

## نقدشوندگی بازار سهام، ویژگی‌های شرکت و میزان سود تقسیمی

محمد رضا پورا ابراهیمی\*، پریسا وطن‌خواه\*\*، سید علی سیدخسروشاهی\*\*\*

### چکیده

شرکت‌ها دو گزینه برای تصمیم‌گیری پیرامون سود کسب شده دارند: می‌توانند سود را به سهامداران در قالب سود نقدی بپردازند، یا در شرکت به صورت سود انباشته سرمایه‌گذاری مجدد نمایند. در این مطالعه رابطه بین نقدشوندگی و میزان پرداخت سود نقدی با کنترل مشخصه‌های شرکت شامل اندازه، سودآوری و فرصت‌های رشد بررسی شد. حجم معاملات با لحاظ نمودن سهام شناور آزاد و همچنین نسبت تعداد روزهای معاملاتی سهام به عنوان معیار نقدشوندگی لحاظ گردید. نتایج مدل رگرسیون خطی برای ۱۴۵ شرکت پذیرفته شده طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ نزد بورس اوراق بهادار تهران نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران در بورس، عوامل نقدشوندگی سهام شامل نرخ گردش سهام و نسبت روزهای معاملاتی را به عنوان متغیری برای توضیح میزان سود تقسیمی در نظر نمی‌گیرند. همچنین رابطه سودآوری و اندازه شرکت با میزان سود تقسیمی تأیید نشد. اما رابطه مثبت و معنادار فرصت‌های رشد با درصد سود تقسیمی مورد تأیید قرار گرفت. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از فرصت‌های رشد به عنوان معیاری برای تعیین میزان سود تقسیمی شرکت‌ها استفاده می‌کنند.

کلیدواژه‌ها: حجم معاملات؛ روزهای معاملاتی؛ ویژگی‌های شرکت؛ میزان تقسیم سود.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۷/۰۳، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۱/۱۲/۰۲

\* استادیار، دانشگاه شهید بهشتی.

\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران (نویسنده مسئول).

Email: vatankhah\_parisa@yahoo.com

\*\*\* کارشناس ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

## ۱. مقدمه

شاید بتوان سه مفهوم بنیادین را لایه‌های اصلی مالی شرکتی<sup>۱</sup> تلقی کرد: سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup>، تأمین مالی<sup>۳</sup> و سود نقدی<sup>۴</sup>؛ و هدف پیشینه کردن ارزش شرکت، هسته اصلی تئوری مالی شرکتی می‌باشد. مفهوم سرمایه‌گذاری تعیین می‌کند شرکت در چه منابعی باید سرمایه‌گذاری کند، مفهوم تأمین مالی ترکیب منابع لازم برای سرمایه‌گذاری را مشخص می‌نماید و مفهوم سود نقدی به این پرسش که چه میزان از سود باید مجدداً سرمایه‌گذاری شده و چه مقدار باید به سهامداران شرکت پرداخت شود، پاسخ می‌دهد. اگر سرمایه‌گذاری‌هایی که حداقل نرخ بازده را تأمین کنند وجود نداشته باشد، سود به مالکان شرکت پرداخت می‌شود [۱۲].

شرکت‌های موفق کسب سود می‌کنند. این سودها مجدداً در دارایی‌های عملیاتی، سرمایه‌گذاری می‌شود، یا برای خرید اوراق بهادار به کار می‌رود، یا در بازپرداخت بدهی‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد و ممکن است میان سهامداران توزیع شود. شاید بدیهی به نظر برسد که شرکت همواره بخواهد با تقسیم سود، در حد امکان پول سهامداران را برگرداند. از طرف دیگر، این هم بدیهی است که شرکت همواره می‌تواند به جای تقسیم سود، پول سهامداران را مجدداً سرمایه‌گذاری کند. در نتیجه سؤال اصلی در بحث تقسیم سود این است: "آیا شرکت باید سود را به سهامداران بپردازد یا مجدداً آن را برای خود سهامداران سرمایه‌گذاری کند؟"

سود نقدی هر سهم به واسطه عینیت و ملموس بودن، برای دارنده سهام به عنوان یکی از منابع ایجاد نقدینگی افراد، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد. این مسئله نزد مدیران شرکت‌ها نیز دارای اهمیت بوده، از این رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن با عنوان "سیاست تقسیم سود" یاد می‌شود. اما مسئله اصلی، ریشه‌یابی دلایل اتخاذ یک سیاست تقسیم سود مشخص از سوی شرکت‌ها است.

