



مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

# بررسی پایداری خط مشی تقسیم سود در شرکت های

بورس و اوراق بهادار تهران

نویسندگان:

امیرمحمدی، وحید احمدیان

## فهرست مطالب

| صفحه | عنوان                      |
|------|----------------------------|
| ۱    | خط مشی تقسیم سود           |
| ۵    | سودآوری و تقسیم سود        |
| ۶    | تجربه سایر کشورها          |
| ۹    | همگرایی سود تقسیمی         |
| ۱۱   | تجزیه و تحلیل و نتیجه‌گیری |

# بررسی پایداری خط مشی تقسیم سود شرکت های بورس و اوراق بهادار تهران

تهیه کنندگان: امیرمحمدی، وحید احمدیان

## چکیده

تقسیم سود هدف با فرض معین بودن ترجیحات سرمایه گذار، تابعی از رشد شرکت و دورنمای سودآوری شرکت می باشد. اما با در نظر گرفتن تفاوت بین ترجیحات سرمایه گذار و ترجیحات شرکت، سیاست های مختلفی برای سود تقسیمی وجود دارد. در این گزارش، سیاست های تقسیم سود شرکت های بورس و اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته و یک مقایسه تطبیقی با بازارهای سرمایه توسعه یافته صورت گرفته است.

بر اساس بررسی به عمل آمده، شرکت های بورس و اوراق بهادار تهران، سیاست تقسیم سود پایداری ندارند و سود نقدی هر سال، با توجه به میزان سودآوری شرکت در همان سال تعیین می شود. این در حالی است که مطالعه در مورد سیاست های تقسیم سود شرکت های آمریکایی، از سال ها پیش به این نتیجه رسیده بود که شرکت ها، معمولاً یک مبلغ پرداخت هدف تعیین می کنند و تغییرات سود تقسیمی اندک است. سود تقسیمی آنها نسبت به سودشان وقفه دارد و شرکت ها زیاد درگیر چگونگی تقسیم سود و تصمیمات مربوط به آن نیستند.

**واژه های کلیدی:** سیاست های تقسیم سود، سود خالص، پایداری، ترجیحات سهامداران.

مباحث ارائه شده در این گزارش، صرفاً نظرات و نتایج بررسی های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران سازمان بورس و اوراق بهادار می باشد و نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار

## خط مشی تقسیم سود<sup>۲</sup>

سود را به روش‌های مختلف می‌توان تقسیم نمود و شرکت‌های مختلف، سیاست‌های متفاوتی برای تقسیم سود سالانه خود در پیش می‌گیرند.

به طور کلی، سیاست‌های تقسیم سود سهام به صورت‌های زیر طبقه بندی می‌شود:

### ۱. نسبت ثابت پرداخت سود سهام:

بر اساس این روش، درصدی از سود دوره که به سهامداران پرداخت می‌گردد ثابت نگه داشته می‌شود و نسبت سود سهام پرداختی، همواره ثابت است. در واقع، اینجا تغییرات  $DPS^3$  متناسب با تغییرات  $EPS^4$  خواهد بود. این روش، مدیران شرکت را قادر می‌سازد تا تغییرهای سود سهام پرداختی را با سود دوره متناسب نمایند. از طرف دیگر، اجرای این روش باعث می‌شود مازاد (کسر) منابع مالی ناشی از سود تقسیمی پرداختی ثابت باشد اما از آنجایی که در این روش، مبالغ سود پرداختی در هر دوره می‌تواند متفاوت از دوره‌های قبل باشد، اغلب مورد پسند سهامدارانی که به درآمد جاری از محل سود متکی‌اند، نیست. اتخاذ این سیاست، در مواقعی که شرکت رشد مداومی را در سود خود پیش‌بینی می‌کند، بسیار مناسب است؛ ولی اگر در سال یا سال‌های خاصی، سود خالص شرکت دچار کاهش زیاد شود، آثار نامطلوبی را بر قیمت سهام شرکت خواهد گذاشت؛ زیرا که کاهش در سود سهام موجب بروز آثار اطلاعاتی منفی بر سهامداران شده و بسیاری از سهامداران سهام خود را برای فروش عرضه خواهند کرد که موجب کاهش قیمت سهام آن شرکت خواهد شد.

### ۲. مبلغ ثابت سود سهام:

در این روش، مبلغ سود سهام پرداختی ثابت است. به عنوان مثال در این روش ممکن است شرکت معین سازد که در هر دوره، ۱۰ ریال به ازای هر سهم بپردازد. به دلیل اطمینان از دریافت سود، افراد محافظه کار و کسانی که به دنبال درآمدهای ثابت و همیشگی می‌باشند، معمولاً سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی که از این روش استفاده می‌کنند را ترجیح می‌دهند.

