

فصلنامه مطالعات حسابداری

شماره ۲۵ - بهار ۱۳۸۸

صص ۱۰۵-۱۲۵

## ارتباط بین سیاست پایدار سود تقسیمی با بازده سهام

### شرکت‌ها

دکتر موسی بزرگ اصل \*

علی سرافراز اردکانی \*\*

### چکیده

هدف مدیریت به حداکثر رساندن ارزش شرکت و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران از طریق فراهم آوردن بازده فراتر از بازده مورد انتظار آنها است. معمولاً سود نقدی یکی از مهمترین منابع بازده برای سهامداران می‌باشد. مدیران شرکت‌ها دریافته‌اند که سهامداران آنها خواهان یک روند ثابت و پایدار برای تقسیم سود هستند، زیرا پایداری سود تقسیمی این پیام را می‌دهد که شرکت وضعیت مالی باثباتی دارد، دارای ریسک تجاری پایین‌تری است و در نتیجه ارزش بازار سهام

\* استادیار حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی

\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۱/۲۹

تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۷/۲۵

شرکت افزایش می‌یابد.

تحقیق حاضر به بررسی ارتباط پایداری سود تقسیمی با بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها و تفاوت پایداری سود تقسیمی بین صنعت‌های مختلف در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نمونه این تحقیق شامل ۸۰ شرکت فعال در بورس از میان ۱۷ صنعت مختلف برای دوره زمانی ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۶ است. متغیرهای اصلی این تحقیق شامل پایداری سود تقسیمی به عنوان متغیر مستقل و بازده غیرعادی به عنوان متغیر وابسته می‌باشد. پایداری سود تقسیمی با استفاده از انحراف معیار سود تقسیمی و بازده غیرعادی با استفاده از مدل قیمت‌گذاری داراییهای سرمایه‌ای اندازه‌گیری شد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که بین پایداری سود تقسیمی و بازده غیرعادی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی‌دار وجود دارد، اما پایداری سود تقسیمی بین صنعت‌های مختلف تفاوت معنی‌داری با یکدیگر ندارد.

واژه‌های کلیدی: سیاست پایدار سود تقسیمی<sup>۱</sup>، بازده سهام شرکت‌ها<sup>۲</sup>.

#### مقدمه

هدف مدیریت شرکت به حداکثر رساندن ارزش شرکت و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران از طریق فراهم آوردن بازده فزاینده‌تر از بازده مورد انتظار آنهاست. سهامداران قبل از خرید سهام یک شرکت و سرمایه‌گذاری در آن، بازده مورد انتظار از خرید آن سهم را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. این بازدهی به صورت‌های مختلفی از جمله هر یک یا ترکیبی از موارد زیر می‌تواند حاصل شود:

الف - کسب بازده از طریق سود نقدی<sup>۳</sup>

ب - کسب بازده از طریق افزایش قیمت سهام<sup>۴</sup> در بازار که خود تابعی از ریسک و بازده سهام می‌باشد.

معمولاً سود نقدی یکی از مهمترین منابع بازدهی برای سهامداران می‌باشد. علاوه بر آن، سود سهام نقدی به نوعی حاوی پیام خاص خود به بازار است، این

1- Stable dividend policy

2- Stock yields

3- Dividend yield

4- Capital gain yield

پدیده در ادبیات مالی با عنوان "اثر پیام رسانی" یا "اثر محتوای اطلاعاتی"<sup>۱</sup> شناخته می‌شود. شرکت‌ها در تقسیم سود می‌توانند الگوها و سیاست‌های متفاوتی را دنبال می‌کنند. در مورد سیاست تقسیم سود دو مکتب فکری مختلف وجود دارد. نقطه نظر اول که با عنوان مکتب بازارهای ناقص مورد اشاره قرار می‌گیرد شامل مدل‌های ناقص‌نگی اطلاعاتی<sup>۲</sup>، علامت دهی<sup>۳</sup>، هزینه‌های نمایندگی<sup>۴</sup> و تئوری پرنده در دست<sup>۵</sup>، سیاست تقسیم سود سهام را مربوط و با اهمیت تلقی می‌کند اما در نقطه نظر دوم یعنی مکتب بازارهای کامل مانند "تئوری میلر و مودیلیانی"<sup>۶</sup>، سیاست تقسیم سود سهام اساساً نامربوط محسوب می‌شود (اعتمادی و چالاکی، ۱۳۸۲). همان طور که پیداست این دو مکتب پیشنهادها متضادی را به مدیران جهت تعیین سیاست تقسیم سود ارائه می‌کنند، بنابراین باید سراغ راه کارهای عملی برای تعیین سیاست بهینه سود رفت. یکی از این راه‌ها مشاهده و بررسی سلیقه و انتظار و رفتار سهامداران در دنیای واقعی نسبت به اعلام سود تقسیمی است. مدیران شرکت‌ها دریافته‌اند که سهامداران آنها خواهان یک روند ثابت و پایدار برای سود تقسیمی هستند، زیرا پایداری سود تقسیمی این پیام را می‌دهد که شرکت وضعیت مالی باثباتی داشته و دارای ریسک تجاری پایین تری است و باعث می‌شود که ارزش بازار سهام آن شرکت افزایش یابد.

