

\*

محمد خاکساری\*\*

// : // :

### چکیده

هدف این تحقیق، بررسی عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا پایان ۱۳۸۴، است. این مطالعه با توجه به مبانی نظری چهار عامل تعیین کننده خط‌مشی تقسیم سود را مورد بررسی و آزمون قرار داده است که شامل وضعیت نقدینگی، ثبات سود آوری شرکت، درجه اهرم مالی و وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور است. نتایج آزمون فرضیات نشان داد که مهم‌ترین عامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وضعیت نقدینگی شرکت است. هم‌چنین یافته‌های این تحقیق نشان داد که ثبات سودآوری شرکت و درجه اهرم مالی در تعیین خط مشی تقسیم سود نقشی ندارد. این مطالعه هم‌چنین نشان داد که بین وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و درصد توزیع سود ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد که با مبانی نظری و یافته‌های پژوهشگران دیگر مغایر بود.

واژه‌های کلیدی: سود سهام، سود تقسیمی، سیاست تقسیم سود، بورس اوراق بهادار تهران.

\* استادیار دانشگاه شهید باهنر کرمان (omid@mail.uk.ac.ir)

\*\* کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)

## مقدمه

برای سال‌های زیادی این سؤالات برای مدیران شرکت‌ها و دانشگاهیان مطرح بوده است: «چرا شرکت‌ها سود سهام نقدی پرداخت می‌کنند؟» چرا سرمایه‌گذاران به پرداخت سود سهام نقدی توجه می‌کنند؟» بحث درباره اهمیت سیاست تقسیم سود برای نخستین بار از سوی میلر و مودیگلیانی<sup>۱</sup> (۱۹۶۱) ارائه شد. به عقیده آنها در بازار سرمایه کامل بین سیاست تقسیم سود و ارزش بازار سهام شرکت‌ها هیچ ارتباطی وجود ندارد. در بازار سرمایه کامل، ارزش شرکت تنها به جریان‌های نقدی آینده بستگی دارد که ناشی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده است.

در مقابل بازار سرمایه کامل، مکتب بازار سرمایه ناقص قرار دارد. در مکتب بازار سرمایه ناقص، استدلال می‌شود که عواملی نظیر هزینه‌های مبادله، هزینه تحصیل اطلاعات و مالیات بر درآمد، که موجب می‌شود بازار کامل محسوب نشود، سیاست پرداخت سود سهام را مورد تأکید قرار می‌دهد. برخی از پیروان این مکتب بر این باورند که پرداخت سود سهام کمتر به سهامداران و تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای از منابع داخلی به دلیل نبودن هزینه‌های انتشار از تأمین مالی از منابع خارجی (انتشار سهام) برتر است (وفادار، ۱۳۷۶).

برخی دیگر از پیروان مکتب بازار سرمایه ناقص معتقدند که حتی اگر واحدهای انتفاعی ناگزیر از انتشار و فروش سهام جدید بشوند، باید سود سهام نسبتاً زیاد بپردازند. بر اساس استدلال‌های این گروه، واحدهای انتفاعی می‌توانند با پرداخت سود سهام زیاد، توانایی خود را در به دست آوردن وجه نقد و تأمین بازده مناسب برای سرمایه‌گذاری سهامداران نشان دهند. با وجود این، نظریه بازارهای سرمایه ناقص صرف‌نظر از توجیه پرداخت سود سهام کم یا زیاد به طور کلی بر این موضوع تأکید می‌کند که بهتر است واحدهای انتفاعی به دلیل وجود هزینه‌های گوناگون مبادله اوراق بهادار (بازار ناقص) از سیاست پرداخت سود سهام با ثبات پیروی کنند.

<sup>1</sup> Miller and Modigliani

به‌رغم اینکه تحقیقات فراوانی در زمینه تقسیم سود و در جهت حل معمای تقسیم سود صورت گرفته، هنوز سیاست تقسیم سود یکی از قضاوتی‌ترین و مهم‌ترین تصمیماتی است که هر مدیر باید اتخاذ کند. پرداخت سود سهام یکی از راه‌هایی است که شرکت می‌تواند بدان وسیله مستقیماً بر ثروت سهامداران اثر بگذارد. بنابراین، هدف از اجرای چنین سیاستی تعیین نقشی است که آن سیاست در به حداکثر رساندن ثروت سهامداران ایفا می‌کند. از آنجا که سیاست تقسیم سود تحت تأثیر عوامل متعددی قرار می‌گیرد، پرداخت تمام سود به سهامداران به معنی به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران نخواهد بود.

هدف اولیه این مطالعه بررسی عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای دستیابی به این هدف تلاش شده است مطالعات صورت پذیرفته درباره سیاست تقسیم سود، جمع‌آوری شود و عواملی که می‌تواند بر سیاست تقسیم سود مؤثر باشد به طور تجربی مورد آزمون قرار گیرد.

