

محاسبه سرعت تعدیل تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی رابطه آن با رشد بازده سهام

دکتر رضا تهرانی* - شهاب‌الدین شمس**

چکیده مقاله

سیاست تقسیم سود شرکتهای مدتها مسأله دانشمندان رشته مالی بوده است. در این تحقیق سعی شده مدل تقسیم سود در مورد شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۱۳۷۳-۱۳۸۱ به آزمون گذاشته شود.

بر مبنای نتایج بدست آمده شرکتهای ایرانی بطور متوسط ۶۸٪ عایدی خود را تقسیم می‌کنند و در این بین صنعت رادیو و تلویزیون در مقایسه با سایر صنایع، نسبت بیشتری از سود خود را در بلندمدت تقسیم می‌کند.

مدل ساده لیتنر در مورد ۱۶۵ شرکت از مجموعه ۲۱۲ شرکت مورد مطالعه صدق می‌کند. و می‌تواند مبنای خوبی برای پیش‌بینی سود تقسیمی در ایران باشد. بررسی «سرعت تعدیل سود تقسیمی» در این شرکتهای مختلف معناداری را بین صنایع مختلف نشان نمی‌دهد. بالا بودن این نسبت در بورس تهران بیانگر این مطلب است که مدیران مقدار سود تقسیمی را با شدتی بیشتر از تغییرات عایدی هر سهم تغییر می‌دهند. در ضمن رابطه معنی‌داری بین رشد بارده شرکتهای و سرعت تعدیل سود تقسیمی بدست نیامد.

در مورد مدل پیشرفته لیتنر به علت قلت اطلاعات برای تکنیکهای آماری نظیر سریهای زمانی، نمی‌توان اظهار نظر نمود.

سایر نتایج بدست آمده حاکی از آن است که تغییرات سود تقسیمی در دو سال قبل و سال قبل بر تغییرات سود تقسیمی در سال جاری مؤثر هستند. این تأثیر در حالت افزایشی شدیدتر است. بررسی این نسبتها نشان می‌دهد که در حالت افزایش سود،

* عضو هیئت علمی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران
** دانشجوی دوره دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران

چسبندگی سود تقسیمی در بلندمدت کمتر است و این مطابق نظریه فاما و بابی یاک است ولی در حالت کاهش سود، این تئوری مصداق ندارد. می توان چنین نتیجه گیری کرد که مدیران تمایل چندان زیادی برای کم کردن سود تقسیمی در مقایسه با علاقه ای که به افزایش آن دارند، از خود نشان نمی دهند.

واژه های کلیدی: سیاست تقسیم سود^۱، سرعت تعدیل تقسیم سود^۲، بورس اوراق بهادار تهران^۳.

مقدمه

«طبق نظریه انتظارات عقلایی، سهامداران انتظارات خاصی را از شرکت در مورد سود دارند. اگر اعلان سود مطابق آن چیزی باشد که بازار انتظار دارد، قیمتها تغییر نخواهند 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، ۱۳۷۲)

شرح فوق اهمیت سیاست تقسیم سود و تاثیر روانی میزان سود تقسیمی را در قیمت سهام و انتظارات سهامدار بیان می کند. شرکتهای سیاستهای مختلفی را برای تقسیم سود دارند ولی صرف نظر از سیاست خاص هر شرکت، مدیران سعی می کنند با توجه به اطلاعاتی که از آینده شرکت دارند میزان سود تقسیمی را طوری تنظیم کنند که از تاثیرات منفی تغییرات سود تقسیمی بر روی سهامداران احتراز نمایند.

تفاوت عمده بین سود تقسیمی^۴ و سود شرکت^۵ این است که مدیران می توانند - دست کم در کوتاه مدت - در میزان سود تقسیمی اعمال نفوذ کنند. جدا از شیوه هزینه یابی و سیستم حسابداری که مدیران می توانند 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 تعیین می شود و مدیران نمی توانند روی متغیرهای بازار و عوامل عرضه و تقاضا هیچ کنترلی اعمال کنند. ولی تا زمانی که شرکت دارای پول نقد با

-
1. Dividend Policy
 2. Speed of Dividend Adjustment
 3. Tehran Stock Exchange
 4. Dividend Per Share (DPS)
 5. Earning Per Share (EPS)

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. (سالمون، ۱۹۶۳)

جان لیتنر در اواسط دهه ۵۰ طی تحقیقاتی مفهوم جدیدی به نام «سرعت تعدیل سود تقسیمی» را وارد ادبیات مالی نمود و آن را «حاصل تقسیم تغییرات واقعی سود تقسیمی بر تغییرات مورد انتظار سود تقسیمی» تعریف نمود. سپس سعی کرد از طریق این نسبت رابطه بین سود تقسیمی یک سال و میانگین وزنی سود سالهای قبل را تبیین کند. تلاشهای وی 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 لیتنر و محققین پس از او نتایج متناقض و مختلفی در این راستا حاصل گردید.

فاما و بابی^۱ یا ک^۲ ضمن تکمیل کار جان لیتنر این موضوع را که آیا شرکتهای می‌کوشند درصد سود تقسیمی را بر مبنای سود عادی حفظ کنند یا خیر، مورد مطالعه قرار دادند. (آرچر، ۱۹۹۸)

باتوجه به مطالب بیان شده، می‌توان مسئله اصلی این تحقیق را ارزیابی سیستمهای تقسیم سود در ایران با مبنای قرار دادن نظریه جان لیتنر دانست.

لیتنر در پی یافتن الگویی برای فرمول‌بندی سود سهام بود و پس از بررسی دقیق متون و منابع دانشگاهی و غیردانشگاهی، فهرستی از حدود ۱۵ عامل و خصوصیت که ظاهراً ارتباط مهمی را با پرداختها و سیاست سود سهام دارا می‌باشند منعکس نمود. سپس اطلاعات موجود در خصوص بیش از ۶۰۰ شرکت معتبر را مورد بررسی و نهایتاً ۲۸ شرکت را برای تحقیقات خود برگزید. روش ایشان از طریق مصاحبه با مدیران این شرکت و تکنیک مورد استفاده OLS^۳ بوده است. (شارپ، ۱۹۹۹)

