

**چرخه حیات شرکت و سود تقسیمی**

اکرم تفتیان، امیرعلی عضدی، صدیقه دمیری.

استادیار، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

دانش آموخته کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران

دانشجو کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران

تحلیل بلوغ شرکت و ارزش‌گذاری آن انتظار می‌رود، بیشتر شرکت‌ها شروع به تقسیم سود در تقاطع و تقابل با بلوغ^۱ در چرخه حیات می‌کند. بلوغ شرکت به طور مثبت مرتبط با افزایش تقسیم سود سهام و به طور منفی مرتبط با عدم تقسیم سود سهام می‌باشد. در عین حال رابطه بین سیاست پرداخت سود سهام و بلوغ پیچیده‌تر از تمایل به پرداخت و تمایل به شروع تجزیه و تحلیل می‌باشد. به‌وسیله تحلیل سیاست پرداخت سود سهام، مؤلفه‌های بلوغ اغلب با اثر خالص بلوغ ناسازگار می‌باشند. همچنین هنگامی که سن تأسیس یک شرکت افزایش می‌یابد، احتمال رشد سود سهام کاهش و احتمال عدم تقسیم سود افزایش می‌یابد. در عین حال می‌توان گفت هنگامی شرکت بالغ‌تر می‌شود و عدم ثبات آن کمتر می‌شود، امکان رشد سود سهام افزایش می‌یابد.

شرکت‌های نوپا با فرصت‌های رشد زیاد بیشتر دریافتی‌های خود را نگه می‌دارند و توزیع کمی دارند. شرکت‌های بالغ با فرصت‌های رشد کمتر (نرخ رشد فروش پایین) کمتر دریافتی‌ها و درآمدهای خود را نگه می‌دارند و دارای توزیع درآمد بیشتری هستند. بررسی‌های بیشتر در مورد نرخ رشد سود سهام نشان می‌دهد که نرخ رشد پایدار تنها به سمت نرخ رشد سود سهام در مراحل بلوغ چرخه حیات پیش می‌رود. سؤال اصلی در مورد سیاست تقسیم سود این است که چگونه یک شرکت ارزش را بین سهام‌داران به نحوی تقسیم می‌کند که باعث ایجاد ثروت برای سهام‌داران گردد؟

۲. مبانی نظری**۱-۲. نامرتب بودن سیاست سود سهام**

میلر و مودیلیانی در سال (۱۹۶۱) با ارائه تئوری نامرتب بودن سود اعتقاد داشتند که بین ارزش شرکت و سیاست تقسیم سود ارتباطی وجود ندارد. آن‌ها فرضیات خود را تحت شرایط کامل بودن بازار سرمایه به اثبات رساندند. اما بسیاری دیگر از صاحب‌نظران به وجود نواقص مانند وجود مالیات و هزینه‌های کارگزاری در بازارهای واقعی اشاره نموده و معتقدند که به دلیل این نواقص، سیاست تقسیم نمی‌تواند بر ارزش شرکت بی‌تأثیر باشد. بنابراین سود سهام نقدی به واسطه عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه‌ای نزد سرمایه‌گذاران برخوردار است. در واقع استفاده‌کنندگان بالفعل و بالقوه اطلاعات مالی

چکیده

در تحقیق حاضر به بررسی رابطه چرخه حیات شرکت و سیاست تقسیم سود پرداخته شد. سیاست تقسیم سود یک، از مباحث مدیریت مالی و در واقع اساس ارزشیابی شرکت‌ها است. تشریح و تبیین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و عوامل تعیین کننده آن یکی از بزرگ‌ترین چالش‌هایی است که همواره پیش روی متفکران حوزه مالی بوده است آگاهی از عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکت‌ها ارائه می‌دهد امکان برآورد رفتار آتی را نیز فراهم می‌سازد. دلایل زیادی بر پرداخت سود نقدی یا عدم پرداخت آن وجود دارد. کشف و شناسایی دقیق عوامل اثرگذار و زمان سیاست سود می‌تواند برای مدیران شرکت و سهامداران مفید واقع شود.

کلیدواژه: سیاست سود سهام، چرخه حیات شرکت، تئوری سیاست تقسیم سود

۱. مقدمه

در این پژوهش به بررسی ارتباط چرخه حیات شرکت و سیاست سود سهام پرداخت شده است. مدل چرخه حیات یک شرکت به چهار قسمت تقسیم می‌شود که شامل معرفی، رشد، بلوغ و افول یا رکود می‌باشد. سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات پیش روی 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 بماند و سرمایه‌گذاری شود؛ که رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم نشان‌دهنده سیاست تقسیم سود شرکت را نشان می‌دهد [1]. در پژوهش‌های پیشین بیان شد چرخه حیات شرکت ارتباط مثبتی با پرداخت سود سهام یک شرکت دارد و همچنین چرخه حیات شرکت پاسخ دهنده سؤالاتی در مورد زمان و علت پرداخت سود سهام توسط شرکت است. همچنین تحقیقات نشان دادند هنگامی که یک شرکت که سود سهام پرداخت نمی‌کند، زمانی که به مرحله بلوغ می‌رسد، گرایش شرکت جهت شروع تقسیم سود سهام افزایش می‌یابد. و هنگامی که شرکت بزرگ‌تر و سود آور تر می‌گردد، تمایل آن‌ها جهت شروع تقسیم سود افزایش می‌یابد. علاوه بر خصوصیات شرکت، عوامل اقتصادی وجود دارند که بر روی تصمیم‌گیری جهت شروع تقسیم سود اثر می‌گذارند. همان طور که از