### ۳. مبلغ ثابت سود سهام به اضافه سود سهام اضافی (سود با حاشیه متغیر):

در این روش مبلغی ثابت که مقدار آن اندک است، همواره برای پرداخت سود سهام تعیین می‌شود و در صورت افزایش (کاهش) سودآوری دوره مورد نظر، مبلغ اضافی دیگری به مبلغ ثابت افزوده (کم) می‌شود. سهامداران در این سیاست، از دریافت درصدی ثابت نسبت به ارزش اسمی سهام خود مطمئن خواهند بود و خواهند توانست بر اساس این درآمد، برنامه

---

۲- خط مشی تقسیم سود، تصمیم‌گیری در خصوص نحوه تقسیم سود در شرکت است.

3 – Dividend per share

4 - Earning per share

ریزی کنند و چنانچه با درصد اضافی سود روبرو شوند، آن را موقعیتی جداگانه خواهند پنداشت. معمولاً افراد محافظه کار و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، از این نوع سیاست تقسیم سود استقبال می‌کنند ولی افرادی که برای تمام وجوه در اختیار خود برنامه سرمایه‌گذاری دارند، علاقه‌مند هستند که از میزان نهایی سهم سود خود آگاهی داشته باشند و متناسب با آن برای سرمایه‌گذاری‌های خود برنامه ریزی کنند.

#### ۴. سیاست تقسیم سود مازاد (باقی مانده):

در این روش، سود تقسیمی پرداختی، پس از کسر نیازهای مالی و سرمایه‌گذاری از سود دوره تعیین می‌شود. بدین ترتیب که شرکت، کلیه نیازهای مالی و سرمایه‌گذاری خود را از سود خالص آن سال کسر می‌کند و هر چه مقدار سود، علاوه بر این نیازها در شرکت باقی بماند، بین سهامداران عادی تقسیم می‌شود. در متون مالی، به سود مازادی که در شرکت باقی می‌ماند، جریان نقد آزاد نیز گفته می‌شود.

اتخاذ هر کدام از روش‌های فوق، برای شرکت‌ها و سهامداران مزایا و معایبی دارد که لازم است قبل از اخذ تصمیم، به آنها توجه شود. هنگامی که شرکت به طور منظم مبلغ ثابتی را به عنوان سود تقسیم کند، انتظار دارد که توان حفظ این روند را خواهد داشت و هنگامی که شرکت نخواهد این روند را القا کند، معمولاً از روش پرداخت سود ثابت علاوه سود اضافی استفاده می‌کند و اینجا سهامداران باید متوجه باشند که سود اضافی ممکن است تکرار نشود. در نهایت، سود فوق‌العاده برای مواقعی استفاده می‌شود که احتمال تکرار آن در آینده بسیار اندک است.

به طور کلی اعتقاد بر این است که اجزای بازار، شامل سهامداران، تمایل به غافلگیری ندارند. یک سیاست تقسیم سود نامنظم به این معنی است که سهامدارانی که آخرین تقسیم سود را ترجیح می‌دادند، نمی‌توانند مطمئن باشند که تقسیم سود بعدی هم همان باشد که آنها می‌خواهند. این عدم اطمینان باعث کاهش قیمت سهام خواهد شد. بدین ترتیب، زمانی که سهامداران آنچه را که انتظارش را دارند دریافت نمی‌کنند، اغلب ناراضی‌شان را با فروش سهام ابراز می‌نمایند. یک سیاست تقسیم سود مناسب، که بر اساس شرایط خاص و استراتژی‌های شرکت طراحی شده باشد، می‌تواند از هیجان زدگی و ناراضی‌های اجزای بازار جلوگیری کرده و از قیمت سهام حمایت کند.

حصول این نتیجه که شرکت‌ها تقسیم سود هدف خود را تنظیم می‌کنند و بر تغییرات تقسیم سود در پاسخ به تغییرات در سودآوری شرکت تمرکز می‌کنند سابقه طولانی دارد و به زمان ارائه اثر لینتنر در سال ۱۹۶۵ برمی‌گردد. تقسیم سود هدف با فرض معین بودن ترجیحات سرمایه‌گذار، تابعی از رشد شرکت و دورنمای سودآوری شرکت می‌باشد. اما زمانی که ترجیحات سرمایه‌گذار از ترجیحات شرکت مجزاست، سود هدف، کدام است؟ و بر چه مبنایی باید تعیین شود؟ چه کسی باید تقسیم سود هدف را تنظیم کند؟

معمولاً در بازارهای سرمایه توسعه یافته، گرایش بر این است که خط مشی تقسیم سود ثابت باشد ولو اینکه درآمد شرکت در سالان مختلف، دارای نوسان زیاد باشد. بعضی شرکت‌ها، پرداخت سود معینی را برای سهم حفظ می‌کنند و فقط

پس از آنکه درآمد شرکت به مدت چندین سال و بطور مداوم افزایش نشان داد، میزان تقسیم سود را افزایش می‌دهند. بررسی و آزمون این رویه در شرکت‌های ایرانی نیز قابل توجه خواهد بود.

