



بررسی پایداری خط مشی تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

دکتر امید پور حیدری^{۱*}، امیر محمدی^۲، علی رضا رحیمی^۳

۱- استادیار دانشگاه شهید باهنر کرمان

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شهید بهشتی

چکیده:

سیاست تقسیم سود شرکت ها از مسائل دیرینه ی مورد توجه محققان رشته مالی بوده است و از طرف دیگر این سیاست در بازارهای نوظهور تفاوت های زیادی با بازارهای اوراق بهادار پیشرفته دارد. در این مقاله با بررسی سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ی زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۴، شواهدی مهیا گردید که نشان می دهد شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران از سیاست تقسیم سود پایداری برخوردار نمی باشند و اصلی ترین عامل در تعیین میزان توزیع سود میان سهامداران، سود خالص همان سال می باشد. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که روند تقسیم سود در سال های گذشته اثر چندانی در تعیین سود تقسیمی آتی ندارد.

واژه های کلیدی: سیاست تقسیم سود، پایداری سود تقسیمی، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

سیاست تقسیم سود از موضوعات مورد توجه ادبیات مالی در سال های اخیر بوده است. تاکنون دلیل آن

.....*

*- نویسنده مسئول



که شرکت ها بخشی از عایدی خود را به عنوان سود تقسیمی بین سهامداران توزیع می کنند و یا این که چرا سهامداران به سود تقسیمی توجه دارند، به روشنی توضیح داده نشده است و این موضوع به عنوان معمای سود تقسیمی در ادبیات مالی همچنان مطرح می باشد [۱۱]. تاکنون فرضیه های متعددی به منظور حل این معما ارائه شده است. میلر و مودگیلیانی [۳۰] بیان می کنند که مدیریت تقسیم سود نمی تواند باعث افزایش (کاهش) ثروت ذینفعان در یک بازار کامل و کارا گردد، و با این وجود، بازارهای سرمایه به طور کامل کارا نمی باشند. از طرف دیگر تحقیقات تجربی متعددی در مورد سیاست تقسیم سود شرکت ها و رفتار سرمایه گذاران نسبت به آن انجام شده است. یک تحقیق برجسته تجربی که نشان می دهد شرکت ها سیاست پایداری در تقسیم سود دارند و بخش قابل توجهی از سود خود را به عنوان سود تقسیمی توزیع می کنند توسط لینتنر [۲۸] صورت پذیرفته است.

بازارهای نوظهور نیز موارد دیگری به این معما افزودند. در این بازارها تحقیقات جدیدی جهت توضیح رفتار شرکت ها در تقسیم سود انجام پذیرفت [۱۹].

برطبق نظریه ی انتظارات عقلایی، سهام داران انتظارات خاصی از شرکت ها در مورد سود تقسیمی دارند. اگر اعلان سود مطابق آن چیزی باشد که بازار انتظار دارد، قیمت ها تغییر نخواهد کرد. ولی اگر سهام داران تغییر غیر منتظره ای در سود تقسیمی ببینند از خود خواهند پرسید که منظور مدیران از این تغییر چه بوده است [۳]. شرح فوق اهمیت سیاست تقسیم سود و تاثیر روانی میزان سود تقسیمی را در قیمت سهام و انتظارات سهامداران بیان می کند. شرکت ها سیاست های مختلفی در تقسیم سود دارند، ولی صرف نظر از سیاست خاص هر شرکت، مدیران سعی می کنند با توجه به اطلاعاتی که از آینده دارند، میزان سود تقسیمی را طوری تنظیم کنند که از آثار منفی تغییرات سود تقسیمی بر سهام داران احتراز نمایند [۲].

تقسیم سود از دو جنبه ی بسیار مهم قابل بحث می باشد. از یک طرف عاملی اثر گذار بر سرمایه گذاری های پیش روی شرکت ها است و تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع خارجی می شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهام داران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند و از این رو مدیران با هدف حداکثر نمودن ثروت، همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت های سودآور سرمایه گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین، تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت ها اتخاذ می شود بسیار حساس و دارای اهمیت می باشد (مهرانی و تالانه، ۱۳۷۷) [۴]. هدف این تحقیق بررسی این موضوع می باشد که چگونه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق



بهادار تهران سیاست تقسیم سود خود را مشخص می سازند و این که آیا این شرکت ها سیاست تقسیم سود پایداری مشابه با بازارهای سرمایه پیشرفته که سود تقسیمی را در راستای اهداف مدیریت هموار می سازند، دارند.

با بررسی کلیه شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ی زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۴، شواهدی ارائه گردید که نشان می دهد این شرکت ها سیاست تقسیم سود ناپایداری را دنبال می کنند و هم چنین اندازه شرکت و میزان بدهی آن تاثیر خاصی بر این سیاست ندارد.

