

## بررسی عوامل مؤثر بر خطمشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر علی سعیدی\* و کیهان بهنام\*\*

\* استادیار دانشکده مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال

\*\* کارشناس بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۸۸/۰۵/۲۱

تاریخ پذیرش مقاله: ۸۸/۰۸/۲۶

### چکیده

تصمیم‌گیری در باره پرداخت سود و مقدار آن، موضوع مهم و بحث‌برانگیزی در حوزه مدیریت شرکتی است؛ زیرا در این تصمیم‌گیری مقدار پولی که باید به سرمایه‌گذاران پرداخت شود و همچنین مقدار پولی که باید برای سرمایه‌گذاری مجدد انباشته شود، مشخص می‌شود. تأمین مالی از محل منابع داخلی یعنی عدم توزیع سود نقدی از طرفی برای شرکت مطلوب به نظر می‌رسد و از طرف دیگر ممکن است برنامه سهامداران خرد برای تأمین بخشی از هزینه‌های زندگی از این بخش را تغییر دهد. در عین حال در شرکت‌های ایرانی، مرجع تصمیم‌گیر نهایی در خصوص تقسیم سود، مجمع عمومی عادی سالانه است. در این تحقیق برای بررسی و شناسایی عوامل مؤثر بر پرداخت سود نقدی ابتدا متغیرها بر اساس تحقیقات پیشین تعیین و سپس اطلاعات لازم برای ۹۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره هفت ساله (۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶) به صورت داده‌های پنل گردآوری گردید.

در این تحقیق یازده عامل مورد مطالعه قرار گرفتند. این متغیرها شامل: اهرم شرکت، اندازه شرکت، سود تقسیمی سال گذشته، وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری، وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی شرکت، سود مورد انتظار سال آتی، متوسط سود پرداختی شرکت‌های رقیب، نرخ تورم، درصد سهام شناور آزاد، متوسط نرخ رشد سود پنج سال گذشته و سود هر سهم شرکت بودند که از میان آن‌ها معناداری ارتباط عوامل: اندازه شرکت، سود تقسیمی در سال گذشته، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سود مورد انتظار سال آتی و نرخ تورم تأیید شد و معناداری ارتباط متغیرهای دیگر شامل: متوسط نرخ رشد سود ۵ سال گذشته، درصد سهام شناور آزاد، گردش وجوه نقد حاصل از عملیات، نسبت اهرم شرکت، سود هر سهم و متوسط درصد سود پرداختی شرکت‌های رقیب، مورد تأیید قرار نگرفت.

واژه‌های کلیدی: خطمشی تقسیم سود، سود تقسیمی نقدی، الگوی داده‌های ترکیبی (پنل)

## مقدمه

پیش‌بینی حرکت و مسیر آتی آنها در این حوزه فراهم می‌آورد.

طبق نظریه انتظارات عقلایی، سهامداران انتظارات خاصی از شرکت در مورد سود دارند اگر اعلان سود مطابق آن چیزی باشد که بازار انتظار دارد، قیمت‌ها تغییر نخواهد کرد؛ ولی اگر سهامدار در بازار یک تغییر غیرمنتظره در سود تقسیمی ببیند از خود خواهد پرسید که منظور مدیران از این تغییر چه بوده است (جهانخانی، ۱۳۷۲).

شرح فوق اهمیت خطمشی تقسیم سود و تأثیر روانی میزان سود را در قیمت سهام و انتظارات سهامدار بیان می‌کند. شرکت‌ها سیاست‌های مختلفی را برای تقسیم سود دارند؛ ولی صرف‌نظر از سیاست خاص هر شرکت، مدیران سعی می‌کنند با توجه به اطلاعاتی که از آینده شرکت دارند میزان سود تقسیمی را طوری تنظیم کنند که از تأثیرات منفی تغییرات سود تقسیمی بر روی سهامداران احتراز نمایند.

منافعی که سهامدار از بابت سهم خریداری شده کسب می‌نماید عبارتند از: سود نقدی<sup>۱</sup>، سود سهمی<sup>۲</sup> و عایدات سرمایه<sup>۳</sup>. حال با توجه به این که یکی از مهم‌ترین اهداف مدیریت شرکت افزایش ثروت سهامداران می‌باشد، بنابراین تصمیم‌های مالی آنان هم باید در راستای تحقق این هدف اتخاذ گردد.

درک و فهم عوامل مؤثر بر سیاست سود تقسیمی علاوه بر حفظ منافع سرمایه‌گذاران باعث رشد شرکت و در نهایت افزایش امکان سودآوری و جلب رضایت سهامداران از سیاست‌های شرکت می‌شود. از دیدگاه مدیران معمولاً دو تصمیم متضاد در رابطه با تقسیم سود می‌توان اتخاذ نمود: (۱) نگهداری و انباشته نمودن سود در شرکت و عدم تقسیم سود به منظور پرداخت بدهی‌ها و تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری. (۲) توزیع سود به عنوان سود سهام نقدی بین سهامداران.

سهامداران برای ارزشیابی سهام شرکت نیاز به پیش‌بینی سودهای نقدی سال‌های آتی شرکت دارند، بنابراین بررسی این موضوع که چه عواملی بر تقسیم سود اثرگذار است، مسیر را برای استفاده از تکنیک‌های ارزشیابی هموار می‌کند.