1. Speed of Adjustment
2. Fama & Babiak
3. Ordinary Least Square

لیتنتر در بررسی ۲۸ شرکت به مدت ۷ سال (۱۹۵۳-۱۹۴۷) توجه خود را به این نکته معطوف می‌دارد که «آیا نرخ موجود در پرداخت سود سهام باید تغییر یابد یا خیر؟» او در بررسی خود هیچ نمونه‌ای یافت نکرد که در آن میزان پرداخت در یک فصل یا سال معین بدون توجه به نرخ موجود مورد ملاحظه قرار گرفته باشد. یعنی نرخ جدید از تغییر در نرخ موجود تعیین می‌شود و اینطور نیست که برای آن یک میزان جدید بطور مستقل تعیین شود. از طرف دیگر این نکته نیز روشن شد که سهامداران یک نرخ ثابت و معقول را ترجیح می‌دهند و امتیازی که بازار برای ثبات یا رشد تدریجی نرخ قائل می‌شود آنقدر نیرومند است که بیشتر مدیران بدنبال اجتناب از تغییر در نرخ سود سهامشان هستند. نهایتاً این محافظه کاری و تلاش برای اجتناب از تغییرات فاحش در نرخها بطور کلی موجب توسعه الگوهای رفتاری یکسان در تصمیمات سود سهام می‌شود. بنابراین این سیاست مستمر «تطبیق جزئی»^۱ و میل به ثابت نگهداشتن توزیع سود سهام باعث می‌گردد تا واکنشهای مخالف و زیان‌آور 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 راحت‌تر بسر برد، بخصوص در زمانی که سود جاری کاهش یافته و مدیریت علاقه‌ای به کاهش تقسیم سود خود ندارد. (هامپتون، ۱۹۹۰)

به نظر لیتنتر مهمترین عامل در تصمیمات تقسیم سود، عواید سال جاری می‌باشد بویژه اینکه در مصاحبه با مدیران دریافت که سطح سود جاری تقریباً بطور ثابت نقطه آغاز در ملاحظات مدیریت بوده او همچنین دریافت که رابطه بین سود جاری و نرخ موجود سود سهام، عامل مهمی بوده که میزان هرگونه تغییر در سودهای سهام را تعیین می‌نماید.

خلاصه نتایج مطالعات لیتنتر را می‌توان به صورت زیر بیان کرد:

- ۱- مدیران بیشتر شرکتهایی، که توسط لیتنتر مورد مطالعه قرار گرفته بودند، اعتقاد داشتند که به سیاست تقسیم سود از زاویه پرداخت به سهامداران باید ارجحیت بیشتری قایل شد تا سیاست نگهداشتن سود به عنوان یک منبع مالی برای سرمایه‌گذارانها.
- ۲- با فرض ثبات نسبت پرداخت سود سهام، سود قابل پرداخت سال آینده، معادل نسبت ثابتی از عایدی هر سهم (EPS) خواهد بود.

۳- شرکت‌هایی که همیشه نسبت پرداخت سود سهام موردنظر خود را رعایت می‌کنند با تغییر سود سالانه، سود سهامشان را تغییر می‌دهند. اما مدیران مورد مصاحبه در مطالعات لپنتر علاقه‌ای به این تغییرات نشان ندادند.

۴- مدیران مورد مصاحبه در مطالعات لپنتر ابراز کرده بودند که سهامداران یک نرخ رشد ثابت در پرداخت سود سهام را ترجیح می‌دهند.

۵- جان لپنتر مدعی است که تسهیم سود از طرفی به عایدات جاری شرکت و از طرف دیگر به روند تسهیم سود سالهای قبل آن بستگی دارد. به عبارت دیگر در این مدل تسهیم سود تابعی از عایدات سال جاری و عایدات و سودهای تسهیم شده سالهای قبل است. (کلارک و ویلسون، ۱۹۹۰)

بدل لپنتر در واقع در پی بیان محتوای اطلاعاتی نسبت پرداخت بلندمدت است. در این مدل فرض می‌شود که هدف شرکت پرداخت یک نسبت ثابت سود b^* در بلندمدت است.

$$D_t^* = b^* \cdot E_t$$

D_t^* بیان‌کننده میزان سود تقسیم شده مورد انتظار در سال t و E_t عایدی سال t می‌باشد. اگر از دو طرف معادله فرق سود تقسیمی واقعی سال قبل را کسر کنیم بصورت زیر درمی‌آید.

$$D_t^* - D_{t-1} = b^* \cdot E_t - D_{t-1}$$

هرچند شرکت‌ها تمایل دارند که سود تقسیمی خود را از D_{t-1} به D_t^* تغییر دهند، ولی فقط تعداد اندکی واقعاً آن را به این میزان تغییر می‌دهند. و معمولاً تغییرات واقعی بصورت نبیتی از تغییرات دلخواه است.

$$D_t - D_{t-1} = P(b^* \cdot E_t - D_{t-1})$$

معادله فوق را مدل ساده لپنتر می‌نامند که در آن P ضریب سرعت تعدیل است.

مثلاً اگر شرکتی ۵ میلیون عایدی داشته باشد ($E_t = 5$) و نرخ تقسیم سود بلندمدت آن ۶۰٪ باشد ($b^* = 0.6$) تمایل دارد که حدود ۳ میلیون سود بپردازد. ولی اگر پرداختی شرکت در سال پیش حدود ۱/۵ میلیون باشد، معمولاً مدیریت این افزایش ناگهانی پرداخت معادل ۱/۵ میلیون را به دلایل متعددی صلاح نمی‌داند و ترجیح می‌دهد بجای ۳ میلیون ۲/۵ میلیون سود بپردازد. یعنی سود پرداختی سال گذشته را نیز مدنظر قرار می‌دهد و

سود پرداختی امسال عبارت می‌شود از سود پرداختی سال گذشته بعلاوه نسبتی از افزایش امسال.

محاسبات به صورت زیر است :

$$D_t = P(b^* \cdot E_t - D_{t-1}) + D_{t-1}$$

$$D_1 = P[(0.6)(5) - 1.5] + 1.5$$

$$D_t = 1.5P + 1.5$$

اگر P معادل ۱ باشد یعنی شرکت به نسبت تقسیم سود بلندمدت خود وفادار مانده و همان ۳ میلیون را تقسیم نموده است. به عبارت دیگر می‌توان گفت که شرکت با همان نسبت که E افزایش یافته است D را نیز افزایش داده و اگر P معادل ۰ باشد یعنی شرکت همان میزان سال پیش را توزیع کرده است و سیاست شرکت پرداخت مقدار ثابت سود می‌باشد، یعنی بدون توجه به تغییرات عایدی سالانه مقدار ثابت را توزیع می‌کند. معمولاً شرکتها نسبتی بین صفر و ۱ را برای P اتخاذ می‌کند. مثلاً در شرکت فوق این نسبت معادل ۰/۶۷ است. یعنی این شرکت ۰/۶۷ تغییرات در E را در توزیع سود لحاظ می‌کند. یا به عبارتی سود تقسیمی فرد را تا ۰/۶۷ با تغییرات عایدی، تغییر می‌دهد.

