



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال ششم / شماره بیست‌وسوم / پائیز ۱۳۹۶

شناسایی و اولویت‌بندی عوامل موثر بر تمایل سرمایه‌گذاران شخصی به دریافت سود تقسیمی

عباس کمرئی

دانشجوی دکتری مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

مثیم صافی زاده

فوق لیسانس مدیریت مالی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران.

صادق سپندارند

دکتری مدیریت بازرگانی دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
sadeghsepanandar@yahoo.com

هاجر حکیمی

دانشجوی دکتری مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران.

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۲/۰۱ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۴/۱۰

چکیده

این سوال که چرا سرمایه‌گذاران شخصی سود تقسیمی می‌خواهند از طریق ارسال پرسشنامه به گروهی از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. پاسخ‌ها نشان داد که آن‌ها تا حدودی به دلیل اینکه هزینه نقدکردن سود تقسیمی از هزینه فروش سهام کمتر است به سود تقسیمی علاقه دارند. پاسخ‌های آن‌ها به شدت نظریه‌های علامت‌دهی باتاچاریا (۱۹۷۹) [اطلاعات ناکامل، سیاست‌های تقسیم سود و اشتباه «پرنده در دست»، و میلر و راک (۱۹۶۱) [سیاست تقسیم سود، رشد و ارزشیابی سهام] را تأیید کرد. این نظریه‌ها با نظریه‌های نمایندگی جنسن (۱۹۸۶) و ایستبروک (۱۹۸۴) در تناقض است. نظریه مالی رفتاری شفرین و استاتمن (۱۹۸۴) برای سود های نقدی تأیید نمی‌شود. در نهایت، نتایج ما نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران شخصی تمایلی ندارند بخش اعظم سود تقسیمی خود را مصرف کنند.

واژه‌های کلیدی: سهام عادی، سود هر سهم، سود نقدی.

۱- مقدمه

درک ما از سیاست تقسیم سود، از کارهای اولیه میلر و مودیگلیانی (Miller and Modigliani, 1961) و گوردون (Gordon, 1961) گرفته تا نظریه‌های جدیدتر مالی رفتاری؛ به رفتار سرمایه‌گذاران شخصی وابسته بوده است. بسیاری از مقالات تجربی سیاست‌های تقسیم سود و پرداخت‌ها را مستند کرده و این سیاست‌ها را به طرق مختلف به نظریه‌های مبتنی بر رفتار سرمایه‌گذاران شخصی مرتبط کرده‌اند. هر چند این اجماع وجود دارد که سرمایه‌گذاران تقسیم سود را دوست دارند اما هیچ مطالعه تجربی در مورد دلیل میل به تقسیم سود در میان سرمایه‌گذاران شخصی وجود نداشته است. ما این شکاف را با طرح سؤالاتی از سرمایه‌گذاران شخصی در مورد نگرش آنها نسبت به تقسیم سود پر خواهیم کرد.

ادبیات جدید در مورد سیاست سود تقسیمی عمیقاً تحت تسلط رویکردهای مدل‌سازی اقتصادی بوده است، این تسلط هم در توسعه فرضیه‌ها و هم در بررسی تجربی سیاست تقسیم سود وجود داشته است. برنان (Brennan, 1970) نیز یک مدل پس از مالیات برای ارزش‌گذاری سود تقسیمی و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ارائه کرده است که توسط دیگر محققان استفاده می‌شود. قابل ذکر است که بلک و شولز (Black and Scholes, 1974) و لیتنبرگر و راماسوامی (Litzenberger and Ramaswamy, 1982) اثر فراوانی پیدا کردند. مقالات بسیاری نیز با این تضاد و فرضیات مرتبط دست به گریبان هستند، اما زمینه مالی تا کنون به اجماعی در زمینه اثر سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت نرسیده است. هر چند بسیاری از مقالات بعد از مقاله بلک (Black, 1976) پدید آمدند، اما باور او همچنان بر این منوال است که: «چرا شرکت‌ها سود پرداخت می‌کنند؟ چرا سرمایه‌گذاران به سود تقسیمی توجه می‌کنند؟ بنابراین می‌توان ادعا کرد پاسخ به این پرسش‌ها به هیچ وجه شفاف و روشن نیستند. هر چه سخت‌گیرانه‌تر به مسئله سود تقسیمی بنگریم، بیشتر به معمایی شباهت دارد که تکه‌های آن با هم جور نیست.

بنابراین در این تحقیق در حال آزمون نظریه‌هایی هستیم که بیش از ۴۰ سال پیش توسعه یافته و با تصمیمات سرمایه‌گذاران شخصی مرتبط هستند. اگر سرمایه‌گذاران موسساتی به جای مشتریان خود عمل کنند، تصمیمات آنها در مورد پرتفوی منعکس‌کننده ترجیحات مشتریان آنها است. این موضوع خصوصاً در مورد مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری درست است زیرا درآمدهای آنها مستقیماً به سوی مالکان آن جریان می‌یابد. در این پژوهش به سرمایه‌گذاران شخصی توجه داریم که سهام را به صورت مستقیم و/یا از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اختیار دارند.

هدف این مقاله تعیین این نکته است که سرمایه‌گذاران شخصی در مورد سیاست تقسیم سود چه اعتقادی دارند. این سوال نیز توسط براو و دیگران مورد آزمون قرار گرفت، اما آنها به صورت غیر مستقیم و با طرح سوال از مدیران مالی در مورد دیدگاه سرمایه‌گذاران این کار را انجام دادند. مدیران در پرسشنامه‌های خود اعلام کردند که سرمایه‌گذاران شخصی سود تقسیمی می‌خواهند اما دلایل آنها روشن نبود. بنابراین، براو و دیگران نتیجه می‌گیرند، «در این زمان تنها می‌توانیم در مورد علل سرمایه‌گذاران شخصی برای ترجیح دادن سود تقسیمی فرضیه‌سازی کنیم». ما در این مقاله می‌کوشیم تا این شکاف را پر کنیم.

