

بررسی نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود در تأثیر بین مازاد وجه نقد بر بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

آرش محمدی نافچی* و شهناز علیخانی**

* دانشجوی کارشناسی‌ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد چهار محال و بختیاری (فارسان)،

چهار محال و بختیاری، ایران

Arashmohammadi70nafchi@gmail.com

** دانشجوی دکترای حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان) اصفهان، ایران

Shahnazalikhani.info@gmail.com

چکیده

این پژوهش با هدف تبیین و بررسی نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود در تأثیر بین مازاد وجه نقد بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۷ انجام گرفته است، جامعه آماری شامل ۱۴۷ شرکت به عنوان نمونه از روش حذف سیستماتیک «سامان‌مند» انتخاب شده است. روش تحقیق در این پژوهش به لحاظ هدف، کاربردی و به لحاظ روش، از نوع توصیفی همبستگی می‌باشد. داده‌های مورد نیاز جهت تست فرضیه‌ها از صورت‌های مالی و یادداشت‌های صورت‌های مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است، جهت تبیین نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود بر تأثیر مازاد وجه نقد و بازده سهام و از روش رگرسیون بارون و کنی استفاده گردید. نتایج نشان می‌دهد، بین مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و بین بازده سهام و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. به عبارت دیگر، حدود ۷۳ درصد تأثیر مازاد وجه نقد بر بازده سهام بیش از طریق سیاست تقسیم سود (تأثیر غیرمستقیم یا واسطه‌ای) و حدود ۲۷ درصد تأثیر مازاد وجه نقد بر بازده سهام مستقیم است.

واژه‌های کلیدی: بازده سهام، سیاست تقسیم سود، مازاد وجه نقد.

طبقه‌بندی موضوعی: G14

تشریح موضوع و بیان مسئله

بازده در فرآیند سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود، بازده مورد توجه سرمایه‌گذاران فقط یک پیش‌بینی از بازده واقعی آینده است. بازده سهام یکی از قابل تأمل‌ترین و چالش برانگیزترین مسائل عصر حاضر است که مورد توجه تمامی شرکت‌ها و موسسه‌ها در بحث توسعه اقتصادی و ارزیابی عملکرد مالی قرار دارد و یکی از مهمترین و گسترده‌ترین پژوهش‌های بازارهای مالی است و به عنوان یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران در شرکت‌ها و بورس اوراق بهادار به کار می‌رود، در واقع بازده سهام، چکیده تمامی عملیات شرکت در زنجیره عرضه درون شرکت و محیط آن است، به نوعی که تمامی تغییرات احتمالی در وقایع بازرگانی، در نهایت تأثیر خود را به جا بگذارد. از آنجا که بازده سهام مهمترین عامل مد نظر سرمایه‌گذاران است. لذا، در برگزیده کلیه عواید حاصل از نگهداری سهام به علاوه سود سرمایه‌ای است. از این رو، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه سعی دارند پس‌اندازهای خود را در سرمایه‌گذاری‌هایی صرف کنند که بیشترین بازدهی را داشته باشد (باتاچاریا و همکاران، ۲۰۱۳). بر اساس دیدگاه (چنگ و همکاران، ۲۰۱۳) بازده سهام مهمترین عامل مدنظر سرمایه‌گذاران است و در برگزیده کلیه عواید حاصل از نگهداری سهام به علاوه سود سرمایه‌ای است. از این رو، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه سعی دارند پس‌اندازهای خود را در سرمایه‌گذاری‌هایی صرف کنند که بیشترین بازدهی را داشته باشد. همچنین بازده سهام به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌کنند (خدای پور و همکاران، ۲۰۱۳). بازده سهام به طور ساده معادل با درصد افزایش قیمت سهام و سود سهام به قیمت سهام در ابتدای دوره محاسبه می‌شود. در باب اهمیت بازده سهام، نخستین گام در سنجش عملکرد یک واحد تجاری، محاسبه بازدهی به دست آمده با توجه به اهداف از قبل تعیین شده برای آن می‌باشد. به بیان دیگر، یکی از معیارهای مهم ارزیابی شرکت‌ها است که به دلیل داشتن محتوای اطلاعاتی بسیار مورد توجه سرمایه‌گذاران می‌باشد، پیش‌بینی بازده سهام برای سرمایه‌گذاران از اهمیت خاصی جهت تصمیم‌گیری برخوردار است. زیرا بازده سهام مورد توجه سرمایه‌گذار فقط یک پیش‌بینی از بازده واقعی آینده است که این ارزیابی از نظر دولت‌ها، بانک‌ها، موسسه‌های مالی-اعتباری دارای اهمیت شایان ذکری است. هنگامی که این معیار دارای روند افزایشی و مطلوب برای شرکت باشد، عملکرد شرکت را مناسب نشان می‌دهد و برای سرمایه‌گذاران به عنوان نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای آنها محسوب می‌شود.

میانگین بازده سهام در ایران، با پژوهش‌های (دولو و خسروی، ۱۳۹۸) با میانگین ۰/۲۵ و (عسگرزاد، ۱۳۹۷) با میانگین ۰/۲۴ و (هادیان و همکاران، ۱۳۹۶) با میانگین ۲۷/۵۳ و (میرلوحی و همکاران، ۱۳۹۶) با میانگین ۲۴/۴۳ و (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۵) با میانگین ۴۳٪ و (بولو و همکاران، ۱۳۹۴) با میانگین ۲۴/۲۷ و (قلی‌پور و همکاران، ۱۳۹۳) با میانگین ۰/۲۵ و در کشورهای خارجی با پژوهش‌های (آدام و همکاران، ۲۰۱۹) در کشور کانادا میانگین ۶۵/۵ و (دیماگیو و همکاران، ۲۰۱۸) در کشور آمریکا با میانگین ۷۰/۸ و (مارتین و همکاران، ۲۰۱۶) در کشور رومانی با میانگین ۰/۵۳ می‌باشد و این آمار بیانگر این است که در ایران نسبت به سایر کشورها دارای روند کاهشی و نامطلوب است. چنین استدلال می‌شود که میزان بازده سهام در کشورهای خارجی نسبت به ایران روند افزایشی و مطلوب دارد و سطح افشا اطلاعات مالی در روند بالایی قرار دارد. با عنایت به اهمیت بازده سهام به عنوان یک ضرورت اجتناب ناپذیر، شناسایی عوامل مؤثر بر بازده سهام یکی از مسایل مهم امروزی است. یکی از این عوامل مؤثر مازاد وجه نقد است. مازاد وجه نقد، به حالتی اطلاق می‌شود که شرکت را، در استفاده بهینه از وجوه نقد کمک می‌کند (ونهرن، ۱۹۸۹) در تعریف دیگر، عبارت است از اداره وجوه شرکت در جهت حداکثر کردن قابلیت دسترسی

1 Bhattacharya et al

2 Cheng et al

2 Khodamipoor et al

به آن و حداکثر کردن درآمد بهره وجوه بلا استفاده (جانی و همکاران^۵، ۲۰۰۴). از آنجا که هم شرکت‌هایی که وجه نقد کافی نگهداری نمی‌کنند و هم شرکت‌هایی که وجه نقد زیاد نگهداری می‌کنند، مشکلات زیادی دارند. جنسن^۶ (۱۹۸۶) مطرح نمود، مازاد وجه نقد بیشتر به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این حالت، آنها به موافقت سهامداران نیاز ندارند و برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری‌ها بر حسب اختیار خود آزاد هستند، یکی از مهمترین مزایا و منافع مازاد وجه نقد، افزایش توانایی شرکت بر اساس استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و سودآور بالقوه و تامین مالی خارجی گران‌قیمت می‌باشد (دیتمار و همکاران^۷، ۲۰۰۷).

سیاست تقسیم سود، سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهمترین گزینه‌ها و تصمیمات فرا روی مدیران است تا مدیران و مالکان تصمیم بگیرند که چه میزان از سود شرکت تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته یا سایر حساب‌ها در شرکت باقی بماند و مجدداً سرمایه‌گذاری شود (ایزدی‌نیا و همکاران، ۱۳۸۹). در باب اهمیت سیاست تقسیم سود، می‌توان گفت بسته به نوع ترکیب سهامداران و عملکرد مالی شرکت‌ها متفاوت است. لذا، توانایی شرکت‌ها در تعیین سیاست تقسیم سود مناسب به منظور ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از عوامل رشد، تقویت و پیشرفت شرکت‌ها به شمار می‌رود (چن و همکاران^۸، ۲۰۱۴). از دیدگاه وطن‌پرست و قائمی (۱۳۸۴) سیاست تقسیم سود از معیارهای با اهمیت در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود.