مشاهده می‌شود که اتخاذ هر کدام از روشهای تسهیم سود در ارزش سهام شرکت بی‌تاثیر نیست. به اعتقاد لینتر شرکتهای محافظه کارتر بسیار آهسته تر از شرکتهای جسور به طرف نسبت پرداخت سود بلندمدت حرکت می‌نمایند. لذا دارای نرخ تعدیل کوچکتري هستند.

مدل لینتر را می‌توان بصورت زیر نوشت (لینتر، ۱۹۶۳):

$$D_t = P \cdot b^* (E_t) + (1 - P) D_{t-1}$$

پس برای سود تقسیمی سال قبل هم می‌توان معادله زیر را نوشت :

$$D_{t-1} = P \cdot b^* (E_{t-1}) + (1 - P) D_{t-2}$$

با جایگزینی D_{t-1} در معادله اول داریم :

$$D_t = P \cdot b^* (E_t) + P \cdot b^* (1 - P) (E_{t-1}) + (1 - P)^2 D_{t-2}$$

با جایگزینی D_{t-2} و D_{t-3} و ... داریم :

$$D_t = P \cdot b^* (E_t) + P \cdot b^* (1 - P) (E_{t-1}) + P \cdot b^* (1 - P)^2 (E_{t-2}) + \dots + P \cdot b^* (1 - P)^n (D_{t-n})$$

مدل فوق به مدل پیشرفته لیتنر مشهور است. در این مدل سود سهام پرداختی بر حسب متوسط وزنی عایدات گذشته توضیح داده می‌شود و در آن لیتنر اشاره می‌کند که احتمال یک افزایش در نسبت تقسیم سود سهام پرداختی وقتی که عایدات جاری شرکت افزایش یافته باشد، بیشتر از زمانی است که عایدات سال گذشته افزایش داشته باشد. به عنوان مثال فرض کنید «سود تقسیمی» شرکتی بصورت نگاره ۱ باشد.

نگاره ۱. مثال فرضی جهت نمایش محاسبات مربوط به سرعت تعدیل در مطالعه فاما و بابی یاک

سال	(EPS)	DPS	$b = \frac{DPS}{EPS}$	B^*ESP_t	$B^*ESP_t - DPS_{t-1}$	$DPS_t - DPS_{t-1}$
۷۳	۱۰۰	۵۰	۰/۵۰	۴۲/۳	---	---
۷۴	۱۵۰	۷۰	۰/۴۷	۶۳/۵	۱۳/۵	۲۰
۷۵	۲۰۰	۸۵	۰/۴۳	۸۴/۷	۱۴/۶۷	۱۵
۷۶	۱۵۰	۷۰	۰/۴۷	۶۳/۵	-۲۱/۵	-۱۵
۷۷	۲۵۰	۱۰۵	۰/۴۲	۱۰۵/۸	۳۵/۸۳	۳۵
۷۸	۳۰۰	۱۲۰	۰/۴	۱۲۷	۲۲	۱۵
۷۹	۳۵۰	۱۳۵	۰/۳۹	۱۴۸/۲	۲۸/۱۷	۱۵
جمع	۱۵۰۰	۶۳۵				

$$b^* = \frac{\sum DPS}{\sum EPS} = \frac{635}{1500} = 0/42$$

رگرسیون گرفته می‌شود. متغیر مستقل و $(DPS_t - DPS_{t-1})$ متغیر وابسته تلقی می‌شوند و

نگاره ۲ از رگرسیون بین دو ستون آخر نگاره ۱ استخراج شده است.

نتیجه پذیرش وجود رابطه

نگاره ۲. نتایج مربوط به تحلیل رگرسیونی سرعت تعدیل

ضریب محاسبه شده	سطح معنی‌دار	سطح خطا	نتیجه
۰/۷۶	۰/۰۰	۰/۰۵	پذیرش وجود رابطه

سطح معنی داری کمتر از سطح خطاست پس ضریب محاسبه شده پذیرفته می شود.

تفسیر نتایج بدست آمده :

$b^* = 0.42$ شرکت در بلندمدت ۴۲٪ سود خود را تقسیم می کند.

$P = 0.76$ سرعت تعدیل سود تقسیمی در این شرکت ۷۶٪ است.

و یا شرکت سود خود را با سرعت ۷۶٪ تعدیل می کند.

و یا تغییرات سود تقسیمی واقعی ۷۶٪ تغییرات سود تقسیمی انتظاری است.

اگر سطح معنی داری بیش از ۰/۰۵ باشد، می توان نتیجه گرفت که شرکت در تقسیم سود خود توجهی به تغییرات ندارد و یا عوامل دیگری که بر تقسیم سود مؤثرند را مدنظر قرار می دهد. در واقع معنی دار بودن «سرعت تعدیل سود تقسیمی» به نوعی نشان دهنده وفاداری شرکت به یک نسبت برای تقسیم سود است. یعنی اگر این ضریب معنادار باشد، (سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵) می توان نتیجه گرفت که شرکت از سیاست تقسیم نسبتی از سود بدست آمده پیروی می کند.

فاما و بابی یک نیز مطالعاتی را در مورد سیاستهای تقسیم سود شرکتهای آمریکایی در طی سالهای (۱۹۶۳-۱۹۴۶) انجام داده اند که نتایج آن در نگاره شماره ۱ آورده شده است. نتایج مطالعات این دو محقق بر دست آوردهای لیتنر صحه گذاشت. یعنی احتمال افزایش سود تقسیمی در هر شرکت بسته به تعداد دفعات افزایش عایدات و چگونگی افزایشهای اخیر عایدات است. فاما و بابی یک به دنبال تخمین نسبت موردنظر و نرخ تعدیل برای هر شرکت بودند و به این نتیجه رسیدند که تقریباً نیمی از عایدات شرکتهای به صورت سود بین سهامداران تسهیم می شود و شرکتهای سعی می کنند که در هر سال برای رسیدن به نسبت پرداخت سود سهام ۵۰٪ گامهایی بردارند. (فاما و بابی یک، ۱۹۶۸)

نگاره ۳. نتایج مطالعات فاما و بابی یک

تغییر EPS در سال جاری	تغییر EPS در سال قبل	تغییر EPS در دو سال قبل	درصد افزایش در سود تقسیمی سهام	درصد تداوم سود تقسیمی سهام	درصد کاهش سود تقسیمی سهام
+	+	+	۸۱	۸	۱۱
+	+	-	۶۷	۱۵	۱۸
+	-	+	۵۸	۱۷	۲۵
+	-	-	۴۹	۱۸	۳۴
-	+	+	۵۴	۱۵	۳۲
-	+	-	۴۵	۱۹	۳۶
-	-	+	۳۵	۱۷	۴۸
-	-	-	۲۵	۲۵	۵۰

نگاره ۳ نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که EPS آنها را در سه سال اخیر متوالیاً افزایشی بوده ۸۱٪ سود تقسیمی خود را افزایش داده‌اند. ۸٪ تغییر در سود تقسیمی نداشته‌اند و ۱۱٪ سود تقسیمی را کاهش داده‌اند تفسیر بقیه اعداد نگاره نیز به همین صورت است.