ما کار خود را با خلاصه سازی فرضیات و گمان های آغاز می کنیم که درباره باورها و رفتار سرمایه گذاران در زمینه سیاست تقسیم سود شرکت طرح شده اند. ما با تحقیق مستقیم بر روی یک نمونه از سرمایه گذاران شخصی ایرانی فرضیات را به عنوان توصیف هایی از رفتار سرمایه گذاران سنجدیم.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

میلر و مودگلیانی (Miller and Modigliani, 1961) نشان می دهند که اشخاص می توانند در بازار سرمایه کامل تصمیمات مدیریت را در زمینه سیاست تقسیم سود خنثی کنند، آنها یا از طریق سرمایه گذاری مجدد سود تقسیمی یا فروش سهام سیاست گذاری در مورد تقسیم سود را بی اثر می کنند. تا این اواخر در ایالات متحده و اکثر کشورهای دیگر مالیات سود های تقسیمی سنگین تر از درآمد (سود) سرمایه ای بود. این قضیه نامربوط در کنار مالیات گذاری نامساعد بر سود تقسیمی آن را به یک معما تبدیل کرده است. بریلی و مایرز (Brealey and Myers, 2003) مسئله سود تقسیمی را یکی از «۱۰ مسئله حل نشده مالی» در نظر می گیرد.

فاما و فرنچ (Fama and French, 2001) دریافتند که نسبت شرکت های آمریکایی پرداخت کننده سود نقدی از ۶۶/۵٪ در سال ۱۹۷۸ به ۲۰/۸٪ در سال ۱۹۹۹ کاهش یافته است. گرولن و میچلی (Grullon and Michaely, 2002) نشان می دهند که شرکت ها به تدریج بازخرید سود تقسیمی را جایگزین کرده اند. این یافته ها پاسخی به معمای تقسیم سود است. سود تقسیمی اخیراً توجهات بیشتری را به خود جلب کرده است. در ۲۳ می ۲۰۰۳ کنگره آمریکا یک لایحه «معافیت مالیاتی» صادر کرد که شامل تغییرات عمده ای در مالیات گذاری بر سرمایه گذاری ها بود. هم اکنون مالیات سود سرمایه ای و سود تقسیمی به یک اندازه و با نرخ ۱۵٪ محاسبه می شود و جریمه مالیاتی سود های تقسیمی حذف شده است. طی زمان پس از پیشنهاد و پیش از تصویب لایحه شرکت مایکروسافت اعلام کرد که برای اولین بار در تاریخ ۲۸ ساله خود سود تقسیمی پرداخت خواهد کرد. شرکت های فناوری نظیر Cisco و Oracle عنوان کردند، در صورتی که مالیات سود تقسیمی حذف شود آنها پرداخت سود تقسیمی را آغاز خواهند کرد. این موضوع علاقه به درک دلیل علاقه سرمایه گذاران به سود تقسیمی را افزایش داده است.

در بعضی از مطالعات پیشین نظیر مطالعات لینتنر (Lintner, 1956)، بیکر و دیگران (Baker et al, 1985) و دی یانگ و دیگران (De Jong et al, 2003)، محققان از پرسشنامه برای فهم دلیل پرداخت سود تقسیمی توسط شرکت ها استفاده کردند. یکی از مقالات خصوصاً جالب در این زمینه مقاله براو و دیگران است که از CFO ۳۸۴ (مدیر ارشد مالی) و خزانه دار اکثر شرکت های آمریکایی تحقیق کرده و ۲۳ مصاحبه عمیق در مورد سیاست های پرداخت آنها انجام داده است. آنها دریافتند مدیران مالی برآنند که سرمایه گذاران خرد علی رغم مشکل مالیات، ترجیح فراوانی برای سود تقسیمی دارند. یکی دیگر از یافته های جالب این است که مدیران مالی عقیده دارند که تقسیم سود اعتماد مدیریت نسبت به آینده را می رساند. به هر روی، مدیران می گویند آنها سود تقسیمی را یک پیام هزینه بر برای رساندن ارزش واقعی شرکت خود نمی دانند. بنابراین، براو و دیگران نتیجه

می‌گیرند که تنها توانسته‌اند حمایت کمی برای نظریه‌های علامت‌دهی بیابند. یافته‌های حاصل از تحقیق آنها از نظریه‌های نمایندگی ایستربروک (Easterbrook, 1984) و یسنن (Jensen, 1986) نیز پشتیبانی کمی دارد.

۲-۱- نظریه‌هایی در مورد علاقه سرمایه‌گذاران به سود نقدی

(۱) نظریه نامربوط بودن سود سهام میلر و مودigliانی: میلر و مودigliانی (Miller and Modigliani, 1961) نشان می‌دهند که در یک بازار سرمایه کامل سیاست تقسیم سود شرکت‌ها اثری بر ارزش آنها ندارد. یک سهامدار می‌تواند جریان پرداختهای مطلوب خود را با خرید و فروش حق مالکانه تکرار نماید.

