



ترکیب سهامداران

و سیاست تقسیم سود

دکتر غلامرضا کرمی
هدی اسکندر

ادبیات موضوع

بازدهی هر سهم ناشی از ۴ مورد به شرح زیر است: ۱) افزایش قیمت سهام، ۲) سود سهام نقدی، ۳) سهام جایزه (سود سهمی)، و ۴) حق تقدم خرید سهام. هر کدام از این موارد به نحوی بر ثروت سهامداران تاثیر می‌گذارند (قلی پور، ۱۳۷۵). در مورد چگونگی تقسیم سود، نظریه‌های مختلفی مطرح شده است. این نظریه‌ها را می‌توان در ۴ دسته زیر طبقه‌بندی کرد (تهرانی، ۱۳۸۷):

۱- **تئوری نامربوط بودن:** این تئوری که معروف به تئوری ام ام (MM) است، بیان می‌کند که ارزش شرکت یا قیمت سهم، به چگونگی تقسیم سود مربوط نیست و به همین دلیل، سهامداران نسبت به آن بی‌تفاوتند. طبق این تئوری، آنچه در تغییر قیمت سهام اثر می‌گذارد، محتوای اطلاعاتی است که در تقسیم سود نمایان می‌شود.

۲- **تئوری پرنده در دست:** بر اساس این تئوری، با افزایش درصد سود تقسیمی، نرخ هزینه سرمایه سهام عادی کاهش می‌یابد. یعنی سهامداران برای سود تقسیمی مورد انتظار در مقایسه با سود سرمایه ارزش بیشتری قایل هستند.

۳- **تئوری اولویت مالیاتی:** بر اساس این تئوری، میزان ترجیح سود تقسیمی به نرخ مالیاتی آن وابسته است. در صورت معاف نبودن سود تقسیمی از مالیات، هر چه درصد سود تقسیمی کمتر باشد، مالیات کمتری پرداخت خواهیم کرد. بنابراین ترجیح داده می‌شود که سود کمتری تقسیم شود. بر عکس، در برخی از کشورها که سود تقسیمی معاف از مالیات است، سرمایه‌گذاران سود تقسیمی بیشتر را ترجیح می‌دهند.

۴- **تئوری مرحله رشد:** بر این اساس، در مؤسسات در حال رشد که نرخ

آغاز سخن

همان‌گونه که جریان وجوه نقد در درون یک شرکت برای ارزیابی توان و وضعیت نقدینگی آن از اهمیت به‌سزایی برخوردار است، سود سهام نقدی هر سهم نیز به سبب عینیت و ملموس بودن، برای دارنده سهام به‌عنوان یکی از منابع ایجاد نقدینگی افراد از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

سیاست تقسیم سود، یکی از بحث‌انگیزترین مباحث مالی است. تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم درخور بحث است؛ از یک طرف عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت‌ها است و موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می‌شود و از سوی دیگر، بسیاری از سهامداران خواهان تقسیم سود نقدی هستند؛ از این رو، سهامداران با هدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علاقه‌های مختلف خود و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین، تصمیم‌های تقسیم سود که از سوی مدیران گرفته می‌شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است (مهرانی و تالانه، ۱۳۷۷).

ارتباط بین سیاست‌های مالی شرکت و ساختار مالکیت آن، از طریق تحقیقات پیشین شناسایی شده است (Jensen, 1986). همچنین، محققان زیادی در این ارتباط تحقیق کرده‌اند. در این مقاله، سعی بر آن است که ادبیات پیرامون ترکیب سهامداران (ساختار مالکیت) و تقسیم سود ارائه شود. برای این منظور، سهامداران شرکت به سه دسته (سهامی و افراد داخلی و خارجی) طبقه‌بندی شده و ادبیات مربوط مورد بحث قرار گرفته است.



