

رابطه میان جریان نقدی آزاد، وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمود یحیی‌زاده^۱ / سیدمهدی عمادی^۲

چکیده

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از بحث انگیزترین مباحث علم مالی در بیش از پنج دهه اخیر مطرح بوده است. تقسیم سود بعنوان عاملی موثر بر استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری‌های برای شرکت‌ها محسوب می‌شود. هر قدر میزان سود تقسیمی بیشتر باشد، نیاز به منابع مالی خارج از شرکت جهت سرمایه‌گذاری بیشتر می‌گردد. این عامل می‌تواند بر قیمت سهام شرکتها در آینده تاثیر بسزایی داشته باشد. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران خواهان تقسیم سود نقدی می‌باشند، از این رو مدیران همواره باید بین علایق مختلف سهامداران تعادل برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مصوب را به سهامداران بپردازند. در تحقیق حاضر ارتباط میان پارامترهای جریان نقدی آزاد و وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ده ساله (۱۳۷۶-۱۳۸۷) مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که رابطه معنی‌داری بین وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی شرکت‌ها وجود دارد، اما بین جریان نقدی آزاد و میزان سود تقسیمی شرکت‌ها رابطه معنادار وجود ندارد.

واژگان کلیدی: سیاست تقسیم سود، سود تقسیمی، وضعیت سودآوری، جریان نقدی آزاد،

طبقه‌بندی موضوعی: G35

۱. دانشیار گروه مدیریت بازرگانی دانشگاه مازندران

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه مازندران

مقدمه

موضوع سود سهام و درصد سود تقسیمی همه ساله با پایان یافتن سال مالی شرکت‌ها و نزدیک شدن به زمان برگزاری مجمع عمومی عادی سالانه یکی از مباحث فراگیر نزد سهامداران و مدیران شرکت‌ها می‌باشند. اصطلاح سود تقسیمی^۱ به وجه نقدی اطلاق می‌شود که از بابت سود سهام به سهامداران پرداخت می‌شود. سود تقسیمی از عمده‌ترین جریان‌های نقدی خروجی بسیاری از شرکت‌ها محسوب می‌شود. برای مثال فقط در سال ۱۹۹۹ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام نیویورک بیش از ۳۵۰ میلیارد دلار سود به صورت نقدی توزیع نمودند. با وجود این، در همین سال حدود ۲۵ درصد از شرکت‌ها، هیچ سودی تقسیم نکردند (Ross, et al., 2002). در دهه گذشته شرکت‌های ایرانی سالانه بیش از دو سوم از سود ویژه خود را به صورت سود تقسیمی پرداخت کرده‌اند (صمدزاده، ۱۳۷۴). با وجود این، سیاست‌های تقسیم سود بین شرکت‌ها بسیار متفاوت است. حدود ۵ درصد از شرکت‌ها به حداقل پرداخت قانونی سود (۱۰ درصد) اکتفا نمودند و بعضی از شرکت‌ها بیشتر از درآمد خالص خود سود تقسیمی پرداخت نمودند.

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از بحث‌انگیزترین مباحث علم مالی مطرح بوده، به طوری که علاقه اقتصاددانان قرن حاضر و بیش از پنج دهه اخیر را به خود معطوف کرده و موضوع الگوهای نظری جامع و بررسی‌های تجربی بوده است. شماری از الگوهای نظری متناقض که همگی فاقد پشتوانه قوی تجربی هستند به عنوان تلاش‌های جاری برای توضیح رفتار تقسیم سود شرکت‌ها تعریف می‌شوند (Frankfurter, et al., 2002).

تقسیم سود از چند جنبه حائز اهمیت است. از یک نظر، تقسیم سود عاملی موثر بر استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌هاست. هر قدر میزان سود تقسیمی بیشتر باشد، منافع داخلی شرکت به منظور اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری کمتر خواهد شد. و نیاز به منابع مالی خارج از شرکت بیشتر می‌گردد و این عامل می‌تواند بر قیمت سهام شرکت‌ها در آینده تاثیر بسزایی داشته باشد. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند، از این رو مدیران همواره باید بین علایق مختلف سهامداران تعادل برقرار نمایند، تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز بعضی از سهامداران را بپردازند. اجرای سیاست‌های مناسب تقسیم سود در بازار کامل سرمایه موجب حداکثر کردن ثروت سهامداران را فراهم می‌کند لذا در این راستا سوالاتی مطرح می‌شود که عبارتند از:

1. Dividend

چه مقدار از جریان نقدی آزاد شرکت را باید بین سهامداران توزیع نمود؟ سود تقسیمی بین سهامداران چقدر ثبات دارد؟ آیا وضعیت سودآوری از نظر سرمایه‌گذاران بر نسبت پرداخت سود تاثیر می‌گذارد؟

