

دکتر محمدرضا شورورزی^۱

دکتر هاشم نیکومرام^۲

تاریخ پذیرش: ۸۹/۱۰/۱۵

تاریخ دریافت: ۸۹/۷/۲۰

چکیده

در این تحقیق اثر نوسانات درصد سود تقسیمی بر بازده سهام شرکتها مورد بررسی قرار گرفته است. برای این منظور، ۸۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره هشت ساله (۱۳۸۷-۱۳۸۰) بررسی شده است. برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیونی و از نرم افزار SPSS کمک گرفته شده است. نتایج از حاصل تحقیق نشان می دهد که بین نوسانات درصد سود تقسیمی و بازده سهام شرکتها رابطه معناداری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: نوسانات درصد سود تقسیمی، بازده سهام، درصد سود تقسیمی، سود تقسیمی.

۱- استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور M-R-Shoorvarzy@yahoo.com

۲- استاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.

مقدمه

از نظر مدیران معمولاً دو دیدگاه متضاد در رابطه با تقسیم سود وجود دارد:

(۱) نگهداری عایدات در شرکت به منظور اختصاص دادن آن برای پرداخت اصل و

فرع بدهی‌ها و تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری.

(۲) توزیع سود به عنوان سود سهام نقدی بین سهامداران.

هر کدام از تصمیمات فوق اثرات متفاوتی بر ارزش شرکت و قیمت سهام دارند، اگر چه عدم تقسیم سود و نگهداری عایدات، راحت‌ترین منبع تامین مالی برای شرکت محسوب می‌شود [۲]. اما آیا سود نگهداری شده در شرکت به نحو مطلوبی به سرمایه‌گذاری‌های سودآور اختصاص پیدا می‌کند؟ به عبارت دیگر؛ سهامداران انتظار دارند سود نگهداری شده از طرف شرکت، با نرخ بازدهی حداقل برابر با سرمایه‌گذاری که آنها می‌توانستند در جای دیگر، سرمایه‌گذاری نمایند، باشد. بنابراین فشارهای ناشی از تقاضای سود سهام نقدی از طرف سرمایه‌گذاران و ترجیح آنان به تقسیم سود باعث خواهد شد، تا مدیران شرکت به دنبال ارایه یک راه حل بهینه در این زمی‌نه باشند.

وقتی که یک شرکت نسبت به اعلام سود بطور منظم اقدام می‌کند، سرمایه‌گذاران این تداوم و ثبات را حاکی از ادامه روند عملیات عادی شرکت تلقی می‌کنند که درعین حال کاهش سود سهام اعلام شده باعث می‌شود که سهامداران آن را علامتی از وجود یک مشکل بالقوه و یا امکان ایجاد مشکل در آینده بدانند [۲]. شرح فوق اهمی‌ت سیاست تقسیم سود و تأثیر روانی می‌زان سود بر قیمت سهام و انتظارات سهامداران را بیان می‌کند. هر سهامدار از سهمی که مالک آن است، می‌تواند انتظار چهار نوع بازدهی داشته باشد که عبارتند از: سود نقدی، افزایش قیمت، سهام جایزه و رعایت حق تقدم خرید سهام. حال اگر فرض بر این باشد که یکی از مهم‌ترین اهداف مدیریت شرکت افزایش ثروت سهامداران باشد، بنابراین تصمیم‌های آنها هم باید در راستای تحقق این هدف اتخاذ گردد. سئوالی که در اینجا مطرح می‌گردد این است که در دنیای واقعی که فرضیات بازار کامل سرمایه حاکم نیست، تصمیمات مربوط به تقسیم سود سهام نقدی چه تأثیری بر

بازده سهام می‌گذارند؟ و آیا این سیاستها می‌توانند به عنوان عاملی در جهت حداکثر کردن ثروت سهامداران مورد استفاده قرار بگیرند؟ آیا تفاوت معنی داری بین بازده سهام شرکتهای توزیع کننده سود نقدی بیشتر و شرکتهای با توزیع کننده سود نقدی کمتر وجود دارد یا خیر؟ بحث در مورد تقسیم سود نقدی در کشورهای پیشرفته که دارای بورس اوراق بهادار پر رونقی می‌باشند از دیرباز مطرح بوده و شاید یکی از قدیمی ترین و سؤال برانگیزترین موضوعات مطروحه در مدیریت مالی باشد که تا کنون جواب مشخصی برای آن ارایه نشده است. تعداد تحقیقات تجربی و تئوری‌ها در این زمینه به قدری متفاوت و بعضاً متضاد است که در برخی از متون مدیریت مالی از آن به عنوان معمای پرداخت سود سهام^۱ نام می‌برند. حال می‌خواهیم بدانیم اثر نوسانات درصد سود تقسیمی بر بازده سهام شرکتهای چه نتایجی را به دنبال دارد؟

مروری بر ادبیات موضوعی و پیشینه تحقیق

۱- سیاستهای متداول تقسیم سود در شرکتها

شرکتهای سهامی باید در رابطه با تقسیم سود، سیاست مشخصی را اتخاذ نمایند. در تدوین این سیاست عوامل متعددی از جمله سیاستهای مورد استفاده در سایر شرکتهای مشابه باید مورد توجه قرار گیرند دو جنبه از سیاستهای حائز اهمیتت به شرح زیر است :

(۱) ثبات سود سهام، به این معنی که؛ آیا پرداخت سود سهام ثابت است یا در دوره‌های مختلف نوسان دارد؟

(۲) نسبت پرداخت سود سهام در بلند مدت، یعنی متوسط نسبت سود سهام پرداختی به سود خالص در بلند مدت.

