

تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی عرب‌صالحی^۱ / حسنعلی اخلاقی^۲

چکیده

عوامل مختلفی بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌ها تأثیرگذار هستند. پژوهش‌های متعددی با در نظر گرفتن متغیرهایی همچون اندازه شرکت، سودآوری، فرصت‌های رشد و نقدینگی برای بررسی این تأثیر انجام شده است. هدف از انجام این پژوهش بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ است. فرضیات تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل تجزیه و تحلیل شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد رابطه منفی و معنی‌دار بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خط مشی تقسیم سود وجود دارد. همچنین بین اهرم مالی و منابع تأمین مالی خارجی با خط مشی تقسیم سود رابطه منفی و بین موعد پرداخت بدهی با خط مشی تقسیم سود رابطه مثبت وجود دارد. این در حالی است که نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش در برخی صنایع تأیید و در برخی رد گردید.

واژگان کلیدی: خط مشی تقسیم سود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی، مالیات.
طبقه‌بندی موضوعی: G35.

۱. استادیار حسابداری دانشگاه اصفهان.

۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.

مقدمه

از جمله گروه‌های اصلی استفاده‌کننده از اطلاعات مالی شرکت‌ها، سهامداران و سرمایه‌گذاران هستند. خط مشی تقسیم سود به عنوان یکی از اطلاعات اثرگذار در بازار سرمایه، برای سرمایه‌گذاران اهمیت خاصی دارد، زیرا اغلب سرمایه‌گذاران با استفاده از آن اقدام به اخذ تصمیمات مورد نظر خود می‌نمایند. به منظور افزایش قدرت پیش‌بینی سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک شرکت، شناسایی عوامل موثر بر خط مشی تقسیم سود می‌تواند بسیار مفید و حائز اهمیت باشد. اهمیت این موضوع نزد مدیران شرکت‌ها به جهت استفاده از اطلاعات حاصله در فرآیند اداره شرکت و ارزیابی بازار از عملکرد آنان جدی است. از همین رو بخشی از توجه و توان مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن تحت عنوان خط مشی تقسیم سود یاد می‌شود. اما مهم‌تر از خط‌مشی تقسیم سود، ریشه‌یابی دلایل اتخاذ یک خط‌مشی تقسیم سود از طرف شرکت‌ها است، زیرا دلایل و عوامل تعیین‌کننده بدست آمده از این ریشه‌یابی، نه تنها به توضیح رفتار شرکت‌ها در گذشته کمک می‌کند، بلکه ابزاری را برای پیش‌بینی حرکت و مسیر آتی آن‌ها در این حوزه فراهم می‌آورد. در ایران پژوهش‌هایی پیرامون بررسی عوامل مؤثر بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌ها انجام گرفته، اما در خصوص تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط‌مشی تقسیم سود شرکت‌ها در داخل کشور تحقیقی صورت نگرفته است. با توجه به اهمیت موضوع، پژوهش حاضر به بررسی رابطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات با خط‌مشی تقسیم سود شرکت‌ها می‌پردازد. در ادامه این مقاله ابتدا ادبیات و پیشینه پژوهش بیان می‌گردد، سپس فرضیه‌ها، روش پژوهش و متغیرهای مورد استفاده در پژوهش توضیح داده می‌شود و در خاتمه آزمون فرضیه‌ها و نتایج تحقیق بیان می‌شود.

افراد جهت تصمیم‌گیری نیاز به اطلاعات مالی دارند. یکی از منابع تأمین اطلاعات مالی، حسابداری است. در مبنای نظری گزارشگری مالی به نقش اطلاعات مالی و مفید بودن آن در تصمیم‌گیری افراد اشاره شده است. هیأت استانداردهای حسابداری مالی^۱ در بیانیه مفهومی شماره (۱) هدف گزارشگری مالی را به این صورت بیان می‌کند: «گزارشگری مالی باید اطلاعاتی را که سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان برای تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و تصمیمات مشابه لازم دارند را فراهم آورد» (هیأت تدوین استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۷۸).

1. Financial Accounting Standards Board (FASB).

یکی از اقلام حسابداری که در گزارش‌های مالی (صورت سود و زیان) تهیه و ارائه می‌شود «سود خالص» است. سود نه تنها عاملی برای تدوین سیاست‌های تقسیم سود است، بلکه عاملی برای پیش‌بینی و از همه مهم‌تر راهنمایی برای سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری به شمار می‌آید. سیاست تقسیم سود یکی از چالشی‌ترین مباحث مدیریت مالی است. الگوهای نظری متضاد که اغلب فاقد پشتوانه تجربی هستند، به دنبال توضیح سیاست‌های تقسیم سود شرکت می‌باشند (Frankfurter et al., 2002). تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم قابل بحث است و از یک طرف عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت‌ها می‌باشد. تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می‌شود. از طرف دیگر بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند، از این رو مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران اتخاذ می‌شود بسیار حساس و دارای اهمیت است (مهرانی و همکاران، ۱۳۷۷). برای اکثر مردم، به خصوص سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، این سؤال مطرح است که چگونه می‌توان عواملی را که بر سود تقسیمی^۱ (DPS) تأثیر می‌گذارند، مشخص کرد تا قادر شوند سهام شرکت‌ها را با یکدیگر مقایسه و در نهایت، سهام مورد نظر خود را با اطمینان بیشتری خریداری کنند (اسدی و همکاران، ۱۳۸۷).