در ادامه پیشینه تحقیق و شرح مختصری از عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود شرکت عنوان می شود و در بخش سوم روش تحقیق و مدل سازی مربوط به آن تشریح می گردد. آمار توصیفی و یافته های تجربی در بخش چهارم ارائه شده است. بخش پنجم نیز نتایج حاصل از تحقیق و پیشنهاد برای انجام تحقیقات بعدی را ارائه می دهد.

پیشینه تحقیق

اولین کار در زمینه ی تجزیه و تحلیل سیاست تقسیم سود، تحقیقی بود که توسط لینتتر [۲۸] با استفاده از دو رویکرد تجربی و پیمایشی انجام گردید. بررسی وی در ادبیات مالی سیاست تقسیم سود منجر به معرفی ۱۵ متغیر از قبیل اندازه شرکت، مخارج سرمایه ای، تمایل به استفاده از تامین مالی خارجی، سود سهمی، پایداری سود و مالکیت گردید. نتایج حاصل از تحقیق لینتتر نشان داد که شرکت ها نرخ پرداخت سود هدفی را مد نظر قرار می دهند و سیاست تقسیم سود خود را بر اساس این نرخ هدف تعدیل می نمایند. به علاوه او دریافت که شرکت ها سیاست تقسیم سود ثابتی (چسبنده ای) را دنبال می کنند و مدیران اعتقاد دارند که سرمایه گذاران، شرکت هایی که از سیاست تقسیم سود ثابتی پیروی می کنند را نسبت به شرکت هایی که چنین سیاستی ندارند، ترجیح می دهند. با توجه به این موضوع او نتیجه گیری نمود که شرکت ها تمایلی به کاهش سود تقسیمی ندارند؛ حتی اگر کاهش قابل توجهی در سود ایجاد گردد و معمولاً به دنبال پرداخت سود تقسیمی مشابه با سال قبل می باشند. همچنین او اظهار می دارد هرگونه تغییری در مقادیر سود تقسیمی تنها بر اساس تغییر اساسی در عملیات شرکت می باشد و شرکت ها تنها در صورتی سود تقسیمی خود را افزایش می دهند که مدیران

.....*

1-Sticky



بر این باور باشند که افزایش دائمی در عایدی ایجاد شده است.

بیکر و همکاران [۸] و همچنین پرویت و گیتمن [۳۳] رویکردی پیمایشی در این زمینه به کار بردند و به این نتیجه رسیدند که مدیران به پایداری و ثبات سیاست تقسیم سود در تصمیم گیری های مربوط به سود تقسیمی توجه خاصی دارند. به ویژه، بیکر و همکاران بیان می کنند که امروزه نیز عوامل اصلی در سیاست تقسیم سود مشابه با عواملی می باشد که لینتنر در اواسط دهه ی ۵۰ میلادی مطرح نمود.

تمامی تحقیقات تجربی که در ادامه مطرح می گردد کار خود را بر اساس نتایج حاصل از تحقیق لینتنر پایه ریزی نموده اند. دیونتر و وارتر [۱۴] مدل لینتنر را مورد استفاده قرار دادند و آن را در مورد نمونه ای از شرکت های ایالات متحده و ژاپن به کار بردند. دوره زمانی تحقیق آنان ۱۹۸۲-۱۹۹۲ بود. نتایج حاصل از بررسی ها نشان داد که مدیران شرکت های آمریکایی سود تقسیمی را حتی بیشتر از دوره ی ۱۹۴۴-۱۹۶۴ که فاما و بابیاک [۱۶] مورد بررسی قرار داده بودند، هموار می سازند. به علاوه شرکت های ژاپنی تمایل بیشتری به عدم پرداخت سود دارند و سیاست تقسیم سود آن ها نسبت به شرکت های آمریکایی نا پایدار تر است.

چاتو [۱۲] و شلوین [۳۴] مدل لینتنر را در مورد شرکت های بزرگ کانادایی و استرالیایی به کار بردند. هم چنین، مک دونالد و همکاران [۲۹] تحقیقی در مورد بازار سرمایه فرانسه انجام دادند. لیشر و زیمرمن [۲۷] پایداری سیاست تقسیم سود را در مورد چهار بازار بزرگ اروپا (آلمان، بریتانیا، فرانسه و سوئیس) بررسی نمودند. لاسفر [۲۶] نیز مدل لینتنر را با توجه به داده های پانل^۱ در مورد شرکت های بریتانیا مورد استفاده قرار داد. در تمامی این تحقیقات نتیجه معمول نشان دهنده ی پایداری در سیاست تقسیم سود بود.

با تمرکز بر بازارهای نوظهور، گلن و همکاران [۱۹] این گونه بیان می کنند که تفاوت های با اهمیتی در سیاست تقسیم سود میان بازار های کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه وجود دارد. آن ها بیان می کنند که نرخ پرداخت سود در کشورهای در حال توسعه معادل دو سوم نرخ پرداخت سود در کشورهای توسعه یافته می باشد. به علاوه آن ها نشان دادند که شرکت های حاضر در بورس های نوظهور دارای نرخ هدف برای پرداخت سود می باشند، اگر چه سیاست تقسیم سود پایداری ندارند.

