



## Dividend policies: Literature review and effective factors

Mohammad Wasim Zaka<sup>1\*</sup>, Aburaihan Intezar<sup>2</sup>, Mehdi Meshki Miavaghi<sup>3</sup>

1. MSc. Financial Management, Department of Management, University of Guilan, Rasht, Iran

2. Professor, Faculty of Economics, Jawzjan University, Sheberghan, Afghanistan

3. Associate Professor of Finance, Department of Accounting, Payam Noor University, Rasht, Iran

### Abstract

Dividend policy is one of the most important topics in financial literature; Because dividend represents major cash payments of companies and is considered one of the most important options and decisions for managers. This research has focused on the purpose of division policies and factors affecting it. The method of this research is a review. The results show that paying dividends to common stock owners is one of the ways that the company can directly affect the wealth of shareholders. Therefore, the purpose of implementing such a policy is to determine the role that policy plays in maximizing the shareholders' wealth. Since the dividend policy is influenced by several factors, paying all the profits to the shareholders will not mean maximizing the wealth of the shareholders. And on the other hand, the annual profit of the company is divided into two parts, that is, a part of it is given as dividend and the other part is meant for the accumulated profit account; The board of directors can use the dividend policy as a guide.

**Keywords:** Dividend policy, Effective factors dividend policy, Profit management, Dividend policy theories.

\* Corresponding author: Mohammad Wasim Zaka, wasimzaka35@gmail.com



## سیاست‌های تقسیم سود: بررسی ادبیات و عوامل مؤثر

دانشجوی ارشد مدیریت مالی، گروه مدیریت، دانشگاه گیلان، رشت، ایران  
عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد، دانشگاه جوزجان، شبرغان، افغانستان  
دانشیار مالی، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، رشت، ایران

محمدوسیم ذکا\*  
ابوریحان انتظار  
مهدی مشکی میاوقی

### چکیده

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است؛ زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات فراروی مدیران به شمار می‌رود. این پژوهش به هدف سیاست‌های تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن پرداخته است. این پژوهش از نوع پژوهش‌های مروری می‌باشد، نتایج حاکی از این است که پرداخت سود سهام به صاحبان سهام عادی یکی از راه‌هایی است که شرکت می‌تواند بدان وسیله مستقیماً بر ثروت سهامداران اثربگذارد. بنابراین هدف از اجرای چنین سیاستی تعیین نقشی است که آن سیاست در به حداکثر رساندن ثروت سهامداران ایفا می‌کند. از آن جا که سیاست تقسیم سود تحت تأثیر عوامل متعددی قرار می‌گیرد پرداخت تمام سود به سهامداران به معنی به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نخواهد بود. از سوی دیگر سود سالانه شرکت به دو بخش تقسیم می‌گردد یعنی بخشی از آن به عنوان سود سهام داده می‌شود و بخشی دیگر آن به حساب سود انباشته منظور می‌گردد؛ هیئت مدیره می‌تواند سیاست‌های مربوط به تقسیم سود را به عنوان یک راهنما مورد استفاده قرار دهد.

**واژگان کلیدی:** سیاست تقسیم سود، عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود، مدیریت سود، تئوری‌های سیاست تقسیم سود.

## ۱. مقدمه

سیاست تقسیم سود به سیاستی اطلاق می‌شود که جهت تقسیم تصمیم‌گیری در زمینه مقدار پرداخت سود به سهامداران به کار می‌رود. معمولاً برای توزیع سود از محل سود جاری یا سود انباشته از واژه Dividend استفاده می‌شود. در صورتی که توزیع سود از منابع غیر سود جاری یا انباشته باشد، واژه Distribution را برای آن به کار می‌برند. بطور کلی، هر گونه پرداخت مستقیم شرکت به سهامداران ممکن است بخشی از سیاست تقسیم سود در نظر گرفته شود (قالیباف اصل و همکاران، ۱۳۹۳).

دلایل زیادی برای تقسیم یا عدم تقسیم سود وجود دارد. کشف و شناسایی دقیق عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود هنوز یکی از مسائل بحث‌انگیز در حوزه مدیریت مالی شرکت‌ها است. مدیریت شرکت باید متغیرهای متفاوتی را قبل از تصمیم‌گیری درباره چگونگی پرداخت سود تقسیمی در نظر بگیرد. در صورتی که عوامل اثرگذار بر نسبت سود تقسیمی و میزان تأثیر آنها مشخص شود، مدیران به نگرشی درباره موقعیت شرکت خود از لحاظ تقسیم سود دست می‌یابند و بهتر می‌توانند تصمیم‌گیری کنند (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۸۹). تقسیم سود یکی از راه‌هایی است که شرکت می‌تواند بدان وسیله مستقیماً بر ثروت سهامداران اثر بگذارد. از آنجا که سیاست تقسیم سود تحت تأثیر عوامل متعددی قرار دارد، پرداخت تمام سود به سهامداران به معنی به حد اکثر رساندن ثروت سهامداران نخواهد بود (قالیباف اصل و همکاران، ۱۳۹۳).

اهمیت این مسئله نزد مدیران شرکت‌ها نیز، هم به جهت استفاده از اطلاعات حاصله در فرآیند اداره شرکت و هم بواسطه ارزیابی بازار از عملکرد آنان جدی است؛ از همین رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن با عنوان «سیاست تقسیم سود» یاد می‌شود. اما مهم‌تر از سیاست تقسیم سود، ریشه‌یابی دلایل اتخاذ یک سیاست تقسیم سود مشخص از سوی شرکت‌ها است. این موضوع می‌تواند راه‌گشای تصمیم‌گیری‌های مهم اقتصادی برای گروه‌های مختلف ذینفع، بویژه سرمایه‌گذاران باشد. زیرا دلایل و عوامل تعیین‌کننده بدست آمده از این ریشه‌یابی، نه تنها به توضیح رفتار شرکت‌ها در گذشته کمک می‌نماید، بلکه ابزاری را برای پیش‌بینی حرکت و مسیر آتی آنها در این حوزه فراهم می‌آورد (جهان‌خانی و قربانی، ۱۳۸۵).

تصمیمات و سیاست‌های مربوط به تقسیم سود در شرکت‌ها در ایجاد تصویری از سودآوری آتی آنها و توان رقابتی و فعالیتی شان از موارد قابل تأمل در مباحث مالی شرکت‌ها می‌باشد. سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، کسب منافع از محل سود تقسیمی شرکت‌ها و افزایش قیمت سهام را هدف قرار داده، به امید افزایش بازدهی و ثروت به سفته‌بازی می‌پردازند. در این راستا، اتخاذ سیاست‌های تقسیم سود مناسب، از جمله مسائلی است که می‌تواند بر علایق و انگیزه‌های سرمایه‌گذاران و هدایت منابع بازار مؤثر باشد. حداکثر سازی ثروت سهامداران و به حداقل رساندن هزینه تأمین مالی و به تبع آن افزایش ارزش بازار سهام شرکت‌ها، از مباحث مورد توجه در مدیریت مالی بوده است (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۳).

سود سهام نقدی و بازده نقدی سهام، بواسطه عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه‌ای نزد پاره‌ای از ذینفعان شرکت برخوردارند؛ از همین رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقول‌های است که از آن به عنوان سیاست تقسیم سود یاد می‌شود. در واقع می‌توان گفت سیاست تقسیم سود دارای محتوای اطلاعاتی است. سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن همواره مورد توجه گروه‌های مختلفی شامل سرمایه‌گذاران، مدیران، کارشناسان، استفاده‌کنندگان از

صورت‌های مالی و نظریه پردازان حیطه مالی و حسابداری بوده است. برخی به منظور تصمیم‌گیری و تدوین سیاست تقسیم سود، برخی دیگر به منظور امکان‌پیشینی میزان سود تقسیمی شرکت‌ها و برخی هم برای مقاصد ارزشیابی شرکت به دنبال شناسایی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود هستند. از این رو، شناسایی عوامل اثرگذار و همچنین عواملی که تأثیری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ندارند می‌توان کمک‌شایانی به انواع گروه‌های علاقه‌مند به این موضوع بنماید (اعتمادی و کجانی، ۱۳۹۴).