همچنین شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود، یکی از اصلی‌ترین دغدغه‌های ذی‌نفعان بنگاه‌های اقتصادی است. آگاهی از این عوامل ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکت‌ها را ارائه می‌دهد، امکان برآورد رفتار آتی آن‌ها را نیز فراهم می‌سازد. همیشه بین مدیران و صاحبان سهام عمده از یک طرف و سرمایه‌گذاران خرد از طرف دیگر بر سر مسأله تقسیم سود تضاد وجود دارد. سرمایه‌گذاران فردی از سرمایه‌گذاری خود انتظار دریافت سود دارند و مایل هستند بازده سهام خود را به شکل نقدی دریافت کنند ولی سهامداران عمده مایل هستند که سود در شرکت نگهداری و صرف توسعه گردد تا در نتیجه قیمت سهام شرکت از این طریق افزایش یابد (Afza, et al., 2010). انتظار این است، شرکت‌هایی که اکثر سهام آن‌ها را مدیران و سهامداران عمده خریداری نموده‌اند، تقسیم سود کمتری داشته باشند و سود خود را در فرصت‌های سرمایه‌گذاری بکار گیرند و شرکت‌هایی که سهام آن‌ها را سرمایه‌گذاران فردی خریداری نموده‌اند سود تقسیمی بیشتری را مد نظر داشته باشند (صادقی و همکاران، ۱۳۸۸). با توجه به موارد مذکور، این پژوهش درصدد

1.Dividend Per Share

پاسخ به این سؤال است که آیا فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌ها تأثیر دارد؟ تحقیقات بسیاری در این زمینه صورت گرفته است که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌گردد.

پیشینه تحقیق

ابر و همکاران (Abor, et al., 2010) در پژوهشی به تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و منابع تأمین مالی بر خط مشی تقسیم سود پرداختند. این پژوهش برای ۳۴ شرکت پذیرفته شده در بورس غنا طی سال‌های ۱۹۹۰ الی ۲۰۰۶ انجام گرفته است و برای تخمین مدل خطی چند متغیره از داده‌های پانل با روش اثرات ثابت استفاده شده است. خلاصه یافته‌های تحقیق حاکی از این مطلب است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی بر خط‌مشی تقسیم سود دارد. همچنین منابع تأمین مالی شرکت تأثیر کمی بر خط مشی تقسیم سود شرکت دارند و شرکت‌های سودآور به احتمال بیشتری سود بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند.

آنیل و همکاران (Anil, et al., 2008) به تعیین عوامل موثر بر خط مشی تقسیم سود در کشور هند پرداختند. این پژوهش برای شرکت‌های فناوری اطلاعاتی (IT) و طی دوره زمانی ۲۰۰۰ الی ۲۰۰۶ انجام گرفته است. در این پژوهش سودآوری، جریان‌های نقدی، مالیات و فرصت رشد به عنوان متغیرهای مستقل و خط‌مشی تقسیم سود به عنوان متغیر وابسته در معادلات رگرسیونی در نظر گرفته شده‌اند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که سودآوری و جریان‌های نقدی تأثیر مثبتی بر خط مشی تقسیم سود دارند، اما مالیات و فرصت رشد تأثیر منفی بر سود تقسیمی شرکت‌ها دارند.

کیت (Kcith, 2004) به بررسی و تبیین سیاست‌های تقسیم سود در چند کشور مختلف پرداخت. در این پژوهش شرکت‌های مورد بررسی به دو دسته شرکت‌هایی که سود تقسیم نمی‌کنند و شرکت‌هایی که سود تقسیم می‌کنند، تفکیک شده‌اند. نتایج پژوهش مبین آن است که شرکت‌هایی که سود نمی‌پردازند، مهمترین عامل در تعیین سیاست تقسیم سود، انتظارات سهامداران است و شرکت‌هایی که سالیانه سود پرداخت می‌کنند، مهمترین عامل در تعیین سیاست تقسیم سود انتظارات سهامداران و وجود جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد.

کانور (Kanwer, 2003) درباره عوامل اثر گذار بر سیاست تقسیم سود در کشور پاکستان پژوهش کرده است. داده‌های پژوهش از ۳۱۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پاکستان در غالب ۱۳ صنعت جمع‌آوری شده و با استفاده از روش رگرسیون مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته

است. متغیرهای پژوهش شامل اندازه شرکت، سود انباشته، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جنبه علامت‌دهی تقسیم سود بود. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین سود انباشته در هر سال و میزان سود تقسیمی رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد. همچنین فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود بر سیاست تقسیم سود شرکت تأثیر قابل ملاحظه‌ای دارند.

اسدی و همکاران (۱۳۸۷)، به بررسی ارتباط بین سودآوری و نقدینگی و تأثیر آن بر سود تقسیمی پرداختند. دوره زمانی تحقیق از سال ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۲ و نمونه آماری شامل ۴۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این پژوهش EPS به عنوان شاخص سودآوری و خالص جریان نقد به علاوه سود پرداختی به عنوان معیار نقدینگی در معادلات رگرسیونی لحاظ شده‌اند. نتایج پژوهش مبین این است که ارتباط قوی بین سودآوری و سود تقسیمی وجود دارد، اما ارتباط ضعیفی بین نقدینگی و سود تقسیمی وجود دارد.