جنبه‌های (۱) و (۲)، کلاً از یکدیگر متمایز می‌باشند. سود سهام پرداختی، صرفنظر از زیاد یا کم بودن نسبت پرداخت سود سهام، می‌تواند با ثبات یا بی ثبات باشد. در بررسی جنبه‌های دوگانه بالا، لازم است عوامل مؤثر بر تدوین سیاست بهینه توزیع سود سهام



لحاظ گردد تحقیقات در کشورهای صنعتی نشان می‌دهد که کدام یک از عوامل مورد توجه از اهمیت بیشتری برخوردار است [۳].

۲- ثبات سود سهام

شواهد بدست آمده از تحقیقات گذشته نشان می‌دهد، که صرفنظر از روش تعیین نسبت پرداخت سود سهام در بلند مدت، نوسانات سود سهام در دوره‌های مختلف ممکن است از هر یک از راهبردهای زیر پیروی کند :

الف) نسبت ثابت پرداخت سود سهام، این رهنمود ایجاب می‌کند که نسبت پرداخت سود سهام، یعنی مبلغ سود سهام پرداختی تقسیم بر مبلغ سود خالص، در هر یک از دوره‌های مالی ثابت نگهداشته شود و نتیجه اعمال روش مزبور این است، که سود سهام پرداختی در هر یک از دوره‌های مالی، به تناسب مبلغ سود خالص تغییر می‌کند.

ب) مبلغ ثابت سود سهام، بسیاری از شرکتها در زمی نه پرداخت سود هر سهم مبلغ معینی پرداخت می‌کنند و با افزایش سود شرکت به تدریج بر این مبلغ می‌افزایند، شرکتی که سیاست تقسیم سود خود را بر این اساس گذارده باشد با اعلان می‌زان سود تقسیمی هر سهم، پیام مهمی را به سهامداران مخابره می‌کند، به ویژه زمانی این امر اتفاق می‌افتد که می‌زان سود تقسیمی شرکت دستخوش تغییرات چرخه‌های تجاری و نوسانات بازار قرار نگیرد. از آنجا که پرداخت سود سهام مستلزم داشتن سود و همچنین نقدینگی کافی است، شرکتی که چنین سیاستی را رعایت می‌کند به سهامداران و گروههای ذینفع این پیام را می‌دهد که از نظر سودآوری و قدرت نقدینگی در وضع بسیار خوبی قرار دارد.

ج) مبلغ ثابت سود سهام بعلاوه یک مبلغ اضافی، برخی از شرکتها سیاست تقسیم سود خود را بر این اساس می‌گذارند که سالانه مبلغ معینی به عنوان سود هر سهم به سهامداران پرداخت کنند و با افزایش سود شرکت بر می‌زان سود تقسیمی هر سهم

بیافزایند. مزیت دادن مبلغی اضافی در این است که شرکت می‌تواند بر حسب ضرورت مبالغ اضافی را قطع کند، بدون اینکه از می‌زان سود تقسیمی هر سهم بکاهد. یکی از معایب کاربرد چنین روشی این است که نوعی توقع در سهامداران به وجود می‌آورد و هر سال منتظر دریافت مبالغ بیشتری خواهند بود. اگر این مبالغ اضافی پرداخت نگردد، احیاناً قیمت بازار سهام شرکت کاهش می‌یابد.

در سیاست تقسیم سود با ثبات، شرکت با توجه به ماهیت فعالیت خود و فرصتهای سرمایه‌گذاری جاری و آتی، می‌زان سود پرداختی هر سهم را تعیین می‌کند و همراه با افزایش قدرت سود دهی خود، به تدریج مبلغ سود پرداختی هر سهم را افزایش می‌دهد. اعمال این سیاست باعث می‌شود، که سهامداران تا حدودی نسبت به دریافت سود سهام و امکان افزایش آن اطمینان پیدا کنند. تحقیقات در سایر کشورها نشان داده که این سیاست به دلایل زیر متداولترین سیاست تقسیم سود است:

الف) با توجه به بالا بودن ریسک سرمایه‌گذاری در سهام، اعمال این سیاست باعث می‌شود که سهامداران نسبت به دریافت قسمتی از بازده سرمایه‌گذاری خود اطمینان بیشتری داشته باشند.

ب) اعمال این سیاست باعث می‌شود آن دسته از سهامداران حقیقی یا حقوقی که برای تأمین هزینه‌های خود متکی به درآمد سرمایه‌گذار هستند دست به خرید سهام شرکت بزنند.