از مهمترین تئوری‌ها، در زمینه موضوع فوق می‌توان تئوری‌های متعددی را نام برد: که از جمله آنها، تئوری نمایندگی^۹، تئوری علامت‌دهی^{۱۰} و تئوری چرخه عمر^{۱۱} می‌باشد (صلواتی و رساییان، ۱۳۸۶). بر اساس تئوری نمایندگی (حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۸۷) بیان کردند که با افزایش سیاست تقسیم سود، نظارت کاملتری در شرکت حکم فرماست که این امر منجر به کاهش هزینه‌ها (هزینه بدهی، هزینه نظارت و ...) شده و از طرفی این کنترل باعث افزایش مازاد وجه نقد می‌شود. به بیان دیگر، با افزایش نظارت و کنترل کامل‌تر و دقیق‌تر در شرکت به تبع مازاد وجه نقد هم بالا می‌رود و منجر به کاهش هزینه‌ها در شرکت می‌شود و از طرفی این کنترل نیز باعث افزایش بازده سهام می‌شود (گارسیا و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۰). تئوری علامت‌دهی به دنبال آن است که دلیل تمایل شرکت‌ها به پرداخت سود را تبیین کند. طبق این مدل، سیاست تقسیم سود انتظارات مدیران را درباره سودهای آتی شرکت نشان می‌دهد. مدیران به عنوان افراد درون سازمانی از طریق سیاست تقسیم سود علامتی را درباره انتظارات‌شان از درآمدهای آتی شرکت به سرمایه‌گذاران ارسال می‌کنند. آنها این کار را از طریق افزایش یا کاهش در سود تقسیمی انجام می‌دهند. یکی از پیامدهای این فرضیه این است که شرکت‌هایی که سود تقسیمی خود را افزایش می‌دهند باید واکنش قیمت مثبتی را تجربه کنند. به بیان دیگر، زیربنای فرضیه علامت‌دهی، وجود محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق اطلاعات نهفته در تغییرات غیر منتظره در سود نقدی است. به این صورت که سود تقسیمی و به ویژه تغییرات غیر منتظره آن به منزله علامتی است که اخبار جدیدی به بازار مخابره می‌نماید که از طریق سایر منابع اطلاعاتی قابل اعتماد دیگر در اختیار بازار قرار نگرفته‌اند (ایستبروک^{۱۳}، ۱۹۸۴). بر اساس دیدگاه تئوری چرخه عمر با سیاست تقسیم

2Jani et al

3Jensen

4 Dittmar et al

5 Chen et al

1 Agency theory

2 Signaling theory

3 Life Cycle Theory

4 Garsia et al

5 Easterbrook

سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد به این دلیل که شرکت‌ها در چنین شرایطی مرحله بلوغ را ترجیح می‌دهند و سود بیشتری بین سهامداران تقسیم می‌شود که این با تئوری فوق سازگاری و مطابقت دارد. به عبارت دیگر، شرکت‌ها در مرحله بلوغ به دلیل کاهش، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و فعالیت‌هایشان نسبت به شرکت‌های در مرحله رشد چرخه عمر، سود بیشتری را تقسیم می‌کنند (بولو و همکاران، ۱۳۹۱). همچنین بر اساس این تئوری شرکت‌ها در مراحل رشد و بلوغ مسئولیت پذیری اجتماعی را بیشتر رعایت می‌کنند و مسئولیت پذیری اجتماعی آنها در چهار مرحله تئوری چرخه عمر متفاوت است (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۹).

روابط بین متغیرهای پژوهش بیانگر آن است که بین سیاست تقسیم سود و بازده سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. بین سیاست تقسیم سود و مازاد وجه نقد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. به بیان دیگر، داشتن مازاد وجه نقد در یک شرکت قطعاً تصمیمات شرکت را تحت الشعاع قرار می‌دهد. چه بسا که شرکتی تمایل به بازده سهام بیشتر داشته باشد قادر به توزیع وجه نقد بیشتری در بخش‌های حسابداری باشد.

در بیان تاثیر بالا رفتن سیاست تقسیم سود بر بازده سهام می‌توان گفت بالا رفتن سیاست تقسیم سود منجر به بالا رفتن کیفیت اطلاعات مالی و باعث افزایش دقت پیش‌بینی سودآوری شرکت‌ها می‌شود و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و بالا رفتن بازده سهام شرکت‌ها می‌شود. همچنین با بالا رفتن خدمات سیاست تقسیم سود مشکلات اقتصادی در مواجهه با تضاد منافع بین گروه‌های مختلف کاهش می‌یابد. لذا، سیاست تقسیم سود با کیفیت بالاتر، امکان و تمایل شرکت‌ها به بازده سهام بیشتر را افزایش می‌دهد و در بین اعتباردهندگان جایگاه ویژه‌ای در خصوص تصمیم‌گیری بهتر را به خود اختصاص داده است (کلینچ و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۲).

پژوهش‌های پیشین به بررسی سیاست تقسیم سود و تامین مالی بلند مدت (ودیدی و همکاران، ۱۳۹۷) و سیاست تقسیم سود (عربصالحی و همکاران، ۱۳۹۶) و محدودیت مالی و بازده سهام (هادیان و همکاران، ۱۳۹۶) و (اسماعیل‌زاده و همکاران، ۱۳۹۴) و (آدام و همکاران، ۲۰۱۹) مازاد وجه نقد و بازده سهام و سیاست تقسیم سود و محافظه‌کاری بر بازده سهام و کیفیت سود (ماشوکا و ابوهوموس، ۲۰۱۸) پرداخته‌اند، پژوهش حاضر به بررسی و تبیین نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود در تاثیر بین مازاد وجه نقد بر بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته یا به عبارتی دیگر، در تلاش جهت یافتن پاسخ برای سوال زیر است: آیا سیاست تقسیم سود نقش واسطه‌ای در تاثیر بین مازاد وجه نقد بر بازده سهام شرکت‌ها دارد یا خیر؟

این پژوهش به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات مفیدی را در اختیار مدیران، سرمایه‌گذاران، تحلیلگران مالی شرکت‌ها و قانون‌گذاران در حوزه بازار سرمایه قرار دهد و ایده‌های جدیدی برای انجام پروژه‌های آتی در حوزه حسابداری، پیشنهاد نماید.

ادبیات و پیشینه پژوهش

برخی از مرتبط‌ترین پژوهش‌های انجام شده در رابطه با عوامل تاثیرگذار بر بازده سهام به شرح می‌باشند:

پیشینه خارجی

قوشی^{۱۵} (۲۰۱۹) در پژوهشی تحت عنوان "رابطه بین بازده سهام و ریسک قیمت کالا" طی سال‌های ۲۰۱۲ - ۲۰۱۹ «به مدت ۳۹۲ هفته» در بازار بورس ابوظبی پرداختند. ارزیابی تجربی پژوهش فوق مبتنی بر بازده هفتگی شاخص کل بازار بورس ابوظبی و چهار بخش است. شاخص‌ها، یعنی بانکداری، صنعتی، انرژی و املاک و مستغلات در رابطه با تغییرات در قیمت هفتگی می‌باشد. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین بازده سهام و ریسک قیمت کالا تأثیر مثبت و معناداری وجود دارد و تاخیر متغیرها قوی به نظر می‌رسد.