سیاست‌های سود سهام در کشورها و محیط‌های مختلف متفاوت است این امر از عوامل متعددی از جمله محدودیت‌های قانونی و محرک‌های مالیاتی و ... نشأت می‌گیرد

هزینه سرمایه کمتر از نرخ بازده مورد انتظار است و فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری وجود دارد، انباشته کردن سود و انتقال به سرمایه‌گذاری در طرح‌ها، قیمت سهام را افزایش می‌دهد. در موسسات در حال بلوغ که نرخ هزینه سرمایه مساوی نرخ بازده مورد انتظار است و فرصت مناسبی برای سرمایه‌گذاری ندارند، سیاست تقسیم سود بر قیمت سهام بی‌تأثیر است. در موسسات در حال افول که نرخ بازده کمتر از نرخ هزینه سرمایه است، عدم تقسیم سود موجب کاهش قیمت خواهد شد.

سیاست‌های سود سهام، در کشورها و محیط‌های مختلف متفاوت است (LaPorta et. al, 2000). این امر از عوامل متعددی از جمله محدودیت‌های قانونی^۲ و محرک‌های مالیاتی^۳ و ... ریشه می‌گیرد. **ترانگ و هینی** (Truong and Heaney, 2007) دریافته‌اند که سهامداران مختلف (نهادی و افراد داخلی و خارجی) تمایلات متفاوتی در ارتباط با سود سهام دارند. در ادامه در مورد ارتباط بین نوع سهامداران شرکت و سیاست تقسیم سود آن بحث می‌کنیم. برای این منظور، سهامداران شرکت را به سه دسته نهادی، داخلی و خارجی (غیر نهادی) تقسیم می‌کنیم.

سیاست تقسیم سود و مالکیت نهادی

درخصوص چند و چون تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، دیدگاه‌های مختلفی به شرح زیر وجود دارد:

مدل‌های اطلاعاتی کامل-عامل مالیات: بر اساس این تئوری، ارتباط بین سود تقسیمی و مالکیت نهادی وابسته به نرخ مالیات سود سهام برای نهادهاست. در بسیاری از کشورها نظیر آمریکا، سوئد و... نهادها از مالیات معافند و در نتیجه انتظار می‌رود این رابطه مثبت باشد. مطالعات زیادی نشان داده شرکت‌هایی که سود سهام بیشتری پرداخت می‌کنند، سرمایه‌گذاران نهادی بیشتری را به خود جذب می‌کنند و این امر از نرخ بسیار پایین مالیات نهادها در این کشورها ریشه می‌گیرد

(Allen et. al, 2000; Redding 1997; Shleifer and Vishny, 1986).

هان و همکاران (Han et. al, 1999) به بررسی رابطه سهامداران نهادی و سود سهام در آمریکا پرداختند. نتایج حاکی از ارتباط مستقیم بین این دو متغیر بود و تئوری مالیاتی مورد تأیید قرار گرفت. بر این اساس سهامداران نهادی سود سهام را به **سود سرمایه**^۴ ترجیح می‌دهند و این امر ناشی از وضعیت مالیاتی نهادها در آمریکاست.

جین (Jain, 2007) در مقاله‌ای با عنوان «تمایلات سهامداران نهادی و انفرادی برای سود سهام و بازخرید سهام شرکت‌ها»، ارتباط مثبتی را بین مالکیت نهادی و سود سهام در بین شرکت‌های سنگاپوری یافت.

تئوری نمایندگی^۵: تا سالیان متمادی، اقتصاددانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی، برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند. اما در ۳۰ سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی رویارویی شرکت‌ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است (Jensen and Meckling, 1976). این موارد به‌طور کلی تحت عنوان تئوری نمایندگی در حسابداری بیان می‌شود.

