

## مروری جامع بر تئوری‌های سیاست تقسیم سود

دکتر حسین اعتمادی

دانشیار دانشگاه تربیت مدرس

محمد اسمعیلی کجانی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تربیت مدرس

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۱۲/۱۱ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۴/۱۳

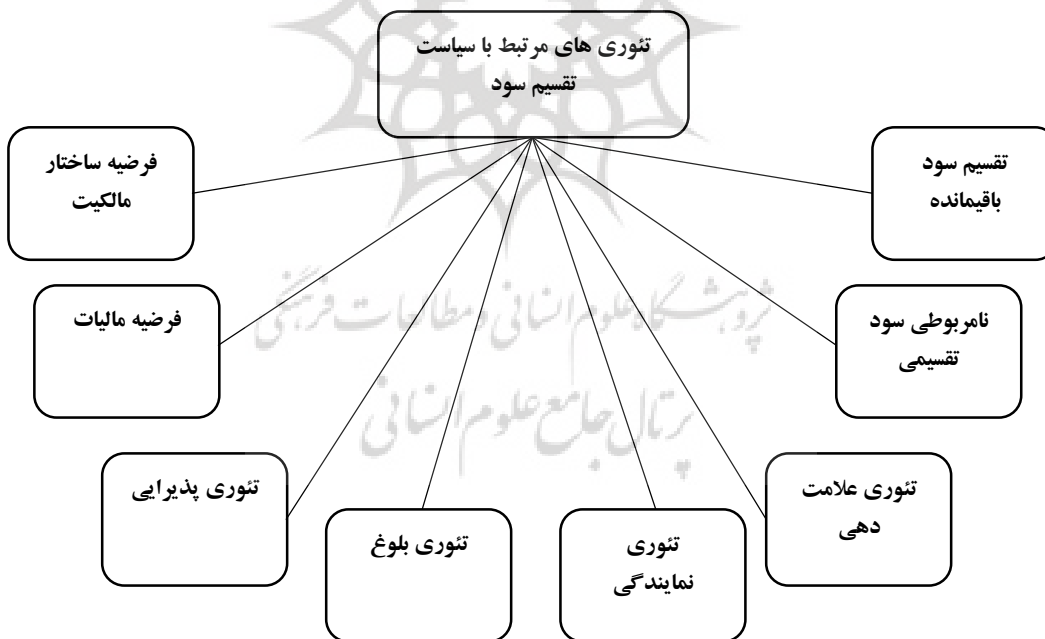
### چکیده

سیاست تقسیم سود یکی از مهمترین مباحث مدیریت مالی و در واقع اساس ارزشیابی شرکت‌ها است: ارزش تمام شرکت‌ها برابر با مجموع ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی آنهاست. سرمایه‌گذاران در قبال پذیرش ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت دو نوع بازده نقدی دریافت می‌نمایند: سود نقدی و سود سرمایه‌ای (ناشی از تغییرات ارزش سهام). سود نقدی سهام مهم‌ترین منبع پرداخت وجوه نقد به سهامداران بوده و لذا از اهمیت بالایی برخوردار است. پژوهشگران تاکنون مدل‌ها و تئوری‌های بسیاری برای تشریح، تبیین و پیش‌بینی عوامل موثر بر تصمیمات شرکت در باب تقسیم سود ارائه نموده‌اند. هر تحقیق علمی جدید بایستی با بررسی و استفاده از نتایج تحقیقات مشابه قبلی و در جهت پیشبرد سیر تکاملی طی شده توسط تحقیقات پیشین تدوین گردد، این مقاله به منظور تسهیل این فرآیند به مروری جامع بر نظریه‌های مرتبط با سیاست تقسیم سود پرداخته است.

**واژگان کلیدی:** سیاست تقسیم سود، تئوری‌های سیاست تقسیم سود، تئوری علامت‌دهی، تئوری نمایندگی، تئوری پذیرایی.

## مقدمه

تشریح و تبیین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و عوامل تعیین‌کننده آن یکی از بزرگترین چالش‌هایی است که همواره پیش روی متفکران حوزه مالی بوده است، پژوهشگران متعدد پس از انجام چندین دهه بررسی و مطالعه در این خصوص، هنوز نایل به درک کامل از تمامی عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود شرکت و چگونگی تعامل بین این عوامل نگردیده‌اند. بلک<sup>۱</sup> (۱۹۷۶) حدود سه دهه پیش در این باره چنین نوشت: “هر چه عمیق‌تر به مسئله تقسیم سود می‌نگریم، بیشتر به مثابه پازلی می‌ماند که قطعات آن به درستی بر یکدیگر منطبق نمی‌شوند.” اما تا به امروز این تصویر و پیچیدگی‌های آن همچنان به قوت خود باقی است و هنوز نیازمند تحقیقات تجربی و نظری بیشتری برای درک تمام ابعاد مسئله تقسیم سود و ارائه تئوری جامع برای تشریح و پیش‌بینی آن هستیم. پژوهشگران تاکنون مدل‌ها و تئوری‌های بسیاری برای تشریح، تبیین و پیش‌بینی عوامل موثر بر تصمیمات شرکت در باب تقسیم سود ارائه نموده‌اند. در ادامه، تئوری‌های مختلف در ارتباط با سیاست تقسیم سود بیان می‌شود.