در مقاله حاضر علاوه بر مباحث مربوط به روش‌های تقسیم سود، سعی می‌شود تا در مورد تئوری‌های مختلفی که بر اساس مطالعات تجربی پیرامون ارزش شرکت و سیاست تقسیم سود شکل گرفته و در صدد شناسایی عوامل اثرگذار بر سیاست سود تقسیم سود هستند، بحث خواهد شد.

## ۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

بحث درباره سیاست تقسیم سود برای نخستین بار از سوی میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱) ارائه 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 جریان‌ات 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 تا کنون 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 (عباسی و همکاران، ۱۳۹۵).

### ۱،۲. سود تقسیمی

طبق نظریه پال و همکاران (۲۰۰۷) سود تقسیمی عبارت است از قسمتی از عایدات شرکت که به دارندگان سهام عادی پرداخت می‌شود. تقسیم سود یکی از قدیمی‌ترین و معمول‌ترین راه‌های انتقال بازده از طرف شرکت‌ها به سهامداران است. مدیریت شرکت همواره باید در خصوص نگهداری و یا توزیع تمام یا بخشی از سود سهام تصمیم‌گیری کند. تصمیمات مربوط به سود تقسیمی در اقتصاد رقابتی امروز بسیار مهم است. چنانچه این تصمیمات کارآ باشد می‌تواند موجب تغییر در ارزش شرکت شود (ستایش و غفاری، ۱۳۸۸).

### ۲،۲. توانایی‌های مدیریت بر سیاست تقسیم سود

نتایج پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهد یکی از عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود، "توانایی مدیریت" است. در ادبیات حسابداری، توانایی مدیریت یکی از ابعاد سرمایه‌انسانی شرکت‌هاست که به عنوان دارایی نامشهود طبقه بندی می‌شود. برخی محققان توانایی مدیریت را به عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند (القارو و مرفوع، ۱۳۹۶).

### ۳،۲. سیاست تقسیم سود

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است، زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات پیشروی مدیران به شمار می‌رود. مدیران و مالکان می‌بایست تصمیم بگیرند که چه میزان از سود شرکت تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته یا سایر حساب‌ها در شرکت باقی بماند

و سرمایه‌گذاری شود. سودی که بین سهامداران شرکت توزیع می‌شود سود سهام نامیده می‌شود. سود سهام به صورت نقدی سهمی یا دارایی غیرنقدی می‌باشد. این سود که متأثر از قوانین محیطی می‌باشد، می‌تواند میزان متفاوتی داشته باشد. گستره این سود می‌تواند علاوه بر سود سال جاری حداکثر تا حد کل سود انباشته و حتی صرف سهام و اندوخته‌ها (به استثنای اندوخته قانونی) را نیز دربرگیرد. به طور منطقی انتظار می‌رود با پایداری و تداوم سودآوری شرکت، سود تقسیمی نیز قاعده مندتر و قابل پیشبینی‌تر توزیع گردد. به سیاست و استراتژی شرکت در میزان نگهداری یا توزیع سود و طریقه آن سیاست تقسیم سود می‌گویند (گلستانی و همکاران، ۱۳۹۳).

#### ۴.۲. سیاست‌های متداول سود تقسیمی

شرکت‌های سهامی عام باید در رابطه با تقسیم سود، سیاست مشخصی را اتخاذ کنند. در تدوین این سیاست عوامل متعددی از جمله سیاست‌های مورد استفاده در سایر شرکت‌ها مشابه، ملاحظات مالیاتی، هزینه تأمین مالی خارجی، هزینه‌های معاملاتی و نمایندگی، تورم، وضعیت نقدینگی، پایداری سود، کنترل و ترجیحات شخصی مدیریت، شرایط فعلی شرکت از لحاظ مالی و عملیاتی و سایر عوامل باید مورد توجه قرار گیرد. برخی از سیاست‌های تقسیم سود از نظر هامتون (۱۹۹۰) به شرح زیر طبقه‌بندی می‌شود. انتخاب هر یک از سیاست‌های تقسیم سود، می‌تواند تابع عوامل متعددی باشد که بر سیاست تقسیم سود اثر گذارند، عبارت اند از: (میرعباسی، ۱۳۹۴).

(۱) پرداخت سود سهام ثابت

(۲) کاهش پرداخت سود سهام

(۳) پرداخت سود سهام پایدار در سطح بالاتر

(۴) تغییرات سود سهام متناسب با تغییرات درآمد

(۵) سود سهام پایین به اضافه سود سهام فوق‌العاده

(۶) عدم پرداخت سود سهام برای دوره بلندمدت

در کنار این خط‌مشی‌ها گاهی ممکن است واحدهای تجاری، سود خالص سالانه را در وهله اول صرف سرمایه‌گذاری در طرح و توسعه نمایند و مبلغ باقی مانده را بین سهامداران تقسیم کنند. این حالت خطی‌مشی سود باقی مانده نام دارد (همان، ۱۳۹۴).

#### ۵.۲. عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود

واقعیت عوامل متعددی بر سیاست تقسیم سود شرکت تأثیر دارند، که این عوامل عبارتند از: محدودیت‌های قانونی، کنترل اداره امور شرکت، ثبات سودآوری شرکت، مالیات، محدودیت‌های قرارداد وام و اوراق قرضه، عدم اطمینان نسبت به آینده، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، هزینه انتشار، محتوای اطلاعاتی سود، سود شرکت به عنوان منبع تأمین مالی، علائق سهامداران، توانایی شرکت در دستیابی به بازار پول و سرمایه، دیون شرکت، وضعیت نقدینگی (رضی کاظمی و بیابانی، ۱۳۹۲).

شرکت‌ها می‌توانند از سیاست تقسیم سود به‌عنوان ابزاری برای تغییر نسبت بدهی خود استفاده کنند. آن‌های که قصد کاهش اهرم بدهی خود را دارند می‌توانند سیاست تقسیم سود را کاهش دهند. به عبارت دیگر سیاست تقسیم سود با اهرم بدهی رابطه مستقیمی دارد (میرعباسی و همکاران، ۱۳۹۴).

### ۶.۲. محتوای اطلاعاتی و علامت دهی سود تقسیمی

میلر و مودیلیانی (۲۰۱۴) مدعی شدند کته افزایش بیش از انتظار پرداخت سود سهام، علامتی به سرمایه‌گذاران است که مدیران شرکت عایدات خوبی را برای آینده پیش‌بینی می‌کنند. درمقابل کاهش پرداخت سود سهام یا پرداخت سود سهام کمتر از انتظار علامتی است مبنی بر اینکه مدیریت عایدات ضعیفی را در آینده پیش‌بینی میکند (عباسی و همکاران، ۱۳۹۵).

### ۷.۲. موقعیت‌های سرمایه‌گذاران سودآور

سودآوری سرمایه‌گذاری‌های یک موسسه می‌تواند بر سیاست تقسیم سود آن تأثیر بگذارد. موسسات جوان با موقعیت‌های رشد بالا ممکن است به این نتیجه دست یابند که سود آنها به سرمایه‌گذاری‌های بالقوه سودآور تخصیص یابد. بنابراین انگیزه بیشتری دارند که کمتر سود توزیع نمایند. این سیاست بر این اصل استوار است که با توجه به هزینه سرمایه و تأمین مالی عموماً هزینه تأمین مالی داخلی کمتر از تأمین مالی خارجی می‌باشد و با توجه به جایگاه و اهمیت سود شرکت‌هایی که در مراحل اولیه چرخه عمر خود می‌باشند یا شرکت‌هایی که نیازمند منابع مالی می‌باشند انگیزه دارند که سود کمتر توزیع نمایند و از سود شرکت به عنوان منبع تأمین مالی استفاده نمایند (رونی منوس و همکاران، ۲۰۱۳).

