



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۴ / شماره ۲ (پیاپی ۵۴) / تابستان ۱۴۰۴
صفحه ۴۴۳ تا ۴۶۴

بررسی روابط سیاست تقسیم سود، اهرم مالی و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

معین نظری

دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
moinnazari1399@gmail.com

علی اسماعیل زاده مقری

دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول،
ali.esmaelzadeh@iauctb.ac.ir)

نگار خسروی پور

استادیار گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
neg.khosravipour@iauctb.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۲۷

چکیده

هدف این پژوهش آن است که تاثیرات سود سهام پرداختی، اهرم مالی و سودآوری بر یکدیگر را با لحاظ مدل های پویا و ایستا که حاصل داده های ترکیبی ۱۴۴ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۷-۱۳۹۲ بوده بررسی نماید. بر اساس مدل پویا سود سهام پرداختنی و سودآوری دوره گذشته بر متغیرهای متناظر دوره فعلی تاثیر گذارند. همچنین سود سهام پرداختنی یک و دو دوره گذشته بر سود سهام پرداختنی دوره حاضر تاثیر گذارند. بر اساس مدل های پویا و ایستا، سودآوری بر اهرم مالی تاثیر گذار نبوده اما سود سهام پرداختنی بر آن تاثیر منفی میگذارد. سود سهام پرداختنی نیز بر سودآوری تاثیر مثبت دارد. صرفاً مدل ایستا نشان از تاثیر معنی دار اهرم مالی بر سودآوری شرکت دارد. هر دو مدل نشان از عدم تاثیر سودآوری بر سود سهام پرداختنی دارد. مدل پویا تاثیر منفی و مدل ایستا تاثیر مثبت اهرم مالی بر سود سهام پرداختنی را نشان می دهند.

واژه‌های کلیدی: اهرم مالی، سیاست تقسیم سود، سودآوری، روش گشتاورهای تعمیم یافته، روش حداقل مربعات معمولی.

۱- مقدمه

سرمایه در دنیای کسب و کار امروزی نقشی محوری داشته و یکی از اصول پایه ای هر فعالیت اقتصادی محسوب می‌گردد. تصمیمات تأمین مالی، از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران مالی شرکت‌های سهامی به شمار می‌روند. در برنامه ریزی ساختار سرمایه، مفهوم اهرم بسیار مهم است. اهرم مالی عبارت است از استفاده از منابع مالی با هزینه ثابت (مانند بدهی) در مقابل سهام عادی. تغییرات اهرم مالی می‌تواند روی ظرفیت تأمین مالی شرکت، خطر پذیری، هزینه سرمایه، سرمایه‌گذاری، تصمیمات استراتژیک و در نهایت ثروت سهامداران تأثیر گذار باشد. سرمایه‌گذاران نیز به دنبال سرمایه‌گذاری‌هایی هستند که در قیاس با سایر طرح‌هایی که بازدهی یکسانی دارند، ریسک کمتری داشته باشند و در صورتی تحمل ریسک بیشتر را قبول میکنند که بازدهی بیشتری نیز نصیب آنان شود. لذا میتوان گفت شرکتی که دارای ریسک بالاتری است، باید بازدهی بیشتری نیز داشته باشد، زیرا سهامداران و طلبکاران آن انتظار کسب بازدهی بیشتری دارند (قدرتی زوارم و همکاران، ۱۴۰۰). کسب و کارها برای تأمین مالی به دو بخش داخلی و خارجی می‌توانند رجوع نمایند. در بخش منابع داخلی، شرکت از محل سود کسب شده اقدام به تأمین مالی می‌کند. یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیت‌های عمدتاً عملیاتی شرکت جهت کسب بازدهی بیشتر به کار می‌گیرد. در بخش منابع خارجی نیز شرکت از محل بدهی‌ها و یا انتشار سهام اقدام به تأمین مالی می‌کند. تئوری توازن و تئوری سلسله مراتبی دو نظریه مهم در تشریح نحوه تصمیم‌گیری مسائل مرتبط با استفاده از اهرم مالی شرکت‌ها هستند. تئوری توازن بیان می‌کند که دو نیروی مخالف در شرکت‌های اهرمی وجود دارد. نیروی مشوق اهرم مالی به خاطر سپر مالیاتی هزینه بهره (ستایش و ابراهیمی، ۱۴۰۰) به وجود می‌آید. این در حالی است که نیروی بازدارنده بر اساس ریسک نکول و هزینه ورشکستگی شرکت (مشهدی علی پوری، ۱۴۰۰) معنی می‌یابد. همچنین بر اساس تئوری سلسله مراتبی ساختار سرمایه شرکت‌ها ترجیح می‌دهند که در ابتدا از طریق منابع داخلی تأمین کنند و در گام بعدی به منابع خارجی رجوع کنند که در منابع خارجی تأمین مالی از طریق بدهی به انتشار سهام ترجیح داده می‌شود. اما هیچ کدام از این نظریه‌ها نتوانسته‌اند به تنهایی معمای ساختار سرمایه را حل کنند و به این سؤال پاسخ گویند که: چرا شرکت‌ها از ابزارهای متفاوتی برای تأمین مالی استفاده می‌کنند؟ یکی از دلایلی که می‌توان در این باره ذکر کرد نتیجه ریسک‌هایی است که شرکت با توجه به تأمین‌های مالی گذشته با آن روبرو بوده و علاقه‌ای به تأمین مالی جدید نداشته و همچنین مورد دیگر شروط قراردادهای تسهیلاتی پیشنهادی باشد ووال^۱ و همکاران (۲۰۱۹). عامل دیگر به مسئله نمایندگی بازگشته که مدیران ترجیح می‌دهند با چه سیاستی از اهرم مالی و سود سهام تقسیمی در جهت کاهش تضاد منافع و دغدغه‌های سهامداران استفاده نمایند و همچنین نوع پیامی که می‌خواهند از طریق تقسیم سود و یا اخذ تسهیلات به سهامداران برسانند چیست؟ لذا بنظر می‌رسد که با توجه به پیچیدگی عنوان شده و عوامل مختلف تأثیرگذار بر انتخاب ساختار سرمایه، مطالعه در ابعاد مختلف این موضوع مورد نیاز است. تئوری علامت دهی سود تقسیمی استدلال می‌کند که سود تقسیمی ابزاری برای علامت دهی سود مورد انتظار است، زیرا مدیران دارای اطلاعات نامتقارن در باره سود آوری آتی شرکت‌ها هستند. این نظریه بیان می‌کند که

¹ Vodwal

مدیران اطلاعات درون شرکتی درباره سودآوری آتی شرکت در اختیار دارند و از سود تقسیمی به عنوان یک ابزار پیام دهی استفاده می کنند، بنابراین این گونه استدلال می شود که سودآوری آتی شرکت با استفاده از تغییر سود تقسیمی جاری پیش بینی می شود. لذا اگر مدیرانی معتقد به تئوری علامت دهی همیشه در مورد پیام قابل استنتاج از سیاست تقسیم سودشان که به ذی نفعان می رسد بسیار محتاط خواهند بود. حتی اگر شرکت برخی فرصت های سرمایه گذاری جذاب داشته باشد که ملزم به نگهداری سود برای تأمین مالی آن باشد مدیریت ممکن است با فرض اینکه این فرصت ها منجر به جلوگیری از پرداخت سود سهام مورد انتظار سرمایه گذاران و ارسال پیام نامساعد به بازار باشد، از آنها صرف نظر کند (لیو و چن، ۲۰۱۵). از طرف دیگر پرداخت سود کم باعث کاهش اطمینان سرمایه گذاران نسبت به دریافت بازده سرمایه شان می شود (مرادزاده فرد و محرم زاده، ۱۳۹۶). از طرف دیگر شماری از مدیران سودهای شرکت را به منظور سرمایه گذاری مجدد و کاهش هزینه های تأمین مالی برای فرصت های سرمایه گذاری به میزان معقول نگهداری می کنند. هرچند که این عمل باعث مشکلات نمایندگی و دغدغه در ارتباط با جریان نقدی آزاد توسط سهامداران می گردد. لذا این نظریه که سود سهام پرداختی دارای چسبندگی بوده و کاهش آن برای مدیران ساده نمی باشد در بازارهای مختلف نشان داده شده و لذا میزان سود سهام تقسیمی دوره های گذشته می تواند در مقدار سود تقسیمی دوره حاضر تاثیر گذار باشد نور^۱ و همکاران (۲۰۲۰). نخستین گام در سنجش عملکرد یک واحد تجاری، محاسبه سودآوری بدست آمده با توجه به اهداف از قبل تعیین شده برای آن می باشد. در واقع بازده در فرایند سرمایه گذاری به عنوان نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود (ناظمی و عبدلی، ۱۳۹۸). از آنجا که یکی از وظایف مدیران حداکثر کردن ثروت سهامداران است، تأثیر روش های تأمین مالی بر بازده سهام، برای آن ها از اهمیت بسزایی برخوردار است. همچنین سود سهام تقسیمی نیز به عنوان یک انتظار سهامداران از شرکت های سودآور تلقی می گردد بطور خاص در کشورهای که قوانین مالیاتی آن معافیت های مالیاتی برای سهامداران شرکت های بورسی منظور می نماید. به گونه ای که هرچه سود تقسیمی یا بدهی بیشتر باشد، وضعیت مالی و نتایج عملیات جاری و مورد انتظار آن شرکت بهتر است (گارسیا^۲ و همکاران، ۲۰۱۳). از زاویه دیگر، هرچه ریسک تجاری یا میزان نوسان پذیری عایدات شرکت بیشتر باشد، شرکت قادر نخواهد بود از بدهی بیشتری استفاده کرده و یا ثبات در تقسیم سود خود داشته باشد. لذا سودآوری سیاست های تقسیم سود و بکارگیری اهرم مالی مفاهیمی درهم تنیده محسوب می گردند. آنچه که شماری از تحقیقات بین المللی بدان اشاره کرده اند تاثیرات دوره های گذشته متغیرهای سود سهام پرداختی، اهرم مالی و سودآوری شرکت ها بر دوره فعلی آنها بوده (نور^۳ و همکاران، ۲۰۲۰؛ ووال^۴ و همکاران، ۲۰۱۹؛ ساهدین^۵ و همکاران)، بطوری که برای پی بردن به این تاثیرات بایستی از مدل های پویا استفاده نمود. البته اکثر تحقیقات داخلی صرفاً بر مبنای مدل های ایستا صورت گرفته است. با توجه به