که اغلب سهامداران تصور می‌کنند که باقی ماندن سود در شرکت و عدم توزیع آن در حقیقت نوعی صرف‌نظر از منافع ایشان است. این در حالی است که بر اساس آمار موجود، در کشورهای توسعه یافته در حال حاضر به طور متوسط بیش از ۵۰ درصد تأمین مالی شرکت‌ها از طریق سود انباشته صورت می‌گیرد که نشان‌دهنده دیدگاهی کاملاً متفاوت در سرمایه‌گذاران خارجی است. در بازارهای مالی پیشرفته، وضعیت آینده شرکت‌ها مسئله‌ای به مراتب مهم‌تر از کسب سودهای آتی است و درصد تقسیم سود بالا غالباً این پیام را به سرمایه‌گذاران مخابره می‌کند که شرکت افق جدیدی برای رشد و توسعه پیش رو ندارد و به فعالیت فعلی اکتفا کرده است. این مسئله به صورت کاهش P/E در سهام مزبور نمایان می‌شود. بدین ترتیب مشاهده می‌شود که شرکت‌های معتبر و بزرگ در یک دوره زمانی بلندمدت (به عنوان مثال ده ساله) کوچک‌ترین تغییری در سیاست‌های تقسیم سود خود ایجاد نمی‌کنند. همچنین تغییر ناگهانی سیاست تقسیم سود شرکت‌ها اغلب با عکس‌العمل سریع بازار مواجه می‌شود و سرمایه‌گذاران نسبت به علت تغییر آن کاملاً حساس هستند.

علاوه بر توضیحات فوق، از منظر تحلیل بنیادی، سود تقسیمی بالا به تنهایی نمی‌تواند معیاری برای تعیین مرغوبیت سهام یک شرکت باشد. در واقع سود تقسیم نشده، یک منبع تأمین مالی ارزان و سهل‌الوصول برای شرکت‌ها محسوب می‌شود، اما پرداخت سود سهام از آنجا که بر نقدشونده‌ترین جزء دارایی‌ها در ترازنامه؛ یعنی «موجودی نقد» اثر کاهنده دارد، تأثیر منفی بر دارایی‌های جاری شرکت بر جای می‌گذارد. به همین دلیل شرکت‌هایی که بخش اعظم سود خود را طی دوره‌های مالی متوالی تقسیم می‌کنند، به منظور تأمین سرمایه در گردش و انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید، احتمالاً باید وجوه مورد نیاز را از طریق انتشار سهام جدید یا بدهی تأمین کنند. در چنین وضعیتی اگر نسبت بدهی بالا باشد، توانایی تأمین مالی خارجی برای شرکت وجود نخواهد داشت و این مسئله در بلندمدت باعث ایجاد مشکلات نقدینگی و کاهش رشد سودآوری شرکت و در نهایت کاهش ثروت سهامداران می‌شود. بنابراین با توجه به نکات مورد اشاره می‌توان گفت، سیاست تقسیم سود یک شرکت باید همواره دو هدف را تأمین کند؛ اول تهیه نقدینگی لازم برای تداوم رشد شرکت و دوم افزایش ثروت سهامداران. بدین ترتیب در مورد شرکت‌های رشدی که اجرای طرح‌های توسعه را در دست دارند، سیاست تقسیم سود پایین در اولویت است. برعکس شرکت‌هایی که به دوران رشد و بالندگی و ثبات خود رسیده‌اند، می‌توانند با تقسیم مناسب سود سهام، انتظارات سرمایه‌گذاران را تأمین کنند، بدون آنکه مشکلی در روند فعالیت شرکت ایجاد شود. البته در همه موارد حفظ توان نقدینگی شرکت (و بندهای سه‌گانه مطروحه) باید به عنوان یک اولویت عمومی جهت حفظ منافع بلند مدت مدنظر مجامع صاحبان سهام قرار گیرد

۲-۲. سیاست تقسیم سود و مالیات‌ها

اثر مالیاتی یکی از عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود و قیمت سهام شرکت‌ها می‌باشد. برخی محققین نشان دادند با افزایش نرخ مالیات مدیران شرکت‌ها تمایل دارند که سود پرداختی به سهامداران را به طور قابل‌توجهی کاهش دهند [3]. همچنین نرخ مالیات عایدات سرمایه‌ای بلندمدت به مراتب از مالیات سود سهام نقدی کمتر است، بنابراین سرمایه‌گذاران ممکن است ترجیح دهند که شرکت‌ها سود را تقسیم نمایند و مبلغ مذکور مجدد در شرکت سرمایه‌گذاری گردد. رشد عایدات منجر به افزایش قیمت سهام می‌شود و نرخ مالیات کمتر عایدات سرمایه‌ای جایگزین نرخ مالیات بیشتر سود سهام نقدی می‌گردد [4].