.....*

1-panel



نتایج تحقیق گلن و همکاران بر مبنای مشاهده تعداد کمی از بازارهای نوظهور می باشد و بیان می کنند که به منظور درک صحیح تری از رفتار تقسیم سود در این گونه بازارها به تحقیقات بیشتری نیاز می باشد.

ادگولا [۵] در بورس اوراق بهادار استانبول به بررسی ثبات و پایداری خط مشی تقسیم سود در کشور ترکیه پرداخته است. بر خلاف نتایج مطالعات انجام شده در کشورهای توسعه یافته که نشان می دهد رفتار خط مشی تقسیم سود از ثبات و پایداری برخوردار است، نتایج مطالعه ادگولا نشان داد که رفتار خط مشی تقسیم سود در کشور ترکیه از ثبات و پایداری برخوردار نمی باشد.

در مورد عوامل رفتاری سیاست تقسیم سود که توسط تحقیق لینتنر مدل سازی شده است، کارهای نظری و تجربی نشان می دهد که پنج عامل بر این سیاست اثر گذار می باشند. گلن و میکائیلی [۶] این موارد را عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه های نمایندگی، مالیات، فشارهای سازمانی و هزینه های معاملات بر می شمارند. در ادامه هر یک از این موارد و تحقیقاتی که در این زمینه صورت گرفته است، به طور خلاصه تشریح می گردد.

زمانی که تغییری در عایدی بالقوه ی شرکت ایجاد می گردد، شرکت ها تمایل به تعدیل سیاست تقسیم سود خود پیدا می کنند. اگر مدیران بر این باور باشند که عایدی بالقوه ی شرکت در آینده مناسب است و می تواند باعث افزایش در سود تقسیمی گردد، سطح تقسیم سود خود را افزایش خواهند داد. بنارتزی و همکاران [۹] بیان می کنند که مدل لینتنر بهترین مدل در توضیح سیاست رفتاری تقسیم سود شرکت ها می باشد و تنها تغییر دائمی در سود می تواند باعث تغییر در سیاست تقسیم سود گردد. بنابراین، در مواردی که چشم انداز نامناسب و ناامید کننده ای در مورد سود آتی وجود داشته باشد، مدیریت به دنبال کاهش سود تقسیمی می رود. هم چنین دی آنجلو و دی آنجلو [۱۳] نشان دادند در دوره های بحران مالی، شرکت های با پیشینه خوب در پرداخت سود، معمولاً سود تقسیمی خود را به جای عدم پرداخت، کاهش می دهند تا تصویر شرکت نزد سرمایه گذاران تغییر پیدا نکند.

میلر و مودگیلیانی [۳۰] بیان می کنند از آنجایی که شرکت ها سیاست تقسیم سود پایداری دنبال می کنند، هر گونه تغییر در سیاست تقسیم سود، به دقت توسط سرمایه گذاران به عنوان علامتی در مورد سودآوری آتی شرکت مورد ارزیابی قرار می گیرد. بهترین مدل علامت دهی (مدل های عدم تقارن

اطلاعاتی) توسط باتاچاریا [۱۰]، رمیلروروک [۳۱] جان و ویلیامز [۲۴] و آمباریش و همکاران [۷]

ارائه شده است. مطالعات تجربی نشان می دهند که عکس العمل مثبتی در بازار نسبت به افزایش سود



تقسیمی و عکس العمل منفی در مورد کاهش سود تقسیمی وجود دارد. هم چنین باید توجه داشت که عکس العمل بازار به کاهش سود تقسیمی بیشتر از عکس العمل بازار به افزایش سود تقسیمی می باشد. ارتباط بین سیاست تقسیم سود و هزینه های نمایندگی، موضوع جدیدی در ادبیات مالی شرکت ها است و به این موضوع می پردازد که چگونه سیاست تقسیم سود می تواند در کاهش هزینه های نمایندگی مورد استفاده قرار گیرد. مایرز [۲۳]، جنسن و مک لینگ [همان مآخذ] بیان می کنند که سهامداران می توانند ثروت را از تملک بستانکاران شرکت از طریق دریافت مقادیر سود تقسیمی غیر قابل پیش بینی و بیش از اندازه خارج سازند.