روش تحقیق

فرضیات

باتوجه به فرضیات مطالب عنوان شده در تحقیق حاضر برای آزمون مدل لیتنر و نیز تکرار کار فاما و بابی یا یک فرضیات زیر مطرح شده است. فرضیات اول تا چهارم مربوط به مدل لیتنر است که البته سنجش رابطه بین سرعت تعدیل سود تقسیمی با رشد بازده در کار لیتنر توسط محقق اضافه شده است و فرضیه پنجم جهت آزمون نتایج مطالعات فاما و بابی یا یک در بورس ایران می‌باشد.

فرضیه اول: تفاوت معنی‌داری در «نسبت تقسیم سود بلندمدت» در صنایع مختلف وجود دارد.

فرضیه دوم: «سرعت تعدیل سود تقسیمی» در صنایع مختلف یکسان است.

فرضیه سوم: بین «نسبت تقسیم سود بلندمدت» و «رشد بازده» شرکتها رابطه معکوس وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین «سرعت تعدیل سود تقسیمی» و «رشد بازده» شرکتها رابطه معکوس وجود دارد.

فرضیه پنجم: شکل تغییرات (افزایش و کاهش) عایدی هر سهم در سالهای گذشته در تصمیم‌مدیران برای تغییر در سود تقسیمی در سال جاری مؤثر است.

روشهای جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز این تحقیق عبارت بودند از: سود هر سهم (EPS)، سود تقسیمی هر سهم (DPS) و بازده سهام، این اطلاعات از طریق شرکت دنا سهم بدست آمد. برای انجام تحقیق نیاز به شرکت‌هایی بود که شرایط زیر را دارا باشند

۱- در طول دوره تحقیق مجموع سود هر سهم از مجموع زیان‌شان بیشتر باشد چرا که در محاسبه نسبت تقسیم سود بلندمدت از رابطه زیر استفاده شده است.

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

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

۲- در طول دوره تحقیق سود تقسیم کرده باشند. 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.

۳- در طول دوره تحقیق (از اول تا آخر دوره) در بورس فعال بوده باشند.

در ضمن با توجه به فرضیه‌های تحقیق که بعضاً اختلاف بین صنایع را می‌سجد، نیاز به این بود که حداقل تعداد خاصی از شرکتها در هر صنعت فعالیت کنند. و این مسئله ما را به یک مشکل می‌رساند و آن اینکه وقتی دوره مطالعه طولانی انتخاب می‌شد، تعداد شرکت‌هایی که در تمام این دوره فعالیت داشته‌اند کمتر می‌شد و تعداد شرکت‌های فعال در هر صنعت نیز بعضاً بسیار کم و نتیجتاً غیرقابل نتیجه‌گیری می‌گردید. و وقتی دوره زمانی کوتاه انتخاب می‌شد، تعداد رکوردهای لازم برای آزمون‌هایی نظیر ضریب همبستگی در طول سالها کاهش می‌یافت. لذا محقق دوره زمانی (۱۳۷۹ - ۱۳۷۳) که ارضاء کننده حداقلهای هر دو طرف مشکل فوق بود را انتخاب نمود. در نتیجه جامعه آماری این تحقیق بصورت زیر در آمد:

«کلیه شرکت‌هایی که بین سالهای ۷۹-۱۳۷۳ در بورس اوراق بهادار فعال بوده‌اند، تقسیم سود کرده‌اند و مجموع سود آنها در طی این سالها از میزان زیان آنها بیشتر بوده است.» لازم به توضیح است که از این جامعه نمونه‌گیری صورت پذیرفته است و همه بررسی شده‌اند.

نتایج بررسی فرضیات

فرضیه اول: تفاوت معنی‌داری در نسبت تقسیم سود بلندمدت در صنایع مختلف وجود

دارد.

برای آزمون این فرضیه از آنالیز واریانس استفاده شده است.

$\begin{cases} H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \dots \\ H_1 : \text{همه میانگین‌ها برابر نیستند} \end{cases}$	تفاوت معنی‌داری در نسبت تقسیم سود بلندمدت در صنایع مختلف وجود ندارد
	تفاوت معنی‌داری در نسبت تقسیم سود بلندمدت در صنایع مختلف وجود دارد

نگاره ۴. نتایج آزمون فرضیه اول

آماره محاسبه شده	سطح معنی دار	سطح خطا	نتیجه آزمون
۲/۷۱	۰/۰۱	۰/۰۵	رد H_0

چون سطح معنی داری از سطح خطا کوچکتر است پس H_0 رد می شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ می توان ادعا کرد که تفاوت معنی داری در تقسیم سود بلندمدت در صنایع مختلف وجود دارد.

ترتیب ارائه شده توسط آزمون توکی به شرح نگاره ۵ می باشد.

نگاره ۵. میانگین مختلف تقسیم سود بلندمدت در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک صنایع

شماره	صنعت	میانگین نسبت تقسیم سود بلندمدت	گروه
۱	راديو و تلویزیون	۰/۹۱	اول
۲	کاغذ و محصولات کاغذی	۰/۱۸	دوم
۳	وسایل و تجهیزات حمل و نقل	۰/۷۹	
۴	محصولات کانی و غیر فلزی	۰/۷۶	
۵	استخراج کانیهای فلزی و سایر معادن	۰/۷۵	
۶	واسطه گریهای مالی	۰/۷۵	
۷	ساخت مواد شیمیایی	۰/۷۴	
۸	تصفیه نفت و مواد و سوخت هسته‌ای	۰/۷۴	
۹	محصولات فلزی و فابریکی	۰/۷۳	
۱۰	دستگاههای برقی	۰/۷۰	
۱۱	محصولات لاستیک و پلاستیک	۰/۶۸	
۱۲	صنایع غذایی و آشامیدنی	۰/۶۴	
۱۳	ماشین آلات و تجهیزات	۰/۶۱	
۱۴	ساخت فلزات اساسی	۰/۵۵	
۱۵	ساخت منسوجات	۰/۵۴	
۱۶	وسایل نقلیه	۰/۵۱	
۱۷	چوب و محصولات چوبی	۰/۴۶	

فرضیه دوم: «سرعت تعدیل سود تقسیمی» در صنایع مختلف یکسان است.