(۲) هزینه‌های تبادلی: سرمایه‌گذاری که می‌خواهد از اوراق بهادار تحت مالکیت خود درآمد منظمی دریافت نماید می‌تواند بین سهام پرداخت‌کننده سود تقسیمی و نقد کردن سود تقسیمی و خرید سهام بدون سود تقسیمی و فروش منظم بخش از پرتفوی خود یکی را انتخاب نماید. برای یک سرمایه‌گذاری شخصی کوچک هزینه‌های تبادلی نقد کردن سود تقسیمی احتمالاً بسیار کمتر از هزینه‌های تبادلی مرتبط با فروش بخشی از سهام خواهد بود (Allen and Michaely, 2003).

(۳) رفع ابهام: گوردون (Gordon, 1961, 1962) بحث می‌کند که ذینفعان خارجی سیاست تقسیم سود زیاد را ترجیح می‌دهند. آنها سود تقسیمی امروز را به درآمد سرمایه‌ای بسیار نامعین حاصل از سرمایه‌گذاری سوال برانگیز آتی ترجیح می‌دهند. تعدادی از مطالعات نشان می‌دهند در صورتی که این مدل در یک بازار کامل که سرمایه‌گذاران آن طبق مفاهیم رفتار عقلایی رفتار می‌کنند قرار بگیرد، رد خواهد شد. با این حال استدلال اصلی گوردون همچنان مرتباً نقل قول می‌شود. برای مثال، راس و دیگران (Ross et al, 2002) که استدلال گوردون را در آخرین ویرایش کتابشان مورد بحث قرار می‌دهند. به نظر می‌رسد این مدل با مشاهدات اتفاقی به خوبی سازگاری دارد.

این بحث غالباً در رسانه‌های مالی نیز ظاهر می‌شود. اغلب اینگونه عنوان می‌شود که عایدی حاصل از سود تقسیمی خصوصاً در بازارهای در حال رکود بخش اعظم بازده کل سهام را تشکیل می‌دهد. برای مثال، یکی از مدیران پرتفوی در یکی از مقالات نشریه وال استریت ژورنال می‌گوید: «اکنون سود نقدی ارزش بیشتری بین سرمایه‌گذاران دارد، در حالیکه قیمت‌های سهام به شکل مهبجی بالا و پایین می‌روند سودهای تقسیمی تقریباً ثابت باقی می‌مانند و در زمان بازار خرس درآمد نقدی ایجاد می‌نمایند». هرچند از دیدگاه نظری این جمله غیرعقلایی است اما تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران دقیقاً به همین دلیل سود تقسیمی را می‌خواهند.

(۴) تأثیر کمتر دستکاری‌های حسابداری: احتمالاً یکی از دلایل مهمی که شرکت‌ها سود تقسیمی می‌پردازند این است شرکت‌هایی که سود تقسیمی سالم می‌پردازند به عنوان شرکت‌هایی درک می‌شوند که نسبتاً صادق بوده و کمتر در معرض دستکاری‌های حسابداری قرار دارند. برای مثال، یکی از مقالات اخیر بارون بحث می‌کند: «سهامی را که سود تقسیمی سالم می‌پردازند، در آغوش بگیرید. یک پرنده در دست بهتر از دو پرنده در بوته است. پرداخت سود تقسیمی سالم نشان می‌دهد شرکت‌ها به جای حساب‌سازی در حال تولید عایدی واقعی هستند». همچنین مقاله پیش‌گفته نشریه وال استریت ژورنال بیان می‌کند: «سود

تقسیمی توسط شرکت‌هایی پرداخت می‌شود که در دوره زمانی طولانی‌تر عایدی خود را رشد می‌دهند. [خرید سهام پرداخت‌کننده سود تقسیمی] راهی برای وارد شدن به رشد از در عقب یعنی راهی با ریسک کمتر است». این بحث رابطه نزدیکی با بحث رفع ابهام گفته شده در نظریه گوردون دارد.

(۵) مالی رفتاری: شفرین و استاتمن (Shefrin and Statman, 1984) نظریه «چرخه عمر رفتاری» سود تقسیمی را توسعه دادند که مبتنی بر خودکنترلی است. این بحث مرتبط با سرمایه‌گذارانی است می‌خواهند از مصرف بیش از اندازه در حال حاضر خودداری کنند. آنها نمی‌خواهند سرمایه بیرون بکشند و در نتیجه تنها به خود اجازه می‌دهند تا درآمد فعلی نظیر سود تقسیمی را مصرف نمایند. این اثر که توسط شفرین و استاتمن توصیف شد خصوصاً در سرمایه‌گذاران مسن (بازنشسته) قوی‌تر است زیرا آن‌ها درآمد شغلی پایینی داشته یا فاقد درآمد هستند و بیشتر بر درآمد حاصل از مالکیت اوراق بهادار خود تکیه می‌کنند.^۱

در بدایه این نظریه به نظریه گوردون شباهت دارد. به هر روی، نظریه گوردون مبتنی بر ابهام در مورد سود تقسیمی آتی است در حالیکه نظریه شفرین و استاتمن مبتنی بر سرمایه‌گذارانی است که ترجیح می‌دهند به جای درآمد سرمایه‌ای از سود تقسیمی مصرف نمایند.