جهانخانی و همکاران (۱۳۸۵)، در تحقیقی به شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام رسانی، انتظار می‌رود که اگر شرکتی از رشد سود بالایی برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا باشد. علاوه بر این اندازه، ساختار مالی، ریسک شرکت از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس ایفای نقش می‌کنند.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱- بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه ۲- بین منابع تأمین مالی و خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

این فرضیه را می‌توان به فرضیه‌های فرعی زیر تفکیک کرد:

۱-۲- بین اهرم مالی و خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۲-۲- بین منابع تأمین مالی خارجی و خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

۲-۳- بین موعد پرداخت بدهی و خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه ۳- بین مالیات و خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

مدل پژوهش

همانطور که در قسمت‌های قبلی بیان گردید، عوامل مختلفی بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌ها اثرگذار هستند. بسیاری از شرکت‌ها موقعی سود پرداخت می‌کنند که وجه نقد مازاد بر سرمایه‌گذاری‌های مورد انتظار داشته باشند. در واقع شرکت‌ها ابتدا وجوه مورد نیاز را از محل سود انباشته برای پروژه‌های بلند مدت خود مشخص، و سپس وجوه مازاد را بین سهامداران توزیع می‌کنند. از این رو فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند بر سیاست تقسیم سود هر شرکت تأثیر بگذارد (Abor and Godfred, 2010; Kanwer, 2003; Trumm, 2004). در این پژوهش همانند پژوهش‌های ابر و همکاران (Abor, et al., 2010)، کوین و همکاران (Kevin, et al., 2008) و هواکیمیان و همکاران (Hovakimian, et al., 2009) برای متغیر فرصت سرمایه‌گذاری از نسبت Q توین استفاده شده است. همچنین شرکتی که نسبت بدهی زیادی به حقوق صاحبان سهام دارد برای تأمین وجوه مورد نیاز به منظور پرداخت بهره و اصل بدهی در سررسید، ممکن است درصد بیشتری از سود را در شرکت حفظ کند یا بر مبنای قراردادهای بدهی مکلف به عدم توزیع درصدی از سود شده باشد. از سوی دیگر با افزایش درصد اهرم مالی ریسک مالی شرکت‌ها افزایش می‌یابد و در راستای کاهش این ریسک شرکت‌ها مجبور به کاهش درصد توزیع سود می‌شوند (Abor, et al., 2001; Baker, et al, 1985, 2001). علاوه بر این در اغلب سیستم‌های اقتصادی نرخ مالیات بر سود بیشتر از نرخ مالیات بر درآمد حاصل از افزایش ارزش دارایی است. ضرر ناشی از فزونی نرخ مالیات بر سود نسبت به نرخ مالیات بر درآمد حاصل از افزایش ارزش دارایی، موجب افزایش سهم روش بازخرید سهام در سیاست‌های پرداخت شرکت به سهامداران شده است (Grullon, et al., 2002). با این وجود بسیاری از شرکت‌های بزرگ همچنان به پرداخت سود نقدی به سهامداران خود ادامه می‌دهند و در مواردی نیز میزان سود پرداختی خود را افزایش می‌دهند. این مسأله نشان دهنده آن است که بر خلاف تصور، مزیت مالیاتی بازخرید سهام برای همه سرمایه‌گذاران مطلوبیت کافی ایجاد نمی‌کند و همچنان گروهی از سهامداران دریافت سود را به روش‌های دیگر ترجیح می‌دهند. از این رو بسیاری از

محققان میزان تأثیرگذاری قوانین مالیاتی بر سیاست تقسیم سود و سیاست پرداخت را کمتر از پیش-بینی‌های تئوری می‌دانند و آن را جزء عوامل درجه دو طبقه بندی می‌کنند. بررسی‌های انجام شده در مورد اثر سیاست‌های کاهش نرخ مالیات توسط بوش (رییس جمهور وقت آمریکا در سال ۲۰۰۳) تأییدی بر این ادعاست (Brave, et al., 2005). آلن و همکاران (Allen, et al., 2002) در بررسی اثر مالیات بر مطلوبیت سود دریافتی از شرکت‌ها، رفتار سرمایه‌گذاران را با در نظر گرفتن دو فرض‌ایستایی سرمایه‌گذاران و پویایی سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار می‌دهند. این موضوع که مالیات بر خط‌مشی تقسیم سود تأثیر می‌گذارد، در پژوهش‌های آنیل و همکاران (Anil, et al., 2008) و بریو و همکاران (Brave, et al., 2005) مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به موارد مذکور برای بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط‌مشی تقسیم سود مدل رگرسیون (۱) ارائه می‌گردد:

مدل (۱)

$$DP_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 EF_{it} + \beta_4 DM_{it} + \beta_5 TAX_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \varepsilon$$

که در آن:

DP: متغیر وابسته تحقیق و شاخص خط‌مشی تقسیم سود، که از نسبت سود تقسیمی شرکت به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

Q: متغیر مستقل پژوهش و نماد فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که با توجه به پژوهش‌های ابر و همکاران (Abor, et al., 2010)، هواکیمیان و همکاران (Hovakimian, et al., 2009) و عرب‌صالحی و اشرفی (۱۳۹۰) از نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

Lev: متغیر مستقل و شاخص اهرم مالی است که از نسبت کل بدهی به حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

EF^۱: متغیر مستقل و نماد تأمین مالی خارجی (تأمین مالی که از محل سود و سود انباشته نباشد) است که همانند پژوهش‌های ابر و همکاران (Abor, et al., 2010) و آنیل و همکاران (Anil, et al., 2008) از نسبت منابع تأمین مالی خارج از شرکت به کل منابع تأمین مالی قابل محاسبه است.

