

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

۱۳۸۱ / ۹ / ۲۴

از اطلاعات وزارت علوم ایران
مستفید گردیدم



دانشگاه تهران
دانشکده مدیریت

عنوان

«محاسبه سرعت تعدیل تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و

بررسی رابطه آن با رشد بازده سهام»

استاد راهنما

دکتر رضا تهرانی

استاد مشاور

دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی

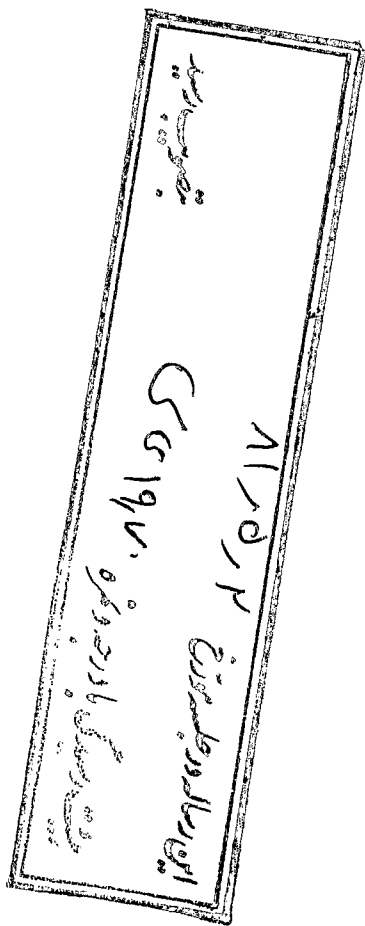
استاد ناظر

دکتر رضاراعی

شهاب الدین شمس

۴۶۰۶۵

تابستان ۱۳۸۱



تقدیم به عبد صالح خدا

الحمد لله رب العالمين

وبعد

با تشکر از همه کسانی که در راستای

تدوین این پایان نامه مرا یاری کردند

فهرست مطالب

عنوان	صفحه
فصل اول : تبیین موضوع	
۱-۱- مقدمه	۲
۲-۱- تشریح و بیان موضوع	۲
۳-۱- اهداف تحقیق	۶
۴-۱- فرضیات تحقیق	۶
۵-۱- اطلاعات مورد نیاز و روشهای جمع آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات	۷
۶-۱- جامعه آماری	۷
۷-۱- روش تحقیق	۸
۸-۱- تشریح متدلوژی انجام تحقیق	۹
۹-۱- قلمرو زمانی و مکانی تحقیق	۱۱
۱۰-۱- مشکلات و محدودیتهای تحقیق	۱۲
فصل دوم : ادبیات تحقیق	
۱-۲- مقدمه	۱۴
۲-۲- سود سهام	۱۴
۳-۲- دلایل پرداخت سود سهام	۱۶
۴-۲- روشهای پرداخت سود سهام	۱۶
۵-۲- تاریخ پرداخت سود	۱۷
۶-۲- اهداف و روشهای تسهیم سود	۱۹
۱-۶-۲- تسهیم سود ثابت	۲۰
۲-۶-۲- پرداخت سود سهام متغیر	۲۲
۳-۶-۲- تسهیم سود ثابت به اضافه مبلغ اضافی	۲۳
۷-۲- موارد قانونی در اتخاذ خط مشی تقسیم سود	۲۴
۸-۲- محدودیتهای عوامل مؤثر بر تقسیم سود	۲۵

عنوان	صفحه
۹-۲- مکاتب فکری در تقسیم سود	۲۶
۱-۹-۲- نظریه ارتباط سیاستهای تقسیم سود با قیمت سهام	۲۶
۲-۹-۲- نظریه بی ارتباطی سیاستهای تقسیم سود با قیمت سهام	۲۶
۱۰-۲- محتوای اطلاعاتی سود سهام	۲۷
۱۱-۲- بازارهای ناقص و خط مشی تقسیم سود	۳۱
۱۲-۲- مطالعات لینتتر	۳۴
۱۳-۲- تحقیقات فاما و بابی یاک	۳۹
۱۴-۲- بررسی پایان نامه های انجام شده در رابطه با موضوع	۴۵

