



مطالعه ارتباط بین هزینه نمایندگی،

سیاست تقسیم سود و رشد شرکت

مطالعه موردی شرکت های املاک و مستغلات پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تالیف

منصوره زمانی

انتشارات قانون یار

۱۳۹۶

سرشناسه	: زمانی، منصوره، ۱۳۶۲ -
عنوان و نام پدیدآور	: مطالعه ارتباط بین هزینه نمایندگی، سیاست تقسیم سود و رشد شرکت (مطالعه موردی شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) / تألیف منصوره زمانی.
مشخصات نشر	: تهران: انتشارات قانون یار، ۱۳۹۶.
مشخصات ظاهری	: ۱۰۴ص: جدول
شابک	: ۹۷۸-۶۰۰-۸۰۷۷-۸۸-۶
وضعیت فهرست نویسی	: فیبا
موضوع	: تقسیم سود -- ایران -- نمونه پژوهی
موضوع	: Profit-sharing -- Iran -- Case studies
موضوع	: شرکت‌ها -- ایران -- امور مالی -- نمونه پژوهی
موضوع	: Corporations -- Iran -- Finance -- Case studies
موضوع	: بورس -- ایران -- نمونه پژوهی
موضوع	: Stock exchanges -- Iran -- Case studies
رده بندی کنگره	: HD۳۹۷/۶م۸: ۱۳۹۶
رده بندی دیویی	: ۳۳۹.۰۹۵۵/۶۵۸
شماره کتابشناسی ملی	: ۴۶۶۵۲۹۷

انتشارات قانون یار

مطالعه ارتباط بین هزینه نمایندگی، سیاست تقسیم سود و رشد شرکت
مطالعه موردی شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تألیف: منصوره زمانی

ناشر: قانون یار

ناظر فنی: محسن فاضلی

نوبت چاپ: اول - ۱۳۹۶

شمارگان: ۱۱۰۰ جلد

قیمت: ۱۵۰۰۰ تومان

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۸۰۷۷-۸۸-۶

مرکز پخش: تهران، میدان انقلاب، خ منیری جاوید، پلاک ۹۲

تلفن: ۶۶۹۷۳۹۶۰ کتابفروشی رسولی (چراغ دانش سابق)

فهرست مطالب

فصل اول	۷
کلیات پژوهش	۷
فصل دوم	۲۱
مروری بر ادبیات و پیشینه پژوهش	۲۱
فصل سوم	۵۳
روش‌شناسی پژوهش	۵۳
فصل چهارم	۶۵
تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش	۶۵
فصل پنجم	۹۱
یافته‌ها، نتایج و پیشنهادهای پژوهش	۹۱
منابع و مآخذ	۹۹
الف) فهرست منابع فارسی	۹۹
ب) فهرست منابع انگلیسی	۱۰۰
پیوست‌ها	۱۰۴

فصل اول

کلیات پژوهش

۱-۱ مقدمه

موضوع سیاست تقسیم سود^۱ شرکت و عوامل مؤثر بر آن در ادبیات مالی مورد مطالعه زیادی قرار گرفته است. بحث درباره اهمیت سیاست تقسیم سود، برای نخستین بار، از سوی میلر و مودیلیانی^۲ در سال ۱۹۶۱ ارایه شد. به عقیده آن‌ها در بازار سرمایه کامل، بین سیاست تقسیم سود و ارزش بازار سهام شرکت‌ها هیچ ارتباطی وجود ندارد. در بازار سرمایه کامل، ارزش شرکت تنها به جریان‌های نقدی آینده بستگی دارد که ناشی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده است. از طرف دیگر، پژوهش‌های زیادی در زمینه خط‌مشی تقسیم سود در ادبیات مالی صورت گرفته است؛ اما تاکنون به طور کامل به این موضوع پاسخ داده نشده که چرا شرکت‌ها، سود خود را توزیع می‌کنند یا اینکه چرا سرمایه‌گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. از این مسئله، به عنوان «معمای تقسیم سود» در ادبیات مالی یاد شده است. شرکت‌های موفق معمولاً از سودآوری بالایی برخوردارند. سود کسب شده توسط شرکت‌ها می‌تواند در دارایی‌های عملیاتی سرمایه‌گذاری شود، شرکت‌ها برای حفظ رشد با وجوه داخلی ناکافی باید به منابع خارجی سرمایه متوسل شوند. هزینه‌ی سرمایه خارجی بستگی به اعتماد سرمایه‌گذاران به کارآمدی مدیریت برای بکارگیری وجوه دارد.