بالا بودن نسبت تقسیم سود در ایران، کم توجهی به

یکی از مباحث مطرح در مدیریت مالی، تقسیم سود است. اخبار مربوط به تقسیم سود و تغییرات سود تقسیمی نسبت به سال‌های گذشته برای سهامداران اهمیت بسزایی دارد. به طوری که در این ارتباط تئوری‌ها و دیدگاه‌های زیادی مطرح شده است. به عبارتی، تغییر خطمشی تقسیم سود شرکت به سهامداران و سرمایه‌گذاران پیام می‌دهد که وضعیت مالی شرکت چگونه است.

اصطلاح سود تقسیمی معمولاً به پرداخت نقدی و یا غیرنقدی درآمدهای شرکت به سهامدارانش گفته می‌شود. سود سهام ممکن است به یکی از دو صورت، سود نقدی و سود سهمی پرداخت شود. سود نقدی معمولی‌ترین نوع انتقال بازده از طرف شرکت‌ها به سهامداران است. شرکت‌ها در توزیع سود نقدی خود به طور یکسانی عمل ننموده و در این راه سیاست‌های متفاوتی اتخاذ می‌نمایند. این سیاست‌ها می‌توانند متغیر باشند و دامنه‌ای از پرداخت حداقل سود نقدی مقرر در قانون تا پرداخت تمام عایدات شرکت و حتی بیشتر از عایدات سالانه بعنوان سود نقدی را در بر بگیرند.

## بیان موضوع و اهمیت آن

در خصوص تقسیم سود، تئوری‌ها و دیدگاه‌های زیادی مطرح شده است. برای مدیران و سرمایه‌گذاران نیز این مسأله از اهمیت زیادی برخوردار است. از این رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن با عنوان «خطمشی تقسیم سود» یاد می‌شود. می‌توان گفت تغییر خطمشی تقسیم سود شرکت به سهامداران و سرمایه‌گذاران پیام می‌دهد که وضعیت مالی شرکت چگونه است. از جمله موارد عدم شفافیت اطلاعاتی بازار، مشخص نبودن خطمشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس می‌باشد که به نظر می‌رسد در بورس به آن توجه خاصی نشده است.

اما مهمتر از خطمشی تقسیم سود، ریشه‌یابی دلایل اتخاذ یک خطمشی تقسیم سود مشخص از سوی شرکت‌ها است. این موضوع می‌تواند راهگشای تصمیم‌گیری‌های مهم اقتصادی برای گروه‌های مختلف ذینفع، بویژه سرمایه‌گذاران باشد. زیرا دلایل و عوامل تعیین‌کننده به‌دست آمده از این ریشه‌یابی، نه تنها به توضیح رفتار شرکت‌ها در گذشته کمک می‌نماید، بلکه ابزاری را برای

1. Cash Dividend

2. Capital Gain

3. Stock Dividend

سود» روی یک نمونه ۱۳۵ تائی از شرکت‌های سوئیسی انجام داد. او چهار عامل اهرم مالی، اندازه شرکت، فرصت-های سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی سال قبل را به عنوان متغیر مستقل و بازده سود تقسیمی به عنوان متغیر وابسته، مورد بررسی قرار داد. وی بر اساس نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره به این نتیجه رسید که:

الف- سطح سود تقسیمی شرکت‌ها به سطح بازده سود تقسیمی سال قبل بستگی دارد.

ب- شرکت‌های سوئیسی وقتی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی دارند سود کمی تقسیم می‌کنند.

ج- اهرم مالی شرکت عامل دیگری است که در تعیین خط‌مشی تقسیم سود مهم است.

د- اندازه شرکت‌های سوئیسی تأثیر منفی بر خط‌مشی تقسیم سود می‌گذارد. شرکت‌های بزرگتر بدهی‌های بیشتری دارند، زیرا اعتبار دهندگان اعتماد بیشتری به شرکت‌های بزرگتر دارند. بنابراین، شرکت‌های بزرگتر سود کمتری تقسیم می‌کنند تا بیشتر از سرمایه خود قرض نکنند.

- آدلگان<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) تحقیقی با عنوان، یک تحلیل تجربی در مورد رابطه بین جریان وجه نقد و تغییرات سود تقسیمی انجام داد و به این نتیجه رسید که رابطه بین جریان‌های نقدی و تغییرات سود تقسیمی به سطح رشد، انتخاب ساختار سرمایه و اندازه شرکت و نیز تغییرات سیاست‌های اقتصادی بستگی دارد. در بخش تحقیقات داخلی نیز به اجمال می‌توان به مطالعات ذیل اشاره نمود:

- جعفر بشیری، (۱۳۷۸) تأثیر وضعیت نقدینگی بر تقسیم سود در شرکت‌های سهامی (صنعت نساجی) را بررسی نموده است. نتایج تحقیق حاکی از ارتباط معنادار میان وضعیت نقدینگی و تقسیم سود شرکت‌ها است.

- ناصر گورابی، (۱۳۸۲) در تحقیق خود، تأثیر اقلام صورت گردش وجه نقد بر سود تقسیمی هر سهم و سود هر سهم را بررسی کرد. نتایج آزمون فرضیه‌ها تحقیق دلالت بر عدم رابطه معناداری بین تغییرات اقلام گردش وجه نقد و تغییرات سود تقسیمی هر سهم و تغییرات سود هر سهم دارد.

- پرویز سعیدی، (۱۳۸۲) تحقیقی تحت عنوان بررسی عوامل مؤثر بر سیاست‌های تقسیم سود نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های

ساختار مالی شرکت‌ها و بیشتر از واقع نشان دادن سود شرکت‌ها در سال‌های گذشته باعث گردیده است که سرمایه‌گذاری و توسعه شرکت‌ها روند رو به رشد مناسبی در سال‌های گذشته نداشته باشد و به نظر می‌رسد در بعضی موارد نه تنها تقسیم سود نبوده بلکه تقسیم سرمایه بوده است.