این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال‌هاست که آیا شرکت‌ها واقعاً می‌توانند با به کارگیری این سیاست (سیاست پایدار) در تقسیم سود، ارزش بازار خود را افزایش دهند، یا اینکه اصلاً ارتباط معنی داری بین پایداری سود تقسیمی و بازده غیرعادی شرکت‌ها وجود دارد؟ و اینکه آیا نوع صنعتی که شرکت در آن فعالیت می‌کند بر این سیاست اثر می‌گذارد؟

---

1- Information Content Effect  
 2- Models of Information Asymmetries  
 3- Signaling Models  
 4- Agency Cost  
 5- Bird-in-the-hand  
 6- Miller and Modigliani (M&M)

### ضرورت تحقیق

در بیان اهمیت و ضرورت این تحقیق باید گفت که با اجرای این تحقیق و پاسخ به سوالات مطرح شده می‌توان انتظار داشت که سرمایه گذاران، مدیران مالی و دست اندرکاران بازار سرمایه کشور با شناخت بهتر از اثر سود تقسیمی بر قیمت سهام و بازده موردتوقع و غیرعادی سهامداران و با اعمال سیاست‌های مناسب باعث هدایت صحیح پس اندازهای جامعه به سمت کارهای تولیدی شده و نهایتاً موجبات رونق اقتصادی کشور را فراهم کنند.

### مروری بر ادبیات و پیشینه تحقیق

در زمینه سیاست تقسیم سود پژوهش‌های بی شماری در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه انجام شده است. تمرکز اصلی این تحقیق‌ها بیشتر روی این موضوعات بوده است: شناسایی عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی، رابطه بین عملکرد شرکت با سود تقسیمی، الگوهای تقسیم سود شرکت‌ها، مکاتب فکری در مورد تقسیم سود.

میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱) اولین کسانی بودند که با موضوع مربوط بودن سود تقسیمی برخورد داشتند. این محققان اعتقاد داشتند که ارزش گذاری شرکت در شرایط کامل بودن بازار سرمایه، کاملاً مستقل از سیاست تقسیم سود می باشد. اگرچه مطالعات بعدی نشان داد که سود تقسیمی بالاتر موجب بالاتر رفتن ارزش شرکت می شود. (عبدالرحمان علی، ۲۰۰۷)

پایداری سود تقسیمی موضوعی است که توجه بسیاری از محققان را به خود جلب کرده است. اهمیت این موضوع برای اولین بار در تحقیق رفتاری کلاسیک لیتنر<sup>۱</sup> (۱۹۵۶) بر روی شرکت‌های آمریکایی نمایان شد. این تحقیق نشان داد که واحدهای تجاری معمولاً (به طور عادی) دارای نسبت سود تقسیمی هدفمند در بلند مدت می باشند و مدیران معتقدند که سهامداران سود تقسیمی پایدار را ترجیح می دهند و در قبال این پایداری، صرف<sup>۲</sup> بیشتری را پرداخت می کنند. مدیران

1- Lintner

2- Premium

دریافتند که باید بیشتر نسبت به تغییرات سود تقسیمی در مقایسه با میزان سود تقسیمی نگران باشند. بنابراین آنان سود تقسیمی را به گونه ای مدیریت نمودند که آهسته و کم کم به نسبت سود تقسیمی هدف دست یابند. این رفتار را اغلب هموارسازی سود تقسیمی می نامند. برای جلوگیری از نوسانات سود تقسیمی، مدیران به راحتی سود تقسیمی را افزایش نمی دهند مگر آنکه اطمینان یابند که افزایش مذکور نیازمند کاهش آن در سال های بعد نباشد (بیکر و اسمیت<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲). آنها به منظور حفظ ثبات سود تقسیمی، سیاست سود باقی مانده محض<sup>۲</sup> را کنار گذاشته و به جای آن سیاست سود باقی مانده تعدیل یافته<sup>۳</sup> را پذیرفته اند. به موجب این سیاست شرکت ها پرداخت های سود باقی مانده خود را در طی چند سال آتی برنامه ریزی می کنند. آنها ابتدا درآمدهای آینده، پروژه های سرمایه گذاری آینده و جریانهای نقدی (خروجی و ورودی) آینده و نیازهای مالی خود را برای یک دوره بلند مدت، به منظور اتخاذ نرخ پرداخت سود نقدی مورد نظر خود، پیش بینی می کنند و سپس نرخ سود تقسیمی بلند مدت برآوردی را (فرضاً برای یک دوره ۵ ساله) تعیین می کنند. (بریگهام و اسهارت<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵)

نتایج تحقیق استیون و جونز<sup>۵</sup> (۱۹۹۲) حاکی از همبستگی مستقیم بین پایداری سود تقسیمی با ارزش شرکت در بورس لندن است. گامبولا و لیو<sup>۶</sup> همبستگی مستقیم بین پایداری سود تقسیمی و بازده سهام و همبستگی معکوس بین ثبات سود تقسیمی و ریسک سیستماتیک در بورس نیویورک را مورد تأکید قرار می دهند. همچنین تحقیق جولیم<sup>۷</sup> (۲۰۰۰) و استیفن توماس<sup>۸</sup> (۲۰۰۶) نشان داد که بین پایداری سود تقسیمی و بازده سهام شرکت ها همبستگی مستقیم و بین ثبات سود تقسیمی و ریسک سیستماتیک در بورس لندن همبستگی معکوس وجود دارد. تحقیق آنت جی هن، سپاستین اوستروسکی و پیتر ریکلینگ<sup>۹</sup> (۲۰۰۷) نیز همبستگی مستقیم بین

1- Baker and Smith

2- Residual dividend policy

3- Modified residual dividend policy

4- Brigham and Ehrhardt

5- Steven and Jose

6- Gombola and Liu

7- Gwilym

8- Stephen Thomas

9- Antje Henne, Sebastian Ostrowski, and Peter Reichling

پایداری سود تقسیمی و بازده سهام در بورس برلین را تأیید کرده است. بیر<sup>۱</sup> (۱۹۹۴) و شیو<sup>۲</sup> (۲۰۰۲) شواهد تجربی بیشتری را به ترتیب از بازار کشورهای بلژیک و هندوستان در مورد تاثیر ضعیف پایداری سود تقسیمی بر بازده سهام فراهم آوردند. فیض الله صمد، شهارودی و سوگاهوتها<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) در یک تحقیق که در بورس مالزی انجام شد، به این نتیجه رسیدند که همبستگی ضعیفی بین پایداری سود تقسیمی و بازده غیرعادی سهام وجود دارد.