شکل ۱. تئوری‌های مرتبط با سیاست تقسیم سود

## ۱- تئوری تقسیم سود باقیمانده<sup>۲</sup>

تئوری تقسیم سود باقیمانده برای اولین بار توسط پرینریچ<sup>۳</sup> (۱۹۳۲) مطرح گردید. بر اساس این تئوری سیاست تقسیم سود شرکت پیامد مستقیم سیاست‌های سرمایه‌گذاری آن است، به این معنی که پس از اختصاص منابع مالی موجود به پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، جریان‌های نقدی مازاد باقیمانده (در صورت وجود) به صورت سود نقدی بین سهامداران توزیع می‌شوند. بدیهی است در صورت اتخاذ چنین سیاستی، شرکت تنها در صورت برخورداری از جریان‌های نقد آزاد مبادرت به تقسیم سود خواهد نمود [۴]. زیربنای این تئوری این است که در صورت بالا بودن هزینه‌های معاملات (انتشار سهام و اوراق بدهی)، شرکت‌ها تامین مالی داخلی (از محل سودهای توزیع نشده) را به تامین مالی بیرونی (انتشار بدهی و سهام) ترجیح خواهند داد، لذا در چنین شرایطی هزینه‌های معاملات نیز بر سیاست تقسیم سود شرکت اثرگذار خواهند بود. پیگیری سیاست تقسیم سود باقیمانده ممکن است تقسیم سودهای بسیار متغیر و یا در برخی موارد عدم تقسیم سود را در پی داشته باشد، لذا چنین سیاستی پیش‌بینی سودهای تقسیمی آتی را بسیار دشوار نموده و تنها در شرایطی استفاده می‌گردد که سرمایه‌گذاران نسبت به نوسانات سود نقدی بی‌تفاوت باشند. محققان با انجام مطالعه‌ای دریافتند که در عمل بیشتر شرکت‌ها از اتخاذ چنین سیاستی دوری می‌گزینند، و علت آن را در اهمیت قابلیت پیش‌بینی سود نقدی برای سرمایه‌گذاران جویا شدند [۴].

## ۲- تئوری نامربوطی سود تقسیمی<sup>۴</sup>

میلر و مودیلیانی<sup>۵</sup> (۱۹۶۱) در تئوری معروف خود با نام "نامربوطی سود تقسیمی" ادعا نمودند در شرایط بازار کامل تقسیم سود تاثیری بر ارزش شرکت نداشته و در نتیجه در تصمیم‌گیری‌ها عاملی نامربوط است. با این حال ادعای ایشان به شرط برقراری چندین فرض شامل موارد ذیل بوده است: (۱) عدم وجود مالیات، (۲) عدم وجود هزینه‌های معاملات، (۳) عدم تاثیر اهرم مالی (نسبت بدهی) بر هزینه سرمایه، (۴) تقارن اطلاعاتی بین مالکان و مدیران در رابطه با شرایط

مورد انتظار آتی شرکت و (۵) عدم تاثیر چگونگی تخصیص سود خالص بین سود تقسیمی و سود انباشته بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت [۱۷]. اگر چه تئوری ایشان هر چند با مفروضاتی دور از واقعیت راه را برای شکل گیری بسیاری از تئوری های مالی باز نموده، لیکن به منظور امکان درک و تشریح آنچه در واقع اتفاق می افتد لازم است مسئله تقسیم سود در شرایطی خارج از مفروضات فوق نیز بررسی گردد. در این راستا بسیاری از پژوهشگران به تشریح سیاست تقسیم سود در شرایط کامل نبودن بازار که یک یا چند مورد از مفروضات پیش گفته برقرار نیست پرداخته و بر این اساس تئوری های مختلفی در رابطه با سیاست تقسیم سود ارائه کرده اند. برای مثال، با کنارگذاری یکی از مفروضات میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱)، در شرایطی که بازار کامل نباشد عدم تقارن اطلاعاتی به وجود خواهد آمد که خود منشأ شکل گیری تئوری های علامت دهی و نمایندگی در تشریح سیاست تقسیم سود است.

### ۳- تئوری علامت دهی<sup>۶</sup>

طبق این تئوری منشأ ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی، وجود اطلاعات نهانی در اختیار مدیریت است. به این صورت که مدیریت در مقایسه با سرمایه گذاران بیرونی اطلاعات بیشتری راجع به فرصت های رشد، سودآوری، جریان های نقدی و به طور کلی وضعیت مورد انتظار آتی شرکت در اختیار دارند، چرا که مدیران بیشتر وقت خود را صرف ارزیابی و تحلیل محصولات شرکت، بازار، استراتژی ها و فرصت های سرمایه گذاری نموده و اطلاعات به موقع تری راجع به عملکرد فعلی دارند و لذا بهتر قادر به پیش بینی وضعیت آتی شرکت هستند [۶].