¹ Nor

² Garsia

³ Nor

⁴ Vodwal

⁵ Sahudin

اینکه در صورت وجود تاثیر گذاری دوره های پیشین بر دوره حاضر احتمالاً معنی داری و یا ضرایب تاثیر گذاری سایر متغیرها نیز تغییر می کند لذا تحقیق جامعی که بتواند هر سه متغیر اصلی را در یک تحقیق بررسی و با مقایسه نتایج حاصل از مدل های پویا و ایستا درک دقیق تری از رابطه بین آنها ارائه دهد هدف این تحقیق می باشد. در ادامه این مقاله به بیان نظریه های مرتبط و پیشینه تحقیق پرداخته شده، سپس متدولوژی تحقیق، فرضیات، مدل های آماری و متغیرها معرفی می گردد. نتایج تحقیق ارائه شده و در نهایت به نتیجه گیری پرداخته می شود.

چارچوب نظری و پیشینه تحقیق

از منظر عدم تقارن اطلاعاتی مدیران به دو گونه سعی در کاهش تضاد منافع با سهامداران و همچنین القا دیدگاه مثبت آتی خود نسبت به شرکت به سهامداران دارند. نظریه علامت دهی سود سهام تصریح می کند که از پرداخت سود سهام می تواند به عنوان وسیله ای برای ارسال پیام در مورد عملکرد آتی مالی یک شرکت با سرمایه گذاران استفاده شود (آکتورک^۱ و همکاران، ۲۰۲۲). به بیان دیگر مدیران اطلاعات درون سازمانی درباره چشم انداز سود آوری شرکت را در اختیار دارند و از سود تقسیمی به عنوان یک ابزار علامت دهی استفاده می کنند، زیرا که مدیریت یک شرکت در مورد چشم انداز آتی آن نسبت به سهامداران از اطلاعات بیشتری برخوردار است. بنابراین این گونه استدلال می شود که سودآوری آتی شرکت با استفاده از تغییر سود تقسیمی جاری پیش بینی می شود. بر اساس این تئوری اگر شرکت سود سهام بیشتری نسبت به آنچه توسط بازار پیش بینی شده است اظهار کند، این موضوع ممکن است نشانه آن باشد که چشم انداز مالی آینده شرکت روشن تر از وضعیت مورد انتظار است (کاناکریا، ۲۰۲۰). جنسن^۲ (۱۹۹۲) با ترکیب تئوری نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، فرضیه جریان نقدی آزاد را مطرح نمود که آن را به عنوان جریان های نقدی مازاد بر وجه نقد سرمایه گذاری شده در پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت تعریف می کند و اظهار می دارد وجود جریان نقدی آزاد می تواند بر میزان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران تاثیر زیادی داشته باشد، زیرا در صورت وجود جریان نقدی آزاد و محدود بودن فرصت های سرمایه گذاری مطمئن و پربازده، این احتمال وجود دارد که مدیران وجوه مازاد را در پروژه هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه گذاری نمایند تا در کوتاه مدت برخی منافع شخصی خود را تامین کنند. پرداخت سود سهام به عنوان یکی از ابزارهای مؤثری تلقی می شود که می تواند به وسیله مدیران، جهت کاهش تعارض های نمایندگی در شرکت به کار گرفته شود. در واقع مدیران با تقسیم سود سهام در بین سهامداران مسئله جریان نقدی آزاد را که یکی از مهمترین دغدغه های سهامداران بوده رفع می نمایند (کوسوانتو^۳ و خاریزما، ۲۰۲۲). بر اساس تئوری سودهای پیشین، از تغییرات تقسیم سود به عنوان یک علامت درباره تداوم تغییرات سود گذشته استفاده می شود، زیرا مدیران تمایلی به افزایش کاهش سودهای تقسیمی ندارند، مگر زمانی که افزایش کاهش سود مداوم و پایدار

¹ Aktürk

² Kanakriyah

³ Jensen

⁴ Kuswanto

است. بنابر این تغییرات سود تقسیمی باید به طور مثبتی به تغییرات سود گذشته ارتباط داشته باشد. بنابر این مطابق با نظریه سودهای پیشین، مدیران ممکن است سود تقسیمی را جهت علامت دهی پایداری تغییرات تقسیم سود گذشته تعدیل کنند (لیو و چن، ۲۰۱۵). سیاست تقسیم سود میتواند نشان دهنده واقعی و منصفانه بودن یا نبودن نتایج سودآوری باشد. در واقع، مدیران زمانی به پرداخت سود تمایل نشان می دهند که از دست کاری نشدن سودها اطمینان حاصل نموده و کاهش سودهای تقسیمی نشان از غیر محتمل سودآوری آتی می باشد. در صورت باور مدیران به تئوری علامت دهی آنگاه همیشه در مورد پیام قابل برداشت از تصمیم تقسیم سودشان که به سهامداران و سایر ذی نفعان می رسد بسیار محتاط خواهند بود. حتی اگر شرکت برخی فرصت های سرمایه گذاری جذاب داشته باشد که ملزم به نگهداری سود برای تأمین مالی آن باشد مدیریت ممکن است با فرض اینکه این فرصت ها منجر به جلوگیری از پرداخت سود سهام مورد انتظار سرمایه گذاران و ارسال پیام نامساعد به بازار باشد، از آنها صرف نظر کند. محققان بر این باورند که تغییر غیر منتظره سود تقسیمی، دارای محتوای اطلاعاتی مهمی است، به ویژه در مواقعی که میزان سود تقسیمی کاهش یابد، یا اصلاً پرداخت نشود. معمولاً در یک بازار کارا، مدیریت شرکت، زمانی چنین روشی را در پیش خواهد گرفت، که بخواهد به سهامداران و سرمایه گذاران این پیام را بدهد، که سودآوری شرکت در سال های آتی کاهش خواهد یافت (مرادزاده فرد و محرّمزاده، ۱۳۹۶). مدیران ممکن است سیاست سهام را تحت تأثیر قرار دهند تا ریسک سهام را کاهش دهند (فان و تران^۱، ۲۰۱۹). سیاست تقسیم سود بر عملکرد شرکت تأثیر دارد و سودآوری شرکت به شدت تحت تأثیر نسبت پرداخت سود سهام است (کانوال و حمید^۲، ۲۰۱۷). از طرف دیگر هرچه یک شرکت درآمد بیشتری داشته باشد، موقعیت آن در پرداخت بهتر است (شاه و نوریان^۳، ۲۰۱۶). عبدالقدیر و عبدالرشید^۴ (۲۰۱۹) نشان دادند که عملکرد شرکت در تصمیمات سود سهام در کوتاه مدت و بلند مدت تأثیر می گذارد. تصمیمات مربوط به تأمین مالی از مهمترین تصمیماتی است که مدیران مالی با آن روبرو هستند. زیرا شرکت ها باید منابع مالی را برای تأمین مالی دارایی ها، عملیات و رشد خود تعیین کنند. بنابراین شرکت باید ساختار بهینه سرمایه را تعیین کند تا ارزش آن را به حداکثر برساند. بنابراین تصمیم تأمین مالی شامل ارزیابی دو گزینه است. اولین انتخاب سود سهام است. دوم انتخاب ساختار سرمایه. از طرفی در مورد مسئله نمایندگی نیز در شماری از تحقیقات نشان داده اند که سود سهام پرداختی و اهرم مالی روش های جایگزین (اختر^۵ و همکاران، ۲۰۲۰) و در بعضی موارد روش های مکمل (پاتیروهو^۶ و پاپس، ۲۰۲۰) برای حل تضاد منافع بوده اند. ویدیاستی^۷ و همکاران (۲۰۲۱) ثابت کردند اهرم مالی رابطه منفی معناداری با سود سهام تقسیمی دارد. اما طبق نتایج پژوهش ویدیاستی و همکاران (۲۰۲۱) اهرم مالی اثر مثبت معناداری بر سیاست سود تقسیمی دارند. کوسوما^۸ و سامثول (۲۰۱۹) نشان دادند بازده سهام و بازده دارایی اثر