دو تحقیق برجسته هندجینیکولاو و کالای [۲۰]؛ لانگ و لیتسنبرگر [۲۵] شواهد تجربی در مورد سلب مالکیت بستانکاران و مسئله ی جریان نقدی آزاد ارائه نمودند. همچنین، استربروک [۱۵]، جنسن [۲۲]، هارت و مور [۲۱]، زوئبیل [۳۵] و فلاک [۱۸] بیان می کنند که تضاد منافع بالقوه ای میان مدیران و ذی نفعان وجود دارد. مدیران می توانند منابع شرکت را در جهت منافع خود به جای استفاده از آن ها در جهت منافع ذینفعان استفاده نمایند. یکی از راه حل ها در جهت کاهش این تضاد منافع، حداقل نمودن مقادیر وجه نقد تحت کنترل مدیریت از طریق توزیع بخش بااهمیتی از آن به صورت سود تقسیمی می باشد.

در ایران، اعتمادی و چالاکی [۱] به بررسی رابطه بین عملکرد مدیریت و تقسیم سود نقدی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. نتایج حاصل از تحقیق آن ها نشان می دهد که بین عملکرد مدیریت و تقسیم سود نقدی رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین تهرانی و شمس (۱۳۸۲) [۲] در مطالعه ای در مورد ۱۶۵ شرکت ایرانی در طی سال های ۱۳۸۱-۱۳۷۳ به این نتیجه رسیدند که شرکت های ایرانی به طور متوسط ۶۸٪ عایدی خود را تقسیم می کنند و بین سرعت تعدیل سود تقسیمی با استفاد از مدل لینتنر در صنایع مختلف اختلاف معناداری وجود ندارد. اما با این همه، تا کنون تحقیقی در مورد پایداری سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران صورت نپذیرفته است.

۳- روش تحقیق

۳-۱ مدل سازی

به منظور آزمون پایداری سود تقسیمی مدل خط مشی تقسیم سود لینتنر (۱۹۵۶) [۲۸]، مورد استفاده قرار گرفته است. لینتنر مدل رفتاری زیر را با استفاده از یافته های تحقیق پیمایشی خود پیشنهاد نموده



است:

(۱)

$$D_{i,t}^* = r_i P_{i,t}$$

(۲)

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = a_i + c_i (D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + u_{i,t}$$

تغییر در سود تقسیمی نقدی (معادله ی ۲) بستگی به اختلاف میان سود پرداختی هدف ($D_{i,t}^*$) و سود پرداختی واقعی دوره ی قبل ($D_{i,t-1}$) دارد. مقدار ثابت a_i عدم تمایل شرکت ها به کاهش سود تقسیمی و ترجیح آن ها برای رشد تدریجی سود تقسیمی را نشان می دهد. ضریب c_i نشان دهنده پایداری در تغییرات سود تقسیمی و هم چنین عامل تعدیلی به منظور دستیابی به نرخ پرداخت سود هدف (r_i) که وابسته به میزان بدهی، فرصت های سرمایه گذاری، نرخ مالیات سرمایه گذاران، هزینه های معامله و سایر عوامل مربوط که در بخش قبلی مورد بحث قرار گرفت، می باشد. عامل تعدیل نشان دهنده میزان تغییر اعمال شده توسط مدیریت در سود تقسیمی به واسطه ی تغییر در عایدی ($P_{i,t}$) می باشد. هر چه عامل تعدیل بزرگتر باشد نشان دهنده واکنش بیشتر نسبت به تغییر در عایدی است (هموار سازی پایین تر). برای عامل تعدیل مقدار ۱ (یک) نشان گر این می باشد که شرکت ها هیچ گونه هموار سازی در مورد سود تقسیمی انجام نمی دهند و مقدار ۰ (صفر) نشان دهنده این است که شرکت ها از بالاترین سطح هموار سازی در مورد سود تقسیمی برخوردار می باشند.

از آن جا که سود شرکت ها دوره ای و موقت است، در صورتی که شرکت ها از خط مشی درصدی از سود، به عنوان نرخ پرداخت هدف، جهت پرداخت سود به سهامداران استفاده کنند، در آن صورت سود تقسیمی نوسان خواهد داشت و با تغییر در سطح عایدی تغییر پیدا خواهد کرد. در نتیجه، شرکت ها سعی در دستیابی به نرخ پرداخت هدف به صورت تدریجی و به شیوه ای سازگار دارند. با ترکیب معادله ی ۱ و ۲ و بدون در نظر گرفتن خطا، لینتر معادله ی تجربی زیر را مورد آزمون قرار داد:

$$D_{i,t} = a_{i,t} + b P_{i,t} + d D_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (۳)$$

$$d = (1 - c) \text{ و } b = cr$$

معادله ۳ به منظور سنجش پایداری خط مشی تقسیم سود شرکت های ایرانی مورد تعدیل قرار گرفته و به صورت زیر در آمده است:



$$DPS_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 DPS_{i,(t-1)} + u_{i,t} \quad (4)$$