برای آزمون این فرضیه از آزمون آنالیز واریانس استفاده شده است:

$$\begin{cases} H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \dots & \text{میزان «سرعت تعدیل سود تقسیمی» در صنایع مختلف برابر است.} \\ H_1 : \text{همه میانگین‌ها برابر نیستند} & \text{میزان «سرعت تعدیل سود تقسیمی» در صنایع مختلف متفاوت است.} \end{cases}$$

نگاره ۶. نتایج آزمون فرضیه دوم

آماره محاسبه شده	سطح معنی‌دار	سطح خطا	نتیجه آزمون
۱/۱۷	۰/۳۰	۰/۰۵	پذیرش H_0

چون سطح معنی‌داری از سطح خطا بزرگتر است پس H_0 پذیرفته می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان ادعا کرد که «سرعت تعدیل سود تقسیمی» در صنایع مختلف برابر است.

فرضیه سوم: بین «نسبت تقسیم سود بلندمدت» و «رشد بازده» شرکتها رابطه معکوس اطمینان وجود دارد.

برای محاسبه رشد بازده، بازده شرکت در سال اول مورد مطالعه و نیز بازده شرکت برای سال آخر مطالعه مدنظر قرار گرفته شده متوسط رشد سالانه در این دوره محاسبه شده است.

برای آزمون این فرضیه از ضریب همبستگی استفاده شده است.

$$\begin{cases} H_0 : P = 0 & \text{بین دو متغیر رابطه وجود ندارد.} \\ H_1 : P \neq 0 & \text{بین دو متغیر رابطه وجود دارد.} \end{cases}$$

نگاره ۷. نتایج آزمون فرضیه سوم

ضریب محاسبه شده	سطح معنی‌دار	سطح خطا	نتیجه آزمون
-۰/۱۴	۰/۰۸	۰/۰۵	پذیرش H_0

چون سطح معنی‌داری بزرگتر از سطح خطاست H_0 رد می‌شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان ادعا نمود که بین نسبت تقسیم سود بلندمدت و رشد بازده رابطه‌ای وجود ندارد.

فرضیه چهارم: بین «سرعت تعدیل سود تقسیمی» و «رشد بازده» شرکتها رابطه معکوس وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه از ضریب همبستگی استفاده شده است.

بین دو متغیر رابطه وجود ندارد.

$$\begin{cases} H_0 : P = 0 \\ H_1 : P \neq 0 \end{cases}$$

بین دو متغیر رابطه وجود دارد.

نگاره ۸. نتایج آزمون فرضیه چهارم

نتیجه آزمون	سطح خطا	سطح معنی‌دار	ضریب محاسبه شده
پذیرش H_0	۰/۰۵	۰/۵۹	-۰/۰۶

چون سطح معنی‌داری بزرگتر از سطح خطاست H_0 رد می‌شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان ادعا نمود که بین سرعت تعدیل سود تقسیمی و رشد بازده رابطه‌ای وجود ندارد.

فرضیه پنجم: شکل تغییرات (افزایش و کاهش) عایدی هر سهم در سال گذشته در تصمیم مدیران برای تغییر در سود تقسیمی (DPS) در سال جاری مؤثر است.

نگاره ۹ حاصل بررسی‌های انجام شده در این فرضیه است و از نظر ظاهری دقیقاً مشابه جدول نگاره کار در تحقیق فاما و بابی یک تنظیم شده است.

نگاره ۹. رابطه تغییرات عایدی هر سهم با سود تقسیمی در مطالعه فاما و بابی یک

تغییرات EPS سال جاری (۲۹)	تغییرات EPS دو سال قبل (۲۸)	تغییرات EPS دو سال قبل (۲۷)	درصد افزایش در سود سهام	درصد تداوم سود سهام	درصد کاهش سود سهام
+	+	+	۸۲/۱	۷/۱	۱۰/۷
+	+	-	۸۴	۴	۱۲
+	-	+	۸۳/۸	۱۰/۸	۵/۴
+	-	-	۶۴/۵	۱۲/۹	۲۲/۶
-	+	+	۹/۱	-	۹۰/۹
-	+	-	۲۷/۸	۵/۶	۶۶/۷
-	-	+	۱۸/۵	۳/۷	۷۷/۸
-	-	-	۸/۳	۲۹/۲	۶۱/۵

برای آزمون این فرضیه آن را به فرضیات کوچکتر تقسیم کرده و مرحله به مرحله آزموده ایم: برای آزمون این مجموعه فرضیات از آزمون استقلال X^2 و نیز برای سنجش شدت رابطه از «ضریب همبستگی اسپیرمن» استفاده شده است.

فرضیه ۵-۱: شکل تغییرات (افزایش و کاهش) عایدی سال جاری در شکل تغییرات سود تقسیمی موثر است.

شکل تغییرات (افزایش و کاهش) عایدی سال جاری در شکل تغییرات سود تقسیمی مؤثر نیست. H_0 :

شکل تغییرات (افزایش و کاهش) عایدی سال جاری در شکل تغییرات سود تقسیمی مؤثر است. H_1 :

نگاره ۱۰. نتایج آزمون کای دو

تغییرات سود سال قبل	آماره محاسبه شده	سطح معنی داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
افزایش	۴۴/۶۹	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0
کاهش	۴۸/۱۳	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0

نگاره ۱۱. نتایج ضریب همبستگی اسپیرمن

ضریب محاسبه شده	سطح معنی دار	سطح خطا	نتیجه آزمون
۰/۶۶	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0

سطح معنی داری از سطح خطا کوچکتر است پس H_0 رد می شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ می توان ادعا کرد که تغییرات عایدی سال جاری در تغییرات سود تقسیمی موثر است. ضریب همبستگی شدت این رابطه را ۰/۶۶ نشان می دهد که رابطه ای نسبتاً قوی به شمار می رود.

فرضیه ۵-۲: شکل تغییرات عایدی سال جاری و سال قبل در شکل تغییرات سود تقسیمی موثر است.