### ۸.۲. محدودیت‌های قراردادی

موسسه ممکن است به لحاظ عقد قراردادهایی همچون گرفتن وام صدور اوراق بدهی و اجاره‌های سرمایه‌ای با محدودیت‌هایی مواجه باشد. در برخی مواقع شرایط وام‌ها به گونه‌ای است که شرکت نمی‌تواند سالانه بیش از مبلغ معینی به عنوان سود به سهامداران پرداخت نماید و گاهی نیز شرکت مجبور می‌شود میزان سود تقسیمی را کاهش دهد. گاهی نیز بانک‌های اعتبار دهنده شرکت‌ها را مجبور می‌سازند که شرایط خاصی را در سیاست تقسیم سود خود اعمال کنند (عباسی و همکاران، ۱۳۹۵).

### ۹.۲. ثبات در سودآوری شرکت

بر مبنای مطالعات پژوهش‌گران غربی همچون بیکرو پاول، بیکرو فارلی و پریت و گیتمن، یکی از عوامل تعیین‌کننده، ثبات در سودآوری شرکت هاست. شرکتی که سودآوری آن نسبت به سایر شرکتها از ثبات بیشتری برخوردار است، احتمالاً درصد بیشتری از سود خود را بین سهام‌داران توزیع می‌کند. اما شرکت‌هایی که از ثبات سودآوری کمتری برخوردار هستند به دلیل خطرپذیری بیشتر و ابهام در خصوص سودهای آینده تمایل دارند که سود کمتری را بین سهام‌داران توزیع، و بخش عمده سود را به منظور پوشش زیان‌های آینده در شرکت انباشته کنند (حیدری و خاکساری، ۱۳۸۷).

### ۱۰.۲. درجه اهرم مالی

شرکتی که نسبت بدهی زیادی به حقوق صاحبان سهام دارد برای تأمین وجوه مورد نیاز به منظور پرداخت بهره و اصل بدهی در سررسید، ممکن است درصد بیشتری از سود را در شرکت حفظ کند یا بر مبنای قراردادهای بدهی مکلف به عدم توزیع درصدی از سود شده باشد. از سوی دیگر با افزایش درجه اهرم (نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام)

ریسک مالی شرکت‌ها افزایش می‌یابد و در راستای کاهش این ریسک شرکت‌ها مجبور به کاهش درصد توزیع سود می‌شوند. در نتیجه، انتظار می‌رود بین درجه اهرم مالی و درصد توزیع سود ارتباط منفی وجود داشته باشد. این موضوع توسط پژوهش‌گران غربی به اثبات رسیده است که می‌توان به مطالعه بیکر، فارلی و ادلمن و بیکرو پاول، اشاره کرد (حیدری و خاکساری، ۱۳۸۷).

#### ۱۱،۲. تداوم در روند سود تقسیمی در گذشته

از آنجا که برخی سهامداران پیشرفت ثابت در سود سهام را ترجیح می‌دهند ممکن است شرکت‌ها در تلاش باشند به تدریج طی یک دوره زمانی به نسبت پرداخت سود تعریف شده‌ای دست یابند، در نتیجه وجود یک روند مستمر در سود تقسیمی می‌تواند به عنوان عاملی مؤثر بر سیاست تقسیم سود در تصمیمات مربوطه مدنظر قرار گیرد (حیدری و خاکساری، ۱۳۸۷).

#### ۱۲،۲. سیاست تقسیم سود در شرکت‌های رقیب

رقابت و فعالیت در یک بازار رقابتی از جمله مسائلی است که امروزه سازمان‌ها و شرکت‌های سهامی با آن مواجه‌اند. بر اساس اصول مدیریت بازار در یک بازار رقابتی موفقیت هر شرکتی در گرو اتخاذ تصمیمات صحیح و دستیابی به سودآوری بالا است، بنابراین توجه به استراتژی‌ها و نحوه عملکرد رقبای می‌تواند شرکت‌ها را در اتخاذ خط‌مشی تقسیم سود مناسب کند (گلستانی و همکاران، ۱۳۹۳).

#### ۱۳،۲. هزینه تأمین مالی از منابع خارجی

در تأمین مالی از طریق سود انباشته شرکت متحمل هزینه‌های مربوط به فروش سهام یا استقراض نمی‌شود. شرکت‌هایی که از سیاست تقسیم سود ناکارا استفاده می‌کنند جریان تقسیم سود آنها به مقدار زیادی نامنظم و پیش‌بینی ناپذیر است. در این حالت افرادی که مایل به یک جریان یکنواخت از تقسیم سود هستند ممکن است اقدام به فروش سهام نموده و در سایر شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کنند، از این رو میزان هزینه تأمین مالی از منابع خارجی می‌تواند عاملی مؤثر در تعیین سیاست تقسیم سود محسوب شود (گلستانی و همکاران، ۱۳۹۳).

#### ۱۴،۲. معافیت مالیاتی مربوط به سرمایه‌گذاری مجدد عایدات

مالیات بر سود سهام تقسیم شده، سود انباشته و فروش سهام نیز ممکن است بر تصمیمات تقسیم سود تأثیر بگذارد. اگر نرخ مالیات بر تقسیم سود بالاتر از نرخ مالیات بر سود انباشته و فروش سهام باشد ممکن است شرکت به جای تقسیم سود به انباشت آن پردازد. ارزش دارایی‌های تولیدی خود را افزایش داده و ارزش بازار را بالا ببرد. در این حالت سهامداران می‌توانند سهام خود را به قیمت بالاتر بفروشند و مالیات کمتری را متحمل شوند (حقیقت و پناهی، ۱۳۹۰).

#### ۱۵،۲. وضعیت نقدینگی

بسیاری از پژوهش‌گران نظیر لیتنر و بیکر، فارلی و ادلمن، معتقدند که یکی از عوامل حائز اهمیت در تعیین میزان سود تقسیمی، وضعیت نقدینگی شرکت‌ها و در واقع توانایی پرداخت سود سهام است. نامناسب بودن وضعیت نقدینگی شرکت‌ها سبب محدود کردن مدیران در توزیع سود می‌شود. سود سهام مستلزم پرداخت وجوه نقد است. از این رو وضعیت نقدینگی شرکت، تصمیمات مربوط به تقسیم سود را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد. ممکن است واحد تجاری به دلیل عدم دسترسی به وجه نقد، نتواند سود پردازد یا درصد توزیع سود شرکت در مقایسه با سال‌های قبل کاهش یابد.

### ۱۶،۲. دسترسی به منابع تأمین مالی خارجی

به طور کلی شرکتی که دسترسی آسان به منابع تأمین مالی دارد ممکن است احساس محدودیت کمتری در تصمیم سود سهامش داشته باشد. برای چنین شرکتی با توجه به دسترسی به منابع برون‌سازمانی، تصمیم سود سهام قدری مستقل از تصمیم سرمایه‌گذاری است (حقیقت و پناهی، ۱۳۹۳).

### ۱۷،۲. تورم

تورم یکی از عواملی است که در میزان سود تقسیمی تأثیر دارد. مسئله تورم باعث می‌شود که شرکت‌ها به تدریج میزان سود تقسیمی را افزایش دهند. اگر شرکتی هر سال مبلغ ثابتی را به عنوان سود سهام پرداخت نماید به لحاظ وجود تورم، ارزش واقعی یا قدرت خرید آن سودها به تدریج کاهش می‌یابد. برخی شرکت‌ها از لحاظ تقسیم سود سیاستی را در پیشگرفته‌اند که در اجرای آن آثار تورم خنثی می‌گردد. در اجرای سیاست تلاش می‌شود با توجه به نرخ تورم میزان سود پرداختی هر ساله افزایش یابد تا قدرت خرید مبلغی که از این بابت به سهامداران عادی پرداخت می‌گردد ثابت باشد (گلستانی و همکاران، ۱۳۹۳).