1 Clinch et al

1 Ghosh

کوپر و لامبرتدس^{۱۶} (۲۰۱۸) در پژوهشی تحت عنوان رابطه بین سیاست تقسیم سود و اهرم مالی، به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با توجه به نگهداشت سرمایه‌ای و سود خالص شرکت بر اهرم مالی طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ در کشور رومانی پرداختند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون چند متغیره بر مبنای داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود بر اهرم مالی کوتاه مدت تأثیر منفی و معناداری دارد ولی سیاست تقسیم سود بر اهرم مالی بلند مدت تأثیر مثبت و معناداری دارد. دنگ و همکاران^{۱۷} (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان "سیاست تقسیم سود و کیفیت سود شواهدی از چین، به بررسی ارتباط بین سیاست تقسیم سود و کیفیت سود" پرداخته‌اند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۹۹-۲۰۱۴ با استفاده از مشاهدات ۲۴۸۷۴ سال-شرکت در کشور چین انجام شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود با پایداری بالای سود، کیفیت بالای ارقام تعهدی و ارزشمندی بالای سود ارتباط دارد. تحلیل‌های اضافی نشان می‌دهد که ارتباط بین سیاست تقسیم سود و کیفیت سود می‌تواند تحت تاثیر عواملی همچون تامین مالی مجدد حقوق صاحبان سهام قرار گیرد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که مالکیت دولتی هم می‌تواند نقش بار اطلاعاتی سیاست تقسیم سود را کاهش دهد. آکیلدریم و همکاران^{۱۸} (۲۰۱۴) در پژوهشی تحت عنوان "مآزاد وجه نقد و بحران مالی، شواهدی از بازارهای در حال توسعه و توسعه یافته"، به بررسی ۲۳ کشور در حال توسعه و ۲۶ کشور توسعه یافته در سال‌های ۱۹۹۵-۲۰۱۱ پرداختند. علت این پژوهش بررسی رابطه بین مآزاد وجه نقد و بحران مالی بوده، نتایج نشان داد، اولاً: مآزاد وجه نقد در طی دوره‌های مورد بررسی در هر دو دسته کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه رشد مثبتی داشته است. دوماً: بعد از بحران مالی در طی سال‌های ۲۰۰۷ لغایت ۲۰۰۹ به طور متوسط مآزاد وجه نقد در کشورهای در حال توسعه افزایش یافته، اما در کشورهای توسعه یافته اندکی کاهش یافته است. سوماً: هر دو تئوری مبادله‌ای و سلسله مراتبی نقش مهمی در توضیح عوامل مآزاد وجه نقد در دوره قبل از بحران مالی بازی می‌کنند. با این حال، نقش تئوری مبادله‌ای بر مآزاد وجه نقد پس از بحران مالی بسیار کم رنگ تر شده است.

پیشینه داخلی

دولو و خسروی (۱۳۹۸) در پژوهشی تحت عنوان "ساختار پویای همبستگی، ریسک و بازده سهام" پرداختند. به همین منظور نمونه‌ای متشکل از ۱۴۸ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۹۳ بررسی و جهت آزمون روابط از الگوی گارچ استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که سهامی که در گذشته با عوامل فراگیر بازار (مومنتوم، بازار، اندازه، ارزش) همبستگی بالایی داشته است، ریسک سیستماتیک، غیر سیستماتیک و بازده پایین‌تری دارد. احتمال مشاهده رابطه معنادار همبستگی و ریسک غیر سیستماتیک سهام با گردش پایین‌تر «شاخص شفافیت اطلاعاتی» دور از انتظار نیست، اما این ارتباط برای شرکت‌های کوچک‌تر تصور نمی‌شود.

ودیدی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی مقایسه ساختار نقدینگی، تامین مالی بلندمدت و سیاست تقسیم سود" شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شامل ۱۳۲ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۴ - ۱۳۹۳ پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۲۷ شرکت خانوادگی و ۱۰۵ شرکت غیرخانوادگی انتخاب شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه نشان داد که بخشی از سهام یک شرکت که در اختیار اعضای خانواده مؤسس قرار دارد بر استفاده از وجوه نقد، ساختار بدهی و سیاست تقسیم سود تاثیر می‌گذارد. بدین صورت که شرکت‌های خانوادگی معمولاً وابستگی کمتری به تامین مالی بدهی در بلندمدت دارند، سود کمتری پرداخت می‌کنند و موجودی نقد بیشتری نگهداری می‌کنند.

احمدی و دیدار (۱۳۹۶) در پژوهشی تحت عنوان "نقش واسطه‌ای ساختار سرمایه در رابطه بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود" در شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۹۲ پرداختند. ساختار مالکیت بر

اساس در صد مالکیت نهادی ارزیابی شده است. برای سنجش سیاست تقسیم سود از نسبت سود تقسیم شده هر سهم به سود هر سهم در شرکت و برای سنجش ساختار سرمایه از اهرم مالی استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های تلفیقی و برای آزمون اثر میانجی از آزمون سوبل استفاده شده است. یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که ساختار مالکیت دارای رابطه مثبت و معناداری با سیاست تقسیم سود است و با ساختار سرمایه رابطه معناداری ندارد. همچنین ارتباط مثبت و معنادار ساختار مالکیت با سیاست تقسیم سود نیز تایید شد. بر اساس یافته‌های مبتنی بر رگرسیون چندگانه و آزمون سوبل، نقش واسطه‌ای ساختار سرمایه در رابطه بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود تایید نشد.

لشکری و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان "تاثیر کسری و مازاد وجوه نقد و بازده سهام" بر روی ۱۲۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۰ - ۱۳۹۰ پرداختند. علت انجام این پژوهش، بررسی کمبود وجه نقد در شرکت‌ها و ایجاد توازن وجه نقد در واحدهای انتفاعی است. روش مورد استفاده در این پژوهش روش پانل می‌باشد و برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک (سامان‌مند) استفاده شده است، نتایج نشان داد که بین مازاد و کسری وجوه نقد و بازده سهام در شرایط لحاظ بودن تورم، رابطه معناداری وجود دارد. اما بین مازاد و کسری وجوه نقد و بازده سهام در شرایط لحاظ نمودن تورم رابطه مستقیم و معنادار وجود دارد.

خواجوی و نوشادی (۱۳۹۳) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده سهام" در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. علت انجام این پژوهش، بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده سهام عنوان شده است. در این پژوهش با کنترل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار، تأثیر کیفیت افشا بر بازده سهام مطالعه شده است. برای سنجش متغیر کیفیت افشا، از امتیاز کیفیت افشای هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران منتشر می‌شود، استفاده شده است. نمونه آماری پژوهش را ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۲ - ۱۳۸۹ تشکیل می‌دهند. یافته‌ها بیانگر آن است که کیفیت افشا بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنادار دارد.

روش‌شناسی (متدولوژی)

پژوهش پیش رو، با توجه به شیوه جمع‌آوری داده‌ها توصیفی از نوع تحلیل همبستگی است. از نظر منطق اجرای پژوهش، این پژوهش قیاسی است. همچنین این پژوهش از دید هدف، کاربردی است. از نوع داده‌ها، پژوهش حاضر از جمله پژوهش‌های کمی است. از لحاظ زمان انجام پژوهش، طولی و گذشته‌نگر است. نمونه آماری شامل ۱۴۷ شرکت طی ۸ بازه زمانی ۱۳۹۷-۱۳۹۰ می‌باشد. در این پژوهش ابتدا آمار توصیفی متغیرها، بررسی می‌شود و سپس همبستگی بین متغیرهای مربوط با بازده سهام بررسی می‌گردد و سپس با استفاده از روش بارون و کنی^{۱۹} (۱۹۸۶)، نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود در تأثیر بین مازاد وجه نقد و بازده سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد. در این پژوهش با استخراج مستقیم داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی، پایگاه اطلاعاتی سایت سازمان بورس، مجموع داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها جمع‌آوری شده است. با توجه به ویژگی داده‌ها یعنی مشاهدات مربوط به شرکت‌ها در دوره زمانی یکسان، روش داده‌های تابلویی متعادل استفاده شده است. آزمون فرضیه‌ها با استفاده از نرم افزار *STATA* انجام می‌شود. داده‌های پژوهش از بانک اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار «کدال» و پایگاه اینترنتی بورس گردآوری شده است.

✚ شرکت‌های مد نظر جزء بانک‌ها، واسطه‌گری مالی، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشد.

✚ سهام شرکت در تمام سال‌های دوره پژوهش معامله شده باشد.

✚ از لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، پایان سال مالی شرکت به پایان اسفند ماه ختم شود.

✚ طی سال‌های مطالعه، تغییر سال مالی یا فعالیت نداده باشد.

✚ تمام داده‌های مورد نیاز پژوهش از سال‌های ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۷ به طور کامل و پیوسته در دسترس باشند.