تئوری نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیر (کارگزار) و مالک (کارگزار) اشاره دارد. با بزرگتر شدن شرکت‌ها، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کرده‌اند. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به مشکلات نمایندگی می‌شود. **جنسن و مک‌کلینگ** (Jensen and Meckling, 1976) مبنای تئوری نمایندگی را مطرح کرده و مدیران را کارگزار و سهامداران را به‌عنوان کارگزار تعریف نموده‌اند. تصمیم‌گیری‌های روزمره به مدیران تفویض می‌شود، اما آن‌ها لزوماً در جهت منافع مالکان حرکت نمی‌کنند. یکی از مفروضات تئوری نمایندگی، وجود تضاد منافع بین مالک و مدیر است.

پرداخت سود سهام ممکن است به کاهش هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع کمک کند، زیرا سود سهام نقدی: (۱) مدیریت را مجبور به ایجاد جوه نقد کافی برای پرداخت سود سهام می‌کند، (۲) مدیریت را وادار می‌سازد برای تأمین مالی پروژه‌های خود به بازار سرمایه مراجعه کند و طبعاً اطلاعات بیشتری را در اختیار بازار قرار دهد، و (۳) باعث کاهش جریان وجه نقد مازاد و هدر رفتن آن شود (LaPorta et. al, 2000).

زخاسر و پوند (Zeckhauser and Pound, 1990) بیان کردند که سهامداران نهادی، شرکت‌ها را برای پرداخت سود سهام بیشتر تحت فشار قرار می‌دهند. آن‌ها پرداخت سود سهام را به نگهداری نقد ترجیح می‌دهند زیرا افراد درونی سازمان ممکن است این وجه نقد آزاد را به هدر دهند (Jensen, 1986; Easterbrook, 1984). به عبارت دیگر، سهامداران برای مقابله با هدر رفتن وجوه مازاد و کاهش هزینه‌های نمایندگی، مدیریت را وادار به توزیع بیشتر سود سهام می‌کنند. اما برخلاف سهامداران، مدیران تمایلی به پرداخت سود سهام ندارند و در عوض ترجیح می‌دهند تا منابع را در کنترل خود نگه دارند. در نتیجه، طبق این تئوری، با افزایش مالکیت نهادی تقاضا برای توزیع سود سهام بیشتر می‌شود. در ادامه به تشریح شواهد تجربی در این زمینه می‌پردازیم.

پوند (Pound, 1988) دریافت که با کاهش میزان مالکیت نهادی، احتمال سوء استفاده مدیر از **مسائل نمایندگی**^۶ افزایش می‌یابد. **ترانگ و هینی** (Truong and Heaney, 2007) نیز در بررسی شرکت‌های موجود



شرکت‌ها زمانی که انتظار افزایش در سودهای آتی را داشته باشند سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند بنابراین افزایش سود سهام نقدی حامل پیامی مبنی بر انتظار بهبود عملکرد شرکت است

در ۳۷ کشور، رابطه مثبتی بین مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی یافتند. بدین صورت که در سطوح پایین‌تر مالکیت، نهادهای تأمین بیشتری به نظارت فعال بر مدیریت دارند و نیاز کمتری به دریافت سود سهام برای کنترل هزینه‌های نمایندگی وجود دارد.

با افزایش مالکیت سهامداران نهادی، مشکلات نمایندگی ایجاد شده و نیاز به پرداخت سود سهام و نظارت خارجی بیشتر می‌شود. **عبدالسلام و همکاران** (Abdelsalam et. al, 2008) در تحقیقی پیرامون ارتباط ساختار مالکیت با سیاست‌های سود سهام در یک بازار نوظهور نشان دادند که ارتباط مستقیمی بین مالکیت نهادی و تصمیم‌های سود سهام و نسبت پرداخت سود سهام وجود دارد.