۲-۳. عدم تقارن اطلاعات و اطلاع‌رسانی سود سهام

اقتصاددانان به مسئله عدم تقارن در فضای اقتصادی بسیار اندیشیده‌اند، اما هرگز بر این که «چگونه خلق شده است» و چه نتایجی می‌تواند داشته باشد «متمرکز نبوده‌اند. برخی از این عدم تقارن‌ها «ذاتی» است، هرکس در مورد خودش بیش از دیگران می‌داند، برخی به طور طبیعی خارج از پروسه اقتصادی قرار می‌گیرد، کارفرمای بالفعل بیش از کارفرمای بالقوه دارای اطلاعات است و برخی از عدم تقارن‌ها به صورت غیر قابل اجتناب در حال گسترش است که به دلیل ساختار و عملکرد بازارها ایجاد شده‌اند. از سویی ساختار به‌گونه‌ای است که گروهی که به این اطلاعات دسترسی ندارند می‌اندیشند برای پیروزی باید رقم بالاتری را پیشنهاد کنند لذا این مسئله اوضاع را وخیم‌تر می‌نماید. با مشخص بودن عدم تطابق اطلاعات به‌عنوان یک نقص بازار، مفهوم اطلاع‌رسانی ساختار سرمایه‌گذاری مالی می‌تواند به سیاست سود سهام اعمال شود. بر مبنای تئوری علامت‌دهی سود سهام، شرکتی که هزینه‌های سود سهام خود را افزایش می‌دهد مواجه با جریان‌های نقدینگی جهت سهام خود را افزایش می‌دهد مواجه با جریان‌های نقدینگی جهت اعمال هزینه‌ها بدون افزایش احتمال ورشکستگی می‌شود. مدیران به سرمایه‌گذاران اطلاع‌رسانی می‌کنند زیرا مدیران مالی دارای اطلاعات خاص در مورد جریان‌های نقدینگی مورد انتظار شرکت می‌باشند که سرمایه‌گذاران خارج در مورد آن شناخت ندارند. بهاتاچاریا (۱۹۷۹) مدل اطلاع‌رسانی سود سهام را جهت توضیح در مورد این که چرا شرکت سودهای سهام را علی‌رغم نامطلوب بودن مالیات پرداخت می‌کنند ارائه کرده است. در مدل او، سرمایه‌گذاران بر این عقیده‌اند که افزایش غیرقابل انتظار سود سهام نشان‌دهنده علامت خوبی است. این مدل فرض می‌کند که سود سهام شامل اطلاعاتی در خصوص ارزش انتقال نیافته شرکت در مورد اطلاعات عمومی دیگر شرکت می‌باشد و سود سهام نشان‌دهنده علامت معتبری است زیرا برای تبعیت شرکت‌های کم‌ارزش‌تر، غیراقتصادی می‌باشد. اطلاع‌رسانی ارزش سود سهام مناسب است و می‌تواند باعث ایجاد توازن در برابر هزینه‌های مالیاتی گردد. هدف از انجام مدل اطلاع‌رسانی سود سهام، ارائه سیاست سود سهام بهینه می‌باشد که طی آن مزایای اطلاع‌رسانی

تمایل به اطلاع از توان نقدینگی و توزیع آن در میان سهامداران شرکت دارند. زیرا این اطلاعات نه تنها تصویر روشنی از وضعیت حال شرکت را ارائه می‌دهد، بلکه امکان برآورد و ارزیابی وضعیت آینده شرکت را نیز فراهم می‌سازد که بدون تردید در فرآیند تصمیم‌گیری آن‌ها دارای اهمیت است [2]. نامربوط بودن تقسیم سود سهام میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) بر این موضوع دلالت دارد که در بازارهای کامل سیاست تقسیم سود نباید روی تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد. با این حال در بازارهای ناقص محدودیت مالی خارجی که از عدم تقارن اطلاعات نشأت می‌گیرد، می‌تواند شرکت را به منظور تقسیم سود مجبور به چشم پوشی از پروژه‌های سرمایه‌ای با ارزش کند. میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) نشان دادند که ارزش شرکت در یک دنیایی که بدون مالیات، هزینه‌های شرکتی، عدم انطباق اطلاعات یا دیگر نقایص تجاری باشد، تحت تأثیر سیاست تقسیم سود قرار نمی‌گیرد. در این دنیای ایده آل بدون مالیات و عیوب تجاری، هیچ تفاوتی بین جریان‌های نقدینگی شرکت و نحوه توزیع آن بین سهام‌داران یا سرمایه‌گذاران در شرکت وجود ندارد زیرا ثروت آفرینی برای سهام‌داران در این حالت یکسان است.

۱-۲-۱. مشتریان سود سهام

میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) بیان کردند گروه‌های که پرداخت سود سهام را ترجیح می‌دهند، به عنوان مشتریان سود سهام خطاب می‌کنند. البته می‌توان سرمایه‌گذارانی را یافت که دارای انگیزه جهت سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها با پرداخت سود سهام اندک می‌باشند؛ و دیگر سرمایه‌گذاران ممکن است درآمد بالا و پرداخت سود سهام بالا را خواستار باشند؛ بنابراین، شرکت‌های دارای پرداختی کم صرفاً یک گروه از سرمایه‌گذاران را جذب می‌کند در حالی که شرکت‌های دارای پرداختی سود سهام بالا دیگر مشتریان را جذب می‌کند؛ بنابراین می‌توان گفت هرگونه تغییر در سیاست تقسیم سود نامطلوب می‌باشد زیرا مشتریان سود سهام مایل به تعادل در بازار می‌باشند [3].