(۶) جریان نقدی آزاد: جریان نقدی آزاد جریان نقدی است که پس از انجام دادن تمامی پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت باقی می‌ماند. بنا به نظریه سرمایه‌گذاری بیش از اندازه ینسن (Jensen, 1986)، هدف مدیران گسترش اندازه شرکت است و در نتیجه ممکن است به جای پرداخت سود تقسیمی پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی را به عهده بگیرند. به نظر مدیران یک شرکت بزرگتر با اعتبارتر است و پول بیشتری به آنها می‌پردازد. روشن است که این نکته مورد علاقه ذینفعان فعلی نیست. بلک (Black, 1976) نیز بحث می‌کند پرداخت سود تقسیمی می‌تواند به طور بالقوه سرمایه‌گذاری بیش از اندازه را کاهش دهد زیرا پرداخت سود تقسیمی مقدار جریان نقدی آزاد را کاهش می‌دهد. آزمودن این نظریه در پژوهش حاضر بسیار دشوار است. دلیل این امر دشواری انتقال مفهوم خالص ارزش فعلی منفی به سرمایه‌گذاران شخصی است که از نظریه مالی آگاهی ندارند. یکی از راه‌های احتمالی آزمودن این نظریه، مرتبط کردن جریان نقدی آزاد با بازارهای در حال رکود یا رکود اقتصادی با این فرض است که در چنین شرایط فرصت‌های رشد کمتری وجود دارد.

(۷) هزینه‌های نمایندگی: حتی در صورتی که یک شرکت جریان نقدی آزاد نداشته باشد، پرداخت سود نقدی می‌تواند همچنان در کنترل مسئله سرمایه‌گذاری بیش از اندازه چاره‌ساز باشد. ایستربروک (Easterbrook, 1984) بحث می‌کند که سود تقسیمی مسئله سرمایه‌گذاری بیش از اندازه را کاهش می‌دهد زیرا پرداخت سود تقسیمی تعداد دفعاتی که شرکت باید به بازارهای حق مالکیت برود و سرمایه افزایش دهد را بالا می‌برد. شرکت‌ها در فرآیند جلب حق مالکیت جدید خود را در معرض نظارت و انتظام این بازارها قرار می‌دهند. این روند هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. بازخرید سهام نیز همین اثر نظارتی را به دنبال دارد.

۸) علامت دهی: باتاچاریا (Bhattacharya, 1979) و میلر و راک (Miller and Rock, 1985) بحث می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و ذینفعان خارجی به سودهای تقسیمی نقش علامت دهی می‌دهد. آنها نشان می‌دهند که پرداخت سود تقسیمی اطلاعات خصوصی را به شکل کاملاً آشکار کننده منتقل می‌کند. مهمترین عنصر در نظریه آنها این است که شرکت‌ها باید به صورت منظم منابع خود را پرداخت نمایند. بنابراین، برای بازخرید همزمان سهام نیز همین استدلال اعمال می‌شود. ادبیات اخیر می‌گوید نقش علامت دهی سود تقسیمی به ساختار حاکمیت شرکتی وابستگی دارد. ۲

۹) انتخاب بین سود نقدی و بازخرید سهام: بازخرید سهام عادی یکی از جایگزین‌های شناخته شده سود نقدی است. این دو راه پرداخت وجه نقد برای کاهش مشکلات نمایندگی عنوان شده توسط ایستربروک (Easterbrook, 1984) و ینسن (Jensen, 1986) مناسب هستند.

مقالات علمی فراوانی دریافت‌اند که بازخرید سهام خصوصاً می‌گوید سهام شرکت‌هایی که بازخرید سهام انجام می‌دهند کمتر از واقع ارزشگذاری شده است. مطالعات دیگر شامل کمنت و جارل (Comment and Jarrell, 1991) و ایکنبری و دیگران (Ikenberry et al, 1995, 2000) دریافتند که اعلام بازخرید سهام با بازده‌های مثبت غیرمنتظره مرتبط است. ایکنبری و دیگران عملکرد بلندمدت شرکت‌های آمریکایی و کانادایی را بعد از بازخرید سهام تجزیه و تحلیل کرده‌اند. این مطالعات بازده غیرمنتظره مثبت بلندمدت مثبت زیادی پیدا کردند. این نتایج فرضیه ارزشگذاری کم در زمان بازخرید سهام را حمایت می‌کند.

۱۰) مالیات: موضوع سیاست تقسیم سود توجه زیادی را در ایالات متحده به خود جلب کرده است. دلیل این توجه این است که در ایالات متحده (و بسیاری از کشورهای دیگر) مالیات سود تقسیمی از سود سرمایه‌ای بیشتر است. تفاوت از جنس مادی است و مشوق بسیار خوبی برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند تا ترجیح بدهند از طریق فروش بخشی از سهامشان درآمد تولید کنند و سود تقسیمی دریافت نکنند. این موقعیت زمانی که بسته معافیت مالیاتی در ماه می ۲۰۰۳ تصویب شد به پایان راه خود رسید. تحت این قوانین جدید نرخ مالیات سود تقسیمی و سود سرمایه‌ای برای چند سال آینده یکسان و ۱۵٪ خواهد بود.

۲-۲- نظریه‌هایی در مورد اینکه چرا سرمایه‌گذاران سود سهمی می‌خواهند

۱) سود سهمی به عنوان تجزیه سهام: مسئله‌ای که ارتباط نزدیکی با مسئله سود نقدی دارد این است که چرا بعضی از شرکت‌ها سود سهمی می‌پردازند. همانطور که هر کتاب استاندارد مالی به ما می‌آموزد سود سهمی چیزی جز تجزیه سهام نیستند. دیبون و تالر (DeBondt and Thaler, 1995) سود سهمی را یکی از ناهنجاری‌های بزرگ مالی می‌دانند.