اکبو و ورما (Eckbo and Verma, 1994) بیان می‌کنند که سهامداران نهادی ترجیح می‌دهند جریان‌های وجوه نقد آزاد به شکل سود سهام توزیع شود تا هزینه‌های نمایندگی کاهش یابد. بدین صورت که سهامداران نهادی با نگهداری بیش از حد وجوه نقد آزاد توسط مدیریت مقابله کرده و از طریق حق رای خود، مدیر را وادار به پرداخت سود سهام می‌کنند. بنابراین، با افزایش مالکیت نهادی تقاضا برای تقسیم سود بیشتر می‌شود و این ارتباط مثبت است. **شورت و همکاران** (Short et. al, 2002) در تحقیقی با عنوان «ارتباط بین سیاست سود سهام و مالکیت نهادی» از چهار مدل سود سهام برای بررسی این ارتباط استفاده کردند. شواهد حاکی از وجود ارتباط مثبت معناداری بین این دو متغیر در هر چهار مدل استفاده شده بود. **مهدو همکاران** (Moh'd et. al, 1995) و **براو و همکاران** (Brav et. al, 2003) نیز ارتباط مثبتی بین مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی یافتند.

تئوری علامت‌دهی^۷ (پیام‌رسانی): در مقابل دیدگاه نمایندگی، تئوری علامت‌دهی (پیام‌رسانی) بیان می‌دارد که اعلام سود سهام برای بازار، حاوی اطلاعاتی جدید است و مدیران می‌توانند از سود سهام برای علامت دادن و رساندن اخبار خوب به سهامداران استفاده کنند. به عبارت دیگر، سود سهام

دارای محتوای اطلاعاتی بوده و اطلاعات مهم مالی را مخابره می‌کند. بر این اساس، شرکت‌ها زمانی که انتظار افزایش در سودهای آتی را داشته باشند، سود سهام نقدی خود را افزایش می‌دهند. بنابراین افزایش سود سهام نقدی حامل پیامی مبنی بر انتظار بهبود عملکرد شرکت است (Aharony and Swary, 1980).

زخاسر و پوند (Zeckhauser and Pound, 1990) بیان می‌کنند که ممکن است به سودهای سهام و سهامداران نهادی به‌عنوان ابزاری برای علامت‌دهی نگاه شود. حضور سهامداران بزرگ ممکن است سبب کاهش استفاده از سود سهام به‌عنوان علامتی برای عملکرد خوب شرکت شود زیرا خود این سهامداران علامتی معتبر (و حتی معتبرتر از سود سهام) هستند. تحت این دیدگاه مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی ارتباط منفی دارند و با افزایش مالکیت نهادی، توزیع سود سهام کاهش می‌یابد. در ادامه، برخی شواهد تجربی در این باره ارائه می‌شود.

برکلی و همکاران (Barclay, et. al, 2006) بیان کردند که سرمایه‌گذاران نهادی حفظ وجه نقد در دست شرکت را به توزیع آن به‌صورت سود سهام ترجیح می‌دهند. **کوکلی و گیزانی** (Kouki and Guizani, 2009) در مقاله‌ای با عنوان «ساختار مالکیت و سیاست سود سهام» به تجزیه و تحلیل تأثیر مالکیت سهامداران بر سیاست سود سهام در شرکت‌های تونسی پرداختند. برای بررسی این ارتباط آنها از پنج مدل رگرسیونی خطی استفاده کردند. شواهد حاصل از این مدل‌ها نشان داد که بین مالکیت نهادی و سطح سود سهام توزیع شده، ارتباط معنادار منفی وجود دارد که این امر موید تئوری علامت‌دهی است.

جنسن و همکاران (Jensen, et. al, 1992) نیز شواهدی حاکی از وجود ارتباط منفی بین سطح مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی توسط شرکت یافتند. **زخاسر و پوند** (Zeckhauser and Pound, 1995) بر اساس تئوری علامت‌دهی، ارتباطی منفی بین مالکیت نهادی و تقسیم سود پیش‌بینی؛ کردند اما در تحقیقی بر روی شرکت‌های آمریکایی، ارتباط معناداری بین این دو متغیر نیافتند.