سازماندهی بقیه مقاله بدین صورت خواهد بود که ابتدا ادبیات تحقیق بررسی می‌شود. سپس برخی از عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود، که در این مطالعه بررسی شده است و فرضیات تحقیق، همراه با روش آن بیان خواهد شد. در بخش بعد نتایج آزمون فرضیات و یافته‌های تحقیق عرضه می‌گردد. در آخر نیز محدودیت‌ها و پیشنهادها و تحقیق ارائه خواهد شد.

### بررسی ادبیات تحقیق

در مورد با دیدگاه‌های مدیران درباره عوامل اثر گذار بر سیاست تقسیم سود تاکنون پژوهش‌های متعددی در کشورهای مختلف صورت گرفته است که می‌توان به تحقیق لیتنر<sup>۱</sup> (۱۹۵۶)، تروم<sup>۲</sup> (۲۰۰۴)، آناند<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) و براو، گراهام، هاروی و میشلی<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) اشاره کرد.

<sup>۱</sup> Lintner

<sup>۲</sup> Trumm

<sup>۳</sup> Anand

جان لیتنر (۱۹۵۶)، یکی از قدیمی ترین تحقیقات در زمینه خط مشی تقسیم سود را انجام داده است. وی با مدیران شرکت‌ها مصاحبه کرد و به این نتیجه رسید که سرمایه‌گذاران، خواهان بخش متعارفی از سود مؤسسه هستند. نتیجه مطالعه او حاکی از این بود که ثبات در سود تقسیمی از اهمیت زیادی برخوردار است.

بیکر، فارلی و ادلمن<sup>۲</sup> (۱۹۸۵) طی بررسی‌هایی که در زمینه سیاست تقسیم سود روی ۵۶۲ مورد از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک انجام دادند به این نتیجه رسیدند که مهم‌ترین عوامل در تعیین سیاست تقسیم سود، سطح مورد انتظار درآمدهای آینده و روند موجود در سود تقسیمی طی سال‌های گذشته است.

بیکر و فارلی (۱۹۸۶) با مطالعاتی در مورد سرمایه‌گذاران حقوقی به این نتایج دست یافتند که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای به تاثیر سیاست تقسیم سود بر قیمت سهام معتقد هستند و نیز در راستای نتایج مطالعات لیتنر، ثبات در سود تقسیمی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

پریت و گیتمن<sup>۳</sup> (۱۹۹۱) با مطالعه‌ای که درباره ۱۰۰۰ مورد از بزرگ‌ترین شرکت‌های آمریکایی صورت دادند به این نتیجه رسیدند که مهم‌ترین عوامل در تعیین سیاست تقسیم سود، سود سال جاری و گذشته، نوسان‌پذیری سود و رشد سودهاست.

بیکر و پاول<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) با فرستادن پرسشنامه از طریق پست الکترونیکی برای ۶۰۳ شرکت آمریکایی پذیرفته شده در بورس نیویورک، که در سه گروه خدمات رفاهی، صنعتی و بازرگانی، مشغول به فعالیت بودند به بررسی دیدگاه‌های مدیران درباره به عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود پرداختند. آنها در پرسشنامه خود ۲۰ عامل را مورد بررسی قرار دادند. آنان به این نتیجه رسیدند که مهم‌ترین و مؤثرترین عامل در تعیین سیاست تقسیم سود، سطح درآمد سال جاری و مورد انتظار آینده و عامل مهم بعدی الگو یا روند تقسیم

<sup>۱</sup> Brav Graham Harvey and Michaely

1- Baker, Farrelly and Edelman

2- Pruitt, S. W. and Gitman

3- Baker and Powell

سود در گذشته است. عوامل مهم دیگر که در رتبه‌های بعدی قرار داشت، شامل حفظ و یا کنترل قیمت، توجه به محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی عامل و ثبات جریان‌های نقدی بود. کانور<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) درباره عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود در کشور پاکستان تحقیق کرده است. نمونه مورد بررسی در این تحقیق، مجموعه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پاکستان است. داده‌های تحقیق از ۳۱۷ شرکت و در قالب ۱۳ صنعت جمع‌آوری شد و با استفاده از روش رگرسیون مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. متغیرهای تحقیق شامل اندازه شرکت، سود انباشته، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جنبه علامت دهی سود تقسیمی بود. انتظار می‌رفت اندازه شرکت بر میزان سود پرداختی تأثیری مثبت داشته باشد، اما این رابطه از لحاظ آماری چندان معنی دار نبود. رابطه معکوس و معنی‌داری بین میزان سود انباشته در سال جاری و میزان سود تقسیمی دیده شد. میزان فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود بر سیاست تقسیم سود شرکت تأثیر قابل ملاحظه‌ای داشت.