زیربنای فرضیه علامت دهی، 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 که از طریق سایر منابع اطلاعاتی قابل اعتماد دیگر در اختیار بازار قرار نگرفته اند. ایستبروک<sup>۷</sup> (۱۹۸۴) در این باره چنین می گوید: "به طور منطقی بایستی در پس

اتخاذ سیاست تقسیم سود پایدار توسط شرکت‌ها انگیزه‌ای نهفته باشد". با توجه به اهمیت فراوانی که بازار برای سود تقسیمی و تغییرات آن قائل شده و با عنایت به واکنش شدید بازار به کاهش (یا قطع) سود نقدی (به منزله اخبار بد راجع به آینده مورد انتظار شرکت)، شرکت‌ها با اعلام افزایش سود نقدی عملاً اطمینان خود نسبت به سودآوری و جریان‌های نقدی آتی شرکت را به گونه‌ای اثربخش بیان می‌دارند.

باتاکاریا<sup>۱۰</sup> (۱۹۷۹) ادعا نمود مدیران با تقسیم سود اطلاعاتی راجع به سودآوری و جریان‌های نقدی مورد انتظار آتی به بازار مخابره می‌کنند، به این صورت که هر چه توان پیش‌بینی پروژه‌های موجود از پرداخت‌های نقدی بیشتر باشد، این امر از طریق توزیع سود بیشتر به عنوان یک خبر خوب به بازار علامت‌دهی می‌شود. براو و دیگران<sup>۹</sup> (۲۰۰۵) معتقدند یکی از دلایل اجتناب شرکت‌ها از کاهش (یا قطع) سود نقدی خود می‌تواند مسئله علامت‌دهی باشد. ایشان یافتند که شرکت‌ها حتی در شرایط بروز مشکلات نقدینگی و در صورتی که این مشکلات دائمی نباشند حاضرند اقداماتی نظیر استقراض، کنارگذاری پروژه‌های مناسب و یا حتی فروش دارایی‌ها نموده، لیکن تن به کاهش سود نقدی خود ندهند، چرا که ایشان معتقدند کاهش سود نقدی علامتی مبنی بر بروز مشکلات بلندمدت برای شرکت بوده و واکنش شدید بازار را در پی خواهد داشت.

#### ۴- تئوری نمایندگی<sup>۱۰</sup>

شاخه‌ای از تئوری‌های تقسیم سود، این مسئله را از منظر رابطه نمایندگی بررسی نموده‌اند که در نتیجه جدایی منافع مدیریت و مالکیت در شرکت‌ها ایجاد شده و به تجزیه و تحلیل تضاد منافع موجود بین طرف‌های رابطه نمایندگی که به اصطلاح به آن مسئله نمایندگی اطلاق می‌شود، می‌پردازد [۲۰]. فرض بنیادین این تئوری، عمل افراد در جهت حداکثر کردن منافع شخصی‌شان 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. در این ارتباط جنسن و مک

لینگ<sup>۱۱</sup> (۱۹۷۶) بیان نمودند که مدیران به واسطه کنترلی که در اختیار دارند، می‌توانند منابع شرکت را به فعالیت‌هایی اختصاص دهند که تنها در جهت منافع شخصی خودشان بوده و لزوماً حداکثر منافع مالکان را به همراه ندارد. طبق تئوری نمایندگی، مالکان با آگاهی از این تضاد منافع و احتمال بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه از سوی مدیریت با استفاده از یک سری سازوکارهای راهبری شرکتی درصدد کاهش مشکلات نمایندگی و همسو نمودن منافع مدیران و مالکان برمی‌آیند.

جنسن (۱۹۸۶) خاطر نشان ساخت مدیران از انگیزه رشد شرکت تحت کنترل‌شان تا حدی بیش از اندازه بهینه برخوردارند، زیرا افزایش اندازه شرکت افزایش منافع تحت کنترل ایشان را به همراه داشته و در کنار ملاحظات شهرت باعث افزایش قدرت مانور آنها نیز می‌گردد. بنابراین انتظار می‌رود مدیران با استفاده از اختیارات خود در مقابل کاهش منافع تحت کنترل‌شان مقاومت نمایند. حال مسئله این است که آیا تقسیم سود می‌تواند به حل مشکلات نمایندگی کمک کند یا خیر. طبق تئوری نمایندگی، یکی از سازوکارهای کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و مالکان تقسیم سود است [۱۵، ۲۰ و ۲۷]. در باب نقش تقسیم سود در کاهش مشکلات نمایندگی تئوری‌های مختلفی شامل هزینه نمایندگی<sup>۱۲</sup>، فرضیه حداقل هزینه<sup>۱۳</sup> تقسیم سود، پاداش مدیریت و فرضیه‌های پیامدی<sup>۱۴</sup> و جانشینی<sup>۱۵</sup>، مطرح شده‌اند.