در یک بازار بدون محدودیت معاملاتی، سرمایه‌گذاران عقلایی با نیاز نقدشوندگی می‌توانند بین سود نقدی و فروش سهم خود بدون هزینه انتخاب کنند. اما در بازارهایی با محدودیت‌های معاملاتی، سهامی که سود نقدی پرداخت می‌کند، به سهامداران نیازمند نقدشوندگی این امکان را می‌دهد که با کمترین میزان معامله سهام، از هزینه‌های معاملاتی اجتناب کنند. در نتیجه سهامداران با نیاز جاری یا آتی به نقدشوندگی، احتمالاً سهام با پرداخت سود نقدی را ترجیح می‌دهند. این ترجیح به صورت مستقیم با سطح محدودیت‌های معاملاتی رابطه دارد؛ به گونه‌ای که سهام با محدودیت معاملاتی بالاتر (پایین‌تر) نیازمند پرداخت سود نقدی بیشتر (کمتر) است [۹].

---

1. corporate finance  
2. investment  
3. financing  
4. dividend

## ۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

در تصمیم‌گیری پیرامون مقدار توزیع سود میان سهامداران، مدیران باید همواره هدف شرکت را در نظر داشته باشند که همان حداکثرسازی ثروت سهامداران است. در نتیجه، نسبت پرداخت هدف<sup>۱</sup> (درصدی از سود خالص که به صورت نقدی پرداخت می‌شود) باید تا حد ممکن بر پایه اولویت سهامداران از سود نقدی و عایدات سرمایه‌ای استوار باشد. خطمشی بهینه تقسیم سود، در راستای هدف حداکثرسازی قیمت سهام باید بین تقسیم سود و رشد آتی تعادل برقرار کند [۷]. اگر قیمت سهم در اثر افزایش سود نقدی بالا برود و در نتیجه کاهش آن افت کند، آیا فعالان بازار نخواهند گفت این نوع واکنش قیمت سهام، دلیلی بر مهم بودن سود نقدی است؟ همه افراد در مورد اهمیت سود نقدی در صورت ثابت بودن سایر عوامل، اتفاق نظر دارند. باید توجه داشت که شرکت‌ها با بی‌میلی سود نقدی خود را کاهش می‌دهند. پس کاهش سود نقدی غالباً نشانه‌ای از وجود مشکل در شرکت است.

به علاوه، کاهش سود نقدی معمولاً یک تغییر اختیاری و برنامه‌ریزی شده در سیاست تقسیم سود نیست، بلکه معمولاً این پیام را می‌دهد که مدیریت شرکت تصور می‌کند سیاست فعلی تقسیم سود ماندگار نخواهد بود. در نتیجه، انتظارات مربوط به سودهای نقدی آینده را باید به سمت پایین تعدیل کرد. ارزش فعلی سودهای نقدی مورد انتظار آینده کاهش می‌یابد و قیمت سهم هم افت می‌کند [۱۷].

جای تعجب نخواهد داشت که شرکت‌ها معمولاً سیاست تقسیم سود را با وضعیت خود در چرخه عمرشان تطابق دهند. برای مثال، شرکت‌هایی با رشد بالا و فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیاد، معمولاً سود نقدی تقسیم نمی‌کنند، در حالی که شرکت‌های باثبات با جریان نقد زیاد و پروژه‌های کمتر، تمایل به پرداخت بخش بیشتری از سود خود به عنوان سود نقدی سهام دارند. جدول ۱ چگونگی پرداخت سود نقدی شرکت‌ها طی عمر تجاری آن‌ها را نشان می‌دهد [۱۲].

جدول ۱. رابطه چرخه عمر شرکت با میزان پرداخت سود نقدی

مرحله رشد	شروع	توسعه سریع	رشد بالا	اشباع رشد	افول
تأمین مالی از خارج شرکت	بالا	بالا	متوسط	پایین	پایین
تأمین مالی از داخل شرکت	منفی یا کم	منفی یا کم	کم	زیاد	بیش از خارج شرکت
توانایی پرداخت سود نقدی	ندارد	ندارد	خیلی کم	افزایشی	زیاد

1. target pay-out ratio

شرکت‌ها دو گزینه برای تصمیم‌گیری پیرامون سود کسب‌شده دارد: می‌توانند سود را به سهامداران به صورت سود نقدی بپردازند و یا در شرکت به صورت سود انباشته سرمایه‌گذاری مجدد نمایند. در مقابل حالتی که سود به صورت نقدی تقسیم می‌شود، برخی مدیران به سرمایه‌گذاری مجدد سود برای حفظ شرکت برای تداوم فعالیت تمایل دارند. اما احتمال آن نیز وجود دارد که سهامداران حداکثر شدن قیمت سهام خود را در تقسیم سود می‌پندارند و در اینجاست که بحث حاکمیت شرکتی نیز به میان می‌آید [۱۸].

برای تعیین سیاست تقسیم سود باید به پروژه‌ها و جریان نقد شرکت نیز توجه نمود. در نتیجه باید میزان جریان نقد موجود برای پرداخت سود به سهامداران در هر دوره و کیفیت پروژه‌ها توجه نمود. جدول ۲ چهار سناریو در این رابطه را نشان می‌دهد [۱۲].

