت تفکراتی پیرامون سرمایه گذاری در موضوعاتی در آینده را داشته باشد برای تقسیم سود در حال تصميم هاي متفاوتی را می گیرد. به طوری که اگر مدیریت قصد سرمایه گذاری آتی را داشته باشد به گونه ای سود را تقسیم می کند که وجوهی برای سرمایه گذاری در آینده را داشته باشد.

**فرضیه دوم این پژوهش بیان می‌کند:**

**"بین سیاست تقسیم سود شرکت و بیش سرمایه‌گذاری آتی شرکت‌ها ارتباط معنی داری وجود دارد "**

در این رابطه فرضیه دوم این پژوهش بیان می‌کند بین سیاست تقسیم سود شرکت و بیش سرمایه‌گذاری آتی شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد که نتایج پژوهش این فرضیه را پذیرش می‌کند این موضوع نشان می‌دهد که در صورتی که مدیرعامل شرکت تصمیماتی در رابطه با افزایش سرمایه گذاری آتی برای شرکت داشته باشد با نگرشی متفاوت نسبت به بیش سرمایه گذاری برای شرکت اقدام می کند. بیش سرمایه گذاری اقدامی است که نیاز به وجوه نقد مازادی دارد که مدیریت باید اقدامات قبلی برای رسیدن به بیش سرمایه گذاری آتی در شرکت را اجرایی نماید. بنابراین در هنگام تقسیم سود سیاستی را در پیش خواهد گرفت که به این هدف (بیش سرمایه گذاری) دست یابد.

**فرضیه سوم این پژوهش بیان می‌کند:**

**"بین سیاست تقسیم سود شرکت و کم سرمایه‌گذاری آتی شرکت‌ها ارتباط معنی داری وجود دارد "**

در این رابطه فرضیه سوم این پژوهش بیان می‌کند بین سیاست تقسیم سود شرکت و کم سرمایه‌گذاری آتی شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد که نتایج پژوهش این فرضیه را پذیرش می‌کند. این موضوع نشان می‌دهد که اگر شرکت مقرر باشد سرمایه گذاری خود را کم نماید و یا بعارتی خود را با کم سرمایه گذاری مواجه سازد (این مورد در مواقعی که شرکت دچار آثار تورمی نیست کاربردی می باشد) باید سیاست تقسیم سود خود را تغییر دهد. در این حالت مدیریت شرکت تصمیم بر اضافه واریزی سود تقسیم شده می نماید تا با این تصمیم بتواند ارزش سهام خود در بازار بورس را نیز ارتقا دهد.

**محدودیت‌های پژوهش**

1. در این پژوهش، اثر برخی از متغیرها توسط پژوهشگر کنترل شد. لذا در صورت اعمال سایر متغیرهای احتمالی تأثیر‌گذار بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مانند عمر شرکت، نوع صنعت، ویژگی‌های مدیریت و ... احتمالا نتایج پژوهش تغییر می‌کرد.
2. سرمایه گذاری شرکت‌ها نیز دارای ویژگی های متفاوتی مانند فرصت های اقتصادی کلان سرمایه گذاری مانند فرصت سرمایه گذاری در سایر شرکت‌ها در مواقع مشخص زمانی وجود دارد که در این پژوهش مورد ارزیابی قرار نمی گیرد.

**پیشنهادهايي برای پژوهش هاي آتی**

1- بررسی تأثیر دیگر شرایط اقتصادی از قبیل وجود رکود بر روی روابط بین سیاست‌های تقسیم سود با سرمایه‌گذاری.

2- پیشنهاد می شود که از سایر عوامل و مدل‌های اندازه‌گیری هر یک از متغیرهای استفاده شده در این پژوهش در جهت تبیین رابطه بین سیاست‌های تقسیم سود با سرمایه‌گذاری استفاده شود و با توجه به میزان گستردگی این مدل ها توجه به تفاوت های این مدل ها می‌تواند بر کارایی بحث اضافه کند.