سرمایه‌گذاران انگیزه‌های مختلفی جهت خرید سهام دارند. برخی از آنها با این انگیزه سهام عادی شرکت را خریداری می‌کنند که بطور مستمر سالیانه مبلغی به عنوان سود سهام عادی دریافت کنند، در حالی که برخی دیگر به امید برخورداری از افزایش قیمت سهام، به خرید سهام عادی اقدام می‌کنند. برخی دیگر نیز با هدف دریافت سود سهام و افزایش قیمت سهام عادی را می‌خرند، به همین دلیل مدیران باید جهت برآورده ساختن انتظارات سهامداران شرکت سیاست‌های متفاوتی را اتخاذ نمایند. از جمله این سیاست‌ها، سیاست تقسیم سود و سیاست‌های مربوط به ساختار سرمایه و تامین مالی می‌باشد که مدیریت می‌تواند با اتخاذ سیاست‌های مناسب، هدف اصلی شرکت که همان حداکثر کردن سود شرکت و در نهایت حداکثر کردن ثروت سهامداران است را تحقق بخشد (بولو، ۱۳۷۸).

پندی (Pandey, 2001) معتقد است سیاست سود تقسیمی، سود خالص شرکت را به دو بخش تقسیم می‌کند: سود انباشته و سود تقسیمی. سود انباشته جریان نقدی مورد نیاز جهت تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های شرکت را فراهم می‌کند. شرکتی که معمولاً سود تقسیمی به صورت نقدی پرداخت می‌نماید و همچنین برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری به نقدینگی نیاز دارد، مجبور خواهد بود تا از منابع خارجی مانند اوراق قرضه یا انتشار سهام جدید استفاده نماید. بنابراین سیاست سود تقسیمی شرکت هم بر تأمین مالی بلندمدت و هم بر ثروت سهامداران تأثیر می‌گذارد.

شرکت‌ها نسبت پرداخت سود خود را با توجه به عوامل مختلفی از جمله وضعیت نقدینگی، دیون شرکت، توانایی شرکت در دستیابی به بازارهای پول و سرمایه، علایق سهامداران، سود شرکت به عنوان منبع تأمین مالی محتوای اطلاعاتی تقسیم سود، هزینه انتشار، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، محدودیت‌های قرارداد وام و اوراق قرضه، ثبات سودآوری، محدودیت‌های قانونی و منافع مدیریت تعیین می‌کنند. 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 تقریباً تمام سود را توزیع می‌کنند. تصمیم‌گیری در مورد اینکه چه درصدی از سود به عنوان سود تقسیمی توزیع شود موضوع مهمی است که مدیران مالی با آن مواجه هستند زیرا این تصمیم دچار مشکل استدلال دوطرفه می‌باشد. از یک طرف دلایل زیادی وجود دارد

که باید سود تقسیمی بالائی پرداخت نمود اما از طرف دیگر دلایل بسیار خوبی وجود دارد که باید سود تقسیمی کمی پرداخت نمود (Ross, et al., 2002). همچنین این تصمیم مقدار سودی که باید به سرمایه‌گذاران پرداخت شود و مقدار پولی که باید برای سرمایه‌گذاری مجدد نگهداری شود مشخص می‌کند. اعلامیه‌های مربوط به میزان سود تقسیمی به خوبی در رسانه‌ها ثبت و مستندسازی می‌شود، زیرا بسیاری از سرمایه‌گذاران آن را مهم تلقی می‌نمایند و برنامه‌های خرید سهام خود را بر اساس آن تنظیم می‌کنند و در نتیجه تصمیم‌گیری در مورد پرداخت سود تقسیمی ممکن است موضوع بحث برانگیزی در مدیریت هر یک از شرکت‌ها باشد. چون درباره دو موضوع مهم تأمین مالی بلندمدت شرکت حداکثرسازی ثروت سهامداران تصمیم‌گیری می‌شود. بینر (Beiner, 2001) بیان می‌دارد که سیاست سود تقسیمی می‌تواند اطلاعاتی را درباره عملکرد شرکت فراهم کند و بر قیمت سهام و رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد. به همین دلیل در دنیای واقعی مدیران مالی شرکت هنگام تدوین سیاست سود تقسیمی، باید با بررسی فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی شرکت نسبت به منابع داخلی سرمایه تصمیم‌گیری نمایند و بین سود تقسیمی فعلی و رشد آینده تعادل برقرار کنند تا ثروت سهامداران حداکثر شود. سیاست سود تقسیمی در طول فرآیند برنامه‌ریزی تعیین می‌شود و بخشی از استراتژی بلندمدت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت است که بطور همزمان تدوین می‌شوند. با توجه به اهمیت موضوع در تحقیق حاضر رابطه میان جریان نقدی آزاد و وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در فاصله زمانی ۱۳۷۶-۱۳۸۷ مورد بررسی قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه‌های زیر مورد آزمون قرار می‌گیرند.