جدول ۲. رابطه پروژه‌ها و جریان نقد شرکت با میزان سود تقسیمی

	پروژه‌های مطلوب	پروژه‌های نامطلوب	
سود نقدی منهای FCFE	سود تقسیمی > FCFE	تأکید بر تقسیم سود بین سهامداران	حداکثر انعطاف‌پذیری در سیاست تقسیم سود
	سود تقسیمی < FCFE	عدم تقسیم سود و کاهش سرمایه‌گذاری‌ها	کاهش تقسیم
	نرخ بازده سهامداران منهای هزینه سرمایه سهامداران		

میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱) نشان دادند سیاست تقسیم سود با ارزش سهام در بازار سرمایه کامل و کارا، بی‌ارتباط است. آن‌ها در مقاله خود این سؤال را مطرح می‌کنند که آیا نسبت بهینه‌ای برای پرداخت سود یا دامنه‌ای برای نسبت پرداخت به منظور حداکثرسازی ثروت جاری سهامداران وجود دارد؟ به نظر آن‌ها سیاست تقسیم سود به خودی خود دارای نقصی نیست، اما ایرادی که وجود دارد ناشی از ترجیح سیستماتیک (غیرقابل کنترل) سرمایه‌گذار در انتخاب بین سود نقدی و سود سرمایه‌ای است [۱۵]. بدون این موضوع می‌توان استنتاج کرد که نقص موجود در اجزای خطا، همیشه ناشی از مدل‌سازی ایده‌آل حوادث دنیای واقعی است نه چیز دیگری. بیکر و ورگلر (۲۰۰۴) بیان می‌کنند که پرداخت سود توسط تقاضای سرمایه‌گذاران از شرکت‌های پرداخت‌کننده سود تعیین می‌شود و درصد شرکت‌های آغازکننده یا حذف‌کننده سود نقدی به صرف سود نقدی (تفاوت قیمت جاری سهام دو گروه شرکت‌های پرداخت‌کننده و شرکت‌های بدون پرداخت سود نقدی) بستگی دارد. آن‌ها با چهار معیار بر پایه قیمت سهام فرضیات خود را آزموده و نشان دادند با هر معیاری، زمانی که تقاضا برای پرداخت سود بالاست، شرکت‌هایی که

سود پرداخت نمی‌کنند، آغاز به پرداخت سود می‌کنند. برخی از معیارها هم نشان دادند هنگامی که تقاضای پرداخت سود نقدی پایین است، شرکت‌های پرداخت‌کننده سود نیز تمایل به حذف سود نقدی دارند [۸].

بینر (۲۰۰۱) تحقیقی را با عنوان "تئوری‌ها و عوامل موثر بر خطمشی تقسیم سود" روی یک نمونه ۱۳۵ تایی از شرکت‌های سوئیسی انجام داد. او چهار عامل اهرم مالی، اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی سال قبل را به‌عنوان متغیر وابسته، مورد بررسی قرار داد. وی براساس نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون چندمتغیره به این نتیجه رسید که: (۱) سطح سود تقسیمی شرکت‌ها به سطح بازده سود تقسیمی سال قبل بستگی دارد؛ (۲) شرکت‌ها وقتی فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی دارند، سود کمی تقسیم می‌کنند؛ (۳) اهرم مالی شرکت عامل دیگری است که در تعیین خطمشی تقسیم سود مهم است؛ (۴) اندازه شرکت‌ها تأثیر منفی بر خطمشی تقسیم سود می‌گذارد. به‌عبارتی شرکت‌های بزرگ‌تر بدهی‌های بیشتری دارند، زیرا اعتباردهندگان اعتماد بیشتری به شرکت‌های بزرگ‌تر دارند. بنابراین، شرکت‌های بزرگ‌تر سود کمتری تقسیم می‌کنند تا بیشتر از سرمایه خود قرض نکنند [۱۰].

بررسی مقطعی بنرجی و همکاران (۲۰۰۷) نشان می‌دهد سهامداران با نقدشوندگی کمتر (بیشتر)، تمایل بیشتر (کمتر) به دریافت سود نقدی دارند. از سوی دیگر در طول زمان، افزایش قابل ملاحظه نقدشوندگی بازار سهام ایالات متحده، تمایل شرکت‌ها به کاهش سود نقدی را به‌همراه داشته است. آن‌ها در تحقیق خود به این موضوع دست یافتند که نقدشوندگی بازار سال‌های گذشته یک معیار مهم در تقسیم یا عدم تقسیم سود است. همچنین صحت قابلیت پیش‌بینی مدلی که نقدشوندگی بازار را کنترل می‌کند، در مقابل مدلی که این کنترل را انجام نمی‌دهد، برای شرکت‌هایی با پرداخت سود نقدی بالاتر است. برای شرکت‌های بدون سود نقدی، نقدشوندگی بازار سهام هیچ قدرت اقتصادی برای توضیح عدم پرداخت سود نقدی ندارد. آن‌ها نشان دادند که نقدشوندگی گذشته عامل مهمی برای پرداخت یا عدم پرداخت سود نقدی شرکت‌هاست و بهبود در وضعیت نقدشوندگی بازار سهام، باعث کاهش در پرداخت سود نقدی می‌شود [۹].