شکل تغییرات عایدی سال جاری و سال قبل در شکل تغییرات سود تقسیمی مؤثر نیست. H_0 :

شکل تغییرات عایدی سال جاری و سال قبل در شکل تغییرات سود تقسیمی مؤثر است. H_1 :

نگاره ۱۲. نتایج آزمون کای دو

آماره محاسبه شده	سطح معنی دار	سطح خطا	نتیجه آزمون
۹۱/۸۳	۲	۰/۰۰	رد H_0

نگاره ۱۳. نتایج ضریب همبستگی اسپیرمن

تغییرات سود سال قبل	ضریب محاسبه شده	سطح معنی داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
افزایش	۰/۶۸	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0
کاهش	۰/۶۴	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0

سطح معنی داری از سطح خطا کوچکتر است پس H_0 رد می شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ می توان ادعا کرد که تغییرات عایدی سال جاری و سال قبل در شکل تغییرات سود تقسیمی موثر است. ضریب همبستگی اسپیرمن شدت ۰/۶۸ را در حالی که سود سال قبل افزایش داشته و شدت ۰/۶۴ را در حالی که سود سال قبل کاهش داشته نشان می دهد که رابطه‌هایی نسبتاً قوی به شمار می روند.

فرضیه ۳-۵: تغییرات سود دو سال قبل، سال قبل و سال جاری در تغییرات سود تقسیمی سال جاری مؤثرند.

- تغییرات سود دو سال قبل، سال قبل و سال جاری در تغییرات سود تقسیمی سال جاری مؤثر نیست. H_0 :
- تغییرات سود دو سال قبل، سال قبل و سال جاری در تغییرات سود تقسیمی سال جاری مؤثرند. H_1 :

نگاره ۱۴. نتایج آزمون کای دو

تغییرات سود دو سال قبل	تغییرات سود سال قبل	آماره محاسبه شده	درجه آزادی	سطح معنی داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
افزایش	افزایش	۳۱/۹۵	۲	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0
	کاهش	۳۵/۵۸	۲	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0
کاهش	افزایش	۱۴/۴۹	۲	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0
	کاهش	۱۷/۸۵	۲	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0

نگاره ۱۵. نتایج ضریب همبستگی اسپیرمن

تغییرات سود دو سال قبل	تغییرات سود سال قبل	ضریب محاسبه شده	سطح معنی داری	سطح خطا	نتیجه آزمون
افزایش	افزایش	۰/۷۷	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0
	کاهش	۰/۷۱	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0
کاهش	افزایش	۰/۵۸	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0
	کاهش	۰/۵۳	۰/۰۰	۰/۰۵	رد H_0

سطح معنی داری از سطح خطا کوچکتر است پس H_0 رد می شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ می توان ادعا کرد که تغییرات عایدی سال جاری و دو سال قبل در

شکل تغییرات سود تقسیمی موثر است. ضریب همبستگی ضرایب ۰/۷۷ و ۰/۷۱ را برای حالت افزایش سود در دو سال قبل و ضرایب ۰/۵۸ و ۰/۵۳ را در حالت کاهش سود در دو سال قبل نشان می‌دهد که رابطه‌هایی نسبتاً قوی به شمار می‌برند.

بحث و نتیجه‌گیری

- ۱- تعداد ۱۶۵ شرکت از مجموع ۲۱۲ شرکت مورد مطالعه دارای سرعت تعدیل سود تقسیمی معنادار بوده‌اند. و این بدان معنی است که در مورد این شرکتها مدل ساده لیتنر اعتبار دارد و بوسیله آن می‌توان الگوی تقسیم سود این شرکتها را توجیه نمود.
- ۲- در مورد مدل پیشرفته لیتنر نمی‌توان ابراز نظر نمود چرا که آزمون این مدل نیازمند آزمونهای سری زمانی است که آنها هم به اطلاعات بیشتری نیاز دارند که متأسفانه در بورس اوراق بهادار تهران چنین حجم از اطلاعات در مورد شرکتهای زیادی موجود نیست.
- ۳- در مورد اینکه «در بورس اوراق بهادار تهران مدیران در تقسیم سود از مدل خاصی پیروی می‌کنند یا خیر» نتایج مختلفی توسط محققین مختلف بدست آمده است بعضی معتقدند که بطور کلی مدیران سیاستهای تقسیم سود را نمی‌شناسد (صمدزاده، ۱۳۷۲) و برخی معتقدند که در ایران یک الگوی ساده برای تقسیم سود وجود دارد. (مهرانی، ۱۳۷۳)
- نتایج این تحقیق نشان دهنده وجود یک سیاست تقسیم سود براساس توجه به انتظارات سهامداران (ونه سیاستهای سرمایه‌گذاری) است. البته چنین الگویی تنها در همان ۱۶۵ شرکت (۷۸٪ شرکتهای مورد مطالعه) کاربرد دارد که البته نسبت بالایی است.
- نتیجه‌گیری لیتنر مبنی بر اینکه «نقطه آغاز برای تقسیم سود میزان سطح سود جاری می‌باشد و از آن به بعد تصمیم‌گیری در مورد تغییر نرخ تقسیم سود می‌باشد و نه میزانی که تازه تعیین شود» در ایران مصداق دارد (۷۸٪ شرکتها). مهرانی (۱۳۷۳) معتقد است که قسمت اول این نظریه در ایران مصداق دارد ولی اینکه «تصمیم‌گیری در مورد تغییر نرخ تقسیم سود می‌باشد» را در ایران صادق نمی‌داند.
- ۵- همانطور که نتایج فرضیه دوم نشان می‌دهد سرعت تعدیل سود تقسیمی در صنایع مختلف یکسان است یعنی ملاحظات مربوط به صنعت خاص و یا فرصتهای موجود در صنایع مختلف و رکورد یا رونق صنایع باعث نمی‌شود تا مدیران شرکتهای مذکور نسبت به تغییرات عایدی سهم حساسیتهای متفاوتی نشان دهند. در واقع می‌توان نتیجه‌گیری کرد که مدیران در تعدیل سود تقسیمی براساس تغییرات سود سهام بیشتر متوجه انتظارات

سهامداران و اثرات اطلاعاتی سود تقسیمی می‌باشند و نه متغیرهای صنعت و در واقع سهامدار را در نظر می‌گیرند تا صنعت و احياناً سرمایه‌گذاری.

۶- نتایج فرضیه چهارم نشان می‌دهد که رابطه‌ای بین «سرعت تعدیل سود تقسیمی» و «رشد بازده شرکت» وجود ندارد. این مسئله نشان می‌دهد که شرکت حتی برای تعیین میزان تغییر در نسبت پرداختی سود تقسیمی هم توجهی به مسائل مربوط به نگهداری منابع برای سرمایه‌گذاری نمی‌کند و بیشتر به انتظارات سهامداران و اطمینان از ادامه روند افزایش یا کاهش سود سهام توجه می‌کند. این مطلب تایید کننده نتیجه فرضیه دوم همین تحقیق نیز می‌باشد و نیز دقیقاً مشابه نتایج حاصله توسط لینتر است.