فصل سوم: روش تجزیه و تحلیل داده ها

۱-۳- مقدمه	۵۵
۲-۳- تشریح آزمونهای آماری	۵۵
۱-۲-۳- آزمون کای دو	۵۵
۲-۲-۳- آزمون ضریب همبستگی	۵۶
۳-۲-۳- تحلیل واریانس	۵۷

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۱-۴- ویژگیهای جامعه آماری	۶۳
۲-۴- نتایج بررسی فرضیات	۸۹

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

۱-۵- بررسی نتایج حاصل از فرضیات	۹۹
۲-۵- پیشنهادات برای تحقیقات بعدی	۱۰۴
۳-۵- پیشنهادات برای سهامداران	۱۰۴

عنوان..... صفحه

ضمائم

۱۴۰..... منابع فارسی

۱۴۲..... منابع لاتین

فصل اول

تبيين موضوع

۱-۱- مقدمه

هر تحقیق علمی شامل مراحل است که باید طی شوند. این مراحل عبارتند از: مشاهده، تفکر، فرضیه‌سازی، آزمون فرضیه‌ها، ارائه تئوری و نظریه. در این پایان‌نامه نیز محقق پس از ساختن فرضیه‌ها شروع به جمع‌آوری اطلاعات برای آزمون فرضیه‌ها کرده است. و سپس با استفاده از تکنیکهای آماری و نیز تکنولوژی استفاده از کامپیوتر در داده‌پردازی به تجزیه و تحلیل و نهایتاً نتیجه‌گیری از این داده‌ها پرداخته و از این طریق فرضیه‌ها را به آزمون گذارده تا بتواند به یک تئوری دست یازد.

۱-۲- تشریح و بیان موضوع

«طبق نظریه انتظارات عقلایی، سهامداران انتظارات خاصی را شرکت در مورد سود دارند اگر اعلان سود مطابق آن چیزی باشد که بازار انتظار دارد، قیمت‌ها تغییر نخواهد کرد. ولی اگر سهامدار در بازار یک تغییر غیرمنتظره در سود تقسیمی ببیند از خود خواهد پرسید که منظور مدیران از این تغییر چه بوده است». (جهانخانی؛ تحقیقات مالی، ۱۳۷۲)

شرح فوق اهمیت سیاست تقسیم سود و تأثیر روانی میزان سود را در قیمت سهام و انتظارات سهامدار بیان می‌کند. شرکتها سیاستهای مختلفی را برای تقسیم سود دارند ولی صرف‌نظر از سیاست خاص هر شرکت، مدیران سعی می‌کنند با توجه به اطلاعاتی که از آینده شرکت دارند میزان سود تقسیمی را طوری تنظیم کنند که از تأثیرات منفی تغییرات سود تقسیمی بر روی سهامداران احتراز نمایند.

تفاوت عمده بین سود تقسیمی^(۱) و سود شرکت^(۲) این است که مدیران می‌توانند - دست‌کم در کوتاه‌مدت - در مقدار سود تقسیمی اعمال نفوذ کنند. سوای مسئله شیوه هزینه‌یابی و سیستم حسابداری که مدیران می‌توانند بدان وسیله در میزان سود شرکت اعمال نفوذ کنند، سطح و میزان سود شرکت به مقدار زیادی بوسیله شرایط عرضه و تقاضا در رابطه با محصولات شرکت در بازار

1- Dividend Per Share (DPS)

2- Earning Per Share (EPS)