پ) تغییر مبلغ سود پرداختی توسط شرکت‌هایی که از این سیاست پیروی می‌کنند حاوی اطلاعاتی است که موجب تغییر قیمت سهام می‌شود. سهامداران افزایش مبلغ سود تقسیمی را به منزله بهبود وضعیت سودآوری شرکت تلقی خواهند کرد و در نتیجه برای سهام ارزش بیشتری قائل خواهند شد. در کشورهایی که سیستم اطلاع‌رسانی به سهامداران نارسایی دارد و سهامداران از وضعیت فعلی و آینده شرکت آگاهی کافی ندارند، محتوای اطلاعاتی سود سهام دارای ارزش بسیاری



برای سهامداران است و اعلام تغییر سود تقسیمی تأثیر زیادی بر قیمت بازار سهام خواهد داشت [۲].

جنبه اول سیاست تقسیم سود سهام یعنی ثبات سود سهام در دوره‌های مختلف مورد بحث قرار گرفت. جنبه دوم این سیاست، نسبت پرداخت سود سهام در بلند مدت است. واحدهای انتفاعی می‌توانند نسبت مزبور را در سطوح بالا یا پایین و بدون توجه به ثبات آن در دوره‌های مختلف طرح ریزی کنند. اما تحقیقات انجام شده نشان می‌دهد که در عمل، علیرغم ثبات نسبی مبلغ سود سهام پرداختی، نسبت پرداخت سود سهام شرکت‌های مختلف به طور چشمگیری متفاوت است. براساس تحقیقات مزبور، شرکت‌های بزرگ معمولاً نسبت پرداخت سود سهام بالاتری را در مقایسه با شرکت‌های کوچکتر و جدید نگهداری می‌کنند.

۳- تاثیر تغییرات سود سهام بر قیمت و بازده سهام

بیشتر مدیران تمایل دارند تا اخبار خوب به سرعت در شرکت انتشار یابد، همانطور که در مورد اخبار بد به کندی عمل می‌کنند. بنابراین، طبیعی است که سرمایه‌گذاران نسبت به اظهارات آنان بدگمان باشند. سیاست و خط مشی تقسیم سود ممکن است مواردی را بیان کند که مدیریت شرکت تمایلی به بیان آن ندارد. بنا به دلایلی اگر مدیران تمایل به قطع تقسیم سود نداشته باشند و حتی اگر احساس نمایند که در صورت پرداخت سود بیشتر، شرکت در وضعیت و موقعیت مالی بهتری قرار خواهد گرفت، بهر نحو که ممکن باشد برای تقسیم سود بیشتر به منابع مالی مختلف متوسل می‌شوند، در غیر این صورت هیچ بعید نیست که تقسیم سود را کاهش و یا حتی آنرا قطع نمایند، به همین دلیل است که تغییرات سود سهام پیام و اطلاعاتی را در مورد اینکه مدیران واقعا "چگونه فکر، برنامه‌ریزی و عمل می‌کنند را در اختیار سهامداران قرار می‌دهد. اطلاعات به ندرت از طریق سایر منابع ممکن است به دست آید (ممکن است به پیش‌بینی‌های مدیریت تا حد قابل قبولی بتوان اعتماد نمود، سیاست تقسیم سود بخوبی منعکس کننده و حامل اینگونه

اطلاعات است). به همین دلیل اعلام سود گهگاهی به کاهش و گاهی اوقات به افزایش قیمت سهام منجر می‌شود. این تغییرات در صورتی دائمی هستند که شرکت در این مانور تا چه حد خوب و یا بد عمل نماید و می‌توان گفت نتایج آن در تغییرات تقسیم سود منعکس می‌شود.

به عبارت دیگر، اگر تغییرات تقسیم سود برای پیش‌بینی وضعیت شرکت کافی و کامل نباشد، هر تغییری که در قیمت سهام رخ دهد، کاملاً موقت و عادی است. اما اگر شرکت تقسیم سود را به دلایل موجهی از جمله عدم پرداخت مالیات اضافی حذف کند، ممکن است ابتدا قیمت سهام کاهش یابد اما بعد به همان سطحی برمی‌گردد که در موقعیت قبل از تقسیم سود بوده و چه بسا بالاتر از آن نیز برود، در مواردی که مدیریت ممکن است نتواند به رشد شرکت جامه عمل ببوشاند، در کوتاهترین مدت سود بیشتری تقسیم و منافع بلند مدت سهامداران را به مخاطره می‌اندازد، شاید همین موضوع است که شرکت‌ها سود کمتری را تقسیم و منافع بیشتری را به سرمایه‌گذاری و تحقیق و توسعه اختصاص می‌دهند. بنابراین می‌توان گفت که تغییرات تقسیم سود اطلاعات زیادی در باره شرکت ارائه می‌دهد، به خصوص در کشورهایی که سیستم اطلاع‌رسانی به سهامداران دارای نارسایی‌ها و نقاط ضعف بوده و سهامداران از وضعیت فعلی و آینده شرکت به دلایلی آگاهی کافی ندارند، محتوای اطلاعاتی سود سهام دارای ارزش زیادی برای آنان می‌باشد و احتمالاً اعلام تغییر سود تقسیمی تأثیر زیادی بر قیمت بازار سهام خواهد داشت [۸].