۲) هزینه‌های تبادلی: سود سهمی یک مزیت نسبت به سود نقدی دارد زیرا آنها هزینه تبادل کمتری به همراه دارند. در این حالت، اگر هدف نهایی سرمایه‌گذار سرمایه‌گذاری مجدد سود تقسیمی باشد. با سود سهمی می‌توان سود تقسیمی را به شکل اثربخشی در همان سهام سرمایه‌گذاری مجدد نمود. با سود نقدی به سرمایه‌گذاری مجدد پول در سهام هزینه تبادلی تحمیل می‌شود. دوباره، باید توجه کرد که سود سهمی

یک سود تقسیمی واقعی نیست. به هر روی، برای سرمایه‌گذاری که سود سهمی را به عنوان سود تقسیمی واقعی می‌بیند، و می‌خواهد پولش را سرمایه‌گذاری مجدد نماید، سود سهمی هزینه تبادلی را کاهش می‌دهد. همچنین باید توجه نمود که در حالت پرداخت سود نقدی سرمایه‌گذار می‌تواند سرمایه‌گذاری در سهام دیگر را نیز انتخاب نماید. این حالت برای سود سهمی صادق نیست. در نهایت، اگر تعداد سهام یک سهامدار فرد باشد سود سهمی عیبی نیز دارد، مثلاً سرمایه‌گذاری که ۱۱۳ سهم دارد برای صد سود سهمی ۱ سهم دریافت می‌کند. این بدان معنی است که او یا باید ۱۳ سهم خود را بفروشد یا اینکه ۸۷ سهم دیگر بخرد. بدین ترتیب سود سهمی برای سهامداران کوچک نسبتاً گران تمام خواهد شد.

۳) مالی رفتاری: شفرین و استاتمن (Shefrin and Statman, 1984) بحث می‌کنند که برای «پرداخت» سود سهمی دلایل رفتاری وجود دارد. این دلایل خصوصاً زمانی که شرکت نخواهد سود نقدی تقسیم نماید، متقاعد کننده می‌شوند زیرا شرکت جریان نقدی آزاد ندارد. آنها بحث می‌کنند که سود سهمی به عنوان سود تقسیمی نامیده می‌شود. بنابراین، سرمایه‌گذاری که سهمی را می‌فروشد و در نتیجه آن سود سهمی خود را مصرف می‌کند قانون حسابداری ذهنی را در عدم مصرف سرمایه، به هم نمی‌زند. به اضافه سود سهمی که در پرتفوی نگهداری می‌شوند با سهام اصلی متمایز هستند. این محققان قیمتی را که با آن سهام عادی تحصیل شده اند مد نظر قرار می‌دهند. این قیمت با سهم اصلی و سهمی که با سود سهمی به دست آمد فرق می‌کند.

۳- فرضیه های پژوهش

سیاست تقسیم سود یکی از حوزه‌های محدود زمینه مالی است که در آن تحقیق زمینه یابی به تناوب انجام گرفته است. تحقیقات لینتنر، بیکر و دیگران و براو و دیگران نمونه هایی از این دست تحقیقات هستند. به هر روی، همه این مطالعات بر مدیران شرکت‌ها تمرکز کرده اند. تا آنجایی که حتی یک مطالعه نیز وجود ندارد که از سرمایه‌گذاران شخصی در مورد سود تقسیمی سوال کرده باشد.

فرضیه ۱: سرمایه‌گذاران حقیقی تمایل دارند سود نقدی دریافت نمایند.

فرضیه ۲: سرمایه‌گذاران حقیقی به دلیل هزینه‌های تبادلی تمایل به دریافت سود نقدی دارند.

فرضیه ۳: به عقیده سرمایه‌گذاران حقیقی، ریسک سرمایه‌گذاری در سهام شرکتی که سود نقدی پرداخت می‌کند کمتر است.

فرضیه ۴: از نظر سرمایه‌گذاران حقیقی شرکت‌هایی که سود نقدی پرداخت می‌کنند کمتر در معرض دستکاری حسابداری هستند.

فرضیه ۵: از نظر سرمایه‌گذاران شخصی گرفتن سود نقدی در فواصل زمانی مشخص وسیله‌ای برای اعمال قدرت به مدیران شرکت خواهد بود.

فرضیه ۶: به عقیده سرمایه‌گذاران حقیقی سود نقدی شاخصی برای اندازه‌گیری روند تغییرات قیمت سهام می‌باشد.

فرضیه ۷: سرمایه‌گذاران حقیقی تمایل دارند سود نقدی سهام خود را مجدداً سرمایه‌گذاری نمایند.

فرضیه ۸: بین رتبه اولویت تاثیرگذاری عوامل فوق تفاوت وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱: به نظر می‌رسد سطح تحصیلات سرمایه‌گذاران حقیقی یکی از عوامل تاثیرگذار بر دریافت سود نقدی است.

فرضیه فرعی ۲: به نظر می‌رسد سطح درآمد سرمایه‌گذاران حقیقی یکی از عوامل تاثیرگذار بر دریافت سود نقدی است.

فرضیه فرعی ۳: به نظر می‌رسد سن سرمایه‌گذاران حقیقی یکی از عوامل تاثیرگذار بر دریافت سود نقدی است.

۴- روش شناسی پژوهش

این تحقیق از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ نحوه گردآوری اطلاعات توصیفی-پیمایشی است. در این تحقیق بر اساس فرضیه‌های تحقیق پرسشنامه‌ای طراحی و بین سهامداران فعال بورس اوراق بهادار توزیع می‌شود تا با تجزیه و تحلیل آن عوامل شناسایی و اولویت بندی و سنجیده شود. مهمترین روش‌های گردآوری اطلاعات در این تحقیق مطالعات میدانی است. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه سهامداران حقیقی (شخصی) در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، در این تحقیق از روش نمونه‌گیری تصادفی ساده جهت مراجعه به سهامداران استفاده گردیده است بنابراین ۳۰۰ پرسشنامه به طور تصادفی میان سهامداران حقیقی در شهر تهران توزیع گردید که در نهایت ۲۸۵ پرسشنامه کدگذاری شده و مورد استفاده قرار گرفته است. در آمار تحلیلی این تحقیق ابتدا آزمون نرمال بودن استفاده شده است و به منظور بررسی ۷ فرضیه نخست تحقیق از آزمون علامت استفاده شده است. همچنین به منظور بررسی تاثیر تحصیلات (فرضیه فرعی ۱) از آزمون U و بررسی تاثیر میزان درآمد و سن (فرضیه فرعی ۲ و ۳) از آزمون H استفاده گردیده است. همچنین جهت رتبه‌بندی هر یک از عوامل مرتبط با تمایل سرمایه‌گذار شخصی (فرضیه ۸) از آزمون فریدمن استفاده گردیده است.