- رابطه معنی‌داری بین جریان نقدی آزاد و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

- رابطه معنی‌داری بین وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

پیشینه تحقیق

لینتر (Linter, 1956) یک مدل تعدیل‌شده برای توضیح رفتار سود تقسیمی شرکت ارائه می‌دهد. مدل وی بر این موضوع دلالت دارد که سود تقسیمی جاری تابعی از میانگین وزنی هندسی درآمدهای جاری و گذشته است. از طرفی این مدل فرض می‌کند که شرکت‌ها سودهای تقسیمی گذشته خود را تعدیل می‌کنند تا به تدریج به یک سطح تقسیمی آرمانی دلخواه دست یابند.

میلر و همکاران (Miller, et al., 1961) نشان دادند که سیاست تقسیم سود در تعیین ارزش شرکت و بهای تمام شده سرمایه در بازارهای سرمایه کارا نامربوط است. چنانچه سیاست تقسیم سود نامربوط باشد، دلیلی ندارد که شرکت‌ها سیاست تقسیم سود سیستماتیک‌ی اتخاذ نمایند. بنابراین با وجود سیاست‌های تامین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت، سود تقسیمی ممکن است با سود و به طور همزمان با منابع و استفاده از وجوه مرتبط باشد. با وجود دیدگاه آنان در خصوص نامربوط بودن، میلر و همکاران (Miller, et al., 1959) نشان دادند که سود تقسیمی ممکن است حاصل اطلاعاتی باشد که در بازار شناخته نشده است. این استدلال تحت عنوان «فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی» نامیده می‌شود.

باتاچاریا (Batachariya, 1979)، ویلیامز و همکاران (Wiliamz, et al., 1958) و میلر و همکاران (Miller, et al., 1958) و کومار و همکاران (Kumar, et al., 1988) فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی را با استفاده از یک رویکرد موازنه‌ای علامت‌دهی فرموله کردند. بر اساس مدل علامت‌دهی سود تقسیمی، باید انعکاس‌دهنده اطلاعات مدیریت در خصوص سودآوری آتی شرکت باشد. سود تقسیمی بالا نشان‌دهنده وضعیت خوب سودآوری شرکت است و بنابراین ارزش بازار سهام شرکت افزایش می‌یابد.

روزف (Rozeff, 1982) بیان نمود که شرکت‌ها همواره سعی در کاهش مجموع سه هزینه بالا یعنی هزینه‌های معاملاتی ناشی از تامین مالی از بازار سرمایه، محدودیت‌های تامین مالی و هزینه‌های نمایندگی دارد. او اعلام نمود که هرچه مالکیت غیر متمرکز و بیشتر پراکنده باشد، سود بیشتری توزیع می‌شود. هر چقدر هزینه‌های معاملاتی بیشتر شود، تقسیم سود نیز کاهش می‌یابد.

دیوچا و همکاران (Divecha, et al., 1983) با بررسی اطلاعات روزانه ۶۸۸ شرکت آمریکائی اذعان داشتند که اعلام سود تقسیمی، علامت‌دهی نسبت به سود آتی محسوب می‌شود و این نکته را تایید کرد که تغییرات مثبت سود تقسیمی باعث ایجاد بازده مثبت می‌شود.

کورمندی و همکاران (Kormendi, et al., 1996) مدل سود دائمی را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که تغییرات سود سهام در درجه اول به تغییرات سود دائمی بستگی دارد و سودهای موقتی اثر کمتری بر روی سود سهام تقسیمی دارند و یا سودهای موقتی اصلاً تأثیری بر سود سهام تقسیمی ندارند.

بروس سیف (Bruse seif, 1997) ارتباط تغییرات سود تعدیل‌شده و تغییرات سود سهام را با استفاده از داده‌های کشورهای آمریکا، کانادا، فرانسه، آلمان، استرالیا و انگلستان برای دوره ۱۹۸۴ –

۱۹۹۳ بررسی کرد. او دریافت که دقیقاً در زمان تغییرات سود سهام، تغییرات تعدیل شده با اهمیتی در سود وجود دارد. همچنین نتایج این تحقیق با مدل لیتنر که تغییرات سودهای دائمی، مقدم بر تغییرات سود تقسیمی است سازگاری دارد و بسیار ضعیف با فرضیه علامت‌دهی همخوانی دارد.

مدل‌های هموارسازی سود تقسیمی سنتی لیتنر (Lintner, 1956) و فاما و همکاران (Fama, et al., 1968) بیان می‌کنند که سود تقسیمی بر اساس سودهای جاری و گذشته بصورت سنتی تعیین می‌شود. در صورتی که توسط مرتون و همکاران (Merton, et al., 1987) و کائو (Kato, 1994) گزینه‌های سود را با انتظارات آتی مدیریت مرتبط می‌دانند. در تئوری علامت‌دهی مدیران از سود تقسیمی به عنوان وسیله انتقال اطلاعات خود برای تغییرات غیرمنتظره در سودهای آتی و قیمت سهام استفاده می‌کنند. در مقابل مدل ارزش حال بیان می‌دارد که قیمت سهام منعکس‌کننده اطلاعاتی در خصوص میزان سود تقسیمی آتی است. بنابراین قیمت سهام میزان سود تقسیمی آتی را مشخص می‌کند و هر تغییری در فرآیند تصادفی تقسیم سود بر رفتار قیمت سهام تأثیر می‌گذارد. (چانگ چن و همکاران 1999). پس از لیتنر (Lintner, 1956) تلاش‌های قابل ملاحظه‌ای در جهت ایجاد مدل برای تعیین میزان سود تقسیمی شرکت‌ها صورت گرفت. علی‌رغم این تلاش‌ها رفتار سود تقسیمی شرکت همچنان یک منبع بفرنج قابل توجه باقی مانده است (Kumar, et al., 1988).