لینتر در سال ۱۹۵۶ مصاحبه‌هایی با مدیران مالی شرکت‌های سهامی انجام داد و به این نتیجه رسید که سیاست تقسیم سود، به دلیل کاهش واکنش‌های منفی سرمایه‌گذاران، یک متغیر مؤثر سرمایه‌گذاری است. بعد از آن، محققان دیگر، شواهد تجربی بر یافته‌های لینتر پیدا کردند. در این پژوهش کلاسیک، لینتر بیان می‌کند که سیاست تقسیم سود هدف شرکت، بخش ثابتی از سودهای جاری است، اما مدیران سود تقسیمی سال قبل را بر اساس یک عامل تعدیل کرده و به تدریج به سطح سود تقسیمی مورد نظر یا هدف می‌رسند.

بر اساس مدل لینتر، سیاست تقسیم سود در شرکت‌ها تابعی از سودآوری آنها می‌باشد. در این مدل، سودی که شرکت در سال مالی  $t$  تقسیم می‌کند محصولی از نرخ پرداخت سود هدف و سود خالص در سال مالی  $t$  می‌باشد که مدل رگرسیونی آن به شرح زیر است:

$$DPS_{i,t} = a_1 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 DPS_{i,t-1} + u_{i,t}$$

بر مبنای آزمون مدل بالا، این مسئله بررسی خواهد شد که آیا الگوی تعیین سود نقدی سهام برای شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، یک روند ثابتی دارد یا بر مبنای سود خالص هر سال تعیین می‌شود؟

بر مبنای مدل رگرسیونی بالا، نتایج آزمون الگوی تقسیم سود برای ۳۶۰ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۵ ساله ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ به شرح جدول شماره ۱ به دست آمد:

جدول ۱. آزمون الگوی پرداخت سود در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

| متغیر                              | ضریب   | مقدار $t$ | معنی داری |
|------------------------------------|--------|-----------|-----------|
| مقدار ثابت                         | ۳۴۷۶۱  | ۳/۲۱۳     | ۰/۰۰۱     |
| سود هر سهم (EPS)                   | ۰/۷۱۷  | ۳۱/۵۱۶    | ۰/۰۰۰     |
| سود نقدی هر سهم (DPS) در دوره قبلی | ۰/۰۶۷  | ۱/۴۶۰     | ۰/۱۴۴     |
| آماره F                            | ۴۶/۴۵۸ |           | ۰/۰۰۰     |
| ضریب تعیین تعدیل شده               |        | ۰/۹۲۶     |           |

در جدول ۱، نتایج حاصل از برآورد مدل تعیین سود سال جاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از سود خالص سال جاری و سود نقدی سال‌های قبل نشان داده شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که متغیر سود هر سهم (EPS) از لحاظ آماری رابطه مثبت و معنی‌داری با سود نقدی سال جاری داشته است. این در حالی است که معناداری سود نقدی سال‌های گذشته در تعیین سود نقدی سال جاری، از لحاظ آماری، تأیید نشده است. بدین ترتیب می‌توان گفت، آنچه که سالانه در مجمع عمومی صاحبان سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، مبنای تعیین سود نقدی آن سال قرار

می‌گیرد، سود خالص دوره جاری بوده و شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، روند ثابتی برای تقسیم سود نداشته‌اند. به خصوص، بالا بودن ضریب تعیین تعدیل شده (رقم ۹۳ درصد)، می‌تواند گواهی بر این ادعا باشد.

## سودآوری و تقسیم سود

در ادبیات مالی، سود نقدی سهام را بیشتر با وضعیت فعلی و مورد انتظار آتی شرکت و همچنین جریان‌های نقد آتی مورد انتظار آن در ارتباط دانسته‌اند. نویسندگان از سال‌ها پیش (برای مثال باتاچاریا، ۱۹۷۹ و میلر و راک، ۱۹۸۵) سود تقسیمی بهینه را نشانه‌ای از سودآوری آتی مورد انتظار شرکت تفسیر نموده‌اند. لیتنر (۱۹۶۵) نشان داد که شرکت‌ها در تعیین میزان سود نقدی خود، به سطح سودآوری فعلی و آتی و همچنین نوسانات سود خالص به عنوان مهمترین عامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود توجه می‌نمایند. روزف (۱۹۸۲) نیز شواهدی در تأیید برقراری رابطه مثبت بین سودآوری و میزان سود نقدی شرکت‌ها یافت.