در زمینه تأثیر صنعت بر سیاست تقسیم سود تحقیقات مختلفی انجام شده است که به نتایج متضادی انجامیده است. برای مثال تحقیق مایکل<sup>۴</sup> (۱۹۷۹) نشان داد که بین بازده نقدی و نسبت پرداخت سود تقسیمی در بین سال های ۱۹۶۷ تا ۱۹۷۶ در بین ۱۳ صنعت در بورس لندن تفاوت وجود دارد. اما دمپسی، لیبر و روزف<sup>۵</sup> (۱۹۹۳) به نتیجه عکس دست یافته اند، به این معنی که سیاست تقسیم سود شرکت ها تحت تأثیر عوامل مختلفی مانند فرصت های سرمایه گذاری، اندازه، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت، سطح درآمد، وضعیت نقدینگی و... قرار می گیرد و بنابراین تفاوت در سیاست تقسیم سود ناشی از تفاوت در عوامل فوق می باشد نه صرفاً ناشی از عضویت در یک صنعت خاص. به عبارت دیگر ممکن است شرکت های مختلف از صنایع گوناگون به دلیل این که فرصت های سرمایه گذاری، اندازه، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت، سطح درآمد، وضعیت نقدینگی و... یکسانی دارند، سیاست تقسیم سود مشابهی هم داشته باشند. فیض الله صمد، شهارودی و سوگاهوتها (۲۰۰۷) در کار تحقیقی خود که در بورس مالزی بر روی نمونه ای متشکل از ۱۲۰ شرکت از هفت صنعت مختلف برای دوره زمانی پنج ساله ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۵ انجام دادند، به این نتیجه رسیدند که ثبات سود تقسیمی به صورت معنی داری در میان صنایع مختلف متفاوت است.

1- Beer

2- Shau

3 - Fazilah Samad , Roselee Shah Shaharudin and Soh Guat Ha

4- Michel

5- Dempsey, Laber and Rozeff

### سابقه تحقیق در ایران

در ایران اکثر پژوهش‌ها ی انجام شده مانند صمد زاده (۱۳۷۲)، سعیدی (۱۳۷۷)، بشیری (۱۳۷۸)، اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۲) و جهانخانی و قربانی (۱۳۸۵) نشان داده است که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران الگوی خاصی برای تقسیم سود ندارند و بین سیاست تقسیم سود با ارزش شرکت رابطه معنی داری مشاهده نشد و میزان سود تقسیمی تابعی از درآمد سالانه شرکت می‌باشد. از طرف دیگر مهران و جهانخانی (۱۳۷۳) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های ایرانی نوعی الگوی ثابت سود تقسیمی را دنبال می‌کنند. تهرانی و شمس (۱۳۸۲) نیز به این نتیجه رسیده‌اند که مدل ساده لینتر در مورد ۱۶۵ شرکت از مجموعه ۲۱۲ شرکت بورسی صدق می‌کند و می‌تواند مبنای خوبی برای پیش‌بینی سود تقسیمی در ایران باشد.

### جامعه آماری، نمونه و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بعد از اعمال محدودیت‌ها تعداد ۸۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. معیارهای انتخاب نمونه به شرح زیر است:

۱- اولین معامله سهام آنها حداقل ۲۴ ماه قبل از فروردین ۱۳۷۹ باشد. این معیار به دلیل رعایت اصل تغییرات قیمت سهام بعد از درج نام شرکت در تابلو بورس و همگن شدن نمونه می‌باشد.

۲- شرکت مورد نظر تولیدی باشد. شرکت‌های غیر تولیدی به دلیل تفاوت در ماهیت و طبقه بندی اقلام صورت‌های مالی نسبت به شرکت‌های تولیدی مستثنی شده‌اند.

۳- سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد. دلیل این امر تشابه دوره‌های زمانی محاسبه بازده می‌باشد، تا تاثیر نوسانات فصلی، در بازده شرکت‌ها به طور یکسان لحاظ شود و قابلیت مقایسه افزایش یابد.

۴- سهام این شرکت‌ها در این مدت در بورس معامله شده باشد. در مواردی که به هر دلیل، سهام شرکتی معامله نشده، امکان محاسبه بازده صحیح وجود ندارد. در واقع این امر جهت نرمال شدن روند تغییرات قیمت سهام شرکت‌های انتخابی است.

۵- شرکت‌های مورد نظر باید در دوره زمانی مورد نظر اقدام به توزیع سود کرده باشند.

۶- اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها در دسترس باشد.

### فرضیه‌های تحقیق

این تحقیق دارای دو فرضیه زیر است:

فرضیه اول: بین پایداری سود تقسیمی و بازده غیر عادی سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: سیاست ثبات سود تقسیمی بین صنایع مختلف، متفاوت است.