3- پیشنهاد می‌شود در پژوهش هاي آتی از عوامل دیگر موثر بر سرمایه‌گذاری مانند شرایط اقتصادی بین‌المللی، شرایط اجتماعی شرکت، اوضاع سیاسی شرکت، بررسی شرایط مالکان شرکت، وضعیت نقدینگی شرکت‌ها و دیگر عوامل برای این ارتباط بهره ببرند.

**منابع** **فارسی**

1. احمد پور، احمد و سعید پاکدلان. (1395). نقش فرصت های رشد در تعدیل رابطه اهرم مالی و تصمیمات سرمایه گذاری. پژوهش های تجربی حسابداری. سال پنجم، شماره 19، صص 15-31.
2. باقرزاده، سعيد. (1382). تبيين الگوي ساختار سرمايه ي شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقيقات مالي 16. صص 23-47.
3. پورحيدري، ا. و خاكساري، م. (1387). بررسي عوامل تعيين كنندة خط مشي تقسيم سود در شركت هاي پذيرفته شده در بورس تهران. مجله توسعه و سرمايه 1 (2)، صص 183-200.
4. حیدرپور فرزانه و سمیه زارع رفیع. (1393). تاثیر متغیرهای سود تقسیمی و فرصتهای رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسان پذیری بازده سهام. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. سال ششم، ش 22، صص 213-247.
5. جهانخاني، ع. و قرباني، س. (1384). شناسايي و تبيين عوامل تعيين كنندة سياست تقسيم سود شركت هاي پذيرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقيقات مالي. 7 (20)، صص 27-48.
6. خورشیدی، غلامحسین. (1375). ملاحظات اجرایی در تجزیه و تحلیل طرح های سرمایه گذاری. تحقیقات مالی. سال سوم، شماره 9 و 10، صص 26-40.
7. رضواني راز، ك. و حقيقت، حميد. (1384). بررسي رابطه بين جريان نقدي آزاد و ميزان بدهي با در نظر گرفتن فرصت هاي سرمايه گذاري و اندازه شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهشگر. شماره 5، صص 50-57.
8. سينايي، حسنعلي و عبدالحسين نيسي. (1382). بررسي عوامل مؤثر بر اندازه استفاده از اهرم مالي در شركت هاي سهامي عام. مطالعات حسابداري. شماره 4، صص 129-148.
9. سينايي، ح.، سلگي، م.، و محمدي، ك. (1390). تأثير فرصت هاي رشد بر رابطه بين ساختار سرمايه، سود تقسيمي و ساختار مالكيت با ارزش شركت. مجله پژوه شهاي حسابداري مالی. شماره 4 (10)، صص 87-102.
10. سينايي، ح.، و رشيدي زاد، ف. (1389). بررسي ارتباط بين تغييرات سهم بازار با ارزش گذاري عايدات و فرصتهاي رشد آتي شركت ها. بررسي هاي حسابداري و حسابرسي. 59(17)، صص 31-46.
11. شاپيرو، آلن. (1373). استراتژي تأمين مالي بلندمدت شركت ها. ترجمه علي جهانخاني. فصلنامه علمي پژوهشي تحقيقات مالی. 1 (2)، صص 5-36.
12. [شاه بندرزاده](https://jibm.ut.ac.ir/?_action=article&au=363078&_au=%D8%AD%D9%85%DB%8C%D8%AF++%D8%B4%D8%A7%D9%87%D8%A8%D9%86%D8%AF%D8%B1%D8%B2%D8%A7%D8%AF%D9%87) ، حمید و [محمد حسین کبگانی](https://jibm.ut.ac.ir/?_action=article&au=363086&_au=%D9%85%D8%AD%D9%85%D8%AF+%D8%AD%D8%B3%DB%8C%D9%86++%DA%A9%D8%A8%DA%AF%D8%A7%D9%86%DB%8C). (1395). تحلیل کمی فرصت‌های رشد و سودآوری شرکت‌ها. [دوره 8، شماره 1](https://jibm.ut.ac.ir/issue_7692_7693_%D8%AF%D9%88%D8%B1%D9%87%2B8%D8%8C%2B%D8%B4%D9%85%D8%A7%D8%B1%D9%87%2B1%D8%8C%2B%D8%A8%D9%87%D8%A7%D8%B1%2B1395%D8%8C%2B%D8%B5%D9%81%D8%AD%D9%87%2B1-243.html)، صص 117-136.
13. صفری، محسن. (1381). ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس شاخص های شارپ و ترینر. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
14. صمدي سعيد، سهيلي سيروس و وحيد كبيري پور. (1392). تحليل تأثير فرصتهاي رشد بر اهرم مالي شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله ي پيشرفت هاي حسابداري دانشگاه شيراز. دوره پنجم، شماره اول، پياپي 3، صص 64-168.
15. مازار یزدی، محمد عرب و مهدی خوری. (1394). بررسی تأثیرمتغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابرسي. بهار 94، شماره 58، صص 65-84.
16. کریمی، فرزاد، اخلاقی، حسنعلی و فاطمه رضایی‌مهر. (1389). بررسی تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی. سال دوم، شماره 8، صص 60-74.
17. نخجوانی، احمد. (1382). اقتصاد ایران. انتشارات مرکز آموزش و تحقیقات صنعتی ایرانه، چاپ اول، صص 36-47.
18. مختاریان، امید. (1383). بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس.
19. محمدزادگان، اکبر. (1385). بررسی بین قابلیت اتکای اقلام تعهدی، پایداری سود و قیمت سهام در شركت‌هاي پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره) قزوین.
20. نمازي، محمد و جواد مرادي. (1385). بررسي تجربي سازههاي مؤثر در تعيين پاداش هيأت مديره شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات حسابداري.ش 10و 11.
21. هاشمی، سید عباسو حسنعلی اخلاقی. (1389). بررسی تاثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت. فصلنامه حسابداری مالی. شماره 6.
22. هاشمی، سید عباس و کمالی، احسان. (1389). تاثیر افزایش تدریجی اهرم مالی، میزان جریان نقدی آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری. سال اول، شماره 2، صص 95-115.
23. نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و جلال وافی ثانی. (1388). بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی. شماره اول، صص 4-27.

