

بررسی تضاد بین ذینفعان شرکت در ارتباط با استراتژی های تقسیم سود نقدی با رویکرد AHP

مجید سبزه^۱، رضا تهرانی^۲، منصور مومنی^۳، یاسر کارگری^۴، محمود صارمی^۵

^۱ کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه تهران.

^۲ استاد مدیریت مالی دانشگاه تهران.

^۳ استاد مدیریت صنعتی دانشگاه تهران.

^۴ کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.

^۵ دانشیار بازنشسته دانشگاه تهران.

نام نویسنده مسئول:

مجید سبزه

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۰/۹

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۲/۱۷

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی نظرات چهار دسته از ذینفعان (سهامداران، وام دهندگان، دولت و سایر ذینفعان) شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران و فرابورس ایران در ارتباط با استراتژی های تقسیم سود نقدی به روش AHP در سال ۱۳۹۷ و اوایل ۱۳۹۸ می باشد. این پژوهش از نوع اکتشافی-کاربردی بوده و روش آن توصیفی است. جامعه آماری پژوهش خبرگان، مدیران ارشد، اعضای هیات مدیره و متخصصان سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و شرکت های پذیرفته شده در آن هستند که بعد از نمونه گیری به روش در دسترس به بررسی اهمیت معیارها از طریق تکمیل ۳۲۵ پرسشنامه می پردازد. روایی پرسشنامه با نظر متخصصان، و پایایی آن با آلفای کرونباخ ۹۳ درصد مورد تایید قرار گرفت. برای تحلیل داده ها نیز از نرم افزار اکسل استفاده شده است. یافته های پژوهش بیانگر آن است که مدیران از بین این چهار دسته از ذینفعان، در ارتباط با تقسیم سود، همواره نظر سهامداران را بر سایرین برتر می دانند. از میان سهامداران نیز سرمایه گذاران نهادی، علی الخصوص نوع دوم؛ و از میان سهامداران خرد نیز، سرمایه گذاران با استراتژی بلندمدت مقدم بر دیگران هستند. نتیجه نهایی مدل نشان می دهد که مشارکت کنندگان فعال در بازار سرمایه با افزایش در میزان سود خالص حقیقی شرکت، میل به ثبات در میزان سود تقسیمی دارند.

واژگان کلیدی: سود نقدی، سهامداران، وام دهندگان، دولت، تجزیه و تحلیل سلسله

مراتبی طبقه بندی JEL: M10, G35, G38, C44

مقدمه

مدیریت مالی عبارت از مدیریت بر منابع و مصارف سرمایه است و اصلی ترین هدف مدیر مالی به حداکثر رساندن ثروت سهامداران یا به عبارت دیگر به حداکثر رساندن ارزش شرکت می باشد (قالیباف اصل و دیگران، ۱۳۹۶، ص ۳). ثروت سهامداران به دو عامل ریسک و بازده سهم بستگی دارد (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۷، ص ۵). ریسک در یک تعریف کلی به احتمال عدم تحقق بازده آتی و مورد انتظار سهام مربوط می شود (صادقی شریف و فدائی نژاد، ۱۳۸۹، ص ۱۱۱) و بازده نیز به دو شکل بازده نقدی (دریافت سود نقدی سهام) و منفعت سرمایه ای (تغییر قیمت سهام در بازار) تعریف می گردد. مدیریت شرکت باید توازنی بین این عوامل برقرار کند تا ثروت سهامداران را به حداکثر برساند. به همین جهت در شرکت های سهامی پس از پایان سال مالی و در موعد مقرر در اساسنامه، مجمع عمومی عادی تشکیل شده و با رسمیت یافتن آن، در مورد امور جاری شرکت به مذاکره و اخذ تصمیم می پردازند. یکی از این تصمیمات در ارتباط با تقسیم سود نقدی است. در صورتی که شرکت در دوره مذکور سودآور بوده باشد؛ بر اساس تصمیم مدیران و مطابق با نظر مجمع، قسمتی از سود به حساب سود انباشته اضافه می شود و پس از کسر اندوخته های قانونی و سایر اندوخته ها، وجه باقی مانده بین سهامداران (بر اساس تعداد سهمشان) تقسیم می گردد. در مورد نحوه تقسیم سود سه موضوع اصلی مطرح است: ۱. چند درصد از سود خالص باید بین سهامداران توزیع، و مابقی در شرکت انباشته شود؟ ۲. پرداخت سود باید به چه صورت باشد؟ (نقدی یا به روش های دیگر) ۳. سیستم توزیع سود تا چه اندازه باید با ثبات باشد و پایدار بماند؟ (نهرانی، ۱۳۹۳، ص ۵۴۱). به همین جهت همواره یکی از بحث برانگیزترین مباحث مطرح در مدیریت مالی موضوع تقسیم سود نقدی شرکت ها بوده و علاقه اقتصاددانان و مدیران زیادی را به خود جلب کرده است تا جایی که بلیک^۱ (۱۹۷۶) از آن به عنوان معمای تقسیم سود یاد می کند.

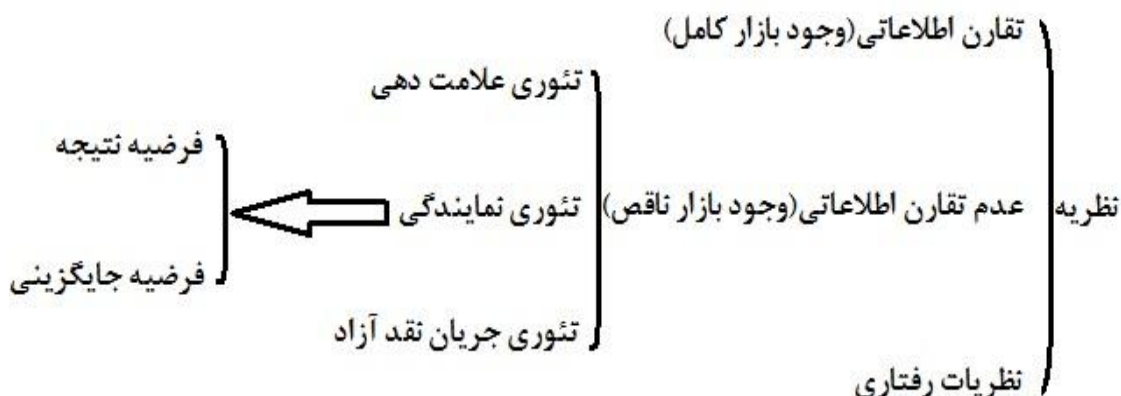
پرداخت سود به صاحبان سهام عادی یکی از روش هایی است که شرکت به وسیله آن می تواند بر ثروت سهامداران به طور مستقیم اثر بگذارد. سیاست تقسیم سود تحت تاثیر عوامل متعددی قرار دارد، به همین جهت پرداخت کل سود به سهامداران به معنای به حداکثر رساندن ثروت آنان نیست. چراکه سود انباشته منبعی مناسب برای تامین مالی است که با استفاده از آن هم از هزینه تامین مالی ناشی از انتشار سهام اجتناب می کنیم و هم مدیریت شرکت به دلیل انتشار سهام جدید متزلزل نمی گردد، ضمن اینکه اغلب شرکت های کوچک به سهولت قادر به تامین مالی نیستند و بهترین گزینه برای آنها استفاده از سود انباشته است. دوم اینکه استفاده از سود انباشته برای تامین مالی، کمتر موجب تغییر در ساختار سرمایه شرکت می گردد. سوم باید به نیاز سهامداران نیز توجه کرد، مثلاً شرکت ها می بایست متناسب با نرخ تورم میزان سود تقسیمی خود را افزایش دهند تا قدرت خرید سهامداران کاهش نیابد و البته توجه به سلیقه سهامداران در انتخاب بین سود نقدی و منفعت سرمایه ای نیز باید مورد توجه قرار گیرد. نحوه تقسیم سود نقدی شرکت، می تواند حامل اطلاعاتی مهم برای سهامداران باشد. چهارم اینکه گاهی محدودیت های قانونی ای اعمال می شود که دست شرکت را به طور کامل در نحوه تقسیم سود باز نمی گذارد.