### ۱۸،۲. انتظارات و ترجیحات سهامداران

برخی سهامداران تأکید بسیاری بر سطوح قابل پیش‌بینی از تقسیم سود دارند، از این رو این دسته از سرمایه‌گذاران مؤسساتی را برای سرمایه‌گذاری ترجیح می‌دهند که سابقه خوبی از ثبات و افزایش در رقم تقسیم سود دارند. در مقابل، برخی دیگر از سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند سهام مؤسساتی را خریداری نمایند که سود خالص را با بازده بالاتری در مؤسسه سرمایه‌گذاری مجدد می‌کنند (حیدری و خاکساری، ۱۳۸۷).

### ۱۹،۲. سایر عوامل

علاوه بر عوامل مذکور نسبت قیمت به سود هر سهم، تأثیر سیاست تقسیم سود بر ارزش سهام، سابقه و اندازه شرکت، نوع صنعتی که شرکت در آن به فعالیت مشغول است، نرخ سود خالص شرکت و سود مورد انتظار سالهای آتی از جمله عواملی هستند که می‌توانند در تصمیمات تقسیم سود مؤثر باشند (حیدری و خاکساری، ۱۳۸۷).

## ۳. روش‌های تقسیم سود

شرکت‌ها به سه روش می‌توانند بین سهامداران سود توزیع کنند:

### ۱،۳. تقسیم سود نقدی

پرداخت نقدی سود سهام به پیشنهاد مدیران و تصویب مجمع عمومی شرکت میسر می‌گردد. پرداخت نقدی سود سهام می‌تواند هر سه ماه یکبار، شش ماه یکبار و یا سالانه باشد. در توزیع سود نقدی، شرکت‌ها می‌توانند روش‌های مختلفی داشته باشند.

### الف) تقسیم مبلغ ثابت و معینی بین سهامداران

طبق این سیاست، سود تقسیمی هر سهم مبلغ مشخصی بوده و شرکت بدون توجه به مبلغ سود خالص، مبلغ مذکور را هر ساله بین سهامداران تقسیم می‌نماید، چنانچه در این حالت در روند سوددهی شرکت بهبودی حاصل گردد، هر چند سال یکبار سود تقسیمی را افزایش و اگر روند سوددهی نزولی باشد، کاهش می‌دهند.



### ب) تقسیم درصد ثابتی از سود (سیاست تقسیم سود متغیر)

تعدادی از شرکت ها همه ساله درصد معینی از سود خودشان را بین سهامداران تقسیم می کنند. چنین سیاستی باعث خواهد شد که سود پرداختی به سهامداران همراه با نوسانات سود خالص تغییر نماید.

### ج) سیاست تقسیم سود ثابت به علاوه حاشیه متغیر

در این سیاست شرکت یک مبلغ معمولاً پایین را بطور دائم به سهامداران پرداخت می کند و با افزایش یا کاهش سود درصدی را به آن اضافه می کند.

### د) سیاست تقسیم سود مازاد

در این نوع سیاست تقسیم سود، شرکت ابتدا کلیه نیازهای سرمایه گذاری و مالی خود را از سود کسر می کند. هر چه قدر سود علاوه بر نیازهای سرمایه گذاری و مالی شرکت باقی ماند، بین سهامداران عادی تقسیم می شود.

### ۲,۳. سهام جایزه

شکل دیگر تقسیم سود، توزیع سهام جدید به عنوان سود است که به آن سود سهمی (جایزه) گویند. شرکت برای اینکه بین سهامداران سود تقسیم کند و از طرفی وجه نقد را به منظور اجرای طرح های توسعه در شرکت نگاه دارد اقدام به انتشار سهام جایزه می کند.

### ۳,۳. تجزیه سهام

تجزیه سهام روشی برای کاهش ارزش اسمی سهام و افزایش تعداد سهام می باشد. تجزیه سهام فقط ارزش اسمی را کاهش و تعداد سهام را افزایش می دهد و حقوق صاحبان سهام و سایر اقلام داخل حقوق صاحبان سهام بدون تغییر باقی می ماند (رضی کاظمی و بیابانی، ۱۳۹۲).

### ۴. نظریه های سیاست تقسیم سود

نخستین گام های نظریه پردازی در زمینه سیاست تقسیم سود به پیش بینی اثر پرداخت سود بر قیمت سهام مربوط می شود. در قرن اخیر ۳ مکتب فکری در این زمینه (اثر پرداخت سود بر قیمت سهام) به وجود آمده است. نتایج تحقیقات مکتب اول نشان می دهد سود سهام پرداختی اثر مثبت و قابل توجهی بر قیمت سهام دارد. گروه دوم بر این باورند که قیمت های سهام بستگی منفی با میزان سود سهام پرداختی دارد و گروه سوم مدعی اند میزان تقسیم سود شرکت در ارزیابی قیمت سهام نامربوط است. بر اساس مکاتب فکری مذکور نظریه های تقسیم سود به صورت زیر طبقه بندی می شوند:

نظریه هموارسازی تقسیم سود<sup>۱</sup>

نظریه نامربوط بودن سود تقسیمی<sup>۲</sup>

نظریه پرنده در دست<sup>۳</sup>

نظریه اثر مالیاتی تقسیم سود

<sup>1</sup> Dividend Smoothing Theory

<sup>2</sup> Dividend Irrelevance Theory

<sup>3</sup> Bird-In-Hand Theory

نظریه تأثیر مشتریان و موکلین

نظریه عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۱</sup> (تئوری علامت‌دهی<sup>۲</sup> و هزینه نمایندگی<sup>۳</sup>)

نظریه چرخه عمر (اعتمادی و چالاکی، ۱۳۸۴، ص ۲۴).

#### ۱.۴. نظریه هموارسازی تقسیم سود

به طور کلی هموارسازی سود عبارت است از اعمال نظر مدیریت شرکت در تقدم و تأخر ثبت حسابداری هزینه‌ها و درآمدها و یا به حساب گرفتن هزینه‌ها یا انتقال آنها به سال‌های بعد به طوری که باعث شود شرکت در طول چند سال مالی متوالی از روند سودی بدون تغییرات عمده برخوردار باشد. هدف مدیریت از هموارسازی تقسیم سود این است که شرکت را در نظر سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه با ثبات و پویا نشان دهد. مهم‌ترین انگیزه هموارسازی سود تقسیمی این باور است که شرکت‌هایی که روند سود مناسبی دارند و سود آنها دچار تغییرات عمده نمی‌شود، نسبت به شرکت‌های مشابه ارزش بیشتری دارند. هموارسازی سود باعث بالا رفتن ارزش سهام شرکت در بورس و جذب سرمایه‌گذاران بالقوه برای آن می‌شود (خدماتی‌پور و همکاران، ۱۳۹۲).

#### ۲.۴. نظریه نامربوط بودن (بی ارتباطی سود تقسیمی)

تئوری نامربوط بودن که توسط آقایان میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱) ارائه شده است، مبین این موضوع است که قیمت سهام و ارزش شرکت بستگی به سود مورد انتظار و ریسک شرکت دارد و به چگونگی تقسیم سود مربوط نمی‌شود. این تئوری مبتنی بر فرضیات مهم و مختلفی از جمله حذف مالیات است. بر اساس این تئوری محتوای اطلاعاتی تقسیم سود بر تغییر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد؛ یعنی اگر شرکتی درصد سود تقسیمی خود را افزایش دهد عملکرد بهتری نشان داده و باعث تغییر قیمت سهام می‌شود.

#### ۳.۴. نظریه پرنده در دست

نتیجه اساسی تئوری نامربوط بودن تقسیم سود، این است که سیاست تقسیم سود سهام، تأثیری بر نرخ بازده مورد انتظار سهامداران ندارد. گوردون و لینتر معتقد بودند که نرخ بازده مورد انتظار همزمان با افزایش نسبت پرداخت سود، کاهش می‌یابد، چون سرمایه‌گذاران در مقایسه با دریافت سود نقدی اطمینان کمتری نسبت به دریافت عایدات سرمایه‌ای دارند که باید از سود تقسیم نشده به دست آید، آنها استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران برای یک دلار نقدی مورد انتظار، ارزش بیشتری نسبت به یک دلار عایدات سرمایه‌ای قائل‌اند.