محمد الدیهانی<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) در کشور کویت با استفاده از پرسشنامه به بررسی عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود پرداخته است. او اطلاعات مورد نیاز را از طریق پرسشنامه جمع‌آوری کرد. نتایج تحقیق او نشان داد که از نظر مدیران، مهم‌ترین عامل در تعیین سیاست تقسیم سود، توجه به نیاز درآمدهای سهامداران و عامل مهم بعدی حمایت و یا افزایش قیمت سهام است. عوامل بعدی از نظر درجه اهمیت به ترتیب عبارت است از: دستیابی آسان به منابع مالی خارجی، کمبود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و کاهش دادن وجوه نقد مازاد.

از دیگر پژوهش‌های انجام شده تحقیق تروم (۲۰۰۴) در کشور استونی است. تحقیق از نوع توصیفی، و جمع‌آوری اطلاعات از طریق پرسشنامه صورت گرفته است. نمونه مورد بررسی هم شامل ۱۰۰ شرکت برتر انتخابی از یکی از مجلات اقتصادی در استونی است. او ده عامل را مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق او نشان داد در شرکت‌هایی که سودی

---

<sup>۱</sup> Kanwer

<sup>۲</sup> AL-Deehani

نمی‌پردازند، مهم‌ترین عامل در تعیین سیاست تقسیم سود، انتظارات سهامداران است. عوامل مهم بعدی در این شرکت‌ها وجود جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور است.

در مورد عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود تاکنون تحقیقی در ایران صورت نگرفته است. از آنجا که محیط اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی ایران با کشورهای غربی متفاوت است، نتایج این تحقیق ممکن است با نتایج به دست آمده در سایر کشورها متفاوت باشد.

### عوامل تعیین‌کننده خط مشی تقسیم سود

#### وضعیت نقدینگی شرکت

بسیاری از پژوهشگران نظیر لیتنر و بیکر، فارلی و ادلمن، معتقدند که یکی از عوامل حائز اهمیت در تعیین میزان سود تقسیمی، وضعیت نقدینگی شرکت‌ها و در واقع توانایی پرداخت سود سهام است. نامناسب بودن وضعیت نقدینگی شرکت‌ها سبب محدود کردن مدیران در توزیع سود می‌شود. سود سهام مستلزم پرداخت وجوه نقد است. از این رو وضعیت نقدینگی شرکت، تصمیمات مربوط به تقسیم سود را تحت الشعاع قرار می‌دهد. ممکن است واحد تجاری به دلیل عدم دسترسی به وجه نقد، نتواند سود پردازد یا درصد توزیع سود شرکت در مقایسه با سال‌های قبل کاهش یابد. در نتیجه، فرضیه زیر را در این زمینه می‌توان مطرح نمود:

فرضیه اول: بین وضعیت نقدینگی شرکت و درصد توزیع سود ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

#### ثبات در سودآوری شرکت

بر مبنای مطالعات پژوهشگران غربی هم‌چون بیکر و پاول، بیکر و فارلی و پریت و گیتمن، یکی از عوامل تعیین‌کننده، ثبات در سودآوری شرکت‌هاست. شرکتی که سودآوری آن نسبت به سایر شرکت‌ها از ثبات بیشتری برخوردار است، احتمالاً درصد

بیشتری از سود خود را بین سهام‌داران توزیع می‌کند. اما شرکت‌هایی که از ثبات سودآوری کمتری برخوردار هستند به دلیل خطرپذیری بیشتر و ابهام در خصوص سودهای آینده تمایل دارند که سود کمتری را بین سهام‌داران توزیع، و بخش عمده سود را به منظور پوشش زیان‌های آینده در شرکت انباشته کنند. با توجه به این موضوع، فرضیه دوم را می‌توان به صورت زیر مطرح کرد:

فرضیه دوم: بین ثبات در سودآوری شرکت و درصد توزیع سود ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

#### درجه اهرم مالی

شرکتی که نسبت بدهی زیادی به حقوق صاحبان سهام دارد برای تأمین وجوه مورد نیاز به منظور پرداخت بهره و اصل بدهی در سررسید، ممکن است درصد بیشتری از سود را در شرکت حفظ کند یا بر مبنای قراردادهای بدهی مکلف به عدم توزیع درصدی از سود شده باشد. از سوی دیگر با افزایش درجه اهرم (نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام) ریسک مالی شرکت‌ها افزایش می‌یابد و در راستای کاهش این ریسک شرکت‌ها مجبور به کاهش درصد توزیع سود می‌شوند. در نتیجه، انتظار می‌رود بین درجه اهرم مالی و درصد توزیع سود ارتباط منفی وجود داشته باشد. این موضوع توسط پژوهشگران غربی به اثبات رسیده است که می‌توان به مطالعه بیکر، فارلی و ادلمن و بیکر و پاول، اشاره کرد. با توجه به این موارد، فرضیه سوم را می‌توان به صورت زیر مطرح نمود:

فرضیه سوم: بین درجه اهرم مالی و درصد توزیع سود ارتباط منفی و معنی‌داری وجود دارد.

#### فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور

یکی دیگر از عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور است. بر مبنای مطالعات انجام شده توسط کانور، الدیهانی و تروم، بسیاری از شرکت‌ها از نظریه تقسیم سود مازاد پیروی می‌کنند؛ یعنی زمانی تصمیم به پرداخت سود

می‌گیرند که وجوه نقد مازاد بر سرمایه‌گذاری‌های مورد انتظار داشته باشند. در واقع شرکت‌ها ابتدا وجوه مورد نیاز را از محل سود انباشته برای پروژه‌های بلندمدت خود مشخص، و سپس وجوه مازاد را بین سهامداران توزیع می‌کنند. از این رو فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور می‌تواند بر سیاست تقسیم سود هر مؤسسه تأثیر بگذارد. شرکت‌هایی که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و موقعیت رشد بیشتری برخوردارند در راستای رشد آینده درصد کمتری از سود خود را بین سهامداران توزیع می‌کنند. از این رو، داشتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور می‌تواند رابطه معکوس با درصد توزیع سود داشته باشد.

فرضیه چهارم: بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و درصد توزیع سود ارتباط منفی و معنی‌داری وجود دارد.

#### روش تحقیق

این تحقیق در پی بررسی عوامل تعیین‌کننده خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از داده‌های سال‌های گذشته آنهاست. بنابراین، روش مورد استفاده در این تحقیق، روش شبه تجربی است.

#### جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور انتخاب نمونه از روش حذفی استفاده شده است. در صورتی که هر یک از شرکت‌های جامعه تمام معیارهای زیر را احراز کرده باشد به عنوان نمونه انتخاب شده است:

۱- شرکت قبل از سال ۱۳۸۰ در فهرست تابلو بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

۲- شرکت طی سال‌های ۱۳۸۰ تا پایان ۱۳۸۳ سودده بوده، و در هیچ سالی (۱۳۸۰ تا پایان ۱۳۸۳) متحمل زیان نشده باشد.



۳- شرکت طی هر چهار سال مورد بررسی (۱۳۸۰ تا پایان ۱۳۸۳) سود نقدی پرداخت کرده باشد.

با توجه به معیارهای ذکر شده ۱۲۴ شرکت به عنوان نمونه نهایی انتخاب و داده های مربوط برای دوره زمانی چهار ساله از طریق صورتهای مالی شرکت ها و سایر بانک های اطلاعاتی نظیر تدبیرپرداز استخراج شد. لازم به ذکر است برای محاسبه برخی از متغیرها نظیر نوسان پذیری سود داده های مورد نیاز مربوط به قبل از سال ۱۳۸۰ نیز استخراج گردید.

#### متغیر وابسته و روش محاسبه آن

همانطور که قبلاً ذکر شد، متغیر وابسته در این تحقیق درصد توزیع سود است که با استفاده از نسبت زیر مورد محاسبه قرار گرفته است:

$$\text{Payout Ratio}_{it} = \text{DPS}_{it} / \text{EPS}_{it}$$

جایی که  $\text{Payout Ratio}_{it}$  درصد توزیع سود شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\text{DPS}_{it}$  سود نقدی پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$ ، و  $\text{EPS}_{it}$  سود هر سهم شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

#### متغیرهای مستقل و روش محاسبه آنها

##### وضعیت نقدینگی شرکت

برای تعیین وضعیت نقدینگی شرکت ها از شاخص های مختلفی استفاده می شود که از آن جمله نسبت جاری، نسبت آنی و نسبت جریان های نقدی ناشی از فعالیت های عملیاتی به سود عملیاتی است. در این بررسی برای تعیین وضعیت نقدینگی نسبت جریان های نقدی ناشی از فعالیت های عملیاتی به سود عملیاتی شرکت مورد استفاده قرار گرفته که به صورت زیر محاسبه شده است:

$$\text{LIQ}_{it} = \text{OCFit} / \text{OE}_{it}$$

جایی که  $\text{LIQ}_{it}$  وضعیت نقدینگی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\text{OCFit}$  جریان های نقدی ناشی از فعالیت های عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\text{OE}_{it}$  سود عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

**ثبات در سود آوری شرکت**

برای تعیین ثبات سود آوری شرکت، شاخص‌های مختلفی را می‌توان ذکر کرد که از آن جمله وازیانس و انحراف معیار سود است. در این مطالعه به منظور اندازه‌گیری نوسان-پذیری سود از واریانس سودهای همگن شده در یک دوره سه ساله به صورت زیر استفاده شده است:

$$\text{Earning}_{it-1}, \text{Earning}_{it-2}, \text{VARE}_{it} = \text{VAR} [\text{Earning}_{it-3}]$$

جایی که  $\text{VARE}_{it}$  نوسان پذیری سود شرکت  $i$  در سال  $t$ ، و  $\text{Earning}_{it}$  سود همگن شده شرکت  $i$  در سال  $t$  با توجه به دارایی‌های ابتدای سال است.