#### ۴-۱- فرضیه هزینه نمایندگی

جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) هزینه‌های نمایندگی را به صورت مجموع موارد زیر تعریف کردند: (۱) مخارج نظارت (کنترل) مدیر توسط مالکان، (۲) مخارج التزام<sup>۱۶</sup> (منابع صرف شده توسط مدیر در جهت جلب اعتماد مالکان) و (۳) زیان باقیمانده که به واسطه رفتارهای فرصت-طلبانه مدیریت علیرغم تحمل هزینه‌های نظارت و التزام، به مالکان تحمیل می‌گردد.

تضاد منافع بین مدیران و مالکان به طور خاص در شرایطی که شرکت جریان‌های نقد آزاد قابل ملاحظه‌ای ایجاد می‌نماید شدت بیشتری می‌یابد. در این شرایط مسئله اصلی ترغیب مدیران به توزیع جریان‌های نقد آزاد بین سهامداران است. ایستربروک (۱۹۸۴) این فرضیه را مطرح نمود که از سود تقسیمی عموماً برای خارج نمودن جریان نقد آزاد از کنترل مدیریت و پرداخت آن به مالکان استفاده می‌شود، در نتیجه مدیران به منظور تامین مالی پروژه‌های جدید خود ناگزیر از مراجعه به بازار سرمایه خواهند بود و این امر هزینه‌های نظارت بر مدیران را از مالکان به نیروهای فعال در بازار، یعنی سرمایه‌گذاران بالقوه، اعتباردهندگان و تحلیل‌گران منتقل می‌نماید.

#### ۲-۴- فرضیه حداقل هزینه تقسیم سود

طبق فرضیه حداقل هزینه روزف<sup>۱۷</sup> (۱۹۸۲)، پیش‌بینی می‌شود شرکت‌ها در تعیین میزان بهینه تقسیم سود خود بین هزینه‌های ناشی از تقسیم سود، یعنی هزینه معاملات مترتب بر تامین مالی بیرونی (هزینه انتشار سهام و اوراق بدهی و هزینه‌های قراردادی) از یک سو و منافع حاصل از آن، یعنی کاهش هزینه نمایندگی ناشی از جریان‌های نقد آزاد از سوی دیگر موازنه برقرار نمایند، بنابراین طبق این مدل، حد بهینه تقسیم سود نسبتی است که در آن مجموع هزینه‌های تامین مالی بیرونی و هزینه‌های نمایندگی (اعم از نظارت، التزام و زیان باقیمانده) شرکت به حداقل خود برسد [۲۴].

#### ۳-۴- فرضیه پاداش مدیریت

یکی از تئوری‌های نوظهور مبتنی بر الگوی نمایندگی در تشریح معمای تقسیم سود، نظریه ارتباط سود نقدی با پاداش مدیریت است که توسط باتاکاریا (۲۰۰۷) مطرح گردید. در این تئوری فرض می‌شود سود نقدی به عنوان یکی از ابزارهای حل مشکل نمایندگی در قرارداد

پاداش مدیریت مورد استفاده قرار می‌گیرد و بر اساس آن انتظار می‌رود نسبت تقسیم سود رابطه معکوسی با پاداش مدیران داشته باشد.

#### ۴-۴- فرضیه‌های پیامدی و جانشینی

لاپورتا<sup>۱۸</sup> و دیگران (۲۰۰۰) دو مدل مبتنی بر الگوی نمایندگی برای تشریح سیاست تقسیم سود با نام‌های مدل پیامدی و مدل جانشینی ارائه نمودند. طبق مدل پیامدی، تقسیم سود بالاتر پیامد اجرای نظام راهبری شرکتی قوی و موثر در شرکت است، زیرا راهبری شرکتی قوی انجام رفتارهای فرصت طلبانه از سوی مدیریت را دشوار نموده و مالکان می‌توانند با اعمال فشار موثر بر مدیریت به مقصود خود یعنی توزیع جریان‌های نقد آزاد به صورت سود نقدی و کاهش هزینه نمایندگی دست یابند. در مدل جانشینی نیز چنین مطرح می‌شود که تقسیم سود به عنوان یکی از سازوکارهای موثر کاهش هزینه نمایندگی می‌تواند در نبود نظام راهبری شرکتی قوی، به عنوان ابزاری جانشین در جهت متقاعد نمودن مالکان به این که منابع آنها در جهت حداکثر نمودن منافع خودشان به کار رفته و عدم بروز رفتارهای فرصت طلبانه از سوی مدیریت گردد. طبق مدل جانشینی پیش‌بینی می‌شود شرکت‌های دارای نظام راهبری شرکتی ضعیف سود نقدی بیشتری توزیع نمایند، تا از این طریق حسن نیت خود در خصوص پیگیری حداکثر منافع مالکان و عدم سوء استفاده از منابع ایشان را اثبات نمایند. لذا از منظر این مدل، تقسیم سود ارزشمندترین ابزار با صرفه اقتصادی در اختیار شرکت‌های دارای مشکلات نمایندگی بالا است [۲۲]. محققان به بررسی توان تشریح هر یک از مدل‌های پیامدی و جانشینی پرداخته و دریافته‌اند که مدل جانشینی توان تشریح بهتری دارد؛ نتایج تحقیق ایشان به طور خاص نشانگر این واقعیت بود که شرکت‌ها به موازات بهبود نظام راهبری شرکتی خود سود نقدی کمتری توزیع می‌نمایند [۱۱].