### تعریف عملیاتی متغیرها

#### الف - پایداری سود تقسیمی

در این روش مبلغ ثابتی سود به هر سهم در سال تعلق می‌گیرد. این مبلغ معمولاً در طی چند سال ثابت می‌ماند و تا زمانی که مدیریت شرکت مطمئن نباشد که می‌تواند برای چند سال آتی سود هر سهم را افزایش دهد، این مبلغ را ثابت نگه می‌دارد. برای اتخاذ این سیاست مبلغ سودی که باید بین سهامداران تقسیم شود به گونه‌ای تعیین می‌شود که در صورت کاهش سود ویژه در بعضی از سال‌ها، شرکت باز هم بتواند از محل سودهای انباشته سال‌های قبل، مبلغ ثابت سود را پرداخت نماید. در نتیجه، این سیاست کمترین ریسک را دارد و به سهامداران پیام می‌دهد که شرکت از سود با ثباتی برخوردار است. هدف اولیه سیاست پرداخت سود سهام معمولاً توجه به منافع سهامداران است. در این تحقیق برای سنجش پایداری سود تقسیمی از انحراف معیار سود تقسیمی استفاده می‌شود. بدین صورت که هرچه انحراف معیار سود تقسیمی بالاتر باشد، پایداری کمتری دارد. (فیض الله صمد، شهارودی و سوگاوته‌ها، ۲۰۰۷)



## ب - بازده غیرعادی

بازده غیر عادی مابه التفاوت بازده مورد انتظار و بازده واقعی می باشد. برای اندازه گیری بازده مورد انتظار از مدل CAPM<sup>۱</sup> (مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای) استفاده شده است.

$$E(R_j) = R_f + (R_m - R_f) \beta_j$$

در این فرمول  $R_f$  نرخ بازده بدون ریسک و  $R_m$  میانگین نرخ بازده بازار و  $\beta_j$  شاخص ریسک سیستماتیک و  $E(R_j)$  نرخ بازده مورد انتظار می باشد. در این تحقیق نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت بانک مرکزی به عنوان نرخ بهره بدون ریسک در نظر گرفته شده است. اطلاعات مربوط به این نرخ از گزارش های سیاست های پولی و اعتباری سالانه بانک مرکزی استخراج شده است. برای محاسبه نرخ میانگین بازار ( $R_m$ ) از فرمول زیر استفاده شده است. تغییرات شاخص نقدی سالانه + تغییرات شاخص قیمت سالانه = میانگین نرخ بازدهی بازار بتای یک سهم همان شاخص ریسک سیستماتیک می باشد و نشان دهنده حساسیت نرخ بازده سهام نسبت به تغییرات بازده بازار می باشد. بتا در حقیقت نشان دهنده تغییرات قیمت سهم در ازای یک واحد تغییر در بازده بازار است. در این تحقیق برای محاسبه بتای سهام از فرمول زیر استفاده شده است:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_M)}{\text{var}(R_M)}$$

در رابطه بالا  $R_i$  نرخ بازده سهام و  $R_m$  هم نرخ بازده بازار می باشد. لازم به ذکر است که برای محاسبات بتا از بازده های ماهیانه سهام و بازار استفاده شده است. برای محاسبه بازده واقعی نیز از فرمول زیر استفاده شده است.

$$R_i = \frac{(1 + \alpha + \beta)P_t - \alpha * 1000 - P_0 + D}{P_0}$$

در فرمول فوق  $R_i$  نرخ بازده واقعی تحقق یافته،  $\alpha$  درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی سهامداران و  $\beta$  درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته

1- capital asset pricing model

ها،  $P_t$  قیمت سهام در پایان دوره مالی و  $P_0$  قیمت سهام در اول دوره می‌باشد. نرخ بازده مورد انتظار یا  $E(R_j)$  برابر با نرخ بازده متناسب باریسک است که از طریق معادله خط بازار (SML) به دست می‌آید. (شریعت پناهی، ۱۳۷۶)

### نحوه جمع آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات

اطلاعات مربوط به سود تقسیمی هر سهم، قیمت‌های روزانه سهام و گزارش‌های افزایش سرمایه شرکت‌ها با استفاده از نرم افزارهای تدبیرپرداز و ره آورد نوین برای دوره زمانی ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۶ استخراج گردید. در مواردی که اطلاعات از طریق این دو بانک، قابل دستیابی نبود، از بایگانی صورت‌های مالی موجود در کتابخانه بورس اوراق بهادار تهران و سایت‌های اینترنتی شرکت بورس اوراق بهادار و شرکت سرمایه گذاری بهمن استفاده شد. داده‌های اولیه گردآوری شده وارد نرم افزار اکسل شده و پس پردازش داده‌ها، نتایج حاصل به عنوان ورودی نرم افزار SPSS نگارش ۱۶ استفاده شده است. برای آزمون فرضیه اول تحقیق از ضریب همبستگی پیرسون و برای آزمون فرضیه دوم از تحلیل واریانس استفاده شده است.

### ارزیابی و تشریح نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

طبق قضیه حد مرکزی هنگامی که نمونه بیشتر از ۳۰ باشد، توزیع داده‌ها تقریباً نرمال می‌باشد. با این وجود به منظور بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها از آزمون کولموگروف - اسمیرنف (K-S) استفاده شده است.

توزیع داده‌ها نرمال می‌باشد:  $H_0$

توزیع داده‌ها نرمال نمی‌باشد:  $H_1$

نتایج آزمون فرضیه فوق (جدول ۱) نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ با توجه به اینکه سطح معناداری (Sig-value) بزرگتر از میزان خطاست لذا دلیل کافی مبنی بر رد فرض  $H_0$  بدست نمی‌آید و در نتیجه متغیرهای انحراف معیار سود تقسیمی و بازده غیرعادی در سطح معنی داری کمتر از ۵٪ از توزیع نرمال برخوردار می‌باشند.