DM^۱: متغیر مستقل پژوهش و شاخص موعد پرداخت بدهی است که از نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی‌ها محاسبه می‌شود.

1. External Finance

TAX: نرخ مؤثر مالیات شرکت است که از نسبت مبلغ مالیات سالانه به سود قبل از کسر مالیات به دست می‌آید.

ε: ضریب خطا که برای هر دوره مستقل است، دارای توزیع نرمال بوده و مستقل از عوامل رگرسیونی است.

علاوه بر این، در این پژوهش همانند پژوهش‌های ابر و همکاران (Abor, et al., 2010) و افزا و همکاران (Afza, et al., 2010) از متغیرهای کنترل به شرح زیر استفاده می‌گردد:

ROA: متغیر کنترل و شاخص سودآوری شرکت که از نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید.

SIZE: متغیر کنترل و نماد اندازه شرکت که از لگاریتم طبیعی فروش سالانه شرکت محاسبه می‌شود.

در این پژوهش جهت تخمین مدل و آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده شد. در روش داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش‌های پانل^۲ و تلفیقی^۳ از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. از آزمون هاسمن نیز جهت انتخاب روش‌های اثرات ثابت^۴ و اثرات تصادفی^۵ استفاده می‌شود (هاشمی و همکاران، ۱۳۸۹).

جامعه آماری تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ است. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که دارای ویژگی‌های زیر بوده؛ با استفاده از روش حذف سیستماتیک به عنوان نمونه انتخاب شدند:

- ۱) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند باشد.
- ۲) در دوره زمانی مورد تحقیق حداقل هر شش ماه یکبار سهام آنها مورد مبادله واقع شده باشد.
- ۳) به منظور همگن بودن اطلاعات فعالیت آن‌ها از نوع تولیدی باشد.
- ۴) در کلیه سال‌های مورد رسیدگی، از طریق بدهی، تأمین مالی داشته باشند.
- ۵) در کلیه سال‌های مورد رسیدگی، به سهامداران خود سود پرداخت کرده باشند.
- ۶) در طی سال‌های مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.

1. Debt Maturity
2. Panel
3. Pooling
4. Fixed Effect
5. Random Effect

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۲۳ شرکت انتخاب شدند. قلمرو مکانی تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ می‌باشد.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول (۱) آماره توصیفی را نشان می‌دهد که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می‌باشد و شامل اطلاعات مربوط به میانگین و میانه است. دسته دوم اطلاعات شامل پارامترهای مربوط به پراکندگی نظیر واریانس، چولگی و کشیدگی است که بیانگر پراکنش داده‌ها حول محور میانگین می‌باشد.

جدول (۱): آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	جارکو برا	سطح بحرانی	مشاهده
DP	۰.۲۹۴	۰.۲۶۵۹	۰.۲۹۲۳	۰.۸۴۵۷	۱۵.۰۴۶	۱۵۱۶	۰.۰۰۰	۹۸۴
Q	۴.۳۴۸	۲.۴۰۷	۱۱.۵۷۱	۹.۹۴۹۸	۱۲۱.۷۹	۱۴۸۷۱	۰.۰۰۰	۹۸۴
LEV	۰.۷	۰.۶۸۳۸	۰.۲۲۷۹	۴.۳۵۱۲	۱۲.۹۲۷	۱۱۸۲	۰.۰۰۰	۹۸۴
EF	۰.۳۹۱۵	۰.۱۹۷۰	۰.۵۹۱۱	۳.۷۱۷۴	۲۹.۹۵۰۵	۸۲۲۱	۰.۰۰۰	۹۸۴
DM	۰.۲۸۹۷	۰.۱۸۷۷	۰.۵۲۰۳	۶.۴۷۰	۲۵.۵۸۲	۵۷۹۳	۰.۰۰۰	۹۸۴
TAX	۱۵.۳۴	۰.۱۷۲۶	۰.۱۱۳۳	۲.۰۷۵	۴.۰۲۴	۱۰.۱۰	۰.۰۰۰	۹۸۴
ROA	۰.۱۰۳۷	۰.۱۰۹۰	۰.۱۳۹۶	۰.۱۱۰۶	۳.۲۴۵	۱۱.۲۶۸	۰.۰۰۰	۹۸۴
SIZE	۵.۵۰۵۳	۵.۴۳۱۵	۰.۶۵۳۵	۱.۰۲۴	۴.۵۹۶۷	۶۹.۱۶۷	۰.۰۰۰	۹۸۴

همانگونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، مقدار میانگین برای متغیر ROA برابر با ۰.۱ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه متغیر ROA برابر با ۰.۱ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند.

همچنین یکسان بودن مقدار میانگین و میانه برای متغیر سودآوری (ROA)، نشان دهنده نرمال بودن این متغیر می باشد.