فاما و فرنچ (۲۰۰۱) در بررسی زمانی خود نشان می‌دهند که نسبت شرکت‌هایی با پرداخت سود نقدی از ۶۶/۵٪ در سال ۱۹۷۸ به ۲۰/۸٪ در سال ۱۹۹۹ کاهش یافت. به زعم آن‌ها کاهش پرداخت سود نقدی بعد از سال ۱۹۷۸ سه سؤال اصلی را مطرح می‌نماید:

۱. مشخصه‌های پرداخت‌کنندگان سود نقدی چیست؟
۲. آیا کاهش درصد پرداخت‌کنندگان به علت کاهش نفوذ این مشخصه‌ها در شرکت‌هاست؟
۳. آیا شرکت‌هایی با مشخصه‌های پرداخت‌کنندگان سود نقدی، تمایل کمتر به پرداخت سود نقدی یافته‌اند؟

آن‌ها با استفاده از رگرسیون لاجیت و خلاصه آماری آزمون مشخصه‌های پرداخت‌کنندگان، تأثیر سه مشخصه را بر تصمیمات تقسیم سود نقدی تأیید کردند. این ویژگی‌ها شامل اندازه، سودآوری و فرصت‌های رشد می‌شود. شاخص اندازه‌گیری سودآوری، حاصل تقسیم سود قبل از بهره بر کل دارایی‌هاست. اندازه یک شرکت برای هر سال برابر با درصد مجموع شرکت‌هایی با ارزش بازار کمتر یا برابر با آن شرکت تعریف می‌شود. در نهایت فرصت‌های سرمایه‌گذاری با دو معیار نرخ رشد دارایی‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه شده‌اند. به زعم آن‌ها شرکت‌هایی که با نرخ بالاتری سرمایه‌گذاری می‌کنند، منابع بیشتری برای تحقیق و توسعه صرف می‌نمایند و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌هایشان بالاتر است، نسبت به سایر شرکت‌ها سود نقدی کمتری پرداخت کرده یا اصلاً سودی پرداخت نمی‌کنند. در واقع شرکت‌هایی که هرگز سود نقدی پرداخت نکرده‌اند، فرصت‌های رشد بیشتری از سایر شرکت‌ها دارند و پرداخت‌کنندگان سود نقدی ده مرتبه از شرکت‌هایی که سود نقدی پرداخت نمی‌کنند، بزرگ‌تر هستند [۱۳].

با توجه به تحقیق پاستور و استامبو (۲۰۰۳)، شرکت‌هایی که شروع به پرداخت سود نقدی می‌کنند، بازده سهامشان حساسیت کمتری به نقدشوندگی نشان می‌دهد. این موضوع بیانگر آن است که سرمایه‌گذاران هنگام ارزیابی شرکت‌ها، به سود نقدی و نقدشوندگی در بازار توجه دارند [۱۶].

تحقیقات فاما و فرنچ (۲۰۰۲) مؤید این مطلب است که شرکت‌هایی با سودآوری بالا و فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتر، نسبت پرداخت سود نقدی بالاتری دارند [۱۴]. تحقیق پرسشنامه‌ای بریو و دیگران (۲۰۰۵) نشان از شواهدی مبنی بر توجه مدیران به نقدشوندگی بازار سهام هنگام تصمیم برای کاهش سود نقدی دارد [۱۱].

شرکت‌هایی که پس از چند دوره بدون پرداخت سود، شروع به پرداخت سود نقدی می‌کنند، بازده سهام آن‌ها حساسیت کمتری نسبت به نقدشوندگی نشان می‌دهد. در واقع می‌توان گفت سرمایه‌گذاران هنگام ارزیابی شرکت‌ها، به سود نقدی و نقدشوندگی آن در بازار به‌عنوان جانشین یکدیگر توجه دارند [۹].

سعیدی و بهنام (۱۳۸۸) در تحقیق خود یازده عامل را برای بررسی سیاست تقسیم سود، مورد مطالعه قرار دادند. این متغیرها شامل اهرم شرکت، اندازه شرکت، سود تقسیمی سال گذشته،

وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری، وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی شرکت، سود مورد انتظار سال آتی، متوسط سود پرداختی شرکت‌های رقیب، نرخ تورم، درصد سهام شناور آزاد، متوسط نرخ رشد سود پنج سال گذشته و سود هر سهم شرکت بودند که از میان آن‌ها معناداری ارتباط عوامل: اندازه شرکت، سود تقسیمی در سال گذشته، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سود مورد انتظار سال آتی و نرخ تورم تأیید شد و معناداری ارتباط سایر متغیرها مورد تأیید قرار نگرفت [۴].

تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط فخاری و یوسفعلی‌تبار (۱۳۸۹) انجام شد. آن‌ها ارتباط بین سود تقسیمی و حاکمیت شرکتی را به‌عنوان ابزاری برای حل مشکل نمایندگی بررسی کردند. آن‌ها شاخص حاکمیت شرکتی را براساس چک لیستی به هشت طبقه افساء، اخلاق تجاری، آموزش، رعایت الزامات قانونی، حسابرس، مالکیت، ساختار هیأت مدیره، مدیریت دارایی‌ها و نقدینگی، تقسیم و محاسبه کردند. یافته‌ها بیانگر این موضوع بود که شرکت‌های بورس از تقسیم سود برای کسب شهرت و ایجاد اعتبار استفاده می‌کنند و با وجود ارتباط معنادار حاکمیت شرکتی و تقسیم سود، تأثیر حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود اندک است [۵].

مهرانی (۱۳۸۳) مدلی برای تعیین رابطه بین سود تقسیمی، سود هر سهم و سرمایه‌گذاری طراحی کرد. وی تحلیل خود را در دو سطح شرکتی (سری زمانی) و داده‌های ترکیبی (تمامی شرکت‌های مورد مطالعه) انجام داد. در بررسی شرکتی رابطه سود تقسیمی، سود هر سهم و سود پیش‌بینی‌شده مورد تأیید قرار گرفت و در داده‌های ترکیبی نیز رابطه سود، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری تأیید شد [۶].

اسکندر (۱۳۸۸) در تحقیق خود ارتباط بین سیاست تقسیم سود شرکت و مالکیت نهادی با استفاده از سه رگرسیون خطی چندگانه مورد آزمون قرار داد. به‌طور کلی نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه‌ای منفی بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و سود سهام پرداختی توسط شرکت بوده و مؤید تئوری علامت‌دهی می‌باشد. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی حفظ وجه نقد در دست شرکت را به توزیع آن به‌صورت سود سهام ترجیح می‌دهند [۱].

اعتمادی و چالاک (۱۳۸۳) در پژوهشی در صدد شناسایی تجربی رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بودند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات تحقیق نشان داد بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در کلیه شرکت‌های مورد مطالعه، بدون توجه به صنعتی که به آن تعلق دارند، رابطه معنادار وجود دارد [۲].

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) در پژوهش خود در پی شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود، اطلاعات لازم برای ۶۳ شرکت طی یک دوره شش ساله را گردآوری نمودند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی

پیروی می‌کند. همچنین با توجه به تأیید نظریهٔ پیام‌رسانی، انتظار می‌رود تا اگر شرکتی از رشد بالایی (پایینی) برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پایین) باشد. اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت از دیگر مواردی بودند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس ایفای نقش می‌کنند [۳].

### ۳. توسعهٔ فرضیه‌ها، مدل مفهومی و روش‌شناسی تحقیق

سؤال اصلی این تحقیق آن است که آیا نقدشوندگی سهام یک شرکت در بازار بر میزان سود تقسیمی اثر دارد یا خیر؛ به عبارتی آیا تأثیر آن بر سیاست تقسیم سود شرکت معنادار است. بنابراین فرضیهٔ زیر به‌عنوان فرضیهٔ اصلی پژوهش در نظر گرفته شده است: "بین نقدشوندگی و میزان سود تقسیمی رابطهٔ معناداری وجود دارد". متغیرهای کنترل که تحت عنوان ویژگی‌های شرکت از آن‌ها یاد می‌کنیم، شامل اندازه، سودآوری و فرصت‌های رشد تعریف شده‌اند. قلمرو مکانی (جامعهٔ آماری) این پژوهش، کلیهٔ شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ سهام آن‌ها در بورس معامله شده است. شرکت‌های اخراجی، شرکت‌های انتقال‌یافته به تابلوی غیررسمی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری از جامعه حذف شده‌اند. شرکت‌هایی که مالکیت عمدهٔ آن‌ها در اختیار یک شرکت بورسی بوده است نیز از نمونه حذف شده‌اند. شرکت‌هایی که در یکسال فاقد سود عملیاتی بوده‌اند برای همان سال حذف شده‌اند. در نهایت نمونهٔ پژوهش متشکل از ۱۴۵ شرکت شد.

با توجه به ادبیات تحقیق، متغیرهای زیر مورد استفاده قرار گرفته‌اند:

۱. میزان سود نقدی ( $DIV_{it}$ ): نسبت سود نقدی به صورت حاصل تقسیم سود نقدی پرداختی بر سود خالص محاسبه شده است.