فاما و بابیاک [۱۶] بیان می کنند که لینتتر داده های تجمعی (کل شرکت) را به جای داده های مربوط به هر سهم به منظور برآورد مدل خود مورد استفاده قرار داده است، در حالی که داده های مربوط به هر سهم می تواند برای این منظور مناسب تر باشد. تقریباً تمامی مطالعاتی که پس از تحقیق لینتتر صورت گرفته است از داده های مربوط به هر سهم به جای داده های تجمعی استفاده نموده اند. در این مقاله نیز داده های تجمعی در معادله ۳ مانند سود تقسیمی واقعی ($D_{i,t}$) و سود خالص ($P_{i,t}$) توسط مقادیر مربوط به هر سهم به منظور در نظر گرفتن افزایش سرمایه و سود های سهمی جایگزین شده اند. در معادله ۴، DPS نشان دهنده سود تقسیمی هر سهم و EPS نشان دهنده عایدی هر سهم می باشند.

همانطور که در پیشینه تحقیق ذکر گردید عواملی مانند اندازه شرکت ها و اهرم مالی نیز از جمله عوامل موثر بر خط مشی تقسیم سود می باشند. در این مطالعه به منظور اندازه گیری تاثیر اندازه شرکت بر خط مشی تقسیم سود مدل زیر تعریف شده است.

$$DPS_{i,t} = a_1 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 DPS_{i,(t-1)} \quad (5)$$

$$+ \beta_3 (EPS_{i,t} \times D_{size}) + \beta_4 (DPS_{i,(t-1)} \times D_{size}) + u'_{i,t}$$

D_{size} یک متغیر مجازی است که مقادیری برابر با یک و صفر را می توان به آن اختصاص داد. اگر اندازه شرکت مورد نظر بالاتر (پایین تر) از میانه اندازه شرکت ها باشد. معیار اندازه شرکت ها در این جا لگاریتم فروش شرکت می باشد. در این مطالعه به منظور اندازه گیری تاثیر سطح بدهی شرکت ها (اهرم مالی) بر سیاست تقسیم سود از مدل شماره ۶ استفاده شد که به صورت زیر می باشد:

(۶)

$$DPS_{i,t} = a_1 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 DPS_{i,(t-1)} + \beta_3 (EPS_{i,t} \times D_{lev}) + \beta_4 (DPS_{i,(t-1)} \times D_{lev}) + u'_{i,t}$$

در معادله شماره (۶) مشابه معادله قبلی، D_{lev} یک متغیر مجازی است که مقادیری برابر با یک و صفر را می توان به آن اختصاص داد. اگر اهرم بدهی شرکت مورد نظر بالاتر از میانه باشد یک و اگر پایین تر باشد صفر خواهد بود. اهرم بدهی در این معادله برابر با نسبت کل بدهی های شرکت به کل دارایی های آن است.



۲-۳ داده ها

جامعه آماری این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. از جامعه آماری تحقیق بانک ها، شرکت های بیمه، شرکت های هلدینگ، و شرکت های سرمایه گذاری حذف گردید. زیرا این شرکت ها بعضاً دارای قوانین و مقرراتی متفاوت از سایر شرکت ها می باشند که می تواند بر سود تقسیمی آن ها اثر گذار باشد. بدین ترتیب شرکت های مورد مطالعه در این تحقیق کلیه شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۴ به جز صنعت واسطه گری های مالی می باشد. همچنین در این تحقیق شرکت هایی که حداقل دارای ۳ سال سابقه پرداخت سود نبوده اند از نمونه ی آماری حذف گردید.

با اعمال دو معیار ذکر شده، تعداد شرکت ها به ۱۷۹ شرکت کاهش یافت و به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب گردید. هم چنین به منظور انجام تجزیه و تحلیل های آماری با توجه به مدل های ذکر شده از تحلیل رگرسیون و پانل استفاده شد. آزمون معنی دار بودن الگوها نیز با استفاده از آماره های T و F انجام شد.

نگاره شماره ۱. آمارهای توصیفی مربوط به متغیر های تحقیق

متغیر	واحد سنجش	میانگین	میانه	نما	انحراف معیار
DPS	ریال	۹۵۸	۵۳۵	۵۰۰	۱۱۷۰
EPS	ریال	۱۲۴۱	۸۱۳	۹۶۷	۱۴۵۱
Size	لگاریتم فروش	۱۱/۱۴	۱۱/۱۴	۱۰/۸۱	۰/۴۸
Lev	درصد	۷۱	۶۸	۷۳	۴۴

۴. آمار توصیفی و تحلیل یافته ها

آمار توصیفی متغیر های سود هر سهم (EPS)، سود تقسیمی هر سهم (DPS)، اندازه شرکت (Size) و اهرم مالی (Lev) در نگاره شماره ۱ ارائه شده است. میانگین سود تقسیمی هر سهم شرکت های نمونه ۹۵۸ ریال و انحراف معیار آنها ۱۱۷۰ ریال می باشد. همچنین میانگین سود هر سهم شرکت های نمونه ۱۲۴۱ ریال