پیشینه تحقیق

امانی [۱] تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه بین سود تقسیمی و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام داد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تقسیم سود باعث افزایش قیمت سهام می‌شود، و بین سود تقسیمی پرداخت شده به سهامداران و قیمت سهام رابطه معنی داری وجود دارد.



عبدالله پور [۱۰] تحقیقی با عنوان « بررسی خط مشی های تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » انجام داد. نتایج تحقیق نشان می دهد که شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سیاست تقسیم سود مشخصی پیروی نمی کنند و بیشتر شرکتهای بر اساس نیازهای مقطعی و سرمایه گذاری خود اقدام به توزیع سود سهام می نمایند.

خورسند [۵] تحقیقی با عنوان « تأثیر سود سهام بر تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران » انجام داد. نتایج تحقیق نشان می دهد که افزایش سود هر سهم باعث افزایش قیمت هر سهم می شود و بالعکس.

شاهمرادی [۸] تحقیقی با عنوان « ارتباط بین سودهای حسابداری و بازده سهام » انجام داد. نتایج تحقیق حاکی از رابطه ضعیف بین سودهای حسابداری و بازده سهام، بود.

صمدزاده [۹]. تحقیقی با عنوان « خط مشی های تقسیم سود و تأثیر آن بر ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران » انجام داد. نتایج تحقیقات او نشان می دهد که سیاستهای تقسیم سود در بورس اوراق بهادار، شناخته شده نیست.

مهرانی [۱۱] تحقیقی با عنوان « ایجاد مدلی برای رابطه بین تقسیم سود و سرمایه گذاری » انجام داده است. نتایج نشان می دهد که متغیرهای سود سال قبل و تقسیم سود سال قبل، عوامل مهمی در تصمیم گیری ها نمی باشند و سیاست های سرمایه گذاری، مستقل از سیاست های تقسیم سود هستند.

ام. جی. گوردون [۲۰] در تحقیقی با عنوان " سرمایه گذاری، تامل مالی، و ارزش شرکت " به این نتیجه رسید که پرداخت سود سهام باعث افزایش ارزش سهام می شود و سهامداران دریافت سود را به افزایش احتمالی قیمت سهام ترجیح می دهند.

جان بریتین [۱۷] در تحقیقی با عنوان " سیاستهای تقسیم سود شرکتهای سهامی در واشنگتن دی سی " مطالعه گسترده ای را در باره رفتار سود سهام نقدی شرکت هدایت کرده و آن را با مدل اصلی لیبتنر که در آن دو مورد اصلاح به عمل آمده تست نمود. او در



اولین اصلاحش (که مدل جریان‌ات نقدی نامیده می‌شود)، جریان‌ات نقدی را به جای سود حسابداری قرار داد و در دومین اصلاح (که مدل استهلاک آشکار نامیده می‌شود)، جریان نقدی را به دو جزء؛ سود و استهلاک تقسیم کرد بریتین در این تحقیق پشتیبانی قابل توجهی برای مدل لیتنر، به ویژه برای شکل‌های اصلاح شده مدل بدست آورد.

استفان پیتر [۱۴] در تحقیقی با عنوان "تئوریه‌ها و عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود" روشن می‌سازد که در شرکت‌های سوئسی بازده سود تقسیمی هر سال با سال قبل مرتبط است. که این موضوع با تئوری هموارسازی سود مطابقت دارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه شرکت در شرکت‌های سوئسی رابطه معکوس با توزیع سود دارد.

روش شناسی

۱- روش تحقیق

روش تحقیق استقرایی است و از نوع همبستگی به شکل تحلیل مقطعی داده‌ها است. داده‌های موردنیاز برای آزمون فرضیه‌ها از لوح فشرده پارس پورتفولیو، دنا سهم و تدبیرپرداز جمع آوری شده است و برای آزمون فرضیه‌ها از نرم افزارهای SPSS استفاده شده است.

۲- فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر تدوین شده است.

فرضیه (۱) بین نوسانات درصد سود تقسیمی و بازده سهام شرکتها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه (۲) بین توزیع سود نقدی بیشتر و قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه (۳) بین سود نقدی هر سهم و نسبت تغییرات سود هر سهم، رابطه معناداری وجود دارد.