الگوی تحلیلی پژوهش

الگوی رگرسیون به کار رفته جهت آزمون چهار فرضیه پژوهش به شرح زیر می‌باشد.
متغیر مستقل در این پژوهش، مازاد وجه نقد است که این شاخص به صورت زیر محاسبه می‌شود:
❖ مازاد وجه نقد (S.V):

در این پژوهش، مازاد وجه نقد به عنوان متغیر مستقل می‌باشد که جهت اندازه‌گیری آن از مدل رگرسیونی شماره (۱) برگرفته از پژوهش سان و ونگ^{۲۰} (۲۰۱۱) استفاده خواهد شد.
مدل (۱)

$$In(cashi,t) = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t} + \alpha_2 Cfi_{i,t} + \alpha_3 Nwc_{i,t} + \alpha_4 Mv_{i,t} + \alpha_5 Cfvol_{i,t} + \alpha_6 State_{i,t} + \varphi + T + \epsilon_{i,t}$$

که در این رابطه:

$CASH_{i,t}$: وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت، سریع معامله/ کل دارایی‌ها.

$SIZE_{i,t}$: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

$CF_{i,t}$: سود عملیاتی/ کل دارایی‌ها.

$NWC_{i,t}$: تفاوت بین دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری / کل دارایی‌ها.

$MV_{i,t}$: ارزش شرکت که از مجموع ارزش بازار، حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری به دست می‌آید.

$CFVOL_{i,t}$: انحراف معیار جریان‌های نقدی به کل دارایی‌ها برای ۱۰ سال قبل.

$STSTE_{i,t}$: متغیر مجازی برای مالکیت است که مقدار یک می‌گیرد اگر شرکت در تملک دولت باشد و در غیر این صورت صفر می‌گیرد.

$$-\varphi + T + \epsilon_{i,t}$$

مازاد وجه نقد از طریق اختلاف سطح نگهداشت وجه نقد با جزء پسماند به دست می‌آید.

مازاد وجه نقد در فرضیه‌های اول و سوم و چهارم به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است.

مازاد وجه نقد در فرضیه دوم به عنوان متغیر وابسته، در فرضیه سوم به عنوان متغیر مستقل، در فرضیه چهارم به عنوان متغیر کنترلی (واسطه‌ای) در نظر گرفته شده است.

❖ بازده سهام (S.R):

بازده سهام به طور ساده معادل با درصد افزایش قیمت سهام و سود سهام به قیمت سهام در ابتدای دوره محاسبه می‌شود، ولی در صورتی که قیمت پایان دریافتی سال یک سهم، نشان دهنده خالص تغییرات در ثروت یک سهامدار نباشد، این محاسبه باید به نحو مناسب تعدیل شود (مدرس، ۱۳۹۱).

در این پژوهش، بازده سهام به عنوان متغیر وابسته می‌باشد که جهت اندازه‌گیری آن از مدل زیر استفاده خواهد شد.

$$\text{بازدهی بدون احتساب آورده} = \frac{\text{سهم جایزه} + \text{حق تقدم} + \text{DPS} + (\text{قیمت روز} - \text{قیمت پایه})}{\text{قیمت پایه}}$$

بازده سهام در فرضیه‌های اول و دوم و سوم و چهارم به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است.

در این پژوهش متغیر واسطه‌ای «میانجی» است که به شرح زیر اندازه‌گیری عملیاتی می‌شود.

❖ سیاست تقسیم سود (DP):

در این پژوهش، سیاست تقسیم سود به عنوان متغیر واسطه‌ای می‌باشد، به طور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم نشان دهنده سیاست تقسیم سود شرکت می‌باشد و از بین شاخص‌های موجود، نسبت سود تقسیمی به سود، رایج‌ترین شاخص مورد استفاده است (مانسیلی و اوزکان^{۲۱}، ۲۰۰۶).

✓ درصد سود سهام تقسیم شده از کل سود خالص شرکت

$$DP = \frac{Di}{\sum Pi}$$

$$DP = \frac{\text{سود سهام تقسیم شده}}{\text{کل سود خالص شرکت}}$$

✓ درصد سود سهام تقسیم شده از کل سود خالص شرکت در طول ۸ سال

$$DP_{\text{تجمعی}} = \frac{\text{سود سهام تقسیم شده طی هشت سال}}{\text{کل سود خالص شرکت طی هشت سال}}$$

جهت تصریح بهتر مدل رگرسیونی پژوهش از اندازه شرکت و اندازه مؤسسه حسابرس و اهرم مالی به عنوان متغیرهای کنترلی به شرح زیر استفاده خواهد شد.

➤ اندازه شرکت (Size):

برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت (جنسن^{۲۲}، ۱۹۷۶).

$$SIZE_{i,t} = \text{Log} (ASSETBV_{i,t})$$

SIZE = اندازه شرکت^۱ در سال مالی t.

Log = لگاریتم طبیعی شرکت^۱ در سال مالی t.

ASSET = کل دارایی‌های شرکت^۱ در سال مالی t.

بر اساس تئوری چرخه عمر، رابطه مستقیمی بین اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود وجود دارد. همچنین، طبق این نظریه شرکت‌های کوچک، در مقایسه با شرکت‌های بزرگ دارای مازاد وجه نقد بیشتری هستند و تمایل بیشتری برای سیاست تقسیم سود دارند (فاما و فرنچ^{۲۳}، ۲۰۰۱). اندازه شرکت تاثیر مثبت بر بازده سهام دارد و به این مفهوم است که هر چه مقیاس اقتصادی شرکت‌ها بزرگتر باشد، قطعاً بازده سهام نیز افزایش می‌یابد. لذا، این نتیجه در برگزیده این مفهوم است که شرکت‌های بزرگتر از دید سرمایه‌گذار به مراتب قابل اعتمادتر از شرکت‌های کوچک است.

➤ اهرم مالی^{۲۴} (LEV)

از تقسیم کل بدهی‌ها (کوتاه‌مدت و بلندمدت) بر مجموع کل دارایی‌ها (جاری و غیرجاری) محاسبه می‌شود (بکر و همکاران^{۲۵}، ۱۹۹۸).

1 Mancinelli & Ozkan

1 Jensen

2 Fama & Ferenc

3 Financial Leverage (LEV)

4 Becker et al

$$\text{بدهی کوتاه مدت} + \text{بدهی بلند مدت} = \frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}} = \text{اهرم مالی}$$

اهرم مالی می‌تواند مکانیسمی جهت سرمایه‌گذاری بیش از اندازه باشد، در این حالت مدیران تمایل دارند شاخص شرکت را بالا ببرند حتی اگر مجبور به پذیرش پروژه‌های ضعیف شده و ثروت سهامداران را کاهش دهند (فوسبرگ^{۲۶}، ۲۰۱۲). رابطه مستقیمی بین اهرم مالی و بازده سهام وجود دارد و دارای تاثیر معناداری می‌باشد (یوماتو^{۲۷}، ۲۰۱۰). بر اساس تئوری چرخه عمر، از آنجایی که شرکت‌های با نسبت بدهی بالا تمایلی به تقسیم سود ندارند، بین سیاست تقسیم سود و اهرم مالی رابطه منفی وجود دارد.

➤ اندازه مؤسسه حسابرس (Audit):

این معیار بر اساس مطالعه آدیمی و فگبمی^{۲۸} (۲۰۱۰) شامل سه مؤسسه بزرگ حسابرسی می‌باشد. سه مؤسسه بزرگ حسابرسی طبق مجموع ارزش «کیوتوبین» شرکت‌های مورد حسابرسی قرار گرفته توسط حسابرسی تعیین شده است. بر این اساس از اندازه حسابرس، به عنوان یک متغیر مجازی «دو وجهی» استفاده شده است به این صورت که اگر سازمان حسابرسی شرکت مورد بررسی را حسابرسی کرده باشد، مقدار آن ۱ مؤسسه بزرگ حسابرسی و اگر سایر موسسه‌های حسابرسی، شرکت نمونه را حسابرسی کرده باشد، مقدار این متغیر 0 مؤسسه کوچک حسابرسی فرض می‌گردد.

مراحل اجرای روش بارون وکنی (۱۹۸۶) و مدل‌های این پژوهش به شرح زیر است.

مرحله اول: اجرای رگرسیون بین مازاد وجه نقد و بازده سهام (رابطه مستقیم).

مرحله دوم: اجرای رگرسیون بین مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود.

مرحله سوم: اجرای رگرسیون بین سیاست تقسیم سود و بازده سهام.

مرحله چهارم: اجرای همزمان رگرسیون تأثیر مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود بر بازده سهام.