تعیین می‌شود و مدیران نمی‌توانند روی متغیرهای بازار و عوامل عرضه و تقاضا هیچ کنترلی اعمال کنند. ولی تازمانی که شرکت دارای پول نقد با توان گرفتن وام باشد، میزان سود تقسیمی به وسیله مدیریت تعیین می‌شود. بدیهی است، در بلندمدت میزان پول نقد موجود برای پرداخت سود تقسیمی بوسیله سودآوری شرکت تعیین می‌گردد. ولی در کوتاه مدت وضع بدین منوال نیست. در بعضی مواقع سود شرکت ممکن است با گذشت زمان کاهش یابد و مدیر سعی کند میزان سود تقسیمی را در سطح پیشین نگه دارد یا آن را افزایش دهد.

غالباً چنین ادعا می‌شود که مدیران درصد سود تقسیمی را در حد بالایی تعیین می‌کنند. میزان یا نسبت سود تقسیمی که مدیر بعنوان هدف تعیین می‌کند باید متناسب با سود عادی شرکت باشد و نیز نباید مانع اجرای طرحهای سودآور سرمایه‌گذاری گردد. بنابراین اگر با گذشت زمان سود مورد گزارش نوسان کند ولی حول محوری باشد که مدیریت آنرا سود عادی می‌داند، درصد سود تقسیمی می‌تواند در همان حدود نوسان کند. به همین‌گونه اگر میزان سود شرکت افزایش یابد و به سطحی بالاتر برسد، مدیریت سود تقسیمی را افزایش نمی‌دهد و تنها زمانی اقدام به تغییر میزان سود تقسیمی می‌کند که شواهدی در دست داشته باشد مبنی بر اینکه سود شرکت بطور دایم تغییر کرده است.

جان‌لینتنر طی تحقیقاتی مفهوم جدیدی به نام «سرعت تعدیل سود تقسیمی»^(۱) را وارد ادبیات مالی نمود و آنرا «حاصل تقسیم تغییرات واقعی سود تقسیمی و تغییرات مورد انتظار سود تقسیمی تعریف نمود. سپس سعی کرد از طریق این نسبت رابطه‌ای بین سود تقسیمی یک سال و میانگین وزنی سودهای سالهای قبل تبیین کند. تلاشهای ایشان کمک زیادی به روشن شدن زوایای جدیدی از تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن علی‌الخصوص تأثیر دیدگاه و انتظارات سرمایه‌گذاران نمود ولی در آزمونهای تجربی به عمل آمده توسط خود لینتنر و محققین پس از دو نتایج متناقض و مختلفی در این راستا حاصل گردید.

فاماوبابی‌یاک ضمن تکمیل کار جان‌لینتنر این موضوع که آیا شرکتها می‌کوشند درصد سود

تقسیمی را بر مبنای سود عادی حفظ کنند یا خیر را مورد مطالعه قرار دادند. ۶۵/۸٪ شرکت‌هایی که سود جاری آنها افزایش یافته بود، سود تقسیمی را افزایش دادند ولی افزایش سود در دو سال متوالی موجب شد که ۷۴/۸٪ شرکتها سود تقسیمی را افزایش دهند.

بطور کلی نتایج بدست آمده این دیدگاه را تأیید می‌کند که سود تقسیمی در کوتاه‌مدت چسبنده است و متناسب با کاهش و افزایش سود تغییر نمی‌کند. چنین به نظر می‌رسد که مدیران تمایل چندانی برای کم کردن سود تقسیمی در مقایسه با علاقه‌ای که به افزایش آن دارند، ندارند ولی در بلندمدت، سود تقسیمی تغییر می‌کند و این تغییرات با نوسانات شرکت هماهنگ می‌شود.

