



دانشگاه الزهراء (س)

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد

پایان نامه

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

در رشته مدیریت بازرگانی - مالی

عنوان:

چرا سهامداران به دنبال دریافت سود نقدی هستند؟

استاد راهنما :

جناب آقای دکتر حسن قالیباف اصل

دانشجو:

فاطمه کیانی فرد

تیرماه سال 91

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دانشگاه الزهرا (س)

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد

پایان نامه جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

در رشته مدیریت بازرگانی - مالی

عنوان:

چرا سهامداران به دنبال دریافت سود نقدی هستند؟

استاد راهنما :

جناب آقای دکتر حسن قالیباف اصل

استاد مشاور :

جناب آقای دکتر محمدرضا رستمی

دانشجو:

فاطمه کیانی فرد

کلیه دستاوردهای این تحقیق متعلق به دانشگاه الزهرا (س) می باشد .

با سپاس فراوان

ستایشگر معلمی هستم که اندیشیدن را به من بیاورد نه اندیشه هارا

به رسم سپاس و تشکر، که در مکتب ما هم پایه تشکر از خداوند منان قلمداد شده است
،برخود واجب میدانم از زحمات ارزنده استاد بزرگوار، دکتر قالیباف اصل که راهنمایی این
تحقیق را تقبل نموده وبا دلسوزی و حمایت های بی دریغ خود مشوق این جانب بوده، تشکر و
قدردانی کنم .

از استاد مشاور ارجمند، دکتر رستمی نیز سپاسگزارم که در جریان این پژوهش با ارائه مشاوره
های ارزنده خویش در جهت گیری این تحقیق کمک شایانی کرده اند.

تقدیم به

مادر فرشته خود و پدر دلسوزم

که وجودشان برایم همه عشق و وجودم برایشان همه رنج

که فروغ نگاهشان، گرمی کلامشان، و روشنی روحشان

سرمایه جاودانی زندگی من است .

و آنان که در مسیر علم و دانش همواره راهنما و روشنگر من بودند .

چکیده :

سیاست تقسیم سود از جمله مهم ترین سیاست های مالی محسوب می شود. داشتن سیاست با ثبات در تقسیم سود، هدف مهمی برای استفاده کنندگان از اطلاعات مالی شرکت ها و سرمایه گذاران نیز تلقی می شود .

در این پژوهش از طریق ارسال پرسش نامه به گروهی از سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران به بررسی 8 فرضیه در رابطه با این موضوع که چرا سرمایه گذاران شخصی تمایل به دریافت سود نقدی دارند، پرداختیم. روش پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش به دست آوردن داده ها توصیفی - پیمایشی می باشد. برای تحلیل فرضیه ها از آزمون های هم بستگی و آزمون ناپارامتریک کای دو استفاده گردیده است .

با توجه به نتایج به دست آمده، سرمایه گذاران دریافت سود نقدی را به سود سرمایه و سهام جایزه ترجیح می دهند، به این دلیل که هزینه معاملات یا نقد کردن سود تقسیمی از هزینه فروش سهام کمتر می باشد که نظریه باتاچاریا (سیاست تقسیم سود، اطلاعات ناقص) و میلر و راک (سیاست تقسیم سود، رشد و ارزشیابی سهام) را تأیید کرد. پرداخت سود نقدی از طریق انتقال اطلاعات به بازار و ارائه چشم انداز آتی از شرکت دارای اثر محتوایی نیز می باشد. همچنین بسیاری از سهامداران دریافت سود نقدی را به دلیل مباحث مالی رفتاری از جمله خود کنترلی، سرمایه گذاری مجدد سود نقدی و کنترل سرمایه گذاری بیش از اندازه مدیریت، ترجیح می دهند.

کلمات کلیدی :

سهام عادی، سود هر سهم، سود نقدی .