**درجه اهرم مالی**

به منظور اندازه‌گیری درجه اهرم مالی، شاخص‌های متعددی را می‌توان ذکر کرد که از جمله آنها نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام و نسبت بدهی‌ها به ارزش بازار شرکت است. با توجه به وضعیت تورمی ایران و سیستم حسابداری مبتنی بر بهای تمام شده تاریخی به نظر می‌رسد که نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام، شاخص‌های مناسبی برای اندازه‌گیری اهرم در ایران نباشد. در این مطالعه برای درجه اهرم مالی از نسبت بدهی‌ها به ارزش بازار شرکت استفاده شده است. این نسبت بیانگر میزان استفاده از قدرت اهرمی بدهی با توجه به ارزش روز آورده سهامداران است. نسبت ذکر شده به صورت زیر محاسبه شده است:

$$\text{LEV}_{it} = \text{TD}_{it} / \text{MV}_{it}$$

جایی که  $\text{LEV}_{it}$  درجه اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\text{TD}_{it}$  کل بدهی شرکت  $i$  در سال  $t$ ، و  $\text{MV}_{it}$  ارزش بازار شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

**فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور**

برای اندازه‌گیری میزان فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور از شاخص‌های متعددی می‌توان استفاده کرد که از آن جمله نسبت  $P/E$  است. در این بررسی از نسبت  $P/E$  به عنوان شاخص وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور استفاده شده است:

$$\text{PIO}_{it} = \text{Pit} / \text{EPS}_{it}$$

جایی که  $PIO_{it}$  فرصت های سرمایه گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $P_{it}$  قیمت قبل از مجمع سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ ، و  $EPS_{it}$  سود هر سهم شرکت  $i$  در سال  $t$ ، است.

### یافته های تحقیق

#### آمار توصیفی

در جدول (۱) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق آورده شده است. همان طور که در جدول ذکر شده است، ملاحظه می شود میانگین درصد توزیع سود معادل  $۷۱/۴۶$  درصد است. این آماره حاکی است که شرکت های ایرانی، بخش عمده سود خود را بین سهامداران توزیع می کنند. همچنین واریانس متغیر ذکر شده  $۲۳/۳۳$  درصد بوده است. زیاد بودن میزان واریانس بیانگر این است که مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس کمتر از یک خط مشی ثابت در تقسیم سود پیروی می کنند و تصمیمات تقسیم سود آنها بیشتر بر وضعیت موجود مبتنی است.

میانگین نسبت جریان نقدی ناشی از فعالیت های عملیاتی به سود عملیاتی شرکت های نمونه معادل  $۰/۷۹۵۹$  و واریانس آن  $۳/۳۹۲۸$  است که بیشتر بودن واریانس، حاکی از تنوع شرکت های نمونه و مناسب بودن نمونه انتخابی است. میانگین متغیر نوسان پذیری سود  $۰/۰۵۱۱$  و واریانس آن  $۰/۰۳۷۹$  است که بیانگر نوسانات کم سود در شرکت های ایرانی است. این آمار حاکی از ثبات سود در شرکت های ایرانی است.

جدول ۱: آمار توصیفی

شرح	متغیر	میانگین	واریانس
درصد توزیع سود	Payout Ratio	۰/۷۱۴۶	۰/۲۳۳۳
وضعیت نقدینگی	LIQ	۰/۷۹۵۹	۳/۳۹۲۸
نوسان پذیری سود	VARE	۰/۰۵۱۱	۰/۰۳۷۹
درجه اهرم مالی	LEV	۲/۱۰۱۰	۸/۰۲۳۲
فرصت های سرمایه گذاری سود آور	PIO	۷/۹۱۳۶	۴/۸۳۵۱
تعداد	N	۴۲۲	۴۲۲

میانگین نسبت بدهی‌ها به ارزش بازار شرکت (درجه اهرم مالی) ۲/۱۰۱۰ و واریانس آن ۸/۰۲۳۲ است. میانگین بالای درجه اهرم مالی شرکت‌های نمونه حاکی از استفاده از قدرت اهرمی بدهی‌ها توسط شرکت‌ها به دلیل کم بودن هزینه تأمین مالی از طریق بدهی است. هم‌چنین زیاد بودن واریانس آن نیز حاکی از تنوع زیاد شرکت‌های نمونه است. نسبت P/E که به عنوان شاخص وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور استفاده شده از میانگینی معادل ۷/۹۱۳۶ و واریانسی برابر با ۴/۸۳۵۱ برخوردار بوده است. با توجه به آمار توصیفی می‌توان چنین استنباط کرد که نمونه انتخاب شده از تنوع لازم برخوردار، و بیانگر جامعه تحقیق است.