هارادا و انگوین (Harada and Nguyen, 2005) در مقاله‌ای ارتباط بین تمرکز مالکان نهادی و سیاست سود سهام را در ژاپن بررسی کردند. شواهد حاکی از ارتباط منفی معنادار بین تمرکز مالکیت و سود سهام پرداختی بود که موید تئوری علامت‌دهی است. **چن و همکاران** (Chen et. al, 2005) در تحقیقی پیرامون ارتباط بین تمرکز مالکیت نهادی و سیاست سود سهام در هونگ کونگ، رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت و سود سهام پرداختی نیافتند. **مائوری و پاچوست** (Maury and Pajuste, 2002) ارتباط منفی مشابهی بین این دو متغیر در فنلاند یافتند.

مدل‌های رفتاری: هیچ کدام از الگوهای بحث‌شده، رفتار تقسیم سود شرکت مورد مشاهده را به دلیل بی‌توجهی به رفتار سرمایه‌گذار، به‌طور کامل توضیح نمی‌دهند. رفتار سرمایه‌گذار تحت تأثیر معیارهای جامعه قرار می‌گیرد و متأسفانه اغلب به‌وسیله نظریه پردازان مالی به دلیل مشکل معرفی آن، در مدل‌های قیمت‌گذاری مالی نادیده گرفته شده است. در واقع وارد کردن این اثرات در مدل منجر به بسط نظریه به‌منظور توضیح تداوم سیاست تقسیم سود شرکت می‌شود. فشارهای اجتماعی می‌تواند منجر به اشتباه

در قضاوت و گرفتن تصمیم‌های غیرمنطقی درباره خرید یا فروش سهام توسط سهامداران شود. از این رو تمرکز بر روانشناسی سرمایه‌گذار تأثیر به‌سزایی در مجموع فعالیت بازار دارد. سیاست تقسیم سود با افزایش ثروت سهامداران هم‌خوانی ندارد و با افزودن الگوی رفتار اقتصادی - اجتماعی به مدل‌های اقتصادی بهتر توصیف می‌شود. مدیران می‌دانند که سهامداران مایل به گرفتن سود هستند، از این رو پرداخت یا افزایش

سود پرداختی برای کاهش اضطراب سرمایه‌گذار و آرام کردن اوست. پرداخت‌های سود می‌تواند به‌عنوان انعکاس عوامل اقتصادی - اجتماعی در ارزیابی شرکت تلقی شود. توجه به روانشناسی سرمایه‌گذار و عوامل اقتصادی - اجتماعی منجر به مطرح شدن مدل‌های رفتاری شده است (اعتمادی و چالاکی، ۱۳۸۴). طبیعتاً انتظار می‌رود اثر فشارهای اجتماعی بر سهامداران نهادی (که عموماً سرمایه‌گذاران حرفه‌ای تلقی می‌شوند) متفاوت با سایر سرمایه‌گذاران است. به هر حال تاکنون تحقیقات چندانی در این ارتباط صورت نپذیرفته و ادبیات مربوط از این حیث ضعیف است.

سیاست تقسیم سود و سهامداران داخلی

سرمایه‌گذاران داخلی (نظیر مدیران ارشد) با توجه به این موضوع که در شرکت حضور دارند، متمایلند سود سهام تقسیم نشود تا بدین طریق کنترل خود را بر وجه نقد قابل توزیع حفظ کنند. برای نمونه، چن و همکاران (Chen et. al, 2008) نشان دادند که رابطه منفی معناداری بین مالکیت داخلی و سود سهام پرداختی وجود دارد. این بدان معناست که مالکان داخلی تمایل به حفظ وجه نقد در شرکت به جای توزیع آن به شکل سود سهام بین سهامداران دارند. همچنین، جنسن و همکاران (Jensen et. al, 1992) نیز دریافتند که با افزایش مالکان داخلی در ساختار سرمایه شرکت‌های آمریکایی، احتمال توزیع سود کمتر می‌گردد. فارینها (Farinha, 2003) نیز ارتباط منفی مشابهی بین این دو متغیر یافت.