فهرست مطالب

فصل اول : کلیات پژوهش

مقدمه

2

3 بیان مسئله

4 تشریح موضوع پژوهش

6 ضرورت و اهمیت پژوهش

فرضیه پژوهش

7

ساختار پژوهش

8

تعاریف واژهها و

8 اصطلاحات

فصل دوم : مروری بر پیشینه پژوهش

مقدمه

11

سود

12

عوامل موثر بر سیاست تقسیم

16 سود

خط مشی های معمول در تقسیم سود

31

تئوری های پرداخت سود

34

..... نظریه هایی درباره تقسیم سود
43

..... نظریه هایی درباره سود سهمی
57

..... مباحث مالی
رفتاری.....
59

..... چرا شرکت ها سود تقسیم می کنند
73

..... پیشینه تحقیق
74

فصل سوم: روش پژوهش

..... روش
پژوهش.....
87

..... روش جمع آوری
اطلاعات.....
90

..... تعیین پایایی پرسش
نامه.....
92

..... تعیین اعتبار پرسش
نامه.....
93

..... جامعه و نمونه آماری
.....
94

روش تجزیه و تحلیل

اطلاعات..... 96

فصل چهارم : یافته‌های پژوهش

مقدمه..... 98

الف) یافته‌های

توصیفی..... 99

ب) یافته‌های

استنباطی..... 103

فصل پنجم: بحث و نتیجه‌گیری

یافته های تحقیق

..... 117

تجزیه و تحلیل یافته‌های

پژوهش..... 119

پیشنهادات حاصل از نتایج پژوهش

..... 124

پیشنهادات برای پژوهش های آتی

..... 126

فهرست منابع

وماخذ..... 128

پیوست

..... 132

چکیده

انگلیسی..... 137

فهرست جدول ها :

جدول	3-1 ترکیب سوالات پرسش نامه	91
جدول	3-2 ضریب آلفای کرومباخ	93
جدول	4-1 توزیع فراوانی وضعیت سنی سرمایه گذاران	99
جدول	4-2 توزیع فراوانی وضعیت تحصیلاتی سرمایه گذاران	100
جدول	4-3 توزیع فراوانی وضعیت درآمدی سرمایه گذاران	101
جدول	4-4 توزیع فراوانی وضعیت جنسیتی سرمایه گذاران	102
جدول	4-5 نتایج آزمون کولموگروف	103
جدول	4-6 فراوانی فرضیه اول	105
جدول	4-7 فراوانی فرضیه دوم	106
جدول	4-8 فراوانی فرضیه سوم	107

– اسمیرنوف

جدول	4-9 فراوانی فرضیه چهارم	108
جدول	4-10 فراوانی فرضیه پنجم	109
جدول	4-11 فراوانی فرضیه ششم	110
جدول	4-12 فراوانی فرضیه هفتم	112
جدول	4-13 فراوانی فرضیه هشتم	114

فهرست نمودار:

نمودار 2-1 دسته بندی مدل های توزیع سود نقدی.....	35
نمودار 4-1 درصد فراوانی وضعیت سنی سرمایه گذاران.....	99
نمودار 4-2 درصد فراوانی وضعیت تحصیلاتی سرمایه گذاران	100
نمودار 4-3 درصد فراوانی وضعیت درآمدی سرمایه گذاران	101
نمودار 4-4 درصد فراوانی وضعیت جنسی سرمایه گذاران	102

فصل اول

کلیات تحقیق

1-1) مقدمه :

یکی از مهمترین تصمیمات مالی، تخصیص درآمد هر سهم به دو بخش سود تقسیمی و سود انباشته است. از آنجا که هدف اصلی مدیریت مالی شرکتها، حداکثر نمودن ثروت صاحبان سهام است که به دو روش دریافت سود سهام و افزایش قیمت سهام (عایدی سرمایه) امکان پذیر است، لذا شرکت برای این که بتواند ثروت صاحبان سهام خود را به حداکثر برساند، باید به گونه ای عمل نماید که از مجموع دو رقم متعلق به سود سهام و افزایش قیمت در بازار مطلوب ترین ترکیب به دست آید. از این رو شرکتها باید در مورد سیاست تقسیم سود خود، یعنی میزان سود نقدی که باید بین سهامداران توزیع شود، تصمیم گیری نمایند. (رئیس زاده 1383).

با توجه به تحقیقات صورت گرفته، سهامدارانی که به دنبال سود سهام نقدی هستند و بخش قابل توجهی از درآمد جاری آنها متکی به سود سهام نقدی است، در انتخاب سرمایه گذاری های خود باید، به بازده سود سهام نقدی شرکتها در سال های گذشته و میزان رشد سود آنها توجه نمایند. چرا که طبق تحقیقات، این قبیل شرکتها از بازده نقدی و توزیع سود بیشتری برخوردارند.