نقش واسطه‌ای (تأثیر غیرمستقیم مازاد وجه نقد بر بازده سهام از طریق سیاست تقسیم سود) می‌تواند به دو صورت کامل یا نسبی باشد. اگر تأثیر مازاد وجه نقد (متغیر مستقل) روی بازده سهام (متغیر وابسته) در مدل چهارم کمتر نسبت مدل اول باشد، سیاست تقسیم سود نقش واسطه‌ای نسبی خواهد داشت، یعنی هر دو متغیر مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود می‌توانند بازده سهام (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. اگر تأثیر مازاد وجه نقد (متغیر مستقل) روی بازده سهام (متغیر وابسته) در مدل چهارم معنادار نباشد، سیاست تقسیم سود نقش واسطه‌ای کامل خواهد داشت، یعنی که متغیر مازاد وجه نقد تنها به واسطه سیاست تقسیم سود می‌توانند بازده سهام (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. در غیر این صورت، سیاست تقسیم سود نقش واسطه‌ای ندارد.

فرضیه‌های پژوهش

۱- مازاد وجه نقد بر بازده سهام اثر مثبت و معنادار دارد.

۲- مازاد وجه نقد بر سیاست تقسیم سود اثر مثبت و معنادار دارد.

۳- سیاست تقسیم سود بر بازده سهام اثر مثبت و معنادار دارد.

۴- در تأثیر بین مازاد وجه نقد و بازده سهام، سیاست تقسیم سود نقش واسطه‌ای دارد.

طرح آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌ها و نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود در تأثیر بین مازاد وجه نقد و بازده سهام از روش رگرسیونی

1 Fosberg

2 Umutlu

3 Adeyemi & Fagbemi

بارون و کنی (۱۹۸۶) استفاده می‌شود که مراحل اجرای روش و مدل‌های این پژوهش بر اساس روابط زیر محاسبه می‌شود:

فرضیه اول: اجرای رگرسیون بین مازاد وجه نقد و بازده سهام (رابطه مستقیم).
(رابطه ۱)

$$S.R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 S.V_{i,t} + \beta_2 AUDT_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$S.V_{i,t}$ = مازاد وجه نقد. $AUDT_{i,t}$ = اندازه مؤسسه حسابرس.

$S.R_{i,t}$ = بازده سهام. $\varepsilon_{i,t}$ = جزء خطای تصادفی شرکت (جملات اخلاقی).

β = ضریب همبستگی رگرسیون. i,t = شرکت i زمان t .

$SIZE_{i,t}$ = اندازه شرکت. $D.P_{i,t}$ = سیاست تقسیم سود.

$LEV_{i,t}$ = اهرم مالی.

فرضیه دوم: اجرای رگرسیون بین مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود.

(رابطه ۲)

$$D.P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 S.V_{i,t} + \beta_2 AUDT_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$D.P_{i,t}$ = سیاست تقسیم سود شرکت i زمان t .

فرضیه سوم: اجرای رگرسیون بین سیاست تقسیم سود و بازده سهام.

(رابطه ۳)

$$S.R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D.P_{i,t} + \beta_2 AUDT_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه چهارم: اجرای همزمان رگرسیون تأثیر مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود بر بازده سهام.

(رابطه ۴)

$$S.R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 S.V_{i,t} + \beta_2 D.P_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 AUDT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج یافته‌های پژوهش

نگاره شماره (۱) بیان کننده آمار توصیفی نمایی کلی از وضعیت توزیع مشاهدات هر متغیر را ارائه می‌دهد، جدول آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش برای بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۷ بعد از ترمیم داده‌های پرت می‌باشد. داده پرت^{۲۹} به داده‌ای اطلاق می‌گردد که معمولاً در یک مجموعه داده نسبت به سایر مقادیر موجود بزرگ‌تر یا کوچک‌تر است. این گونه داده‌ها به دلایلی مختلفی از جمله اشتباه در جمع‌آوری داده‌ها، ابزار اندازه‌گیری نادرست، وجود افراد غیر معمول در نمونه و ... به وجود می‌آیند. تشخیص و حذف این داده‌ها از این رو حائز اهمیت است که این داده‌ها در صورت حذف نشدن در تمامی مراحل داده‌کاوی حضور داشته و باعث نتایج نادرست و بعضاً غیر منطقی خواهند شد (هاوکینز و همکاران^{۲۰}، ۱۹۸۰).

^{۲۹} - یک داده پرت (*outliers*) مشاهده‌ای است، که به طور غیر عادی یا اتفاقی از وضعیت عمومی داده‌های تحت آزمایش و نسبت به قاعده‌ای که براساس آن آنالیز می‌شوند، انحراف داشته است. به طور ساده‌تر، داده پرت مقداری است، که نسبت به مجموع نمرات توزیع در حد افراط یا تفریط قرار داشته باشد.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش پارامتر	مآزاد وجه نقد (S.V)	بازده سهام (S.R)	سیاست سود تقسیم (DP)	اندازه شرکت (SIZE)	اهرم مالی (LEV)
مشاهدات	۱۴۷	۱۴۷	۱۴۷	۱۴۷	۱۴۷
میانگین	۰/۰۰۸	۰/۲۴۴	۰/۴۷۹	۶/۲۶۸	۰/۷۱
میان‌ه	۰/۰۰۸	۰/۲۱۶	۰/۲۸۵	۶/۲۰۱	۰/۶۹
بیشینه	۰/۹۰	۰/۶۵	۲/۹۱۱	۸/۴۱۴	۰/۳۹
کمینه	-۰/۰۱	۰/۰۱	۰/۰۲۳	۴/۸۱۱	۰/۱۴
انحراف معیار	۰/۰۴۱	۰/۲۱۰	۰/۵۴۸	۰/۶۱۲	۰/۲۸
چولگی	۰/۱۷۲	۲/۶۲۷	۲/۰۹۷	۰/۶۰۷	۰/۰۳
کشیدگی	۰/۷۲۹	۱۳/۲۶۷	۷/۲۲۱	۴/۰۳۴	۲/۴۸

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس جدول بالا، بیشترین و کمترین انحراف معیار به ترتیب مربوط به اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود است. بیشترین کشیدگی مربوط به متغیر بازده سهام و سیاست تقسیم سود و کمترین کشیدگی مربوط به مآزاد وجه نقد است. بیشترین چولگی مربوط به متغیر بازده سهام و کمترین چولگی مربوط به اهرم مالی است.

آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

جدول زیر نتایج آزمون نرمال بودن متغیرهای مدل‌ها را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود برای همه متغیرها مقدار سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ است، در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و متغیرها نرمال نیستند.

نگاره (۲): نتایج حاصل از آزمون نرمال بودن متغیرها

متغیر	آماره	سطح معنی‌داری
بازده سهام	۴۶۲۴/۳۷	۰/۰۰
سیاست تقسیم سود	۲۳۱۸/۳۵	۰/۰۰
مآزاد وجه نقد	۱/۹۵	۰/۲۹
اهرم مالی	۲۲۷۶/۲۳	۰/۰۰
اندازه مؤسسه حسابرسان	۱۵۲/۶۳	۰/۰۰
اندازه شرکت	۴۷/۶۵	۰/۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، برای بررسی مانایی متغیرها برای داده‌های ترکیبی، از آزمون لوین-لین چوی استفاده می‌شود. خلاصه نتایج این آزمون در جدول زیر ارائه شده است (مانایی برای متغیرهای مجازی معنی پیدا نمی‌کند و در نتیجه برای این متغیرها انجام نمی‌شود).

نگاره (۳): نتایج حاصل از آزمون مانایی متغیرهای مدل‌ها

متغیر	آماره	p-value
بازده سهام	۲/۹۰۴	۰/۰۰۱
سیاست تقسیم سود	۹۴/۶۲	۰/۰۰۰
مازاد وجه نقد	۲۵/۹۲۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۸۴۵۱/۳۲	۰/۰۰۰
اندازه مؤسسه حسابرسان	۱۱۲/۸۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۸۹	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به جدول بالا، مقدار p -value آزمون لوین- لین چوی برای همه متغیرها کمتر از ۵٪ می‌باشد (p -value ≤ 0.05)، در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و متغیرها ایستا (مانا) هستند.