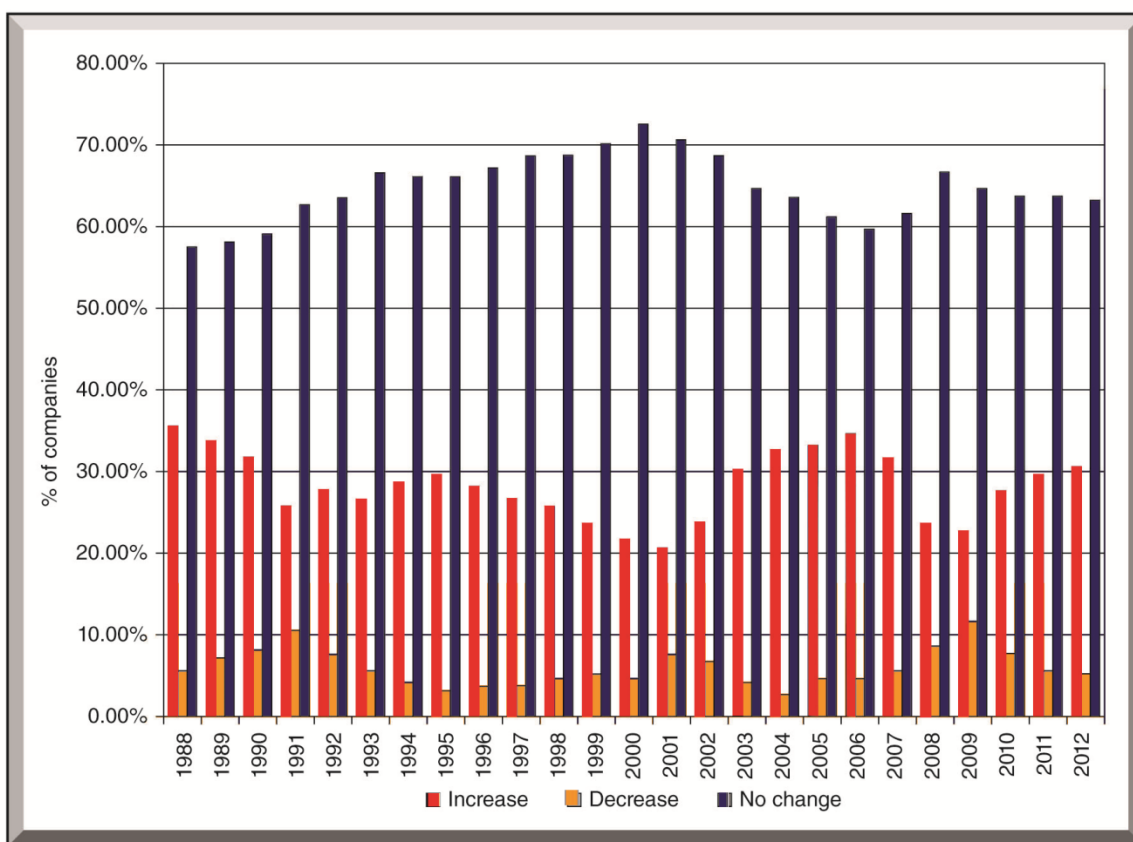
یکی از دلایل چنین دیدگاهی این است که شرکت‌ها بایستی اصولاً سودی کسب کرده باشند تا بتوانند آن را بین سهامداران خود توزیع نمایند؛ به این معنی که سطح سودآوری از لحاظ منطقی زیربنای تصمیمات تقسیم سود است. مسئله دیگر، بحث عدم تقارن زیان و چسبندگی سود تقسیمی<sup>۵</sup> است؛ به این معنی که شرکت‌ها در صورت کاهش سود نقدی خود با واکنش منفی به مراتب شدیدتری در مقایسه با واکنش مثبت بازار در پی افزایش سود نقدی سهام مواجه خواهند شد. به همین دلیل شرکت‌ها در تصمیمات افزایش سود نقدی، به توانایی خود در حفظ سود نقدی در سطح جدید توجه ویژه مبذول می‌دارند. از طرفی، سود نقدی اصولاً دو جنبه اصلی، یعنی برخورداری از سود خالص (سودآوری) قابل توزیع و وجود منابع مالی برای توزیع بین سهامداران (نقدینگی) دارد؛ بنابراین همانطور که لیتنر (۱۹۶۵) نیز در مطالعه خود نشان داد، شرکت‌ها در تعیین سود نقدی خود، علاوه بر وضعیت نقدینگی و جریان‌های نقدی مورد انتظار آتی، وضعیت سودآوری فعلی و مورد انتظار آتی را نیز در نظر خواهند داشت.

یکی دیگر از مباحث مربوطه در این باره، وجود الزامات قانونی مبنی بر حداقل سود تقسیمی در صورت سودآور بودن شرکت است. قوانین حاکم بر هر شرکت عموماً در جهت حمایت از سهامداران جزء در باب تقسیم سود تمهیدات خاصی اندیشیده‌اند. به عنوان مثال، طبق قانون تجارت ایران، چنانچه شرکت سود ویژه داشته باشد، ملزم است حداقل ۱۰ درصد آن را بین سهامداران خود تقسیم نماید.

سطح سودآوری و سود خالص برای مدت‌های زیادی به عنوان اصلی‌ترین عامل تعیین کننده میزان سود تقسیمی شرکت‌ها مطرح شده بوده و در مطالعات متعددی مورد آزمون قرار گرفته است (برای مثال تحقیق معروف فاما و فرنچ، ۲۰۰۱). نتیجه این سلسله بررسی‌ها، پژوهشگران حوزه مالی را به این اجماع رهنمون گردیده است که سطح سودآوری همواره یکی از عوامل اصلی تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌ها خواهد بود. لذا در بیشتر مطالعات جدید بر روی عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، این عامل به عنوان متغیری که اثرگذاری آن بر همگان اثبات شده مد نظر قرار می‌گیرد.