این مسئله در مورد شرکت هایی که دارای ریسک، میزان وام و فرصت های سرمایه گذاری بیشتر یا اندازه بزرگتری هستند، معکوس است.

مدیران شرکتها باید مراقب تصمیمات خود پیرامون سیاست تقسیم سود باشند. زیرا معمولاً " اگر مدیر شرکتی بخواهد برخلاف ویژگی های خاص شرکت در زمینه بازده نقدی گذشته، فرصت های سرمایه گذاری و امثالهم و همچنین تمایل سرمایه گذارانش نسبت، به تغییر تقسیم سود شرکت عمل کند، آنگاه ممکن است با واکنش منفی بازار روبه رو بشود. 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 به عمل آید. (جهانخانی، قربانی، 1384) بادر نظر گرفتن اهمیت و نقش توزیع سود در بازار سرمایه ضروری است توجه بیشتری به این عوامل در قالب عوامل تاثیرگذار بر تمایل به دریافت سود نقدی و همچنین سیاست تقسیم سود صورت گیرد.

1-2) بیان مساله تحقیق :

دستیابی به رشد بلندمدت و مداوم اقتصادی، نیازمند تجهیز و تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی، به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد به سهولت امکان پذیر نیست. در یک اقتصاد سالم، وجود سیستم مالی کارآمد در توزیع مناسب سرمایه و منابع مالی نقش اساسی دارد (راعی، تلنگی، 1383).

بازار بورس اوراق بهادار بازار ثانویه ای است که به عنوان کانال ارتباطی بین سرمایه گذاران و شرکتها عمل میکند. به طوری که با ایجاد ارتباط بین سرمایه گذاران با واحدهای تولیدی و خدماتی، بخشی از ذخیره اقتصادی کشور را به حرکت درمی آورد.

سود سهام نقدی و بازده سهام، به واسطه عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه ای نزد ذینفعان برخوردارند. در واقع استفاده کنندگان بالفعل و بالقوه اطلاعات مالی مشتاقند تا از توان توزیع نقدینگی در میان سهامداران شرکت آگاهی یابند، زیرا این اطلاعات نه تنها تصویر روشنی از وضعیت حال شرکت ارائه می دهند، بلکه امکان برآورد و ارزیابی وضعیت آینده شرکت را نیز فراهم می آورد که بدون تردید در فرآیند تصمیم گیری آنان حائز اهمیت است (جهانخانی، قربانی، 1384)

1-3) تشریح و بیان موضوع :

همانگونه که جریان وجوه نقد در درون یک شرکت، برای ارزیابی توان و وضعیت نقدینگی آن از اهمیت بسزایی برخوردار است، طبیعتاً سود سهام نقدی هر سهم برای دارنده سهام به عنوان یکی از منابع ایجاد نقدینگی افراد از اهمیت ویژه ای برخوردار است. (جهانخانی، قربانی، 1384). جدای از این مسئله سود سهام نقدی هر سهم به نوعی حاوی پیام خاص خود به بازار است که به آن اثر پیام رسانی می گویند. طبق اثر پیام رسانی یا اثر محتوایی اطلاعاتی، شرکت ها زمانی که انتظار افزایش در سودهای آتی خود را داشته باشند، سود سهام نقدی خود را افزایش میدهند. از نظر تئوری هزینه نمایندگی نیز می توان بحث سود نقدی را مورد بحث قرار داد، بر طبق این نظریه هزینه نمایندگی ناشی از تضاد بالقوه ای است که میان منافع مدیران و سهامداران وجود دارد. از این رو زمانی که مدیران مالک، بخشی از سهام خود را به سرمایه گذارانی که در مدیریت شرکت نقشی ندارند می فروشند، هزینه نمایندگی افزایش می یابد که پرداخت درصد قابل توجهی از سود یکی از مکانیزم های کنترلی سرمایه گذاران جهت تعدیل این تضاد منافع است. (Rozeff, 1992).

درک ما از سیاست تقسیم سود، از کارهای اولیه میلر و مودیگلیانی و گوردون گرفته تا نظریه های جدیدتر مالی رفتاری، به رفتار سرمایه گذاران وابسته است. بسیاری از مقالات تجربی سیاست های تقسیم سود و پرداخت ها را مستند کرده و این سیاستها را به طرق مختلف به نظریه های مبتنی بر رفتار سرمایه گذاران مرتبط کرده اند. هر چند این اجماع وجود دارد که سرمایه گذاران تقسیم سود را دوست دارند اما هیچ مطالعه تجربی در مورد تمایل سهامداران به دریافت سود تقسیمی وجود نداشته است. ما این شکاف را با طرح سوالاتی از سهامداران و مدیران شرکتها در مورد نگرش آنها نسبت به تقسیم سود پر خواهیم کرد.