منابع لاتین

1. Altman, E. (1968), ‘Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy’, The Journal of Finance, Vol. 23, No. 4, pp. 589–609.
2. 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.
3. Amir, E., Y. Guan and G. Livne (2007), ‘The Association of R&D and Capital Expenditures with Subsequent Earnings Variability’, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 34, No. 1–2, pp. 222–46.
4. Ball, R. and L. Shivakumar (2008), ‘Earnings Quality at Initial Public Offering’, Journal of Accounting and Economics, Vol. 45, No. 2–3, pp. 324–49.
5. Bates, T., K. Kahle and R. Stulz (2009), ‘Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used to?’ The Journal of Finance, Vol. 64, No. 5, pp. 1985–2021.
6. Beatty, A., K. Ramesh, and J. Weber (2002), ‘The Importance of Accounting Changes in Debt Contracts: The Cost of Flexibility in Covenant Calculations’, Journal of Accounting and Economics, Vol. 33, No. 2, pp. 205–27.
7. Becker, S. and A. Ichino (2002), ‘Estimation of Average Treatment Effects Based on Propensity Scores’, The Stata Journal, Vol. 2, No. 4, pp. 358–77.
8. Beneish, M. and E. Press (1993), ‘Costs of Technical Violation of Accounting-based Debt Covenants’, The Accounting Review, Vol. 68, No. 2, pp. 233–57.
9. Biddle, G., G. Hilary and R. Verdi (2009), ‘How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?’, Journal of Accounting and Economics, Vol. 48, No. 2–3, pp. 112–31.
10. Billett, M., T. King and D. Mauer (2007), ‘Growth Opportunities and Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants’, The Journal of Finance, Vol. 62, No. 2, pp. 697–730.
11. Bradley, M. and M. Roberts (2015), ‘The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants’, Quarterly Journal of Finance, Vol. 5, No. 2, pp. 1–37.
12. Brav, A., J. Graham, C. Harvey and R. Michaely (2005), ‘Payout Policy in the 21st Century’, Journal of Financial Economics, Vol. 77, No. 3, pp. 483–527.
13. Bushee, J. (1998), ‘The Influence of Institutional Investors in Myopic R&D Investment Behavior’, The Accounting Review, Vol. 73, No. 3, pp. 305–33.
14. Bushee, B. (2001), ‘Do Institutional Investors Prefer Near-term Earnings over Long-run Value?’, Contemporary Accounting Research, Vol. 18, No. 2, pp. 207–46.
15. Cella, C. (2013), ‘Institutional Investors and Corporate Investment’, Working Paper (Indiana University).
16. Chava, S. and R. Roberts (2008), ‘How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants’, The Journal of Finance, Vol. 63, No. 5, pp. 2085–121.
17. Chava, S., P. Kumar and A. Warga (2010), ‘Managerial Agency and Bond Covenants’, Review of Financial Studies, Vol. 23, No. 3, pp. 1120–48.
18. Chen, K., and K. Wei (1993), ‘Creditors’ Decisions to Waive Violations of Accounting-Based Debt Covenants’, The Accounting Review, Vol. 68, No. 2, pp. 218–32.
19. Citron, D., K. Robbie and M. Wright (1997), ‘Loan Covenants and Relationship Banking in MBOs’, Accounting and Business Research, Vol. 27, No. 4, pp. 277–94.
20. Daniel, D., D. Denis and L. Naveen (2008), ‘Do Firms Manage Earnings to Meet Dividend Thresholds?’, Journal of Accounting and Economics, Vol. 45, No. 1, pp. 2–26.