۲-۱-۲. سیاست تقسیم سود بهینه

علی رغم بحث نظری میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) در مورد این که سیاست تقسیم سود ربطی به ارزش شرکت ندارد، سودهای سهام، خروجی نقدینگی اصلی برای بسیاری از شرکت‌ها می‌باشند. علاوه بر این، مدیران شرکت‌ها در مورد سیاست تقسیم سود و حداکثر شدن ارزش سهام‌داران، نگران هستند. در دنیای همراه با مالیات، امکان اثرگذاری سود سهام بر ارزش شرکت، افزایش می‌یابد زیرا پرداخت مالیات از طریق مکانیزم‌های توزیع گوناگون، متفاوت است. علاوه بر این، نقایص بازار از جمله هزینه‌های دادوستد، هزینه‌های آژانس‌ها و عدم وجود اطلاعات تفاسیر ممکن جهت ارائه سیاست تقسیم سود می‌باشد. اثرات واقعی مالیات‌ها و چنین نقایص بازار (عدم وجود رقابت کامل) مؤید این مطلب است که ممکن است یک سیاست سود بهینه

همراه با حداکثر شدن ثروت سهام‌داران وجود داشته باشد؛ که در ادامه شاخصه‌های مهم به منظور تصمیم‌گیری در خصوص میزان تقسیم سود بیان می‌شود:

نسبت جاری (که از تقسیم رقم مجموع دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری به دست می‌آید)؛ به‌عنوان مهم‌ترین شاخصه بیانگر وضعیت نقدینگی شرکت در یک سال آینده باید همواره مدنظر سهامداران باشد. از آنجا که تقسیم سود برای شرکت در مهلت هشت ماه آینده ایجاد تعهد می‌کند در حقیقت مبلغ آن، بعد از تصمیم‌گیری در مجمع، در بخش بدهی‌های جاری طبقه‌بندی و موجب کاهش نسبت جاری می‌شود. قرار گرفتن نسبت جاری در محدوده کمتر از یک واحد به معنای ضعف شرکت در زمینه ایفای تعهدات خود در کوتاه‌مدت بوده و لزوم احتیاط سهامداران در خصوص میزان تقسیم سود را یادآور می‌شود.

جریان ورود یا خروج وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی شرکت یکی دیگر از شاخصه‌های مهم به منظور تصمیم‌گیری در خصوص میزان تقسیم سود در مجامع است. فاکتور مورد بحث از ردیف نخست در صورت جریان وجوه نقد قابل استخراج است. منفی بودن این رقم نشان‌دهنده خروج وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی است که می‌تواند به معنای قطع بودن جریان اصلی ورود نقدینگی به شرکت (ناشی از عملیات) و ضرورت ریشه‌یابی مسئله باشد. در صورتی که میزان تقسیم سود مصوب بیش از جریان ورود وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی باشد، این رویکرد می‌تواند با گذشت زمان منجر به تضعیف وضعیت نقدینگی شرکت و رو آوردن به ابزارهای تأمین مالی (بدهی) یا فروش دارایی‌ها به منظور تأمین منابع لازم جهت تقسیم سود بین سهامداران شود.

رقم مانده سود سهام پرداختی در بخش بدهی‌های جاری در ترازنامه سالانه نیز می‌تواند یکی از معیارهای مورد توجه مجمع صاحبان سهام باشد. انباشت بدهی از دوره‌های مالی گذشته در این سرفصل می‌تواند نشانه عدم ایفای به موقع تعهدات قبلی شرکت در زمینه پرداخت سود سهام باشد. مسئله مزبور قاعداً باید در تصمیم‌گیری‌های جدید به منظور افزودن رقم بر این سرفصل بدهی مد نظر قرار گیرد زیرا در صورت عدم توجه به آن، ایجاد تعهدات جدید احتمالاً منجر به تسویه مطالبات سهامداران در موعد مقرر نخواهد شد. البته مفاد این بند شامل مواردی که سهامداران عمده با توافق قبلی سود سهام خود را مطالبه نمی‌کنند، نخواهد شد.

به عنوان یک رویه غالب در مجامع شرکت‌های بورسی، گرایش عمومی در سهامداران نسبت به دریافت هر چه بیشتر سود نقدی تحت هر شرایطی به چشم می‌خورد و حتی در برخی مواقع اعتراض شدید سهامداران باعث تغییر سیاست تقسیم سود هیئت‌مدیره و توزیع بخش بزرگی از سود انباشته در مجمع شده است. به نظر می‌رسد منشأ این رویکرد در سرمایه‌گذاران ایرانی غلبه دیدگاه کوتاه‌مدت باشد به نحوی

آن سودها به تدریج کاهش می‌یابد، برخی شرکت‌ها از لحاظ تقسیم سود سیاستی را در پیش گرفته‌اند که در اجرای آن اثر تورم خنثی می‌گردد. در اجرای این سیاست تلاش می‌شود یا توجه به نرخ تورم میزان سود پرداختی هر ساله افزایش یابد تا قدرت خرید میلی که از این بابت به سهامداران هادی پرداخت می‌گردد ثابت باشد [19].

۱۰-۲. سیاست تقسیم سود سهام و ارزش شرکت

با وجود سال‌های متدای تلاش برای تعیین الگوی مناسب و جامع در ارتباط با رابطه سیاست تقسیم سود و ارزش بازار سهام که بیانگر ثروت سهامداران می‌باشد، هنوز یک نظریه قراگیر در این زمینه وجود ندارد. سود به عنوان یک منبع مهم تأمین مالی بنگاههای اقتصادی و منبعی برای انعکاس وضعیت شرکت است، همچنین مدیریت می‌تواند با اتخاذ یک سیاست مناسب در مورد آن هزینه سرمایه شرکت را در حد مطلوب حفظ کند، اما چنانچه گفته شد عدم وجود الگوی یکسان در خصوص آن کار تصمیم‌گیری را با مشکل مواجه می‌کند.