۵- یافته‌های پژوهش

در ادامه در جداول ۱ تا ۴ خلاصه‌ای از نتایج تحقیق را نشان می‌دهد.

جدول شماره ۵ نتایج حاصل از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف را نشان می‌دهد. همانگونه که جدول نشان می‌دهد نرمال بودن تمامی فرضیات تایید می‌گردد.

جدول شماره ۱- جنسیت شرکت کنندگان در تحقیق

جنسیت	فراوانی	درصد فراوانی
مرد	۲۲۲	۰/۷۷۸۹۴۷
زن	۶۳	۰/۲۲۱۰۵۳
علامت زده نشده	۰	۰
کل	۲۸۵	۱۰۰

جدول شماره ۲- سطح تحصیلات شرکت کنندگان در تحقیق

تحصیلات دانشگاهی	فراوانی	درصد فراوانی
پایین تر از لیسانس	۱۱۷	۰/۴۱۰۵۲۶
لیسانس	۹۹	۰/۳۴۷۳۶۸
فوق لیسانس	۵۷	۰/۲
دکتری	۹	۰/۰۳۱۵۷۹
علامت زده نشده	۳	۰/۰۱۰۵۲۶
کل	۲۸۵	۱۰۰

جدول شماره ۳- میزان درآمد شرکت کنندگان در تحقیق

میزان درآمد	فراوانی	درصد فراوانی
۶۰۰ و کمتر	۱۴۴	۰/۵۰۵۲۶۳
بیشتر از ۶۰۰	۱۳۲	۰/۴۶۳۱۵۸
علامت زده نشده	۹	۰/۰۳۱۵۷۹
کل	۲۸۵	

جدول شماره ۴- سن شرکت کنندگان در تحقیق

سن	فراوانی	درصد فراوانی
۳۵ سال و کمتر	۱۶۵	۰/۵۷۸۹۴۷
بیشتر از ۳۵ سال	۱۱۳	۰/۳۹۶۴۹۱
علامت زده نشده	۷	۰/۰۲۴۵۶۱
کل	۲۸۵	

جدول شماره ۵- آزمون نرمال بودن کولموگروف-اسمیرنوف

F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	
285	282	276	282	264	264	270	تعداد نمونه
3.4018	3.5585	3.3478	3.3732	3.3315	3.2557	3.1722	میانگین
.79187	2.33554	.78842	.87053	.92865	1.09439	.61613	انحراف معیار
.126	.280	.134	.143	.114	.127	.131	قدر مطلق انحراف
.126	.280	.093	.066	.114	.115	.131	بیشترین انحراف مثبت
-.113	-.231	-.134	-.143	-.055	-.127	-.128	بیشترین انحراف منفی
2.121	4.695	2.224	2.401	1.852	2.060	2.148	مقدار آماره Z
.000	.000	.000	.000	.002	.000	.000	سطح معنی دار بودن

جدول شماره ۶ آماره مشاهده شده آزمون های علامت فرضیه های اول تا هفتم پژوهش را نشان می دهد. در صورتیکه مقدار آماره آزمون از ۳ بیشتر باشد فرض H1 پذیرفته می شود و در صورتیکه مقدار آماره آزمون کوچکتر مساوی ۳ باشد فرض H0 پذیرفته می شود. به عنوان نمونه در فرضیه اول فرض H0 و H1 و همچنین مقدار آماره آزمون به صورت زیر تعریف می شود.

فرض اول:

H₀: سرمایه گذاران حقیقی تمایلی به دریافت سود نقدی ندارند ($\mu > 3$).

H₁: سرمایه گذاران حقیقی تمایل دارند سود نقدی دریافت نمایند ($\mu \leq 3$).

$$Z = \frac{x - np}{\sqrt{np - q}} = \frac{162 - \left(\frac{1}{2}\right)(234)}{\sqrt{234\left(\frac{1}{2}\right)\left(\frac{1}{2}\right)}} = 5.89$$

Z مشاهده شده

جدول شماره ۶- آماره آزمون علامت

آماره مشاهده شده	فرضیه
۵,۸۹	اول
۵,۶۳	دوم
۲,۴۲	سوم
۶,۴۶	چهارم
۳,۵	پنجم
۲,۹	ششم
۵,۰۹	هفتم