## تجربه سایر کشورها

در کشورهای توسعه یافته، شرکت‌ها به طور معمول، سود تقسیمی خود را تغییر نمی‌دهند. این عدم تمایل که به چسبندگی سود تقسیمی منجر می‌شود، ریشه در عوامل گوناگونی دارد. یک عامل، نگرانی شرکت در مورد قابلیت حفظ سود تقسیمی بالا در دوره‌های آتی است. عامل دیگر، نگرش منفی بازار به کاهش سود تقسیمی و کاهش متعاقب در قیمت سهام است. در ایالات متحده، واحدهای تجاری معمولاً دارای نسبت سود تقسیمی هدفمند در بلند مدت هستند و مدیران معتقدند که سهامداران افزایش با ثبات در سود تقسیمی را ترجیح می‌دهند و در قبال این ثبات، صرف بیشتری را پرداخت می‌کنند. مدیران آمریکایی، آموخته‌اند که باید در تغییرات سود تقسیمی، در مقایسه با اندازه آن، بیشتر نگران باشند؛ بنابراین، آنها، سود تقسیمی را به گونه‌ای مدیریت می‌کنند که به مرور زمان، به نسبت سود تقسیمی تعیین شده در بودجه دست یابند. این رفتار را اغلب هموارسازی سود تقسیمی می‌نامند. برای جلوگیری از نوسانات سود تقسیمی، مدیران به ازای هر سودآوری، سود نقدی را افزایش نمی‌دهند مگر آنکه اطمینان یابند که افزایش مذکور، نیازمند کاهش آن در سال‌های بعد نخواهد بود. مدیران و به ویژه مدیران شرکت‌های بالغ و بزرگ، دریافته‌اند که سرمایه‌گذاران نوعی سود تقسیمی پایدار را ترجیح می‌دهند. آنها به منظور حفظ ثبات سود تقسیمی، سیاست سود باقی مانده را کنار گذاشته و به جای آن، سیاست سود باقی مانده تعدیل شده را پذیرفته‌اند. به موجب سیاست اخیر، شرکت‌ها، پرداخت‌های سود باقی مانده خود را در طی چند سال آتی برنامه ریزی می‌کنند. آنها ابتدا درآمدهای آینده، پروژه‌های سرمایه‌گذاری آینده، جریان‌های نقدی ورودی و خروجی در آینده و نیازهای مالی خود را برای یک دوره بلندمدت، به منظور اتخاذ تصمیمات پرداخت سود نقدی مورد نظر خود پیش بینی می‌کنند و بر اساس آن، در خصوص اندازه سود تقسیمی در طی یک دوره بلند مدت، تصمیم گیری می‌نمایند. حتی تحقیقات انجام شده حاکی از آن است که تمایل مدیران برای هموارسازی سود تقسیمی، در طول زمان بیشتر شده و آنها در طی زمان، اکراه بیشتری نسبت به تغییرات سود تقسیمی در مقابل تغییرات سود خالص دارند. نمودار شماره ۱، خلاصه‌ای از درصد شرکت‌هایی را نشان می‌دهد که سود تقسیمی هر سهم خود را طی سال‌های ۱۹۸۸ تا سال ۲۰۱۲ افزایش یا کاهش داده و یا آن را بدون تغییر حفظ کرده‌اند.



Source: Standard & Poor's.

#### نمودار ۱. تغییرات سود تقسیمی در شرکت‌های آمریکایی

همان گونه که در نمودار بالا مشاهده می‌شود، تعداد شرکت‌هایی که سود تقسیمی خود را بدون تغییر نگه داشته‌اند، بیشتر از شرکت‌هایی است که سود تقسیمی خود را تغییر داده‌اند. همچنین، در میان شرکت‌هایی که سود تقسیمی خود را تغییر داده‌اند، شرکت‌هایی که آن را افزایش داده‌اند، بیشتر از آن‌هایی است که سود تقسیمی را کاهش داده‌اند. در بریتانیا، مدیران بر این باورند که تغییرات سود تقسیمی، به معنی اطلاعات نامطلوب از دورنمای آتی شرکت بوده و بلافاصله تأثیر خود را بر قیمت سهام، منعکس خواهد نمود. اعتقاد بر این است که سرمایه‌گذاران، شرکت‌هایی را ترجیح می‌دهند که سیاست سود تقسیمی ثابتی را دنبال می‌کنند و بنابراین، مدیران، سعی می‌کنند که پرداخت سود را در طول زمان هموار کنند. آنها بر این باورند که پرداخت دو نوبت سود تقسیمی در سطح متعادل، بهتر از یکبار پرداخت سود به مقدار زیاد و یکبار دیگر به مقدار کم در نوبت بعدی است. نتایج پژوهش‌های تجربی هم که در این کشور انجام گرفته، حاکی از آن بود که ثبات سود تقسیمی، دارای بار اطلاعاتی برای بازار بوده و سرمایه‌گذاران به تغییرات سود تقسیمی، واکنش منفی نشان می‌دهند.