#### ۴.۴. نظریه تأثیر مشتریان و موکلین

گروه‌ها یا طبقات سهامداران مختلف، سیاست‌های تقسیم سود متفاوتی را ترجیح می‌دهند. به‌عنوان مثال، افراد بازنشسته یا صندوق‌های وقفی دانشگاه‌ها عموماً درآمد نقدی را ترجیح می‌دهند. بنابراین، این افراد برای سرمایه‌گذاری، شرکت‌هایی را مناسب می‌دانند که درصد بالایی از سود را به صورت سود سهام نقدی پرداخت می‌کنند. چنین سرمایه‌گذارانی اغلب در رده مالیاتی پایین و یا صفر‌اند؛ بنابراین، بحث مالیات کلیت ندارد. از سوی دیگر، سهامدارانی که از نظر سنی

<sup>1</sup> Information Asymmetries Theory

<sup>2</sup> Signaling

<sup>3</sup> Agency Cost

در نقطه اوج درآمدی قرار دارند، سرمایه‌گذاری مجدد را ترجیح می‌دهند، زیرا نیاز کمتری به درآمد جاری دارند و سود دریافتی خود را صرفاً پس از پرداخت مالیات آنها، مجدداً سرمایه‌گذاری می‌کنند.

#### ۵،۴. نظریه نابرابری اطلاعاتی (علامت‌دهی و هزینه نمایندگی)

هنگامی که میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱) تئوری نامربوط بودن سود سهام را مطرح کردند، فرض کردند که کلیه افراد اعم از سرمایه‌گذاران و مدیران، در مورد سود سهام و عایدات، اطلاعات یکسانی دارند. اما در واقع، سرمایه‌گذاران برآوردهای متفاوتی در مورد پرداخت سود سهام آتی و همچنین عدم قطعیت نهفته در این پرداخت‌ها دارند و مدیران نسبت به عموم سهامداران دارای اطلاعات بهتری در مورد چشم‌اندازهای آتی‌اند. این طور مشاهده می‌شود که عموماً افزایش در پرداخت سود سهام به افزایش قیمت سهام و کاهش در پرداخت سود سهام به کاهش قیمت سهام منجر می‌شود (گلستانی، و همکاران، ۱۳۹۳).

#### ۶،۴. نظریه چرخه عمر

شرکت‌ها معمولاً در سال‌های اولیه تأسیس به دلیل وجود فرصت‌ها طبق تئوری چرخه عمر سرمایه‌گذاری سودآور، ترجیح می‌دهند سود کمتری بین سهامداران‌شان توزیع کنند (دی‌آنجیلو، ۲۰۰۶). با گذشت زمان و با افزایش منابع مالی، شرکتها معمولاً سود پرداختی خود به سهامداران‌شان را افزایش می‌دهند. به عبارت دیگر، میزان سود تقسیمی در شرکت‌هایی که به دوران بلوغ خود رسیده‌اند، بیشتر است. این در حالی است که در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، میزان سود تقسیمی کمتر می‌باشد (خدای پور و همکاران، ۱۳۹۲).

#### ۵. مدیریت سود

حسابداران با استفاده از روش‌های حسابداری تعهدی در چارچوب اصول پذیرفته شده حسابداری و نیز با استفاده از برآوردها و مفروضاتی که داده‌های نقدی را به داده‌های تعهدی تبدیل می‌کنند، موجب افزایش ارزش اطلاعات می‌شوند، اگرچه انعطاف‌پذیری استانداردهای حسابداری این اجازه را می‌دهد تا در تهیه صورت‌های مالی از قضاوت حرفه‌ای استفاده کنند، اما درعین حال این امکان را برای مدیران فراهم می‌کند تا ارقام صورت‌های مالی را مدیریت کنند (بدری و حقیقت، ۱۳۸۹ به نقل از: محمدزاده مقدم و همکاران). محاسبه مدیریت سود بسیار مشکل است، در ادبیات مدیریت سود، رویکردهای متفاوتی با شاخص‌های مختلفی در تخمین و اندازه‌گیری مدیریت سود استفاده شده است. یکی از مهمترین رویکردها، مبتنی بر کاربرد اقلام تعهدی اختیاری به عنوان شاخصی برای تعیین مدیریت سود در واحدهای تجاری است. در حقیقت زمانی که میزان اقلام تعهدی اختیاری افزایش می‌یابد، احتمال رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت نیز افزایش می‌یابد (محمدزاده مقدم و همکاران، ۱۳۹۷).

مدیریت سود به مداخله عمومی مدیریت در فرآیند تعیین سود که غالباً در راستای اهداف دلخواه مدیریت می‌باشد، اطلاق می‌گردد. مدیریت سود، استفاده مدیریت از قضاوت در گزارش دهی مالی و ساختار بندی معاملات، برای اصلاح و تغییر گزارشگری مالی است تا استفاده کنندگان صورت‌های مالی را در مورد عملکرد اقتصادی شرکت گمراه کند و یا بر نتایج معاملاتی که به ارقام حسابداری مثل سود بستگی دارد، تأثیر گذارد. مدیریت سود دارای جوانب مثبت و منفی است. جنبه مثبت مدیریت سود شامل فعالیت‌هایی است که در چارچوب قوانین و اخلاق حرفه‌ای قرار می‌گیرد. این در حالی است که

جنبه منفی مدیریت سود می تواند جامعه فریب آمیزی بر تن کند و منجر به تقلب و گزارشگری و فساد در شرکت ها توسط مدیران شرکت شود (عسکریان و شیزازی، ۱۳۹۵).

## ۶. کیفیت سود

در حالی که کیفیت سود شامل سودها، جریان های نقدی، و کیفیت صورت و وضعیت مالی می شود، اما در این بخش به طور خلاصه بر کیفیت سود تمرکز می کنیم. سود بالا کیفیت بالا (۱) پایدار است (۲) نشان دهنده قابل قبولی از بازده است. به علاوه نتیجه گیری این امر که سود کیفیت بالایی دارد، فرض می کند که کیفیت گزارش نیز بالا است (فروغ نژاد و همکاران، ۱۳۹۹).

## ۷. تئوری های مرتبط با سیاست تقسیم سود

### جدول ۱. خلاصه ای از تئوری های مرتبط با سیاست تقسیم سود

| تئوری                | نتیجه تئوری  |
|----------------------|--|
| تقسیم سود باقی مانده | بر اساس این تئوری سیاست تقسیم سود شرکت پیامد مستقیم سیاست های سرمایه گذاری آن است، به این معنی که پس از اختصاص منابع مالی موجود به پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت، جریان های نقدی مازاد باقی مانده به صورت سود نقدی بین سهامداران توزیع می شوند.   |
| نامربوطی سود تقسیمی  | این تئوری بیان می دارد که در شرایط بازار کامل تقسیم سود تأثیری بر ارزش شرکت نداشته و در نتیجه در تصمیم گیری ها عاملی نامربوط است.  |
| علامت دهی            | زیربنای این تئوری، وجود محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق اطلاعات نهفته در تغییرات غیرمنتظره در سود نقدی است، به این صورت که سود تقسیمی و به ویژه تغییرات غیرمنتظره آن به منزله علامتی است که اخبار جدیدی به بازار مخابره می نماید.                                   |
| نماینده گی           | فرض بنیادین این تئوری، عمل افراد در جهت حداکثر کردن منافع شخصی شان است، و از آنجا که تابع مطلوبیت افراد لزوماً همیشه بر یکدیگر منطبق نیست، مدیران لزوماً همیشه در پی کسب حداکثر منافع برای مالکان نخواهند بود.   |
| بلوغ                 | بر اساس این تئوری سیاست بهینه تقسیم سود از لزوم توزیع جریان های نقد آزاد سرچشمه می گیرد. این تئوری بیان می دارد که شرکت ها با توجه به تغییرات فرصت های سرمایه گذاری و جریان های نقد آزاد، سیاست تقسیم سود خود را به طرز بهینه ای تدوین و تعدیل می نمایند.  |
| پذیرایی              | هسته مرکزی تئوری پذیرایی این است که مدیران خواسته های سرمایه گذاران را شناسایی نموده و حسب مورد به نحو مقتضی به آن پاسخ می دهند یا به تعبیری مطابق با ترجیحات سرمایه گذاران از ایشان پذیرایی می نمایند و بازار سرمایه نیز با درک این موضوع واکنش مثبتی به ارزش سهام اینگونه شرکت ها نشان می دهد. |

| نتیجه تئوری   | تئوری               |
|---|---------------------|
| در فرضیه تأثیر مالیات بر سود تقسیمی با استعانت از نقص بازار (بازار غیر کامل) و وضع مالیات متفاوت نسبت به سود نقدی سهام و سود سرمایه‌ای به تشریح مسئله تقسیم سود از منظر سهامداران پرداخته می‌شود. | فرضیه مالیات        |
| این فرضیه معتقد است که نوع سهامداران، میزان مشارکت آنها در مدیریت و تصمیم‌گیری و همچنین ترجیحات آنها نسبت به سود تقسیمی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها اثرگذار است.                                   | فرضیه ساختار مالکیت |

منبع: (اعتمادی و کجانی، ۱۳۹۴).