۳- اندازه گیری متغیرها

۱- الف) متغیرهای وابسته

ب) متغیرهای مستقل

نمایه شماره (۱): نحوه محاسبه متغیرهای تحقیق

منبع اطلاعاتی	نحوه محاسبه	علامت اختصاری	نام متغیر	ردیف
خلاصه تصمیمات مجمع عمومی	تفاوت قیمت بازار هر سهم بعد از مجمع و قیمت بازار هر سهم در تاریخ مجمع	$\Delta(P_t - P_{t-1})_{it}$	تغییرات در قیمت سهام	۱
خلاصه تصمیمات مجمع عمومی	سود تقسیمی هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی در سال جاری منهای سود تقسیمی هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی در سال قبل	$\Delta(DPS / P)_{it}$	تغییرات سود تقسیمی هر سهم	۲
	$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + DPS - (C \times 100)}{P_{it-1}}$	Return _{it}	بازده سهام	۳
خلاصه تصمیمات مجمع عمومی	سود تقسیمی هر سهم طبق مصوبه مجمع، تقسیم بر سود هر سهم	DPS / EPS	نسبت سود تقسیمی	۴
خلاصه تصمیمات مجمع عمومی	نحوه تفاوت نسبت سود تقسیمی سال جاری و سال قبل بر نسبت سود تقسیمی سال قبل	$\Delta DPS / EPS$	نوسانات درصد سود تقسیمی	۵
خلاصه تصمیمات مجمع عمومی	تفاوت سود هر سهم سال جاری با سال قبل	$\Delta(EPS / P)_{it}$	نسبت تغییرات سود هر سهم	۶
خلاصه تصمیمات مجمع عمومی	حاصل تقسیم جمع سود تقسیمی پنج سال قبل بر جمع سود هر سهم پنج سال قبل	$\Delta(DPS / P)_{it}$	نسبت تقسیم سود در بلند مدت	۷



۴- جامعه آماری تحقیق

جامعه از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به شرایط زیر انتخاب شده است:

- ۱) حداقل از ابتدای سال ۱۳۷۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - ۲) اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای تحقیق در مورد آن شرکتها، در طول دوره تحقیق در دسترس باشد.
 - ۳) شرکت‌هایی که در طول دوره تحقیق سهامشان در بورس مورد معامله قرار گرفته و دچار وقفه معاملاتی نشده باشند.
 - ۴) شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها ۱۲/۲۹ باشد.
- ۱- شرکت‌هایی که تغییر سال مالی نداشته باشند.
 - ۲- شرکت‌هایی که نسبت تقسیم سود در بلند مدت آنها منفی نباشد.
 - ۳- شرکت‌هایی که در طول دوره تحقیق سود تقسیمی داشته باشند.
- با در نظر گرفتن شرایط بالا جامعه مورد تحقیق شامل ۸۶ شرکت شده است.

آزمون فرضیه های تحقیق

فرضیه H_1 : بین نوسانات درصد سود تقسیمی و بازده سهام شرکتها رابطه معنی دار و مستقیم وجود دارد.

فرضیه H_0 : بین نوسانات درصد سود تقسیمی و بازده سهام شرکتها رابطه معنی دار و مستقیم وجود ندارد.

مدل رگرسیونی مورد استفاده برای بررسی فرضیه عبارت است از:

$$Return_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln(\Delta DPS / EPS)_{it} + \varepsilon_{it}$$



تحلیل همبستگی

ضریب همبستگی بین متغیر مستقل نوسانات درصد سود تقسیمی و متغیر وابسته بازده سهام برابر ۰/۵۴۹ می‌باشد و مقدار احتمال مربوط به بررسی معنی داری آن ($H_0: \rho=0$) برابر ۰/۰۰۰ است که از ۰/۰۵ کوچکتر است؛ بنابراین با اطمینان ۰/۹۵ شواهدی مبنی بر رد رابطه بین نوسانات درصد سود تقسیمی و بازده سهام وجود دارد پس می‌توان نتیجه گرفت که بین نوسانات درصد سود تقسیمی و بازده سهام رابطه وجود دارد.

تحلیل مدل رگرسیونی

ضریب تعیین مدل برابر ۰/۲۵۱ می‌باشد و بدین معنی است که حدود ۲۵٪ از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) بوسیله متغیر مستقل (نوسانات درصد سود تقسیمی) قابل توصیف است. مقدار احتمال مربوط به فرض صفر آماری مبنی بر عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل و متغیر پاسخ ($H_0: \beta_1=0$) برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کوچکتر است؛ بنابراین با اطمینان ۰/۹۵ این فرض رد می‌شود در نتیجه ارتباط معنی داری بین دو متغیر مشاهده می‌شود و این نتیجه منجر به تایید فرضیه شماره یک تحقیق می‌شود. مدل برازش شده نیز عبارتست از:

$$Return_{it} = 0 / 322 + 0 / 247 \ln(\Delta DPS / EPS)_{it} + \varepsilon_{it}$$

آزمون فرضیات زیربنایی

در نمودار پراکنش باقیمانده‌های استاندارد شده در مقابل پیش بینی‌های استاندارد شده روندی مشاهده نشده و تقارن مشاهدات حول خط صفر می‌باشد؛ بنابراین همگنی در واریانس باقیمانده‌ها را می‌توانیم مورد تایید قرار دهیم. مقدار احتمال مربوط به آزمون کولموگروف اسمی رنف برابر ۰/۰۷۵ می‌باشد که از ۰/۰۵ بزرگتر است؛ بنابراین با اطمینان ۰/۹۵ نرمال بودن باقیمانده‌ها مورد تایید قرار می‌گیرد. مقدار آماره دوربین واتسن برابر

۱/۸۴۳ می‌باشد که یا توجه به نزدیکی آن به عدد ۲ می‌توانیم استقلال باقیمانده‌ها را بپذیریم. همچنین مقدار احتمال آزمون دوره‌ها (Runs) برابر ۰/۰۸۶ می‌باشد که از ۰/۰۵ بزرگتر است؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ می‌توانیم استقلال باقیمانده‌ها را مورد تایید قرار دهیم. در قسمت آمار باقیمانده‌ها (Residual Statistics) خروجی کمی‌نه و بیشینه باقیمانده‌ها استاندارد شده بین ۳- و ۳ قرار دارند؛ بنابراین در این مدل مشکل وجود مقادیر پرت افتاده مشاهده نمی‌شود. در انتها با توجه به تایید فرضیات فوق می‌توانیم به نتایج حاصل از مدل برازش شده اطمینان داشته باشیم.