بر اساس قانون تجارت ایران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس موظف به توزیع حداقل ۱۰ درصد از سود شرکت بین سهامداران می‌باشند. بعضی از شرکت‌ها به پرداخت حداقل قانونی اکتفا کرده و بعضی دیگر ممکن است حتی بیش از سود خالص سال جاری سود تقسیم کرده باشند. در اکثر مواقع بخشی از سود خالص تقسیم می‌شود.

در این تحقیق، هدف کلی بررسی عوامل مؤثر بر خط‌مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تعیین میزان تأثیر این عوامل طی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶ می‌باشد. تا بتوان با شناسایی مجموعه‌ای از متغیرها در کنار هم، خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های بورس را توضیح داد.

### پیشینه تحقیق

بحث در مورد سود تقسیمی در کشورهای پیشرفته که دارای بورس اوراق بهادار پروونقی می‌باشند از دیرباز مطرح بوده و شاید یکی از قدیمی‌ترین و سؤال‌برانگیزترین موضوعات مطرح در مدیریت مالی باشد که تاکنون جواب مشخصی برای آن ارائه نشده است. تعداد تحقیقات تجربی و تئوری‌های موجود در این زمینه تا حدی متفاوت و بعضاً متضاد هستند که در برخی از متون مدیریت مالی از آن به عنوان معمای سود تقسیمی<sup>۱</sup> نام می‌برند. در ادامه خلاصه تعدادی از این تحقیقات ارائه می‌شود.

- یکی از اولین مقالات درباره سود تقسیمی با عنوان «بررسی خط‌مشی سود تقسیمی، رشد و تغییرات در درآمدها» است که به وسیله لینتner (Lintner, 1965) ارائه شد. او با دریافت مجموعه‌ای از نظرات مدیران شرکت‌ها درباره عوامل مؤثر بر خط‌مشی تقسیم سود، به طور خلاصه، به این نتیجه می‌رسد که سود تقسیمی تا حدی به درآمد فعلی شرکت و تا حدی نیز به سود تقسیمی سال گذشته بستگی دارد.

- در سال ۲۰۰۱ بینر (Beiner, 2001) تحقیقی را با عنوان «تئوری‌ها و عوامل مؤثر بر خط‌مشی تقسیم

1. Adelegan

1- Dividend Puzzle

«رابطه جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه رسید که جریان‌های نقدی عملیاتی وقتی که نسبتاً پایین است اهمیت ویژه‌ای در سیاست‌گذاری پرداخت سود تقسیمی دارند و به عنوان یک الزام در توانایی شرکت برای پرداخت سودهای تقسیمی عمل می‌کنند.

بررسی مطالعات قبلی نشان می‌دهد که عوامل زیادی وجود دارند که ممکن است بر تقسیم سود نقدی تأثیر بگذارند. این عوامل به طور اختصار در جدول شماره (۱) ارائه شده که تأثیرگذاری متغیرهای زیادی بر سود تقسیمی آزمون شده‌اند، اثرگذاری تعدادی از این متغیرها (متغیرهای جدول شماره (۲)) تأیید شده است.

۱۳۷۲ تا ۱۳۷۸ انجام داد که نتیجه تحقیقش در نهایت تأیید ارتباط مثبت بین سود سهام نقدی با چهار متغیر نسبت نقدینگی شرکت‌ها، نسبت میزان سودآوری، کنترل مالکیت و درصد سهامداران عمده شرکت‌ها بوده است و بین سود نقدی با نرخ نهایی مالیات ارتباط منفی وجود داشت.

- قربان برارنیا ادبی، (۱۳۸۳) تحقیقی شرکت‌های تحت عنوان عوامل مؤثر بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در فاصله زمانی ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۰ انجام داد. به این نتیجه رسید که فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت و سود تقسیمی سال قبل بر سیاست سود تقسیمی مؤثر می‌باشد، اما متغیر اهرم مالی بر سیاست سود تقسیمی تأثیرگذار نیست.

- الهام عظیمی، (۱۳۸۶) در تحقیقی تحت عنوان

(جدول شماره ۱): خلاصه تعدادی از تحقیقات انجام شده در خصوص موضوع تحقیق

ردیف	محققان	متغیرهای مؤثر
۱	Lintner	نقدینگی/ سود تقسیمی سال قبل / درآمد فعلی شرکت/ اندازه شرکت
۲	Miller & Modigliani	تصمیمات سرمایه‌گذاری / مالیات/ هزینه معاملات
۳	Rozff	فرصت‌های سرمایه‌گذاری/ اهرم مالی/ هزینه‌های نمایندگی
۴	Barclay, Watts & Smith	اندازه شرکت / فرصت‌های سرمایه‌گذاری/ وضعیت مالیاتی شرکت/ اثر انتشار پیام
۵	Beiner	سود تقسیمی سال قبل/ اندازه شرکت/ فرصت‌های سرمایه‌گذاری / اهرم شرکت
۶	Powell & Baker	سود تقسیمی سال قبل/ فرصت‌های سرمایه‌گذاری / عامل انتشار پیام / مالیات / هزینه نمایندگی
۷	Smith	فروش شرکت/ هزینه نمایندگی / اندازه شرکت /
۸	Adelegan	جریان وجه نقد عملیاتی
۹	Pandey	نقدینگی/ سود هر سهم/ کنترل مالکیت/ اهرم شرکت/ تورم/ فرصت‌های سرمایه‌گذاری
۱۰	تالانه	سیاست تقسیم سود ثابت/ سیاست تقسیم سود باقیمانده/ ارزش بازار
۱۱	عبداله پور	نیازهای مقطعی / فرصت‌های سرمایه‌گذاری / ویژگی‌های سهامداران
۱۲	سعیدی ولاشانی	سود جاری شرکت/ بازدهی سهام
۱۳	بشیری	وضعیت نقدینگی
۱۴	گورابی	صورت گردش وجوه نقد / سود هر سهم
۱۵	پرویز سعیدی	نقدینگی شرکت‌ها/ نسبت میزان سودآوری/ کنترل مالکیت/ درصد سهامداران عمده شرکت‌ها / نرخ نهایی مالیات
۱۶	مهرانی	سود هر سهم/ سود پیش‌بینی شده/ فرصت‌های سرمایه‌گذاری
۱۷	برارنیا ادبی	اندازه شرکت / فرصت‌های سرمایه‌گذاری/ سود تقسیمی سال قبل/ اهرم مالی
۱۸	عظیمی	جریان‌های نقدی عملیاتی/ نقدینگی