۲. حجم گردش معاملات ( $TURN_{it}$ ): با توجه به دیدگاه بنرچی و همکاران (۲۰۰۷) گردش معاملات سهام یک شرکت، شاخص مناسبی به لحاظ تئوریک و تجربی برای سنجش نقدشوندگی سهام است. برای ورود این متغیر به مدل، به صورت نسبت سهام معامله‌شده به کل سهام منتشرشده در سال  $t$  در نظر گرفته شده است [۹]. این شیوه توسط داتار، نیک و رادکلیف (۱۹۹۸) و کوردیا، سابراهمن و انشیومن (۲۰۰۱) در تحقیقاتشان به کار گرفته شده است. با توجه به ویژگی‌های خاص بازار سهام در ایران، به نظر می‌رسد استفاده از سهام شناور آزاد مناسب‌تر از کل سهام منتشره باشد. در نتیجه متغیر حجم گردش معاملات به صورت نسبت سهام معامله‌شده طی یکسال به سهام شناور آزاد محاسبه شده است. در صورتی که طی سال‌های مختلف سازمان بورس و اوراق بهادار چند مرتبه سهام شناور آزاد شرکت‌ها را اعلام کرده باشد، برای محاسبه از میانگین آن‌ها برای محاسبه سهام شناور آزاد سال استفاده شده است. روزهای بدون معامله ( $NOTRD_{it}$ ): این متغیر به صورت تعداد روزهایی که سهم معامله نشده به تعداد کل روزهای



معاملاتی سال محاسبه می‌شود. این متغیر توسط بنرجی و همکاران (۲۰۰۷) مورد استفاده قرار گرفته است و به‌عنوان یک شاخص نقدشوندگی به‌شمار می‌رود [۹].

متغیرهای کنترل که تحت عنوان ویژگی‌های شرکت از آن‌ها یاد می‌کنیم، شامل اندازه، سودآوری و فرصت‌های رشد تعریف می‌شوند. این ویژگی‌ها تحت عنوان متغیرهای توضیحی در تحقیق فاما و فرنچ (۲۰۰۱) و بنرجی و همکاران (۲۰۰۷) مورد استفاده قرار گرفته‌اند [۹، ۱۳]. تعاریف این متغیرها به‌صورت زیر می‌باشند:

۱. اندازه ( $TSEP_{it}$ ): برای سال  $t$  و شرکت  $i$  معیار اندازه شرکت برابر با درصد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران با ارزش بازار کمتر از ارزش بازار شرکت  $i$  می‌باشد. ارزش بازار شرکت  $i$  در سال  $t$  برابر با حاصل ضرب قیمت سهم در تعداد سهام در پایان شهریور ماه سال  $t$  می‌باشد.

۲. سودآوری ( $E_t/A_t$ ): معیار سودآوری شرکت‌ها به‌صورت نسبت سود قبل از هزینه‌های مالی (سود عملیاتی) به مجموع دارایی‌ها تعریف شده است.

۳. فرصت‌های رشد ( $V_t/A_t$ ): متغیر فرصت‌های رشد به‌صورت تفاوت بین ارزش دفتری دارایی‌ها و حقوق صاحبان سهام به‌علاوه ارزش روز حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها تعریف شده است. به‌عبارتی:

$$\text{(تعداد سهام منتشره} \times \text{قیمت سهام)} + \text{ارزش دفتری ح.ص.س. ارزش دفتری دارایی‌ها}$$

ارزش دفتری دارایی‌ها

#### ۴. تحلیل داده‌ها

برای جمع‌آوری داده‌های کمی مورد نیاز شامل ارزش بازار، میزان سهام شناور آزاد، تعداد روزهای معاملاتی، میزان سود، دارایی‌ها و سایر اطلاعات شرکت‌ها، از سایت شرکت بورس اوراق بهادار، بانک اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار و سامانه‌ی جامع اطلاع‌رسانی ناشران (شبکه کدال) استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزارهای صفحه گسترده Excel و EViews7 استفاده گردیده است. برای حصول به نتایج تحقیق با استفاده از متغیرهای اشاره‌شده در قسمت قبل، مدل رگرسیون خطی چند متغیره زیر مورد استفاده قرار گرفته است:

$$DIVP_{it} = \text{intercept} + \beta_1 TURN_{it} + \beta_2 NOTRD_{it} + \beta_3 TSEP_{it} + \beta_4 (E_{it}/A_{it}) + \beta_5 (V_{it}/A_{it}) + \epsilon_{it}$$

چنانچه از مدل بالا مشخص است، داده‌ها به‌صورت پنل و مشاهدات به شکل شرکت - سال می‌باشد. پس از این که مشخص گردید مدل رگرسیون تلفیقی بر مدل رگرسیون انباشته ارجحیت

دارد، به مقایسه کارایی مدل‌های اثرات ثابت و تصادفی پرداخته شد، که در پی آن ارجحیت مدل اثرات تصادفی به‌عنوان مدل مورد استفاده در رگرسیون تلفیقی، مورد تأیید قرار گرفت. با توجه به مدل فوق، نتایج رگرسیون انجام‌شده به‌شرح رگرسیون زیر و جدول ۳ می‌باشد:

$$DIVP = 0.938 \times TURN + 0.048 \times NOTRD + 0.226 \times TSEP - 0.25 \times PROFIT + 0.34 \times GROWTH$$