به همین جهت این پژوهش با رویکرد یکی از مدل های تصمیم گیری چند معیاره به نام تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی (AHP) به بررسی نظرات خبرگان فعال در حوزه مالی (شرکتی) و سرمایه گذاری (بورسی) می پردازد و به دنبال تعیین این موضوع می باشد که از منظر هر کدام از افراد مختلف مشارکت کننده در بازار سرمایه اعم از مدیران ارشد سازمان ها، وام دهندگان، اعضای هیات مدیره شرکت ها، سهامداران خرد، کلان و نهادی، دیگر ذینفعان، دولت و سایر خبرگان، استراتژی بهینه در ارتباط با تقسیم سود چگونه است و دوم اینکه ماحصل این استراتژی ها به صورت تصمیم گیری اجماعی چگونه خواهد بود؟ و استراتژی نهایی در بازار مالی ایران چیست؟

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش**پیشینه نظری (مروری اختصاری بر نظریات تقسیم سود)**

پرداخت سود نقدی به واسطه عینیت، ملموس بودن و سایر مشخصه های دیگر، از جایگاه ویژه ای برخوردار بوده و بخشی از توان مدیریت معطوف به سیاست گذاری مناسب در این حوزه است (کرمی و دیگران، ۱۳۸۹). اما نکته اینجاست که ریشه یابی دلایل اتخاذ یک سیاست مشخص از سوی شرکت بسیار مهمتر از اجرای سیاست تقسیم سود است چراکه عوامل تعیین کننده سیاست مذکور، نه تنها به تبیین رفتار شرکت ها در گذشته، بلکه ابزاری را برای پیش بینی حرکت و مسیر آتی آنها در این حوزه فراهم می کند. به همین جهت در ارتباط با چگونگی اتخاذ یک سیاست خاص برای تقسیم سود و تبعات آن، از تجزیه و تحلیل تئوری های رفتاری، تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی که در نمودار ۱ دسته بندی شده اند، استفاده می کنند.

^۱ . Black



نمودار ۱- دسته بندی نظرات تقسیم سود

میلر و مودیلیانی^۲ (۱۹۶۱) در نتیجه پژوهش های خود بیان کردند که در صورت وجود بازار کامل و تقارن اطلاعاتی در بازار، نحوه تقسیم سود تاثیری بر ارزش سهام شرکت نمی گذارد. در مقابل گوردون^۳ (۱۹۶۲) معتقد به حالت عدم تقارن اطلاعاتی می باشد و فرض وی بر این است که نحوه سیاست تقسیم سود به ارزش شرکت تاثیر می گذارد (تهرانی، ۱۳۹۳، ص ۵۴۷). نظریات تقسیم سود در صورت وجود بازار ناقص بر اساس سه تئوری مجزا (علامت دهی، نمایندگی و جریان نقد آزاد) تجزیه و تحلیل می شود. در تئوری علامت دهی نحوه تقسیم سود علامتی از عملکرد جاری و آتی شرکت بوده و افزایش سود پرداختی حامل پیام مهمی مبنی بر انتظار بهبود عملکرد شرکت و افزایش در سودآوری آتی است (لیو و چن^۴، ۲۰۱۵). لای^۵ و دیگران (۲۰۱۷) نیز در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که مدیران با تغییر در میزان سود تقسیمی، سود مورد انتظار آتی را به بازار علامت می دهند و بازار نیز به این موضوع واکنش نشان می دهد. در مقابل، مطابق با تئوری نمایندگی و علی رغم وجود قراردادهایی محکم بین مدیران و سهامداران، اغلب انتظار می رود که مدیران فعالیت هایی فرصت طلبانه انجام دهند که برای سهامداران پر هزینه باشد. به همین جهت یکی از راه حل های ارائه شده، حداقل نمودن وجوه نقد در دسترس مدیریت از طریق تقسیم سود نقدی است که تحت دو فرضیه مجزا (نتیجه و جایگزینی) تحلیل می شود: در فرضیه نتیجه، تقسیم سود، نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی بوده و هرچه این حاکمیت ضعیف تر باشد توزیع سود کمتر است و مدیران از جریانات نقد آزاد به منظور سرمایه گذاری در پروژه هایی که سبب افزایش شهرت و اعتبار آنها شده و به نفع خودشان است، استفاده می کنند. در فرضیه جایگزینی اساس تحلیل اینچنینی است که توزیع سود جایگزین حقوق صاحبان سهام شرکت شده و شرکت های با حاکمیت ضعیف تر سود بیشتری تقسیم می کنند تا جانشینی برای ضعف مدیریتی آنها باشد. البته شرکت برای تامین مالی خارجی از بازارهای سرمایه نیاز به کسب اعتبار و وجهه مثبت دارد که تقسیم سود نیز روش خوبی برای تامین این اعتبار است. در تئوری جریان نقد آزاد که ترکیبی از تئوری علامت دهی و نمایندگی است، وجوه باقی مانده در شرکت پس از تامین مالی تمام پروژه های دارای NPV مثبت منجر به ایجاد تضاد و تعارض میان مدیران و سهامداران می گردد زیرا ممکن است این وجوه در جایی صرف شوند که با منافع سرمایه گذاران در تضاد باشد (جنسن^۶، ۱۹۸۶). در نظریات رفتاری بیان می شود که همه افراد و بالتبع آن مدیران، لزوماً به طور کامل، عقلایی رفتار نمی کنند. محققان تجربی بر این باورند که ویژگی های شخصیتی مدیران نیز جزء عوامل مهم در تصمیم گیری های شرکتی به حساب می آید (برتراند و اسکووار^۷، ۲۰۰۳). مثلاً اگر مدیری دچار بیش اطمینانی باشد، نسبت به سودها و جریان های نقدی آتی واحد تجاری خود خوش بین تر بوده و چشم انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارد. به همین جهت مدیر مذکور تاثیرات مثبت بر جریانات نقدی را بیش از واقع و تاثیرات منفی روی آن را کمتر از واقع تخمین می زند و این روند می تواند بر تصمیمات وی و از جمله تصمیم گیری در خصوص تقسیم سود، تاثیر بگذارد. در نهایت شایان توجه است که گاهی مدیران عدم تقسیم سود را یک منفعت هم می دانند چون علاوه بر اینکه وجه نقد کافی در اختیارشان قرار می گیرد، باعث می شود که برای توسعه آتی از تامین مالی خارجی نیز تاحدی بی نیاز شوند. از طرف دیگر بر اساس تئوری

2 . Miller & Modigliani
 3 . Gordon
 4 . Liu & Chen
 5 . Lai
 6 . Jensen
 7 . Bertrand & Schoar

ارضای سهامدار بیکر و وارگلر^۸ (۲۰۰۴) موسوم به تئوری کترینگ^۹، اغلب مدیران بر اساس علایق سهامداران به تقسیم سود می پردازند. مثلا اگر سهام شرکت های پرداخت کننده سود به قیمت بالاتری فروخته شود، سود نقدی بیشتری پرداخت می کنند و اگر به قیمت کمتری فروخته شود، سود تقسیمی پرداخت نمی کنند. در اصل مدیران بیشتر به دنبال رضایت سهامداران و ابقاء خود بر مسند مدیریت هستند (جبارزاده و متوسلی، ۱۳۹۱).

پیشینه تجربی

ترونگ و هنی^{۱۰} (۲۰۰۷) از داده های مقطعی ۸۲۷۹ شرکت بزرگ از ۳۷ کشور استفاده کردند و نتایج پژوهش آنها نشان داد که شرکت هایی که بزرگترین سهامداران آن یک موسسه مالی یا شخص داخلی باشد، تمایل بیشتری به پرداخت سود دارند. از طرف دیگر لی^{۱۱} (۲۰۱۰) به بررسی تاثیر سهامداران اقلیت یا غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود در ۶۳ شرکت استرالیایی در بازه زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۸ پرداخت. پژوهش های وی نشان داد که یک رابطه مثبت و معنادار بین درصد مالکیت سهامداران اقلیت و سیاست تقسیم سود وجود دارد. لاپورتا^{۱۲} و همکاران (۲۰۰۰) اقدام به بررسی و واکاوی سیاست پرداخت سود سهام شرکت های بزرگ در ۴۰۰۰ شرکت از ۳۳ کشور کردند. آنها فرضیه نتیجه و فرضیه جایگزینی را در تئوری نمایندگی به صورت جداگانه مورد بررسی قرار دادند و نتایج حاکی از آن بود که در مدلسازی فرضیه نتیجه بین حمایت قانونی از سهامداران و پرداخت سود تقسیمی ارتباط مثبت وجود دارد و در مدلسازی فرضیه جایگزینی بین مکانیزم های حاکمیتی و تقسیم سود ارتباط معکوس نمایان گشت.

فرانسیس^{۱۳} و دیگران (۲۰۱۱) به بررسی نظام حاکمیت شرکتی و خط مشی تقسیم سود در شرکت های آمریکایی طی سال های ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۳ پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که اثر قانون حمایت از سهامداران اقلیت بر تقسیم سود در شرکت های کوچک و با سازوکار حاکمیت شرکتی ضعیف، مشهودتر است. وانگ^{۱۴} (۲۰۱۲) در پژوهش خود به بررسی روابط شرکت های آمریکایی با مشتریان و عرضه کنندگان اولیه و سیاست تقسیم سود پرداخت. بر اساس نتایج پژوهش های وی، ارتباط منفی و معنادار بین وابستگی یک شرکت بر روابط مشتریان و عرضه کنندگان و سطح سود تقسیمی زمانی بیشتر می شود که سرمایه گذاری های خاص در روابط، مهمتر از کسب و کار واحد تجاری باشد. گرالن و میکائیلی^{۱۵} (۲۰۱۲) با در نظر گرفتن رقابت در بازار محصول به عنوان یک فاکتور انضباطی خارجی استدلال کردند که پرداخت سود سهام می تواند جانشین رقابت باشد. دشماخ^{۱۶} و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که کاهش سود تقسیمی ناشی از بیش اطمینانی مدیران در شرکت های با رشد پایین تر، جریان نقدی کمتر و عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، بیشتر است.