¹ Phan & Tran

² Kanwal & Hameed

³ Shah & Noreen

⁴ Abdulkadir & Abdurashid

⁵ Akhtar

⁶ Pattiruhu

⁷ Widyasti

⁸ Kusuma

معناداری با نسبت پرداخت سود تقسیمی دارند. محسن حافظ^۱ و همکاران (۲۰۱۸) تاثیر سیاست سود تقسیمی بر عملکرد را مورد بررسی قرار داده و نشان داد ROA، سود سهام و رشد با یکدیگر ارتباط منفی دارند. همچنین آنها نشان دادند که نسبت پرداخت سود سهام و اهرم به طور منفی روی ROA تأثیر گذاشته اند. پاتیروهو^۲ و پایس (۲۰۲۰) نیز نشان دادند که بازده حقوق صاحبان سهام بر روی نسبت تقسیم سود اثر نداشته اما بازده دارایی‌ها تاثیر مثبتی می‌گذارد. بر اساس نتایج پژوهش نعمت آبادی و همکاران (۱۳۹۹) نیز بیانگر وجود رابطه‌ی معنادار بین اهرم شرکت و تصمیم‌گیری درباره میزان تقسیم سود سهام در سطح اطمینان نود درصد می‌باشد. محمدی و همکاران (۱۳۹۸) ارتباط هزینه نمایندگی و سیاست تقسیم سود بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی و نشان دادند که رابطه معنادار و مثبت بین هزینه‌های نمایندگی و سرمایه‌گذاری بالا و کم وجود دارد و همچنین، نتایج نشان داد که هزینه نمایندگی و سیاست‌های تقسیم سود رابطه معنادار و مثبت سرمایه‌گذاری بالا و کم دارد. بنابراین می‌توان در ارتباط با متغیرهای تحقیق ادعا کرد: عدم تاثیر معنی‌دار سودآوری بر اهرم مالی و سود سهام پرداختی نشان از عدم وجود استراتژی‌های بلندمدت در شرکت‌های بورسی داشته و شاید آن را بتوان به تغییرات سریع تیم‌های مدیریتی و یا عدم اطمینان آنها از جایگاه خود در بلندمدت ارتباط داد. این نشان می‌دهد که در بلندمدت بازده شرکت‌ها تاثیری بر ساختار سرمایه آنها نداشته و حتی آنها سیاست‌های تقسیم سود خود را نیز بر اساس بازده مشخص نکرده اند که نشان از مدیریت ضعیف آنها می‌رساند. اهرم مالی با افزایش بازدهی دارایی در صورت سودآوری و با لحاظ سپر مالیاتی حاصله و ریسک‌های حاصل از عدم سودآوری و تبعات ناشی از نرخ بهره و بازپرداخت اصل و فرع بدهی ارتباط دارد. اهرم مالی همچنین اثر مخارج مالی ناشی از وام را بر بازده حقوق صاحبان یک واحد تجاری نشان می‌دهد (اولیور و الیور، ۲۰۱۴). اصولاً استفاده از بدهی در ساختار مالی موجب افزایش بازده مورد انتظار سهام‌داران می‌شود اما این امر می‌تواند افزایش ریسک شرکت را نیز سبب شود. به طور کلی استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها، مثل شمشیر دولبه عمل نموده و هم می‌تواند افزایش ارزش شرکت‌ها را سبب شده و هم موجب کاهش ارزش شرکت گردد (رضایی و پیری، ۱۳۹۰). در زمانی که یک طرح بخوبی انتخاب شده و سودهای متصور محقق می‌گردد آنگاه در صورتی که برای تامین مالی پروژه از اهرم مالی استفاده شده باشد تاثیر مثبت بیشتری بر بازده مالی شرکت داشته اما اگر پیش‌بینی‌ها محقق نشود آنگاه نه تنها آن بخش از سرمایه‌گذاری که با دارایی سهامداران بوده پوشش نرخ بهره مورد انتظار را نمی‌دهد که بایستی تعهدات مالی تسهیلات گرفته شده نیز پرداخت شود که همگی باعث مشکلات عدیده‌ای برای مدیران می‌گردد. حیدری کیا و حسین زاده (۱۳۹۸) در بررسی تاثیر ساختار سرمایه و عوامل کلان اقتصادی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند ساختار سرمایه (بدهی بلندمدت و بدهی کوتاه‌مدت) با عملکرد مالی رابطه منفی و معناداری دارد. هم‌چنین، در مطالعات انجام شده در بورس اوراق بهادار تهران، نتایج پژوهش محمدی رضانی (۱۳۹۷) بیانگر این بود که اهرم مالی در صنایع فلزات اساسی، غذاهای آشامیدنی، محصولات فلزی و ماشین‌آلات و تجهیزات

¹ Mohsin Hafeez

² Pattiruhu

بر بازده سهام همان شرکت ها تاثیر مثبت و اهرم مالی صنعت مواد و محصولات شیمیایی تاثیر منفی ای بر بازده مالی شرکت ها داشته اند. طاووسی و همکاران (۱۳۹۸) در بررسی رابطه بین اهرم مالی، رشد شرکت و قدرت مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اظهارداشتند که اهرم مالی دارای یک رابطه منفی و معنی داری با رشد سود، رشد فروش و قدرت مالی و رابطه مثبت و معنی دار با رشد داراییها می باشد. از یک جهت شرکت هایی که بازده مالی بالاتری داشته به دلیل تولید جریان نقدی آزاد بیشتر نیاز کمتری به اهرم مالی دارند (پینتو^۱ و سیلوا، ۲۰۲۱) و از طرف دیگر شرکت هایی که سودآوری آنها در حال افزایش بوده اصولا برای حفظ سودآوری نیازمند سرمایه گذاری بوده و این وضعیت رشدی شرکت آنها را به جزی سرمایه گذاری بیشتر و لذا اهرم مالی بالاتر سوق می دهد (نگا^۲ و همکاران، ۲۰۱۹). سودآوری دوره های گذشته نیز می تواند بر سودآوری دوره حاضر تاثیر گذار باشد. اگر فرض بر این باشد که شرکت سرمایه گذاری های درستی انجام داده و فعالیت های عملیاتی آن بصورت کارائی انجام می پذیرد سودآوری نه تنها ادامه یافته که این افزایش کارائی می تواند به بازده دارائی و با بازده حقوق صاحبان سهم بیشتر نیز منتهی گردد ولی در شماری از موارد نیز افزایش سودآوری بدلیل استفاده از منابع بوده و به به مستهلک شدن دارائی ها منتهی شده و یا صرفا این سودآوری با استفاده از استراتژی های کوتاه مدت بوده که در بلند مدت عایدی ای برای شرکت به همراه ندارد و در نتیجه بر سودآوری آتی تاثیر منفی داشته و یا بی ارتباط خواهد بود. در تحقیقی که رحمان^۳ و همکاران (۲۰۲۰) انجام داده اند نتایج جالبی بدست آمده که نشان میدهد اگر بازده حقوق صاحبان سهم در دوره گذشته بر اساس مدل GMM و OLS بررسی گردد آنگاه تاثیر آن بر بازده حقوق صاحبان سهم دوره جاری مثبت و معنی دار ولی اگر از مدل Fixed Effect استفاده شود نتیجه منفی و معنی دار خواهد بود. در تحقیقی که ووال^۴ و همکاران (۲۰۱۹) با استفاده از روش GMM انجام داده اند در هر دو حالتی که اهرم مالی با لحاظ ارزش دفتری دارائی و همچنین ارزش بازاری لحاظ گردیده وقفه اول (اهرم مالی دوره مالی قبل) تاثیر گذار بوده ولی اهرم مالی دو دوره گذشته (وقفه دوم) تاثیر گذار نبوده است. این امر نشان می دهد که اخذ تسهیلات توان وام گیری شرکت را برای دوره مالی آتی با مشکل مواجه می کند ولی پس از طی دو دوره مالی اخذ دیگر تاثیر معنی داری بر توان اخذ تسهیلات نخواهد داشت. اما نتیجه تحقیق ساهدین^۵ و همکاران (۲۰۲۰) نیز نشان داد که اهرم مالی دوره گذشته تاثیر مثبت و معنی داری بر اهرم مالی دوره حاضر بر اساس روش GMM-SYS داشته است. مدیران سودآوری مورد انتظار آینده، پرداخت سود سهام گذشته و در دسترس بودن جریان پول نقد رایگان را به عنوان اصلی ترین تعیین کننده پرداخت سود سهام در نظر می گیرند (ادمون^۶، ۲۰۱۸). امبولوا^۷ و همکاران (۲۰۲۰) نشان دادند که بر اساس مدل لینتر سود پرداختی دوره گذشته در روش های Fixed Effect و GMM بر روی سود پرداختی دوره فعلی تاثیر مثبت و معنی

¹ Pinto

² Nga

³ Rahman

⁴ Vodwal

⁵ Sahudin

⁶ Edmund

⁷ Mbulawa

داری داشته است. نتایج مشابهی نیز توسط نور^۱ و همکاران (۲۰۲۰) ادعا گردیده مبنی بر اینکه سود سهام پرداختی یک دوره گذشته در هر چهار مدل Random Effect، GMM، Fixed Effect بر روی سود سهام پرداختی دوره جاری تاثیر مثبت معنی دار دارد.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر روش پژوهش، در زمره پژوهش توصیفی جای می‌گیرد. طرح این پژوهش با استفاده از رویکرد پس رویدادی است. این پژوهش از نظر هدف پژوهش، در زمره پژوهش‌های کاربردی و از دیدگاه روش پژوهش در گروه پژوهش‌های توصیفی-قرار دارد. بر اساس شماری از تحقیقات گذشته و همچنین بنیان‌های نظری ارتباط بلند مدت بین متغیرهای اهرم مالی، سودآوری و سود سهام پرداختی محتمل بوده اما تاثیر مقداری هر یک از سه متغیر عنوان شده در دوره‌های پیشین بر مقدار فعلی آنها چندان مورد بررسی قرار نگرفته است. همچنین برای درک بهتر کارایی روش‌های ایستا و پویا و مقایسه نتایج آنها نیاز به بررسی توانان آنها می‌باشد. برای برآورد تاثیرات دوره‌های گذشته هر متغیر از مدل پویا که در این تحقیق روش GMM-SYS می‌باشد استفاده شده و برای مدل ایستا روش حداقل مربعات معمولی OLS بکارگرفته شده و بر اساس داده‌های ترکیبی و نرم افزار Stata فرضیه‌های پژوهش آزمون گردیده است. دلیل انتخاب روش تخمین GMM این بوده که بواسطه انتخاب متغیرهای ابزاری صحیح و با اعمال یک ماتریس وزنی می‌تواند برای شرایط ناهمسانی واریانس و نیز خودهمبستگی‌های ناشناخته، برآورد کننده قدرتمندی محسوب شود. در مدل GMM وقفه متغیر وابسته را به صورت متغیر مستقل در سمت راست معادله وارد می‌شود. تا بدین ترتیب امکان پارامتربندی مجدد مدل به روش مدل داده‌های تلفیقی پویا فراهم گردد. در چنین شرایطی اگر وقفه‌های توزیع شده نیز در مدل وارد شود، می‌توان به مدل خودرگرسیون با وقفه توزیعی دست یافت که امکان پارامتربندی غنی تر مدل را فراهم می‌سازد. در این پژوهش بازه زمانی ۱۳۹۷ - ۱۳۹۲ برای بررسی در نظر گرفته شده است. شرکت‌های فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهد. به دلیل وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر لحاظ گردیده است:

نمونه شامل شرکت‌هایی از نوع تامین کننده مالی، سرمایه‌گذاری و بیمه‌ای نباشد/ شرکت‌های نمونه دارای سال مالی منتهی به پایان سال تقویمی (۲۹ اسفند) باشند/ داده‌های متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های مورد نظر قابل دسترس باشد/ سهام شرکت در سال‌های دوره پژوهش مورد معامله قرار گرفته باشد. سپس فرضیات ذیل جهت بررسی تاثیرات متغیرها بر یکدیگر و همچنین مقادیر دوره‌های گذشته‌ها آنها لحاظ می‌گردد.