## ۸. نتایج مطالعات تجربی

### ۸.۱. پژوهش‌های انجام شده در ایران

پیمانی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان "رابطه غیرخطی سیاست تقسیم سود بر نسبت قیمت به درآمد در صنایع بورس اوراق بهادار تهران" با استفاده از رگرسیون برآورد گردیده که از داده‌های تابلویی برای اطلاعات ۱۸۲ شرکت و در قالب ۲۸ صنعت در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ مشخص گردید، و به این نتیجه رسیدند نسبت پرداخت سود تقسیمی بر نسبت قیمت به درآمد تأثیر غیرخطی داشته و میزان تحذب آن به رابطه نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده مورد انتظار سهامداران بستگی دارد. همچنین قدرت توضیح دهندگی مدل غیرخطی نسبت به مدل خطی بیشتر است. توصیه می‌شود سرمایه‌گذاران به مدل غیرخطی در کنار مدل خطی جهت حصول نتیجه بهتر، توجه نمایند (فروشانی و همکاران، ۱۴۰۰).

محمدزاده مقدم و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان "تأثیر کیفیت سود بر سیاست تقسیم سود" تعداد ۱۰۵ شرکت، در بازه زمانی پنج ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ را انتخاب نمودند، که این پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیر انجام شده و به این نتایج دست یافتند که بین کیفیت ارقام تعهدی و سیاست تقسیم سود رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد. این نشان از قابلیت اعتماد ارقام تعهدی دارد، در حالی که رابطه بین مدیریت سود و سیاست تقسیم سود از لحاظ آماری معنی‌دار نیست. در واقع می‌توان گفت در شرکت‌های ایرانی روند پرداخت سود تقسیمی تابعی از مدیریت سود نیست و این خبر خوبی برای سهامداران بازار سرمایه کشور به شمار می‌رود (محمدزاده مقدم و همکاران، ۱۳۹۷).

خانقا (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان "بررسی ثبات در سیاست‌های سود نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پراخته است. آنها به این نتیجه رسید که شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، از سیاست‌های سود نقدی نسبتاً پایداری برخوردار هستند و این بدان معنی است که مدیران شرکت‌ها، به اهمیت ثبات در سود نقدی واقف می‌باشند و می‌دانند که سرمایه‌گذاران، به شدت نسبت به تغییرات سود نقدی بویژه در جهت پایین، عکس‌العمل نشان می‌دهند (خانقا، ۱۳۹۷).

مشکی میاوقی و صرفه جو (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان "بررسی پیامدهای سیاست سود تقسیمی رو به رشد در شرایط محدودیت مالی و موقعیت رقابتی" تعداد ۱۴۵ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ را مورد بررسی قرار دادند و به این نتایج دست یافتند که واکنش بازار سرمایه (شامل بازده غیرعادی و گردش معاملات) به افزایش سود تقسیمی در شرکت‌هایی با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، ضعیف‌تر است.

همچنین کاهش تمرکز و در نتیجه، افزایش رقابت در فروش محصولات در شرکت‌هایی با محدودیت مالی، باعث تضعیف بیشتر واکنش بازار به خبر افزایش سود تقسیمی می‌شود (مشکی میاوقی و صرفه جو، ۱۳۹۶).

احمدی و دیدار (۱۳۹۶) در پژوهشی به "بررسی اثر مستقیم ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود و اثر میانجی ساختار سرمایه بر این رابطه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۲ پرداختند. یافته‌های تحقیق بیانگر آن است که ساختار مالکیت دارای رابطه مثبت و معنی‌داری با سیاست تقسیم سود است و با ساختار سرمایه رابطه معنی‌داری ندارد. همچنین ارتباط مثبت و معنی‌دار ساختار مالکیت با سیاست تقسیم سود نیز تأیید شد. براساس یافته‌های مبتنی بر رگرسیون چندگانه و آزمون سوبل، نقش میانجی ساختار سرمایه بر رابطه بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود تأیید نمی‌شود (احمدی و دیدار، ۱۳۹۶).

صراف و چاووشی طهرانی (۱۳۹۵) در پژوهشی که با عنوان "رابطه سیاست تقسیم سود شرکت‌ها با عرضه کنندگان و مشتریان عمده کالا و خدمات" با استفاده از روش حداقل مربعات به صورت تلفیقی انجام شده بود به این نتایج دست یافتند که شرکتی که خرید عمده داشته باشد، به عبارتی مواد اولیه خود را به صورت عمده خریداری نماید، توانایی توزیع سود نقدی کمتری دارد و بالعکس چنانچه دارای مشتریان عمده باشد و فروش محصولاتش را به صورت عمده انجام دهد، می‌تواند به صورت مستمر و سالانه به توزیع سود پرداخته و نیاز سهامداران خود را برآورده سازد (صراف و چاووشی طهرانی، ۱۳۹۵).

عسکریان و شیرازی (۱۳۹۵) در پژوهشی به "بررسی رابطه میان سیاست پرداخت سود سهام و مدیریت سود (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)" پرداختند و نمونه آماری پژوهش آنها ۲۲۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس شرایط غربالگری در دوره زمانی ۵ ساله از سال ۱۳۸۹ تا سال ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار دادند. آنها یافتند که بین پرداخت سود سهام و مدیریت سود، رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد. مدیران آن گروه از شرکت‌هایی که پرداخت نقدی بالاتر سود سهام را در دستور کار دارند، مدیریت سود بیشتری اعمال نموده‌اند. به همین منوال، با کاهش سطح پرداخت سود سهام، انجام مدیریت سود با کاهش همراه است. سایر نتایج نشان داد مدیریت سود تابع معنی‌دار و معکوسی از اهرم مالی و حساس‌برس بزرگ، در حالی که تابع معنی‌دار و مستقیمی از اندازه، زیاندهی، رشد فروش و اندازه هیأت مدیره است. علاوه بر این، نتایج نشان داد که مدیریت سود تابع معنی‌داری از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و استقلال هیأت مدیره نیست (عسکریان و شیرازی، ۱۳۹۵).

دهکردی و آقایی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان "سیاست تقسیم سود و گزارشگری مالی متقلبانه" نتایج به دست آمده آنها چنین است، شرکت‌هایی که سود تقسیم می‌کنند با احتمال کمتری مرتکب گزارشگری مالی متقلبانه می‌شوند. همچنین، سطح سود تقسیمی نیز رابطه‌ای منفی با گزارشگری مالی متقلبانه دارد. براساس یافته‌های تحقیق می‌توان نتیجه گرفت سود تقسیمی حاوی اطلاعاتی در خصوص کیفیت گزارشگری مالی شرکت، به ویژه انگیزه‌های منجر به تجدید ارائه صورتهای مالی است (دهکردی و آقایی، ۱۳۹۴).