در نتیجه با توجه به آماره فرضیه اول، فرض H_0 رد شده و فرض H_1 پذیرفته می‌شود. در نتیجه سرمایه‌گذاران شخصی تمایل به دریافت سود نقدی دارند. با توجه به آماره فرضیه دوم، فرض H_0 رد شده و فرض H_1 پذیرفته می‌شود. در نتیجه یکی از دلایل تمایل سرمایه‌گذاران حقیقی به دریافت سود نقدی هزینه‌های تبادلی است. با توجه به آماره فرضیه سوم فرض H_0 رد شده و فرض H_1 پذیرفته می‌شود. در نتیجه به عقیده سرمایه‌گذاران حقیقی، ریسک سرمایه‌گذاری در سهام شرکتی که سود نقدی پرداخت می‌کند کمتر است. با توجه به آماره فرضیه چهارم فرض H_0 رد شده و فرض H_1 پذیرفته می‌شود. در نتیجه به عقیده سرمایه‌گذاران حقیقی، شرکت‌هایی که سود نقدی پرداخت می‌کنند کمتر در معرض دستکاری حسابداری هستند. با توجه به آماره فرضیه پنجم فرض H_0 رد شده و فرض H_1 پذیرفته می‌شود. در نتیجه به عقیده سرمایه‌گذاران حقیقی، سود نقدی در فواصل زمانی مشخص وسیله‌ای برای اعمال قدرت به مدیران شرکت خواهد بود. با توجه به آماره فرضیه ششم فرض H_0 رد شده و فرض H_1 پذیرفته می‌شود. در نتیجه به عقیده سرمایه‌گذاران حقیقی سود نقدی شاخصی برای اندازه‌گیری روند تغییرات قیمت سهام می‌باشد. با توجه به آماره فرضیه هفتم فرض H_0 رد شده و فرض H_1 پذیرفته می‌شود. در نتیجه سرمایه‌گذاران حقیقی تمایل دارند سود نقدی سهام خود را مجدداً سرمایه‌گذاری نمایند.

جدول شماره ۷ نتایج حاصل از آزمون فریدمن را نشان می‌دهد. باتوجه به خروجی SPSS مقدار عدد معنی‌داری (sig) کمتر از ۰/۰۱ و نزدیک به صفر بوده و از سطح معنی‌داری استاندارد (۵٪) کمتر است. بنابراین فرض H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید نمی‌شود. بنابراین می‌توان گفت بین رتبه اولویت تأثیرگذاری عوامل فوق تفاوت وجود دارد.

جدول شماره ۷- آزمون فریدمن

رتبه‌ها		آماره آزمون	
	میانگین رتبه		
F2	3.59	N Chi-Square df Asymp. Sig.	258 25.395 5 .000
F3	3.81		
F4	3.62		
F5	3.59		
F6	3.27		
F7	3.11		

بدین ترتیب مهمترین دلیل تمایل سرمایه‌گذاران شخصی به دریافت سود نقدی ریسک سرمایه‌گذاری در سهام بدون سود تقسیمی است. دومین دلیل عمده تمایل سرمایه‌گذاران شخصی به دریافت سود نقدی اعتقاد سرمایه‌گذاران حقیقی به دستکاری حسابداری در سهام‌هایی است که سود دریافت نمی‌کنند است. در نهایت

اینکه سرمایه‌گذاری مجدد سود دریافتی از سوی سرمایه‌گذاران اولویت نهایی آنها در تمایل به دریافت سود نقدی است.

با توجه به اینکه در این تحقیق برای فرضیه فرعی اول از آزمون H استفاده کرده است، بجز فرضیه سوم، بین میانگین نظرات افراد با سطح تحصیلات مختلف تفاوت وجود دارد. به عنوان مثال در مورد علاقه سرمایه‌گذاران به دریافت سود نقدی (فرضیه ۱) باید اذعان نمود که سرمایه‌گذاران با سطح تحصیلات فوق لیسانس بیشترین تمایل و سرمایه‌گذاران با تحصیلات دکتری کمترین تمایل را به دریافت سود نقدی دارند.

در نهایت همانگونه که تشریح شد در این تحقیق برای آزمون فرضیات فرعی ۲ و ۳ که به بررسی تاثیر میزان درآمد سرمایه‌گذاران و تاثیر میزان سن سرمایه‌گذاران است، از آزمون U استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد عدد معنی داری فقط در فرضیه های ۴ و ۷ کمتر از ۰/۰۵ است و در بقیه فرضیه ها بیشتر از ۰/۰۵ است. بدین ترتیب بین میانگین نظرات افراد با درآمد بالا و پایین تفاوتی وجود ندارد فقط در فرضیه ۴ و ۷ میانگین نظرات افراد با درآمد بالا و پایین متفاوت است. بدین ترتیب براساس فرضیه ۴ افراد با درآمد کمتر از ۶۰۰ هزار تومان در مقایسه با افراد با درآمد بالاتر عقیده قوی تری در مورد این که شرکت‌های با سهام پرداخت کننده سود تقسیمی کمتر در معرض دستکاری حسابداری هستند دارند. در مورد فرضیه هفتم و سرمایه‌گذاری سود نقدی نیز همین نظر وجود دارد.

همچنین برای فرضیه فرعی سوم، با توجه به این که فقط در فرضیه ۴ و ۶ عدد معنی داری کمتر از ۰/۰۵ است بین میانگین نظرات افراد با سنین بیشتر از ۳۵ و افراد با سنین کمتر از ۳۵ سال تفاوت وجود دارد. اما در مورد بقیه عوامل تفاوت بین افراد با سنین بالا و پایین وجود ندارد. بدین ترتیب بر اساس فرضیه ۴ افراد کمتر از ۳۵ سال عقیده قوی تری نسبت به افراد با سنین بالاتر در مورد این موضوع که سهام پرداخت کننده سود تقسیمی کمتر در معرض دستکاری حسابداری است، دارند.