21. DeAngelo, H. and L. DeAngelo (1990), ‘Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms’, The Journal of Finance, Vol. 45, No. 5, pp. 1475–31.
22. DeAngelo, H., L. DeAngelo and J. Skinner (2004), ‘Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings’, Journal of Financial Economics, Vol. 72, No. 3, pp. 425–56.
23. Dechow, P. and I. Dichev (2002), ‘The Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors’, The Accounting Review, Vol. 77, pp. 35–59.
24. Demerjian, R. (2013), ‘Uncertainty and Debt Covenants’, Working Paper (University of Washington).
25. Demiroglu, C. andM. James (2010), ‘The Information Content of Bank Loan Covenants’, Review of Financial Studies, Vol. 23, No. 10, pp. 3700–37.
26. Dichev, I. and D. Skinner (2002), ‘Large–Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis’, Vol. 40, No. 4, pp. 1091–123.
27. Dittmar, A. and J.Mahrt-Smith (2007), ‘Corporate Governance and the Value of Cash Holdings’, Journal of Financial Economics, Vol. 83, No. 3, pp. 599–634.
28. Esty, B. (2003), ‘The EconomicMotivations for Using Project Finance’,Working Paper (Harvard Business School).
29. Fama, E. and K. French (1997), ‘Industry Costs of Equity’, The Journal of Finance, Vol. 43, No. 2, pp. 153–93.
30. Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick (2003), ‘Corporate Governance and Equity Prices’, Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, No. 1, pp. 107–55.
31. Healy, P. and K. Palepu (1990), ‘Effectiveness of Accounting-based Dividend Covenants’, Journal of Accounting and Economics, Vol. 12, No. 1, pp. 97–123.
32. Heckman, J. (1976), ‘The Common Structure of Statistical Models of Truncation, Sample Selection, and Limited Dependent Variables and a Simple Estimator for Such Models’,Annals of Economic and Social Measurement, Vol. 5, No. 4, pp. 475–92.
33. Hong, H., M. Hung and J. Zhang (2015), ‘The Use of Debt Covenants Worldwide: Institutional Determinants and Implications on Financial Reporting’, Contemporary Accounting Research, DOI: 10.1111/1911-3846.12169.
34. Javakhadze, D., Ferris, S. and N. Sen, (2014), "An International Analysis of Dividend Smoothing", Journal of Corporate Finance 29, PP. 200–220
35. Jensen, M. (1986), ‘Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and the Market for Takeovers’, American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323–9.
36. Jensen, M. and W. Meckling (1976), ‘Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure’, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, pp. 305–60.
37. Jorion, P., Z. Liu and C. Shi (2005), ‘Informational Effects of Regulation FD: Evidence from Rating Agencies’, Journal of Financial Economics, 76, No. 2, pp. 309–30.
38. Kato,k.H , loewnstein,u. , tsay,w,. (2002), "Dividend policy , cash flow , and investment in japan", Pacific-Basin Finance Journal 10, pp. 443– 473.
39. Kothari, P., T. Laguerre and A. Leone (2002), ‘Capitalization versus Expensing: Evidence on the Uncertainty of Future Earnings from Capital Expenditures versus R&D Outlays’, Review of Accounting Studies, Vol. 7, No. 4, pp. 355–82.
40. Lennox, C., J. Francis and Z. Wang (2012), ‘Selection Models in Accounting Research’, The Accounting Review, Vol. 87, No. 2, pp. 589–616.