#### ۵- تئوری بلوغ<sup>۱۹</sup>



تئوری بلوغ (که تئوری چرخه عمر مالی نیز نامیده می‌شود) برای اولین بار توسط گرو لون<sup>۲۰</sup> و دیگران (۲۰۰۱) مطرح گردیده و بر اساس آن سیاست بهینه تقسیم سود از لزوم توزیع جریان‌های نقد آزاد سرچشمه می‌گیرد. این تئوری در واقع آمیزه‌ای است از عناصر تئوری نمایندگی مطرح شده توسط جنسن (۱۹۸۶) و الگوی تغییرات تدریجی فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر آنها چنان که توسط فاما و فرنچ<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۱) مطرح گردید. بر اساس این تئوری، شرکت‌ها با توجه به تغییرات فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقد آزاد، سیاست تقسیم سود خود را به طرز بهینه‌ای تدوین و تعدیل می‌نمایند [۱۴]. در تئوری بلوغ، افزایش سود نقدی به منزله نشانه‌ای از گذار شرکت‌ها از مرحله تزریق سرمایه به مرحله بلوغ تفسیر می‌گردد. شرکت‌های جوان‌تر (در مرحله رشد) نوعاً فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای خالص ارزش فعلی مثبت متعددی در اختیار دارند، سود اقتصادی بالایی کسب می‌نمایند، مخارج سرمایه‌ای آنها بالاست، جریان‌های نقدی آزاد کمتری داشته و رشد سریعی را در سودهای خود تجربه می‌کنند. در مرحله گذار فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به مرور زمان اشباع شده و به تدریج جریان‌های نقدی آزاد بیشتری انباشت می‌نمایند. در نهایت با ورود شرکت به مرحله بلوغ، نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌های آنها به سمت نرخ هزینه سرمایه آنها میل نموده و از جریان‌های نقدی آزاد بالایی برخوردار خواهند بود. از طرفی مطابق با تئوری نمایندگی مطرح شده توسط جنسن (۱۹۸۶) با افزایش جریان‌های نقدی آزاد، هزینه نمایندگی شرکت افزایش می‌یابد و همانطور که در قبل اشاره شد، یکی از ابزارهای کاهش هزینه نمایندگی، تقسیم سود است.

بنابراین طبق تئوری بلوغ، شرکت‌های بالغ‌تر با توجه جریان‌های نقدی آزاد بیشتری که در اختیار دارند و به منظور کاهش هزینه نمایندگی ناشی از اینگونه جریان‌های نقدی آزاد، احتمالاً سود نقدی بیشتری توزیع خواهند نمود. در نتیجه طبق این نظریه، افزایش سود تقسیمی به منزله علامتی مبنی بر کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نرخ رشد و سودهای مورد انتظار آتی

شرکت است که می‌توان آن را به صورت تعهد مدیریت به اجتناب از سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه نیز تفسیر نمود [۱۸].

## ۶- تئوری پذیرایی<sup>۲۲</sup>

یکی دیگر از تئوری‌های نوظهور در تشریح مسئله تقسیم سود، تئوری پذیرایی است که توسط بیکر و ورگلر<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۴) و با فرض کامل نبودن بازار سرمایه مطرح گردید. هسته مرکزی تئوری پذیرایی این است که مدیران خواسته‌های سرمایه‌گذاران را شناسایی نموده و حسب مورد به نحو مقتضی به آن پاسخ می‌دهند یا به تعبیری مطابق با ترجیحات سرمایه‌گذاران از ایشان پذیرایی می‌نمایند و بازار سرمایه نیز با درک این موضوع واکنش مثبتی به ارزش سهام اینگونه شرکت‌ها نشان می‌دهد [۵].