نمایه (۲): خلاصه مدل

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.549 ^a	.251	.203	1.216051	1.843

a. Predictors: (Constant),

b. Dependent Variable:

نمایه (۳) تحلیل واریانس

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.512	1	2.512	5.170	.000 ^a
	Residual	831.074	562	.479		
	Total	833.587	563			

a. Predictors: (Constant),

b. Dependent Variable:



تحلیل مدل رگرسیونی

ضریب تعیین مدل برابر ۰/۱۲ می‌باشد و بدین معنی است که حدود ۱۲٪ از تغییرات متغیر وابسته (تغییرات در قیمت سهام) بوسیله متغیر مستقل (نسبت سود تقسیمی) قابل توصیف است. مقدار احتمال مربوط به فرض صفر آماری مبنی بر عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل و متغیر پاسخ ($H_0: \beta_1=0$) برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کوچکتر است؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این فرض رد می‌شود، در نتیجه ارتباط معنی داری بین دو متغیر مشاهده می‌شود، و این نتیجه منجر به تایید فرضیه شماره یک تحقیق می‌شود. مدل برازش شده نیز عبارتست از:

$$\ln_{-} \Delta(P_t - P_{t-1})_{it} = -0.11 - 0.446 \ln_{-} (DPS / EPS)_{it}$$

آزمون فرضیات زیر بنایی

در نمودار پراکنش باقیمانده‌های استاندارد شده در مقابل پیش بینی‌های استاندارد شده روندی مشاهده نشده و تقارن مشاهدات حول خط صفر می‌باشد؛ بنابراین همگنی درواریانس باقیمانده‌ها را می‌توانیم مورد تایید قرار دهیم. مقدار احتمال مربوط به آزمون کولموگروف اسمی رنف برابر ۰/۰۷۶ می‌باشد که از ۰/۰۵ بزرگتر است؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ نرمال بودن باقیمانده‌ها مورد تایید قرار می‌گیرد. مقدار آماره دورین واتسن برابر ۱/۹۹۱ می‌باشد که یا توجه به نزدیکی آن به عدد ۲ می‌توانیم استقلال باقیمانده‌ها را بپذیریم. همچنین مقدار احتمال آزمون دوره‌ها (Runs) برابر ۰/۰۵۱ می‌باشد که از ۰/۰۵ بزرگتر است؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ می‌توانیم استقلال باقیمانده‌ها را مورد تایید قرار دهیم. در قسمت آمار باقیمانده‌ها (Residual Statistics) خروجی کمی‌نه و بیشینه باقیمانده‌ها استاندارد شده بین ۳- و ۳ قرار دارند؛ بنابراین در این مدل مشکل وجود مقادیر پرت افتاده مشاهده نمی‌شود. در انتها با توجه به تایید فرضیات فوق می‌توانیم به نتایج حاصل از مدل برازش شده اطمینان داشته باشیم.

نمایه (۴) تحلیل واریانس

نسبت سود تقسیمی	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Valid N (listwise)	688	.000	1.727	.69749	.304229
	688				

آزمون فرضیه دوم

H_1 : بین توزیع سود نقدی بیشتر و قیمت سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

H_0 : بین توزیع سود نقدی بیشتر و قیمت سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

رابطه رگرسیونی مورد استفاده برای بررسی فرضیه عبارتست از:

$$\ln_{-} \Delta(P_t - P_{t-1})_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ groups}_{it} + \varepsilon_{it}$$

تحلیل مدل رگرسیونی

ضریب تعیین مدل برابر ۰/۱۲۴ می‌باشد و بدین معنی است که حدود ۱۲٪ از تغییرات متغیر وابسته (تغییرات در قیمت سهام) بوسیله متغیر مستقل (شرکتهای توزیع کننده نسبت سود تقسیمی بیشتر و کمتر) قابل توصیف است. مقدار احتمال مربوط به فرض صفر آماری مبنی بر عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل و متغیر پاسخ ($H_0: \beta_1 = 0$) برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کوچکتر است؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این فرض رد می‌شود (فرض صفر آماری معادل فرض $H_0: \mu_1 = \mu_2$ می‌باشد) در نتیجه تفاوت معنی داری در متوسط توزیع نسبت سود تقسیمی بیشتر و کمتر مشاهده می‌شود و این نتیجه منجر به تایید فرضیه شماره دو تحقیق می‌شود. متوسط تغییرات در قیمت سهام شرکتهای توزیع کننده نسبت سود تقسیمی بیشتر برابر ۰/۱۰۴۰- و متوسط تغییرات در قیمت سهام شرکتهای توزیع کننده نسبت سود تقسیمی کمتر برابر ۰/۰۹۰۳- می‌باشد. مدل برآزش شده نیز عبارتست از:

$$\ln_{-} \Delta(P_t - P_{t-1})_{it} = -0.143 + 0.065 \text{ groups}_{it}$$

آزمون فرضیات زیر بنایی

در نمودار پراکنش باقیمانده های استاندارد شده در مقابل پیش بینی های استاندارد شده روندی مشاهده نشده و تقارن مشاهدات حول خط صفر می باشد؛ بنابراین همگنی درواریانس باقیمانده ها را می توانیم مورد تایید قرار دهیم.