جدول ۱. نتایج آزمون K-S

بازده غیر عادی	انحراف معیار سود تقسیمی	آماره k-s
۰/۶۲۸	۰/۸۲۴	سطح معنی داری
۰/۸۲۵۶۷	۰/۴۵۶۷۷	

## آزمون ثبات بتا

برای اندازه‌گیری بازده غیرنرمال با استفاده از مدل CAPM نیاز به محاسبه بتای سهام یا همان شاخص ریسک سیستماتیک بود که طبق فرمول زیر اندازه‌گیری می‌شود:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_M)}{\text{var}(R_M)}$$

برای محاسبه بتا طبق فرمول بالا ابتدا باید ثبات آن تایید گردد، در غیر این صورت بتا باید به روش‌های دیگر مثل بتای s&p، بتای تعدیل شده دیمسون، مدل واسیکک و... محاسبه شود. با دقت در فرمول فوق به این نتیجه می‌رسیم که بتا شیب خط معادله بازار (SML) می‌باشد. پس برای این که بتای محاسبه شده ما دارای ثبات باشد باید بین بازده‌های بازار سالیانه ( $R_M$ ) و بازده‌های سهام سالیانه ( $R_i$ ) محاسبه شده ارتباط معنی داری وجود داشته باشد. با توجه به این که متغیرهای محاسبه شده مقیاس‌های کمی هستند برای انجام آزمون معنی داری ضریب همبستگی پیرسون مورد محاسبه قرار گرفته است که نتایج حاصل از انجام این آزمون در جدول (۲) خلاصه شده است:

جدول ۲. همبستگی بین متغیرها

بازده بازار	بازده سهام	
٪۱۴/۲	٪۱۰۰	ضریب همبستگی پیرسون
۰/۰۰۰۴		بازده سهام سطح معنی داری
۶۴۰	۶۴۰	تعداد مشاهدات

همان طور که مشاهده می شود، ضریب همبستگی پیرسون محاسبه شده با کمک نرم افزار spss، ٪۱۴/۲ در سطح معنی داری کمتر از ٪۵ می باشد که نشان دهنده این است که بین دو متغیر  $R_i$  و  $R_m$  همبستگی معنی داری وجود داشته و در نتیجه ثبات بنای محاسباتی در سطح اطمینان بالاتر از ٪۹۵ تایید می شود.

### آمار توصیفی

جدول (۳) فراوانی شرکت ها را بر حسب نوع صنعت نشان می دهد:

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

جدول ۳. فراوانی شرکتها به تفکیک صنعت

درصد تجمعی	درصد	فراوانی	نام صنعت
۱۲/۵	۱۲/۵	۱۰	مواد و محصولات شیمیایی
۱۵	۲/۵	۲	استخراج سایر معادن (کانی فلزی)
۲۰	۵	۴	سایر محصولات کانی غیر فلزی
۲۷/۵	۷/۵	۶	فلزات اساسی
۳۱/۲	۳/۷۵	۳	ساخت محصولات فلزی
۳۸/۸	۷/۵	۶	مواد و محصولات دارویی
۴۱/۲	۲/۵	۲	سایر ماشین آلات و دستگاه‌های برقی
۵۵	۱۳/۷۵	۱۱	خودرو و ساخت قطعات
۵۸/۸	۳/۷۵	۳	محصولات کاغذی
۶۲/۵	۳/۷۵	۳	لاستیک و پلاستیک
۶۷/۵	۵	۴	ماشین آلات و تجهیزات
۷۰	۲/۵	۲	فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت
۷۷/۵	۷/۵	۶	سیمان، آهک و گچ
۸۵	۷/۵	۶	کاشی و سرامیک
۸۶/۲	۱/۲۵	۱	انتشار و چاپ و تکثیر
۹۲/۵	۶/۲۵	۵	انواع فرآورده‌های غذایی و آشامیدنی
۱۰۰	۷/۵	۶	قند و شکر
	۱۰۰	۸۰	جمع

در جدول (۴) نیز خلاصه ای از آمار توصیفی مربوط به متغیر انحراف معیار سود تقسیمی به تفکیک هر صنعت ارائه شده است:

جدول ۴. آمار توصیفی انحراف معیار سود تقسیمی

نام صنعت	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
محصولات شیمیایی	۱۴۱۴/۲۶۳	۳۳۸/۳۹۲	۲۲۶۵/۹۰۱	۱۱۴۹/۳۵۶	۷۰۴۶/۰۸۷
استخراج سایر معادن	۳۶۹/۷۱۷	۳۶۹/۷۱۷	۳۰۸/۶۸۲	۱۵۱/۴۴۶	۵۸۷/۹۸۹
سایر محصولات کانی	۱۹۱۶/۹۹۸	۷۸۹/۳۱۹	۲۷۲۳/۹۲۸	۱۵۳/۴۱۴	۵۹۳۵/۹۳۹
فلزات اساسی	۲۹۵/۲۵۸	۳۰۱/۹۵۲	۱۷۴/۴۳۴	۸۷/۲۴	۴۹۱/۳۳۵
ساخت محصولات فلزی	۳۲۸/۹۹۹	۱۵۸/۳۸۲	۳۸۶/۴۳۵	۵۷/۲۳۶	۷۷۱/۳۷۹
مواد و محصولات دارویی	۱۶۱/۰۸۱	۱۳۶/۳۹۱	۹۰/۷۸۸	۸۶/۷۳۵	۳۴۱/۱۳۹
سایر ماشین آلات برقی	۵۳۶/۲۶۴	۵۳۶/۲۶۴	۶۲۲/۸۳۵	۹۵/۸۵۳	۹۷۶/۶۷۵
خودرو و ساخت قطعات	۲۴۹/۰۸۳	۱۶۵/۲۵۶	۴۱۱/۰۹۹	۴۱/۱۱۷	۱۴۷۴/۰۸۸
محصولات کاغذی	۲۸۶/۸۹۴	۲۲۸/۴۲۸	۱۶۱/۴۸۹	۱۶۲/۷۸	۴۹۶/۴۷۳
لاستیک و پلاستیک	۳۰۹/۳۸۸	۱۰۸/۹۵۴	۳۵۱/۳۸۱	۱۰۴/۰۹۲	۷۱۵/۱۱۸
ماشین آلات و تجهیزات	۵۲۹/۱۹۱	۵۳۳/۲۴	۴۸۴/۲۱۵	۲۹/۰۰۹	۱۰۲۱/۲۷۵
فرآورده‌های نفتی	۴۶۶/۸۸۴	۴۶۶/۸۸۴	۵۱۲/۱۹۷	۱۰۴/۷۰۶	۸۲۹/۰۶۲
سیمان، آهک و گچ	۲۹۸/۹۰۳	۱۶۲/۷۸۲	۲۲۱/۶۱۴	۱۴۸/۸۹۶	۶۳۶/۴۹۵
کاشی و سرامیک	۵۱۵/۴۰۶	۵۰۱/۳۱۴	۳۳۲/۹۹۸	۶۴/۸۴۴	۹۰۵/۷۸۹
انواع فرآورده‌های غذایی	۱۷۹/۴۷۳	۱۹۴/۸۳۲	۹۷/۱۸۶	۲۳/۵۵۱	۲۷۴/۳۸۶
قند و شکر	۳۶۸/۸۳۲	۱۳۷/۴۰۵	۴۴۱/۱۱۵	۳۵/۵۶۵	۱۰۷۹/۰۹۳
کل نمونه	۵۳۸/۰۵۷	۱۹۴/۴۹۷	۱۰۸۷/۸۸۵	۲۳/۵۵۱	۷۰۴۶/۰۸۷

در جدول (۵) خلاصه ای از آمار توصیفی مربوط به متغیر بازده غیرنرمال سالیانه شرکت ها به تفکیک هر صنعت نشان داده شده است:

جدول ۵. آمار توصیفی بازده غیر نرمال

نام صنعت	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
محصولات شیمیایی	۰/۱۳۷۴۸	۰/۱۶۸۷۹	۰/۱۳۴۸۲	-۰/۵۰۸۱	۰/۳۸۷۳۱
استخراج سایر معادن	۰/۴۹۰۶۳	۰/۴۹۰۶۳	۰/۲۹۹۳۳	۰/۲۷۸۹۷	۰/۷۰۲۲۹
سایر محصولات کانی	۰/۱۸۹۳۴	۰/۲۲۲۱۳	۰/۲۱۳۲	-۰/۹۴۶۳	۰/۴۰۷۷۲
فلزات اساسی	۰/۲۷۹۸۶	۰/۳۲۴۴۵	۰/۲۶۳۶۷	-۰/۴۷۹۷	۰/۵۶۱۰۹
ساخت محصولات فلزی	۰/۱۷۰۹	۰/۲۵۳۷۸	۰/۱۸۳۲۸	-۰/۳۹۱۹	۰/۲۹۸۰۹
مواد و محصولات دارویی	۰/۲۵۸۵۸	۰/۲۱۳۱۳	۰/۱۳۸۰۸	۰/۱۲۹۳۶	۰/۴۸۴۶۶
سایر ماشین آلات برقی	-۰/۵۰۹۹	-۰/۵۰۹۹	۰/۰۷۲۸	-۰/۵۶۱۴	-۰/۴۵۸۴
خودرو و ساخت قطعات	-۰/۲۵۵۶	۰/۰۸۶۰۷	۰/۲۸۶۷۵	-۰/۶۶۵۳۲	۰/۲۰۸۸۴
محصولات کاغذی	۰/۵۱۱۱۵	۰/۵۲۵۴۴	۰/۰۳۱۹۹	۰/۴۷۴۵	۰/۵۳۳۵۱
لاستیک و پلاستیک	۰/۲۵۴۹۳	۰/۲۶۷۴۸	۰/۳۱۶۴۹	-۰/۶۷۶۵	۰/۵۶۴۹۵
ماشین آلات و تجهیزات	۰/۱۸۳۰۸	۰/۲۰۹۴۴	۰/۰۹۹۷۷	۰/۰۴۰۳۹	۰/۲۷۳۰۴
فرآورده‌های نفتی	۰/۴۲۴۵۸	۰/۴۲۴۵۸	۰/۱۴۱۳۴	۰/۳۲۴۶۳	۰/۵۲۴۵۲
سیمان، آهک و گچ	۰/۴۱۹۷۸	۰/۴۲۵۷۶	۰/۱۱۳۷۴	۰/۲۷۳۱۷	۰/۵۴۲۶۳
کاشی و سرامیک	۰/۱۹۸۰۴	۰/۲۳۳۸۵	۰/۱۴۸۴۶	-۰/۳۶۳	۰/۳۵۴۱۳
انواع فرآورده‌های غذایی	۰/۲۲۸۸۹	۰/۲۸۵۸۶	۰/۲۱۲۵۲	-۰/۴۲	۰/۵۱۰۱۱
قند و شکر	۰/۳۰۲۰۳	۰/۲۲۴۸۱	۰/۱۹۶۰۲	۰/۱۵۳۷۲	۰/۶۶۵۴۵
کل نمونه	۰/۲۱۵۱۳	۰/۲۰۷۸	۰/۲۳۱۰۴	-۰/۶۶۵۳۲	۰/۷۰۲۲۹

با توجه به این که از گروه صنعتی چاپ و تکثیر تنها یک شرکت (افست) در نمونه تحقیق و کل بورس موجود می‌باشد و امکان محاسبه شاخص‌های مرکزی برای آن وجود نداشت از جداول (۴) و (۵) حذف گردید.

### آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون همبستگی برای بررسی ارتباط بین انحراف معیار سود تقسیمی و بازده غیر عادی سالیانه در جدول (۶) آورده شده است:

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه اول

بازده غیر عادی	انحراف معیار سود تقسیمی	
-۰.۲۲/۶۳	٪۱۰۰	ضریب همبستگی پیرسون
٪۴۳۵		سطح معنی داری
۸۰	۸۰	انحراف معیار سود تقسیمی تعداد مشاهدات

$$R^2 = r^2 = (-0.22/63)^2 = 0.5/1$$

همان طور که مشاهده می‌شود ضریب همبستگی پیرسون -۰.۲۲/۶۳ بیانگر همبستگی معکوس بین دو متغیر بازده غیر عادی و انحراف معیار سود تقسیمی بوده و در نتیجه نشان دهنده همبستگی مثبت بین دو متغیر پایداری سود تقسیمی و بازده غیر عادی می‌باشد و بنابراین فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ با ضریب همبستگی ۰.۲۲/۶۳ تایید می‌شود. اما با توجه به این که ضریب همبستگی محاسبه شده -۰.۲۲/۶۳ می‌باشد و ضریب تعیین ( $R^2$ ) ۵٪ بیان کننده این موضوع است که تنها پنج درصد از تغییرات متغیر وابسته بازده غیر عادی توسط متغیر مستقل پایداری سود تقسیمی قابل توجه هستند، می‌توان نتیجه گرفت که همبستگی بین پایداری سود تقسیمی و بازده غیر عادی، یک همبستگی ضعیف است. علت این همبستگی ضعیف می‌تواند تاثیر متغیرهای دیگری که کنترل و اندازه گیری آنها خارج از طرح تحقیق است و امکان تعیین تاثیر گذاری آنها بر نتایج پژوهش منتفی نیست، باشد. متغیرهایی



مانند نوسانات شاخصهای عمده اقتصادی، شرایط سیاسی و تجربه مدیران شرکت‌ها، سابقه وجود خطا در پیش بینی سود، نوسانات اجتماعی و فرهنگی، و... نیز بر بازده سهام تأثیر می‌گذارند و ممکن است موجب گردند که محقق نتواند اثر واقعی متغیر مستقل ثبات سود تقسیمی را بر متغیر وابسته بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها شناسایی کند و باعث شوند که نتایج تحقیق تحت تأثیر قرار بگیرد.

در مجموع می‌توان گفت که مطالعات صورت گرفته در زمینه ارتباط سیاست سود تقسیمی و پایداری آن با بازده سهام و ارزش شرکت، در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه به نتایج غیرقاطع انجامیده است. با دقت در مطالعات انجام شده می‌توان به این نتیجه دست یافت که شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه سیاست تقسیم سود ناپایدارتری را نسبت به کشورهای توسعه یافته دنبال می‌کنند و مدیران آنها معمولاً کمتر نگران تغییرات سود تقسیمی در طول زمان هستند و بنابراین هموار سازی سودهای تقسیمی در طول زمان برای آنها از اهمیت کمتری برخوردار است. در نتیجه پرداخت‌های سود سهام در بازارهای نوظهور نسبت به بازارهای توسعه یافته معمولاً نوسانات بیشتری دارد و عامل اصلی در تعیین میزان سود نقدی آن‌ها، میزان درآمد شرکت در سال تقسیم سود و میزان سود جاری هر سهم است (جاستین رابینسون، ۲۰۰۷). بنابراین نتایج آزمون فرضیه اول این تحقیق که بیانگر وجود همبستگی ضعیف بین پایداری سود تقسیمی و بازده سهام است با نتیجه گیری بالا همخوانی دارد.

### آزمون فرضیه دوم

هدف فرضیه دوم این است که تفاوت پایداری سود تقسیمی بین گروه‌های مختلف صنعت در بورس اوراق بهادار بررسی شود. برای آزمون فرضیه دوم تحقیق از آزمون F (تحلیل واریانس) استفاده گردید. نتایج انجام این آزمون در جدول (۷) آورده شده است.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه دوم

انحراف معیار سود تقسیمی	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری
بین گروه ها	۱۹۲۸۷۰۹۹/۹۲۱	۱۶	۱۲۰۵۴۴۳/۷۴۵	۱/۰۲۳	۰/۴۴۶
درون گروه ها	۷۴۲۰۸۸۷۷/۶۱۹	۶۳	۱۱۷۷۹۱۸/۶۹۲		
جمع	۹۳۴۹۵۹۷۷/۵۴۱	۷۹			

همان طور که مشاهده می شود آماره F برابر با ۱/۰۲۳ و سطح معنی داری برابر ۰/۴۴۶ به دست آمده است که نشان دهنده این موضوع است که فرض صفر فرضیه دوم تحقیق تایید می شود، یعنی پایداری سود تقسیمی در صنایع مختلف تفاوت معنی داری ندارد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق رد می گردد. دلیل این نتیجه می تواند این واقعیت باشد که سیاست تقسیم سود شرکت ها تحت تأثیر عوامل متعددی مانند فرصت های سرمایه گذاری، اندازه، ساختار - مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت، سطح درآمد، وضعیت نقدینگی، وضعیت مالی سهامداران، سیاست های رشد و توسعه، دسترسی به بازارهای پول و سرمایه به شکل، ترکیب سهامداران، محدودیت های قانونی و.... قرار می گیرد و بنابراین تفاوت در سیاست تقسیم سود شرکت ها ناشی از تفاوت در همه عوامل فوق می باشد نه صرفاً ناشی از عضویت در یک صنعت خاص. به عبارت دیگر ممکن است شرکت های مختلف از صنایع گوناگون به دلیل این که فرصت های سرمایه گذاری، اندازه، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت، سطح درآمد، وضعیت نقدینگی و... یکسانی دارند، سیاست تقسیم سود مشابهی هم داشته باشند. نتایج آزمون این فرضیه با تحقیق دمپسی، لیبر و روزف (۱۹۹۳) یکسان است.