مقدار پراکندگی برای متغیر Q برابر با ۱۱.۵۷ و برای متغیر TAX برابر با ۰.۱۱ است که نشان می دهد در بین متغیرهای تحقیق شاخص فرصت های سرمایه گذاری (Q) و مالیات (TAX) به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی می باشند. همچنین کشیدگی متغیرهای این مدل همگی مثبت می باشند. مثلاً این مقدار برای متغیر Q برابر ۱۲۱ می باشد که نشان دهنده برجسته بودن منحنی این متغیر می باشد. متغیر Q بیشترین برجستگی و متغیر ROA کمترین برجستگی را نسبت به منحنی نرمال دارد. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق که در جدول (۱) ارائه شده است برای هر کدام از فرضیه ها مربوط به سال های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ می باشد.

آزمون فرضیه ها

برای برآورد الگوهای رگرسیون خطی، معمولاً از روش کمترین مربعات معمولی (OLS) استفاده می شود. این روش دارای ویژگی های مطلوب آماری مانند بهترین برآورد کننده خطی بدون تورش می باشد. برای رفع مشکلاتی همچون ناهمسانی واریانس از روش کمترین مجذورات تعمیم یافته (GLS) استفاده می گردد. این روش اقدام به موزون نمودن متغیرهای مدل رگرسیون می نماید. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش رگرسیون با استفاده از داده های ترکیبی است. در این روش داده های مربوط به سری های زمانی^۱ با داده های مقطعی^۲ تلفیق گردیده و جهت تخمین مدل بر اساس روش مورد نظر دسته بندی می شوند. فرضیه ها از طریق نتایج حاصل از مدل های اقتصادسنجی و رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفتند. جهت معنی داری کل مدل رگرسیون از آماره F فیشر استفاده شده است. برای بررسی معنی دار بودن ضریب تک تک متغیرهای مستقل در مدل رگرسیون از آماره t استیودنت در سطح اطمینان ۹۵٪ استفاده شد. علاوه بر این از آزمون دوربین واتسون جهت بررسی نبود مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند استفاده گردید. جدول ۲ نتایج تجزیه و تحلیل داده های پژوهش را نشان می دهد.

همان طور که در جدول شماره ۲ مشاهده می شود، p-value آماره F فیشر کمتر از سطح خطای مورد پذیرش می باشد، بنابراین کل رگرسیون معنی دار است. برای انتخاب بین روش داده های ترکیبی

1. Time Series
2. Cross- section

و پانل از آزمون F لیمر استفاده شده است. با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر (0.000) می‌باشد فرض H_0 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و روش داده‌های پانل پذیرفته می‌شود. روش داده‌های تابلویی خود دارای دو روش اثرات ثابت^۱ و اثرات تصادفی^۲ است که برای انتخاب بین این دو روش از آزمون هاسمن استفاده شده است. از آنجایی که p-value به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با (0.049) می‌باشد فرض H_0 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. با توجه به آماره دوربین واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی‌باشد. R^2 به دست آمده نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل قادر هستند ۹۹٪ رابطه با متغیر وابسته را توضیح دهند. بنابراین رابطه بالایی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد که می‌توان از آن در جهت پیش‌بینی استفاده نمود.

جدول (۲): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش (روش تخمین اثرات ثابت با داده‌های تابلویی)

متغیر وابسته: خط‌مشی تقسیم سود (DP)				
تعداد مشاهدات برای هر متغیر: ۹۸۴				
متغیرها	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	p-value
Q	-۰.۰۰۱۲	۰.۰۰۲۳	-۰.۲۲۳۸	۰.۰۰۰
LEV	-۰.۰۰۲۴	۰.۰۰۶۱	-۳.۹۴۷۰	۰.۰۰۰۱
EF	-۰.۰۰۶۱	۰.۰۰۳۶۸	-۴.۰۳۷	۰.۰۰۰۱
DM	۰.۱۰۱	۰.۰۱۵۲	۹.۴۰۹	۰.۰۰۰
TAX	-۰.۰۰۱۹	۰.۰۰۲۱۷	-۰.۹۰۱۱	۰.۳۶۹۴
ROA	۰.۲۷۹	۰.۰۰۲۷۵	۱۰.۱۵۵۳	۰.۰۰۰
SIZE	۰.۰۰۵	۰.۰۰۱۱	۰.۴۸۶۱	۰.۶۲۷۸
C	۰.۲۴۸۳	۰.۰۰۷	۳.۵۰۴۹	۰.۰۰۰۶
R^2	۰.۹۹	آماره دوربین - واتسون DW ۲.۰۶۷۷		
آماره F فیشر	(۰.۰۰۰)	۸۰۸۲۳۸۹		
آزمون F لیمر (۰.۰۰۰)	۹.۳۳۴۱	آزمون هاسمن (۰.۰۴۹)		
		۴.۳۲۵		

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

همچنین در این تحقیق مانایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین مورد آزمون قرار گرفته است؛ زیرا نامانایی متغیرها چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه در مورد داده‌های تابلویی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. اما برخلاف آن چه در مورد داده‌های سری زمانی مرسوم است،

1.Fixed Effect

2. Random Effects

در مورد داده‌های پانل نمی‌توان برای آزمون مانایی از آزمون‌های دیکی - فولر و دیکی - فولر تعمیم یافته استفاده کرد، بلکه لازم است به نحوی مانایی جمعی متغیرها آزمون شود که برای این منظور می‌بایست از آزمون هادری استفاده شود. بر این اساس آزمون هادری فرض می‌کند که یک ریشه واحد یکسان وجود دارد به طوری که p_i برای داده‌های مقطعی یکسان هستند (Baltagi, 2005). سطح معنی‌داری آزمون هادری نشان دهنده این است که تمامی متغیرهای پژوهش مانا می‌باشند. نتایج این آزمون در جدول شماره (۳) منعکس است.