نگاره (۴): نتایج حاصل از آزمون F لیمر و هاسمن در روش داده‌ها با ساختار پانل

مدل	متغیر وابسته	متغیر مستقل	P-VALUE محاسبه شده در آزمون F لیمر	نتیجه آزمون F لیمر	P-VALUE محاسبه شده در آزمون هاسمن	نتیجه آزمون هاسمن	روش انتخاب شده
۱	بازده سهام	مازاد وجه نقد	۰/۰۰۰	روش اثرات ثابت	۰/۰۰۵۱	روش اثرات تصادفی	روش اثرات تصادفی
۲	بازده سهام	مازاد وجه نقد	۰/۰۰۰	روش اثرات ثابت	۰/۰۲	روش اثرات تصادفی	روش اثرات تصادفی
۳	بازده سهام	مازاد وجه نقد	۰/۰۰۰۰	روش اثرات ثابت	۰/۰۱	روش اثرات ثابت	روش اثرات ثابت
۴	بازده سهام	مازاد وجه نقد	۰/۰۰۰۰	روش اثرات ثابت	۰/۰۴	روش اثرات تصادفی	روش اثرات تصادفی

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون F لیمر و هاسمن

نتایج جدول آزمون F لیمر، بیانگر رد شدن فرضیه صفر و وجود ناهمگنی مقاطع می‌باشد، در واقع بیانگر مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل رگرسیون فرضیه‌ها می‌باشد. نتایج آزمون هاسمن بیانگر آن است که مقدار سطح معنی‌داری برای فرضیه‌ها کمتر از ۵ درصد بوده در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر مناسب بودن اثرات تصادفی را نمی‌توان پذیرفت و اثرات ثابت ارجح تر می‌باشد. لذا، در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل اثرات ثابت ارجح است.

نگاره (۵) نتایج حاصل از رگرسیون را نشان می‌دهد. بر اساس مطالب عنوان شده، در این پژوهش جهت آزمون فرضیه اصلی، یعنی نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود در تاثیر مازاد وجه نقد بر بازده سهام شرکت‌ها از روش بارون و کنی (۱۹۸۶) استفاده می‌شود. بر اساس این روش باید تاثیر مستقیم مازاد وجه نقد بر بازده سهام برآورده شود و سپس نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود در تاثیر بین مازاد وجه نقد بر بازده سهام شرکت‌ها بررسی گردد. نتایج مدل ۱ در نگاره ۵ نشان دهنده تاثیر مستقیم مازاد وجه نقد بر بازده سهام و مدل ۴ نشان دهنده نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود در تاثیر مازاد وجه نقد بر بازده سهام شرکت‌ها را نشان می‌دهد. تاثیر مازاد وجه نقد در بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها است (ضریب ۰/۹۲ و آماره t ۰/۰۱۴). این نتیجه منجر به فرضیه اول این پژوهش می‌گردد.

نگاره (۵): نتایج حاصل از رگرسیون

فرضیه	متغیر وابسته	متغیر مستقل و کنترلی	نماد متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	$ P>t $
اول	بازده سهام (S.R)	مازاد وجه نقد	s.v	۰/۸۰۱	۰/۲۷۷	۲/۸۹۰
		اندازه مؤسسه حسابرس	audt	-/۰۳۹	-۴/۶۰۰	۰/۰۰۰
		اندازه شرکت	size	۰/۰۳	۲/۹۵	۰/۰۰۰۰
		اهرم مالی	Lev	۱/۰۸	۰/۰۰۴۵	۰/۰۰۴۹
		ضریب ثابت	cons	۳/۷۱۴	۳/۷۶۰	۰/۰۰۴
دوم	سیاست تقسیم سود (DP)	مازاد وجه نقد	s.v	۰/۰۹۲	۰/۰۱۴	۶/۵۲۰
		اندازه مؤسسه حسابرس	audt	-/۰۴۸	-۶/۵۲۰	۰/۰۰۰
		اندازه شرکت	size	۰/۳۰	۴/۹۰	۰/۰۰۰۰
		اهرم مالی	Lev	-۲/۴۵	۰/۰۲۱	-۰/۰۵۳
		ضریب ثابت	cons	-۱/۴۵۷	-۳/۵۳۰	۰/۰۱۲
سوم	بازده سهام (S.R)	سیاست تقسیم سود	DP	۱/۱۳۱	۰/۳۱۰	۳/۶۶۰
		اندازه مؤسسه حسابرس	audt	-/۰۸۲	-۴/۱۸۶	۰/۰۰۰
		اندازه شرکت	size	۰/۲۴	۲۹/۹۹	۰/۰۰۰۰
		اهرم مالی	Lev	۳/۵۷	۰/۰۲۷۱	۰/۰۹۶۶
		ضریب ثابت	cons	۲/۱۴۳	۴/۲۶۰	۰/۰۰۰
چهارم	بازده سهام (S.R)	مازاد وجه نقد	s.v	۶/۶۳۳	۰/۷۱۰	۹/۳۴۰
		سیاست تقسیم سود	s.r	۳/۵۴۸	۰/۲۸۷	۱/۲۴
		اندازه مؤسسه حسابرس	audt	۰/۰۶۱	-۳/۳۷۵	۰/۰۰۰
		اندازه شرکت	size	۰/۱۱	۲/۸۴	۰/۰۰۴۶
		اهرم مالی	Lev	۰/۵۷	۰/۰۰۴۷	۰/۰۰۲۷
		ضریب ثابت	cons	۲/۲۸۴	۵/۱۶۰	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج مدل ۳ در نگاره ۵ حاکی از تاثیر منفی و معنادار سیاست تقسیم سود و بازده سهام (ضریب ۱/۱۳۱ و آماره $t = ۰/۳۱۰$) بر اساس روش رگرسیونی بارون و کنی (۱۹۸۶) جهت آزمون فرضیه اصلی این پژوهش «فرضیه سوم» سیاست تقسیم سود در رابطه بین مازاد وجه نقد و بازده سهام نقش واسطه‌ای دارد، شرایط زیر باید حاکم باشد:

۱. مازاد وجه نقد «متغیر مستقل» در مدل اول باید اثر معنادار بر بازده سهام «متغیر وابسته» داشته باشد.
 ۲. مازاد وجه نقد «متغیر مستقل» در مدل دوم باید اثر معنادار بر سیاست تقسیم سود «متغیر واسطه‌ای» داشته باشد.
 ۳. سیاست تقسیم سود «متغیر واسطه‌ای» در مدل سوم و چهارم باید اثر معنادار بر بازده سهام «متغیر وابسته» داشته باشد.
- نتایج حاکی از برقراری سه شرط فوق است، نقش واسطه‌ای (تأثیر غیر مستقیم مازاد وجه نقد بر بازده سهام از طریق سیاست تقسیم سود) می‌تواند به دو صورت کامل یا نسبی باشد. اگر تأثیر مازاد وجه نقد (متغیر مستقل) روی بازده سهام

(متغیر وابسته) در مدل چهارم کمتر نسبت مدل اول باشد، سیاست تقسیم سود نقش واسطه‌ای نسبی خواهد داشت، یعنی هر دو متغیر مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود می‌توانند بازده سهام (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. اگر تأثیر مازاد وجه نقد (متغیر مستقل) روی بازده سهام (متغیر وابسته) در مدل چهارم معنادار نباشد، سیاست تقسیم سود نقش واسطه‌ای کامل خواهد داشت، یعنی که متغیر مازاد وجه نقد تنها به واسطه سیاست تقسیم سود می‌تواند بازده سهام (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. در غیر این صورت، سیاست تقسیم سود نقش واسطه‌ای ندارد. از آنجایی که نتایج نشان می‌دهد که تأثیر مازاد وجه نقد (متغیر مستقل) روی بازده سهام (متغیر وابسته) در مدل ۴ (ضریب = ۶/۶۳۲) و آماره $t = 0/710$ کمتر است نسبت به مدل اول (ضریب = ۰/۸۰۱ و آماره $t = 0/277$) است. بنابراین، سیاست تقسیم سود نقش واسطه‌ای نسبی دارد و دو متغیر مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود می‌توانند بازده سهام (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. اگر تأثیر مازاد وجه نقد (متغیر مستقل) روی بازده سهام (متغیر وابسته) در مدل اول معنادار نباشد، ولی در مدل چهارم معنادار شود، سیاست تقسیم سود نقش واسطه‌ای کامل دارد (بارون و کنی، ۱۹۸۶). ضریب تأثیر مازاد وجه نقد بر بازده سهام در مدل اول ۰/۸۰۱ و در مدل چهارم ۶/۶۳۲ است، تفاوت این دو ضریب نشان دهنده میزان تأثیر واسطه‌ای (غیرمستقیم) مازاد وجه نقد بر بازده سهام از طریق سیاست تقسیم سود است. به عبارت دیگر، در حدود ۷۳ درصد تأثیر مازاد وجه نقد بر بازده سهام از طریق سیاست تقسیم سود است و حدود ۲۷ درصد تأثیر مستقیم بر بازده سهام می‌گذارد.