و انحراف معیار آن ۱۴۵۱ ریال می باشد. میانگین و انحراف معیار لگاریتم فروش شرکت های نمونه به ترتیب ۱۱/۱۴ و ۰/۴۸ می باشد. بررسی آمارهای توصیفی نشان می دهد که نمونه انتخابی از تنوع لازم برخوردار می باشد و در نتیجه می توان نتایج نمونه را به جامعه تعمیم داد. در نگاره شماره ۲ آمار توصیفی مربوط به درصد توزیع سود با توجه به شرکت های نمونه برای سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ آورده شده است. این آمار نشان می دهد که طی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ بین ۶۸ تا ۷۳ درصد سود هر سهم شرکت ها بین سهامداران توزیع شده است. همچنین انحراف معیار درصد توزیع سود نیز بین ۲۱ تا ۲۲ درصد بوده است.

نگاره شماره ۲: آمار توصیفی مربوط به درصد توزیع سود با توجه به شرکت های نمونه

سال	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴
میانگین	٪۷۱	٪۷۳	٪۷۲	٪۷۳	٪۶۸
میانه	٪۷۴	٪۷۸	٪۸۰	٪۷۸	٪۷۱
نما	٪۲۲	٪۲۵	٪۲۰	٪۲۰	٪۲۳
انحراف معیار	٪۲۱	٪۲۱	٪۲۲	٪۲۱	٪۲۲

در نگاره شماره ۳ نتایج حاصل از برآورد مدل لاینتر برای سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ به نمایش گذاشته شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل نشان می دهد که مقدار ثابت و متغیر سود هر سهم (EPS) از لحاظ آماری معنی دار می باشند. مقدار ضریب سود هر سهم (۰/۸۱۸) EPS و مقدار آماره t معادل ۴۴۱ است که در سطح بیش از ۹۹ درصد معنادار می باشد. با توجه به اطلاعات ارائه شده در نگاره شماره ۳ می توان گفت سود هر سهم (EPS) سال مربوط به توزیع سود، عامل تعیین کننده در میزان سود تقسیمی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بالا بودن ضریب تعیین تعدیل شده (معادل ۰/۹۹۶) نیز خود دلیلی بر این مدعا می باشد.



نگاره شماره ۳: بر آورد مدل لیتنر برای سال های ۱۳۸۰-۱۳۸۴

$DPS_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 DPS_{i,(t-1)} + u_{i,t}$		
	ضریب	مقدار t
مقدار ثابت	-۳۳۸/۱۷	-۱/۸۷۸*
EPS	۰/۸۱۸	۴۴۱/۰۶۹**
DPS	۰/۰۰۴	۱/۷۹۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۹۶	
F-test	۱۱۶۱۸۴	
سرعت تعدیل (c)	۱/۰۰	
نرخ پرداخت هدف (r)	۰/۸۲	
$EPS_{i,t}$ = سود هر سهم شرکت i در سال t. $DPS_{i,t}$ = سود تقسیمی هر سهم شرکت i در سال t. $DPS_{i,(t-1)}$ = سود تقسیمی هر سهم شرکت i در سال t-۱.		

*** به ترتیب در سطح خطای ۱٪ و ۵٪ معنی دار است.

نتایج حاصل از برازش مدل مندرج در نگاره شماره ۳ نشان می دهد که متغیر سود تقسیمی سال قبل ($DPS_{i,(t-1)}$) از لحاظ آماری معنادار نمی باشد. در نتیجه در تعیین سود تقسیمی سال جاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیری ندارد. ضریب مربوط به متغیر سود تقسیمی هر سهم (۰/۰۰۴) و مقدار آماره t معادل ۱/۷۹ می باشد.

این عدم معنی داری سود تقسیمی سال قبل، اولین دلیل برای ناپایداری سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، چرا که به منظور داشتن یک سیاست پایدار در تقسیم سود، مدیریت باید سود تقسیمی دوره قبل را مد نظر قرار دهد. عامل تعدیلی مدل لیتنر که در این جا برابر با ۱/۰۰ (بالاترین سطح ممکن) است، نشان دهنده آن است که شرکت های



ایرانی هیچ گونه هموارسازی در مورد سود تقسیمی خود انجام نمی دهند و دارای سیاست پایداری در تقسیم سود نمی باشند.

در این مطالعه به منظور بررسی های بیشتر با استفاده از متغیرهای مجازی اثر اندازه شرکت و اهرم مالی شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از این بررسی در نگاره شماره ۴ آورده شده است. نتایج ارائه شده در نگاره شماره ۴ در رابطه با متغیرهای مجازی نشان می دهد که ضرایب متغیرهای مجازی از لحاظ آماری معنادار نمی باشند. این نتایج بیانگر آن است که اندازه و اهرم مالی شرکت ها بر خط مشی تقسیم سود آن ها تاثیر چندانی ندارد.