در باب تقسیم سود منظور از پذیرایی این است که شرکت سیاست تقسیم سود خود را با توجه به ترجیحات بازار تدوین می‌نماید. نگرش و ترجیحات بازار نسبت به سود نقدی در طول زمان متغیر است و مدیران شرکت‌ها با توجه به علایق بازار و با مشاهده مزیت قیمتی شرکت‌های توزیع‌کننده سود نقدی نسبت به سایر شرکت‌ها، مطابق با خواسته بازار اقدام به توزیع سود می‌نمایند. در مقابل، در شرایطی که بازار مزیت قیمتی خاصی برای سود نقدی قائل نشود، با توجه به ترجیح نقدینگی شرکت و تمایل مدیران به حفظ منابع مالی در داخل شرکت تمایلی به توزیع سود نقدی بیش از حد فعلی نخواهند داشت [۲۳]. یافته‌های بیکر و ورگلر (۲۰۰۴) مبین برقراری ارتباط مثبت بین صرف سود نقدی سهام و اقدام به توزیع یا قطع سود نقدی سهام بود. همچنین نتایج تحقیق لی و لای<sup>۲۴</sup> (۲۰۰۶) نشان داد انگیزه شرکت‌ها برای توزیع/عدم توزیع سود نقدی و همچنین میزان توزیع سود نقدی را می‌توان در قالب تئوری پذیرایی تشریح نمود.

## ۷- فرضیه مالیات

در فرضیه تاثیر 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. البته تاثیر مالیات بر سود تقسیمی در نظام‌های قانونی مختلف متفاوت است. تا سالیان نه چندان دور در بیشتر نظام‌های قانونی مالیات موضوعه بر سود نقدی دریافتی در مقایسه با مالیات سود سرمایه‌ای بیشتر بود، مثلاً در آمریکا مالیات سود نقدی ۴۰ درصد بود، در حالیکه حداکثر نرخ مالیات سود سرمایه‌ای معادل ۲۰ درصد بود [۱۰]، بر این اساس سهامداران به طور منطقی ترجیح می‌دادند مادامی که شرکت از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با بازدهی برابر یا بیشتر از نرخ هزینه سرمایه برخوردارند هیچ‌گونه سود نقدی توزیع نشود. البته باید در نظر داشت که میزان تاثیر مالیات بر ترجیح بین سود نقدی و سود سرمایه‌ای بسته به نوع سهامداران، طبقه مالیاتی و معافیت‌های مالیاتی آنها متفاوت است. سرمایه‌گذاران متفاوت، سیاست‌های تقسیم سود متفاوتی را می‌پسندند و بر همین اساس حسب مورد در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌نمایند که سیاست تقسیم سود متناسب با شرایط مالیاتی آنها را در پیش می‌گیرند. برای مثال، سرمایه‌گذاران نهادی، که تقسیم سود آنها با نرخ پایین‌تری از سود سرمایه‌ای مالیات‌بندی می‌شود و در برخی موارد معاف از مالیات هستند (نظیر صندوق‌های بازنشستگی) ممکن است نسبت پرداخت تقسیم سود بالاتر را ترجیح دهند. از سویی دیگر، سرمایه‌گذاران خصوصی که تقسیم سود آنها بالاتر از سود سرمایه‌ای مالیات‌بندی می‌شود، ممکن است نسبت پرداخت تقسیم سود پایین‌تر را ترجیح دهند [۲۸] و در عوض بازده سرمایه‌گذاری خود را به جای سود نقدی در سود سرمایه‌ای جستجو نمایند که بار مالیاتی کمتری برای ایشان به همراه دارد. به این نگرش متفاوت انواع سهامداران به سود نقدی سهام به دلایل مالیاتی، اصطلاحاً فرضیه «مالیات مشتریان»<sup>۲۵</sup> نیز اطلاق می‌شود. البته در سال‌های اخیر بیشتر نظام‌های قانونی (از جمله نظام مالیاتی کشور ایران) مالیات سود نقدی سهام را کاهش داده و یا حذف نموده‌اند، بنابراین تاثیر مالیات بر سود تقسیمی شرکت‌ها حتی اگر در گذشته اهمیت داشته است، اکنون کمرنگ شده و انتظار می‌رود دیگر عامل تعیین‌کننده‌ای در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها نباشد [۱۰].

## ۸- فرضیه ساختار مالکیت

برخی از پژوهشگران بر این عقیده‌اند 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. به عنوان مثال، اغلب سرمایه‌گذاران نهادی نظیر صندوق‌های بازنشستگی انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی که سود نقدی توزیع نمی‌نمایند (یا سود نقدی کمی توزیع می‌نمایند) ندارند. براو و دیگران (۲۰۰۵) به نقل از مدیران شرکت‌های مورد بررسی خود اذعان داشتند اگر تنها یک طبقه از سهامداران آنها باشند که سود تقسیمی را ترجیح دهند، آن دسته سرمایه‌گذاران خرد خواهند بود. یکی از دلایل ترجیحات مختلف سهامداران نسبت به سود نقدی سهام ممکن است مسئله مالیات باشد که توسط میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱) مورد توجه قرار گرفت. گاکلر<sup>۲۶</sup> (۲۰۰۳) شواهدی مبنی بر تاثیر نوع مالکان و میزان پراکندگی سهام بین مالکان بر میزان سود تقسیمی شرکت‌ها یافت. وی دریافت که ساختار مالکیت و کنترل و میزان جدایی مدیریت از مالکیت تاثیر به‌سزایی در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها دارد.