هلی و همکاران (Healy, et al., 2000)، جنسن و همکاران (Jensen, et al., 1995)، شیلی و همکاران (1995) دریافتند شرکت‌هایی که سود تقسیم می‌کنند صرف نظر از سیاست تقسیم سودشان، تغییرات مثبتی در درآمد خود خواهند داشت. آنها همچنان به این نتیجه رسیدند شرکت‌هایی که سود تقسیم نمی‌کنند طی دو سال سود قابل ملاحظه‌ای را تجربه می‌کنند. آنجلو و همکاران (Anjelo, et al., 1996) نیز شرکت‌هایی را بررسی کردند که پس از چندین سال رشد، سود سالیانه-شان کاهش یافته بود. او دریافت که سود تقسیمی علامت قابل اتکائی نیست و مدیران علامت‌های مطلوبی در خصوص سود تقسیمی ارسال می‌کنند که بسیار به سودآوری آتی شرکت کمک می‌نماید. هیداکاکی کیوشی کائو و همکارانش (Hideaki kiyoshi kato, et al., 2002) ارتباط بین تغییرات جاری سود سهام، تغییرات سود سال قبل و تغییرات قیمت سهام را بررسی کردند. آنها دریافتند که نه تنها تغییرات جاری سود، بلکه تغییرات سود سال قبل اثر مثبت و قابل توجهی بر تغییرات قیمت سهام دارد.

دشماخ (Deshmukh, 2003) پویائی سیاست تقسیم سود را با استفاده از یک مدل تصادفی بررسی نمود و به این نتیجه دست یافت که رابطه منفی بین تقسیم سود و میزان نابرابری اطلاعات و

رشد فرصت‌ها وجود دارد. همچنین تقسیم سود بطور مثبت با سطح سود نقدی و وضعیت سودآوری مرتبط است. این نتایج با توصیف ترتیب اهرمی سازگار و با توضیح علامت‌دهی ناسازگار است. بوگدان (bogdan, 2004) سیاست سود تقسیمی شرکت‌های سوئیسی مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که تغییرات سود سهام با رشد سود خالص گذشته و حال بیشتر از آینده مرتبط است. او همچنین معتقد است که مدیران از تغییرات سود به عنوان محتوای اطلاعاتی یاد می‌کنند. نلسن (Nielsen, 2005) در تحقیقی تحت عنوان حکومت شرکتی و سیاست سود تقسیمی به این نتیجه رسید که بین اختیار و قدرت سهامدار و با یک ساختار سرمایه استوار رابطه منفی وجود دارد که شرکت‌ها با سهامداران ضعیف‌تر (با آگاهی کمتر) بیشتر تحت فشارند، بیشتر احتمال دارد که سود پردازند و در زمان پرداخت سود، سودهای بالاتری می‌پردازند.

هارادا (Harada, 2006) با بررسی تأثیر تجزیه و تحلیل تمرکز مالکیت و سیاست سود تقسیمی در شرکت‌های ژاپنی دریافت که سود سهام بطور ناخوشایندی با تمرکز مالکیت مرتبط است و نقش مهمی در تصمیمات شرکتی ایفا می‌کند، زیرا سهام سهامداران در حضور سهامداران بزرگ ارزش بیشتری پیدا می‌کند. این فرضیه نظارت و کنترل منافع شخصی منتخب سهامداران در مخارج اقلیت سهامداران را حمایت می‌کند. شرکت‌هایی با سهامداران برتر، هنگامی که قابلیت سوددهی افزایش می‌یابد، کمتر احتمال دارد که سودها را حذف کند. از سوی دیگر، هنگامی که وام زیاد است بیشتر احتمال دارد که سود افزایش یابد. این فرضیه سازگار با فرضیه‌ای است که توسط جنسن (Jensen, 1986) مطرح شد که پرداخت‌های سود می‌تواند با از بین بردن نقدینگی اضافی تحت نظارت مدیریت، جانشینی برای کنترل سهامدار باشد، بنابراین نظم و ترتیب مالی بیشتری را به دنبال دارد.