جدول (۳): نتایج حاصل از آزمون هادری

آزمون هادری تک تک متغیرهای پژوهش		
متغیر	احتمال	مقدار
Q	(۰.۰۷۶۳)	۱.۴۳۰۲
LEV	(۰.۰۵۴۴)	۱.۹۶۹۷
EF	(۰.۴۲۴۱)	۰.۱۹۱۴
DM	(۰.۶۱۶۱)	-۰.۲۹۵۰
TAX	(۰.۹۹۶۱)	-۲.۶۶۴۲
ROA	(۰.۲۵۳۴)	۰.۳۸۱۵
SIZE	(۰.۰۳۴۴)	۰.۹۷۸۲
DP	(۰.۵۹۳۰)	-۰.۲۳۵۲

اولین فرضیه بیانگر رابطه بین خط مشی تقسیم سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. طبق ادبیات موجود انتظار می‌رود بین دو متغیر مذکور ضریب همبستگی منفی وجود داشته باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش تخمین اثرات ثابت با داده‌های تابلوی برای سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ بیانگر رابطه منفی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خط مشی تقسیم سود می‌باشد.

دومین فرضیه بیانگر رابطه بین خط مشی تقسیم سود و منابع تأمین مالی است. در این پژوهش سه متغیر اهرم مالی، منابع تأمین مالی خارجی و موعد پرداخت بدهی به عنوان شاخص منابع تأمین مالی در نظر گرفته شده‌اند. طبق ادبیات موجود انتظار می‌رود بین آن‌ها رابطه منفی وجود داشته باشد. یعنی شرکت‌هایی که از بدهی به عنوان تأمین مالی استفاده کرده‌اند، برای تأمین وجوه مورد نیاز به منظور پرداخت بهره و اصل بدهی در سررسید، ممکن است درصد بیشتری از سود را در شرکت حفظ کنند. با توجه به p-value آماره t برای متغیرهای LEV، EF، DM که در جدول (۲) منعکس است، نشان می‌دهد که فرض H_0 رد می‌شود. بنابراین بین متغیرهای مستقل اهرم مالی، تأمین مالی خارجی و موعد پرداخت بدهی با خط مشی تقسیم سود رابطه معنی‌داری در سطح ۹۵٪ وجود دارد. در نتیجه می‌توان

عنوان نمود که بین منابع تأمین مالی و خط‌مشی تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود دارد. یعنی هرچه بدهی یک شرکت و تأمین مالی خارجی آن (تأمین مالی که از محل سود و مازاد آن نباشد) بیشتر باشد، بدلیل تأمین وجوه نقد برای بازپرداخت بدهی، شرکت‌ها سود کمتری بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند. درمورد متغیرهای اهرم مالی (LEV) و منابع تأمین مالی خارجی (EF) با مبانی نظری سازگاری دارد اما در مورد موعد پرداخت بدهی‌ها (DM) با مبانی نظری سازگار نمی‌باشد. به نظر می‌رسد دلیل این امر وجود سایر عوامل تأثیرگذار از جمله شرایط اقتصادی، سیاسی و... در طی دوره پژوهش می‌باشد.

سومین فرضیه بیانگر رابطه بین خط‌مشی تقسیم سود و مالیات است. طبق ادبیات موجود انتظار می‌رود بین مالیات و خط‌مشی تقسیم سود رابطه منفی وجود داشته باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها بیانگر رابطه منفی بین مالیات و خط‌مشی تقسیم سود است، اما از نظر آماری بین این دو متغیر رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

همچنین در این پژوهش فرضیه‌های تحقیق در سطح صنایع مختلف نیز مورد آزمون قرار گرفته‌اند. جهت آزمون فرضیه‌های اول، دوم و سوم در سطح صنایع مختلف مدل (۱) استفاده و نتایج بدست آمده در جدول (۴) منعکس شده است. همانگونه که در جدول (۳) دیده می‌شود، رابطه بین خط‌مشی تقسیم سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در سطح صنایع خودرو، سیمان، کاشی و سرامیک و شیمیایی منفی و در صنایع کانی غیر فلزی، ماشین‌آلات و تجهیزات و فلزات اساسی مثبت و تنها در صنایع کانی غیرفلزی، خودرو و ساخت قطعات، کاشی و سرامیک و شیمیایی معنی‌دار می‌باشد.

نتایج همچنین نشان می‌دهد که بین خط‌مشی تقسیم سود و منابع تأمین مالی رابطه معنی‌داری وجود دارد. در این پژوهش سه متغیر اهرم مالی، منابع تأمین مالی خارجی و موعد پرداخت بدهی به عنوان شاخص منابع تأمین مالی در نظر گرفته شده‌اند. در مورد اهرم مالی این رابطه در سطح صنایع کانی غیر فلزی، کاشی و سرامیک و خودرو منفی و در سطح صنایع سیمان، ماشین‌آلات و تجهیزات، شیمیایی و فلزات اساسی مثبت و تنها در صنایع کانی غیر فلزی، ماشین‌آلات و تجهیزات، سیمان و کاشی و سرامیک از لحاظ آماری معنی‌دار است. در مورد متغیرهای موعد پرداخت بدهی و تأمین مالی خارجی نتایج در جدول شماره (۴) منعکس است.