فرضیه اول: سودآوری و سود سهام پرداختی هر دو اثرات معنی دار بلند مدتی بر روی اهرم مالی بر اساس مدل ایستا دارند.

فرضیه دوم: سودآوری، سود سهام و همچنین اهرم مالی دوره‌های گذشته بر روی اهرم مالی فعلی بر اساس روش گشتاورهای تعمیم یافته تاثیر معنی داری خواهند داشت.

¹ Nor

فرضیه سوم: اهرم مالی و سود سهام پرداختی هر دو اثرات معنی دار بلند مدتی بر روی سودآوری بر اساس مدل ایستا دارند.

فرضیه چهارم: اهرم مالی، سود سهام پرداختی و همچنین سودآوری دوره های گذشته بر روی سودآوری فعلی بر اساس روش گشتاورهای تعمیم یافته تاثیر معنی داری خواهند داشت.

فرضیه پنجم: سودآوری و اهرم مالی هر دو اثرات معنی دار بلند مدتی بر روی سود سهام پرداختی بر اساس مدل ایستا دارند.

فرضیه ششم: اهرم مالی، سودآوری و همچنین سود سهام پرداختی دوره های گذشته بر روی سود سهام پرداختی فعلی بر اساس روش گشتاورهای تعمیم یافته تاثیر معنی داری خواهند داشت.

مدل های ذیل برای آزمون فرضیات توسعه یافته اند. در مدل هایی که وقفه های اول و دوم هر متغیر وارد گردیده برای بررسی تاثیر مقادیر دوره های گذشته هر متغیر و با استفاده از روش GMM-SYS بررسی می گردند. مدل هایی که در آنها وقفه های دوره های گذشته وارد نگردیده نیز بر اساس مدل ایستای OLS آزمون خواهند شد.

معادله (۱)

$$\text{Leverage}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{Performace}_{it} + \gamma_1 \text{Dividends}_{it} + \beta_2 \text{Liquidity}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{Reputation}_{it} + \beta_5 \text{Asset Tan}_{it} + \beta_6 \text{Growth}_{it} + \beta_7 \text{MB}_{it} + \beta_8 \text{INS}_{it} + \varepsilon_{it}$$

معادله (۲)

$$\text{Leverage}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{Leverage}_{it-1} + \gamma_1 \text{Leverage}_{it-1,t-2} + \beta_2 \text{Performace}_{it} + \beta_3 \text{Dividends}_{it} + \beta_4 \text{Reputation}_{it} + \beta_5 \text{Asset Tan}_{it} + \beta_6 \text{Growth}_{it} + \beta_7 \text{MB}_{it} + \beta_8 \text{Liquidity}_{it} + \beta_9 \text{Size}_{it} + \beta_{10} \text{INS}_{it} + \varepsilon_{it}$$

معادله (۳)

$$\text{Performace}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{Leverage}_{it} + \gamma_1 \text{Dividends}_{it} + \beta_2 \text{Liquidity}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{Reputation}_{it} + \beta_5 \text{Asset Tan}_{it} + \beta_6 \text{Growth}_{it} + \beta_7 \text{MB}_{it} + \beta_8 \text{INS}_{it} + \varepsilon_{it}$$

معادله (۴)

$$\text{Performace}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{Performace}_{it-1} + \gamma_1 \text{Performace}_{it-1,t-2} + \beta_2 \text{Leverage}_{it} + \beta_3 \text{Dividends}_{it} + \beta_4 \text{Reputation}_{it} + \beta_5 \text{Asset Tan}_{it} + \beta_6 \text{Growth}_{it} + \beta_7 \text{MB}_{it} + \beta_8 \text{Liquidity}_{it} + \beta_9 \text{Size}_{it} + \beta_{10} \text{INS}_{it} + \varepsilon_{it}$$

معادله (۵)

$$\text{Dividends}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{Performace}_{it} + \gamma_1 \text{Leverage}_{it} + \beta_2 \text{Liquidity}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{Reputation}_{it} + \beta_5 \text{Asset Tan}_{it} + \beta_6 \text{Grow}_{it} + \beta_7 \text{MB}_{it} + \beta_8 \text{INS}_{it} + \varepsilon_{it}$$

معادله (۶)

$$\text{Dividends}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{Dividends}_{it-1} + \gamma_1 \text{Dividends}_{it-1,t-2} + \beta_2 \text{Performace}_{it} + \beta_3 \text{Leverage}_{it} + \beta_4 \text{Reputation}_{it} + \beta_5 \text{Asset Tan}_{it} + \beta_6 \text{Grow}_{it} + \beta_7 \text{MB}_{it} + \beta_8 \text{Liquidity}_{it} + \beta_9 \text{Size}_{it} + \beta_{10} \text{INS}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای اصلی پژوهش

اهرم مالی (Leverage): برای اندازه‌گیری اهرم مالی شرکت‌ها از نسبت کل بدهی‌های ترازنامه‌ای به کل دارایی‌های دفتری شرکت‌ها در پایان سال مالی بهره‌گرفته شده است / **سودآوری (Performance):** برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها از شاخص بازده حقوق صاحبان سهام استفاده شده است که به پیروی از مبانی نظری برابر است با نسبت سود خالص به کل حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال مالی / **سود سهام پرداختی (Dividends):** سود سهام پرداختی در پژوهش حاضر برابر است با نسبت سود تقسیمی هر سهم در پایان سال مالی.

متغیرهای کنترلی:

نقدینگی (Liquidity): برابر است با نسبت اختلاف دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی / **اندازه شرکت (Size):** برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی / **شهرت شرکت (Reputation):** برابر است با تعداد سال‌های پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران / **دارایی‌های مشهود (Asset Tangibility):** برابر است با نسبت دارایی‌های مشهود به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی / **رشد شرکت (Growth):** برابر است با نسبت تغییرات در فروش به کل فروش اول دوره شرکت در پایان سال مالی / **فرصت‌های رشد (MB):** برابر است با نسبت ارزش بازار سهام (تعداد در قیمت سهام) به ارزش دفتری کل حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال مالی / **سهامداران نهادی (INS):** برابر است با نسبت سهام تحت تملک سهامداران نهادی در پایان سال مالی.

یافته‌های پژوهش

با استفاده از معادلات (۱) و (۲) فرضیات اول و دوم مورد آزمون قرار گرفته و نتایج آن در جدول (۱) ارائه گردیده است. بررسی معتبر بودن ماتریس متغیرهای ابزاری با استفاده از آزمون سارگان، حکایت از معتبر بودن متغیرهای ابزاری انتخابی در سطح خطای یک درصد دارد. بر این اساس هیچ‌گونه همبستگی معنی‌داری بین اجزاء خطا و ابزارهای بکار گرفته شده در سطح خطای مورد نظر وجود ندارد. بر اساس آزمون والد نیز فرضیه صفر بودن تمام ضرایب در سطح خطای یک درصد تایید می‌شود. یافته‌ها نشان می‌دهد که اهرم مالی با یک وقفه بر روی اهرم مالی دوره فعلی دارای تاثیر مثبت بوده در حالی که اهرم مالی با وقفه دو (دو دوره مالی گذشته) تاثیر معنی‌داری بر وضعیت فعلی اهرم مالی ندارد. همچنین سودآوری نیز بر اساس نتایج هر دو مدل ایستا و پویا تاثیر معنی‌داری بر میزان تمایل شرکت‌ها به استفاده از اهرم مالی ندارد.