نگاره شماره ۴. نتایج حاصل از برازش مدل های شماره ۵ و ۶.

$$DPS_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 DPS_{i,(t-1)} + \beta_3 (EPS_{i,t} \times D_{size}) + \beta_4 (DPS_{i,(t-1)} \times D_{size}) + u_{i,t} \quad (5)$$

$$DPS_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 DPS_{i,(t-1)} + \beta_3 (EPS_{i,t} \times D_{lev}) + \beta_4 (DPS_{i,(t-1)} \times D_{lev}) + u_{i,t} \quad (6)$$

متغیرها	اندازه (Size)		اهرم مالی (Lev)	
	ضریب	T-test	ضریب	T-test
α	-۳۳۶/۶۹	-۱/۷۱	-۲۲۴/۳۷	-۱/۰۶
$EPS_{i,t}$	۰/۶۸۹ **	۴/۲۹	۰/۶۰۳ **	۳/۸۷
$DPS_{i,(t-1)}$	۰/۱۵	۰/۹۱	۰/۷۰	۰/۶۲
$EPS_{i,t} \times D_H$	۰/۱۲۹	۰/۸۰	۰/۲۱۶	۱/۳۹
$DPS_{i,(t-1)} \times D_H$	-۰/۱۴۷	-۰/۸۹	۰/۰۶۶	-۰/۵۹
Adj.R ^۲	۰/۹۹۶ **		۰/۹۹۶ **	
$\beta_1 + \beta_3$	۰/۸۱۸		۰/۸۱۸	
$\beta_2 + \beta_4$	۰/۰۰۴		۰/۰۰۴	

** در سطح خطای ۱٪ معنی دار است



حاصل جمع $\beta_1 + \beta_3 = 0/818$ و حاصل جمع $\beta_2 + \beta_4 = 0/004$ در معادله ی ۵ نشان می دهد که عامل اندازه بر نرخ پرداخت هدف و پایداری سیاست تقسیم سود اثر چندانی ندارد. علاوه بر این حاصل جمع و $\beta_1 + \beta_3 = 0/818$ و حاصل جمع $\beta_2 + \beta_4 = 0/004$ در معادله ی ۶ نشان دهنده ی این مطلب است که سطح بدهی ها نیز بر نرخ پرداخت هدف و پایداری سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر گذار نمی باشد.

۵. نتایج و پیشنهادات

پس از تحقیقی که لینتزر در سال ۱۹۵۶ [۲۸] در زمینه خط مشی تقسیم سود انجام داد مطالعات زیادی در این زمینه در کشورهای پیشرفته انجام شده است که نتایج آن ها موید آن است که شرکت ها دارای خط مشی تقسیم سود پایداری می باشند. در این مقاله با بررسی تجربی سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدیم که شرکت های ایرانی از خط مشی ثابت و پایداری در تقسیم سود پیروی نمی کنند و اصلی ترین عامل در تعیین میزان تقسیم سود، سود خالص همان سال شرکت است. نتایج این مطالعه با یافته های گلن و همکاران [۱۹] و همچنین ادگولا [۵] "بورس های نوظهور سازگار می باشد. نتایج مطالعات انجام شده در بورس های نوظهور نشان می دهد که شرکت های حاضر در این بازارها از خط مشی تقسیم سود پایداری برخوردار نمی باشند.

یافته های این تحقیق برای سرمایه گذاران این پیام را به دنبال دارد که شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران معمولاً بخش با اهمیتی از سود خالص هر سال را تقسیم می کنند و با تغییر در سود خالص، سود تقسیمی نیز تغییر می یابد. به عبارت روشن تر سود تقسیمی شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران نوسان پذیر می باشند.

در پایان پیشنهاد می گردد محققان تاثیر عدم پایداری سیاست تقسیم سود بر قدرت علامت دهی سود تقسیمی و به عبارت دیگر محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با در نظر گرفتن عدم پایداری موجود در سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار دهند.

منابع

۱- اعتمادی، حسین و پری چالاکی (۱۳۸۴). "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های

- پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۱-۱۳۷۷، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، ص ۳۹-۴۷.
- ۲- تهرانی، رضا و شهاب الدین شمس (۱۳۸۲). "محاسبه سرعت تعدیل تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی رابطه آن با رشد بازده سهام"، تحقیقات مالی، شماره ۱۵، ص ۵۱-۷۲.
- ۳- جهانخانی، علی و علی پارسائیان (۱۳۷۶). مدیریت سرمایه گذاری و ارزیابی اوراق بهادار، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- ۴- مهرانی، ساسان و عبد الرضا تالانه (۱۳۸۰). "تقسیم سود در شرکت ها"، حسابداری، شماره ۱۲۵.