روچی و دیگران (۱۳۹۰) به بررسی نظام راهبردی شرکتی بر سیاست تقسیم سود ۱۰۶ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ پرداخته و نتایج حاکی از آن بود که متغیر تمرکز مالکیت دارای رابطه منفی با نسبت تقسیم سود، و همچنین درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره دارای ارتباط مثبت معناداری با آن هستند. علاوه بر این بین درصد مالکیت نهادی، مدیریتی و خانوادگی و همچنین استقلال هیات مدیره با نسبت تقسیم سود ارتباط معناداری یافت نشد. ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۹) با مطالعه ۷۷ شرکت در قلمرو زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ به این نتیجه رسیدند که مالکیت شرکتی و استقلال هیات مدیره به شکل مثبت و مالکیت نهادی به شکل منفی بر سود تقسیمی شرکت های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران تاثیر گذاشته است. بیابانی و رضی کاظمی (۱۳۹۲) نیز به بررسی ۸۲ شرکت بورسی از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ پرداختند و شواهد دال بر آن بود که شرکت های با مالکیت نهادی در مقایسه با سایر مالکیت ها اعم از شرکتی، مدیریتی و سهامداری حقیقی، سود بیشتری بین سهامداران خود تقسیم می کنند. آنها نیز دریافتند که متمرکز یا پراکنده بودن مالکیت تاثیری بر نسبت سود تقسیمی ندارد.

اعتمادی و احمدیان (۱۳۹۲) نیز به بررسی تاثیر نوع بزرگترین سهامداران بر روی سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج حاکی از آن بود که سیاست تقسیم سود در شرکت هایی که بزرگترین سهامدار آنها داخلی یا دولتی است، به صورت مثبتی متاثر از میزان مالکیت آنهاست در حالی که در شرکت هایی که بزرگترین سهامدار آنها گروه مالی یا هلدینگ

8 . Baker & Wurgler

9 . Catering Theory

10 . Truong & Heaney

11 . Lee

12 . Laporta

13 . Francis

14 . Wang

15 . Grullon & Michaely

16 . Deshmukh

است، سود تقسیمی از نوع مالکیت تاثیر نمی پذیرد. یافته ها نیز حاکی از آن بود که سهامداران داخلی سیاست تقسیم سود پایین تری را اتخاذ می کند و سود انباشته را ترجیح می دهند.

مشایخ و بهزادپور (۱۳۹۳) با مطالعه ۵۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ به این نتیجه رسیدند که بین بیش اطمینانی مدیران و تقسیم سود شرکت، ارتباط منفی و معناداری وجود دارد به گونه ای که مدیران بیش اطمینان، تقسیم سود کمتری دارند. بنی مهد و دیگران (۱۳۹۳) به رابطه منفی و معنادار میان سود پرداختی به سهامداران و بازده پرداختی به اعتباردهندگان پی بردند.

صراف و چاووشی طهرانی (۱۳۹۵) به بررسی ارتباط بین عرضه کنندگان و مشتریان عمده کالا و خدمات با سیاست تقسیم سود ۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که هرچه شرکت مواد اولیه خود را به صورت عمده تهیه کند، توانایی پرداخت سود نقدی کمتری به سهامداران دارد و هرچه محصولات خود را به صورت عمده به فروش برساند، به صورت مستمر و سالانه به توزیع سود نقدی پرداخته و نیاز سهامداران خود را برآورده می سازد. رضایی و عیدان ترک زاده (۱۳۹۱) به بررسی ترکیب اعضای هیات مدیره بر رفتار تقسیم سود پرداختند و دریافتند که نقش دوگانه مدیرعامل و تعداد اعضای هیات مدیره با توجه به اثر تعدیل کننده نوع صنعت، به رفتار تقسیم سود شرکت تاثیر می گذارد.

این پژوهش با استفاده از تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی (AHP) به تحلیل رابطه بین دولت، سهامداران، وام دهندگان و ذینفعان در ارتباط با سیاست تقسیم سود پرداخته و نتیجه نهایی حاصل از اجماع نظرات را بر اساس اوزانشان پیدا کرده است. در بورس و اوراق بهادار تهران در رابطه با معمای تقسیم سود و تضاد میان افراد ذینفع، پژوهش های متعددی انجام شده اما هیچ یک از آنها این موضوع را با رویکرد AHP و مبتنی بر تصمیمات مستقیم مشارکت کنندگان در بازار مورد بررسی قرار نداده است که این از نوآوری های پژوهش حاضر به شمار می رود.

فرضیه ها یا سوالات پژوهش

هدف اصلی پژوهش حاضر، شناسایی عوامل و معیارهای (مراجع تصمیم گیرنده) تاثیرگذار و رتبه بندی آنها بر اساس روش تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی (AHP) در ارتباط با تقسیم سود نقدی شرکتها است. به همین جهت به دلیل ماهیت اکتشافی بودن آن، سوالات اساسی مرتبط با تقسیم سود نقدی در این پژوهش به شرح ذیل اند:

- ۱) اولویت بندی مراجع تصمیم گیرنده در ارتباط با تقسیم سود نقدی شرکتها چگونه است؟
- ۲) ذیل معیار سهامداران، نظر کدامیک از آنها بر بقیه ارجحیت دارد و استراتژی انتخابی نهایی چیست؟
- ۳) از میان وام دهندگان، نظر کدامیک بر دیگری مقدم است و استراتژی انتخابی هر کدام از آنها و استراتژی نهایی شان چیست؟
- ۴) در بین ذینفعان، کدامیک بر سایرین برتری دارند و استراتژی هر کدام از این افراد و برآیند آن چیست؟
- ۵) برآیند نظرات ذینفعان شرکتها در ارتباط با استراتژی های تقسیم سود نقدی چیست؟

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از حیث ماهیت، توصیفی و از نظر هدف و نتیجه اکتشافی- کاربردی است. برای تهیه شاخص ها از مطالعات کتابخانه ای و مشاهدات عینی استفاده شده است. این پژوهش بر اساس شاخص های مذکور به بررسی و مقایسه تغییرات در سیاست های میزان سود پرداختی می پردازد. جامعه آماری پژوهش خبرگان، مدیران ارشد و متخصصان سازمان بورس و اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۷ و اوایل ۱۳۹۸ است و افرادی که پرسشنامه ها را تکمیل کرده اند یک نمونه ۳۲۵ نفری از آنها می باشند که به صورت نمونه برداری در دسترس انتخاب شده اند و اطلاعات اولیه در مورد این افراد در جدول «۱» آورده شده است.

جدول ۱- تعداد پاسخ دهندگان و مدرک تحصیلی آنها

تعداد پاسخ دهندگان (رشته و مدرک تحصیلی)				تعداد پرسنامه های ارائه و تکمیل شده				
دکتری	ارشد	لیسانس		نوسانگیر (۲۵)	خرد (۱۰)	سهامداران (۱۰)	مدیران (۲۵)	
۱۵	۴۰	۲۰	اقتصاد	کوتاه مدتی (۲۵)				
۱۵	۵۵	۲۵	حسابداری	بلندمدتی (۲۵)				
۲۰	۵۰	۱۰	مالی	دولتی (۱۰)				
۱۰	۳۰	۵	سایر مدیریت ها	نوع اول (۲۰)	نهادی (۱۰)			
۰	۲۰	۱۰	سایر رشته ها	نوع دوم (۱۵)				
				نوع سوم (۱۵)				
				محض (۱۰)		وام دهندگان (۱۰)		
				صاحبان سهام (۱۵)		دولت-		
				سازمان امور مالیاتی (۱۰)		سایر ذینفعان (۱۰)		
				مشتریان (۲۰)				
				عرضه کنندگان (۲۰)				
				سهامدار (۱۵)	کارمندان و مدیران (۲)			
				غیر سهامدار (۱۵)				

باید توجه داشت علیرغم اینکه برای تعیین حجم بهینه نمونه فرمول های متعددی وجود دارد اما در روش AHP که مبتنی بر نظر خبرگان است، هیچ فرمول یا شیوه ای برای تعیین حجم نمونه و تعداد پرسشنامه ای که می بایست تکمیل گردد، مشخص نشده (رجوع شود به پژوهش های بیبی^{۱۷} (۲۰۱۳)، و نشست بین المللی تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی^{۱۸} (۲۰۱۶) در لندن) و این موضوع به خود پژوهشگران و همچنین میزان در دسترس بودن افراد نمونه واگذار شده است.