این در حالی است که سود سهام پرداختی در هر دو مدل GMM-SYS و OLS (Newey-West) تاثیر منفی‌ای بر گرایش شرکت‌ها به استفاده از اهرم مالی دارد. در این ارتباط می‌توان به تئوری نمایندگی ارجاع نمود و بیان نمود که مدیران زمانی که سود پرداختی به سهامداران را افزایش می‌دهند معضل نمایندگی را رفع نموده و لذا دلیلی بر بکارگیری اهرم مالی برای حل کاهش تضاد منافع ندارند. از طرف دیگر شاید شرکت‌هایی که سود بیشتر توزیع می‌نمایند در دوره بلوغ کسب و کار خود بوده و هم جریان نقدی آزاد لازم را تولید کرده و هم پروژه‌های

توسعه ای کمتری داشته که نیاز به منابع مالی داشته باشند. همچنین از بین متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، نقدینگی و دارایی مشهود در هر دو مدل پویا و ایستا تأثیرات یکسان مثبت و معنی داری بر اهرم مالی داشته اند. اما صرفاً مدل ایستا است که تأثیر مثبت معنی دار اما اندکی از فرصت رشد و همچنین تأثیر منفی از اندازه شرکت بر اهرم مالی نشان می دهد. در ارتباط با تأثیر متغیر رشد شرکت نیز دو مدل پویا و ایستا نتایج متفاوتی گزارش می کنند بترتیبی که مدل پویا تأثیر منفی اما مدل ایستا تأثیر مثبتی را نشان می دهند. علاوه بر آن نتایج متفاوتی در ارتباط با معنی داری سهامداری نهادی گزارش شده بصورتی که مدل پویا اثری مثبت اما مدل ایستا تأثیری منفی گزارش کرده اند. یافته های این تحقیق همراستا با یافته های چن و همکاران (۲۰۲۱) در ارتباط با دارایی مشهود، با تحقیق موناوار و همکاران (۲۰۲۰) در متغیر اندازه شرکت، با یافته های سیلوا^۱ و همکاران (۲۰۲۰) در فرصت های رشد یکسان می باشد. هر چند که نتایج این تحقیق در ارتباط با سودآوری، رشد شرکت، اندازه شرکت نتایج متضادی با تحقیق چن و همکاران (۲۰۲۱) و در ارتباط با نقدینگی نیز نتایج مخالف یافته های تحقیق موناوار^۲ و همکاران (۲۰۲۰) و سیلوا و همکاران (۲۰۲۰) نشان میدهد.

جدول (۱): نتایج مدل های ایستا و پویا برای فرضیات اول و دوم

اهرم مالی (متغیر وابسته)					
OLS (NeweyWest)		GMM-SYS		نماد	متغیر
آماره t	ضریب	آماره z	ضریب		
۵.۰۱	*۰.۲۷۰	۰.۲۴	۰.۱۷	C	مقدار ثابت
-	-	۱۱.۰۱	*۰.۴۳۸	Levt-1	اهرم مالی سال قبل
-	-	-۱.۲۱	-۰.۰۴۴	Levt-2	اهرم مالی دو سال قبل
۰.۱۷	۰.۰۰۹	۰.۹۰	۰.۰۰۶	Perf	سودآوری
-۸.۰۱	*۰.۳۳۵	-۳.۶۵	*۰.۱۸۵	Div	سود سهام پرداختنی
۳۱.۶۱	*۰.۷۹۲	-۲.۲۷	*۰.۰۳۴	Growth	رشد شرکت
-۱.۷۱	**۰.۰۰۶	-۰.۵۵	-۰.۰۰۲	Size	اندازه شرکت
۳.۱۰	*۰.۰۰۱	-۱.۰۳	-۰.۰۲۴	MB	فرصت های رشد
۸.۵۹	*۰.۲۸۶	۱۷.۳۱	*۰.۶۰۴	Liq	نقدینگی
-۱.۰۶	-۰.۰۱۲	۴.۹۶	*۰.۱۹۹	Rep	شهرت شرکت
-۲.۰۴	*۰.۰۳۹	۳.۳۱	*۰.۱۰۰	INS	سهامداران نهادی
۶.۱۰	*۰.۱۵۱	۴.۹۶	*۰.۱۹۹	Asset	دارایی های مشهود
۰.۱۴۰		R MSE	۱۲.۱۷۱		آماره Sargan
۰.۶۱۷		ضریب تعیین	۰.۵۱۳		معنی داری آماره Sargan

¹ Silva

² Munawar

اهرم مالی (متغیر وابسته)					
OLS (NeweyWest)		GMM-SYS		نماد	متغیر
آماره t	ضریب	آماره z	ضریب		
		دوربین واتسون	۱۳۰۰.۳۱		آماره Wald
۱۵۳.۰۵		آماره F	۰.۰۰۰		سطح معنی داری Wald
	*۰.۰۰۰	معنی داری آماره F			

***، *، ** از نظر آماری در سطح ۰.۰۵ و ۰.۰۱ معنی دار است.

جدول (۲): نتایج مدل های ایستا و پویا برای فرضیات سوم و چهارم

سودآوری (متغیر وابسته)					
OLS (NeweyWest)		GMM-SYS		نماد	متغیر
آماره t	ضریب	آماره z	ضریب		
۱.۰۱	۰.۰۴۳	-۰.۶۶	۰.۳۴۲	C	مقدار ثابت
-	-	-۱.۹۲	*۰.۰۹۶*	Perft-1	سودآوری سال قبل
-	-	-۰.۲۷	-۰.۰۱۳	Perft-2	سودآوری دو سال قبل
۳.۰۳۸	*۰.۰۱۵*	۰.۶۷	۰.۲۰۷	Lev	اهرم مالی
۸.۰۱	*۰.۲۰۸*	۲.۴۴	*۰.۹۵۸*	Div	سود سهام پرداختنی
۱.۶۸	*۰.۰۴۸*	۱.۰۶	۰.۱۲۱	Growth	رشد شرکت
۲.۸۶	*۰.۰۰۸*	۰.۵۸	۰.۰۲۱	Size	اندازه شرکت
-۱.۳۷	-۰.۰۰۰۴	۱.۷۸	*۰.۳۱۸*	MB	فرصت های رشد
-۱.۳۹	-۰.۰۳۸	-۰.۸۲	-۰.۲۷۱	Liq	نقدینگی
۲.۹۵	*۰.۰۲۷*	۰.۶۵	۰.۰۰۲	Rep	شهرت شرکت
-۰.۳۲	-۰.۰۱۴	۰.۴۶	۰.۱۰۵	INS	سهامداران نهادی
۵.۶۴	*۰.۰۱۹*	۰.۴۶	۰.۱۰۵	Asset	دارایی های مشهود
۰.۱۱۰		R MSE	۲.۲۸۴		آماره Sargan
۰.۱۶۶		ضریب تعیین	۰.۹۹۹		معنی داری آماره Sargan
-		دوربین واتسون	۱۷.۵۷		آماره Wald
۱۸.۹۴		آماره F	۰.۱۲۹		سطح معنی داری Wald
	*۰.۰۰۰	معنی داری آماره F	-		-

***، *، ** از نظر آماری در سطح ۰.۰۵ و ۰.۰۱ معنی دار است.

با استفاده از معالات (۳) و (۴) فرضیات سوم و چهارم به عنوان متغیرهای تاثیر گذار بر سودآوری مورد آزمون قرار گرفته و نتایج آن در جدول (۲) ارائه گردیده است. بر اساس مدل پویا سودآوری یک دوره گذشته تاثیر منفی

ای بر سودآوری فعلی شرکت دارد اما دو روش پویا و ایستا نتایج یکسانی برای اثر سود سهام پرداختی بر سودآوری شرکت نشان می دهند. با این تاثیر می توان عنوان کرد که سود سهام پرداختی در شرکت هایی که بلوغ کسب و کار دارند اتفاق می افتد که حتی با خروج مقادیر زیادی از جریان نقدی ازاد شرکت از طریق سود سهام پرداختی اما شرکت با مشکلات مواجه نشده و سود آوری آن تحت و شعاع قرار نمیگیرد. اهرم مالی نیز صرفا در روش ایستا بوده که یک تاثیر مثبت ضعیفی بر سودآوری شرکت ها نشان میدهد. این یافته نشان میدهد که احتمالا منابع مالی تسهیلاتی جذب شده در طرح های سودآور سرمایه گذاری شده و لذا انتخاب پروژه ها در کل موفقیت آمیز بوده است. یافته های دو مدل پویا و ایستا در قبال تاثیر متغیرهای کنترلی در اکثر مواقع یکسان نبوده و صرفا در مورد بی معنی بودن اثر متغیر نقدینگی مشابه می باشند. تاثیر منفی سودآوری دوره گذشته بر خلاف یافته تحقیق قاسمی^۱ و اب رزاک (۲۰۱۷) در بین شرکت های بورسی مالزی بوده است. یافته های پام^۲ و همکاران (۲۰۲۰) و بینتارا^۳ (۲۰۲۰) با یافته های این تحقیق در مورد اثر اهرم مالی بر سودآوری متضاد بوده و همچنین آنها گزارشی از تاثیر مثبت نقدینگی بر سودآوری داشته اند در حالی که بینتارا (۲۰۲۰) نتایجی مشابه این تحقیق مبنی بر بی معنی بودن تاثیر اثر نقدینگی بر سودآوری گزارش می دهد. در ارتباط با تاثیر مثبت سود سهام پرداختی بر سودآوری تحقیق بوی^۴ و نگویان (۲۰۲۱) یافته یکسانی را نشان می دهد هر چند که آنها تاثیر منفی ای از اهرم مالی بر سودآوری شناسایی کرده اند.

در جدول (۳) نتایج حاصل از برازش معادلات (۵) و (۶) ارائه گردیده است. نتایج در قالب مدل پویا (GMM) و مدل ایستا (OLS) دسته بندی گردیده است.

یافته مدل پویا نشان داد که سود سهام پرداختی یک و دو دوره گذشته بر میزان سود سهام پرداختی دوره حاضر تاثیر گذار بوده و هر افزایشی در سود سهام پرداختی باعث می گردد که سود سهام پرداختی یک و دو دوره آتی تحت تاثیر مقدار فعلی آن قرار گیرد. این یافته می تواند تاییدی بر چسبندگی بالای سود سهام پرداختی به مقادیر دوره گذشته باشد و نشان دهد که مدیران نمیتوانند براحتهی آن را نادیده بگیرند. در واقع سود سهام بسیار مورد توجه سهامداران می باشد. مدیران نیز سعی می کنند که روند ایجاد شده در سود سهام پرداختی را که حفظ نمایند که هم به رضایت سهامداران را منجر شده هم این پیام را به بازار رسانند که آنان بر سودآوری آتی شرکت مطمئن می باشند. همچنین هر دو مدل پویا و ایستا نشان از عدم تاثیر معنی دار سودآوری شرکت بر سود سهام پرداختی دارد. این یافته که به نوعی استقلال سود سهام پرداختی را از سودآوری نشان می دهد دلیل دیگری بر آن است که سیاست های تقسیم سود صرفا بر مبنای سودآوری شکل نگرفته است. اما یافته های مدل پویا و ایستا در قبال تاثیر اهرم مالی بر سود سهام پرداختی بارز ترین نقطه تفاوت نتایج دو مدل ایستا و پویا بوده است.