جدول (۲) میزان همبستگی متغیرهای مورد بررسی با توجه به کل داده‌های سال/ شرکت را نشان می‌دهد. ضرایب همبستگی منعکس شده در این جدول بیانگر همبستگی نسبتاً قوی بین وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور (PIO) و وضعیت نقدینگی (LIQ) با درصد توزیع سود (Payout Ratio) و هم‌چنین همبستگی نسبتاً قوی بین نوسان‌پذیری سود (VARE) با وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور (PIO) و وضعیت نقدینگی (LIQ) است. از سوی دیگر، همبستگی قابل توجهی بین نوسان‌پذیری سود (VARE) با درجه اهرم مالی (LEV) سهم وجود دارد.

جدول ۲: ماتریس ضریب همبستگی پیرسون برای متغیرهای مورد بررسی

نام متغیر	Payout Ratio	LIQ	VARE	LEV	PIO
Payout Ratio	۱	۰/۱۰۶**	-۰/۰۰۵	۰/۰۲۳	۰/۱۸۳***
LIQ	۰/۱۰۶	۱	-۰/۰۹۳**	۰/۰۱۲	-۰/۰۴۶
VARE	-۰/۰۰۵	-۰/۰۹۳**	۱	۰/۰۶۸*	۰/۱۳۳***
LEV	۰/۰۲۳	۰/۰۱۲	۰/۰۶۸*	۱	-۰/۰۰۹
PIO	۰/۱۸۳***	-۰/۰۴۶	۰/۱۳۳***	-۰/۰۰۹	۱

\*\*\*، \*\*، \* به ترتیب در سطح ۰/۹۹، ۰/۹۵، و ۰/۹۰ معنادار است.

## نتایج آزمون فرضیات

### نتیجه آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیات در جدول (۳) آورده شده است. فرضیه اول تحقیق به بررسی ارتباط بین وضعیت نقدینگی شرکت و درصد توزیع سود پرداخته است. همان طور که در جدول شماره (۳) مشاهده می شود، بین متغیر وضعیت نقدینگی شرکت (LIQ)، و درصد توزیع سود ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. ضریب متغیر وضعیت نقدینگی شرکت (LIQ) معادل ۰/۰۰۸ است که با توجه به مقدار  $t(2/349)$  با احتمال بیش از ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد.

در واقع می توان گفت بین درصد توزیع سود و وضعیت نقدینگی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بدین معنی که شرکت هایی که از نظر نقدینگی در وضعیت بهتری قرار دارند از درصد توزیع سود بیشتری برخوردارند و بالعکس شرکت هایی که از وضعیت نقدینگی مناسبی برخوردار نیستند، تمایل دارند که بخش اعظم نیازهای نقدینگی خود را از طریق کاهش درصد توزیع سود تأمین کنند. نتایج این فرضیه با یافته های پژوهشگران غربی نظیر لیتنر و بیکر، فارلی و ادلمن، سازگار است.

### نتیجه آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم تحقیق بیان می کند که بین نوسان پذیری سود و درصد توزیع سود ارتباط منفی و معنی داری وجود دارد. بر مبنای بررسی انجام شده بین درصد توزیع سود و نوسان پذیری سود (VARE)، رابطه معناداری وجود نداشته است، اما نوع ارتباط منفی بوده است. ضریب متغیر نوسان پذیری سود (VARE) معادل  $-0/149$  است که با توجه به مقدار  $t(-0/496)$  با احتمال بیش از ۹۵ درصد رد می شود. دلیل عدم تأیید این متغیر را شاید بتوان به عدم توجه مدیران به خطرپذیری در توزیع سود نسبت داد. به نظر می رسد مدیران و سهام داران در توزیع سود چندان به مقوله خطرپذیری توجهی ندارند در حالی که بر مبنای مطالعات بیکر و پاول، بیکر و فارلی و پریت و گیتمن، یکی از عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود، ثبات در سودآوری شرکت هاست.

نتایج مطالعات انجام شده در غرب نشان داده است، شرکت‌هایی که ثبات سودآوری کمتری دارند به دلیل ریسک بیشتر و ابهام در خصوص سودهای آینده سود کمتری را بین سهامداران توزیع، و بخش عمده سود را به منظور پوشش زیان‌های آینده در شرکت حفظ می‌کنند. اما نتایج این مطالعه نشان داد که مدیران و سهامداران در ایران در توزیع سود به میزان نوسان پذیری سود توجه چندانی ندارند. در واقع می‌توان گفت در ایران شرکت‌ها در مورد خط مشی تقسیم سود به خطرپذیری سودهای آینده توجه چندانی ندارند.