پس از بررسی منابع مختلف اعم از کتابها، مقالات، و پایگاه های معتبر اینترنتی، با پرسشنامه نظر خبرگان جمع آوری و سنجیده شد و بر اساس فرآیند تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی، استراتژی ها بر اساس اوزان نشان رتبه بندی شدند. شایان ذکر است که نرم افزاری که برای تحلیل های AHP کاربرد دارد موسوم به Expert Choice می باشد، اما در این پژوهش از فرمول نویسی در اکسل استفاده شده است. پیش از بیان نتایج و یافته ها، یادآوری می گردد که به منظور اجرای هر چه دقیق تر پژوهش، ابتدا پرسشنامه در اختیار تنی چند از متخصصان و صاحب نظران قرار گرفت و پس از نظرات اصلاحی، روایی آن مورد تایید واقع شد و پایایی پرسشنامه نیز با آلفای کرونباخ ۹۳ درصد به تایید رسید.

17. Baby, S.

18. The International Symposium of Analytic Hierarchy Process (ISAHP)

تجزیه و تحلیل داده‌ها

شناسایی معیارها (مراجع ذینفع) در ارتباط با تقسیم سود

تصمیم‌نهایی در ارتباط با تقسیم سود را مدیران و اعضای هیات مدیره اتخاذ می‌کنند. هر سیاستی که در این زمینه به عرصه اجرا می‌رسد، می‌بایست منجر به حداکثر شدن ثروت سهامداران گردد اما گاهاً مدیران مطابق میل خود یا سهامداران نهادی رفتار می‌کنند تا منفعتی بدست آورند یا اینکه بر مسند خود ابقاء شوند. تحلیل موضوع بر مبنای روش سلسله مراتبی این امکان را فراهم می‌سازد که نظرات تمامی افراد ذینفع را دانسته و از منظر جدیدی به موضوع نگاه کنیم. در ادامه مراجع ذینفع و گاهاً دخیل در این تصمیم‌گیری را به همراه نظرات احتمالی ایشان تعریف می‌کنیم.

الف- سهامداران: سهامداران مالکان اصلی شرکت هستند و هدف اصلی آنها به حداکثر رساندن ثروتشان می‌باشد. ایشان به علت نیازهای متفاوت ممکن است نظرات مختلفی در ارتباط با میزان و نحوه تقسیم سود داشته باشند، به همین جهت آنها در سه دسته جداگانه طبقه بندی شده‌اند.

دسته اول سهامداران خرد هستند که به سه زیر طبقه با استراتژی‌های نوسانگیری، کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌شوند. نوسانگیران افرادی هستند که با خرید سهم به دنبال یک فراز و فرود، کسب سود مناسب و خروج از آن هستند. پیش‌بینی می‌شود که تقسیم سود برای آنها اهمیتی ندارد چراکه عموماً منتظر نمی‌مانند که نماد سهم بسته شود و به مجمع رود تا سودی برای آن تعیین گردد. آنها بیشتر روی منفعت سرمایه‌ای ناشی از تغییر کوتاه‌مدت در قیمت سهم و گاهاً سفته‌بازی متمرکز هستند. سهامداران با استراتژی کوتاه‌مدت، هر سهمی را که از لحاظ بنیادی و بیشتر تکنیکالی مناسب است خریداری کرده و گاهاً تا چند ماه در پرتفوی خود نگهداری می‌کنند تا به بازده قیمتی مورد انتظار برسند (نه لزوماً). به نظر می‌رسد که این افراد توجه ویژه‌ای به سود تقسیمی داشته باشند و در صورت مجاورت زمانی با مجمع، عموماً تا پایان مجمع و تقسیم سود صبر می‌کنند. سهامداران با استراتژی بلندمدت هر سهم قابل رشدی که علی‌الخصوص از لحاظ بنیادی وضعیت مناسبی داشته باشد، خریداری نموده و حداقل برای یک سال در پرتفوی خود نگهداری می‌کنند. این نوع از سهامداران بر اساس نیازهایشان دید متفاوتی نسبت به سود تقسیمی دارند. مثلاً ممکن است یک فرد بازنشسته مایل به تقسیم سود نقدی بیشتر باشد تا با آن نیازهای مالی خود را رفع کند و توجهی به سایر متغیرها نکند یا یک فرد غیر بازنشسته نیز برای تهیه کالاهای مورد نیازش یا هدفی دیگر نظیر سرمایه‌گذاری مجدد در سهام یا سایر دارایی‌ها تقسیم سود بیشتر را ترجیح دهد. به همین جهت رفتار سهامداران خرد با استراتژی بلندمدت کمی پیچیده است.

دسته دوم سهامداران دولتی هستند. دولت‌ها (در ایران) نسبت به تقسیم سود نقدی دو دیدگاه متقابل دارند. آنها از یک سو اگر دچار کسری بودجه باشند یا پیش‌بینی بر کسری در بودجه آتی کنند، مایل به تقسیم بیشتر سود نقدی و افزایش درآمدهای خود از طریق سود سهامداری در شرکت‌ها هستند. البته اگر در برنامه‌های توسعه نیز، درآمد سرانه کشور بیشتر از درآمد فعلی افراد جامعه برنامه‌ریزی شده باشد، مجدداً ممکن است مایل به تقسیم بیشتر سود نقدی و کمتر کردن این شکاف باشند. در حالت متقابل نیز دولت‌ها معتقدند که شرکت‌ها برای توسعه آتی خود نیازمند وجه نقد و سرمایه‌گذاری بیشتر در پروژه‌های سودآور هستند، به همین جهت ممکن است قوانینی وضع کنند که سهامداران و حتی خود شرکت‌ها کمتر مایل به پرداخت سودهای نقدی بالا باشند و بیشتر وجوه مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری گردد.

دسته سوم سهامداران یا سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشند که آنها نیز به سه طبقه تفکیک می‌شوند. طبقه اول شامل شرکت‌هایی (نظیر شرکت‌های سرمایه‌گذاری بوعلی، صنعت بیمه، بهمن، توسعه ملی و...) است که هدف آنها از سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها، مدیریت پرتفوی و کسب سود می‌باشد. شرکت‌های موجود در طبقه دوم (نظیر سرمایه‌گذاری‌های داروپخش، مسکن، پتروشیمی و...) به دنبال اعمال مدیریت و تعیین اعضای هیات مدیره سایر شرکت‌ها در یک یا چند صنعت خاص هستند و شرکت‌های طبقه سوم (نظیر سرمایه‌گذاری‌های غدیر، بانک ملی، صندوق بازنشستگی و...) بیشتر وابسته به نهادهای بزرگی چون شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و هلدینگ‌های بزرگ مالی بوده و دارای اهدافی بلندمدت نظیر تلفیقی از اعمال مدیریت و همچنین کسب سود از سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشند (راعی و دیگران، ۱۳۹۲، صص ۲۵۰-۲۵۳). در مورد تمام سهامداران (اعم از خرد، دولتی و نهادی) مسائلی از قبیل هزینه نمایندگی و... نیز مطرح است. مثلاً ممکن است درگیر این مساله باشند که اگر سود کمتری تقسیم شود، این احتمال وجود دارد که مدیران از وجوه باقی‌مانده در شرکت در جهت منافع شخصی خودش سوءاستفاده کنند.

ب- وام‌دهندگان: شرکت‌ها با رعایت منافع سهامداران می‌توانند وام دریافت کرده یا اینکه اوراق منتشر کنند که البته اجازه انتشار اوراق باید در اساسنامه شرکت قید شده باشد، و آلاً می‌بایست به تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده برسد. باید توجه داشت که طبق ماده ۵۱

قانون تجارت، فقط شرکت های سهامی عام قادر به تامین مالی از اوراق هستند و شرکت های سهامی خاص می توانند برای تامین مالی از طریق بدهی از وام های بانکی یا اشخاص استفاده کنند (صادقی شریف و فدائی نژاد، ۱۳۸۹، صص ۵۱-۵۵).

بنابراین وام دهندگان افراد یا نهادهایی هستند که به شرکت وام با نرخ بهره توافقی و یا عرفی پرداخت کرده و در مقابل دارای اوراق بدهی شرکت شده اند اما بر خلاف سهامداران مالک شرکت نمی باشند و در هنگام ورشکستگی یا تسویه شرکت نیز بر سهامداران تقدم دارند. در این مقاله وام دهندگان به دو دسته وام دهنده محض و وام دهنده صاحب سهام تقسیم شده اند. وام دهندگان محض کسانی هستند (حقیقی یا حقوقی) که صرفاً به شرکت وام داده اند و لذا بدهی است که کمتر مایل به افزایش سود تقسیمی باشند چراکه وجوه از شرکت خارج شده و امکان عدم توانایی در پرداخت اقساط وام افزایش می یابد و ریسک به همراه دارد. وام دهندگان صاحب سهام شرکت کسانی هستند که علاوه بر اینکه به شرکت وام داده اند، سهام شرکت را نیز خریده اند یا اینکه حق تبدیل بدهی خود به سهام شرکت را دارند.