۶- نتیجه‌گیری و بحث

نتایج بدست آمده نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران تمایل شدیدی به دریافت سود تقسیمی دارند. این نکته به روشنی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران قطعاً نسبت به سیاست‌های تقسیم سود بی‌تفاوت نیستند. ما هیچ پشتیبانی از توضیحات «غیرعقلایی» وجود سود تقسیمی نظیر نظریه رفع ابهام گوردون یا تبیین رفتاری شفرین و استاتمن پیدا نکردیم. به اضافه فهمیدیم که سرمایه‌گذاران تا حدودی سود تقسیمی را به دلیل هزینه‌های تبدالی می‌خواهند. این نتایج با نظریه نمایندگی ایستبروک و یسنس سازگار اند. از سوی دیگر حمایت قوی از نظریه علامت‌دهی باتاچاریا و میلر و راک مشاهده شد.

اگرچه در این تحقیق علل تمایل سرمایه‌گذاران عمده را بررسی نکرده است اما با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون فرضیات تحقیق به نظر می‌رسد که مدیران شرکت‌ها نیز باید مراقب تصمیمات خود پیرامون سیاست تقسیم سود باشند زیرا معمولاً اگر مدیر شرکتی بخواهد بر خلاف ویژگی‌های خاص شرکت در زمینه بازده نقدی گذشته، جایگاه ریسک، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و امثالهم، نسبت به تغییر سیاست تقسیم سود شرکت عمل

کند آنگاه ممکن است با واکنش منفی بازار روبرو شود. از همین رو ارائه اطلاعات کامل و توجیهی از سوی مدیریت جهت تنویر افکار عمومی و سهامداران ضروری خواهد بود تا از واکنش منفی بازار جلوگیری کند. از آنجایی ممکن است تغییرات سود نقدی بر تغییرات قیمت سهام تاثیرگذار باشد، پیشنهاد می‌شود به منظور بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تحقیقی صورت گیرد. شناسایی این عوامل در کنار نتایج حاصل از این تحقیق می‌تواند کمک شایانی به مدیران شرکت‌ها جهت اخذ تصمیمات مناسب در مورد سیاست تقسیم سود نماید.

فهرست منابع

- * Allen, F., Michaely, R., (2003). Payout policy. In: Constantinides, G.M., Harris, M., Stulz, R.M. (Eds.), Handbook of the Economics of Finance. Elsevier, Amsterdam, pp. 337– 429.
- * Baker, H.K., Farrelly, G.E., Edelman, R.B., (1985). A survey of management views on dividend policy. *Financial Management* 14, 78– 83.
- * Baker, H.K., Powell, G.E., Veit, T.T., (2002). Revisiting managerial perspectives on dividend policy. *Journal of Economics and Finance* 26, 267–283.
- * Bhattacharya, S., (1979). Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy. *Bell Journal of Economics* 10, 259– 270.
- * Black, F., (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management* 2, 5 – 8.
- * Black, F., Scholes, M., (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics* 1, 1 – 22.
- * Brealey, R.A., Myers, S.C., (2003). Principles of Corporate Finance, 7th edition. McGraw-Hill, New York.
- * Brennan, M.J., (1970). Taxes, market valuation and financial policy. *National Tax Journal* 23, 417– 429.
- * Comment, R., Jarrell, G.A., 1991. The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open market share repurchases. *The Journal of Finance* 46, 1243–1271.
- * De Jong, A., Dijk, R.V., Veld, C., (2003). The dividend and share repurchase policies of Canadian firms: empirical evidence based on an alternative research design. *International Review of Financial Analysis* 12, 349– 377.
- * DeBondt, W.F.M., Thaler, R.H., (1995). Financial decision making in markets and firms: a behavioral perspective. In: Jarrow, R., Maksimovic, V., Ziemba, W.T. (Eds.), *Finance, Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9. North-Holland, Amsterdam, 385– 410.
- * Easterbrook, F.H., (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74, 650– 659.
- * Fama, E.F., French, K.R., (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60, 3 – 43.
- * Gordon, M., (1961). *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*. Richard D. Irwin, Homewood, IL.
- * Grullon, G., Michaely, R., (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance* 57, 1649– 1684.
- * Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T., 1995. Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics* 39, 181–208.

- * Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T., 2000. Stock repurchases in Canada: performance and strategic trading. *Journal of Finance* 55, 2373– 2398.
- * Jensen, M.C., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323–329.
- * Lintner, J., 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46, 97– 113.
- * Litzberger, R.H., Ramaswamy, K., (1982). The effects of dividends on common stock prices: tax effects or information effects. *The Journal of Finance* 37, 429– 443.
- * Miller, M., Modigliani, F., (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* 34, 411– 433.
- * Miller, M., Rock, K., 1985. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance* 40, 1031–1051.
- * Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J.E., (2002). *Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York.
- * Shefrin, H.M., Statman, M., (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics* 13, 253– 282

یادداشت‌ها

^۱ شفرین و استاتمن بحث می‌کنند که نظریه آنها بوسیله نتایج مطالعه لیز و دیگران پشتیبانی می‌شود، لیز و دیگران دریافتند افراد مسن نسبت به جوان تر ها تمایل بیشتری به سهام پرداخت کننده سود دارند.

^۲ گاکلر فمید که شرکت های تحت کنترل دولت در استرالیا سود تقسیمی را «روان» می‌کنند، در حالیکه شرکت های تحت تملک خانواده ها این روان کردن را نشان نمی‌دهند. گاکلر و یورتگلو دریافتند که شرکت های آلمانی که در آنها مالکیت و ساختارهای کنترلی از اقلیت سهامداران سلب مالکیت می‌کنند بیش از دیگر شرکت ها اثرات ثروتی منفی از خود نشان می‌دهند. در نهایت جورج و دیگران دریافتند شرکت های آلمانی که بانک ها ذینفعان عمده آنها هستند بیشتر از دیگر شرکت هایی که ذینفعان دیگر دارند، تمایل بیشتری به حذف سودهای تقسیمی خود دارند.