۷- میانگین سرعت تعدیل سود تقسیمی در ایران بالاتر از یک است حال آنکه معمولاً این ضریب بین ۰ و ۱ می‌باشد. بالا بودن ضریب سرعت تعدیل سود تقسیمی مبین این مطلب است که مدیران سود تقسیمی را با شدتی بیشتر از تغییرات سود هر سهم تغییر می‌دهند. لینتر چنین مدیرانی را جسور ارزیابی می‌کند. ولی در مورد ایران به نظر می‌رسد مدیران از طریق تجربه به این باور رسیده‌اند که افزایش مبلغ سود تقسیمی در رضایت سهامداران و احياناً افزایش قیمت سهام تأثیر عمده‌ای دارد به همین دلیل بلافاصله پس از افزایش عایدی هر سهم، میزان سود تقسیمی را تا آنجا که بتوانند افزایش می‌دهند. البته می‌توان این افزایش سریع در سود تقسیمی را به عواملی نظیر فشار مجمع عمومی و سهامداران برای تقسیم سود بیشتر هم نسبت داد. که البته نتیجه‌گیری در این زمینه نیازمند تحقیقات گسترده‌ای می‌باشد که در قلمرو موضوعی این تحقیق نمی‌باشد.

۸- همانطور که فرضیه ۵-۱ نشان می‌دهد، تغییرات سود جاری رابطه‌ای با شدت ۶۶٪ با تغییرات سود تقسیمی دارد وقتی متغیر تغییرات سود سال قبل هم وارد می‌شود (فرضیه ۵-۲) متوجه می‌شویم که مجموع این دو عامل (سود سال قبل و سال جاری) در حالت افزایش سود سال قبل رابطه‌ای با شدت بیشتر با تغییرات سود تقسیمی دارند (۶۸٪). حال آنکه در حالت کاهش سود سال قبل این رابطه ضعیف‌تر است (۶۶٪). این بدان معنی است که اگر سود سال قبل افزایش داشته باشد مدیر برای تقسیم سود توجه بیشتری به نتایج سال جاری و سال قبل می‌کند. ولی اگر سود سال قبل کاهش داشته باشد مدیر توجه کمتری به تغییرات سود سال جاری می‌کند و در تقسیم سود آن کاهش سال گذشته را حتماً مدنظر قرار می‌دهد. با وارد کردن متغیر تغییرات سود دو سال قبل، این مطلب واضح‌تر می‌شود (فرضیه ۵-۳). به طور کلی می‌توان نتیجه گرفت مدیران در تصمیم‌گیری

برای تقسیم سود سال جاری اگر پیش زمینه روانی مثبتی از افزایش سود در سالهای قبل داشته باشند، آنها را در تصمیم خود دخیل کرده و سود تقسیمی را با شدت بیشتری افزایش می دهند و نیز توجه بیشتری به سود سال جاری نشان می دهند. ولی اگر در سالهای گذشته کاهش وجود داشته باشد، مدیران توجه کمتری به سود سال جاری داشته و کاهشهای سالهای گذشته را حتماً مدنظر قرار می دهند.

۹- فاما و بابی یاک این موضوع را که آیا شرکتها می کوشند درصد سود تقسیمی را بر مبنای سود عادی حفظ کنند یا خیر، مورد مطالعه قرار دادند. آنها دریافتند که $65/8\%$ شرکتهایی که سود جاری آنها افزایش یافته بود، سود تقسیمی را افزایش دادند ولی افزایش سود در دو سال متوالی موجب شد که $74/8\%$ شرکتها سود تقسیمی را افزایش می دهند. فاما و بابی یاک با استناد به اینگونه شواهد نتیجه گیری کردند که سود تقسیمی در کوتاه مدت چسبیده تر است و کمتر متناسب با کاهش و افزایش سود تغییر می کند. طبق بررسیهای صورت گرفته در این تحقیق، در ایران $78/5\%$ شرکتهایی که سود جاری آنها افزایش یافته، سود تقسیمی را افزایش داده اند ولی افزایش سود در دو سال متوالی موجب می شود که 83% شرکتها سود تقسیمی را افزایش دهند. و نیز $73/4\%$ شرکتهایی که سود جاری آنها کاهش یافته بود سود تقسیمی را کاهش داده اند ولی کاهش سود در دو سال متوالی موجب شد. که $69/8\%$ شرکتها سود تقسیمی را کاهش دهند. بررسی این نسبتها نشان می دهد که هنگام افزایش سود نظر فاما و بابی یاک در ایران مصداق دارد و چسبندگی سود تقسیمی در بلندمدت کمتر است ولی وقتی سود روند کاهشی دارد، این تئوری مصداق ندارد بلکه در حالت کاهش این تئوری توجه کننده تر است که «مدیران تمایل چندانی برای کم کردن سود تقسیمی در مقایسه با علاقه ای که به افزایش آن دارند؛ نشان نمی دهند».

ضمایم:

نگاره ۱۶. نام شرکت‌های مربوط به فرضیه پنجم

<p>سرمایه گذاری ملت، سرمایه گذاری سپه، آهنگری تراکتورسازی ایران، صنایع ریختگری ایران، نیرو محرکه، صنایع مس شهید باهنر، نورد آلومینیوم، سیمان مازندران، سیمان تهران، کاشی نیلو، چینی ایران، چینی البرز، آبگینه، صنایع لاستیکی سهند، شیرین دارو، نفت بهران، نفت پارس، کارتن البرز، ساسان، قند تربت جام.</p>	<p>افزایش سود تقسیمی</p>	<p>۱*</p>
<p>توسعه صنایع بهشهر، لنت ترمز ایران.</p>	<p>تداوم سود تقسیمی</p>	
<p>کاربراتور ایران، روغن نباتی پارس، مه‌رام.</p>	<p>کاهش سود تقسیمی</p>	
<p>سرمایه گذاری بانک ملی ایران، ارج، صنایع آذرب، آذریت، سیمان سپاهان، سیمان کرمان، سیمان شمال، کاشی حافظ، کاشی الوند، کاشی اصفهان، شیشه همدان، شیشه و گاز پلاستیران، ایران تابر، شیمیایی سینا، صنایع شیمیایی ایران، نساجی مازندران قند نقش جهان خوراک دام پارس، دشت مرغاب، کشت و صنعت چین چین.</p>	<p>افزایش سود تقسیمی</p>	<p>۲*</p>
<p>لامیران</p>	<p>تداوم سود تقسیمی</p>	
<p>قوه پارس، آبسال، آلومینیوم پارس.</p>	<p>کاهش سود تقسیمی</p>	
<p>سرمایه گذاری غدیر، کشتی سازی اروندان، چرخشگر، تولید اتومبیل، لیفتراک سازی سهند، بلبرینگ ایران، کمپرسور سازی تبریز، پمپ سازی ایران، جام دارو، بسته بندی ایران، فرآورده‌های نسوز ایران، سیمان ارومیه، سیمان غرب، سیمان صوفیان، شیشه قزوین، پاکسان، داروفارابی، سینا دارو، دارو کوثر، داروسازی اسوه، کیمیدارو، طیف ایران، کربن ایران، صنایع کاغذسازی کاوه، فیبر ایران، تولید تیم، قند اصفهان، قند قهستان، لبنیات پاک، بهپاک.</p>	<p>افزایش سود تقسیمی</p>	<p>۳*</p>
<p>کمباین سازی ایران، نورد و لوله اهواز، صنعتی رنگین، قند پارس.</p>	<p>تداوم سود تقسیمی</p>	
<p>تولیدارو.</p>	<p>کاهش سود تقسیمی</p>	