ج- سازمان امور مالیاتی: مالیات ها مهمترین و گسترده ترین درآمد دولت ها می باشند و اقتصاد بخش عمومی بسیاری از کشورها بر این پایه استوار است (شیرکوند و سبزه، ۱۳۹۵، ص ۱۴۳). در ایالات متحده آمریکا و بعضی از کشورهای دیگر، بر سود تقسیمی و منفعت سرمایه ای مالیات وضع می گردد اما در ایران مطابق ماده ۱۴۳ مکرر قانون مالیات های مستقیم از معاملات سهام مالیات اخذ می شود (ابراهیمی، ۱۳۹۶، ص ۱۰۳). هرچه قیمت سهام افزایش یابد، هنگام معامله مالیات بیشتری اخذ می گردد و در نتیجه ممکن است که برای سازمان امور مالیاتی، تقسیم سود نقدی که منجر به کاهش قیمت سهام و بالتبع کاهش میزان مالیات پرداختی هنگام معامله سهم شود، مطلوبیت نداشته باشد. در مقابل نیز باید به این نکته توجه کرد که پرداخت بیشتر سود تقسیمی باعث جذابیت سهم نیز می شود و افزایش تقاضای احتمالی از آن باعث رشد قیمت و همچنین معاملات بیشتر آن شده و در نتیجه مالیات بیشتری نصیب سازمان می گردد. بررسی دقیق تر این موضوع خارج از اهداف این پژوهش است.

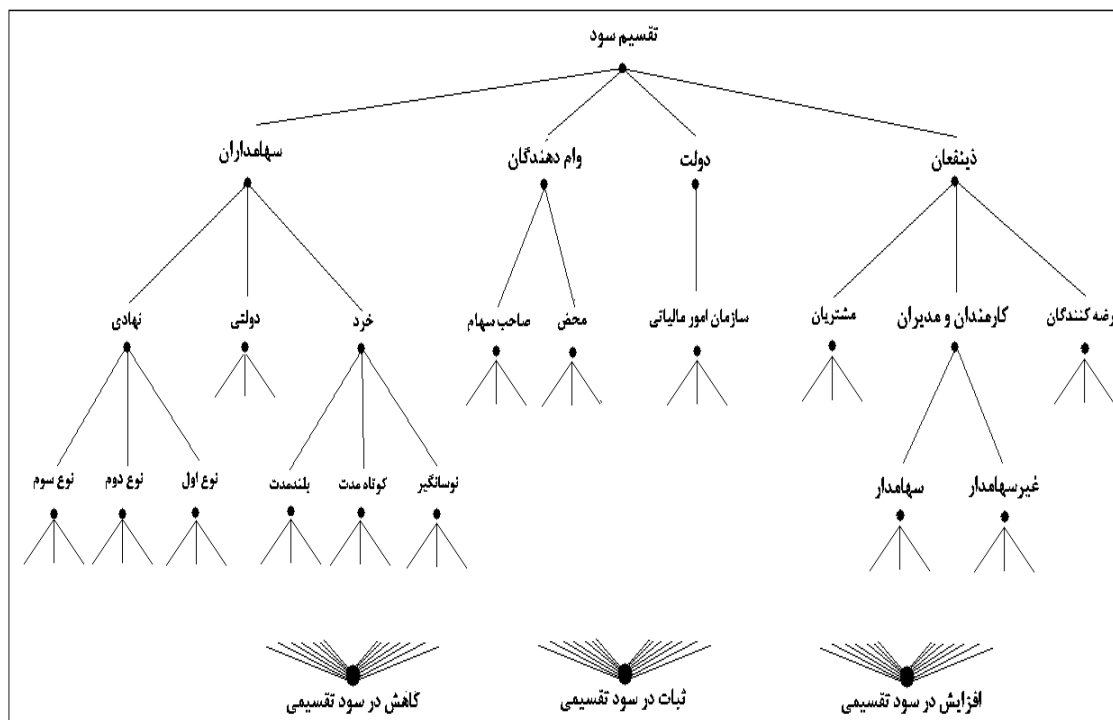
د- ذینفعان: در ارتباط با تقسیم سود افراد دیگری هم هستند که ذینفع و گاه صاحب نظر بوده و همه آنها در گروهی جداگانه به نام سایر ذینفعان (یا همان ذینفعان) شرکت قرار گرفته اند. ذینفعان به سه طبقه جداگانه عرضه کنندگان کالاها و خدمات اولیه، مشتریان کالاها و خدمات، و افراد داخلی شرکت (چه سهامدار باشند و چه نباشند) تقسیم می شوند. بررسی های صراف و چاووشی طهرانی (۱۳۹۵) نشان داد که هرچه شرکت مواد اولیه خود را به صورت عمده تهیه کند، توانایی پرداخت سود نقدی کمتری دارد و البته عرضه کنندگان نیز برای کاهش ریسک وصول مطالبات خود نیز مایل به کاهش سود تقسیمی شرکت هستند. در مقابل هرچه مشتریان دارای خریدهای عمده باشند، امکان پرداخت سود نقدی نیز افزایش می یابد. در پیشینه پژوهش نیز دیدیم که طبق بررسی های اعتمادی و احمدیان (۱۳۹۲) سهامداران داخلی سیاست تقسیم سود کمتر را ترجیح می دهند.

اولویت بندی بر اساس فرآیند سلسله مراتبی

فرآیند تحلیل سلسله مراتبی (AHP) یکی از روش های جبرانی MADM به منظور تصمیم گیری و انتخاب یک گزینه از میان گزینه های متعدد تصمیم با توجه به شاخص های مورد نظر تصمیم گیرنده است. این روش در سال ۱۹۸۰ به همت توماس ساتی^{۱۹} ابداع گردید (مهرگان، ۱۳۹۲، ص ۱۶۸) و یکی از فنون تصمیم گیری چند منظوره به صورت یک فرآیند سنتز ریاضی و یک شیوه جبری تصمیم گیری با مقیاس نسبی است. اساس آن بر مبنای مقایسات زوجی (دو دوئی) متغیرها و شاخص ها است و برای چنین مقایسه ای می بایست از تصمیم گیرندگان اقدام به جمع آوری اطلاعات به وسیله پرسشنامه کنیم. مراحل AHP در ارتباط با موضوع پژوهش به شرح ذیل است:

مرحله اول: مدل سازی به معنای تعیین اهداف (که در این پژوهش همان تقسیم سود نقدی است)، شاخص های اصلی (ذینفعان، دولت، وام دهندگان و سهامداران)، شاخص های فرعی (عرضه کنندگان، مشتریان، سازمان امور مالیاتی، وام دهندگان محض، وام دهندگان صاحب سهام، سهامداران خرد، سهامداران دولتی و سهامداران نهادی)، زیرلایه ها یا شاخص های سطح سوم (سهامداران خرد با استراتژی نوسانگیری، کوتاه مدتی و بلندمدتی، و سهامداران نهادی نوع اول، دوم و سوم) و در نهایت تعیین گزینه های تصمیم (افزایش، ثبات و یا کاهش در میزان سود تقسیمی) است که در نمودار ۲ به صورت درختی رسم شده است.

19. Thomas Saaty



نمودار ۲ - نمایش سلسله مراتبی مساله تقسیم سود

مرحله دوم: جمع آوری داده ها و تشکیل ماتریس مقایسات زوجی در این مرحله انجام می گردد. ابتدا پرسشنامه به افراد داده می شود و نتایج انتخاب هر فرد در ماتریس مقایسات زوجی اولیه درج می گردد. میانگین هندسی اعداد متناظر در پرسشنامه های با موضوع یکسان و پاسخ دهندگان متفاوت را در ماتریس های ثانویه مقایسات زوجی قرار می دهند. در اصل به جهت تعیین اهمیت نظرات مرتبط با تقسیم سود، ۲۵ پرسشنامه به ۲۵ مدیرعامل از مدیران شرکت های سهامی پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران داده شد تا به درج ترجیحات خود در ارتباط با ترجیح هر یک از ذینفعان، دولت، وام دهندگان و سهامداران نسبت به دیگری بپردازند. سپس میانگین هندسی اعداد متناظر با وزن هایی متناسب با مجموع دارایی هایشان محاسبه شده و در جدول ثانویه مقایسات زوجی قرار گرفت. به عبارت دیگر نظر مدیرعاملی که مجموعه تحت مدیریتش بزرگتر باشد (از منظر میزان دارایی ها)، وزن بیشتری می گیرد. به منظور جلوگیری از اطاله کلام و عدم مطالب اضافی، از آوردن ماتریس های مقایسات زوجی اولیه و ثانویه اجتناب شده اما خلاصه اطلاعات در مورد پاسخ دهندگان در جدول ۲ درج شده است. در ضمن آوردن اسامی پاسخ دهندگان و شرکت ها به علت رعایت اصول اخلاق حرفه ای و همچنین مستتر ماندن استراتژی های حساس مالی جایز نمی باشد.