چند نفر از محققین در ایران سعی کرده‌اند تا روشهای لینتتر و فاما را در ایران به آزمون بگذارند و با توجه به مفاهیم ارائه شده توسط آنها به بررسی مقوله سود تقسیمی در ایران بپردازند. نتایج حاصل از این تحقیقات مخصوصاً پایان‌نامه‌های آقایان «محسن صمدزاده» و «سامان مهرانی» نتایج متناقضی را نشان می‌دهد. بطوریکه محقق اول در بیان نتایج تحقیق خود که در سال ۱۳۷۲ صورت گرفته است بیان می‌دارد که: «سیاستهای تقسیم سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران برای مدیران شرکتها، شناخته است» و عملاً عنوان می‌کند که شرکت‌های ایرانی سیاست مشخصی در تقسیم سود ندارند و نیز معتقدند که: «در ایران سهامداران به سود نقدی و تغییرات آن بعنوان یک مقوله دارای پیام توجه نمی‌کنند» و عنوان می‌کنند که در ایران تقسیم سود تابع سیاست سرمایه‌گذاری است نه انتظارات سهامداران» و بطور کلی اعتقاد به عدم کاربرد تئوریهای مطروحه از طرف لینتتر در ایران می‌شوند. و این در حالی است که آقای سامان مهرانی که تحقیقات خود را یکسال بعد در سال ۱۳۷۳ انجام داده‌اند در قسمت نتایج بیان می‌کنند که: «شرکتها بدون در نظر گرفتن سیاستهای سرمایه‌گذاری و رشد شرکت اقدام به تقسیم سود می‌نمایند. نتیجه این تحقیق برعکس نتایج تحقیق آقای صمدزاده است. ایشان به علت آنکه در ۴۷ مورد از ۸۴ شرکت مورد بررسی موفق به کشف سیاستهای تقسیم سود نگردیدند، نتیجه گرفتند که باید سیاستهای تقسیم سود اینگونه شرکتها وابسته به سیاستهای سرمایه‌گذاری باشد.» ایشان در این تحقیق در

رابطه با اجرایی تئوریهای لیتنر و فاما در ایران عنوان می‌کند که: «نتیجه‌گیری لیتنر» در تحقیقات خود مبتنی بر اینکه نقطه آغاز برای تقسیم سود میزان سطح سود جاری می‌باشد در ایران صادق است. اما اینکه همیشه تصمیم‌گیری در مورد تغییر نرخ تقسیم سود می‌باشد و نه میزانی که تازه تعیین می‌شود، در ایران کاربرد ندارد. «ایشان مدل ابتدایی لیتنر را برای تبیین سیاست تقسیم سود در ایران دارای اعتبار کافی دانسته و آنرا از سایر مدلها بهتر می‌داند ولی مدل پیشرفته ایشان و نیز مدل فاما را فاقد اعتبار می‌داند. و در کل برخلاف صمدزاده عنوان می‌کند که الگوی تقسیم سود بسیار ساده‌ای در ایران وجود دارد.

در این پایان‌نامه محقق پس از بررسی تحقیقات فوق و نیز تعمق در تئوریهای عنوان شده توسط لیتنر و فاما بر آن شد تا مدل لیتنر را با توجه به کارهای انجام شده محققین سابق و کنترل متغیرهای مداخله‌گر و نیز پوشش کل جامعه آماری برای جلوگیری از خطاهای ناشی از تعمیم به آزمون بگذارد.

مخصوصاً اینکه پس از گذشت ۸ سال (۱۳۷۳ تا ۱۳۸۱) شرکتهای بیشتری وارد بورس شده‌اند و می‌توان بجای مثلاً ۸۴ شرکت حدود ۲۰۰ شرکت را مورد مطالعه قرار داد.