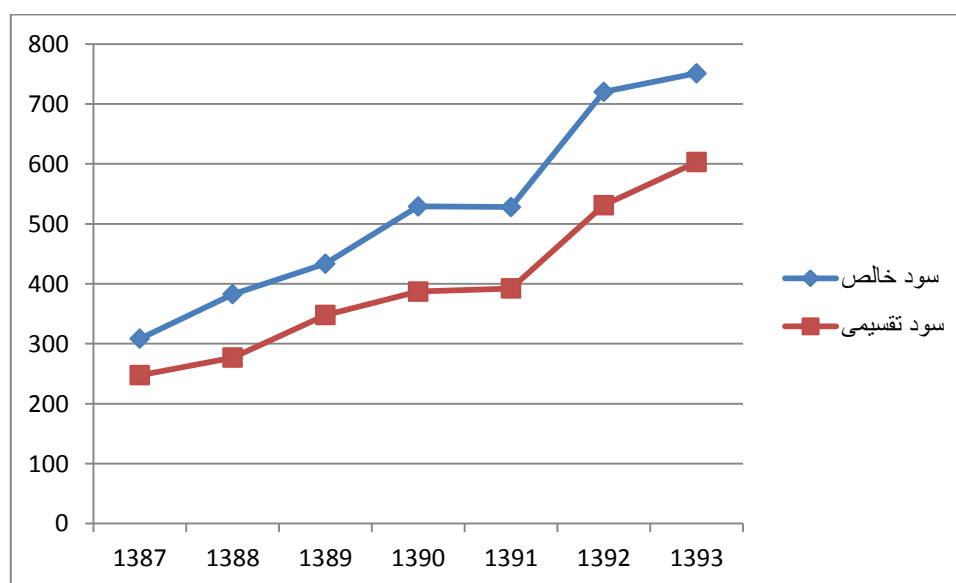
در خصوص بازارهای سرمایه در حال توسعه، شواهد کمی متفاوت است. به نظر می‌رسد هر چه از کشورهای توسعه یافته به سمت کشورهای در حال توسعه فاصله می‌گیریم، پایداری کمتری برای سود نقدی سالانه شاهد هستیم. بررسی‌ها نشان می‌دهد که مدیران مالی در کشورهای در حال توسعه، تمایل کمتری به هموارسازی سود تقسیمی دارند. آنها، یک نرخ پرداخت سود نسبتاً ثابت دارند و تلاش می‌کنند که پرداخت‌های سود سهام خود را مطابق با نرخ مزبور و بدون در نظر گرفتن نوسانات در سود خالص شرکت ادامه دهند؛ جالب است که آنها، نگرانی زیادی در مورد تغییرات سود تقسیمی در طول زمان ندارند و بنابراین، هموارسازی سود تقسیمی از اهمیت کمتری برای آنان برخوردار است. در نتیجه، پرداخت‌های سود سهام در بازارهای نوظهور نسبت به بازارهای توسعه یافته، معمولاً نوسانات بیشتری دارد.

در تحقیقاتی که در مالزی انجام شده، این نتیجه به دست آمده است که شرکت‌های بورس کوالالامپور، سیاست سود تقسیمی بی‌ثبات تری را نسبت به کشورهای پیشرفته داشته‌اند. همچنین تحقیقی که در ترکیه انجام شده، حاکی از آن است که شرکت‌های بورس استانبول، سیاست تقسیم سود نقدی بی‌ثباتی را دنبال می‌کنند و عامل اصلی در تعیین میزان سود نقدی، میزان درآمد شرکت در سال تقسیم سود است.

### همگرایی سود تقسیمی با سود خالص سالانه

نمودار ۲، روند سود تقسیمی و سود خالص برای شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، برای دوره ۷ ساله از ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ را نشان می‌دهد.

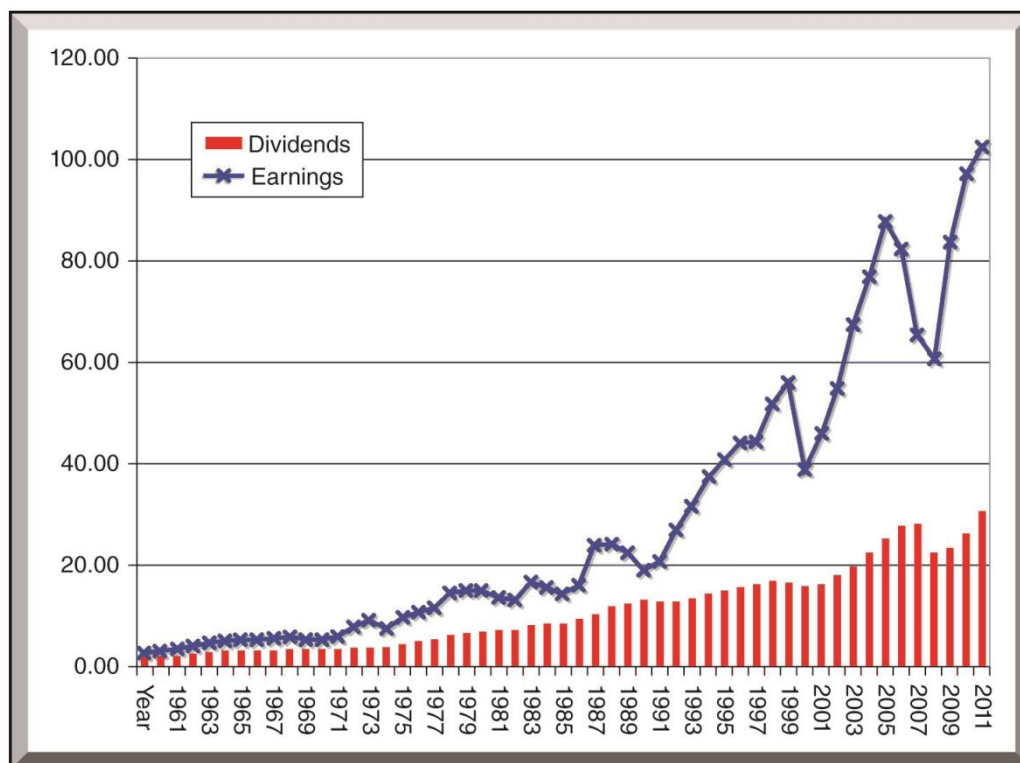
این که سود تقسیمی در دنباله سود خالص و یا همزمان با آن حرکت کند، مسئله‌ای غیر عادی نیست؛ زیرا سود تقسیمی از محل سود خالص پرداخت می‌شود. اما در بررسی روند تغییرات سود تقسیمی در مقایسه با سود خالص، به الگوهای جالب دیگری نیز بر می‌خوریم.