جدول ۲ - خلاصه اطلاعات پاسخ دهندگان

وزن داده شده به هر پرسشنامه	موضوع پرسشنامه (برای سنجش ترجیح یا اهمیت شاخص ها و استراتژی ها)	پاسخ دهندگان	تعداد پرسشنامه
میزان دارایی شرکت	ترجیح ذینفعان، وام دهندگان، دولت و سهامداران(تحت هدف تقسیم سود)	مدیرعامل و هیات مدیره	۲۵
میزان دارایی شرکت	مشتریان، عرضه کنندگان و کارمندان(تحت شاخص ذینفعان)	مدیرعامل و هیات مدیره	۱۰
میزان دارایی شرکت	وام دهندگان محض و صاحب سهام(تحت شاخص وام دهندگان)	مدیرعامل و هیات مدیره	۱۰
میزان دارایی شرکت	سهامداران خرد، نهادی و دولتی(تحت شاخص سهامداران)	مدیرعامل و هیات مدیره	۱۰
وزن برابر	افراد با استراتژی نوسانگیری، کوتاه مدت و بلندمدت(تحت شاخص سهامداران خرد)	مدیرعامل و هیات مدیره	۱۰
وزن برابر	سهامداران نهادی نوع اول، دوم و سوم(تحت شاخص سهامداران نهادی)	مدیرعامل و هیات مدیره	۱۰
وزن برابر	کارمندان و مدیران سهامدار و غیر سهامدار شرکت(تحت شاخص ذینفعان)	مدیران ارشد سازمان	۱۰
متناسب با پرتفویشان	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	سهامدار با استراتژی نوسانگیری	۲۵
متناسب با پرتفویشان	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	سهامدار با استراتژی کوتاه مدت	۲۵
متناسب با پرتفویشان	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	سهامدار با استراتژی بلند مدت	۲۵
وزن برابر	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	سهامدار دولتی	۱۰
وزن برابر	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	سهامدار نهادی نوع اول	۲۰
وزن برابر	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	سهامدار نهادی نوع دوم	۱۵
وزن برابر	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	سهامدار نهادی نوع سوم	۱۵
متناسب با میزان وام	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	وام دهندگان محض	۱۰
وزن برابر	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	وام دهندگان سهامدار	۱۵
وزن برابر	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	سازمان امور مالیاتی	۱۰
وزن برابر	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	مشتریان عمده محصولات	۲۰
وزن برابر	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	عرضه کنندگان عمده مواد اولیه	۲۰
وزن برابر	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	کارمندان و مدیران سهامدار	۱۵
وزن برابر	استراتژی افزایش، ثبات یا کاهش در میزان سود تقسیمی	کارمندان و مدیران غیر سهامدار	۱۵

مرحله سوم: محاسبه وزن های نسبی و تعیین اولویت هر یک از عناصر تصمیم با استفاده از اطلاعات ماتریس های ثانویه مقایسات زوجی است. برای اینکار ابتدا هر درایه را بر مجموع درایه های روی ستون خودش تقسیم کرده تا ماتریس مقایسات زوجی نرمال شده بدست آید و سپس میانگین حسابی هر سطر را بدست می آوریم. هر استراتژی تصمیمی که وزن بیشتری برای آن محاسبه شد، بر دیگر استراتژی ها اولویت دارد.

مرحله چهارم: محاسبه نرخ ناسازگاری برای هر پرسشنامه به دو جهت است. اول اینکه تا چه حد می توان به اولویت های حاصل از مقایسات اعتماد کرد و دوم اینکه آیا پاسخ دهندگان به صورت منطقی و عقلایی به پرسش ها پاسخ داده اند یا اینکه پرسشنامه و بیان ترجیحات به صورت تصادفی تکمیل شده است. تجربه نشان داده که اگر نرخ ناسازگاری کمتر از ۰/۱ باشد، سازگاری مقایسات پذیرفتنی است و در غیر این صورت مقایسه ها باید دوباره انجام شوند(مهرگان، ۱۳۹۲، ص ۱۷۸). در پژوهش حاضر تمامی نرخ های ناسازگاری بسیار کوچک و قابل قبول بودند. در هر موردی که نرخ ناسازگاری بیشتر از ۰/۱ محاسبه شد، پرسشنامه ها مجدداً بین پاسخ دهندگان توزیع

گردید و پس از تاکید بر دقت در تکمیل دوباره آنها، نرخ ناسازگاری قابل قبولی بدست آمد. برای محاسبه شاخص سازگاری از معادله تصمیم‌گیری گروهی استفاده می‌شود. در جداول ۳ و ۴ خلاصه عملیات مراحل دوم و سوم آورده شده است. مقادیر وزن نسبی و نرخ ناسازگاری محاسبه شده و اولویت‌های اولیه نیز معین شده‌اند. شایان ذکر است که اعدادی که زیر آنها خط کشیده شده است، وزن و اهمیت بیشتری نسبت به سایر شاخص‌ها دارند و بر بقیه ترجیح داده می‌شوند.

جدول ۳ - ماتریس‌های وزن نسبی مربوط با شاخص‌ها

نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	سهامداران				نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	ذینفعان
۰/۰۱۲	۰/۰۸۶	خرد	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	مدیریت	۰/۰۳۹	<u>۰/۵۵۱</u>	عرضه کنندگان
	۰/۱۹۱	دولتی					۰/۰۵۸	مدیران و کارکنان
	<u>۰/۷۲۳</u>	نهادی					۰/۳۹۱	مشتریان
نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	مدیران و کارکنان	۰/۰۰۳	۰/۱۹۱	ذینفعان	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	وام دهندگان
۰/۰۰۰	۰/۳۵۵	غیر سهامدار		۰/۰۶۲	دولت	۰/۰۰۰	۰/۱۶۱	محض
	<u>۰/۶۴۵</u>	سهامدار		۰/۱۰۹	وام دهندگان		<u>۰/۸۳۹</u>	سهامدار
نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	سهامداران نهادی		<u>۰/۶۳۸</u>	سهامداران	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	سهامداران خرد
۰/۰۹۵	۰/۱۲۳	نوع اول				۰/۰۷۱	۰/۱۸۹	نوسان گیران
	<u>۰/۶۴۸</u>	نوع دوم					۰/۲۳۶	کوتاه مدت ها
	۰/۲۲۹	نوع سوم					<u>۰/۵۷۵</u>	بلند مدت ها

جدول ۴- وزن نهایی هر استراتژی برای شاخص ها

کارکنان سهامدار		کارکنان غیر سهامدار		مشتریان		عرضه کنندگان		استراتژی
نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	
۰/۰۳۳	۰/۵۳۱	۰/۰۶۵	۰/۲۶۳	۰/۱	۰/۴۲۸	۰/۰۰۹	۰/۲۱	افزایش سود تقسیمی
	۰/۲۵۲		۰/۳۸۷		۰/۳۱۸		۰/۲۲۸	ثبات سود تقسیمی
	۰/۲۱۷		۰/۳۵		۰/۲۵۴		۰/۵۶۲	کاهش سود تقسیمی
نوسانگیر(سهامدار خرد)		وام دهنده سهامی		وام دهندگان محض		دولت(سازمان امور مالیاتی)		استراتژی
نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	
۰/۰۰۲	۰/۰۸۹	۰/۰۷۵	۰/۳۹	۰/۰۶	۰/۱۰۳	۰/۰۳۹	۰/۱۶۹	افزایش سود تقسیمی
	۰/۱۷۸		۰/۴۷		۰/۲۱۵		۰/۳۷۵	ثبات سود تقسیمی
	۰/۷۳۳		۰/۱۴		۰/۶۸۲		۰/۴۵۶	کاهش سود تقسیمی
سهامدار نهادی نوع اول		سهامدار دولتی		بلندمدتی(سهامدار خرد)		کوتاه مدتی(سهامدار خرد)		استراتژی
نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	
۰/۰۰۳	۰/۴۷۴	۰/۰۰۱	۰/۶۳۷	۰/۰۲۱	۰/۶۱۸	۰/۰۰۷	۰/۶۱۲	افزایش سود تقسیمی
	۰/۴۲۷		۰/۲۷۶		۰/۲۸۲		۰/۳۱	ثبات سود تقسیمی
	۰/۰۹۹		۰/۰۸۷		۰/۱		۰/۰۷۸	کاهش سود تقسیمی
				سهامدار نهادی نوع سوم		سهامدار نهادی نوع دوم		استراتژی
				نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	نرخ ناسازگاری	وزن نسبی	
				۰/۰۱۶	۰/۲۵۹	۰/۰۴۲	۰/۲۶۷	افزایش سود تقسیمی
					۰/۵۸۸		۰/۶	ثبات سود تقسیمی
					۰/۱۵۳		۰/۱۳۳	کاهش سود تقسیمی