(جدول شماره ۲): خلاصه متغیرهای اثرگذار بر سود تقسیمی در تحقیقات انجام شده

متغیرهای اثرگذار	ردیف
سود هر سهم	۱
کنترل مالکیت	۲
سود پیش‌بینی شده	۳
جریان‌ات نقدی عملیاتی	۴
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۵
نقدینگی	۶
اهرم شرکت	۷
تورم	۸
سود تقسیمی سال قبل	۹
اندازه شرکت	۱۰
نسبت میزان سودآوری	۱۱
درصد سهامداران عمده شرکت‌ها	۱۲
فروش شرکت	۱۳
سود جاری شرکت	۱۴
صورت گردش وجوه نقد	۱۵

رفتار متغیر وابسته را توضیح دهد. همچنین از تعداد خیلی زیاد متغیرها نیز پرهیز شد زیرا تعداد زیاد متغیرها باعث ایجاد خود همبستگی در بین متغیرها می‌شود.

### فرضیه‌های تحقیق و تعریف متغیرها

برای بررسی عوامل مؤثر بر خط‌مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به‌دنبال مجموعه‌ای از متغیرها در کنار هم هستیم که بتواند خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران را توضیح دهند. از این‌رو، جهت انعکاس خط‌مشی تقسیم سود شرکت‌ها (به عنوان متغیر وابسته) از سود تقسیمی هر سهم<sup>۱</sup> (DPS) استفاده شده است. منظور از سود تقسیمی، سود نقدی متعلق به هر سهم به ریال است که معمولاً در زمان برگزاری مجمع عمومی عادی سالانه مالی تعیین می‌گردد. برای شناسایی عوامل مؤثر بر

در این تحقیق برای شناسایی عوامل مؤثر بر خط‌مشی تقسیم سود، ۱۱ عامل (متغیرهای: اهرم شرکت، اندازه شرکت، سود تقسیمی سال گذشته، وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری، وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی شرکت، سود آتی مورد انتظار، متوسط سود پرداختی شرکت‌های رقیب، نرخ تورم، درصد سهام شناور آزاد، متوسط نرخ رشد سود پنج سال گذشته، سود هر سهم شرکت) انتخاب شد. در انتخاب یازده متغیر این تحقیق سعی شده است که علاوه بر برخی عوامل مطرح شده در تحقیقات قبلی، از دیدگاه کارشناسان و کسانی که در بازار سرمایه ایران تجربه دارند، استفاده شود. بنابراین، متغیرهای دیگری را نیز می‌توان با توجه به ویژگی‌های شرکت‌های فعال در بورس تهران و استنتاج‌های منطقی، در خط‌مشی تقسیم سود شرکتها مؤثر دانست.

نسبت به سایر تحقیقات مشابه نیز تعداد بیشتری از متغیرها لحاظ شد تا بتوان در مدل نهایی تحقیق، مجموعه‌ای از متغیرها در کنار هم، ارائه کرد که حداکثر

1. Dividend Per Share

خود است. برای بیان این متغیر از متغیر موهومی<sup>۲</sup> استفاده شده است و به این طریق اندازه‌گیری شده که در صورت وجود فرصت سرمایه‌گذاری عدد یک و در صورت عدم وجود عدد صفر لحاظ گردیده است.

۵. بین وجه نقد عملیاتی و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی هر سهم، در این تحقیق جریان خالص ورود وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی شرکت‌ها بر تعداد سهامداران شرکت تقسیم شد تا وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی برای هر سهم در سال مالی مورد نظر به دست آید.

۶. بین سود مورد انتظار سال آینده و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

سود مورد انتظار سال آینده شرکت، مبلغ اولین پیش‌بینی عایدی هر سهم است که شرکت ابتدای سال مالی بیان کرده و انتظار دارد در طی دوره مالی آتی کسب می‌کند.

۷. بین متوسط سود پرداختی شرکت‌های رقیب و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

متوسط درصد سود پرداختی شرکت‌های رقیب، متوسط نسبت درصد سود پرداختی از سود خالص شرکت‌های موجود در یک صنعت را نشان می‌دهد.

۸. بین نرخ تورم و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد. تورم در اقتصاد به افزایش سطح عمومی قیمت‌ها در مقایسه با مقدار پایه‌ای از قدرت خرید گفته می‌شود. منظور از نرخ تورم، تورم سالانه رسمی اعلام شده توسط بانک مرکزی در پایان سال است.