## نمودار ۲. همگرایی سود خالص و سود تقسیمی در شرکت‌های ایرانی

سود تقسیمی با سود خالص با یک تأخیر ناچیز، همگرایی دارد. بدین ترتیب که، به صورت موازی با افزایش سود خالص، سود تقسیمی نیز افزایش یافته و با کاهش آن، کاهش یافته است. این روند تقریباً موازی، نشان از آن می‌دهد که شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، روند هموار و ثابتی برای تقسیم سود نداشته و تصمیمات سود تقسیمی، با نگاه به اندازه سود خالص هر سال اتخاذ شده است.

در بررسی نمودار همگرایی سود نقدی با سود خالص در شرکت‌های آمریکایی در نمودار ۳، به نظر می‌رسد که تغییرات سود تقسیمی، در دنباله تغییرات سود خالص بوجود آمده است اما سری زمانی سود تقسیمی، بسیار هموارتر از سری زمانی سود خالص بوده و آن روند تقریباً موازی که در بورس اوراق بهادار تهران مشاهده شد، در اینجا وجود ندارد.



Source: Standard & Poor's.

## نمودار ۳. همگرایی سود خالص و سود تقسیمی در شرکت‌های آمریکایی

## تجزیه و تحلیل و نتیجه گیری

مطالعه در مورد سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های آمریکایی، از حدود ۶۰ سال پیش به این نتیجه رسیده بود که شرکت‌ها، معمولاً یک مبلغ پرداخت هدف تعیین می‌کنند و تغییرات سود تقسیمی اندک است. سود تقسیمی آنها نسبت به سودشان وقفه دارد و شرکت‌ها زیاد درگیر چگونگی تقسیم سود و تصمیمات مربوط به آن نیستند.

برای مثال توصیف لیتنر از چگونگی توزیع سود سهام به این صورت بود که :

۱- شرکت‌ها دارای برنامه بلند مدت برای تقسیم سود سهام هستند. عموماً شرکت‌های بالغ و بدون فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید، که در سودآوری دارای ثبات هستند، سود بیشتر تقسیم می‌کنند و شرکت‌های در حال رشد، نسبت پرداخت سودشان پایین‌تر است.

۲- مدیران بیشتر متوجه تغییرات سود سهام هستند تا سطوح پرداخت سود سهام. یعنی آنها کمتر به مقدار سود سهام توجه می‌کنند.

۳- تغییرات سود سهام، به دنبال تغییر در سود شرکت در دوره زمانی طولانی به وجود می‌آید.

۴- مدیران برای تغییر در سود سهامی که احتمال می‌دهند در آینده دوباره باید آن را برگردانند، بی‌میل هستند. آنها به خصوص نگران این موضوع هستند که پس از افزایش سود سهام، در آینده مجبور باشند آن را کاهش دهند. جالب است که تحقیقاتی که اخیراً انجام شده است نشان می‌دهد، با گذشت مدت زمان زیادی از تحقیق لیتنر، این یافته‌ها کامکان در خصوص شرکت‌های آمریکایی پابرجا می‌باشد.

اما در مقایسه با این نتایج، زمانی که به بررسی سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های ایرانی می‌پردازیم، الگوهای جالبی مشاهده می‌کنیم. نتایج آزمون سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های ایرانی حاکی از آن است که شرکت‌های ایرانی، درصد بسیار بالایی از سود سالانه خود را تقسیم می‌کنند و میزان پرداخت سود در یک سال معین، با یک درصد بسیار بالا، با توجه به نرخ سود سال جاری تعیین می‌شود. آنها سیاست سود تقسیمی ثابتی نداشته و تصمیمات سود تقسیمی، با توجه به سود خالص هر سال اتخاذ می‌گردد. بدین ترتیب، به موازات تغییر سود خالص، سود تقسیمی نیز تغییر یافته و روند ناهموازی را در طول زمان تجربه کرده است.