- 5- Adaoglu, C. (2000), "Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange corporations: evidence from an emerging market", **Emerging Markets Review**, Vol. 1, pp.252-270.
- 6- Allen, F., and Michaely, R. (1995) Dividend policy, In: Jarrow, R.A., Maksimovic, V., Ziemba, W.T. _Eds.
- 7- Ambarish, R., John, K., and Williams, J. (1987), "Efficient signaling with dividends and investments", **Journal of Finance**, Vol. 32, pp.321-343.
- 8- Baker, H. K., Farrelly, G. E. and Edelman, R. B. (1985), "A survey of management views on dividend policy", **Financial. Management**, Vol. 14, pp.78-84.
- 9- 1.9-Benartzi, S., Michaely, R. and Thaler, R., (1997), "Do changes in dividend signal the future or the past?", **Journal of Finance**, Vol. 52, pp.1007-1034.
- 10- Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect information, dividend policy and 'The Bird in the Hand' fallacy", **Bell Journal of Economic**, Vol. 10, pp.259-270.
- 11- Black, F. (1976), "The dividend puzzle", **Journal of Portfolio Management**, Vol. 2, pp.5-8.
- 12- Chateau, J. D. (1979), "Dividend policy revisited: within- and out-of-sample tests. J. Bus", **Finance Accounting**, Vol. 6, pp.355-372.
- 13- DeAngelo, H. and DeAngelo, L. (1990), "Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled NYSE firms". **Journal of Finance**, Vol. 45, p.1415-1431.
- 14- Dewenter, K. L. and Warther, V. A. (1998), "Dividends, asymmetric



- information, and agency conflicts: evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms", **Journal of Finance**, Vol. 53, pp.879-904.
- 15- Easterbrook, F. H. (1984), "Two agency-cost explanations of dividends", **American Economic Review**, Vol. 74, pp.650-659.
- 16- Fama, E. F., and Babiak, H. (1968), "Dividend policy: an empirical analysis", **Journal of American Statistics Association**, Vol. 63, pp.1132-1161.
- 17- Fluck, Z. (1998), "Optimal financing contracts: debt versus outside equity", **Review of Financial. Studies**, Vol. 11, pp.383-418.
- 18- Fluck, Z. (1999), "The dynamics of the management] shareholder conflict", **Review of Financial. Studies**, Vol. 12, pp.347-377.
- 19- Glen, J., Karmokolias, Y., Miller, R. and Shah, S. (1995), "Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets: To Pay or Not to Pay", IFC Discussion Paper, No: 26.
- 20- Handjinicolaou, G. and Kalay, A. (1984), "Wealth redistributions or changes in firm value: an analysis of returns to bondholders and the stockholders around dividend announcements", **Journal of Finance Economics**, Vol. 13, pp.35-63.
- 21- Hart, O. and Moore, J. (1994), "A theory of debt based on inalienability of human capital", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 109, pp.841-880.
- 22- Jensen, M. C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", **American Economic Review**, Vol. 76, pp.323-39.
- 23- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", **Journal of Finance Economics**, Vol. 3, pp.305-360.
- 24- John, K., and Williams, J. (1985), "Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium", **Journal of Finance**, Vol. 40, pp.1053-1070.
- 25- Lang, L., and Litzenberger, R., (1989), "Dividend announcements: cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis", **Journal of Finance Economics**, Vol. 24, pp.181-192.
- 26- Lasfer, M. (1996), "Taxes and dividends: the UK evidence", **Journal of Banking Finance**, Vol. 20, pp.455-472
- 27- Leithner, S. and Zimmermann, H. (1993), "Market value and aggregate dividends: a reappraisal of recent tests, and evidence from European markets", **Swiss Journal of Economics and Statistics**, Vol. 129, pp.99-119.
- 28- Lintner, J. (1956), "Distribution of incomes of corporations among



dividends, retained earnings, and taxes", **American Economic Review**, Vol. 46, pp.97-133.

29- McDonald, J., Jacquillant, B. and Nussenbaum, M. (1975), "Dividend, investment and financing decisions: empirical evidence on French firms", **Journal of Financial. Quantitative. Analayses**, Vol. 10, pp.741-755

30- Miller, M., and Modigliani, F., (1961), "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", **Journal of business**, Vol. 34, pp.411-433.

31-Miller, M. and Rock, K. (1985), "Dividend policy under asymmetric information", **Journal of Finance**, Vol. 40, pp.1031-1051.

32-Myers, S. C. (1977), "Determinants of corporate borrowing", **Journal of Finance Economics**, Vol. 5, pp.147-175.

33-Pruitt, S.W., Gitman, L.J., (1991), "The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms", **Financial Review**, Vol. 26, pp.409-430.

34-Shevlin, T. (1982), "Australian Corporate Dividend Policy: Empirical Analysis", **Accounting and Finance**, Vol. 20 pp.1-22.

35-Zwiebel, J. (1996), "Dynamic capital structure under managerial entrenchment", **American Economic Review**, Vol. 86, pp.1197-1215.