جدول (۴): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول، دوم و سوم در صنایع مختلف

مدل (۱)									
$DP = \beta_0 + \beta_1 Q + \beta_2 LEV + \beta_3 EF + \beta_4 DM + \beta_5 TAX + \beta_6 ROA + \beta_7 SIZE + \varepsilon$									
آماره صنایع	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	β_7	R^2	آماره F p-value
کانی غیر فلزی	۰.۲۰۵ (۰.۰۳۲)	-۰.۱۸۱ (۰.۶۷۵)	۰.۶۸۱ (۰.۰۱۵)	۰.۳۱۳ (۰.۱۸۶)	-۰.۹۳۹ (۰.۷۱۰)	۰.۲۶۹ (۰.۷۷۶)	۰.۶۰۳ (۰.۰۰۱)	۰.۸۵	۸.۴۲۲ (۰.۰۰۰)
خودرو و ساخت قطعات	-۰.۰۱۹ (۰.۰۲۶)	-۰.۱۷۲ (۰.۰۲۶)	۰.۰۰۹ (۰.۱۵۶)	-۰.۰۳۳ (۰.۱۶۱)	۰.۰۹۰ (۰.۱۳۶)	-۰.۱۰۴ (۰.۴۴۴)	۰.۰۰۳ (۰.۹۲۸)	۰.۷۷	۱۳.۲۳ (۰.۰۰۰)
ماشین آلات و تجهیزات	۰.۰۰۵ (۰.۸۲۹)	۰.۳۵۲ (۰.۰۶۴)	-۰.۰۰۱ (۰.۹۵۶)	-۰.۰۲۹ (۰.۳۳۱)	۰.۰۱۷ (۰.۸۷۲)	۱.۱۶۲ (۰.۰۰۸)	-۰.۰۶۱ (۰.۳۸۸)	۰.۶	۱۰.۲۶ (۰.۰۰۰)
فلزات اساسی	۰.۰۴۴ (۰.۵۹۶)	۰.۰۶۳ (۰.۷۵۲)	-۰.۱۳۹ (۰.۳۱۹)	۰.۲۹۵ (۰.۰۰۰)	۰.۰۳۵ (۰.۸۷۶)	-۰.۰۴۴ (۰.۵۷۵)	۰.۴۱۲ (۰.۰۱۳)	۰.۷	۶.۷۸۸ (۰.۰۰۰)
سیمان و گچ	-۰.۰۲۱ (۰.۷۱۵)	۰.۵۵۷ (۰.۰۶۵)	۰.۰۰۴ (۰.۹۵۶)	۰.۰۲۳ (۰.۵۶۸)	-۰.۰۶۱ (۰.۷۳۳)	۰.۳۴۸ (۰.۲۹۱)	-۰.۵۳۴ (۰.۱)	۰.۸۶	۱۶.۱۶۸ (۰.۰۰۰)
کاشی و سرامیک	-۰.۲۲۵ (۰.۰۲۲)	-۰.۶۴۸ (۰.۰۲۹)	-۰.۰۳۲ (۰.۶۸۴)	۰.۲۸۵ (۰.۰۰۰)	۰.۰۰۴ (۰.۹۷۱)	۰.۰۵۹ (۰.۸۳۷)	-۰.۱۸۳ (۰.۵۳)	۰.۸۷	۱۸.۹۵۹ (۰.۰۰۰)
صنایع شیمیایی	-۰.۸۲۳ (۰.۰۰۳)	۰.۱۳۴ (۰.۳۸۸)	۰.۰۲۶ (۰.۰۰۰)	۰.۱۲۸ (۰.۰۲۴)	۰.۰۶۶ (۰.۲۶۰)	۰.۴۰۷ (۰.۰۱۴)	۰.۱۵۸ (۰.۰۰۰)	۰.۶۹	۸.۶۶۳ (۰.۰۰۰)

علاوه بر آن نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که رابطه بین خط مشی تقسیم سود و مالیات در سطح صنایع کانی غیر فلزی و سیمان منفی و در صنایع ماشین آلات و تجهیزات، خودرو، کاشی و سرامیک، شیمیایی و فلزات اساسی مثبت است. همچنین در هیچ کدام از صنایع رابطه معنی‌داری از لحاظ آماری بین متغیرهای مذکور وجود ندارد.

نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر به منظور بررسی تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع تأمین مالی و مالیات بر خط‌مشی تقسیم سود داده‌های گردآوری شده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های پانل در آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که فرض H_0 برای متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (Q) رد شده است. بنابراین بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و خط‌مشی تقسیم سود رابطه معنادار و منفی وجود دارد. یعنی هر چه شرکتی فرصت‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور داشته باشد، سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌کند و وجه نقد بیشتری را در پروژه‌های سرمایه‌گذاری مصرف می‌کند. این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش ابر و همکاران (Abor, et al., 2010)، تروم (Trumm, 2004) و کانور (Kanwer, 2003) مطابقت دارد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های ترکیبی در آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که فرض H_0 برای متغیرهای اهرم مالی (LEV)، منابع تأمین مالی خارجی (EF) و موعد پرداخت بدهی‌ها (DM) رد شده است. بنابراین بین اهرم مالی، منابع تأمین مالی خارجی و موعد پرداخت بدهی‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. این پژوهش در مورد اهرم مالی و منابع تأمین مالی خارجی با مبانی نظری سازگار ولی برای موعد پرداخت بدهی‌ها با مبانی نظری سازگار نیست. این یافته در مورد اهرم مالی و منابع تأمین مالی خارجی مطابق با نتایج حاصل از پژوهش ابر و گادفرد (Abor and Godfred, 2010) است و در مورد موعد پرداخت بدهی‌ها مطابق با نتایج حاصل از پژوهش گادفرد و ابر نمی‌باشد. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه سوم نیز نشان می‌دهد که بین مالیات و خط‌مشی تقسیم سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد. این یافته با نتایج حاصل از پژوهش آنیل و کاپور (Anil and Kapoor, 2008) و بریو و همکاران (Brave et al, 2005) سازگاری ندارد. به نظر می‌رسد دلیل این امر وجود سایر عوامل تأثیرگذار از جمله شرایط اقتصادی، سیاسی و... در طی دوره پژوهش می‌باشد.