$$\text{میزان نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود} = \frac{(0/801) - 6.632}{0/801} * 100 = \%73$$

مفروضات زیر بنایی رگرسیون

ضریب تعیین تعدیل شده در رگرسیون R^2 نشان دهنده میزان دقت برازش داده‌ها توسط تابع رگرسیون «نیکوئی برازش» است. ضریب تعیین نشان می‌دهد که تا چه حدی معادله رگرسیونی به دست آمده، تغییر در متغیر وابسته را نشان می‌دهد. به عنوان مثال ۴۶ درصد تغییرات در بازده سهام در مدل ۱ به علت متغیرهای مازاد وجه نقد، اندازه شرکت، اهرم مالی، نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام است. یا مدل ۴ توان توضیح تا ۴۳ درصد از تغییرات در بازده سهام است. علاوه بر ضریب تعیین، از آزمون F^3 جهت تعیین معناداری متغیرهای توضیحی استفاده شده می‌شود. فرضیه صفر این آزمون حاکی از آن است که هیچ یک از ضرایب مدل آماری معنادار نیست. همچنین نتایج حاصل از تست خطی بودن رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته پس از برازش مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد.

نگاره (۶): نتایج مفروضات زیر بنایی رگرسیون

مدل	آماره F	ضریب تعیین تعدیل شده	آزمون نرمال بودن باقیمانده‌ها جارک - برا	نتیجه
۱	۲۴۲۳/۰۴	۰/۴۶	J-arque-Bera=(۰/۰۹)۸/۴۴	نرمال بودن باقی مانده‌ها
۲	۳۱۷/۹۶	۰/۴۲	J-arque-Bera=(۰/۱۸)۵/۹۳	نرمال بودن باقی مانده‌ها
۳	۳۶۲/۵۵	۰/۳۵	J-arque-Bera=(۰/۰۷)۴/۱۵	نرمال بودن باقی مانده‌ها
۴	۲۰۲۰/۸۶	۰/۴۳	J-arque-Bera=(۰/۰۴)۶/۸۱	نرمال بودن باقی مانده‌ها

سطح معناداری آزمون جارک - برا در هر چهار فرضیه بزرگ‌تر از ۵ درصد است. بنابراین، باقیمانده‌های فرضیه‌های فوق دارای توزیع نرمال است.

¹ F-Statistic

آزمون‌های سوبل^{۳۲}، آروین^{۳۳} و گودمن^{۳۴}

برای تایید نقش واسطه‌گری سیاست تقسیم سود در تاثیر بین مازاد وجه نقد و بازده سهام از تست‌های تحکیم کننده، یعنی تست سوبل، آروین و گودمن (۱۹۸۲) استفاده می‌کنیم. فرض صفر در این آزمون‌ها بیانگر عدم واسطه‌گری سیاست تقسیم سود است و از آنجا که سطح معنی‌داری در هر دو آزمون کمتر از ۵٪ است، فرض صفر رد می‌شود و نقش واسطه‌گری سیاست تقسیم سود تائید می‌شود.

نگاره (۷): نتایج آزمون‌های سوبل، آروین و گودمن

نوع آزمون	آماره T	خطای استاندارد	سطح معنی‌داری	نتیجه
آزمون سوبل	۱/۹۵	۰/۰۰۶۷	۰/۰۴۶	تایید نقش واسطه‌گری
آزمون آروین	۱/۹۳	۰/۰۰۶۶	۰/۰۴۸	تایید نقش واسطه‌گری
آزمون گودمن	۱/۹۸	۰/۰۰۶۱	۰/۰۴۶	تایید نقش واسطه‌گری

جمع بندی و تفسیر نتایج

هدف این پژوهش، بررسی و تبیین نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود در تاثیر بین مازاد وجه نقد بر بازده سهام بود. بر این اساس فرض بر این است مازاد وجه نقد باعث افزایش بازده سهام می‌گردد که نتایج فرضیه اول نشان داد که رابطه مثبت و معنادار بین مازاد وجه نقد و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. به عبارتی، مازاد وجه نقد بر بازده سهام تأثیرپذیری مستقیم دارد. به عبارتی هر چه مازاد وجه نقد بالاتر «پایین‌تر» رود، بازده سهام شرکت‌ها کاهش «افزایش» می‌یابد. لذا، فرضیه اول پژوهش تأیید شده است. نتایج آزمون فرضیه اول نتایج برخی از پژوهشگران نظیر (کاشانی‌پور و همکاران، ۱۳۸۸) و (خدمی‌پور و همکاران، ۱۳۹۲) منطبق و سازگار می‌باشد و نتایج یکسانی را در بر داشت. نتایج مؤید آن است که رابطه مثبت بین مازاد وجه نقد و بازده سهام مبین آن است که بازار این رویداد را به عنوان خبر خوب تفسیر می‌نماید

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. این جمله بیانگر این موضوع است که با افزایش مازاد وجه نقد، سیاست تقسیم سود نیز تقویت می‌شود. نتایج آزمون فرضیه دوم با نتایج برخی از پژوهشگران نظیر (نمازی و همکاران، ۱۳۸۵) منطبق و سازگار است و نتایج یکسانی دارد، نتایج حاصل از فرضیه فوق موافق با یافته‌های گزارش شده کشورهای پیشرفته است و با پژوهش (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۰) و (کوسیندیس، ۲۰۰۵) مغایرت دارد.

نتایج مؤید این است، از آنجایی که مازاد وجه نقد در درون یک شرکت برای ارزیابی توان و وضعیت نقدینگی آن از اهمیت بسزایی برخوردار است، شرکت‌ها زمانی که مازاد وجه نقد داشته باشند می‌توانند سود را بطور نقد بین سهامداران تقسیم نمایند. از سوی دیگر چنین استدلال می‌شود که آگاهی از سیاست تقسیم سود به سهامداران کمک می‌کند در مواقعی که قوانین مالیاتی کشور مورد تجدید نظر قرار می‌گیرد تصمیمات لازم و صحیحی اتخاذ گردد چرا که هر یک از این تصمیمات تاثیرات متفاوتی برای شرکت وجود دارد. همچنین شرکت‌ها با سودآوری بالا توانایی تقسیم سود و مازاد وجه نقد بیشتری دارند و بر اساس این نتایج تئوری سلسله مراتبی با این مقوله مطابق و سازگار است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین سیاست تقسیم سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. این جمله بیانگر این موضوع است که با افزایش سیاست تقسیم سود، بازده سهام افزایش می‌یابد. نتایج آزمون فرضیه سوم با نتایج برخی از پژوهشگران نظیر (بروکلی، ۲۰۰۴) منطبق و سازگار است و

1 Sobel test
2 Aroian test
3 Goodman test

نتایج یکسانی دارد، نتایج حاصل از فرضیه فوق موافق با یافته‌های گزارش شده کشورهای پیشرفته است و با پژوهش (خواجهی و همکاران، ۱۳۹۰) مغایرت دارد.

نتایج مؤید آن است که بر اساس تئوری نمایندگی توزیع سود بین سهامداران منجر به تسهیل و افزایش سرعت اطلاعات از جمله بازده سهام می‌گردد و در نتیجه سیاست تقسیم سود با کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش شفافیت اطلاعاتی شرکت، منجر به افزایش بازده سهام می‌شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم نشان داد در سطح اطمینان ۹۵٪، رابطه مثبت و معناداری بین مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود، بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. در نتیجه سیاست تقسیم سود بر مازاد وجه نقد، بازده سهام اثر واسطه‌ای «میانجی» دارد، به عبارتی دیگر، نقش واسطه‌ای سیاست تقسیم سود در تاثیر بین مازاد وجه نقد، بر بازده سهام مورد تأیید می‌باشد. نتایج مؤید آن است که تاثیر مثبت سیاست تقسیم سود بر مازاد وجه نقد شرکت باعث می‌شود که بازده سهام شرکت رو به افزایش رود و سیر صعودی یابد. تئوری‌های حمایت کننده این پژوهش، تئوری علامت‌دهی و تئوری نمایندگی و تئوری چرخه عمر می‌باشد.