مقدار احتمال مربوط به آزمون کولموگروف اسمی رنف برابر $0/090$ می باشد که از $0/05$ بزرگتر است؛ بنابراین با اطمینان 95% نرمال بودن باقیمانده ها مورد تایید قرار می گیرد. مقدار آماره دورین واتسن برابر $2/086$ می باشد که با توجه به نزدیکی آن به عدد 2 می توانیم استقلال باقیمانده ها را بپذیریم. همچنین مقدار احتمال آزمون دوره ها برابر $0/122$ می باشد که از $0/05$ بزرگتر است؛ بنابراین با اطمینان 95% می توانیم استقلال باقیمانده ها را مورد تایید قرار دهیم. در قسمت آمار باقیمانده ها خروجی کمی نه و بیشینه باقیمانده ها استاندارد شده بین -3 و 3 قرار دارند؛ بنابراین در این مدل مشکل وجود مقادیر پرت افتاده مشاهده نمی شود. می توانیم به نتایج حاصل از مدل برازش شده اطمینان داشته باشیم.

نمایه (5) خلاصه مدل

Model Su

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.352 ^a	.124	.114	.304180	2.086

a. Predictors: (Constant),

b. Dependent Variable:

نمایه (۶) تحلیل واریانس

ANO'

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.301	1	3.301	3.354	.000 ^a
	Residual	63.472	686	.093		
	Total	63.472	687			

a. Predictors: (Constant),

b. Dependent Variable:

آزمون فرضیه سوم

H_1 : بین سود نقدی هر سهم و نسبت تغییرات سود هر سهم، رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد.

H_0 : بین سود نقدی هر سهم و نسبت تغییرات سود هر سهم، رابطه معنادار و مستقیم وجود ندارد.

مدل رگرسیونی مورد استفاده برای بررسی فرضیه عبارتست از:

$$\Delta(DPS / P)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta(EPS / P)_{it} + \varepsilon_{it}$$

تحلیل همبستگی

ضریب همبستگی بین متغیر مستقل تغییرات سود هر سهم و سود نقدی هر سهم برابر ۰/۳۴۵ می‌باشد و مقدار احتمال مربوط به بررسی معنی داری آن ($H_0: \rho = 0$) برابر ۰/۰۰۰ است که از ۰/۰۵ کوچکتر است؛ بنابراین با اطمینان ۰/۹۵ وجود ارتباط مستقیم و معناداری مورد تایید قرار می‌گیرد.

تحلیل مدل رگرسیونی

ضریب تعیین مدل برابر ۰/۱۱۹ می‌باشد و بدین معنی است که حدود ۱۲٪ از تغییرات متغیر وابسته (تغییرات سود تقسیمی هر سهم) بوسیله متغیر مستقل (نسبت تغییرات سود هر سهم) قابل توصیف است. مقدار احتمال مربوط به فرض صفر آماری مبنی بر عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل و متغیر پاسخ ($H_0: \beta_1 = 0$) برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کوچکتر است بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این فرض رد می‌شود در نتیجه ارتباط معنی داری بین دو متغیر مشاهده می‌شود و این نتیجه منجر به تایید فرضیه شماره سه تحقیق می‌شود. مدل برازش شده نیز عبارتست از:

$$\Delta(DPS/P)_{it} = -0.052 + 0.273\Delta(EPSP/P)_{it}$$

آزمون فرضیات زیر بنایی

در نمودار پراکنش باقیمانده‌های استاندارد شده در مقابل پیش بینی‌های استاندارد شده روندی مشاهده نشده و تقارن مشاهدات حول خط صفر می‌باشد؛ بنابراین همگنی درواریانس باقیمانده‌ها را می‌توانیم مورد تایید قرار دهیم. مقدار احتمال مربوط به آزمون کولموگروف اسمی‌رنگ برابر ۰/۰۵۴ می‌باشد که از ۰/۰۵ بزرگتر است؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ نرمال بودن باقیمانده‌ها مورد تایید قرار می‌گیرد. مقدار آماره دورین واتسن برابر ۱/۸۶۵ می‌باشد که با توجه به نزدیکی آن به عدد دو می‌توانیم استقلال باقیمانده‌ها را بپذیریم. همچنین مقدار احتمال آزمون دوره‌ها برابر ۰/۱۰۴ می‌باشد که از ۰/۰۵ بزرگتر است؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ می‌توانیم استقلال باقیمانده‌ها را مورد تایید قرار دهیم. در قسمت آمار باقیمانده‌ها خروجی کمی‌نه و بیشینه باقیمانده‌ها استاندارد شده بین ۳- و ۳ قرار دارند؛ بنابراین در این مدل مشکل وجود مقادیر پرت افتاده مشاهده نمی‌شود. در انتها با توجه به تأیید فرضیات فوق می‌توانیم به نتایج حاصل از مدل برازش شده اطمینان داشته باشیم.