جدول ۳: نتایج رگرسیون چند متغیره حاصل از بررسی ارتباط بین درصد توزیع سود با متغیرهای مورد بررسی

$$\text{Payout Ratio}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LIQ}_{it} + \beta_2 \text{VARE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{PIO}_{it} + e_{it}$$

شرح	نام متغیر	ضریب	مقدار t	مقدار خطا	علامت	پیش بینی شده
مقدار ثابت		۰/۶۷۹	۱۹/۹۵۲	۰/۰۰۰		
وضعیت نقدینگی	LIQ	۰/۰۰۸	۲/۳۴۹	۰/۰۱۹	+	
نوسان پذیری سود	VARE	-۰/۱۴۹	-۰/۴۹۶	۰/۶۲۰	-	
درجه اهرم مالی	LEV	۰/۲۰۹	۰/۴۳۳	۰/۶۶۶	-	
فرصت‌های سرمایه گذاری سودآور	PIO	۰/۰۱۰	۴/۱۴۱	۰/۰۰۰	-	
دوربین واتسون	DW	۲/۰۵۴				
ضریب تعیین تعدیل شده	Adj R square	۰/۰۵۴				

### نتیجه آزمون فرضیه سوم

سومین فرضیه این تحقیق به بررسی ارتباط بین درجه اهرم مالی و درصد توزیع سود پرداخته است. نتایج آزمون این فرضیه در جدول شماره (۳) آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره (۳) ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر درجه اهرم مالی (LEV) معادل ۰/۲۰۹ است که با توجه به مقدار t (۰/۴۳۳) با احتمال بیش از ۹۵ درصد رد می‌شود؛ یعنی

بین درصد توزیع سود و درجه اهرم مالی (LEV) ارتباط معناداری وجود ندارد. عدم تأیید این فرضیه را شاید بتوان به موانع و مشکلات شرکت ها در تأمین مالی از طریق بدهی در ایران نسبت داد که البته این موضوع نشأت گرفته از ساختار اقتصادی کشور است. نتایج این فرضیه با یافته های پژوهشگران غربی نظیر مطالعه بیکر، فارلی و ادلمن و بیکر و پاول، سازگار نیست. در ایران غالباً در قراردادهای بدهی شرکت ها در رابطه با توزیع سود محدود نمی شود. از روی دیگر در ایران شرکت ها با افزایش درجه اهرم (افزایش ریسک مالی) ترجیح می دهند به جای کاهش درصد توزیع سود از افزایش سرمایه به منظور اصلاح ساختار مالی و کاهش ریسک مالی استفاده کنند.

#### نتیجه آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم تحقیق به این صورت مطرح شده بود که بین فرصت های سرمایه گذاری سودآور و درصد توزیع سود ارتباط منفی و معنی داری وجود دارد؛ یعنی با افزایش فرصت های سرمایه گذاری سودآور، شرکت ها درصد کمتری از سود را بین سهامداران توزیع می کنند. همان طور که در جدول (۳) مشاهده می شود، ضریب متغیر فرصت های سرمایه گذاری سودآور (PIO) معادل  $0/010$  که با توجه به مقدار  $t(4/141)$  با احتمال بیش از ۹۹ درصد فرضیه پذیرفته می شود؛ یعنی بین متغیر فرصت های سرمایه گذاری سودآور و درصد توزیع سود شرکت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد که البته از لحاظ نوع ارتباط با فرضیه مطرح شده مغایر است.

نتایج این فرضیه می تواند بیانگر این باشد که شرکت هایی که از فرصت های رشد بیشتری برخوردارند، تمایل دارند که در راستای افزایش جذابیت سهام و جلب اعتماد سرمایه گذاران در راستای مشارکت در افزایش سرمایه درصد بیشتری از سود خود را بین سهامداران توزیع کنند. نتایج این فرضیه از نظر علامت با مطالعات انجام شده توسط کاتور، الدیهانی و تروم، سازگار نیست.

**سایر یافته‌ها**

نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره حاکی از تأیید تنها یک متغیر از بین چهار متغیر مورد بررسی بوده است. مقدار دوربین واتسون مدل ذکر شده در جدول شماره (۳) معادل ۲/۰۵۴ بوده است که حاکی از عدم خودهمبستگی متغیرها دارد. هم‌چنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل معادل ۵/۴ درصد بوده که بیانگر این است که بیش از ۵ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود که البته نسبتاً کم است. لازم به ذکر است که عرض از مبدأ مدل نیز معادل ۰/۶۷۹ بوده است که معنادار بوده است. به طور کلی، نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که مدیران و سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به عوامل تعیین کننده خط مشی تقسیم سود توجه چندانی ندارند و با توجه به چشم‌انداز آینده شرکت در این زمینه تصمیم‌گیری نمی‌کنند.