مرحله پنجم: وزن های نهایی هر گزینه را با در نظر گرفتن وزن های نسبی و اوزان معیارها محاسبه می کنند. برای اینکار کافیست وزن های نسبی هر گزینه که در جدول ۳ درج شده را در اوزان شاخص ها که در جدول ۴ آمده اند به صورت ماتریسی ضرب و سپس همه را باهم جمع کنیم. شایان ذکر است که: ۱. شاخص کل سهامداران از عملیات جبری روی اوزان سهامداران خرد، دولتی و نهادی، ۲. شاخص کل وام دهندگان از عملیات جبری روی وام دهندگان محض و وام دهندگان سهامدار، ۳. و ذینفعان نیز به همین گونه از انجام همین عملیات روی عرضه کنندگان کالا و خدمات، کارکنان(سهامدار و غیر سهامدار) و مشتریان بدست می آیند. در این قسمت نحوه محاسبات ماتریسی مزبور آورده نشده و فقط محاسبات ماتریسی نهایی آورده شده است.

		ذینفعان		سهامداران		وام دهندگان		دولت		ذینفعان		نتیجه کل	
افزایش	*	۰/۱۹۱	۰/۳۷۸	۰/۳۴۴	۰/۱۶۹	۰/۲۶۱	۰/۳۳۸	افزایش					
		۰/۰۶۲	۰/۴۹۱	۰/۴۲۹	۰/۳۷۵	۰/۲۴۹	۰/۴۳۱	ثبات					
		۰/۱۰۹	۰/۱۳۱	۰/۲۲۷	۰/۴۵۶	۰/۴۹۰	۰/۲۳۱	کاهش					
		۰/۶۳۸											

نتیجه گیری و بحث

در محیط پیچیده و متغیر امروزی، مدیران همواره با مسائل و مشکلات متعددی مواجه هستند که برای مقابله با این پیچیدگی ها و رفع معضلات باید ابزارهای نوینی را به کار گیرند. گاهی این ابزارها از قبل وجود دارند و گاهی باید تغییراتی در ابزارهای قبلی ایجاد کرده و سپس آنها را برای حل مشکلات فعلی به کار گرفت. اما اغلب، مسائل به قدری پیچیده می شوند که نیاز است چندین ابزار با یکدیگر ادغام شده تا شیوه های جدید ابداع گردد که به وسیله آن بتوانیم پاسخی درخور برای مشکل ایجاد شده، فراهم آوریم. امروزه گسترش علوم میان رشته ای به کمک متخصصین آمده و روش های جدیدی را به منظور حل این پیچیدگی ها و مشکلات ابداع کرده است. در این پژوهش از تصمیم گیری با معیارهای چندگانه و به روش تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی برای حل مسئله تقسیم سود شرکت ها با فرض افزایش در میزان سود خالص حقیقی شرکت (سود خالص اسمی ای که با نرخ تورم تعدیل شده) استفاده شده و مدلی ارائه گشته که مدیران را با استفاده اقتضایی از آن در برخورد با این مشکل، تواناتر کند. نتایج این پژوهش نشان داد که:

۱. در پاسخ به اولین سوال پژوهش مبنی بر اولویت بندی مراجع تصمیم گیرنده در تقسیم سود نقدی، مدیران از بین چهار دسته از مراجع تصمیم گیرنده، همواره نظرات سهامداران را بر نظر سایرین ترجیح می دهند. در پژوهش های لاپورتا^{۲۰} و دیگران (۲۰۰۰)، ترانگ و هنی^{۲۱} (۲۰۰۷)، لی^{۲۲} (۲۰۱۰)، فرانسس^{۲۳} و دیگران (۲۰۱۱)، ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۹)، رضایی و عیدان ترک زاده (۱۳۹۱)، اعتمادی و احمدیان (۱۳۹۲) و بیابانی و رضی کاظمی (۱۳۹۲) نیز به نقش بی بدیل سهامداران در ارتباط با اتخاذ استراتژی تقسیم سود نقدی اشاره شده است. سلسله مراتب ترجیحات مدیران به ترتیب شامل سهامداران، ذینفعان، وام دهندگان و دولت است.

۲. طبق یافته های این پژوهش و در پاسخ به دومین سوال آن مبنی بر اولویت تصمیم گیری و نوع استراتژی انتخابی ذیل معیار سهامداران، اولویت به ترتیب با سهامداران نهادی، دولتی و سپس خرد است. از میان سرمایه گذاران نهادی، نوع دوم بر بقیه برتری دارد و از میان سهامداران خرد نیز سرمایه گذاران با استراتژی بلندمدت بر سایرین ترجیح داده می شوند. مطابق جداول ۳ و ۴ باید توجه نمود که سهامداران خرد با استراتژی بلندمدت، خواهان افزایش سود تقسیمی هستند که با نتایج بدست آمده توسط لی (۲۰۱۰) همخوانی دارد و سهامداران نهادی نوع دوم نیز خواستار ثبات در سود تقسیمی هستند که نتایج پژوهش های ترانگ و هنی (۲۰۰۷) نیز مؤید این ادعا است. اما ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۹) نشان دادند که رابطه ای منفی بین مالکیت نهادی و میزان سود تقسیمی است. در مقابل نیز طبق بررسی های بیابانی و رضی کاظمی (۱۳۹۲) افزایش مالکیت نهادی در شرکت، سود تقسیمی افزونتری را موجب می شود. طبق نتایج پژوهش حاضر سهامداران دولتی مایل به افزایش سود تقسیمی هستند که پژوهش های اعتمادی و احمدیان (۱۳۹۲) نیز مؤید این ادعا است. نتیجه نهایی تصمیمات سهامداران نیز طبق آخرین ماتریس تصمیم گیری، انتخاب استراتژی ثبات در سود تقسیمی می باشد.

۳. در پاسخ به سومین سوال پژوهش مبنی بر ترجیح کدامیک از وام دهندگان بر دیگری و استراتژی اتخاذی توسط هریک از آنان؛ طبق یافته ها، مدیران و اعضای هیات مدیره شرکت ها، وام دهندگان صاحب سهام را بر وام دهندگان محض ترجیح می دهند و نکته اینکه وام دهندگان محض به شدت مایل به کاهش میزان سود تقسیمی هستند اما وام دهندگان صاحب سهام استراتژی ثبات در سود تقسیمی را ترجیح می دهند. بنی مهد و دیگران (۱۳۹۳) نیز در بررسی های خود به رابطه منفی بین سود پرداختی به سهامداران و بهره پرداختی به اعتبار دهندگان پی برده بودند.

۴. در پاسخ به چهارمین سوال پژوهش مبنی بر ترجیحات ذینفعان؛ نتایج پژوهش نشان داد که مدیران از میان ذینفعان، وزن بیشتری به عرضه کنندگان کالاها، مواد و خدمات اولیه می دهند. عرضه کنندگان مواد اولیه خواهان کاهش در میزان سود نقدی پرداختی هستند، گویا دلیلشان این است که ممکن است شرکت در حساب های پرداختی نکول کند. مشتریان نیز خواستار افزایش در سود تقسیمی نقدی شرکت بودند. مطالعات صراف و چاووشی تهرانی (۱۳۹۵) نشان داد که هرچه تهیه مواد اولیه به صورت عمده باشد، مدیران نیز مایل به پرداخت کمتر سود نقدی تقسیمی هستند و از طرفی هرچه فروش محصولات به صورت عمده انجام گیرد، پرداخت سود نقدی از سوی مدیران بیشتر خواهد شد. شایان توجه است که کارکنان و مدیران سهامدار خواستار افزایش در میزان سود پرداختی هستند در حالی که در پژوهش اعتمادی و احمدیان (۱۳۹۲) نشان می داد که سهامداران داخلی، سیاست تقسیم سود کمتری را ترجیح می دهند. کارکنان و مدیران غیر سهامدار نیز مایل به ثبات در پرداخت سود تقسیمی می باشند.

20 . Laporta

21 . Truong & Heaney

22 . Lee

23 . Francis

۵. نتیجه کلی حل مساله طبق AHP، پاسخ به سوال پنجم پژوهش حاضر می باشد. استراتژی ثبات در میزان سود تقسیمی حقیقی نسبت به دو استراتژی دیگر برتری دارد. پس از آن به ترتیب استراتژی افزایش و در نهایت استراتژی کاهش در میزان سود تقسیمی حقیقی رتبه بندی می شوند.