#### پیشنهادات برای تحقیقات آینده

- انجام مجدد این تحقیق با اندازه گیری بازده غیر عادی به وسیله مدلی، غیر از مدل قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای مانند مدل سه عاملی فاما و فرنچ و مدل آریترائز
- انجام مجدد این تحقیق با اندازه گیری پایداری سود تقسیمی به وسیله معیاری غیر از انحراف معیار سود تقسیمی مانند "مجموع مربعات تغییرات سود تقسیمی تقسیم بر

میانگین سود تقسیمی طی دوره زمانی " و " میانگین تعدیل شده انحراف معیار سودهای تقسیمی که با حذف شرکت‌هایی که بدون سود تقسیمی بوده اند به دست می‌آید."

- ۳) بررسی ارتباط بین پایداری سود تقسیمی با ریسک سیستماتیک
- ۴) بررسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران
- ۵) شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- ۶) تعیین سیاست بهینه تقسیم سود برای شرکت‌ها از دیدگاه مدیران و سهامداران
- ۷) ضرورت افشای سیاست تقسیم سود توسط شرکت‌ها



## منابع و مأخذ

۱. آذر، عادل و منصور مومنی (۱۳۸۶): "آمار و کاربرد آن در مدیریت و حسابداری"، جلد اول و دوم، چاپ دهم، انتشارات سمت.
۲. اعتمادی، حسین و پری چالاکی (۱۳۸۲): "رابطه ی بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، بهار ۱۳۸۴.
۳. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۷)، "نماگرهای اقتصادی سال های ۷۹ الی ۱۳۸۶".
۴. پوریا نسب، امیر و عبدالرضا تالانه (۱۳۷۲): "خط مشی تقسیم سود و ارزش گذاری سهام"، تحقیقات مالی، شماره چهارم پاییز ۱۳۷۳.
۵. تهرانی، رضا و شهاب الدین شمس (۱۳۸۲): "محاسبه سرعت تعدیل سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی رابطه ی آن با رشد بازده سهام"، تحقیقات مالی، شماره ۱۵ بهار و تابستان ۱۳۸۲.
۶. تهرانی، رضا (۱۳۸۶): "مدیریت مالی"، چاپ سوم، انتشارات نگاه دانش.
۷. جهان خانی، علی و سعید قربانی (۱۳۸۵): "شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده ی سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، شماره ۴۰ پاییز و زمستان ۱۳۸۴.
۸. جی. فردوستون و ایگن. اف. بریگام، "مدیریت مالی (۲)"، ترجمه دکتر سید مجید شریعت پناهی، ۱۳۷۶، چاپ اول، نشر آیلاز.
۹. حافظ نیا، محمد رضا (۱۳۸۷)، "مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی"، چاپ سیزدهم، نشر سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت).
۱۰. مهران، ساسان و علی جهانجانی (۱۳۷۳): "ایجاد مدل برای رابطه بین سود، تقسیم سود و سرمایه گذاری"، دانشکده ی مدیریت دانشگاه تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد.
11. Abdulrahman, Ali, 2007, "Dividend Policy And Payout Ratio: Evidence From The Kuala Lumpur Stock Exchange", The Journal Of Risk Finance, Vol. 8 No. 4, pp. 349-352.

12. Adaoglu, Cahit, 2000," Instability In The Dividend Policy Of The Istanbul Stock Exchange(ISE) Corporations: Evidence From An Emerging Market", Emerging Markets Review, Vol .15, pp.252-259 .
13. Antje Henne, Sebastian Ostrowski, And Peter Reichling, 2007," Dividend Yield And Stability Versus Performance At The German Stock Market", pp.1-26.
14. Baker, Kent & David M. Smith, 2002," In Search Of A Residual Dividend Policy", pp.1-6.
15. Bhattacharyya, 2007," Dividend Policy: A Review", Managerial Finance, Vol. 33 No. 1, Pp.4-14.
16. Gombola, Michael & Feng-Ying Liu,1993,"Considering Dividend Stability In The Relation Between Dividend Yields And Stock Yields", The Journal Of Financial Research , Vol. XVI, No. 2,pp.139-150.
17. Owain Ap Gwilym, Garet H Morga N And Stephen Thomas, 2006," Dividend Stability, Dividend Yield And Stock Yields: Uk Evidence", Journal Of Business Finance & Accountin,Vol.3, No 25,pp. 261-280.
18. Robinson Justin, 2007," Dividend Policy Among Publicly Listed Firms In Barbados", Journal Of Eastern Caribbean Studies, Vol. 35, No1, pp. 1-36.
19. Samad, Shahrudin & Soh Guat Ha, 2007," Does Dividend Stability Provide A Promising Stock Yields? Evidence From Bursa Malaysia", Emerging Markets Review, Vol .15,pp.1-19 .