میلر و مودگلیانی (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 دریافتی یا فروش سهام سیاست گذاری های تقسیم سود را خنثی می کنند .

بریلی و مایرز (2003) مسئله سود تقسیمی را یکی از « 10 مسئله حل نشده مالی » در نظر می گیرد.

و این سوالات که : چرا شرکت ها سود پرداخت می کنند ؟ و یا چرا سرمایه گذاران به سود تقسیمی توجه می کنند ؟ هنوز وجود دارد .

هر چه سخت گیرانه تر به مسئله سود تقسیمی بنگریم ، بیشتر به معنائی شباهت دارد که تکه های آن با هم جور نیستند.

در واقع در این تحقیق در حال آزمون نظریه هایی هستیم که سال ها پیش توسعه یافته و با تصمیمات سرمایه گذاران مرتبط هستند. اگر سرمایه گذاران نهادی به جای مشتریان خود عمل کنند ، تصمیمات آنها در مورد پرتفوی منعکس کننده ترجیحات مشتریان آنهاست .

1-4) اهمیت و ضرورت انجام تحقیق :

توزیع جریان نقدی بین مالکان شرکت اغلب بحث مهمی در بازار سرمایه است . شرکت ها میتوانند جریان های نقدی خود را به روش های متفاوتی توزیع نمایند . یکی از شیوه های توزیع که مطالعات زیادی را به خود اختصاص داده ، توزیع سود نقدی است .

سیاست تقسیم سود در طول زمان همیشه مایه سردرگمی محققان مالی بوده است . مدیران سودهای شرکت را به منظور سرمایه گذاری مجدد و کاهش هزینه های تأمین مالی برای فرصت های سرمایه گذاری به میزان معقول نگهداری می کنند ، یا بخشی از آن را به عنوان سود تقسیمی اعلان می کنند ، که توزیع سود منابع در دسترس برای سرمایه گذاری را کاهش می دهد .

رویکرد سرما به گذاری مجدد سود موجب رشد واحد اقتصادی ، و رویکرد توزیع سود موجب جذب سهامداران بالقوه می شود . (1985 Rock .Miller)

اهداف شرکت ها از پرداخت سود سهام متفاوت بوده و ممکن است برای جذب مشتریان خاص یا انتقال اطلاعات به بازار باشد و یا فقط بازده وجوه نقد مزاد برای همه سهامداران را به طور منصفانه در پی داشته باشد . به این جهت ، هیچ یک از تئوری های سود سهام به تنهایی

نتوانسته است از سایر تئوری های دیگر موفق تر باشد و علت آن احتمالاً به وجود انگیزه های متفاوت برای پرداخت سود سهام برمیگردد. (Feldstein, 1983)

1-5) سوال پژوهش : با نگاه به مساله تحقیق و اهداف آن ، سوال تحقیق معلوم می گردد و اینکه چرا سهامداران دریافت سود نقدی از شرکت را ترجیح می دهند ؟ و اینکه بین سیاست تقسیم سود شرکتها و تمایلات سهامداران رابطه ای وجود دارد ؟

1-6) فرضیه های پژوهش :

فرضیات عبارتند از پاسخ های فرضی به سوالات تحقیق که به شرح زیر می باشند:

فرضیه شماره 1: سهامداران دریافت سود نقدی بر عایدی سرمایه ترجیح می دهند

فرضیه شماره 2: سرمایه گذاران به دلیل هزینه معاملات تمایل به دریافت سود نقدی دارند .

فرضیه شماره 3: بین سیاست تقسیم سود نقدی و نرخ مالیات رابطه معناداری وجود ندارد .

فرضیه شماره 4: بین سیاست تقسیم سود نقدی و محتوای اطلاعاتی سود آن رابطه معناداری وجود دارد .

فرضیه شماره 5 : بین سیاست تقسیم سود نقدی و اعمال کنترل از سوی سهامداران (مالی رفتاری) رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی 1: به نظر می رسد سطح تحصیلات سرمایه گذاران حقیقی یکی از عوامل تاثیرگذار بر تمایل آنها به دریافت سود نقدی می باشد .