ایجی و همکاران (Eije, et al., 2006) سیاست سود تقسیمی شرکت‌های عضو اتحادیه اروپایی را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که سودهای پرداختی شرکت‌های اروپایی بطور شگرف در فاصله زمانی ۲۰۰۳-۱۹۸۹، از ۹۱ به ۶۲ درصد تنزل یافت، در حالی که پرداختی‌های سود بعنوان بخشی از منافع مشترک کلی بطور چشمگیری افزایش یافت. آنها همچنین به این نتیجه دست یافتند که ویژگی‌های شرکت نظیر اندازه، عمر شرکت بطور چشمگیری میل به پرداخت و میزان پرداخت را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر، شرکت‌هایی که سرعت توسعه می‌یابند احتمال کمتری دارد که اقدام به پرداخت سود نمایند و یا سود زیادی پرداخت نمایند.

سینگانیا (Singhanian, 2007) سیاست سود سهام ۵۹۰ شرکت لیست شده کشور هندوستان را در طی دوره سالهای ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۴ مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه دست یافت که با توجه به اینکه درصدی از شرکتها کاهش پرداخت سود را در طی این سالها اعلام کردند، سود میانگین در سهام حدود ۸ برابر افزایش یافت. این موضوع حاکی از آن است که شرکت‌هایی که اعلام سود سهام کردند، بصورت تصاعدی در طی این سالها درآمد بیشتری کسب نموده و سودهای بالاتری پرداختند. فلینت و همکاران (Flint, et al., 2010) در بازار استرالیا این فرضیه را که شرکتی که مقدار زیادی از سودش را توزیع نکند، دارای رشد سود آتی بیشتری است را رد می‌کند. در عوض درصد سود تقسیمی بالاتر می‌تواند نشان‌دهنده رشد سود آتی بالاتر باشد. نتایج بررسی شرکت‌های پذیرفته شده و پذیرفته نشده در بورس اوراق بهادار استرالیا در دوره زمانی ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۸، نشان می‌دهد که رابطه مثبت بین درصد سود تقسیمی و رشد سود آتی وجود دارد. نتایج این بررسی تمامی شرکت‌های پذیرفته شده و پذیرفته نشده در بورس اوراق بهادار استرالیا را برای دوره‌های زمانی یک، سه و پنج ساله در بر می‌گیرد. به علاوه یافته‌های آنها این ادعا را که چنین رابطه‌ای به علت بازگشت میانگین ساده سود می‌باشد را رد کرد. آنها همچنین شواهدی مبنی بر تایید اینکه جریان نقدی آزاد و جریان نقدی به عنوان دلیلی برای این رابطه می‌باشند پیدا ننموده‌اند.

ونگ و همکاران (Wang, et al., 2011) به بررسی سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تایوان از طریق آزمون فرضیه چرخه عمر پرداخت و اعلام نمودند که ارتباط پرداخت سود سهام نقدی، سود تقسیمی با سود آوری بالا، نرخ رشد بیشتر دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتر نسبت به زمانی که سود سهام نقدی و سود تقسیمی پرداخت نمی‌شود بیشتر است. این نتایج با فرضیه چرخه عمر پرداخت سود سهام در شرکت‌های جوانتر با پتانسیل رشد بالاتر سازگاری دارد، اما شرکت‌های با سود آوری کمتر گرایش بیشتری به توزیع سود تقسیمی نسبت به سود نقدی دارند.

تالانه (۱۳۷۰) سیاست‌ها و خط‌مشی‌های تقسیم سود شرکت‌ها را در ایران مورد بررسی قرار دادند. او در تحقیق خود سه نوع سیاست‌های پرداخت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران شامل: سیاست پرداخت درصدی از ارزش بازار، سیاست پرداخت ثابت و سیاست سود تقسیمی باقیمانده را مورد آزمون قرار داد و به این نتیجه دست یافت که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تمایل به سیاست تقسیم سود ثابت دارند.

صمدزاده (۱۳۷۴) به بررسی خط‌مشی‌های تقسیم سود و تاثیرات آن بر ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است و نتیجه گرفت که از ۸۴ شرکت مورد بررسی، ۶/۰ یعنی ۵ شرکت از سیاست تقسیم سود، و بقیه که ۴۷ شرکت بودند از سیاست واحدی نامشخص تقسیم سود پیروی کرده‌اند. او نتیجه گرفت که در بورس تهران سیاست واحدی که اکثریت شرکت‌ها از آن پیروی کنند وجود نداشته است و بیشتر شرکت‌ها بر اساس نیازهای مقطعی و سرمایه‌گذاری خود اقدام به توزیع سود سهام می‌نمایند.

خادم موخر (۱۳۸۰) رابطه بین سیاست تقسیم سود و تغییرات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه دست یافت که سیاست تقسیم سود بر قیمت سهام تاثیری نمی‌گذارد و قیمت سهام از عوامل دیگری پیروی می‌کند.

داده‌ها و روش تحقیق

داده‌های مورد نیاز برای این تحقیق از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بدست آمده است. برای این تحقیق شرکت‌های انتخاب شده که طی دوره زمانی (۱۳۸۵-۱۳۸۷) در بورس فعال بوده، سهام آنها به طور مداوم در بورس مورد مبادله قرار گرفته و نماد آنها بیش از ۴۵ روز کاری غیر فعال نبوده، زیان نداده باشند و نیز در طی این سال‌ها سود تقسیم کرده باشند. با توجه به این محدودیت‌ها جامعه آماری محدود به ۶۶ شرکت می‌باشد، نمونه این تحقیق را می‌توان یک نمونه زمانی از کل شرکت‌های بورس تهران به حساب آورد. داده‌های مورد استفاده در این تحقیق با مراجعه به سازمان بورس و با استفاده از نرم افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز، استخراج شده است.