در این پایان‌نامه محقق به دنبال این است تا با محاسبه «سرعت تعدیل سود تقسیمی» و ارزیابی معنادار بودن یا نبودن آن در شرکتهای مختلف به این سؤال پاسخ دهد که در شرکتهای مختلف برای تعیین میزان سود تقسیمی تاچه حد به تغییرات سود هر سهم توجه می‌شود و به دیدگاههای سرمایه‌گذار و اثرات مثبت و منفی رفتاری سود تقسیمی اهمیت می‌دهند؟

در همین راستا پس از مطالعه «سرعت تعدیل سود تقسیمی» محقق بار دیگر به روش فاماویابی‌یاک (در فصل دوم توضیح مبسوط آمده است). به موضوع تغییرات سود تقسیمی پرداخته و این بار تمایل به تغییر در «سود تقسیمی هر سهم (DPS)» را با توجه به تغییرات عایدی هر سهم طی دو سال گذشته مورد بررسی قرار داده است و این بار به این سؤال پاسخ داده که شرکتها در تغییر دادن میزان سود تقسیمی بر ثبات یا عدم ثبات تغییرات عایدی هر سهم در دو سال گذشته توجه می‌کنند؟

از آنجا که یکی از روشهای تأمین مالی شرکتها استفاده از سود تقسیم نشده شرکتها است و در واقع انتظار می رود این سود تقسیم نشده سرمایه گذاری شود و باعث رشد شرکت گردد، محقق پس از پاسخ گفتن به سؤالات و مسائل فوق که دغدغه و اصل او در این پایان نامه است، بعنوان بررسی جنبی به این مسئله پرداخته است که آیا رابطه ای بین «سرعت تعدیل سود تقسیمی» و «نسبت تقسیم سود بلندمدت» با «متوسط رشد بازده شرکتها» وجود دارد یا خیر؟

۱-۳- اهداف تحقیق

هدف محقق در این پایان نامه است که اولاً سرعت تعدیل سود تقسیمی (P) در شرکتهای مختلف و در صنایع مختلف را محاسبه کند و بررسی نماید که آیا در صنایع مختلف تفاوت معنی داری بین این نرخ وجود دارد یا خیر.

و بعد به بررسی این نکته پردازد که آیا نسبت سود تقسیمی بلندمدت (b^*) در صنایع مختلف تفاوت معنی داری دارند یا خیر.

با توجه به اینکه پایین بودن نسبت سود تقسیمی ممکن است نشان دهنده نیاز شرکت به منابع مالی باشد که ممکن است برای سرمایه گذاری مورد استفاده قرار گیرد، هدف بعدی محقق سنجش رابطه بین درصد سود تقسیمی بلندمدت و رشد بازده شرکتها است.

۱-۴- فرضیات تحقیق

- ۱- تفاوت معنی داری در «نسبت تقسیم سود بلندمدت» در صنایع مختلف وجود دارد.
- ۲- «سرعت تعدیل سود تقسیمی» در صنایع مختلف یکسان است.
- ۳- بین «نسبت تقسیم سود بلندمدت» و «رشد بازده» رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد.
- ۴- بین «سرعت تعدیل سود تقسیمی» و «رشد بازده» رابطه معکوس معنی داری وجود دارد.
- ۵- شکل تغییرات (افزایش و کاهش) عایدی هر سهم در سالهای گذشته در تصمیم مدیران برای تغییر در سود تقسیمی در سال جاری مؤثر است.

۱-۵- اطلاعات مورد نیاز و روشهای جمع آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز این پایان نامه عبارت بودند از: سود هر سهم (EPS) و سود تقسیمی هر سهم (DPS) و بازده سهام، این اطلاعات از طریق شرکت دناسهم که مسئول جمع آوری اطلاعات این چنین در بورس و اطلاع رسانی در این موارد است، بدست آمد. در واقع در این پایان نامه از روش «استفاده از اطلاعات جمع آوری و طبقه بندی شده سایر مؤسسات» استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم افزارهای Spsswin 10.05 و Excell 2000 استفاده شده است. و تکنیکهای آماری تجزیه و تحلیل داده ها در فصل سوم بطور مبسوط تشریح گردیده اند.