لینتزیگر و راماسوامی (۱۹۸۲) گزارش کرده‌اند که سهام دارای بازده سود بالاتر دارای بازگشت سرمایه مورد نیاز بالاتری می‌باشند. به طور مشابه، تلر جوبو به بررسی یازگشتها به عنوان تبعی از فاکتورهای فلما و فرنج پرداخته است و همچنین دریافته است که بازده سود سهام بالاتر دارای برگشت سرمایه بیشتری هستند [20]. دی آنجلو نشان داده است که شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند دارای ارزش شرکت بیشتری نسبت به شرکت‌های یا سود پرداختی می‌باشند یا توجه به این که ارزش‌گذاری شرکت‌های غیر پرداختی بالاتر از ارزش‌گذاری شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام می‌باشد.

۱۱-۳. رشد سود سرمایه

فرست‌های رشد سرمایه‌گذاری بخش مهمی از ارزش شرکت را تشکیل می‌دهند به همین دلیل سرمایه‌گذاران هنگام ارزیابی شرکت بر اساس اطلاعات حسابداری، فرصت‌های بالفعل و بالقوه رشد سرمایه‌گذاری را مدنظر قرار می‌دهند بر مبنای مصاحبه‌های لینتزر یا مدیران در خصوص سیاست سود سهام، لینتزر (۱۹۵۶) مدل رشد سود سهام را بر مبنای تغییرات سود سهام پیشنهاد کرد [21]. مدل تعدیل نسبی لو بر مبنای پرداخت سود سهام می‌باشد قاما و بابیاک (۱۹۶۸) هنگامی که به ارزیابی سیاست سود سهام در نمونه و همچنین ایشیلر سنجی نمونه پرداختند مدل لینتزر را تأیید کردند [22].

براو و همکارانش (۲۰۰۵) یافته‌های لینتزر را با استفاده از یک نظرسنجی و داده‌های مصاحبه محلی، تأیید کردند [23]. لیری و همکاران (۲۰۰۹) گزارش کرده‌اند که سیاست‌های تعدیل سود سهام با بلوغ در ارتباط می‌باشد آن‌ها دریافته‌اند که شرکت‌های نوپا و کوچک‌تر کمتر به پرداخت سود می‌پردازند در حالی که شرکت‌های دارای جریان نقدینگی آزاد زیاد و پتانسیل رشد کم، بیشتر به پرداخت

روی می‌آورند [24].

۱۲-۲. نتیجه‌گیری

قسمت نهایی ارزیابی، در مورد قلیل توصیف بودن بلوغ شرکت جهت ارزیابی نرخ رشد سود سهام شرکت می‌باشند. این گونه انتظار می‌رود که اگر متغیرهای بلوغ شرکت یا ترکیبی از متغیرها بتوانند چرخه حیات یک شرکت را توصیف کنند در این صورت می‌توان از این متغیرها جهت برآورد نرخ رشد سود سهام استفاده کرد همان طور که شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام به بلوغ خود می‌رسند شاهد کاهش فرصت‌های رشد و افزایش جریان نقدینگی می‌شود که بیان‌کننده افزایش توزیع سود سهام خواهد بود هرچند که فرضیات بلوغ بر این موضوع تأکید می‌کنند که توزیع سود سهام باید باعث افزایش بلوغ شرکت شود، به نظر می‌رسد در حالی که پرداخت سود سهام شرکت در حال افزایش است، نرخ رشد سود سهام آن باید کاهش یابد.

تحقیقات نشان می‌دهد ارزش‌گذاری شرکت‌هایی که با مدل چرخه حیات سازگاری دارند به طور قلیل‌توجهی بیشتر از ارزش‌گذاری شرکت‌هایی است که دارای سیاست پرداخت سود سهام می‌باشند. این موضوع باعث ایجاد شواهد تجربی قوی می‌باشد که سیاست پرداخت سود سهام بر ارزش‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد. همچنین ارزش شرکت که با نسبت M/B اندازه‌گیری می‌شود مرتبط با بلوغ شرکت و چرخه حیات می‌باشند. مدیران ارزش‌آفرین خواستار تضمین این موضوع هستند که استفاده سیاست سود سهامی که از مدل چرخه حیات پیروی کند باعث حداکثر شدن ارزش شرکت گردد در دوره ۱۹۸۲ تا ۲۰۱۰، حدود ۱۵٪ قرآیندهای مرتبط با شرکت، اختصاص به سیاست‌های سود سهام یافت که با مدل چرخه حیات متضاد بود. این موضوع حدود ۱۵٪ شرکت‌های صنعتی آمریکا که ارزش‌گذاری کمتری داشتند را شمل می‌شد باید توجه شود که یکی از پیچیدگی‌های سیاست تقسیم سود سهام، زمان‌بندی آن است. تحلیل در مورد بلوغ متقابل نشان می‌دهد که پرداخت سود سهام به‌زودی باعث کمتر شدن ارزش‌گذاری می‌شود در حالی که عدم پرداخت سود سهام پس از بلوغ متقابل نیز باعث کمتر شدن ارزش‌گذاری می‌گردد.

هویگ (۲۰۰۹) بیان کرد [25] که بلوغ شرکت دارای اثر مثبت در ارتباط با نسبت پرداختی سود سهام می‌باشد، در حالی که نرخ رشد فروش دارای اثر منفی بر روی نسبت پرداختی سود سهام می‌باشد. شرکت‌های لویایی پرداختی سود سهام با فرصت‌های رشد بیشتر (یا نرخ رشد فروش بیشتر) بیشتر دریافتی خود را حفظ کرده و کمتر توزیع می‌کنند. شرکت‌های بالغ پرداخت‌کننده سود سهام با فرصت‌های رشد کمتر، بیشتر دریافتی‌های خود را توزیع می‌کنند و دارای نرخ توزیع بالاتری می‌باشند. در نهایت، در حالی که توزیع سود سهام با بلوغ شرکت افزایش می‌یابد نرخ رشد سود سهام با بلوغ کاهش می‌یابد. بررسی‌های بیشتر در مورد نرخ رشد سود سهام نشان می‌دهد که نرخ رشد پایدار صرفاً به نرخ رشد سود سهام در مراحل

سود سهام برطرف‌کننده اثرات نامطلوب مالیاتی پرداخت سود سهام می‌باشد.