41. Li, F. (2008), ‘Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence’, Journal of Accounting and Economics, Vol. 45, No. 2–3, pp. 221–47.
42. Mansi, A., W. Maxwell and J. Wald (2009), ‘Creditor Protection Laws and the Cost of Debt’, Journal of Law and Economics, Vol. 52, No. 4, pp. 701–17.
43. Matvos, G. (2013), ‘Estimating the Benefits of Contractual Completeness’, Review of Financial Studies, Vol. 26, No. 11, pp. 2798–844.
44. McNichols, M. (2002), ‘Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors’, The Accounting Review, Vol. 77, pp. 61–9.
45. Miller, D. and N. Reisel (2011), ‘Do Country Level Investor Protections Impact Security Level
46. Contract Design? Evidence from Foreign Bond Covenants’, Review of Financial Studies, Vol. 25, No. 2, pp. 408–38.
47. Myers, S. (1977), ‘Determinants of Corporate Borrowing’, Journal of Financial Economics, Vol. 5, No. 2, pp. 147–75.
48. Nguyen, H., K. Yung and Q. Sun (2012), ‘Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US’, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 39, No. 9–10,pp. 1357–75.
49. Nikolaev, V. (2010), ‘Debt Covenants and Accounting Conservatism’, Journal of Accounting Research, Vol. 48, No. 1, pp. 137–75.
50. Nini, G., C. Smith and A. Sufi (2009), ‘Creditor Control Rights and Firm Investment Policy’,Journal of Financial Economics, Vol. 92, No. 3, pp. 400–20.
51. Nissim, D. and A. Ziv (2001), ‘Dividend Changes and Future Profitability’, The Journal of Finance, Vol. 56, No. 6, pp. 2111–34.
52. Petersen, M. (2009), ‘Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches’, Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 1, pp. 435–80.
53. Richardson, S. (2006), ‘Over-Investment of Free Cash Flow’, Review of Accounting Studies, Vol. 11, No. 2, pp. 159–89.
54. Rosenbaum, P. and B. Rubin (1983), ‘The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects’, Biometrika, Vol. 70, No. 1, pp. 41–55.
55. Shan, Y., S. Taylor and T. Walter (2013), ‘Earnings Management or Measurement Error? The Effect of External Financing on Unexpected Accruals’, Working Paper (UNSW Australia Business School).
56. Stein, J. (2003), ‘Agency, Information and Corporate Investment’, in G. M. Constantinides, M. Harris and R. M. Stulz (eds.), Handbook of the Economics of Finance, Vol. 1 (Amsterdam: Elsevier), pp. 111–65.
57. Sunder, J., S. Sunder and L. Tan (2010), ‘The Role of Managerial Overconfidence in the Design of Debt Covenants’, Working Paper (Northwestern University).
58. Titman, S., K.Wei and F. Xie (2004), ‘Capital Investments and Stock Returns’, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 39, No. 4, pp. 677–700.
59. Truong, T., and R. Heaney (2007). Largest Shareholder and Dividend Policy around the World, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol.47 pp.667–687.
60. Tucker, J. (2010), ‘Selection Bias and Econometric Remedies in Accounting and Finance Research’, Journal of Accounting Literature, Vol. 29, No. 1, pp. 31–57.
61. Yim, S., 2013. The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. J. Financ. Econ. 108, 250–273.
62. Zhang, Z.K.K., & Benyoucef, M., (2016). Consumer behavior in social commerce: A literature review, Decision Support system, 86, 95-108.