۱-۶- جامعه آماری

برای انجام این پایان نامه نیاز به شرکتهایی بود که اولاً در طول دوره تحقیق مجموع سود هر سهم از مجموع زیانشان بیشتر باشد چرا که در محاسبه نسبت تقسیم سود بلندمدت از رابطه روبرو استفاده شده است.

$$b^* = \frac{\sum DPS}{\sum EPS}$$

و اگر $\sum EPS$ منفی باشد، b^* منفی می شود که از نظر منطقی معنایی ندارد.

مسئله بعدی اینکه در مورد شرکتهایی که در طول دوره مورد مطالعه سودی تقسیم نکرده بودند از نظر منطقی معنایی ندارد تا در مورد سیاستهای تقسیم سود آنها بحث شود. لذا اینگونه شرکتهای هم از جامعه حذف شوند.

مسئله بعدی ورود و خروج شرکتهای به بورس بود. برای انجام این پایان نامه نیاز به شرکتهایی بود که در طول دوره تحقیق (از اول تا آخر دوره) در بورس فعال بوده باشند. و نیز با توجه به فرضیه های تحقیق که بعضاً اختلاف بین صنایع را می سنجد، نیاز به این بود که حداقل تعداد خاصی در هر صنعت فعالیت کنند. و این مسئله ما را به یک مشکل می رساند و آن اینکه وقتی دوره مطالعه طولانی انتخاب می شد، تعداد شرکتهایی که در تمام این دوره فعالیت داشته اند کمتر

می شد و تعداد شرکتهای فعال در هر صنعت نیز بعضاً بسیار کم و نتیجتاً غیرقابل نتیجه گیری می گردید. و وقتی دوره زمانی کوتاه انتخاب می شد، تعداد رکوردهای لازم برای آزمون هایی نظیر ضریب همبستگی در طول سالها کاهش می یافت. لذا محقق با توجه به نظرات و راهنماییهای استاد راهنما و نیز پس از مشاوره با اساتید خبره فن آمار علی الخصوص جناب آقای دکتر عادل آذر دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۷۳ که ارضاءکننده حداقلهای هر دو طرف مشکل فوق بود را انتخاب نمود. در نتیجه جامعه آماری این پایان نامه بصورت زیر درآمد:

«کلیه شرکتهایی که بین سالهای ۱۳۷۳-۷۹ در بورس اوراق بهادار فعال بوده اند، تقسیم سود کرده اند و مجموع سود آنها در طی این سالها از میزان زیان آنها بیشتر بوده است.»
لازم به توضیح است که از این جامعه نمونه گیری صورت نپذیرفته است و همه بررسی شده اند.

۱-۲- روش تحقیق

براساس هدف، تحقیقات را می توان به سه گروه بنیادی، کاربردی و علمی تقسیم کرد:
تحقیقات بنیادی در جستجوی کشف حقایق و واقعیات و شناخت پدیده ها و اشیاء بوده،
مرزهای دانش عمومی بشر را توسعه می دهند و قوانین علمی را کشف نموده به تعیین ویژگیها و صفات یک واقعیت می پردازند.

تحقیقات علمی که آنها را حل مسأله نیز می نامند، مستقیماً برای حل یک مسئله به کار گرفته می شوند تحقیقات علمی نوعاً خصلت موضعی و محلی داشته و از خاصیت تعمیم پذیری برخوردار نیستند.

تحقیقات کاربردی، تحقیقاتی هستند که با استفاده از زمینه و بستر شناختی و معلوماتی که توسط تحقیقات بنیادی فراهم شده برای رفع نیازمندیهای بشر مورد استفاده قرار می گیرند.
(حافظنیا، ۱۳۷۳، صص ۴۹-۴۰).

تحقیقات علمی را براساس چگونگی به دست آمدن داده های مورد نیاز (طرح تحقیق) می توان به دو دسته تقسیم کرد: تحقیق توصیفی و تحقیق آزمایشی.

از اطلاعات در این زمینه
مستفاد می شود