¹ Ghasemi

² Pham

³ Bintara

⁴ BUI

جدول (۳): نتایج مدل های ایستا و پویا برای فرضیات سوم و چهارم

سود سهام پرداختنی (متغیر وابسته)				نماد	متغیر
OLS (NeweyWest)		GMM-SYS			
آماره t	ضریب	آماره z	ضریب		
-۰.۵۰	-۰.۱۶۲	۱.۶۳	۰.۰۷۷	C	مقدار ثابت
-	-	۱۰.۸۹	۰.۵۰۵*	Divt-1	سود سهام پرداختنی سال قبل
-	-	۳.۵۳	۰.۱۶۰*	Divt-2	سود سهام پرداختنی دو سال قبل
۰.۱۷	۰.۰۳۴	۱.۶۴	۰.۰۰۷	Perf	سودآوری
۳.۳۸	*۰.۸۷۰	-۳.۱۹	*-۰.۰۹۱	Lev	اهرم مالی
۰.۰۴۰	-۰.۰۰۹	۳.۳۵	۰.۰۳۵*	Grow	رشد شرکت
۰.۴۸	۰.۰۱۱	-۰.۰۹	-۰.۰۰۰۲	Size	اندازه شرکت
۰.۹۰	۰.۰۰۲	-۱.۷۲	*-۰.۰۲۸	MB	فرصت های رشد
-۱.۲۹	-۰.۲۶۸	۱.۰۲	۰.۰۳۱	Liq	نقدینگی
۱.۶۷	*۰.۱۱۶	-۰.۱۰	-۰.۰۰۰۰۳	Rep	شهرت شرکت
۱.۱۹	۰.۱۳۷	۱.۳۲	۰.۰۲۷	INS	سهامداران نهادی
۰.۴۸	۰.۰۷۲	-۰.۲۵	-۰.۰۰۷	Asset	دارایی های مشهود
۰.۸۳۸		R MSE	۲۱.۳۸۸		آماره Sargan
۰.۰۲۷		ضریب تعیین	۰.۰۶۵		معنی داری آماره Sargan
۰.۸۳۸		دوربین واتسون	۴۶۱.۷۵		آماره Wald
۲.۶۸		آماره F	۰.۰۰۰		سطح معنی داری Wald
*۰.۰۰۴		معنی داری آماره F	-		-

*** ، * ، ** از نظر آماری در سطح ۰.۰۵ و ۰.۰۱ معنی دار است

مدل پویا نشان از تاثیر منفی و مدل ایستا اثر مثبت معنی دار اهرم مالی بر سود سهام پرداختنی را گزارش کرده اند. در بین متغیرهای کنترلی در مدل پویا رشد فروش و فرصت های رشد شرکت بوده که بترتیب تاثیر مثبت و منفی معنی داری بر سود سهام پرداختنی نشان می دهند. تاثیر منفی فرصت رشد بر سود سهام پرداختنی نشان می دهد که زمانی که مدیران باور بر آن دارند که شرکت موقعیت رشد داشته و احتمالاً نرخ بازده داخلی طرح بیشتر از نرخ مورد انتظار سهامداران است از منابع داخلی نیز برای تامین پروژه های خود استفاده می نماید که این نشان از آن دارد که مدیران شرکت های بورسی در قبال فرصت های رشدی بی تفاوت نبوده و علاقه مند به توسعه کسب و کارها می باشند. بر اساس مدل ایستا نیز شرکت هایی که قدمت فعالیت بیشتری دارند سود بیشتری بین سهامداران خود تقسیم می نمایند که شاید این موضوع با دوره بلوغ کسب و کارهای شرکت های قدیمی تر و اینکه آنان در دوره بلوغ خدمات و محصولات خود می باشند مرتبط باشد. هرچند که این یافته بر اساس مدل پویا تایید نگردیده است. نتایج

این تحقیق در مورد تاثیر دوره گذشته سود تقسیمی بر دوره فعلی مشابه تحقیقات امبولوا^۱ و همکاران (۲۰۲۰) و نور^۲ و همکاران (۲۰۲۰) بوده که آنان نیز بر اساس مدل های پویا این اثر مثبت را گزارش نموده اند.

بحث و نتیجه گیری

اهرم مالی، سود سهام پرداختی و در نهایت سودآوری شرکت جز مهمترین فاکتورهایی هستند که نه تنها سهامداران که سایر ذی نفعان به رصد آنها می پردازند. لذا مدیران در اتخاذ تصمیمات ساختار بدهی و سیاست تقسیمی سود بایستی به دقت عمل نمایند و از طرفی در نهایت این سودآوری شرکت ها بوده که با سنجش ای چون نرخ بازده شرکت به حقوق صاحبان سهام مورد بررسی سهامداران قرار خواهد گرفت. متغیر های اهرم مالی و سود سهام پرداختنی سعی گردیده که توسط نظریه هایی چون نظریه سلسله مراتبی، نظریه توازن، نظریه نمایندگی و جریان نقدی آزاد و مواردی چون چسبندگی سود سهام پرداختنی، فرصت های رشد و ریسک های مرتبط مورد تحلیل قرار گیرد. مطابق تئوری نمایندگی، مدیران تمایلی به حداکثرسازی ثروت سهامداران ندارند. آن ها موقعیت خود را از طریق سرمایه گذاری های خاص که ریسک کمی دارد، تثبیت می کنند ولی اینگونه نشان می دهند که نقش مثبت و تاثیر گذاری برای منافع سهامداران دارند (رندورف^۳، ۲۰۲۲). تعهدات مدیران به پرداخت اصل و فرع بدهی و همچنین تقسیم سود ابزارهایی هستند که می توانند با مصرف وجوه نقد مازاد از بکارگیری این وجوه در پروژه هایی با ارزش فعلی خالص منفی بکاهد (گودفرد^۴ و همکاران، ۲۰۰۹). بطور کلی کاهش سود سهام اغلب منجر به عملکرد منفی می شود. با این حال، میزان کاهش قیمت سهام غالباً به کاهش سود سهام بستگی دارد (آدام^۵، ۲۰۱۹). البته اخذ هر تصمیمی در ارتباط با اهرم مالی و یا سود تقسیمی بر سایر متغیرها تاثیر گذار بوده و همچنین هدف گذاری مدیران برای دستیابی به سودآوری تعیین شده نیز بر سیاست گذاری سود سهام پرداختنی و اهرم مالی تصمیم گذار است. علاوه بر اینها تصمیماتی که در گذشته در مورد اهرم مالی گرفته شده نیز با لحاظ شروط قراردادی و ریسک های ناشی از انجام بموقع تعهدات باعث تاثیر گذاری بر اهرم مالی دوره فعلی دارد. تغییر مقداری سود تقسیمی نیز از زوایای مختلفی کاری مشکل می نماید. از جمله میتواند به تاثیرات حاصل از پیام نهفته در سود پرداختی برای سهامداران در ارتباط با آینده شرکت اشاره داشت. همچنین این پرداخت سود دهی تواند باعث گردد که منابع در دسترس برای پروژه های توسعه ای محدود شده و یا در اخذ تسهیلات نیز پیچیدگی هایی حاصل گردد. نحوه سودآوری شرکت نیز در سال های گذشته بر سود آوری فعلی می تواند تاثیر گذار باشد. در این خصوص می توان اشاره نمود که مدیران آیا کسب سود آتی را فدای سود فعلی نموده اند؟ آیا تصمیمات و استراتژی های آنان کوتاه مدت و مقطعی بوده و یا طبق سیاست های بلند مدت تصمیم گیری می نمایند؟ تمامی موارد اشاره شده به این می انجامد که بررسی این تاثیرات را هم بر اساس مدل پویا و هم ایستا گردد. یافته های این