جمشیدی‌نوییدو همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر شاخص‌های سودآوری بر سیاست تقسیم سود با در نظر گرفتن متغیر تعدیلگر عامل گروه صنعت شرکت‌ها" نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان می‌دهد که بازده دارایی بدون توجه به عامل گروه صنعت، بر سیاست تقسیم سود تأثیر مثبت و معنادار دارد و می‌تواند در پیشبینی پرداخت سود نقدی

سهام مفید باشد؛ در حالیکه حاشیه سود خالص با در نظر گرفتن عامل گروه صنعت شرکت‌ها بر سیاست تقسیم سود تأثیرگذار نمی‌باشند (جمشیدی‌نویلو و همکاران، ۱۳۹۴).

جهان‌خانی و قربانی (۱۳۸۵). در پژوهشی به "شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند و به این نتایج دست یافته‌اند که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام‌رسانی، انتظار می‌رود تا اگر شرکتی از رشد سود بالایی پائینی برخوردار باشد، بازده نقدی آن نیز بالا (پائین) باشد. اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی شرکت از دیگر مواردی هستند که در توضیح سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس، ایفای نقش می‌کند (جهان‌خانی و قربانی، ۱۳۸۵).

## ۲.۸. پژوهش‌های خارجی

حسینی و اکبر (۲۰۲۲) در پژوهشی به "بررسی رابطه بین سیاست سود تقسیمی و مدیریت سود با توجه به نقش مساله نمایندگی و محدودیت‌های مالی" پرداختند. در این پژوهش شامل ۳۲۵۰ شرکت غیرمالی چینی از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۸ مورد مطالعه قرار دادند که پژوهش آنها با استفاده از مدل‌های اثر ثابت و تصادفی سنجیده شده است. یافته‌های آنها به شرح زیر است: (۱) تمامی سود تقسیمی شرکت‌ها، مشارکت مدیران در شیوه‌های مدیریت درآمدها را محدود می‌کند (۲) در مقایسه با شرکت سود سهام پرداخت کوچک، شرکت‌های سود سهام پرداخت‌کننده بزرگتر مشارکت کمتری در سود دارند (۳) مشکل نمایندگی بر ماهیت رابطه پیشنهادی تأثیر نمی‌گذارد (۴) پرداخت سود سهام شرکت‌هایی که از نظر مالی دارای محدودیت نیستند باعث کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران نسبت به شیوه‌های مدیریت سود می‌شود و بالعکس (حسینی و اکبر، ۲۰۲۲).

زاگونل، سوآرس ترا و پاسوچ (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان "مالیات، حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود در برزیل این پژوهش تغییرات قانون مالیات در برزیل" را در دوره ۱۹۸۶-۲۰۱۱ شناسایی کرده از داده‌های پانل برای تخمین احتمال شرکت‌ها برای پرداخت سود سهام تحت رژیم‌های مالیاتی مختلف استفاده کرده‌اند. نتایج آنها نشان می‌دهد که تغییرات در قوانین مالیاتی تأثیر قابل توجهی بر پرداخت سود سهام دارد. همچنین شرکت‌ها از نسبت‌های پرداخت هدف پیروی نمی‌کنند، اما سود سهام به طور متوسط به پرداخت‌های گذشته وابسته است. پرداخت سود سهام تحت تأثیر حق رأی سهام، خصوصی سازی است. تغییرات در مقررات که مشکلات نمایندگی در بین سهامداران را کاهش می‌دهد بر نسبت-های پرداخت تأثیر مثبت می‌گذارد (زاگونل، سوآرس ترا و پاسوچ، ۲۰۱۸).

بنلملیح (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان "مسئولیت اجتماعی شرکت و سیاست تقسیم سود" که به تعداد ۲۲۸۳۹ شرکت را در ایالات متحده در دوره ۱۹۹۱-۲۰۱۲ مورد مطالعه قرار داد، و به این نتیجه رسید که شرکت‌های با CSR بالا، سود سهام بیشتری نسبت به شرکت‌های CSR کم، پرداخت می‌کنند. به طور کلی، نتایج وی با این انتظار سازگار است که شرکت‌های CSR بالا ممکن است از سیاست تقسیم سود برای مدیریت مشکلات نمایندگی مرتبط با سرمایه‌گذاری بیش از حد در CSR استفاده کنند (بنلملیح، ۲۰۱۸).

<sup>1</sup> Corporate Social Responsibility

کو و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی به "بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود" پرداختند. یافته‌ها حاکی از این است که کیفیت گزارشگری با سود تقسیمی رابطه مثبت دارد. این رابطه مثبت در بین شرکت‌های با مسئله جریان نقدی آزاد و با مالکان نهادی بیشتر است. همچنین، کیفیت گزارشگری مالی پرداخت ناکافی سود تقسیمی را کاهش می‌دهد. در نهایت، شواهد حاکی از این است که سود تقسیمی نتیجه نظارت قوی‌تر به واسطه کیفیت گزارشگری مالی بالاتر است (کو و همکاران، ۲۰۱۷).

جنگ لی، و همکاران (۲۰۱۶). در پژوهشی با عنوان "رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی، سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت" در این پژوهش به سیاست سود سهام و ساختار مالکیت شرکت‌های پذیرفته‌شده چینی از ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۲ می‌پردازد. و به نتیجه رسید که شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعات بالاتر به احتمال کمتری سود سهام را پرداخت می‌کنند. علاوه بر این نمونه به شرکت‌های تحت کنترل دولت و غیر دولتی تقسیم می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های تحت کنترل دولت با عدم تقارن اطلاعات بالاتر، سود سهام بیشتری را در مقایسه با شرکت‌های غیر دولتی، پرداخت می‌کنند. به علاوه، ما متوجه می‌شویم که ساختار تقسیم سهم شفافیت اطلاعات را افزایش می‌دهد که منجر به اثر واسطه‌ای مثبت در رابطه بین عدم تقارن اطلاعات و سیاست سود سهام می‌شود (جنگ لی، و همکاران، ۲۰۱۶).

جوزویک (۲۰۱۵). در پژوهشی با عنوان "عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس لهستان" به این نتیجه رسید، رابطه آماری معنی دار و منفی بین نسبت پرداخت سود سهام و دو عامل سودآوری و اهرم است. نتایج نشان می‌دهد که نسبت پرداخت سود سهام تابعی منفی از سودآوری و اهرم است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های غیرمالی لهستانی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ورشو از همان عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود که توسط بازارهای توسعه یافته پیشنهاد شده است، پیروی می‌کنند (جوزویک، ۲۰۱۵).

لی و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان "پرداخت سود سهام شرکتی و مدیریت سود": شواهدی از تغییرات نظارتی چین آنها دریافتند که بازار نسبت به شرکت‌هایی که کمتر از الزامات قانونی مقرر سود پرداخت می‌کنند در مقایسه با شرکت‌هایی که بیشتر از الزامات قانونی مقرر سود پرداخت می‌کنند، واکنش مثبتی نشان می‌دهد. آنها همچنین دریافتند شرکت‌هایی که سود کمتری پرداخت می‌کنند، مدیران آن‌ها تمایل بیشتری به مدیریت سود دارند. همچنان نتایج آنها نشان داد که هزینه‌های نمایندگی جریان وجوه نقد آزاد نقش مهمی در سیاست پرداخت سود ایفا می‌نماید (لی و همکاران، ۲۰۱۵).