ادامه نگاره ۱۶. نام شرکتهای مربوط به فرضیه پنجم.

<p>محورسازان ایران خودرو، کابل البرز، اشتادمو تورز، جوش و اکسیژن ایران، صنایع بسته بندی مشهد، صنعتی نورد و پروفیل پارما، نورد قطعات فولادی، ایتالران، کاشی پارس، ایران و غرب، لاستیک دنا، کیان تائر، تولید مواد اولیه و الیاف مصنوعی، البرزدارو، دارویی امین، کارتن مشهد، نوش مازندران، شهد ایران، قند بیستون، ویتانا.</p>	<p>افزایش سود تقسیمی</p>	<p>۴*</p>
<p>تراکتورسازی ایران، دارویی لقمان، درخشان یزد، کشت و صنعت گرگان</p>	<p>تداوم سود تقسیمی</p>	
<p>سرمایه گذاری پتروشیمی، شرکت صنعتی تولیدی مرتب، پمپ پارس، پشم شیشه ایران، درخشان تهران، بیسکویت گرجی.</p>	<p>کاهش سود تقسیمی</p>	
<p>سیمان قائن، تولی پرس.</p>	<p>افزایش سود تقسیمی</p>	
	<p>تداوم سود تقسیمی</p>	
<p>فترسازی خاور، سایپادیزل، ایران خودرو، پارس الکتریک، موتورن، لوازم خانگی پارس، صنعتی ملایر، آلومتک، ایرانیک، سیمان خزر، پارس سرام، دارو پخش، دارویی ابوریحان، پارس مینو، فرآوردههای غذایی و قند پیرانشهر، قند ثابت خراسان، قند نیشابور، روغن نباتی ناب، خاک چینی ایران.</p>	<p>کاهش سود تقسیمی</p>	<p>۵*</p>
<p>سرمایه گذاری البرز، بوتان، پرمیت، کاشی سعدی، نساجی بروجرد.</p>	<p>افزایش سود تقسیمی</p>	
<p>اشتادایران.</p>	<p>تداوم سود تقسیمی</p>	<p>۶*</p>
<p>سرمایه گذاری ملی ایران، لامپ پارس شهاب، صنایع یخچال سازی لرستان پارس خزر، صنایع نساجی ایران، کولرگازی ایران، سپنتا، کف، کاغذ قائمشهر، بسته بندی پارس، نساجی خوی، درین کاشان.</p>	<p>کاهش سود تقسیمی</p>	
<p>گروه بهمن (وانت)، سرما آفرین، صنعتی اما، سیمان فارس و خوزستان، پلاستیک شاهین.</p>	<p>افزایش سود تقسیمی</p>	<p>۷*</p>
<p>کارتن پارس.</p>	<p>تداوم سود تقسیمی</p>	

ادامه نگاره ۱۶. نام شرکت‌های مربوط به فرضیه پنجم

سرمایه گذاری پارس توشه، سرمایه گذاری رنبا، ایران دوچرخ، فنسازي زر، ساپا، ایران خودرو دیزل، پیام، رادیو الکتریک ایران، تولیدی بهمن، سولیران، الیاف، بین‌المللی محصولات پارس، پارس دارو، نساجی بابکان، پشم بافی توس، ایران مریوس، کیوان، قند لرستان، قند مرودشت، مارگارین، معدن املاح ایران.	کاهش سود تقسیمی	
کمک فیر ایندامین، مهندسی فیروزا.	افزایش سود تقسیمی	A*
کابلسازی تک، صنایع فلزی ایران، سیمان شرق، داروسازی جابر ابن حیان، گردباف یزد، وطن اصفهان، ایران پوپلین.	تداوم سود تقسیمی	
رادیاتور ایران، ایران پویا، ماشین سازی اراک، پارس متال، ایران گچ، کارخانجات تولیدی تهران، پلی آکریل ایران، دارویی رازک، سپهرنگ، پارس پامچال، یزدباف، معادن بافق، تامین ماسه ریخته گری.	کاهش سود تقسیمی	

منابع و مأخذ

- جهانخانی، علی و علی پارسائیان. ۱۳۷۶. مدیریت سرمایه گذاری و ارزیابی اوراق بهادار. انتشارات
دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا. مروری بر تئوری‌ها، سیاست‌ها و خط‌مشی تقسیم سود. فصلنامه دانش
مدیریت، شماره ۱۶ و ۱۵.
- صمدزاده، محسن. ۱۳۷۲. خط‌مشی‌های تقسیم سود و تاثیراتشان بر ارزش سهام در بورس اوراق
بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشکده علوم اداری و اقتصادی دانشگاه اصفهان.
- بهرانی، ساسان. ۱۳۷۴. ایجاد مدل برای رابطه بین سود تقسیم سود و سرمایه گذاری. پایان‌نامه
کارشناسی ارشد. دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

Sharp William F., Gordon J Alexander, Biley Jeffery. 1999. *Investments*.
Prentice Hall. 6th ed.

Solomon Ezra. 1963. *The Theory of Financial Management*. New York
columbin university press.

- Archer Stephen. Dambrosio Ch. 1998. *The Theory of Business Finance*. 5th ed.
- Fama. F., H, Babiak. 1968. dividend policy: an Empirical analysis. *Journal of the American Statistical Association*. Dec.
- Linter, J. 1963. Distribution of Inc Coreporantions Among Dividends Ratained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*. V 46.
- Hampton, John. 1990. *Financial Decision Making: Concepts, Problems and Cases*. Prentice - Hall of India.
- Clarke, I.R.G., B, Wilson. 1990. *Strategic Financial Management*. Richard D.rwin. inc.