۲-۲. سیاست سود سهام و هزینه‌های شرکت

سود سهام به درصدی از درآمد یک شرکت سهامی اطلاق می‌شود که به‌عنوان سود سهام به سهام‌داران پرداخت می‌گردد نحوه محاسبه نسبت پرداخت سود سهام به این صورت است که سود تقسیمی هر سهم در طول سال مالی را بر سود خالص باید شده توسط شرکت، تقسیم می‌کنند. این نسبت نشان می‌دهد که تا چه اندازه می‌توان سود سهام یک شرکت را از محل حرامدهای آن شرکت، پرداخت نمود. شرکت‌هایی که به مرحله بلوغ رسیده‌اند نوعاً نسبت پرداخت سود سهام بالایی دارند.

یک شرکت ثروت آفرین در جستجوی بررسی سیاست‌هایی است که باعث کاهش هزینه‌ها می‌باشد که شیوه هزینه‌های سود سهام به عنوان ابزاری جهت کنترل عملکرد مدیریتی می‌باشد. هزینه سود سهام پرداختی به این نکته تأکید می‌کند که شرکت نیاز به سرمایه‌گذاری خارجی دارد بنابراین این حقیقت که شرکت باید سرمایه‌گذاری خارجی به دست آورد باعث معرفی تفاضاکنندگان بیرونی سرمایه می‌شود که به کنترل مدیریت برای مالکین صاحب شرکت کمک می‌کند. روزف (۱۹۸۲) و ایستریوکا (۱۹۸۲) سیاست سود سهام بی‌بهره‌ای را پیشنهاد کرده‌اند که باعث توازن بین هزینه‌های در جریان سرمایه خارجی و سود هزینه‌های کاهش‌یافته شرکت می‌شود.

جانسن (۱۹۸۶) این ایده را با فرضیه جریان نقدینگی آزاد پیوند داده است. جانسون بیان کرده است که هزینه‌های شرکت هنگامی به وجود می‌آیند که شرکت‌ها دارای نقدینگی اضافی بوده و مدیران به شیوه‌ای نادرست سرمایه‌ها را به هدر می‌دهند [5]. سیاست تقسیم سود به عنوان یک روش جهت کاهش نقدینگی اضافی از شرکت محسوب می‌شود. هر چند که کتله (۲۰۰۲) نشان داده است که خریداری تمام سهام باعث حذف کل هزینه‌های شرکت نمی‌گردد بر اساس نتایج کامله مدیران و خریداران در جستجوی رسیدن به منافع و فرآیندهای سرمایه‌گذاری می‌باشند [6].

۳-۲. مدل‌های رفتاری سیاست تقسیم سود سهام

مدل‌های نظری و مشاهده‌ای (تجربی) سیاست تقسیم سود اخیراً به‌گونه‌ای دیگر طبقه بندی شده‌اند، در این طبقه‌بندی، نظریه‌های یاد شده بر اساس وجود نقاط مشترک در یک طبقه قرار گرفته‌اند و تأکید اصلی بر توجه به روانشناسی سرمایه‌گذار، عوامل اقتصادی، اجتماعی و در نظر گرفتن طبقه جداگانه با عنوان مدل‌های رفتاری در ترکیب طبقه‌بندی نظریه‌های سیاست تقسیم سود می‌باشد [7]. هر سرمایه‌گذار با ورود به بازار سعی دارد بازدهی خود را متناسب با ریسک حداکثر نماید لذا در تئوری تمام به دنبال این است که بتواند بازدهی خود را در سطح معین ریسک افزایش دهد و یا

ریسک خود را در سطح معین بازده کاهش دهد این تگیزه‌ها برای دستیابی به سود آریترازی و به اصطلاح سود بدون ریسک و یا پرتوی بدون سرمایه‌گذاری، بازار را به سستی می‌برد که اصطلاحاً کار آیی نامیده می‌شود. در سیر تحول و پراکنجی‌های مالی، آنچه باعث گرایش بیشتر به حوزه رفتاری گردید، مجموعه‌ای از مصادیق مالی بود که ذهن متفکرین را مشغول می‌کرد و روز به روز بر تعداد آن‌ها افزوده می‌شد. بی‌فایده‌گی‌های مالی یا مصادیق تجربی که نشان از انحراف بازار از قواعد منطقی و عقلایی داشت فرساختن یا بازار کاراً قرار گرفت [8]. مدیران می‌دانند که سهامداران مایل به گرفتن سود هستند از این رو پرداخت یا افزایش سود پرداختی روشی برای کاهش اضطراب سرمایه‌گذار و آرام کردن او است. پرداخت‌های سود می‌تواند به‌عنوان انعکاس عوامل اقتصادی، اجتماعی در ارزیابی شرکت تلقی شود. توجه به روانشناسی سرمایه‌گذار و عوامل اقتصادی، اجتماعی متجر به مطرح شدن مدل‌های رفتاری شد.