خلاصه نتایج پژوهش به شرح جدول ذیل ارائه می‌گردد:

نگاره (۸): خلاصه یافته‌های پژوهش

فرضیه	عنوان	معنادار بودن / نبودن	نتیجه
(۱)	بین مازاد وجه نقد و بازده سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.	معنادار	عدم رد فرضیه
(۲)	بین مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود مثبت و معنادار وجود دارد.	معنادار	عدم رد فرضیه
(۳)	بین سیاست تقسیم سود و بازده سهام مثبت و معنادار وجود دارد.	معنادار	عدم رد فرضیه
(۴)	در ارتباط بین مازاد وجه نقد و سیاست تقسیم سود بر بازده سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.	معنادار	عدم رد فرضیه

پیشنهاد‌های حاصل از پژوهش

با توجه به نتایج آماری به دست آمده پیشنهاد می‌گردد:

الف: پیشنهاد می‌شود، که سرمایه‌گذاران جهت پیش‌بینی وضعیت سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران به وضعیت سرمایه‌گذاری شرکت توجه بیشتری بنمایند.

ب: به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در زمان اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و قیمت‌گذاری سهام، به نرخ بازده سهام توجه نمایند.

پ: تفکیک نقش و اثر مالکیت موسسه‌های مالی (بانک‌ها و شرکت‌های بیمه و غیره)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های غیر مالی در ارزش و عملکرد شرکت‌ها.

منابع و مآخذ

فارسی

➤ ایزدینیا، ناصر، سلطانی، اصغر، علینقیان، نسرين (۱۳۸۹) ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۶، صص ۱۳۹-۱۵۵.

➤ احمدی، عباس، دیدار، حمزه (۱۳۹۶) نقش واسطه‌ای ساختار سرمایه در رابطه بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، صص ۱۹۶-۲۰۷.

- بولو، قاسم، پاریسیان، حسین، نعمتی، رضا (۱۳۹۱) تاثیر جریان نقدی آزاد بر سیاست‌های تقسیم سود طی چرخه عمر شرکت‌ها، پژوهش‌های کاربردی و گزارشگری مالی، سال اول، شماره اول، صص ۷۴-۵۱.
- حساس‌یگانه، یحیی (۱۳۸۷) "فلسفه حسابرسی" انتشارات علمی فرهنگی.
- خواجهی، شکرالله و نوشادی، میثم (۱۳۹۳) تجربه حسابرسی و نقش آن در قضاوت موضوعات ساختار نیافته حسابرسی. پژوهش‌های حسابداری مالی.
- دیانتی‌دیلمی، زهرا (۱۳۹۴) روش تحقیق در حسابداری، راهنمای عملی برای نگارش پایان‌نامه و مقاله. انتشارات عدالت نوین. تهران. صص ۲۰-۶۰.
- دولو، مریم، خسروی، مرضیه (۱۳۹۸) ساختار پویای همبستگی، ریسک، بازده سهام، فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی.
- صلواتی، شاهپور و رساییان، امیر (۱۳۸۶) بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقد شوندگی سهام در ایران، نامه اقتصادی مفید، ۶۳-۶۳ صص ۱۴۳-۱۶۳.
- کرمی، غلامرضا، عمرانی، حامد (۱۳۸۹) تاثیر چرخه عمر شرکت بر میزان مربوط بودن معیارهای ریسک و عملکرد، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره سوم، صص ۶۴-۴۹.
- لشکری، زهرا، احمدزاده، یونس، طحان، مریم (۱۳۹۴) تاثیر مازاد و کسری وجه نقد بر بازده سهام در شرایط تورمی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۵، صص ۷۸-۶۵.
- مدرس، احمد (۱۳۹۱) کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ش ۲، ص ۱.
- وطن‌پرست، محمدرضا و محمدحسین، قائمی (۱۳۸۴) بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۴۱، دوره ۱۲، پاییز، صص ۱۰۳-۸۵.
- ودیعی، محمدحسین، قناد، مصطفی، نظری، هنگامه (۱۳۹۷) بررسی مقایسه‌ای ساختار نقدینگی، تامین مالی بلند مدت و سیاست تقسیم سود، راهبرد مدیریت مالی، سال ششم، شماره بیستم، صص ۵۲-۲۵.

انگلیسی:

- Adeyemi, S. and Fagbemi, T., (2010). "Audit Quality, Corporate Governance and Firm Characteristics in Nigeria", International Journal of Business and Management, Vol. 5, No.5: 169-179.
- Akyildirim, E.; Ethem Guney; L (2014) Corporate cash Holdings and Financial crisis: Evidence from Developing and Developed Markets.
- Baron, R.M., & Kenny, D.A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic and statistical consideration. Journal of Personality and Social Psychology, 51, 1173-1.
- Bhattacharya, N. Desai, H. Venkataraman, K (2013). Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Cost. Accounting Research Vol. 30 No. 2.
- Becker, C., M. DeFond, J. Jiambalvo, and K. Subramanyam. (1998). The effect audit quality on earnings management. Contemporary Accounting Research 15 (1): 1-24.

- Chen, M.-C., Cheng, S.-J. And Hwang, Y. (۲۰۱۴), “An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms’ market value and financial performance”. *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6 No. 2, pp. 159-76.
- Cheng, C. S. A. and D. Hollio,(2013), “Do core and noncore cash flows from operation persist differentially in predicting future cash flows?”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 31,pp. 29-53.
- Clinch, G., D. Stokes, & T. Zhu. (2012). "Audit quality & information . asymmetry between traders". *Journal of Accounting & Finance*. 52(3),pp.743-76.
- Cooper & Lumbertodis (2018) A resource-based prediction of new venture survival and growth. In *Proceedings Academy of Management(Summer)* (pp. 123–139).
- Deng, Lu Sifei Li, Mingqing Liao. (2017). Dividends and earnings quality: Evidence from China, *International Review of Economics and Finance* 48: 255–268.
- Dittmar, A., and J. Mahrt-Smith, (2007), Corporate governance and the value of cash holdings, *Journal of Financial Economics* 83, 599°634.
- Easterbrook, F.; 1984; “Two agency cost explanations of dividends”; *American Economic Review*, 74:650-659.
- Fama & French (2001). Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business*75.
- Fosberg, R.H. (2012), “Capital Structure and the financial crises”. *Journal of Finance and Accountancy*,Vol. 11, pp. 1-11.
- Garsia Lara, J. M., Garsia Osmá, B. and Penalva, F. (2010). Conditional conservatism and firm investment efficiency. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383642. [Online] [30 October 2010].
- Ghosh, T.P (2019) Economic Diversification and the State of Oil Dependency, Institute of Management Technology, Dubai, E-mail: tpgosh@imt.ac.ae. ORCID iD: <https://orcid.org/-2282-0013>.
- Jani, E., Hoesli, M., Bender, A., w.d., (2004). Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts, available at www.ssrn.com,id=563863.
- Hawkins Simon, Rohan Baxter, Hongxing He, Graham Williams, and Lifang GuUZ (1980), *Mathematical and Information Sciences,CSIRO An Empirical Comparison of Outlier DetectionMethods*.
- Jensen, M.C (1976). Theory of the firm: managerial behavior,agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* (October):Pp. 305-360.

- Jensen, M.C. (1986). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* (October):Pp. 305-360.
- Khodamipoor, A., Hooshmand, R. & Mohamadrezakhani, V. (2013). Effect of capital structure on abnormal stock returns, considering the level of concentration in the industry. *Journal of Accounting, University of Azahral*. 1(3), 131-146. (in Persian).
- Mancinelli, L, and Ozkan, A. (2006). Ownership structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms. *The European journal of Finance*. Vol. 12, No. 3, pp. 265- 282.
- Sun, Z., Wang, Y., 2011. Ownership Structure and the Value of Excess Cash: Evidence from China. Siena College and Peking University Working Paper.
- Umutlu, m., (2010). Firm leverage and investment decisions in an emerging.
- vonhrn. Tames (1989) Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 83. pp. 599-634.