پیشنهاد

پیشنهاد می شود مدیران شرکت هایی که اغلب سهامداران آنها، سرمایه گذاران نهادی و علی الخصوص نهادی نوع دوم (توسعه صنایع بهشهر، داروپخش و شرکت سرمایه گذاری هایی چون پتروشیمی، توکافولاد، ساختمان ایران، توسعه آذربایجان، صنعت نفت، البرز، پارس توشه، توسعه معادن و فلزات، مسکن، شاهد و رنا) هستند استراتژی ثبات در تقسیم سود نقدی حقیقی را در پیش بگیرند.

پیشنهاد می شود مدیران شرکت هایی که بیشتر سهامداران آنها دولتی است، سود نقدی بیشتری تقسیم نمایند. چراکه در این سال ها دولت ها به شدت با کسری بودجه مواجه هستند و مایل به دریافت سود نقدی بیشتری بوده تا درآمدهای خود را افزایش داده و شکاف کسری بودجه را تقلیل دهند.

پیشنهاد می شود شرکت هایی که سهام شناور آزاد زیادی دارند و اغلب سهامداران آنها نیز از نوع سرمایه گذاران خرد می باشد، سود نقدی تقسیمی حقیقی خود را با افزایش در میزان سود خالص شرکت، افزایش دهند چراکه این افراد در اغلب ترجیحات خود، سود سهام بالاتر را به سودهای کمتر ترجیح می دهند.

پیشنهاد می شود شرکت هایی که به صورت سهامی خاص اداره می شوند و کارکنان و کارمندان آنها اغلب صاحبان سهام شرکت می باشند، در صورت رشد سودآوری شرکت و شناسایی سود (با استناد به صورت سود و زیان) و وضعیت مناسب وجه نقد شرکت (با استناد به صورت جریان وجه نقد)، سود نقدی تقسیمی خود را افزایش دهند.

منابع و مراجع

- [۱] ابراهیمی، محسن. (۱۳۹۶). *قانون مالیات های مستقیم*، تهران، انتشارات هرمس.
- [۲] اعتمادی، حسین؛ احمدیان وحید. (۱۳۹۲). «بررسی تاثیر بزرگترین سهامدار به سیاست های تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه مدیریت دارایی و تامین مالی*، دوره ۱، شماره ۳، اصفهان، ۴۹-۶۶.
- [۳] بنی مهد، بهمن؛ مرادزاده فر، مهدی؛ شجاعی باغبینی، زهرا. (۱۳۹۳). «محافظه کاری حسابداری و تضاد منافع میان سهامداران و اعتبار دهندگان در تقسیم سود». *فصلنامه حسابداری مالی*، دوره ۶، شماره ۲۱، مبارکه، ۱۷۵-۱۹۴.
- [۴] بیابانی، شاعر؛ رضی کاظمی، ستاره. (۱۳۹۲). «ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، دوره ۶، شماره ۲۰، تهران، ۱۵-۲۸.
- [۵] تهرانی، رضا. (۱۳۹۳). *مدیریت مالی*، تهران، انتشارات نگاه دانش.
- [۶] جبارزاده کنگرلویی، سعید؛ متوسل، مرتضی. (۱۳۹۱). «تئوری ارضای سهامدار و روش شناسایی عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود در بورس و اوراق بهادار تهران با استفاده از رگرسیون توبیت». *فصلنامه دانش سرمایه گذاری*، دوره ۱، شماره ۳، تهران، ۸۱-۱۰۴.
- [۷] راعی، رضا؛ عیوض لو، رضا؛ خسروی، امیررضا. (۱۳۹۲). *نهادهای مالی*، تهران، انتشارات دانشگاه تهران.
- [۸] رضایی، فرزین؛ عیدان ترک زاده، خدیجه. (۱۳۹۱). «تاثیر ترکیب هیئت مدیره بر رفتار تقسیم سود با تاکید بر اثر تعاملی متغیرها و نوع صنعت به روش های PLS و GLS». *پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی*، دوره ۴، شماره ۱۵، تهران، ۱۶۵-۱۸۶.
- [۹] روحی، علی؛ ساریخانی، مهدی؛ ابراهیمی، فهیمه؛ منفرد مهارلویی، محمد. (۱۳۹۰). «تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر سیاست تقسیم سود». *پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی*، دوره ۳، شماره ۱۲، تهران، ۱-۲۳.
- [۱۰] ستایش، محمد حسین؛ کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۸۹). «بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران». *مجله دانش حسابداری*، دوره ۱، شماره ۱، کرمان، ۲۹-۵۱.
- [۱۱] شیرکوند، سعید؛ سبزه، مجید. (۱۳۹۵). *درس ها و آموزه های اقتصاد کلان*، تهران، انتشارات کویر.
- [۱۲] صادقی شریف، سیدجلال؛ فدائی نژاد، محمد اسماعیل. (۱۳۸۹). *مدیریت مالی در ایران*، تهران، نشر پویان.
- [۱۳] صراف، فاطمه؛ چاووشی طهرانی، منصوره. (۱۳۹۵). «رابطه سیاست تقسیم سود شرکت ها با عرضه کنندگان و مشتریان عمده کالا و خدمات». *پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی*، دوره ۸، شماره ۳۲، تهران، ۲۹-۴۸.
- [۱۴] قالیباف اصل، حسن؛ بابالویان، شهرام؛ مسجد موسوی، میرسجاد. (۱۳۹۶). *مدیریت مالی پیشرفته*، تهران، انتشارات بورس.
- [۱۵] کرمی، غلامرضا؛ مهران، ساسان؛ اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). «بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت دهی در سیاست های تقسیم سود: نقش سرمایه گذاران نهادی». *مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز*، دوره ۲، شماره ۲، شیراز، ۱۰۹-۱۳۲.
- [۱۶] مشایخ، شهناز؛ بهزادپور، سمیرا. (۱۳۹۳). «تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۱، شماره ۴، تهران، ۴۸۵-۵۰۴.
- [۱۷] مهرگان، محمدرضا. (۱۳۹۲). *پژوهش عملیاتی پیشرفته*، تهران، نشر کتاب دانشگاهی.
- [18] Baby, S. (2013). "AHP Modeling for Multicriteria Decision-Making and to Optimize Strategies for Protecting Coastal Landscape Resources". *International Journal of Innovation, Management and Technology*, 4, 2, 218-227 .
- [19] Baker, M.; Wurgler, J. A. (2004). "Catering Theory of Dividends". *Journal of finance*, 59, 1125-1165 .
- [20] Bertrand, M.; Schoar, A. (2003). "Managing with Style: the Effect of Managers on Firm Policies". *Quarterly Journal of Economics*, 118, 4, 301-330 .

- [21] Deshmukh, S.; Goel, A.; Howe, K. (2013). "CEO Overconfidence and Dividend Policy". *Finance Intermediation*, 22, 3, 440-463 .
- [22] Francis, B.; Hasan, I.; John, K.; Song, L. (2011). "Corporate Governance and Dividend Payout Policy: A Test Using Antitakeover Legislation". *Financial Management*, 40, 1, 83-112 .
- [23] Grullon, G.; Michaely, R. (2012). "The Impact Product Market Competition on Firms` Payout Policy", *Work Sheet*, 1-41 .
- [24] Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Overs". *American Economic Review*, 76, 2, 323-329 .
- [25] King F. L. (2010). "Retail minority Shareholders and Corporate Reputation as Determinant of Dividend Policy in Australia". *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, 351-368 .
- [26] Lai, H.; Lin , S.; Hsu, A.; Chang, C. (2017). "Share Repurchase, Cash Dividend and Future Profitability". *International Journal of Organizational Innovation*, 9, 1, 101-109.
- [27] Laporta, R.; Lopez-de-silances, F.; Sheleifer, A.; Vishny, R. (2000). "Agency Problems and Dividend Policies, Around the World". *Journal of Finance*, 55, 1-33 .
- [28] Lee, J. (2010). "The Role of Accounting Conservatism in Firms` Financia Decisions". *Working Paper*, Northwestern University.
- [29] Liu, C.; Chen, A. (2015). "Do firms Use Dividend Change to Signal Future Profitability? A Simultaneous Equation Analysis". *International Review of Financial Analysis*, 37 , 194-207 .
- [30] Miller, M.; Modigliani, F. (1961). "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, 34, 411-433 .
- [31] Truong, T.; Heaney, R. (2007). "Largest Shareholder and Dividend Policy Around the World". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 667-687 .
- [32] Wang, Jin, (2012). "Do Firms Relationships with Principal Customers and Suppliers Affect ShareHolders` Income?". *Journal of Corporate Finance*, 18, 860-878 .
- [33] "What Is the Appropriate Sample Size to Run Analytic Hierarchy Process in a Survey-Based Research?". (2016). *A Style Guide for Paper Proposals to be Submitted to the International Symposium of the Analytic Hierarchy Process*. London, UK.