۲-۳. گرایش به پرداخت و تقسیم سود ناپیدا

هدف اصلی هر واحد تجاری کسب سود و حداکثر کردن ثروت سهامداران است بنابراین هدف از اجرای چنین سیاستی تعیین نقش است که آن سیاست در به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران دارد.

عواملی که بر سیاست تقسیم سود اثر می‌گذارد

۱- سود تباشته به عنوان یک منبع تأمین مالی

۲- ترکیب ساختار سرمایه

۳- لیژر سهامداران

۴- محدودیت‌های قانونی

از آنجایی که مسای سود سهام و دلیل پرداخت سود سهام از طرف شرکت‌ها پاسخ چندان سخنی نداشته قاما و فرنج (۲۰۰۱) این موضوع را لزوماً نماندند که طی آن سیاست سود سهام ممکن است با زمان تغییر کند [10]. همچنین بیان کردند که گرایش به پرداخت سود سهام از سال ۱۹۷۸ که ۶۵٪ تمام شرکت‌های ثبت شده بود در سال (۱۹۹۹) به تنها ۲۰٪ تمام شرکت‌های ثبت شده پرداخت‌کننده سود سهام نقدی، رسیده است که کاهش قابل توجهی را نشان می‌دهد قاما و فرنج (۲۰۰۱) چنین گرایش نزولی به پرداخت را ناپدید شدن سود سهام نامیده‌اند.

۲-۷-۱. کنترل و نظارت بر شرکت و ناپدید شدن سود سهام

قاما و فرنج (۲۰۰۱) دریافتند نظارت و کنترل بر شرکت‌ها بهترین راه‌حل برای معمای سود سهام در حال ناپدید شدن است. گریشتین و میشل^۲ (۲۰۰۵) به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و پرداخت سود سهام پرداخته‌اند و به این موضوع پی بردند که سرمایه‌گذاران نهادی از شرکت‌هایی که سود سهام را پرداخت نمی‌کنند دوری

^۲ - *Corporate and Markets*

می‌وززند. اسفند و لی (۲۰۰۴) این طور پیشنهاد کرده‌اند [11] که توضیح و تفسیر برای تأیید شدن سودهای سهام به دلیل کمبود اطلاعات در مورد حوزه سود سهام می‌باشد که باعث کاهش تمایل شرکت‌ها نسبت به استفاده از سیگنال‌ها (اعلامت‌ها) می‌گردد. رابین و لیسیت^۲ (۲۰۰۹) دریافتند که ارتباط بین مالکیت سازمانی و تغییرپذیری بستگی به سیاست تقسیم سود سهام شرکت دارد. جو و پن (۲۰۰۹) نشان داده‌اند که شرکت‌های دارای مدیران محکم و با اعتماد به نفس بیشتر به پرداخت سود سهام می‌پردازند. شازما (۲۰۱۱) رابطه‌ای مثبت بین تمایل به پرداخت سود سهام و استقلال هیئت مدیره یافته است. در مورد مطالعه رابطه بین نظارت بر شرکت و سیاست سود سهام در کانادا، لاجاوه و بین علیر (۲۰۱۰) دریافته‌اند که شرکت‌های ثبت شده کانادا که دارای نظارت و مدیریت قدرتمندتری می‌باشند، دارای پرداخت سود سهام بیشتری هستند [12].

۲-۲-۲. بلوغ شرکت یا تئوری چرخه حیات

بر اساس تئوری چرخه عمر، شرکت‌ها در سال‌های اولیه تأسیس، به دلیل وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور ترجیح می‌دهند سود کمتری بین سهامدارانشان توزیع نمایند [13]. با گذشت زمان و با افزایش منابع مالی شرکت‌ها معمولاً سود پرداختی خود به سهامدارانشان را افزایش می‌دهند. گرگون و همکارانش (۲۰۰۲) بیان کرده‌اند که تقسیم سود سهام باعث انتقال اطلاعات در مورد تغییرات چرخه حیات یک شرکت می‌شود [14]. آن‌ها بیان نموده‌اند که تغییرات در تقسیمات سود سهام، نشان دهنده گذار یک شرکت از فاز رشد سریع به فاز بلوغ (سوددهی) می‌باشد. هنگامی که جولیو و ایکتری (۲۰۰۳) به ارزیابی فرضیه بلوغ و توصیف تأیید شدن و پذیرش مجدد سود سهام پرداختند، آن‌ها از قدمت شرکت به عنوان متغیر جهت تعریف بلوغ شرکت استفاده کردند [15]. دی آنجلو و همکارانش (۲۰۰۶) ژر منبر دیگری جهت تعریف چرخه حیات شرکت استفاده کردند که نسبت سرمایه دریافتی است بر مبنای کنترل نسبت سرمایه دریافتی، دی آنجلو گزارش کرد که معنای تأیید شدن سود سهام بزرگ‌تر از آنچه که قانما و فرنج (۲۰۰۱) گزارش کرده‌اند می‌باشد [16]. با استفاده از متغیر نسبت سرمایه دریافتی، دایس و لوسبو (۲۰۰۸) شواهدی جهت پشتیبانی از فرضیه چرخه حیات در مورد بازارهای بین‌المللی پیدا کرده‌اند. ونگ کی، لیو و همکاران (۲۰۰۸) به طور کامل از نتایج دی آنجلو (۲۰۰۴) برای شرکت‌های ثبت شده در بازار سهام و معاملات تایوان استفاده کرده‌اند [17]. دی تحقیق دیگر در مورد سیاست بین‌المللی سود سهام نیز به ارزیابی تمایل به پرداخت سود سهام با استفاده از نسبت سرمایه دریافتی و ریسک به عنوان تابع پرداخت است. تیو (۲۰۱۰) به بررسی احتمال پرداخت سود سهام توسط شرکت‌ها در ۲۲ کشور پرداخته و گزارش

کرده است که پرداخت‌کنندگان سود سهام بیشتر در مورد نسبت سرمایه دریافتی حساس هستند. در حالی که کسانی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند بیشتر نسبت به ریسک حساس هستند [18].