اطمینان و اعتماد سرمایه‌گذاران به مدیریت از اطلاعات منتشر شده در میان سهامداران و مدیران و مکانیزم‌هایی که در محل هستند و مانع مدیریت برای هدر دادن وجوه بر روی پروژه‌های غیر سودآور و افزایش سودهای شخصی‌شان می‌شوند، نشأت می‌گیرد. ناموزونی اطلاعات کمتر بین مدیران و سرمایه‌گذاران و تعارضات کمتر در نمایندگی، هزینه سرمایه رقابتی‌تر و نرخ رشد بیشتر است. شواهد موجود به طور کلی همسو با این پیشنهاد است. دیمرگورک^۳ - کانت^۴ و ماکسیموویک^۴ در سال ۱۹۹۸ و خوارانا و همکارانش در سال ۲۰۰۶ نشان دادند که محیط قانونی و مکانیزم‌هایی مانند: سیاست افشاگری موجب کاهش انحراف

1- Dividend Policy

2- Miller and Modigliani

3- Dimmer Gork - Kant

4- Maksimovic

بدلیل ناموزونی اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی می‌شود و به شرکت کمک می‌کند تا آن شرکت به سرمایه خارجی با هزینه کمتر برای رشد دست یابد. ما این فرضیه را با اعتماد به سرمایه‌گذاری در بخش REITs آزمایش می‌کنیم.

تمرکز بر روی REITs با محیط قانون‌گذاری منحصر به فرد REITs که طبق آن عمل می‌کند، انگیزه‌مند می‌شود. برای حفظ وضعیت معاف از مالیات، REITs باید ۹۰٪ درآمد مشمول مالیات به عنوان سودهای سهام پرداخت شوند. در نتیجه، وجوه داخلی برای REITs برای پشتیبانی تمامی ابتکارات سرمایه‌گذاری ناکافی خواهند بود.

تأثیر ناموزونی اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی بر روی هزینه وجوه برای شرکت‌هایی که وابستگی بیشتری به سرمایه خارجی برای رشد دارند حیاتی‌تر است. هماهنگی که خورنا و همکارانش (۲۰۰۶)، مشاهده کردند «یک شرکت با وجوه داخلی محدود بسته به فرصت‌های سرمایه‌گذاری از یک سیاست افشاگری توسعه یافته سود خواهد برد. اگر افشاگری بیشتر موجب افزایش توانایی شرکت برای دنبال کردن پروژه‌های بالقوه سودآور با فراهم‌سازی تامین مالی خارجی یا هزینه کمتر می‌شود» اکثر مطالعات صورت گرفته در زمینه‌ی سیاست تقسیم سود، بیشتر بر نفوذ و تأثیر سهامداران بزرگ بویژه سهامداران نهادی تأکید دارند. اما این پژوهش با در نظر گرفتن ارتباط میان رشد و هزینه‌های نمایندگی REITs، از میان سیاست تقسیم سود سهام REITs و ارزش شرکت و همچنین مطالعه بر روی سودهای مازاد سهام یعنی مقداری که به وسیله‌ی آن سودهای واقعی سهام از میزان اجباری آن فراتر می‌روند به مطالعه ارتباط بین هزینه نمایندگی، سیاست تقسیم سود REITs و رشد شرکت می‌پردازد.

۱-۲ بیان مساله پژوهش

امروزه مدیریت سود^۱ یکی از موضوعات بحث برانگیز و جذاب در پژوهش‌های حسابداری به شمار می‌رود. به دلیل این که سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از فاکتورهای مهم تصمیم‌گیری به رقم سود توجه خاصی دارند، این پژوهش‌ها از جنبه رفتاری، اهمیت خاص



خود را دارد. پژوهش‌ها نشان داده است که نوسان کم و پایدار سود، حکایت از کیفیت آن دارد. به این ترتیب، سرمایه‌گذاران با اطمینان خاطر بیشتر در سهام شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که روند سود آن‌ها با ثبات‌تر است.

هنگامی که شرکت‌ها در وضعیت نامطلوب اقتصادی تحت فشار فزاینده قرار می‌گیرند، مدیران آن‌ها از واحد حسابداری درخواست می‌نمایند که سطر آخر صورتهای مالی (یعنی سود) را بهبود بخشند و بدین وسیله محتوای اطلاعاتی آن را تغییر دهند. حسابداری با وجود تمامی انعطاف‌پذیری‌اش، به نظر نمی‌رسد، قادر به فراهم آوردن داده‌های مفید برای مدیریت در این قبیل شرایط باشد (هوپ و هوپ، ۱۹۹۶). داده‌های مورد نیاز تصمیم‌گیری مقوله‌ای بسیار پیچیده می‌باشد، زیرا طیف متنوع استفاده‌کنندگان از آن، نظیر سرمایه‌گذاران (از آن جایی که نیاز به دانستن میزان سودآوری و ثبات شرکت قبل از سرمایه‌گذاری در آن دارند)، مدیران، نیاز به اطلاع از وضعیت مالی شرکت دارند.