¹ Mbulawa

² Nor

³ Rendtorff

⁴ Godfred

⁵ Adam

پژوهش نشان داد که شرکت‌هایی که در دوره گذشته اقدام به تامین مالی نموده‌اند در دوره فعلی همچنان تمایل به اخذ تسهیلات داشته‌اند. اینکه وام‌دهندگان نیز با آنها همراهی داشته و تسهیلات بیشتری را در اختیار آنها قرار می‌دهند می‌تواند با شرایط تورمی کشور که نیاز به تامین مالی بالاتر پروژه‌ها بمنظور به سرانجام رساندن آنها باشد همراستا باشد. همچنین طرح‌های توسعه‌ای حتی در زمانی که تکمیل می‌شوند نیز تا مقطعی نیاز به دریافت نقدینگی جهت سرمایه در گردش داشته تا طرح بسوددهی مورد نظر رسد که این عامل نیز می‌تواند توجیهی بر تاثیر مثبت معنی دار دوره گذشته باشد. تاب‌آوری مناسبتر شرکت‌هایی که دارای سرمایه در گردش بیشتر در دوران تورمی می‌باشند در تحقیقی که توسط جوکار و همکاران (۱۳۹۸) انجام گرفته نیز تایید شده است. سود سهام پرداختنی نیز بر اساس هر دو مدل پویا و ایستا بر اهرم مالی تاثیر منفی داشته که آن را می‌توان از یک جهت بر اساس نظریه نمایندگی و اینکه تاثیر سود سهام پرداختنی بر اهرم مالی تأثیری متممی می‌باشد توضیح داد و این بدان معنی است که مدیران برای کاهش معضل نمایندگی و رفع مشکل جریان نقدی آزاد در صورت پرداخت سود سهام مناسب نیازی به استفاده از اهرم مالی جهت نشان دادن پابندی خود به منافع سهامداران نمی‌بینند و صرفاً سود سهام پرداختنی بالا را کافی می‌دانند. همچنین این یافته شاید با سطح بلوغ کسب و کار شرکت‌ها نیز همراستا باشد که شرکت‌هایی که سود بیشتری توزیع می‌نمایند در دوران بلوغ خود بوده و بدین خاطر هم ذخیره مالی کافی داشته و هم طرح‌های توسعه‌ای کم‌هزینه‌تری نیز نسبت به توان مالی خود دارند. آنچه که جالب بوده تاثیر منفی معنی دار سودآوری دوره گذشته بر سودآوری دوره فعلی داشته که نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های لیست شده در بورس تهران بیشتر تاکید بر سودآوری دوره مالی حاضر داشته که این می‌تواند به ضرر سودآوری آتی شرکت تمام شود. همچنین این موضوع می‌تواند دلیلی بر شرایط بسیار متغیر فضای اقتصادی نیز باشد که یا طرح‌ها و برنامه‌های بلندمدت شرکت‌ها را با مشکل مواجه می‌نماید که این در اثر منفی سودآوری منفی دوره گذشته بر دوره فعلی خود را نشان داده یا حاکی از عدم اطمینان مدیران فلذا حداکثر سازی برنامه‌های سودآوری در دوره حاضر نشانی بوده که منابع شرکت را برای سودآوری در دوره آتی مستهلک می‌نماید. سود سهام پرداختنی اما تاثیر مثبتی بر سودآوری شرکت داشته و نشان از آن دارد که اکثر مدیران شرکت‌های بورسی زمانی که اطمینان از سودآوری شرکت داشته‌اند اقدام به توزیع سود بیشتر نموده‌اند. همچنین عدم تاثیر معنی دار اهرم مالی بر بازده شرکت‌ها در مدل پویا نشان می‌دهد که صرفاً مدیران از تسهیلات جهت پروژه‌های کوتاه مدت و یا حل مشکلات نقدینگی استفاده نموده‌اند و دیدگاه سرمایه‌گذاری سودآوری در بلندمدت نداشته‌اند. این به عنوان هشدار برای سهامداران است که نظارت بیشتری بر مدیران داشته و آنها را تشویق به ارائه طرح‌های توجیهی مناسب برای سرمایه‌گذاری و انتخاب پروژه‌های سودآور نمایند. همچنین این وام‌ها در بلندمدت نیز باعث می‌گردد که شرکت‌ها توان کمتری برای تقسیم سود داشته باشند.

صرفاً در سود سهام پرداختنی بوده که سودهای پرداختی در یک دوره و دو دوره گذشته هر دو بر سود سهام پرداختنی فعلی تاثیر مثبت و معنی دار داشته‌اند که این نشانی از عدم تمایل مدیران در قبال سیاست‌های تقسیم سود داشته و اینکه آنها می‌دانند سهامداران بسیار بر حفظ روند تقسیم سود حساس بوده فلذا سعی در تامین رضایت آنها می‌نمایند. این امر بار دیگر چسبندگی سیاست سود سهام پرداختنی را بشکل ضمنی تایید می‌نماید. عدم رابطه

معنی دار بین سودآوری و سود تقسیمی در هر دو مدل ایستا و پویا نیز حاکی از آن است که اخذ سیاست های تقسیم سود جوانب مختلفی داشته که سودآوری شرکت در مجموع عواملی که باعث تصمیم گیری می گردد نقش اصلی نداشته است. همچنین اینکه مدل های پویا و ایستا در ارتباط با تاثیر معنی دار اهرم مالی بر سود سهام پرداختی تاثیرات متفاوتی را گزارش می کنند نیز مجدداً حاکی از این است که سود سهام پرداختی هنوز چون جعبه سیاهی (Lainé¹، ۲۰۲۱) در مباحث نظریه ای علم مدیریت مالی می باشد. اما در صورتی که اطمینان بیشتری به مدل های پویا داشته باشیم آنگاه تاثیر تعهدات مالی ناشی از افزایش تسهیلات برای شرکت را که در آن مدیران ناچار به نظم مالی گشته و لذا جریان نقدی کمتری برای پرداخت به عنوان سود تقسیمی دارند را عامل مهمی برای تاثیر منفی معنی دار اهرم مالی بر سود سهام پرداختی بشمار آورد. همچنین می توان پس از مقایسه یافته ها که تاثیر منفی هر دو متغیر سود سهام پرداختی و اهرم مالی را پس از برازش معادلات ۲ و ۶ مبر یکدیگر نشان می دهد با اطمینان بالایی عنوان نمود که این دو متغیر دارای نقش جایگزینی در حل معضل تضاد منافع بین مدیران و سهامداران در بین شرکت های بورسی ایران عمل کرده و افزایش هر یک مدیران را قانع می نماید که نیازی به استفاده از ابزار دیگر بشدت قبل وجود ندارد.

مقدار ثابت	C	۰.۰۷۷	۱.۶۳	-۰.۱۶۲	-۰.۵۰
سود سهام پرداختی سال قبل	Divt-1	۰.۵۰۵*	۱۰.۸۹	-	-
سود سهام پرداختی دو سال قبل	Divt-2	۰.۱۶۰*	۳.۵۳	-	-
سودآوری	Perf	۰.۰۰۷	۱.۶۴	۰.۰۳۴	۰.۱۷
اهرم مالی	Lev	*-۰.۰۹۱	-۳.۱۹	*۰.۸۷۰	۳.۳۸
رشد شرکت	Grow	۰.۰۳۵*	۳.۳۵	-۰.۰۰۹	۰.۰۴۰
اندازه شرکت	Size	-۰.۰۰۰۲	-۰.۰۹	۰.۰۱۱	۰.۴۸
فرصت های رشد	MB	*-۰.۰۲۸	-۱.۷۲	۰.۰۰۲	۰.۹۰
نقدینگی	Liq	۰.۰۳۱	۱.۰۲	-۰.۲۶۸	-۱.۲۹
شهرت شرکت	Rep	-۰.۰۰۰۰۳	-۰.۱۰	**۰.۱۱۶	۱.۶۷
سهامداران نهادی	INS	۰.۰۲۷	۱.۳۲	۰.۱۳۷	۱.۱۹
دارایی های مشهود	Asset	-۰.۰۰۷	-۰.۲۵	۰.۰۷۲	۰.۴۸

تحقیق فعلی می تواند با سه تحقیق دیگر تکمیل گردد. اول تحقیقی که اثرات متقابل همزمان آنها را مورد بررسی قرار دهد که مشخص گردد این متغیرها در همان دوره مالی و بصورت متقابل بر یکدیگر چه تاثیری می گذارند. همچنین این متغیرها بصورت متغیر های میانجی هم می توانند بر یکدیگر تاثیر گذارند که در این مورد نیز میتواند مبنای تحقیق دوم باشد. گروه سوم تحقیقاتی است که تاثیرات آستانه ای متغیرها بر یکدیگر که باعث تغییر رژیم

¹ Lainé

رفتاری می‌گردد را بررسی می‌نمایند. بطور مثال اینکه اهرم مالی بر بازده شرکت بچگونه تاثیر گذار است و تا کجا باعث افزایش بازده شده و در چه مقادیری بازده را کاهش میدهد یا اینکه سود سهام پرداختی چگونه بر اهرم مالی تاثیر گذاشته و آیا باعث تغییر رژیم رفتاری اهرم مالی می‌گردد یا خیر؟ مقادیر آستانه ای سود سهام پرداختی بر اهرم مالی کدامند و ضریب و نحوه تاثیر گذاری سود سهام پرداختی بر اهرم مالی چگونه است؟ با توجه به اینکه در این تحقیق بر اساس وضعیت کل بازار سرمایه انجام گرفته لذا ممکن است که در مورد صنعت خاصی میزان تاثیر گذاری متفاوت باشد.

فهرست منابع

- * جوکار، حسین، دانشی، وحید، بهارمقدم، مهدی. (۱۳۹۸). بررسی وجود نقطه بحرانی تورم و سطح بهینه مدیریت سرمایه در گردش و تأثیر آن بر عملکرد مالی بنگاههای اقتصادی. پژوهش های حسابداری مالی، 11(3)، ۱۹-۵۰.
- * حیدری کیا، مریم؛ حسین زاده، مصطفی. (۱۳۹۸). تاثیر ساختار سرمایه و عوامل کلان اقتصادی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه بازرگانی، دوره ۲۳، شماره ۹۰، صص ۳۳-۵۴.
- * رضایی، فرزین، پیری، عبدالله. (۱۳۹۰). تاثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، 3(11)، ۱۷۴-۱۵۵.
- * ستایش، محمد حسین، ابراهیمی، فهیمه. (۱۴۰۰). رابطه جانشینی میزان استفاده از اهرم مالی در ساختار سرمایه و اجتناب مالیاتی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، 13(49)، ۷۲-۵۳.
- * طاوسی، جمال، کشته‌گر، عبدالعلی، کامالیان، امین رضا. (۱۳۹۸). رابطه بین اهرم مالی، رشد شرکت و قدرت مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مدیریت توسعه و تحول، 39(39)، 1398، 37-42.
- * قدرتی زوارم ع، نوروزی م، ماهری سردشت ز. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه با تأکید بر نقش تعدیل کننده ریسک تجاری. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۵ (۷۸)، ۷۲-۸۶.
- * مشهدی علی پوری، وحید. (۱۴۰۰). ارتباط بین قرارداد بدهی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه چشم انداز حسابداری و مدیریت، 4(52)، ۲۸-۴۴.
- * محمدی رمضانی، محمدرضا و رجبی خرمدره، لیلا. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین اهرم مالی و بازده سهام با تاکید بر نوع صنعت و چرخه عمر در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین همایش بین المللی نوآوری، توسعه و کسب و کار، تهران، <https://civilica.com/doc/773216>.