۹. بین درصد سهام شناور آزاد و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

منظور از سهام شناور آزاد مقدار سهمی است که

سود نقدی تقسیمی، فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر بیان شده است.

۱. بین اهرم شرکت و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

در این تحقیق از نسبت بدهی بعنوان نماینده نسبت اهرم شرکت مدنظر قرار گرفت. نسبت بدهی، مجموع بدهی‌ها را نسبت به مجموع دارایی‌ها می‌سنجد. این نسبت درصد وجوهی را نشان می‌دهد که از طریق بدهی‌ها تأمین شده است.

۲. بین اندازه شرکت و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

در این تحقیق ارزش روز شرکت بعنوان نماینده اندازه شرکت به کار می‌رود. ارزش روز (ارزش بازار) برای شرکت از طریق ضرب قیمت بازار هر سهم در تعداد سهام منتشرشده به دست می‌آید. جهت اصلاح تاثیر اثرات مقیاس، با توجه به این که مقیاس متغیر وابسته (سود تقسیمی نقدی) در محدوده مقیاس‌های کوچک‌تری قرار دارد، از لگاریتم ارزش روز شرکت استفاده شده است.

۳. بین سود پرداختی سال قبل و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

سود پرداختی سال قبل، بیانگر آن بخش از سود شرکت است که در سال مالی گذشته به سهامداران پرداخت شده است. بنابراین، در این تحقیق DPS سال مالی قبل لحاظ شده است.

۴. بین وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup>، در تعریف عملیاتی در این تحقیق، اندوخته طرح و توسعه‌ای را که شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری آتی در نظر می‌گیرند بعنوان فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی شرکت‌ها مدنظر قرار گرفته است. با این فرض که در صورت وجود چنین اندوخته‌ای می‌توان تصور کرد که شرکت دارای فرصت سرمایه‌گذاری جهت توسعه

2-Dummy Variable

1- Investment Opportunity

در سطح اطمینان ۹۵ درصد باید حداقل ۹۰ نمونه انتخاب گردد تا نتایج آن قابل تعمیم به کل جامعه آماری باشد. با توجه به اینکه در این تحقیق ۹۴ شرکت مورد بررسی قرار گرفته‌اند، نتیجه به دست آمده از نمونه آماری قابل تعمیم به جامعه آماری برای دوره مورد آزمون می‌باشد.

### روش تحقیق

در این تحقیق برای شناسایی ارتباط بین متغیر وابسته (سود تقسیمی نقدی) با متغیرهای مستقل، متغیر وابسته را  $Y$  و متغیرهای مستقل را با  $X$  نشان می‌دهیم و برای ارائه مدل از رگرسیون چند متغیره با استفاده از الگوی پل استفاده شده است.

بنابراین، مدل رگرسیونی که در این تحقیق آزمون می‌شود به صورت زیر می‌باشد:

$$Y_t = \alpha + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + \dots + \beta_{11} X_{11t} + \varepsilon$$

(جدول شماره ۳): متغیرهای مستقل و وابسته و نام

#### اختصاری آن‌ها

تعریف متغیرها	نام اختصاری متغیرها
سود تقسیمی در سال $t$	$Y_t$
نسبت اهرم شرکت در سال $t$	$X_1$
اندازه شرکت در سال $t$	$X_2$
سود تقسیمی در سال گذشته ( $t-1$ )	$X_3$
فرصت سرمایه‌گذاری (اندوخته طرح و توسعه برای سال $t+1$ )	$X_4$
گردش وجوه نقد حاصل از عملیات هر سهم در سال $t$	$X_5$
سود مورد انتظار سال $t+1$	$X_6$
متوسط درصد سود پرداختی شرکت‌های رقیب در سال $t$	$X_7$
نرخ تورم در سال $t$	$X_8$
درصد سهام شناور آزاد در سال $t$	$X_9$
متوسط نرخ رشد سود ۵ سال گذشته در سال $t$	$X_{10}$
سود هر سهم شرکت در سال $t$	$X_{11}$

ضریب مثبت  $\beta$  نشان دهنده این است که رابطه مثبتی بین متغیر مستقل و وابسته وجود دارد و بالعکس. ضریب  $a$  بدین معنی است که در صورت صفر بودن متغیر مستقل متغیر وابسته دارای این مقدار (مقدار  $a$ ) خواهد بود. و هر چه مقدار  $\beta$  متغیری نسبت به متغیر دیگر بیشتر باشد نشان دهنده این است که تأثیر این متغیر نسبت به متغیر دیگر بیشتر می‌باشد.

انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد؛ یعنی در مالکیت دارندگانی است که آماده‌اند در صورت اخذ قیمت مناسب، آن را برای فروش ارائه کنند. درصد شناور آزاد با ضریبی از پنج و گرد شده به سمت بالا توسط سازمان بورس اوراق بهادار، مدیر نظارت بر شرکت‌ها و بررسی سهام، اعلام می‌گردد. در این تحقیق ارقام درصد شناور آزاد بر اساس اطلاعات پایان اسفندماه هر سال مالی است.

۱۰. بین متوسط نرخ رشد سود پنج سال گذشته و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۱۱. بین سود هر سهم و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

میزان سودآوری یک سهم را نسبت سود هر سهم یا (EPS)<sup>۱</sup> می‌سنجد: سود هر سهم به «نسبت سود خالص به تعداد سهام منتشره شرکت» گفته می‌شود.