مدیریت سود هنگامی رخ می‌دهد که مدیران از قضاوت‌های شخصی در گزارشگری مالی استفاده می‌کنند و ساختار معاملات را برای تغییر گزارشگری مالی دست‌کاری می‌نمایند. این هدف یا به قصد گمراه نمودن برخی از صاحبان سود درباره عملکرد اقتصادی شرکت یا تاثیر بر نتایج قراردادهایی است که انعقاد آن‌ها منوط به دستیابی سود شخصی می‌باشد، صورت می‌گیرد (مشایخی، ۱۳۸۵).

یکی از روش‌هایی که گاهی اوقات برای آرایش اطلاع‌رسانی وضعیت مطلوب شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد، مدیریت سود می‌باشد. مدیریت سود به مداخله عمومی مدیریت در فرآیند تعیین سود که غالباً در راستای اهداف دلخواه مدیریت می‌باشد، اطلاق می‌گردد (وایلد^۱ و همکاران، ۲۰۰۱).

مدیریت جهت دستکاری داده‌ها به کار می‌رود. به عنوان مثال، هموار نمودن سود برای کسب اطمینان بیشتر سرمایه‌گذاران از پایداری سود، نمونه‌ای از دستکاری داده‌ها محسوب

می‌شود. این قبیل اقدامات ممکن است داده‌های موجود در صورت‌های مالی را به میزان قابل ملاحظه‌ای تحت تأثیر قرار دهد. راه‌های مختلفی وجود دارد که طی آن می‌توان از ثبت‌های دفتری در جهت مدیریت سود استفاده کرد. در بیشتر زمان‌ها از ثبت‌های نامشروع در دفترهای حسابداری به منظور سرپوش گذاشتن بر سوء استفاده‌های مالی استفاده می‌شود، در سایر مواقع از ثبت‌ها به عنوان ابزاری برای مدیریت سود استفاده می‌شود. مدیریت شرکت در هنگام اعمال مدیریت سود، آشکارا می‌داند که هدف از این کار، نگهداری از منافع شرکت در مقابل صاحبان سود می‌باشد. حتی در موارد دیگر مدیریت سود به منظور کسب پاداش اختصاص یافته به مدیران به علت نگهداری هر چه بیشتر از شرکت در برابر صاحبان سود است (همان، ۱۲۵).

تقسیم سود و رشد شرکت یکی از موضوعاتی است که از دیرباز مورد توجه سهامداران و پژوهشگران مالی قرار داشته است و با وجود تلاش‌های بسیار در این زمینه هنوز یکی از مسائل حل نشده در حوزه مالی باقیمانده است. دلایل زیادی برای پرداخت سود نقدی یا عدم پرداخت آن وجود دارد. کشف و شناسایی دقیق عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود و رشد شرکت می‌تواند برای مدیران شرکت‌ها و سهامداران مفید واقع شود. شرکت‌های موفق معمولاً از سودآوری بالایی برخوردارند. سود کسب شده توسط شرکت‌ها می‌تواند در دارایی‌های عملیاتی سرمایه‌گذاری شود، شرکت‌ها برای حفظ رشد با وجوه داخلی ناکافی باید به منابع خارجی سرمایه متوسل شوند. هزینه‌ی سرمایه خارجی بستگی به اعتماد سرمایه‌گذاران به کارآمدی مدیریت برای بکارگیری وجوه دارد. اطمینان و اعتماد سرمایه‌گذاران به مدیریت از اطلاعات منتشر شده در میان سهامداران و مدیران و مکانیزم‌هایی که در محل هستند و مانع مدیریت برای هدر دادن وجوه بر روی پروژه‌های غیر سودآور و افزایش سودهای شخصی‌شان می‌شوند، نشأت می‌گیرد (مشایخی، ۱۳۸۵).

این پژوهش با در نظر گرفتن ارتباط میان رشد و هزینه‌های نمایندگی REITs، از میان سیاست تقسیم سود سهام REITs و ارزش ده شرکت بورس اوراق بهادار تهران و همچنین

مطالعه بر روی سودهای مازاد سهام یعنی مقداری که به وسیله‌ی آن سودهای واقعی سهام از میزان اجباری آن فراتر می‌روند به مطالعه ارتباط بین هزینه نمایندگی، سیاست تقسیم سود REITs^۱ و رشد شرکت‌ها می‌پردازد.