## نتیجه‌گیری

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 [۱]. در واقع می‌توان گفت سیاست تقسیم سود دارای محتوای اطلاعاتی است [۲]. سیاست تقسیم سود و عوامل موثر بر آن همواره مورد توجه گروه‌های مختلفی شامل سرمایه‌گذاران، مدیران، کارشناسان، استفاده‌کنندگان از صورتهای مالی و نظریه‌پردازان حیطه مالی و حسابداری بوده است. برخی به منظور تصمیم‌گیری و تدوین سیاست تقسیم سود، برخی دیگر به منظور امکان‌پذیری بین‌میزان سود تقسیمی شرکت‌ها و برخی هم برای مقاصد ارزشیابی شرکت به دنبال

شناسایی عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود هستند. از این رو، شناسایی عوامل اثرگذار و همچنین عواملی که تاثیری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ندارند می‌توان کمک شایانی به انواع گروه‌های علاقه‌مند به این موضوع بنماید. علی‌رغم ناتوانی پژوهشگران در ارائه یک تئوری جامع برای تشریح، تبیین و پیش‌بینی سیاست تقسیم سود و عوامل موثر بر آن، برخی تئوری‌های موجود و شواهد تجربی موید آنها توانسته‌اند گوشه‌هایی از این معما را تشریح نمایند. در این مقاله تلاش بر این بوده است که تا حد امکان شناختی جامع در باب تئوری‌های مختلفی که در ارتباط با سیاست تقسیم سود وجود دارد، ارائه شود. جدول ۱ خلاصه‌ای از آنچه در مورد تئوری‌های مرتبط با سیاست تقسیم سود گفته شده است، را ارائه می‌دهد.

جدول ۱. خلاصه‌ای از تئوری‌های مرتبط با سیاست تقسیم سود

تئوری	نتیجه تئوری
تقسیم سود باقیمانده	بر اساس این تئوری سیاست تقسیم سود شرکت پیامد مستقیم سیاست‌های سرمایه‌گذاری آن است، به این معنی که پس از اختصاص منابع مالی موجود به پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، جریان‌های نقدی مازاد باقیمانده به صورت سود نقدی بین سهامداران توزیع می‌شوند.
نامربوطی سود تقسیمی	این تئوری بیان می‌دارد که در شرایط بازار کامل تقسیم سود تاثیری بر ارزش شرکت نداشته و در نتیجه در تصمیم‌گیری‌ها عاملی نامربوط است.
علامت‌دهی	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 می‌نماید.

<p>فرض بنیادین این تئوری، عمل افراد در جهت حداکثر کردن منافع شخصی‌شان است، و از آن جا که تابع مطلوبیت افراد لزوماً همیشه بر یکدیگر منطبق نیست، مدیران لزوماً همیشه در پی کسب حداکثر منافع برای مالکان نخواهند بود.</p>	<p>نمایندگی</p>
<p>بر اساس این تئوری سیاست بهینه تقسیم سود از لزوم توزیع جریان‌های نقد آزاد سرچشمه می‌گیرد. این تئوری بیان می‌دارد که شرکت‌ها با توجه به تغییرات فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقد آزاد، سیاست تقسیم سود خود را به طرز بهینه‌ای تدوین و تعدیل می‌نمایند.</p>	<p>بلوغ</p>
<p>هسته مرکزی تئوری پذیرایی این است که مدیران خواسته‌های سرمایه‌گذاران را شناسایی نموده و حسب مورد به نحو مقتضی به آن پاسخ می‌دهند یا به تعبیری مطابق با ترجیحات سرمایه‌گذاران از ایشان پذیرایی می‌نمایند و بازار سرمایه نیز با درک این موضوع واکنش مثبتی به ارزش سهام اینگونه شرکت‌ها نشان می‌دهد.</p>	<p>پذیرایی</p>
<p>در فرضیه تاثیر 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.</p>	<p>فرضیه مالیات</p>
<p>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.</p>	<p>فرضیه ساختار مالکیت</p>

پی نوشت ها:

1. Black
2. Residual dividend theory
3. Preinreich
4. Dividend Irrelevance
5. Miller and Modigliani
6. Signaling theory
7. Easterbrook
8. Bhattacharyya
9. Brav
10. Agency theory
11. Jensen and Meckling
12. Agency cost
13. Cost minimization
14. Outcome
15. Substitute
16. Bonding costs
17. Rozeff
18. La porta
19. Maturity theory
20. Grullon
21. Fama and French
22. Catering theory
23. Baker and Wurgler
24. Li and Lie
25. Tax clientele
26. Gugler