## ۹. نتیجه گیری

در این مقاله به بررسی سیاست‌های تقسیم سود پرداخته شده است. در ابتدا، با بررسی مبانی نظری مربوط به موضوع، سیاست‌های تقسیم سود، عوامل اثرگذار بر سود تقسیمی تعیین شدند. در مجموع، ادبیات موضوع بیانگر آن است تصمیمات و سیاست‌های مربوط به تقسیم سود در شرکت‌ها در ایجاد تصویری از سودآوری آتی آنها و توان رقابتی و فعالیت‌شان از موارد قابل تأمل در مباحث مالی شرکت‌ها می‌باشد. سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، کسب منافع از محل سود تقسیمی شرکت‌ها و افزایش قیمت سهام را هدف قرار داده، به امید افزایش بازدهی و ثروت به سفته‌بازی می‌پردازند. در این راستا، اتخاذ سیاست‌های تقسیم سود مناسب، از جمله مسائلی است که می‌تواند بر علایق و انگیزه‌های سرمایه‌گذاران و هدایت



منابع بازار مؤثر باشد. حداکثرسازی ثروت سهامداران و به حداقل رساندن هزینه تأمین مالی و به تبع آن افزایش ارزش بازار سهام شرکت‌ها، از مباحث مورد توجه در مدیریت مالی بوده است. سهامداران شرکت‌ها به صورت میانگین دارای دید مثبتی نسبت به تقسیم سود هستند و دریافت آن را ضروری می‌پندارند. به نظر می‌رسد منشأ این رویکرد در سرمایه‌گذاران ایرانی اغلب دیده کوتاه مدت آنان به سرمایه‌گذاری باشد به نحوی که اغلب سهامداران تصور می‌کنند باقی ماندن سود در شرکت و عدم توزیع آن در حقیقت نوعی صرف نظر از منافع آنان است. سود تقسیمی به تنهایی نمی‌تواند معیاری برای تعیین مرغوبیت سهام یک شرکت باشد. واقعیت این است که سود تقسیمی تنها یکی از اجزای تشکیل دهنده سود هر سهم است و برای تحلیل سهام شرکت‌ها باید به جزء دیگر سود یعنی سود تقسیم نشده (سود انباشته) نیز توجه کرد. علی‌رغم مزایای استفاده از سود انباشته به عنوان منبع تأمین مالی در بسیاری از شرکت‌های فعال در بورس تهران، ابتدا سود تقسیم می‌شود سپس شرکت‌ها اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند.

## References

- Abbasi Beigzadeh, F., Shah Heydaripour, H., Aminipanah, N., & Nasiri Far, R. (2016). Dividend policy. Second National Conference on Modern Management and Sustainable Planning of Iran. Bours Magazine, 30, 1-10. (in Persian).
- Ahmadi, A., & Didar, H. (2016). Investigating the mediating effect of capital structure in the relationship between ownership structure and Dividend Policy Companies admitted to the Tehran Stock Exchange. Management and Accounting Studies Quarterly, 207-196. (in Persian).
- Al-Qar, M.H., & Marfoo, M. (2016). Investigating the effect of management ability on dividend policy. Experimental accounting research, (6)23, 10-129.
- Askarian, H., & Shirazi, S. (2015). Investigating the relationship between dividend payment policy and profit management (Evidence from Tehran Stock Exchange). Conference of new ideas in management, economy and accounting, 393-374. (in Persian).
- Benlemlih M, (2018). Corporate Social Responsibility and Dividend Policy. Research in International Business and Finance.
- Biyabani, P., & Razi, S. S. (2012). Ownership structure (combination of shareholding and concentration) and Dividend policy of companies admitted to Tehran Stock Exchange. Scientific Research Quarterly of Financial Knowledge of Securities Analysis, (6)20, 15-28. (in Persian).
- Bogna, K.J. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies. Procedia Economics and Finance, 23, 473 – 477.
- Dehkordi Farajzadeh, H., & Aghaei, L. (2014). Dividend policy and fraudulent financial reporting. Scientific-research quarterly of financial accounting empirical studies, (12)45, 114-97. (in Persian).
- Etemadi, H., Anvari rostami, A. A., & Ahmadian, V. (2013). Life cycle Theory Test in the Dividend Policies of Companies in Tehran Stock Exchange. Empirical Studies in Financial Accounting, 11(41), 59-81. (in Persian).
- Etemadi, H., & Esmaeili Kojani, M. (2016). A Comprehensive Review of Theories Dividend Policy. Accounting and Auditing Studies, 5(17), 22-35. (in Persian).
- Etemadi, H., & Chalaki, P. (2004). The relationship between performance and cash dividend distribution in companies listed on the Tehran Stock Exchange. Accounting and Auditing Quarterly, (12)39, 31-47. (in Persian).

- Peymany, M., Ebrahimi Sarvolia, M. H., & Goodarzi, M. (2021). Nonlinear relationship of Dividend Policy on P/E Ratio in Tehran Stock Exchange Industries. *Advances in Finance and Investment*, 2(2), 1-22. (in Persian).
- Golestani S., & Deldar M. (2014). The Relation of the Effective Tax rate with Dividend Policy and the Future Stock Return in Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Economic Research and Policies*, 22(70), 181-204. (in Persian).
- Haqiqet, H., & Mehdi, P. (2010). Investigating the relationship between the quality of profit and the future return of shares in companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 5, 5-31. (in Persian).
- Heydari, O., & Khaksar, M. (2007). Investigating the determinants of the dividend policy in companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Capital Development Journal*, (1)2, 183-200. (in Persian).
- Hussain, A., & Akbar, M. (2022). Dividend Policy and Earnings Management: Do Agency Problem and Financing Constraints Matter? *Borsa Istanbul Review*.
- Izadnia, N. (2009). Evaluation of effective factors on dividend policy in companies admitted to Tehran Stock Exchange. *Accounting Studies Quarterly*, 26, 155-139. (in Persian).
- Jahankhani, A., & Ghorbani, S. (2005). Identifying and explaining the determining factors of the dividend policy of the companies accepted in the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Quarterly*, 20, 4-27. (in Persian).
- Jamshidinaid, B. (2014). Investigating the effect of profitability indicators on dividend policy by considering the moderating variable of the industry group of companies. *Management and Accounting Research Monthly*, 19, 52-67. (in Persian).
- Khanqa, Q. (2016). Investigating the stability of cash dividend policies of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Quarterly scientific research journal of management accounting and auditing knowledge*, (7), 153-161. (in Persian).
- Khodamipour A., Houshmand Zaferanie R., Deldar M. (2013). Investigation into Effective Tax Rate Impact on Dividend Policy in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *J Tax Res*, 21 (17), 31-55. (in Persian).
- Koo, D.S., Santhosh, R., & Yong, Y. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate dividend policy. *Review of Accounting studies*, 22, 753-790.
- Lee, E., Walker, M., & Zhu, J. (2015). Corporate Dividend Payout and Earnings Management: Evidence from Chinese Regulatory Changes.
- Mashki Miaoghi, M., & Sanajo, F. (2016). Investigating the consequences of the growing dividend policy in the conditions of financial constraints and competitive position. *Scientific-research quarterly of asset management and financing*, (4)18, 19-34. (in Persian).
- Mirabbasi, S. J. (2014). The relationship between profit policy and corporate governance. The second corporate governance conference in line with resistance economy policies, 1-17. (in Persian).
- Mohammadzadeh Moghadam, M. B., & et al. (2017). The effect of profit quality on dividend policy. *Scientific Journal of Accounting and Social Welfare*, (8)1, 153-172. (in Persian).
- Qalibaf Asl, H., & et al. (2014). *Advanced financial management*. Tehran; Al-Zahra University: Bours Information and Services Company. Bours Publications, 4th edition, 1400. (in Persian).
- Ronny, M., Victor, M., & Christopher, J. (2012). Dividend Policy Business Groups: Evidence from Indian Firms. *International Review of Economics & Finance*, 21, 42-56.
- Saraf, F., & Chavushashi Tehrani, M. (2015). The relationship between companies' dividend policy and major suppliers and customers of goods and services. *Financial accounting and auditing researches*, (8)32, 48-29. (in Persian).

- Sataish, M. H., & Ghafari, M. J. (2008). Investigating the usefulness of the amount of dividends on the performance of companies admitted to the Tehran Securities Exchange. *Journal of financial accounting and auditing*, (1)2, 1-23. (in Persian).
- Timóteo, Z., Paulo Renato Soares, Terra., & Diogo, F. P. (2018) Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil, *RAUSP Management Journal*.
- Tsui-Jung, L., Yi-Pei, C., & Han-Fang, T. (2016). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*.