**محدودیت‌های تحقیق**

با توجه به اینکه این تحقیق، یافته‌ها و نتایج مفید قابل توجهی را ارائه کرده است، ضرورت دارد این نتایج با ملاحظه محدودیت‌های زیر، که در این تحقیق با آن روبه‌رو بوده‌ایم، مورد تحلیل و تفسیر قرار گیرد:

۱. گرچه نمونه‌گیری از جامعه تحقیق به صورت تصادفی و با فرض عادی بودن توزیع آن انجام گرفته، تعمیم‌پذیری نتایج تنها به شرکت‌هایی امکان‌پذیر است که ویژگی آنها با ویژگی جامعه و نمونه انتخاب شده، همگن و هم‌تا باشد.
۲. وجود داده‌های مورد نیاز و آسان بودن دسترسی به آنها یکی از ضروریات تحقیق است. به دلیل نبودن پایگاه‌های اطلاعاتی جامع و سایر تنگناهای ساختاری، دسترسی و استخراج اطلاعات به میزان قابل توجهی با دشواری روبه‌رو بوده است. بنابراین، هرگونه نارسایی در زمینه جمع‌آوری اطلاعات، که می‌توانست بر نتایج تحقیق تأثیر بگذارد، از جمله محدودیت‌های این تحقیق تلقی می‌شود.



### ارائه پیشنهاد های تحقیق

۱. از جمله مواردی که می تواند در تصمیم گیری مدیران از اهمیت قابل توجهی برخوردار باشد، تصمیمات مرتبط با خط مشی تقسیم سود است. در واقع دستیابی به اهداف بلند مدت و در کنار آن تأمین رضایت سهامداران، مستلزم تصمیم گیری صحیح توسط مدیریت و تخصیص بهینه درآمدها در قالب سود تقسیمی و سود انباشته است. از این رو، پیشنهاد می شود، مدیران و سهامداران در اتخاذ تصمیمات خود در زمینه سیاست تقسیم سود به این عوامل توجه لازم و کافی داشته باشند.

۲. یکی از مهمترین عواملی که سرمایه گذاران هنگام تعیین ارزش سهام شرکت ها مورد توجه قرار می دهند، جریان های نقدی ناشی از سرمایه گذاری است. سود تقسیمی یکی از جریان های نقدی است که از سرمایه گذاری در سهام به دست می آید و میزان آن بر اساس سیاست تقسیم سود تعیین می شود. از این رو، پیشنهاد می گردد که سرمایه گذاران با توجه به این عوامل بویژه وضعیت نقدینگی شرکت به ارزیابی و تحلیل وضعیت و سیاست تقسیم سود شرکت ها پردازند و بر اساس آن شرکت های مطلوب را برای سرمایه گذاری خود انتخاب کنند.

## منابع و مأخذ

- وفادار، عباس؛ غلامی، اسماعیل (۱۳۷۶)؛ «نگرشی بر سیاست های تقسیم سود و تأثیر آن بر ارزش بازار سهام مؤسسات اقتصادی»، *حسابدار*، سال دوازدهم، شماره ۱۲۳، ص. ۳۱-۱۹.
- AL-Deehani T. M. (2003), "Determinants of Dividend Policy: The Case of Kuwait, " *Journal of Economic & Administrative sciences*, Vol.19, No.2, (December), pp. 59-76.
- Anand, M.(2004), "Factor Influencing Dividend Policy Decisions of Corporate India" *The ICFAI Journal of APPLIED FINANCE*, vol. 10, No.2, pp. 5-16.
- Baker, H. K. and Farrelly, G. E., (1986), "Dividend Achievers: A Behavioral Look, " *Akron Business and Economic Review*, Vol. 19, pp. 79-92.
- Baker, H. K. and Powell, G. E. (2000), "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms, " *Financial Practice and Education*, Spring/Summer, pp. 29-40.
- Baker, H. K., Farrelly, G. E., and Edelman, R. B., (1985), "A Survey of Management Views on Dividend Policy, " *Journal of Financial Management*, Vol. 14, pp.78-84.
- Brav, A. , Graham , J. R. , Harvey , C. R. and Michaely , R.(2005) , "Payout Policy in the 21<sup>st</sup> Century , " *Journal Of Financial Economics* , Vol.77 , No.3 , (September) , pp. 483-527.
- Kanwer, A. (2003) , "The Determinants of Corporate Dividend Policies in Pakistan"; *Foundation for Business and Economic Research*, (December), pp.1-8.
- Lintner J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends Retained Earnings and Taxes, " *American Economic Review*, Vol.46, pp. 97-113.
- Miller, M. and Modigliani, F.(1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, " *Journal of Business*, Vol.34, pp. 411-433.
- Powell, G. H. , Baker, H. K. and Theodore, V. E., (2002), "Factors Influencing Dividend Policy Decisions of NASDAQ Firms, " *The Financial Review*, Vol. 11, pp. 241-62.
- Pruitt, S. W. and Gitman, I. J. (1991), "The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms, " *Financial Review*, Vol. 26, pp. 409-430.
- Trumm, K. (2004); "Determinants of Dividend Policy in Stonian Enterprises". *Working paper*, University of Tartu, 8.