### داده‌های آماری

قلمرو زمانی این تحقیق در برگیرنده سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶ می‌باشد. محدود نمودن دوره این تحقیق به یک فاصله زمانی هفت ساله، از آن جهت است که ضمن بهره‌گیری از یک فاصله زمانی قابل قبول جهت آزمون فرضیات، از طولانی شدن دوره تحقیق که شائبه عدم همسانی شرایط اقتصادی در دوره تحقیق را به دنبال دارد، پرهیز شود.

از آنجائی که شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مشمول مقررات نظارتی خاص سازمان بورس می‌باشند، انتظار می‌رود اطلاعات تهیه و ارائه شده از سوی این شرکت‌ها از انسجام، قابلیت اعتماد و کیفیت بالاتری برخوردار باشند. لذا قلمرو مکانی یا همان جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران بوده، که طی دوره زمانی تحقیق اطلاعات مالی آن‌ها در بورس ارائه شده است.

در این تحقیق جامعه آماری، کلیه شرکت‌هایی می‌باشند بین سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶ سودآور بودند. به این ترتیب پس از بررسی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، شرکت‌هایی که واجد شرایط فوق نبودند حذف شدند و جامعه آماری به ۱۶۵ شرکت تقلیل یافت.

<sup>۱</sup> - Earning per Share

اتورگرسیو با اولین وقفه، آماره مزبور به ۱.۹۷۷ رسیده است. نمودار زیر خروجی نرم افزار e-views را نشان می‌دهد:

Dependent Variable: ?Y  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 05/19/09 Time: 13:42  
 Sample (adjusted): 1381 1386  
 Included observations: 6 after adjustments  
 Cross-sections included: 94  
 Total pool (balanced) observations: 564  
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)  
 Convergence achieved after 6 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
?X2	6.098328	2.286336	2.667293	0.0079
?X3	-0.017085	0.008351	-2.045896	0.0412
?X4	-95.92357	34.63522	-2.769538	0.0058
?X6	0.874001	0.030628	28.53602	0.0000
?X8	-14.74557	3.204509	-4.601506	0.0000
AR(1)	0.216933	0.021540	10.07098	0.0000

  

R-squared	0.923619	Mean dependent var	892.1454
Adjusted R-squared	0.922935	S.D. dependent var	977.7107
S.E. of regression	271.4186	Akaike info criterion	14.05578
Sum squared resid	41106790	Schwarz criterion	14.10190
Log likelihood	-3957.731	F-statistic	1349.499
Durbin-Watson stat	1.977365	Prob(F-statistic)	0.000000

میزان ضریب تبیین مدل رگرسیونی فوق برابر ۰.۹۲۳ و میزان ضریب تبیین تعدیل شده برابر ۰.۹۲۲ است که بیان کننده این نکته است که ۹۲.۲٪ از تغییرات متغیر وابسته سود تقسیمی توسط متغیرهای موجود در مدل تحلیل می‌گردد که مقدار قابل توجهی است. بعلاوه میزان آماره F برابر ۱۳۴۹.۴۹۹ با سطح معناداری ۰.۰۰۰ است که این مقدار نیز بیان کننده این نکته است که بین متغیر وابسته و متغیر مستقل ارتباط معناداری وجود دارد. بر مبنای سطوح معناداری حاصل برای متغیرهای موجود در مدل کلی همه متغیرهای باقیمانده در مدل دارای سطح معناداری کمتر از ۰.۰۵ می‌باشند. همچنین برای آزمون همسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده که ضرایب پس از رفع ناهمسانی واریانس به دست آمده است.

فرآیند خود توضیح مرتبه اول (AR(1)) یک الگوی سری زمانی تک متغیره است که رفتار یک متغیر را بر اساس مقادیر گذشته خود آن متغیر توضیح می‌دهد. در مدل مورد بررسی میزان ضریب خود همبستگی مرتبه اول برابر ۰.۲۱ می‌باشد که چون از مقدار یک کوچک‌تر است لذا مدل پایاست. همچنین چون میزان سطح معناداری مولفه خود توضیح مرتبه اول (AR(1)) از میزان خطای نوع اول در سطح ۰.۰۵ کمتر است تأثیرگذاری این مؤلفه

لازم به ذکر است در بررسی‌های آماری و آزمون‌های آماری متناظر آنها در این تحقیق، حداکثر سطح خطای پنج درصد (a = ۵٪) به کار گرفته شده است. به بیان دیگر، نتایج تحقیق از نظر آماری، حداقل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار بوده و قابلیت تعمیم به جامعه آماری مورد مطالعه را خواهند داشت.

### نتایج آماری آزمون مدل

نتایج نهایی آزمون تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق در جدول شماره (۴) نشان می‌دهد که تأثیرگذاری متغیرهای اندازه شرکت در سال t، سود تقسیمی در سال گذشته، فرصت‌های سرمایه‌گذاری در سال t+1، سود مورد انتظار سال آتی، نرخ تورم در سال t بر متغیر سود تقسیمی نقدی تأیید می‌گردد.