جدول ۳. خروجی رگرسیون عادی با اثرات ثابت

رگرسیون با استفاده از مدل حداقل مربعات				
نمونه در دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۳ و شامل ۱۴۵ شرکت				
مجموع مشاهدات در پنل نامتوازن: ۸۷۶				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	P-value
درصد سود تقسیمی	۰/۹۳۸	۰/۱۰۶	۸/۸۴۳	۰/۰۰۰
نرخ گردش سهام	-۰/۰۴۸	۰/۰۳۹	-۱/۲۳۶	۰/۲۱۶
روزهای بدون معامله	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-۱/۶۳۹	۰/۱۰۱
اندازه	-۰/۲۲۶	۰/۱۶۲	-۱/۳۹۹	۰/۱۶۲
سودآوری	-۰/۰۲۵	۰/۱۶۱	-۰/۱۵۷	۰/۸۷۵
رشد	۰/۰۳۴	۰/۰۱۷	۱/۹۵۷	۰/۰۵۰
اثرات ثابت مقطعی				
مجذور R	۰/۳۶۱		میانگین متغیر وابسته	۰/۷۴۰
مجذور R تعدیل شده	۰/۲۲۱		انحراف معیار متغیر وابسته	۰/۳۴۰
انحراف استاندارد رگرسیون	۰/۳۰۰		معیار اطلاعاتی آکائیک	۰/۵۸۹
مجموع مجذورات پسماندها	۶۱/۳۴۲		معیار شوارتز	۱/۴۴۰
آماره F	۲/۵۹۰		معیار اطلاعاتی هنان کوئین	۰/۹۱۶
P-value آماره F	۰/۰۰۰		آماره دوربین-وانسون	۲/۱۸۱

جدول ۳ نشان می‌دهد، تنها متغیر فرصت‌های رشد، رابطه مثبت و معنادار با درصد سود تقسیمی دارد و سایر متغیرها فارغ از علامتشان، رابطه معناداری با متغیر وابسته ندارند. ضریب تعیین مدل ( $R^2$ ) بیش از ۳۶٪ می‌باشد که بیان‌کننده قدرت توضیح‌دهندگی مدل می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل هم ۲۲/۱٪ است. با توجه به آماره F رگرسیون و Prob آن، معناداری کل مدل هم مورد تأیید می‌باشد. میانگین درصد سود تقسیمی شرکت‌های نمونه ۹۳/۸٪ با انحراف

استاندارد ۱۰٪ است. آماره دوربین واتسون مدل هم معادل ۲/۱۸۱ است که نشان می‌دهد هیچ شواهدی دال بر وجود خودهمبستگی وجود ندارد.

همچنین با استفاده از آزمون هاسمن و به دلیل آن که P-Value این آزمون کمتر از ۵٪ می‌باشد، لذا نمی‌توان مدل اثرات تصادفی را انتخاب کرد و مدل اثرات ثابت ارجحیت دارد. براساس این نتیجه‌گیری، مدل رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت، مناسب این تحقیق می‌باشد.

### ۵. بحث و نتیجه‌گیری

پیش‌تر فرضیه اصلی پژوهش بدین صورت تعریف شد: "بین نقدشوندگی سهام و میزان سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد". پس از اجرای مدل، رگرسیون زیر حاصل شد:

$$DIVP = ۰/۹۳۸ \times TURN + ۰/۰۴۸ \times NOTRD + ۰/۲۲۶ \times TSEP + ۰/۰۲۵ \times PROFIT + ۰/۰۳۴ \times GROWTH$$

با توجه به ضرایب و آزمون‌های  $t$ ، علیرغم وجود رابطه منفی بین میزان سود تقسیمی و نرخ گردش سهام و همچنین رابطه مثبت بین میزان سود تقسیمی و روزهای بدون معامله (مطابق با ادبیات موجود در این زمینه)، شواهدی برای تأیید رابطه معنادار بین این متغیرها وجود ندارد. درواقع در سطح خطای ۵٪، رابطه‌ای معنادار بین میزان سود تقسیمی با نرخ گردش سهام و روزهای بدون معامله تأیید نمی‌شود. این موضوع بیانگر آن است که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، عامل نرخ گردش سهام (نسبت سهام معامله‌شده به سهام شناور آزاد طی یکسال) و روزهای بدون معامله را به‌عنوان متغیری برای توضیح میزان سود تقسیمی در نظر نمی‌گیرند.