سیاست تقسیم سود و سهامداران خارجی

در مورد رابطه سرمایه‌گذاران خارجی غیرنهادی با تقسیم سود، همانند نهادها شواهد متضادی وجود دارد. برای مثال رزف (Rozeff, 1982) دریافت که

پرداخت سود سهام در شرکت‌هایی که بیشتر سهامداران‌شان افراد خارجی هستند، بیشتر است. در مقابل، ردینگ (Redding, 1997) بیان کرد که سرمایه‌گذاران خارجی، سود سرمایه را ترجیح می‌دهند. شلیفر و ویشنی (Shleifer and Vishny, 1986) نیز به نتایج مشابهی در این زمینه دست یافتند.

پایان سخن

مطالعات موجود شواهد متفاوتی را در مورد رابطه بین ترکیب سهامداران و سیاست تقسیم سود شرکت فراهم می‌کنند. سرمایه‌گذاران انتظارهای متفاوتی در ارتباط با توزیع یا نگهداری سود شرکت‌ها دارند. بر این اساس، ما سهامداران را به دسته نهادی، داخلی و خارجی تقسیم و ادبیات موضوع را جمع‌آوری کردیم.

سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش درخور توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ چشمگیری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردارند و می‌توانند رویه‌ها و سیاست‌های آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهند. در خصوص چندوجهی بودن تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، نظریه‌های مختلفی وجود دارد که در این مقاله مورد بررسی قرار گرفت. بر اساس نظریه مالیاتی، ارتباط بین مالکیت نهادی و سود سهام پرداختی بستگی به نرخ مالیات سود سهام نهادها دارد. بر اساس نظریات مربوط به نابرابری اطلاعاتی (علامت‌دهی و نمایندگی)، شواهد متفاوت و بعضاً متضادی به دست آمده است. به طور کلی بر اساس نظریه علامت‌دهی، ارتباط معکوسی بین سرمایه‌گذاران نهادی و سود سهام پرداختی وجود دارد، ولی بر اساس تئوری نمایندگی این ارتباط مستقیم است. در مدل رفتاری؛ رفتار سرمایه‌گذار تحت تاثیر معیارهای جامعه قرار دارد. بر این اساس، تمرکز بر روانشناسی سرمایه‌گذار تأثیر به‌سزایی در مجموع فعالیت بازار دارد.

سرمایه‌گذاران داخلی (نظیر مدیران ارشد) با توجه به این موضوع که در شرکت حضور دارند، متمایلند سود سهام تقسیم نشود تا بدین طریق کنترل خود را بر وجه نقد قابل توزیع حفظ کنند. این در حالی است که در مورد رابطه سرمایه‌گذاران خارجی غیرنهادی با تقسیم سود (همانند نهادها)، شواهد متضادی وجود دارد. با توجه به آنچه در این نوشته از خاطراتان گذشت، ترکیب سهامداران عاملی موثر بر سیاست‌های تقسیم سود است.

پانویس‌ها:

- 1- Bird in the Hand
- 2- Legal Constraints

Paper, NSW2052, 2005

- ✓ Jain, Ravi, **Institutional and Individual Investor Preferences for Dividends and Share Repurchases**, Journal of Economics and Business, 59, 406-429, 2007
- ✓ Jensen, G., Solberg, D., & Zorn, T., **Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27, 247-263, 1992
- ✓ Jensen, M.C., **Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers**, AEA Papers and Proceedings, 76 (2): 323-329, 1986
- ✓ Jensen, Michael, C. and William Meckling, **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics 3, pp. 305-360, 1976
- ✓ Kouki, Mondher and Guizani, Moncef, **Corporate Governance and Dividend Policy in Poland**, Warsaw School of Economics, World Economy Research Institute, Al. Niepodlegosci, 162, 02-554 Warsaw, Poland, 2009
- ✓ LaPorta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., **Agency Problems and Dividend Policies Around the World**, Journal of Finance, 55, 1-33, 2000
- ✓ Maurycy, C. and A. Pajuste, **Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland**, Working Paper, Stockholm School of Economics, 2002
- ✓ Moh'd, M.A., Perry, L.G., Rimbey, J.N., **An Investigation of the Dynamic Association Between Agency Theory and Dividend Policy**, Financial Review, 30(2), 367-385, 1995
- ✓ Pound, J., **Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight**, Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 237-65, 1988
- ✓ Redding, L. S., **Firm Size and Dividend Payouts**, Journal of Financial Intermediation, 6, 224-248, 1997
- ✓ Rozeff, M.S., **Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios**, Journal of Financial Research 5, 249-259, 1982
- ✓ Shleifer, A., and R. Vishny, **A Survey of Corporate Governance**, Journal of Finance, 52, 737-775, 1997
- ✓ Short, Helen, Zhang, Hao and Keasey, Kevin, **The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership**, Journal of Corporate Finance, 8 : 105-122, 2002
- ✓ Truong, Thanh and Heaney, Richard, **Largest Shareholder and Dividend Policy Around the World**, The Quarterly Review of Economics and Finance, 47: 667-687, 2007
- ✓ Zeckhauser, R.J., Pound, J., **Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance**, In: Hubbard, R.G. (Ed.), Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, University of Chicago Press, Chicago, pp. 149-180, 1990

- 3-Tax Incentives
- 4- Capital Gain
- 5- Agency Theory
- 6- Proxy Contest
- 7- Signalling Theory

منابع:

- ✓ اعتمادی، حسین و چالاکی، پری، **رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۷-۱۳۸۱**. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، صص ۳۱-۴۷، ۱۳۸۴
- ✓ تهرانی، رضا، **مدیریت مالی**، انتشارات نگاه دانش، چاپ چهارم، صص ۴۵۲-۴۵۶، ۱۳۸۷
- ✓ قلی‌پور، علی، **بررسی تأثیر سیاست‌های تقسیم سود و توزیع سهام جایزه بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**، تحقیقات مالی، شماره ۱۰۹، صص ۸۵-۱۱۷، ۱۳۷۵
- ✓ مهرانی، ساسان و تالانه، عبدالرضا، **تقسیم سود در شرکت‌ها**، حسابدار، شماره ۱۲۵، ۱۳۷۷
- ✓ Abdelsalam, Omneya, El-Masry, Ahmed and Elsegini, Sabri, **Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies in an Emerging Market Further Evidence From CASE 50**, Managerial Finance, No. 12, pp. 953-964, 2008
- ✓ Aharony, J., and Swary, I., **Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis**, Journal of Finance, March 1980
- ✓ Allen, F., Bernardo, A., & Welch, I., **A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles**, Journal of Finance, 55, 2499-2536, 2000
- ✓ Barclay, M., Holderness, C., & Sheehan, D., **Dividends and Corporate Shareholders**, Working Paper, University of Rochester, 2006
- ✓ Brav, A., Graham, J., Harvey, C., Michaely, R., **Payout Policy in the 21st Century**, NBER Working paper #9657, 2003
- ✓ Chen, Zhilan, Cheung, Yan-Leung, Stouraitis, Aris and Wong, Anita, **Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong**, Pacific-Basin Finance Journal, 13: 431-449, 2005
- ✓ Easterbrook, F.H., **Two Agency-Cost Explanations of Dividends**, American Economic Review, 74 (4), 650-659, 1984
- ✓ Eckbo, B.E., Verma, S., **Managerial Shareownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy**, Journal of Corporate Finance, 1, 33-62, 1994
- ✓ Farinha, J., **Divided Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis**, Journal of Business Finance & Accounting, 30, 1173-1209, 2003
- ✓ Han, Ki, C., Lee, Suk Hun and Y. Suk, David, **Institutional Shareholders and Dividends**, Journal of Financial and Strategic Decisions, Volume 12, Number 1, 1999
- ✓ Harada, Kimie and Nguyen, Pascal, **Ownership Concentration, Agency Conflicts and Dividend Policy in Japan**, Working