به هر حال، این نکته روشن است که سهامداران معمولاً یک مبلغ ثابت و معقول را ترجیح می‌دهند. بنابراین مدیران باید به دنبال اجتناب از تغییر در سود سهامشان باشند. در نهایت، این محافظه کاری و تلاش برای اجتناب از تغییرات فاحش در نرخ‌ها سبب توسعه الگوهای رفتاری یکسان در تصمیمات سود سهام خواهد گردید. بنابراین میل به ثابت نگه داشتن توزیع سود سهام باعث می‌گردد تا واکنش‌های مخالف و زیان آور سهامداران به حداقل برسد و در عین حال مدیریت را قادر می‌سازد تا با رویدادهای نامعین و غیرقابل اجتناب در خصوص توسعه و برنامه‌های آینده با خیالی راحت‌تر برخورد کند؛ به خصوص در زمانی که سود جاری کاهش یافته و مدیریت علاقه‌ای به کاهش تقسیم سود خود ندارد.

استفاده شرکت‌ها از خط مشی ثابت تقسیم سود در بازارهای توسعه یافته، به جای پرداخت بر مبنای نرخ ثابت در بازارهای در حال توسعه، مسئله تازه‌ای نیست. آنها سود تقسیمی خود را به راحتی تغییر نمی‌دهند و این عدم تمایل برای تغییر سود،

منجر به چسبندگی سود تقسیمی می‌شود. آنها از تعدیل سود تقسیمی در واکنش به تغییرات سود خالص و تغییرات در نگرش های سهامداران اجتناب می‌کنند و این عدم تمایل به تغییر در سود تقسیمی، را به اجتناب از عدم اطمینان نسبت می‌دهند. در مورد شرکت‌های ایرانی نیز، بکارگیری یک خط مشی ثابت برای تقسیم سود، سری زمانی هموارتری برای سود تقسیمی و عدم اطمینان کمتری را به دنبال خواهد داشت. در واقع، با پرداخت بر مبنای مبلغ ثابت، برای شرکت در سال‌های آتی نیز در مورد قابلیت حفظ سود تقسیمی بالا، نگرانی کمتری به وجود خواهد آمد. در این روش، مبلغ سود ثابتی به هر سهم در سال تعلق می‌گیرد. این مبلغ معمولاً طی چند سال ثابت باقی می‌ماند و تا زمانی که مدیریت شرکت مطمئن نباشد که برای چند سال آتی، خواهد توانست سود هر سهم را افزایش دهد، این مبلغ را تغییر نمی‌دهد. 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. منطق انتخاب این سیاست تقسیم سود بدین صورت است که:

۱- نوسانات پرداخت سود بسیار کم است و معمولاً در بلند مدت، سود هر سهم بالا رفته است و خریداران سهامی که انگیزه بهره‌گیری از منفعت جاری از سرمایه‌گذاری را دارند خود را باریک کمتری در درآمد نقدی جاری و مستمر روبرو می‌بینند و در نتیجه ارزش سهام بالا می‌رود.

۲- قسمت مناسبی از سود در شرکت به صورت سود انباشته باقی می‌ماند و در نتیجه، از "ارزش ویژه" سرمایه نیز سود می‌برد.

۳- با اتخاذ سیاست تقسیم سود ثابت، هم نیاز سهامدارانی که درآمدهای منحصراً به سود سهامشان است برطرف می‌شود و هم رشد شرکت از محل منابع مالی داخلی تا حدودی تأمین می‌گردد.

۴- هنگامی که شرکتی اعلام می‌کند سود سهامی را به طور مرتب و منظم پرداخت خواهد کرد، سرمایه‌گذاران این خبر را به عنوان نشانی از اطمینان وضعیت سودآوری و مالی شرکت تلقی می‌کنند.

۵- با اتخاذ سیاست تقسیم سود ثابت، مدیریت شرکت می‌تواند به روال عادی در فواصل زمانی منظم پرداخت سود سهام را اعلان نماید و برای این منظور، جداول نقدینگی مربوط را تنظیم نماید.

۶- در مواردی که سودهای انباشته ناشی از تفاوت عایدی سهام و سود سهام پرداخت شده به اندازه کافی باشد، مدیریت می‌تواند پرداخت مقداری سود سهام اضافی را اعلام نماید.

## منابع

۱. پورحیدری، امید؛ محمدی، امیر و علیرضا رحیمی. بررسی پایداری خط مشی تقسیم سود در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۸). تحقیقات حسابداری و حسابرسی. بهار ۱۳۸۸.
2. Andres, a. Doumet, b. Fernau, b. (2015) The Lintner model revisited: Dividends versus total payouts. *Journal of Banking & Finance*. 55: 56–69.
3. Damodaran, S. (2015), *Applied Corporate Finance*, Wiley Publication.
4. Fama, F. French, R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*. 60: 3-43.
5. WFE, (2015). *Statistics and Data*. World Federation Exchanges.
6. Corporate Report, Deutsche Borse Group. (2014).