- * محمدی، محمد، طالاری، شهلا، ملکی اسکویی، ملک تاج، خسروی، زهرا. (۱۳۹۸). ارزیابی رابطه هزینه نمایندگی و سیاست های تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، 2(16)، ۸۷-۱۰۷.
- * مرادزاده فرد، مهدی؛ محرم زاده، ناهید. (۱۳۹۶). بررسی آزمون تئوری علامت دهی و تئوری سودهای پیشین در رابطه میان تقسیم سود و سودآوری آتی، دانش حسابداری مالی، دوره ۴، شماره ۴، صص ۱۰۱-۱۱۸.
- * ناظمی، حمیدرضا، عبدلی، محمدرضا. (۱۳۹۸). رابطه بازده با سود و جریان نقدی قبل و بعد از تجدید ارائه صورت های مالی. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، 11(41)، ۶۹-۹۲.
- * هوشمند نعمت آبادی، احمد، درخشان مهر، آرش. (۱۳۹۹). تاثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و سیاست تقسیم سود. چشم انداز حسابداری و مدیریت، 3(21)، ۲۷-۳۲.
- * Abdulkadir, A. R., Abdurashid, B. (2019). Is Dividend Payment of any Influence to Corporate Performance in Nigeria? Empirical Evidence from Panel Cointegration, International Journal of Economics and Financial Issues, 9(2), 48-58.
- * Adam, Klaus; Merkel, Sebastian (2019) Stock price cycles and business cycles, ECB Working Paper, No. 2316, ISBN 978-92-899-3885-3, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M., <http://dx.doi.org/10.2866/883978>
- * Akhtar, H., Chishtie, M. A., & Shah, S. Z. A. (2020). Reverse Causality of Dividend Policy and Foreign Investment: Evidence from Pakistan. In IEIS 2019, pp. 341-353.
- * Aktürk, E., Karan, M. B., & Pirgaip, B. (2022). Is the effect of dividend policy on the volatility of stock prices stable? An empirical study on European countries. Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad, 1-21.
- * Bintara, R. (2020). The Effect of Working Capital, Liquidity and Leverage on Profitability. Saudi Journal of Economics and Finance Abbreviated, 4(1), 28-35.
- * BUI, M. T., & NGUYEN, H. M. (2021). Determinants Affecting Profitability of Firms: A Study of Oil and Gas Industry in Vietnam. The Journal of Asian Finance, Economics, and Business, 8(1), 599-608.
- * Chen, Y., Sensini, L., & Vazquez, M. (2021). Determinants of leverage in emerging markets: empirical evidence. International Journal of Economics and Financial Issues, 11(2), 40-46.
- * Edmund, NKN. (2018), Determinants of Dividend Policy among Banks Listed on the Ghana Stock Exchange, Business & Financial Affairs, 1(7), 1-7.
- * Garcia, D., Anckarsater, H. Lundstrom, S. (2013). Self-directedness and cooperativeness psychosocial dysfunction and suffering in essence. The Scientific world Journal, April 2013.
- * GHASEMI, M., & AB RAZAK, N. H. (2017). Determinants of Profitability in ACE Market Bursa Malaysia: Evidence from Panel Models. International Journal of Economics & Management, 11, 847-869.
- * Godfred A. Bokpin and Anastacia C. Arko. (2009). Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Firms: Empirical Evidence from Ghana. Studies in Economics and Finance, Vol. 26, No. 4, Pp. 246-256.
- * Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. Journal of Financial and Quantitative analysis, 27(2), 247-263.
- * Kanwal, M., Hameed, Sh. (2017). The Relationship between Dividend Payout and Firm Financial Performance, Research in Business and Management, 1(4), 2330-8362.
- * KANAKRIYAH, R. (2020). Dividend policy and companies' financial performance. The Journal of Asian Finance, Economics, and Business, 7(10), 531-541.

- * Kusuma, O., & Samuel, H. (2019). The Effect of Company Performance on Dividend Policy in Manufacturing Companies. *Petra International Journal of Business Studies*, 2(2), 87-95.
- * Kuswanto, A., & Kharisma, A. (2022, January). Factors that influence on dividend policy. In *Conference In Business, Accounting, And Management (CBAM) (Vol. 1, No. 1, pp. 23-33)*.
- * Lainé, M. (2021). Opening the black box of investment expectations: an empirical inquiry into animal spirits. *Journal of Post Keynesian Economics*, 44(3), 411-433.
- * Liu, C. and A. Chen, (2015), "Do Firms Use Dividend Changes to Signal Future Profitability? A Simultaneous Equation Analysis", *International Review of Financial Analysis* 37, PP. 194-207.
- * Pham, K. X., Nguyen, Q. N., & NGUYEN, C. V. (2020). Effect of Working Capital Management on the Profitability of Steel Companies on Vietnam Stock Exchanges. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(10), 741-750.
- * Phan, T. K, Tran. N. H.(2019). Dividend policy and stock price volatility in an emerging market: Does ownership structure matter?. *Cogent Economics & Finance* .7: 1-29.
- * Pattiruhu, J. R., & PAAIS, M. (2020). Effect of liquidity, profitability, leverage, and firm size on dividend policy. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(10), 35-42.
- * Pinto, J. M., & Silva, C. S. (2021). Does export intensity affect corporate leverage? Evidence from Portuguese SMEs. *Finance Research Letters*, 38, 1-8.
- * Mbulawa, S., Okurut, N. F., Ntsosa, M. M., & Sinha, N. (2020). Determinants of Corporate Dividend Policy under Hyperinflation and Dollarization by Firms in Zimbabwe. *Journal of Applied Finance and Banking*, 10(2), 1-24.
- * Mohsin Hafeez, M., Sadia, S, Iqra. If, Hamid. A. B.(2018). Impact of Dividend Policy on Firm Performance :Evidence from the Manufacturing firms in Pakistan), *International Journal of Advance Study and Researc*, 1 (4), 2581-5997.
- * Munawar, A. (2020, May). Determinants of Corporates Leverage in Indonesia. In *2nd International Seminar on Business, Economics, Social Science and Technology (ISBEST 2019) (pp. 302-306)*. Atlantis Press.
- * Nga, D. Q., Dien, P. M., Linh, N. T. C., & Tuoi, N. T. H. (2019, January). Impact of Leverage on Firm Investment: Evidence from GMM Approach. In *International Econometric Conference of Vietnam (pp. 282-295)*. Springer, Cham.
- * Nor, F. M., Ramli, N. A., Marzuki, A., & Rahim, N. (2020). Determinants and Stability of Dividend Payment: The Case of Malaysian Public-Listed Shariah-Compliant Firms. *Jurnal Pengurusan (UKM Journal of Management)*, (60), 83-95
- * Oliver, B. V., & Oliver, R. M. (2014). Optimal ROE loan pricing with or without adverse selection. *Journal of the Operational Research Society*, 65(3), 435-442.
- * RAHMAN, M. M., SAIMA, F. N., & JAHAN, K. (2020). The Impact of Financial Leverage on Firm's Profitability: Empirical Evidence from Listed Textile Firms of Bangladesh. *The Journal of Business Economics and Environmental Studies*, 10(2), 23-31.
- * Rendtorff, J. D. (2022). Managing for the Common Good: Rethinking the Business Corporation Beyond Profit-Maximization. In *New Economies for Sustainability (pp. 177-196)*. Springer, Cham
- * Sahudin, Z., Abdullah, H., Md Elias, N. L., Ali, H., & Anuar, A. (2020). Capital structure of property sector in Malaysia. *Journal of Emerging Economies & Islamic Research*, 8(3), 62-73.
- * Shah.S.A, Noreen,U.(2016). Stock Price Volatility and Role of Dividend Policy: Empirical Evidence from Pakistan, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 461-472.
- * Silva, M., Gomes, L., & Lopes, I. C. (2020). Explanatory factors of the capital structure. *Emerging Science Journal*, 4(6), 519-529.
- * Vodwal, S., Bansal, V., & Sinha, P. (2019). Impact of Financial Crisis on Determinants of Capital Structure of Indian Non-financial Firms: Estimating Dynamic Panel Data Model using Two-Step System GMM. *University Library of Munich, Germany*. 1-28

- * Widyasti, I. G. A. V., & Putri, I. G. A. M. A. D. (2021). The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage, Free Cash Flow, and Good Corporate Governance on Dividend Policies (Empirical Study on Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2017-2019). *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 5(1), 269-278.

Investigating the relationship between dividend policy, financial leverage and profitability in companies listed on the Tehran Stock Exchange

Moein Nazari

Ph. D candidate, Department of Accounting, Central Tehran branch Islamic Azad University Tehran, Iran.

Ali Esmailzadeh Maghri

Associate Professor, Department of Accounting, Central Tehran branch Islamic Azad University Tehran, Iran.

Negar Khosravipour

Assistant Professor, Department of Accounting, Central Tehran branch Islamic Azad University Tehran, Iran.

Abstract

The purpose of this study is to investigate the effects of dividends, financial leverage and profitability on each other in terms of dynamic and static models that are the result of combined data of 144 companies in the years 2013-2018. According to the dynamic model, dividends and profitability of the previous period affect the same variables of the current period. Also, the dividends in the previous one and two financial periods affect the dividends in the current period. Based on dynamic and static models, profitability does not affect financial leverage, but dividends payable have a significant negative effect on financial leverage. Dividends paid also have a positive effect on profitability. Only the static model shows the significant positive effect of financial leverage on the company's profitability. Findings of both models show that there is no significant effect of profitability on dividends. Regarding the effect of financial leverage on dividends, static dynamic models show conflicting results, so that the dynamic model shows a significant negative impact and the static model shows a significant positive effect of financial leverage on dividends.

Keywords: Profitability, Dividend Policy, Leverage, Generalized Method of Moments, O