نمایه (۷) خلاصه مدل

Model ۴

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.345 ^a	.119	.117	.065858	1.865

a. Predictors: (Constant),

b. Dependent Variable:

نتیجه گیری و پیشنهادات

الف) همان‌طور که از آزمون فرضیه اول مشخص گردید بین نوسانات درصد سود تقسیمی و بازده سهام رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد بر اساس ضریب رگرسیونی حاصل شده، نوسانات درصد سود تقسیمی سهام سالهای گذشته، به عنوان متغیر مستقل، درصد قابل توجهی از بازده سهام را به عنوان متغیر وابسته توضیح می دهد. بنابراین با استفاده از نسبت درصد سود تقسیمی سهام، بازده سهام قابل پیش بینی است.

ب) بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم می توان نتیجه گرفت که بین توزیع سود نقدی بیشتر و قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد. هر چه میزان توزیع سود نقدی بیشتر بوده قسمت سهام بالاتر و برعکس هر چه توزیع سود سهمی کمتر بوده، قیمت سهام پایین تر بوده است.

ج) هم چنین نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان داد که بین سود نقدی هر سهم و نسبت تغییرات سود هر سهم، همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. ضریب رگرسیونی در دوره های مختلف مورد بررسی معنادار و ضرایب تعیین نیز بالا بوده است. بنابراین تغییرات سود هر سهم سالهای گذشته به عنوان متغیر مستقل، درصد قابل توجهی از تغییرات سود نقدی هر سهم را به عنوان متغیر وابسته توضیح می دهد. در نتیجه می توان گفت، با استفاده از تغییرات سود هر سهم، تغییرات سود

نقدی هر سهم قابل پیش بینی است. بنابراین به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران توصیه می‌شود به سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها در هنگام سرمایه‌گذاری توجه نمایند زیرا سیاست‌های سیستم سهم تا اندازه زیادی می‌تواند بر تصمیمات آن‌ها تأثیرگذار باشد.

فهرست منابع

- ۱) امانی، کوروش (۱۳۷۷)، بررسی رابطه بین سود تقسیمی و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانشگاه تهران پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۲) جهانخانی، علی؛ (۱۳۷۳)، "شیوه‌های تاملی مالی شرکت‌ها در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران؛ حسابدار شماره ۱۰۷ و ۱۰۸.
- ۳) جهانخانی، علی؛ (۱۳۷۵)، پارسایان، علی. آثار پرداخت سود سهام بر ارزش شرکت‌ها؛ مجله حسابدار شماره ۹۴.
- ۴) جهانخانی، علی؛ (۱۳۸۴)، "شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران؛" فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۰.
- ۵) خورسند، طه، (۱۳۷۷)، تأثیر سود سهام بر تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، دانشگاه علامه طباطبایی، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۶) راعی، رضا و سعیدی، علی؛ (۱۳۸۳)، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک؛ انتشارات سمت، دانشگاه تهران.
- ۷) راعی، رضا، تلنگی، احمد؛ (۱۳۸۳)، مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته؛ انتشارات سمت.
- ۸) شاهمرادی، مسعود. (۱۳۸۰)، "ارتباط بین سودهای حسابداری و بازده سهام پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.

۹) صمد زاده، محسن، (۱۳۷۲)، خط مشی های تقسیم سود و تاثیر آنها بر ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه اصفهان.

۱۰) عبدالله پور، محمد؛ (۱۳۷۷)، بررسی خط مشی های تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانشگاه امام صادق (ع)، پایان نامه کارشناسی ارشد.

۱۱) مهرانی، ساسان، (۱۳۷۳)، ایجاد مدلی برای رابطه بین تقسیم سود و سرمایه گذاری. کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران.

- 12) -Beiner Stefan, (June 2001). Theories and determinants of dividend policy,, available at:" www. Sbf. Using.ch
- 13) Higgings. Lesleen, (1997), "an EMPRICAL investigation of The effects of financial statement analysis in predicting future Dividend changes".
- 14) John.A.Brittain , (1966), Corporate Dividend policy ,Washington, D.C.The Brooking in situation.
- 15) John. Lintner, (1956), "Distribution of incomes of corporation among Dividends, Retained earning, and Taxes" American Economic Reserch vol. 46 97-113.
- 16) M.J. Gordon, (1962), the investment financing and voluation of the corporation. Homwood, Ill-, Richard Irwin, 1962.
- 17) Ohlson ,J, (1991), The Theoriy and value of earnings and an introduction To The ball brown Anolysis,Vontom Porary. Accounting research

یادداشت‌ها

1 - Dividend Puzzle