معرفی الگو و متغیرهای تحقیق

مدل رگرسیونی مورد استفاده در این تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

(۱)

$$\text{Log}(\text{POR}_{it}) = \alpha + r_1 \log(\text{FCF}_{it}) + r_2 \text{PS}_{it} + e_{it}$$

که در آن FCF جریان نقدی آزاد، PS وضعیت سودآوری، POR میزان سود تقسیمی، r_1 ضریب حساسیت میزان سود تقسیمی در مقابل پارامتر جریان نقدی آزاد، r_2 ضریب حساسیت میزان

سود تقسیمی در مقابل پارامتر وضعیت سودآوری و e جمله اختلال (پسماند) رگرسیون می‌باشد. متغیرهای تحقیق به شرح ذیل تعریف می‌شوند:

۱- **نسبت سود تقسیمی:** در این تحقیق نسبت سود تقسیمی شرکتها با استفاده از رابطه زیر سنجیده می‌شود:

$$POR = \frac{DPS}{EPS}$$

که در این رابطه DPS عبارتست از سود تقسیمی هر سهم و EPS برابر با سود هر سهم می‌باشد و POR بیانگر درصد سود سهامی است که شرکت بین سهامداران توزیع می‌نماید. بدیهی است که هر چه این نسبت بیشتر باشد، نشان‌دهنده این است که شرکت میزان بیشتری از سود اکتسابی را تقسیم نموده است.

۲- جریان نقدی آزاد^۱:

وضعیت نقدینگی هر شرکت به ساختار سرمایه آن بستگی دارد. ساختار سرمایه نتیجه عملکرد و تصمیمات مدیران شرکت در مورد هر یک از اقلام دارایی‌ها و بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است. تغییرات این اقلام نیز به فعالیت‌های جاری، بازار پول و سرمایه، اوضاع اقتصادی، محیط فعالیت شرکت و تصمیم مدیران در اجرای طرح‌های توسعه و سرمایه‌گذاری وابسته است. جریان نقدی آزاد در حقیقت مازاد وجوه در دسترس است که پس از سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و سرمایه در گردش بین سهامداران و طلبکاران توزیع می‌شود.

جریان نقدی آزاد از طریق مابه‌التفاوت سود عملیاتی خالص پس از کسر مالیات (NOPAT) و سرمایه‌گذاری خالص در دارایی‌های عملیاتی محاسبه می‌شود.

سرمایه‌گذاری خالص در دارایی‌های عملیاتی - سود عملیاتی خالص پس از کسر مالیات = FCF

۳- **وضعیت سودآوری^۲:** در این تحقیق سودآوری با استفاده از نسبت حاشیه سود خالص محاسبه می‌شود:

فروش / سود پس از کسر مالیات = حاشیه سود خالص

این نسبت را حاشیه سود خالص هم می‌گویند. این نسبت سودآوری شرکت را به ازای یک مقدار معین فروش نشان می‌دهد. هر چقدر این نسبت بیشتر باشد، سودآوری شرکت بیشتر است و طبعاً توانایی بیشتری در پرداخت سود خواهد داشت و برعکس.

1. Free cash flow
2. Profitability situation

برای آزمون فرضیه‌ها، مدل فوق با استفاده از داده‌های تلفیقی^۱ برآورد شده است. در مورد همه ضرایب ساختار آزمون فرضیه به شکل زیر است:

رابطه معنی‌داری بین متغیر مستقل و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. $H_0: \beta = 0$

رابطه معنی‌داری بین متغیر مستقل و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. $H_1: \beta \neq 0$

جدول (۱): برآورد نتایج رگرسیون برای سالهای ۱۳۸۷-۱۳۷۶.

متغیر	ضریب	آماره محاسبه شده	سطح معنی‌داری Prob	نتیجه
جز ثابت	۳,۹۲	۲۰,۱۲	۰,۰۰	معنی‌داری ضریب
میزان سودآوری	۱,۲۳	۲,۲۷	۰,۰۱	معنی‌داری ضریب
جریان نقدی آزاد	-۰,۰۲۸	-۱,۲۷	۰,۲۱	بی‌معنی بودن ضریب
آماره F محاسبه شده	سطح معنی‌داری Prob		دوربین واتسون	ضریب تعیین
۳,۴۹	۰,۰۰		۱,۹۷۲	۰,۳۴۷

با توجه به آماره t استیودنت و سطح معنی‌داری متناظر با ضرایب هر یک از متغیرهای توضیحی می‌توان استنباط نمود که ضریب نسبت تقسیم سود در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار است. با مراجعه به جدول (۱) مشاهده می‌شود که یافته‌های تحقیق حاکی از وجود یک رابطه مثبت و معنی‌دار بین وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی بوده است، ولی رابطه معنی‌داری بین جریان نقدی آزاد و میزان سود تقسیمی وجود ندارد.