مشخصه‌های شرکت شامل اندازه، سودآوری و فرصت‌های رشد نیز در این رگرسیون بررسی شدند. شواهد حاکی از آن است که اندازه و سودآوری شرکت رابطه منفی و بی‌معنا را با میزان سود تقسیمی دارند. ولی فرصت‌های رشد، رابطه‌ای مثبت و معنادار با میزان سود تقسیمی دارد. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از فرصت‌های رشد به‌عنوان معیاری برای تعیین میزان سود تقسیمی شرکت‌ها استفاده می‌کنند.

دو تحقیق معتبر شامل تحقیقات فاما و فرنچ (۲۰۰۱) و بنرجی و همکاران (۲۰۰۷) که متغیرهای مورد آزمون در این تحقیق در آن‌ها نیز استفاده شده است، نتایجی را نشان دادند که می‌توان در مقایسه با تحقیق حاضر در جدول ۴ مشاهده نمود [۹، ۱۳].

جدول ۴. مقایسه نتایج تحقیق با تحقیقات فاما و فرنچ و بنرجی و همکاران

تحقیق حاضر	تحقیق بنرجی و همکاران	تحقیق فاما و فرنچ	
منفی و بی‌معنا	منفی و معنادار	بررسی نشد	نرخ گردش سهام
منفی و بی‌معنا	مثبت و معنادار	بررسی نشد	روزهای بدون معامله
منفی و بی‌معنا	مثبت و معنادار	مثبت و معنادار	اندازه
منفی و بی‌معنا	مثبت و معنادار	مثبت و معنادار	سودآوری
مثبت و معنادار	منفی و معنادار	منفی و معنادار	فرصت‌های رشد

با توجه به ادبیات تحقیق، روش تحقیق، آزمون‌های صورت‌گرفته و نتایج به‌دست آمده، پیشنهادهای مبتنی بر نتایج تحقیق به شرح زیر می‌باشند:

- به سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذی‌نفعان توصیه می‌شود به گردش حجم معاملات، تعداد روزهای معاملاتی و همچنین مشخصه‌های شرکت شامل اندازه، سودآوری و فرصت‌های رشد به عنوان عوامل توضیح‌دهنده میزان سود تقسیم و خطامشی تقسیم سود توجه داشته باشند و آن‌ها را در مدل تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند.

- یکی از مشکلات بنیادی معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، درصد اندک سهام شناور آزاد شرکت‌هاست که بر جنبه‌های مهمی از عوامل تصمیم‌گیری اثرگذار است. هر چند تا حد ممکن در این تحقیق سعی بر آن شد تا این متغیر مهم کنترل و اعمال گردد، ولیکن پیشنهاد می‌گردد موارد تشویقی بیشتر برای واگذاری سهام بلوک و مدیریتی شرکت‌ها در بورس لحاظ شود.

## منابع

۱. اسکندر، هدی (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین سیاست‌های تقسیم سود و مالکین نهادی در بورس اوراق بهادار تهران. دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
۲. اعتمادی، حسین؛ و چالاک، پری (۱۳۸۳). رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۷۷. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۹.
۳. جهانخانی، علی؛ و قربانی، سعید (۱۳۸۴). شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات مالی*، شماره ۲۰.
۴. سعیدی، علی؛ و بهنام، کیهان (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر خطمشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه پژوهشگر*، شماره ۱۸.
۵. فخاری، حسین؛ و یوسفعلی تبار، نصیبه (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۶۲.
۶. مهران، کاوه (۱۳۸۳). رابطه سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری. دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، پایان‌نامه دکترای تخصصی.
۷. وستون، بریگام؛ و یوستون (۱۳۸۶) *مدیریت مالی* (چاپ دوم)، جلد دوم، ترجمه حسین عبده تبریزی و فرهاد حنیفی، انتشارات آگاه و پیشبرد، تهران.
8. Baker, M.P., & J. Wurgler (2004). a Catering Theory of Dividend. *Journal of Finance*, 59, 1125-1165.
9. Banerjee, S., Gatchev, V.A., & Spindt P.A. (2007). Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 369-398.
10. Beiner, S. (2001), Theories and Determinants of Dividend Policy. *Journal of Corporate Finance*.
11. Brave, A., J.R. Graham, C.R. Harvey, and R. Michaely (2005). Payout Policy in the 21st Century *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
12. Damodaran, Aswat (2004). *Applied Corporate Finance* Online Edition.
13. Fama, E.F., and K.R. French (2001). Disappearing Dividend: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
14. Fama, E.F., and K.R. French (2002). Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividend and Debt *Review of Financial Study*, 15, 1-33.
15. Miller, M.H., and F. Modigliani (1961). dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares *Journal of Business*, 34, 411-433.
16. Pastor L., and R.F. Stambaugh (2003). Liquidity Risk and Expected Stock Returns *Journal of Political Economy*, 111, 642-685.
17. Ross, S.A.; Weserfield, R.W. and Jordan, (2002). *Fundamentals of Corporate Finance* 4th edition), McGraw-Hill.
18. White, Reily (2012). Inside debt and firm dividend policy. Working paper on SSRN.