(جدول شماره ۴): نتایج حاصل از مدل رگرسیونی در گام

#### هشتم

متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
اندازه شرکت در سال t	X <sub>2</sub>	۶.۰۹	۲.۲۸	۲.۶۶	۰.۰۰۷
سود تقسیمی در سال گذشته در سال t-1	X <sub>3</sub>	-۰.۱۷	۰.۰۰۸	-۲.۰۴	۰.۰۴۱
فرصت سرمایه‌گذاری در سال t+1	X <sub>4</sub>	-۹۵.۹۲	۳۴.۶۳	-۲.۷۶	۰.۰۰۵
سود مورد انتظار در سال t+1	X <sub>6</sub>	۰.۰۸۷	۰.۰۳	۲۸.۵۳	۰.۰۰۰
نرخ تورم در سال t	X <sub>8</sub>	-۱۴.۷۴	۳.۲	-۴.۶	۰.۰۰۰
متغیر اتورگرسیو با وقفه: ۱	-	۰.۲۱	۰.۰۲	۱۰.۰۷	۰.۰۰۰

مدل کلی تحقیق را می‌توان به صورت زیر ارائه کرد.

$$Y_t = 6/09X_2 - 0/17X_3 - 95/92X_4 + 0/087X_6 - 14/74X_8 + 0/21 + E$$

برای آزمون نبود همبستگی بین پسماندها، از آزمون دوربین واتسون استفاده شده که پس از وارد کردن متغیر



همسان است؛ ولی با دیدگاه محققان چون بارکلی و همکارانش و بینر همسو نیست. این موضوع می‌تواند به این دلیل باشد که این محققان از لگاریتم فروش‌های واقعی شرکت به عنوان نماینده‌ای برای اندازه شرکت، استفاده کردند؛ ولی در این تحقیق لگاریتم ارزش روز (قیمت بازار هر سهم ضرب در تعداد سهام) شرکت بعنوان نماینده اندازه شرکت به کار گرفته شد.

اثر سود تقسیمی در سال گذشته بر سود تقسیمی نقدی در این تحقیق به تأیید رسید. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که، حدود (۱٪) از تغییرات متغیر وابسته سود تقسیمی توسط متغیر مستقل اثر سود تقسیمی در سال گذشته تبیین می‌یابد که مقدار بسیار کمی است و نشان می‌دهد که دارای رابطه ضعیف با یکدیگر هستند. این ارتباط به صورت معکوس و ضعیف می‌باشد که با نتایج تحقیق لینتر در تناقض است. بنابراین؛ می‌توان گفت که هموارسازی سود تقسیمی در ایران مد نظر نیست و سهامداران به سود تقسیمی سال قبل توجه چندانی ندارند.

همانند مطالعات بارکلی و همکارانش، بینر و برارنیا ادبی، نتایج این تحقیق نیز بیانگر آن است که هر چه شرکت‌ها از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری برخوردار باشند، پیروی شرکت از سیاست انقباضی تقسیم سود بیشتر است. در واقع شرکت‌هایی که چنین فرصت‌هایی را در پیش روی خود دارند، تمایل چندانی به توضیح سود ندارند.

تأثیرات تورم بر سرمایه‌گذاری به صورت مستقیم و غیر مستقیم بروز می‌کند. تورم هزینه معاملات و کسب اطلاعات مورد نیاز را افزایش می‌دهد. افزایش هزینه‌ها به مرور زمان باعث خودداری از سرمایه‌گذاری و به تبع آن کاهش رشد اقتصادی خواهد شد. در این رابطه، تورم با کاهش سرمایه‌گذاری، رکود مالی را به دنبال خواهد داشت. در چنین شرایطی، افزایش در تورم منجر به کاهش سود واقعی و کاهش ارزش پول و نیز دیگر دارایی‌ها می‌شود. از دیگر آثار تورم می‌توان به انجام معاملات نامطمئن‌تر به منظور اجتناب از مشکلات ناشی از عدم امکان پیش‌بینی سود مورد انتظار اشاره کرد. که با توجه

بر سود نقدی تأیید می‌گردد.

مانایی داده‌های ترکیبی نیز با استفاده از آزمون ریشه واحد انجام شد، نتایج آزمون‌های مربوط به مانایی نشان می‌دهد که فرض  $H_0$  (مانا نیست) رد می‌شود و با تأیید فرض  $H_1$ ، مانا بودن سری‌ها در داده‌های ترکیبی تأیید می‌شود. ضمناً تعداد مشاهدات به ترتیب ۵۲۲، ۵۲۲ و ۵۶۴ مورد است، بنابراین می‌توان از این مدل به قصد پیش‌بینی نیز استفاده کرد. نمودار زیر نتایج آزمون‌های مربوط به مانایی در خروجی نرم افزار e-views را نشان می‌دهد:

Pool unit root test: Summary  
Date: 05/19/09 Time: 13:43  
Sample: 1380 1386  
Series: \_T1Y, \_T2Y, \_T3Y, \_T4Y, \_T5Y, \_T6Y, \_T7Y, \_T8Y, \_T9Y, \_T10Y, \_T11Y, \_T12Y, \_T13Y, \_T14Y, \_T15Y, \_T16Y, \_T17Y, \_T18Y, \_T19Y, \_T20Y, \_T21Y, \_T22Y, \_T23Y, \_T24Y, \_T25Y, \_T26Y, \_T27Y, \_T28Y, \_T29Y, \_T30Y, \_T31Y, \_T32Y, \_T33Y, \_T34Y, \_T35Y, \_T36Y, \_T37Y, \_T38Y, \_T39Y, \_T40Y, \_T41Y, \_T42Y, \_T43Y, \_T44Y, \_T45Y, \_T46Y, \_T47Y, \_T48Y, \_T49Y, \_T50Y, \_T51Y, \_T52Y, \_T53Y, \_T54Y, \_T55Y, \_T56Y, \_T57Y, \_T58Y, \_T59Y, \_T60Y, \_T61Y, \_T62Y, \_T63Y, \_T64Y, \_T65Y, \_T66Y, \_T67Y, \_T68Y, \_T69Y, \_T70Y, \_T71Y, \_T72Y, \_T73Y, \_T74Y, \_T75Y, \_T76Y, \_T77Y, \_T78Y, \_T79Y, \_T80Y, \_T81Y, \_T82Y, \_T83Y, \_T84Y, \_T85Y, \_T86Y, \_T87Y, \_T88Y, \_T89Y, \_T90Y, \_T91Y, \_T92Y, \_T93Y, \_T94Y