## منابع

۱. حیدرپور، فرزانه، کاظم پور، مسعود، (۱۳۹۴)، "رابطه سیاست تقسیم سود با جریان‌های نقدی آزاد و سودهای آتی"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۶، ص ۵۸ الی ۷۳.
۲. سجادی، سید حسین، رشیدی باغی، محسن، (۱۳۹۲)، "تاثیر درآمدهای تاریخی و الگوهای تقسیم سود بر محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی در زمان کاهش درآمدها"، دانش و پژوهش حسابداری، انجمن حسابداری ایران، شماره ۳۴، ص ۱ الی ۳۴.
3. Ang, J. S.; Cox, D. R; 1997; "Controlling the agency cost of insider trading"; **Journal Of Financial And Strategic Decisions**, 10:15-26.
4. Baker, H. K.; Smith, D. M.; 2006; "In search of a residual dividend policy"; **Review of Financial Economics**, 15:1-18 .
5. Baker, M.; Wurgler, J.; 2004; "A catering theory of dividends"; **Journal of Finance**, 59:1125-1165.
6. Barclay, M. J.; Smith, C. W.; Watts, K. L.; 1995; "The determinants of corporate leverage and dividend policy"; **Journal of Applied Corporate Finance**, 7:4-19.
7. Bhattacharyya, N.; 2007; "Dividend Policy: a review"; **Journal of Managerial Finance**, 33:4-13.
8. Bhattacharyya, S.; 1979; "Imperfect information, dividend policy, and „the bird in the hand“ fallacy"; **Bell Journal of Economics**, 10:259-70.
9. Black, F.; 1976; "The dividend puzzle"; **Journal of Portfolio Management**, 2:5-8.
10. Brav, A.; Graham, J.; Harvey C.; Michaely, R.; 2005; "Payout policy in the 21st Century"; **Journal of Financial Economics**, 77, 483-527.
11. Chae, J.; Kim, S.; Lee, E. J.; 2009; "How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints"; **Journal of Banking & Finance**, 33:2093-2101.
12. Chay, J. B.; Suh, J.; 2009; "Payout policy and cash-flow uncertainty"; **Journal of Financial Economics**, 93:88-107.



13. Consler J., Lepak G. M., Havranek S. F., (2011). Earnings per share versus cash flow per share as predictor of dividends per share. **Managerial Finance**. Vol. 37, Iss. 5; pg. 482.
14. Denis, D.; Osobov, I.; 2008; "Why do firms pay dividend International evidence on the determinants of dividend policy"; **Journal of Financial Economics**, 89:62-82.
15. Easterbrook, F.; 1984; "Two agency cost explanations of dividends"; **American Economic Review**, 74:650-659.
16. Fama, E.; French, K.; 2001; "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?"; **Journal of Financial Economics**, 60:3-43.
17. Foong, S. S.; Zakaria, N. B.; Tan, H. B.; 2007; "Firm performance and dividend-related factors: the case of Malaysia"; **Labuan Bulletin of International Business & Finance**, 5:597-111.
18. Grullon, G.; Michaely, R.; Swaminathan, B.; 2002; "Are dividend changes a sign of firm maturity?"; **Journal of Business**, 75:387-424.
19. Gugler, K.; 2003; "Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment"; **Journal of Banking & Finance**, 27:1297-1321.
20. Jensen, M.; 1986; "Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers"; **American Economic Review**, 48:831-80.
21. Jensen, M.; Meckling W.; 1976; "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure"; **Journal of Financial Economics**, 48:831-80.
22. La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R.; 2000; "Agency problems and dividend policies around the world"; **Journal of Finance**, 55:1-33.
23. Li, W.; Lie, E.; 2006; "Dividend changes and catering incentives"; **Journal of Financial Economics**, 80:293-308.
24. Manos, R.; 2002; "Dividend policy and agency theory: evidence on Indian firms"; Finance and development research programme; working paper series, paper No 41.

25. Miller, M. H.; Modigliani, F.; 1961; "Dividend policy, growth and the valuation 20 of shares"; **Journal of Business**, 34:411-33
26. Miller, M. H.; Rock, K.; 1985; "Dividend policy under asymmetric information"; **Journal of Finance**, 40:1031-51.
27. Rozeff, M.; 1982; "Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios"; **Journal of Financial Research**, 5:249-259.
28. Tao, Z.; 2003; "What determines dividend policy: A comprehensive test"; **Journal of American Academy of Business**, Cambridge.



## A Comprehensive Review of Theories Dividend Policy

### **Abstract:**

Dividend policy is one of the most important financial management issues and in fact is the basis of firms' assessment. The value of a company is equal to the net present value of its future cash flows. Investors receive two types of cash yields in reciprocation of their risk taking: Dividend and capital gain (resulted from stock vacillation). Dividend is the most important means of paying cash to investors and therefore is of magnificent significance. So far, scholars have proposed multitudes of models and theories to explain and predict effective factors in corporate decision making in terms of dividends. Any new scientific research should investigate and use the results of previous studies and boost their outcomes, this article presents a comprehensive review of theories related to dividend policy to ease this process.

**Key words:** Dividend policy, Dividend policy theories, Signaling theory, Agency theory, Catering theory.

پښتونخواه علمون انساني و مطالعات فرهيکي  
پرتال جامع علمون انساني