فرضیه فرعی 2 : به نظر می رسد سطح درآمد سرمایه گذاران حقیقی یکی از عوامل تاثیرگذار بر تمایل آنها به دریافت سود نقدی می باشد .

فرضیه فرعی 3 : به نظر می رسد سن سرمایه گذاران حقیقی یکی از عوامل تاثیرگذار بر تمایل آنها به دریافت سود نقدی می باشد .

1-7) ساختار تحقیق :

این تحقیق در فصول و عنوان های زیر ارائه می گردد:

فصل اول :شامل تشریح موضوع ،مساله تحقیق ،ضرورت و اهمیت تحقیق ،سوالات و فرضیات تحقیق ،تعاریف متغیرهای تحقیق می باشد .

فصل دوم: شامل ادبیات و مبانی نظری و تحقیقات انجام شده می باشد.

فصل سوم : شامل روش تحقیق ،منابع جمع آوری داده ها ،روش نمونه گیری ،محاسبه حجم نمونه و بیان روش تجزیه و تحلیل داده ها می باشد .

فصل چهارم : مربوط به تجزیه و تحلیل اطلاعات آماری به دست آمده است و همچنین نتایج مرتبط به آزمون فرضیه ها در این فصل ارائه می شود .

فصل پنجم : به ارائه خلاصه نتایج حاصل از تحقیق ،پیشنهادات ، نتیجه گیری می پردازد.

در آخر نیز منابع و ماخذ و جداول تحقیق آورده می شود .

فصل دوم

سینه نظری

2-1) مقدمه :

یکی از مهمترین تصمیمات مالی، تخصیص سود هر سهم به دو بخش سود تقسیمی و سود انباشته است. سیاست تقسیم سود از 2 جنبه بسیار مهم حائز اهمیت است: از یک نظرگاه، تقسیم سود عاملی اثرگذار بر سرمایه گذاری های پیش روی شرکت ها می باشد، بنابراین هر قدر که سود بیشتری تقسیم گردد، منابع داخلی شرکت به منظور اجرای پروژه های سرمایه گذاری، کمتر خواهد شد و نیاز به منابع خارج از شرکت بیشتر می شود که این موضوع می تواند بر قیمت سهام شرکت در آینده تاثیر داشته باشد، از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو مدیران همواره باید بین علائق مختلف سهامداران تعادلی را برقرار نمایند تا هم فرصت های سودآوری سرمایه گذاری را از دست ندهند و هم سود نقدی مورد نیاز سهامداران را بپردازند. بنابراین موضوع تقسیم سود هم از دیدگاه شرکت و هم از دیدگاه سهامداران بسیار حساس و دارای اهمیت می باشد.

دیدگاه های متفاوتی در این زمینه مطرح گردیده است که این دیدگاه ها را می توان به 2 مکتب فکری تقسیم کرد: مکتب بازار کامل که به میلر و مودیگلیانی تعلق دارد و براساس آن سیاست تقسیم سود تاثیری بر ارزش شرکت ندارد. مکتب دیگر، مکتب بازار ناقص است که پیروان آن معتقدند که سیاست تقسیم سود بر ارزش سهام شرکت تاثیر می گذارد. (رئیس زاده، 1383)

مطالعات در زمینه سیاست تقسیم سود، از کارهای اولیه میلر و مودیگلیانی و گوردون گرفته تا نظریه های جدیدتر مالی رفتاری، به رفتار سرمایه گذاران وابسته است. بسیاری از مقالات تجربی سیاست های تقسیم سود و پرداخت ها را مستند کرده و این سیاست ها به طرق مختلف به نظریه های مبتنی بر رفتار سرمایه گذاران مرتبط کرده اند. هر چند این اجماع وجود دارد که سرمایه گذاران تقسیم سود را دوست دارند، اما هیچ اجماع نظری در مورد دلیل تمایل سرمایه گذاران به تقسیم سود وجود ندارد. در بعضی از مطالعات پیشین نظیر مطالعات لینتر (1956)، بیکر و دیگران (2002، 1985) و دی یانگ و دیگران (2003)، محققان از پرسش نامه برای فهم دلیل پرداخت سود تقسیمی توسط شرکتها استفاده کردند. یکی از