1. Panel Data

نتیجه گیری

به طور کلی تحقیقات انجام شده در زمینه تقسیم سود به سه دیدگاه فکری منجر گردیده است.

۱- عده‌ای به پیروی از عقاید پروفیسور لیتزن برگر معتقد بودن که کاهش سود پرداختی به سهامداران باعث افزایش ارزش سهام آنها می‌شود.

۲- عده‌ای دیگر مانند جان چایلد معتقدند که تقسیم سود برای سهامداران و شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است و تقسیم سود بیشتر، سهامداران را از زیانهای احتمالی برحذر می‌دارد.

۳- گروه سوم که از میان آنها میتوان پروفیسور میلر را نام برد، اعتقاد دارند که سیاستهای سرمایه‌گذاری مجدد سود سهام در شرکت باعث افزایش منفعت سهامداران میشود که در کل نتیجه بهتری از تقسیم سود به صورت نقدی دارد.

البته هر یک از سیاستهای تقسیم سود فوق یکی از قدیمی‌ترین و سوال برانگیزترین موضوعات مطروحه در مدیریت مالی بوده تا جایی که به قول فیشربلاک، از آن به عنوان «معمای سود سهام» یاد می‌کنند.

سیاست‌های تقسیم سود و تعیین حد مطلوب نسبت پرداخت سود سهام برای شرکت‌ها حائز اهمیت است. برخی معتقدند که شرکت‌های قدیمی‌تر و بالغ به علت امکانات محدودتر توسعه، معمولاً به تقسیم سود می‌پردازند و شرکت‌های جدید و کوچکتر که فن‌آوری پیشرفته را بکار می‌گیرند، به علت نیاز آتی برای سرمایه‌گذاری و توسعه به عدم تقسیم سود علاقه نشان می‌دهند. با عنایت به موارد یاد شده می‌توان گفت که سیاست‌های تقسیم سود متعددی می‌توانند وجود داشته باشند، اما اکثر آنها در سه گروه یا سه روش اصلی طبقه‌بندی می‌شوند. در روش اول یعنی پرداخت نسبت سود تقسیمی ثابت درصد ثابتی از سود خالص در سال بین سهامداران تقسیم می‌شود. در روش دوم هر سال مبلغ نسبتاً ثابتی به عنوان سود هر سهم بین سهامداران تقسیم می‌شود. روش سوم خط‌مشی تقسیم سود بین دو روش قبلی قرار دارد. بدین طریق که هر سال مبلغی را به عنوان سود ثابت پرداخت می‌کنند و با افزایش سود شرکت در دوران رونق مبلغ این سود را افزایش می‌دهند.

با توجه به تحقیقات به عمل آمده در موسسه توسعه صنعت سرمایه‌گذاری، شرکت‌های موجود در بازار سرمایه ایران از سیاست تقسیم سود خاصی پیروی نمی‌کنند. ضرورت ایجاب می‌کند تا سهامدارانی که به دنبال سرمایه‌گذاری بلندمدت در بازار سرمایه هستند با متغیرهایی که بر میزان سود تقسیمی شرکت‌ها تاثیر می‌گذارند آشنا شوند.

در این پژوهش از بین متغیرهای موثر بر سیاست تقسیمی سود شرکت‌ها، تاثیر جریان نقدی آزاد و وضعیت سودآوری بر میزان سود تقسیمی مورد بررسی و تجزیه تحلیل قرار گرفته است. یافته‌های این تحقیق حاکی از وجود یک رابطه مثبت و معنی‌دار بین وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی بوده است که این یافته با یافته‌های قبلی سازگار می‌باشد. نتایج این تحقیقات نشان می‌دهد که در ایران با افزایش حاشیه سود خالص، شرکت‌ها درصد بیشتری از سود خود را تقسیم می‌کنند، این موضوع اگرچه می‌تواند برای سهامداران معاف از مالیات یا بازنشسته رضایت‌بخش باشد، لیکن موجودی‌های در دسترس را برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی کاهش می‌دهد و ممکن است بر ارزش شرکت در آینده تاثیر منفی بگذارد. از طرف دیگر این نوع سیاست تقسیم سود، دید سرمایه‌گذاران را کوتاه‌مدت‌تر می‌کند، چراکه اعتماد آنها به سرمایه‌گذاری آتی رفته رفته تحلیل می‌رود. همچنین عدم ارتباط بین جریان نقدی آزاد و میزان سود تقسیمی موید این مطلب است که جریانات نقدی آزاد در شرکت‌ها به منظور مصارف ذیل احتمالاً مورد استفاده قرار می‌گیرد که نیاز به بررسی بیشتری است:

- پرداخت بهره به طلبکاران شرکت
- باز پرداخت بخشی از بدهی به طلبکاران شرکت
- خرید اوراق بهادار قابل معامله یا سایر دارایی‌های غیرعملیاتی (احمدپور و همکاران، ۱۳۸۳).