۱-۳ اهمیت موضوع و ضرورت پژوهش

سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی شرکت‌های املاک و مستغلات از سود هر سهم^۲ به عنوان یکی از معیارهای اصلی ارزیابی تصمیم‌گیری سهام خود در این شرکت‌ها استفاده می‌کنند. آنان با اندازه‌گیری میزان سود هر سهم و سود تقسیم شده هر سهم تمایل دارند تا از این طریق نسبت به نگهداری یا فروش سهام شرکت‌های املاک و مستغلات تصمیم‌گیری کنند. آنان از پیش بینی بازده نسبت به وضعیت این شرکت‌ها قضاوت می‌کنند زیرا در اصل تفاوت در این پیش‌بینی‌ها است که تخصیص منابع سرمایه به بخش‌ها و واحدهای مختلف تجاری را تعیین می‌کنند. از سوی دیگر عدم قطعیت یک سرمایه‌گذاری به معنی وجود ریسک در آن سرمایه‌گذاری است. عدم قطعیت هم در مورد خطر و هم در مورد فرصت همراه با احتمال از دست دادن یا افزایش بخشی یا تمام ارزش دارایی آن شرکت‌ها می‌باشد. بنابراین یکی از چالش‌های مدیریت شرکت‌های املاک و مستغلات این است که چقدر این عدم قطعیت را بپذیرند. مدیریت این شرکت‌ها علی‌رغم وجود عدم قطعیت و ریسک‌ها و فرصت‌های وابسته به آن، می‌توانند واحد اقتصادی این شرکت‌ها را به صورت موثر اداره نموده و بدین ترتیب ظرفیت ایجاد ارزش و رشد بیشتر برای این نوع شرکت را افزایش دهد (رایلی فرانک، ۱۳۸۵).

اهمیت سود و تقسیم آن در شرکت‌های املاک و مستغلات مقوله‌ای است که بر اثر گسترش فنون کمی مدیریت و ضرورت نیاز استفاده‌کنندگان شکل گرفته است و همچنین سود یکی از اقلام بسیار مهم صورت‌های مالی به شمار می‌آید که توجه‌ی بسیاری زیادی را به

2- Real Estate Investment Trust

1- EPS



خود جلب کرده است. علاوه بر سود پیش‌بینی شده می‌توان گفت که معمولاً مهمترین معیار ارزیابی عملکرد این شرکت‌ها در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوی اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد، زنگ خطر برای این شرکت‌ها است و عملکرد این شرکت‌ها را مناسب نشان نمی‌دهد. این معیار دارای محتوی اطلاعاتی زیادی می‌باشد، زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه‌گذاران را به خوبی منعکس می‌کند. فعالیت شرکت‌های املاک و مستغلات در سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند سهم عمده‌ای در نیل به اهداف فوق داشته باشد. به عقیده‌ی کینز «اصلی‌ترین وظیفه‌ی بورس اوراق بهادار، جلب سرمایه‌گذاران با بالاترین بازده سهام می‌باشد» (جاکوب، ۲۰۰۵).

پژوهشگران مختلفی رابطه‌ی بین بازده‌ی سهام و سود حسابداری را بر مبنای تعاریف مختلف سودآوری، آزمون کرده‌اند و بسیاری از شواهد در خصوص محتوی اطلاعاتی سودآوری برای توضیح بازده نشان می‌دهد که سودآوری تبیین‌کننده‌ی مناسبی از بازده سهام است. خصوصاً زمانی که از داده‌ها برای دوره‌ای طولانی میانگین گرفته می‌شود. اطلاعات مربوط به سود سهام و سود تقسیمی به طور وسیعی در ارزیابی قیمت سهام و رشد شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد. شاید این مهم‌ترین اطلاعاتی باشد که در صورت‌های مالی در شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار نشان داده می‌شود. همچنین سود تقسیمی هر سهم یا سود نقدی، سود قابل دسترس سهامداران در این شرکت‌ها را نشان می‌دهد که به عنوان سود سهام توزیع شده است. این نسبت، تقسیم سود سهام شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را منعکس می‌سازد و تا حدودی نشان دهنده‌ی آگاهی مدیریت در رابطه با ابهامات مربوط به سهام آتی است (کوسن دیس، ۲۰۰۵).

به طور کلی هزینه نمایندگی، سود دریافتی و رشد شرکت از مسائل مهم در بازدهی سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران می‌باشند. از آنجا که هر چه سود تقسیمی و رشد شرکت