Exogenous variables: Individual effects  
Automatic selection of maximum lags  
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1  
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-23.4268	0.0000	94	522
Breitung t-stat	-1.70194	0.0444	94	428
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5.63900	0.0000	94	522
ADF - Fisher Chi-square	338.208	0.0000	94	522
PP - Fisher Chi-square	469.711	0.0000	94	564
Null: No unit root (assumes common unit root process)				
Hadri Z-stat	12.6063	0.0000	94	658

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## بحث و نتیجه‌گیری

در این تحقیق پس از حذف تمام متغیرهای بی معنا، در مدل نهایی تأثیر متغیرهای اندازه شرکت در سال  $t$ ، سود تقسیمی در سال گذشته ( $t-1$ )، فرصت‌های سرمایه‌گذاری (اندوخته طرح و توسعه)، سود مورد انتظار سال  $t+1$  و نرخ تورم در سال  $t$ ، معنادار و رابطه آنها با سود تقسیمی در سال  $t$  تأیید شده است.

اندازه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر مثبتی بر سود تقسیمی نقدی آنها دارد. یعنی هر چه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد تمایل به پرداخت سود تقسیمی بیشتر می‌باشد. این نتیجه با نتیجه تحقیق برارنیا ادبی

تهران"، دانشگاه امام صادق (ع)، پایان نامه کارشناسی ارشد

۸. عظیمی، الهام (۱۳۸۶)، "رابطه جریان نقدی عملیاتی و تغییرات سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی بانکداری

۹. گورابی، ناصر (۱۳۸۲)، "بررسی ارتباط بین تغییرات اقلام صورت گردش وجوه نقد و تغییرات سود هر سهم (EPS) و سود تقسیمی هر سهم (DPS) در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران

۱۰. مهرانی، کاوه. (۱۳۸۳) "رابطه سود هر سهم، سود تقسیمی، و سرمایه‌گذاری". پایان‌نامه دکتری. دانشگاه تهران

#### فهرست منابع انگلیسی

11. Adelegan O. (2003) "An Empirical Analysis of the relationship between cash flow and dividend changes in Nigeria", R&D management publishing ltd.
12. Baker H.K. and G.E. Powel, and T. veit (2002) "Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy", Journal of Economics and Finance, Volume 26, Number 3.
13. Barclay, M. J. and C. W. Smith and R.L. Watts (1995) "The Determinant of Corporate Leverage and Dividend Policies", Journal of Applied Corporate Finance
14. Brucato, J. And Smith, D., (1997), Analysis of The Role of Firm Reputation In The Markets Reaction To Corporate Dividends, The Quarterly Review of Economics And Finance, 3, Autumn,
15. Beiner S. (2001) "Theories and Determinants of Dividend Policy", Journal of Corporate Finance, June.
16. Farinha j., (2007), "dividends and earnings quality"; the missing link. [Http://www.google.com](http://www.google.com)
17. Lintner J., (May 1956). "Distriobution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earning and Taxes", American economic Review.

به موارد فوق می‌توان عنوان داشت که تورم اثر منفی بر سود تقسیمی شرکت‌ها دارد.

در رابطه با سود مورد انتظار، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سود مورد انتظار بر خط مشی تقسیم سود تأثیرگذار می‌باشد و دارای رابطه قوی با یکدیگر هستند. ضریب متغیر مستقل سود مورد انتظار سال آینده در معادله رگرسیونی مثبت است؛ بنابراین؛ بیان کننده این نکته است که با افزایش سود مورد انتظار، میزان سود تقسیمی نیز افزایش داشته است.

#### فهرست منابع فارسی

۱. بشیری، جعفر (۱۳۷۸). "تأثیر وضعیت نقدینگی بر تقسیم سود در شرکت‌های سهامی (صنعت نساجی)"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم و فنون مازندران
۲. برارنیا ادبی، قربان (۱۳۸۳)، "بررسی عوامل مؤثر بر سیاست سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۷۶)" دانشگاه مازندران، پایان نامه کارشناسی ارشد
۳. تالانه، عبد الرضا، (۱۳۷۰)، "بررسی سیاست‌ها و خط مشی‌های تقسیم سود در ایران"، دانشگاه آزاد اسلامی، پایان نامه کارشناسی ارشد
۴. جهانخانی، علی // عبدالله زاده، فرهاد. ۱۳۷۲. "نقدی بر چگونگی قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی"، زمستان؛ جلد ۱، شماره ۱: ۷۵-۹۴
۵. سعیدی، پرویز. ۱۳۸۲. "بررسی عوامل مؤثر بر سیاست‌های تقسیم سود نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" رساله دکتری، دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات
۶. سعیدی و لاشانی، (۱۳۷۷)، "بررسی سیاست‌های تقسیم سود در بورس اوراق بهادار" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی
۷. عبد... پور، محمد، (۱۳۷۶)، "بررسی خط مشی‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

20. Rozeff, M. (1992) "How Company Set Their Dividend Payout Ratios, the Revolution in Corporate Finance", Blackwell Publishers, Oxford.

18. Miller M. and F. Modigliani (1961) "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business* 34, September.

19. Pandey, I. M., (2001) *Element Of Financial Management*, 3 Th. Ed: New Delhi, Vikas Publishing.