نتایج پژوهش حاضر برای استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی به خصوص، مدیران شرکت‌ها، سهامداران و دولت به خاطر روند خصوصی شدن شرکت‌های دولتی می‌تواند کاربرد داشته باشد. بر اساس این پژوهش، شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری خاصی را مد نظر دارند، سود کمتر بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند. همچنین شرکت‌هایی که نسبت بدهی زیادی به حقوق صاحبان سهام دارد برای تأمین وجوه مورد نیاز به منظور پرداخت بهره و اصل بدهی در سررسید، ممکن است درصد

بیشتری از سود را در شرکت حفظ کنند و سود کمتری بین سهامداران توزیع کنند. بنابراین سهامداران می‌توانند در تصمیم‌گیری خود از نتایج این پژوهش استفاده کنند.

منابع و مأخذ:

۱. اسدی، غلامحسین و سعید عزیزی بصیر (۱۳۸۷)، «بررسی ارتباط سودآوری و نقدینگی در شرکت‌ها و تأثیر آن بر سود تقسیمی»، فصلنامه پیام مدیریت، شماره ۲۸.
۲. جهانخانی، علی و سعید قربانی (۱۳۸۵)، «شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰.
۳. صادقی، سیدجلال و حجت بهادری (۱۳۸۸) «بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر نسبت پرداخت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷.
۴. عربصالحی، مهدی و مجید اشرفی (۱۳۹۰)، «نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۳، شماره ۳.
۵. مهرانی، ساسان و عبدالرضا تالانه (۱۳۷۷)، «تقسیم سود در شرکت‌ها»، مجله حسابداری، شماره ۱۲۵.
۶. هاشمی، سید عباس و حسنعلی اخلاقی (۱۳۸۹)، «بررسی تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت»، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۶.
7. Abor, J., and Godfred, A., (2010). "Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy", *Economics and Finance* Vol 27, No 3.
8. Afza, T. and Mirza. H., (2010). "Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan", *International Business Research*, Vol 3, No 3.
9. AL-Dechani T. M. (2003), "Determinants of Dividend Policy: The Case of Kuwait, " *Journal of Economic & Administrative Sciences*, Vol.19, No.2, (December), pp. 59-76.
10. Aleen, F., R. Michaely, (2002), "Payout Policy", www.ssrn.com.
11. 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* Issue 15.
12. Baltagi, B. H, (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*. John Wiley and Son.
13. Baker, H. K., Farrelly, G. E., and Edelman, R. B., (1985), "A Survey of Views on Dividend Policy, " *Journal of Financial Management*, Vol. 14 , pp.78-84.
14. Baker, H. K., E. T. Veit, and G. E. Powell, (2001), Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq firms, *Financial Review* 36, 19-37.
15. Beaver, W. H., M. B., Barth, W. R. Landsman, (2005), "Accruals, Accounting-Based Valuation Models, and The Prediction of Equity Values", www.ssrn.com.
16. Deshmukh, S. (2003). "Dividend Initiations and Asymmetric Information: A Hazard Mode, *The Financial Review*, Vol.38, No.3, pp.351-368.

17. FASB,(1987),. Objectives Of financial Reporting By Business Enterprise ,Statement Of Financial Accounting Concept ,No.1.Stamford,CT ;
18. Frankfurter, G.M., Wood, B. Jr. (2002), "Dividend policy theories and their empirical tests", International Review of Financial Analysis, Vol11, Pp:111-38.
19. Franklin, A., & Michaely, R. , (2002). "Payout Policy," Center for Financial Institutions Working Papers 01-21, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.
20. Grullon, G., Michaely, R., (2002). "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis," Journal of Finance, American Finance Association, vol. 57(4), pages 1649-1684,8.
21. Hovakimian, A., & Hovakimian, G. (2009). Cash Flow Sensitivity of Investment. European Financial Management 15(1) , 47–65.
22. Kanwer, A. (2003) ، “The Determinants of Corporate Dividend Policies in Pakistan”; Foundation for Business and Economic Research, (December), pp.1-8.
23. Kevin, K. and Vicki, W. (2008), “Earnings Quality and Future Capital Investment : Evidence from Discretionary Accruals”. Haas School of Business University of California at Berkeley, McDonough School of Business Georgetown University , on Line Available at: www.ssrn.com.
24. Kich, T.,(2004). " Determinants of Dividend Policy in Stoman Enterprises", working paper University of Tartu.