منابع و مأخذ:

۱. احمدپور، احمد و یحیی زاده فر، محمود. (۱۳۸۳). "مدیریت مالی (جلد اول)"، انتشارات دانشگاه مازندران.
۲. بولو، قاسم. (۱۳۷۸). "مقایسه اثر سود تقسیمی و سود انباشته بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
۳. تالانه، عبدالرضا. (۱۳۷۰). "بررسی سیاست ها و خط مشی های تقسیم سود در ایران"، دانشگاه آزاد اسلامی پایان نامه کارشناسی ارشد.
۴. خادم موخر، علی اکبر. (۱۳۸۰). "بررسی رابطه بین سیاست سود تقسیمی و تغییرات سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس
۵. صمدزاده، محسن. (۱۳۷۴). "خط مشی های تقسیم سود و تاثیرات آن بر ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، بورس شماره ۱۷.
6. Baker, H.K., powell, G.E. and veit,T., (2002), "Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy", journal of economics and finance, volume 26, number 3,
7. Beiner, S. (2001), "The ories and Determinants of Dividend policy", Journal of Corporate Finance, P-8.
8. Brouse. Seif (1997), "Earning and Dividend Changes: an International Study", Journal of multinational financial management, vol.7, pp 71-81.
9. 9-Dechow, P., (1994), "Accounting earning and cash flow as measures firm performance: The Role of Accounting Accruals". Journal of Accounting and Economics, Vol.18, 3-42.
10. Deshmukh S, (2003) "Dividend Changes and Earning Performance in Japan", Pacific-Basin finance Journal, vol. 8, pp. 53-66.
11. Eije. Henk von, Megginson. William, (2006), "Dividend Policy in The European Union", Global Privatization Advisory Committee, Italian Ministry of Economics and Finance.
12. Frankfurter, G.M. and wood B.G., (2002), "Dividend Policy Theories and Their Tests", international review of financial analysis, volume 11, issue 2.
13. Flint, A, Tan, A and Tian, Gary(2010), "Predicting Future Earnings Growth: A Test of The Dividend Payout Ratio in the Australian market", The International Journal of Business and Finance Research, Vol. 4, Number 2.
14. Harada, Kimie and Nguyen, Pascal, "Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan" (2006).

15. Hideaki kiyoshi kato and Urilocwenstein wenyuh t. (2002) "dividend policy, cash flow and investment in Japan", *pacific-basin finance journal*, Vol. 110, pp 443-473.
16. Kato, h.k., Locovenstein,u. and Tsay, w ., (2002)," Dividend Policy, Cash Flow and Investment in Japan " , *pacific – basin finance journal*,14.
17. Kiyoshi kato , h. (2002) ," Dividend Policy, Cash flow, and Investment in Japan" , *pacific – basin finance journal*, volume 10, issue 4.
18. Kormendi. R, Zarowin. P, (1996),"Dividend Policy and Performance of Earnings", *Review of accounting studies*, vol.1, pp. 141-160.
19. Lintner, J, (1956)," Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *American Economic Review* 46, 97-113.
20. Lintner,J.(1956). "Optimal dividends and corporate growth under uncertainty", *Quarterly Journal of Economics*, 78, 49-95.
21. Miller, M.H, & Modigliani, F. (1961), "Dividend policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 34,411-433.
22. Nielsen. A. E. B., (2005), *corporate governance, leverage and dividend policy*, Department of Economics, Princeton University
23. Palepu, Healy, Bernard,(2000), "Business Analysis & Valuation: using Financial statement", *south western collage publishing*, pp. 11-16.
24. Pandey, I.M.,(2001), *Financial Management*, 3 Th. Eh. Ed.: New Delhi, Vikas Publishing, p 694.
25. Ross, S., Westerfield, R., and Jaffe., (2002), *Corporate Finance*, Irwin, Homewood, 478-482.
26. Rozeff, M.(1982),"Growth, Beta and Agency Cost as a Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, vol 5, pp 249-259.
27. _Singhania. M,(2007), " Dividend Policy of Indian Companies " , *Icfai Journal of Applied Finance*, Vol. 13, No. 4, pp. 5-30 .
28. Stacescu . Bogdan, (2004), "Dividend Policy in Switzerland ", PhD student, Swiss Banking Institute and NCCR Finrisk Plattenstrasse 14, 8032 Zurich.
29. Seifert, b. (1997) Gordon j, and jedrey b.v., (2002),"Earning and Dividend Changes: An International Study", *journal of multinational financial management*, 1.
30. Wang, Ming-Hui, Ke, Mei-Chu and Liu, Yen-Sheng Huang (2011), "Dividend Policy and Life Cycle Hypothesis: Evidence From Taiwan", *The international Journal of Business and Finance Research*, vol. 5, No.1 , pp. 33-52.