در مدل چرخه حیات سیاست سود سهام بهینه هنگامی حاصل می‌شود که جریان موازنه هزینه‌های شرکت و دیگر هزینه‌های نگهداری در برابر هزینه‌های سازمانی جریان نقدینگی آزاد برقرار گردند. آن‌ها بیان کرده‌اند که این موازنه باعث توسعه چرخه حیات یک شرکت می‌شود. در مراحل اولیه، شرکت‌ها دارای پروژه‌های با رشد زیاد می‌باشند و اغلب نوالاین گسی جهت ایجاد سرمایه‌ها به صورت داخلی دارند. بنابراین از پرداخت سود سهام حوری می‌کنند. در مرحله بلوغ، شرکت‌ها به پرداخت سود سهام نقدی می‌پردازند زیرا آن‌ها سرمایه‌های داخلی مناسبی ایجاد می‌کنند. توزیع‌ها به شکل سود سهام و بازخرید سهام در مرحله بلوغ چرخه حیات حائز اهمیت می‌باشند زیرا شرکت‌ها به طور قابل توجهی مواجه با هزینه‌های سازمانی جریان نقدینگی آزاد (در صورتی که نقدینگی به صورت داخلی ایستاده گردد) می‌باشند.

۲-۲-۸. آغاز تقسیم سود سهام

یولان و همکارانش (۲۰۰۷) بیان کرده‌اند که فاکتورهای چرخه حیات جهت انجام تصمیم‌گیری برای پرداخت سود حیاتی می‌باشند. همچنین نتایج آن‌ها نشان داد آغاز گران سود سرمایه، شرکت‌هایی هستند که به مرحله بلوغ چرخه حیات رسیده‌اند. بنابراین می‌توان گفت اولین فاکتور برای آغاز تقسیم سود رسیدن به مرحله بلوغ است.

هر سال شرکت‌ها بخشی از سود خالص را مطابق قانون و بخشی را بر اساس نیاز شرکت نزد خود نگهداری می‌کنند و مابقی را بین سهامداران تقسیم می‌تایند. به مقدار سودی که شرکت تقسیم می‌کند، به طر نقدی، به دست سهامداران، سود نقدی گفته می‌شود.

اینکه چه میزان از سود تحقق یافته هر سهم به صورت نقدی توزیع شود و چه میزان در شرکت باقی بماند تصمیمی است که در مجمع هدای مالیکه توسط هیات مدیره به مجمع پیشنهاد داده می‌شود و سپس به تصویب سهامداران می‌رسد. بر اساس قانون تجارت در صورت تصویب در مجمع عمومی هدای سالانه تقسیم سود تصویب‌شده، حداکثر ظرف ۸ ماه از تاریخ تصویب به سهامداران می‌بایست پرداخت گردد البته سود پرداختی تنها به سهامدارانی پرداخت می‌گردد که در تاریخ برگزاری مجمع مالک آن میزان سهم باشند.

۲-۲-۹. تورم و سیاست تقسیم سود سهام

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 قبلی را به عنوان سود

بلوغ کامل چرخه حیات نزدیک می‌شود در قسمت‌های اولیه چرخه حیات، نرخ رشد سود سهام به طور قابل توجهی بزرگ‌تر از نرخ رشد پایدار می‌باشد. علاوه بر این، هنگامی که شرکت‌ها در چرخه حیات پیشرفت می‌کنند نرخ رشد سود سهام نزول خواهد یافت حتی در مراحل بلوغ کامل چرخه حیات. نتایج نشان‌دهنده پیچیدگی سیاست پرداخت سود سهام در مورد ارزش شرکت می‌باشد. در حالی که رشد سود سهام به طور مثبت باعث افزایش ارزش‌گذاری می‌شود. اثر این موضوع در مراحل بلوغ چرخه حیات قابل توجه است. از طرف دیگر، میزان بازده سود سهام بالا باعث کاهش ارزش شرکت، مخصوصاً برای پرداخت‌کنندگان لایح سود سهام می‌شود.

منابع و مأخذ

- [1]. امشادی، حسین، چلاکی، پری (۱۳۸۴) رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۷-۱۳۸۱، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۴۹، ص ۳۱-۴۷.
- [2]. تهرانی، رضا، ذاکری، حمید (۱۳۸۸) بررسی رابطه بین کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال نهم، شماره ۵، ص ۵۵-۵۰.
- [3]. Miller, M. H. and F. Modigliani, 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Finance* 53, 2029-2057
- [4]. Wang, M. M. Ke, D. Liu, and Y. Huang, 2011. Dividend policy and the life cycle hypothesis: Evidence from Taiwan. *International Journal of Business and Finance Research* 5,33-52.
- [5]. Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American*
- [6]. Kahle, K. M., 2002. When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee
- [7]. options. *Journal of Financial Economics* 63, 235 - 261.
- [8]. Bhattacharya, S., 1979. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
- [9]. ستایش، معصومین و کاظم نژاد مصطفی (۱۳۸۹) بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره اول، تابستان ۸۹، ص ۴۹-۵۱.

- [10]. دربی، احمد، صلفی، محسن (۱۳۸۴) بررسی اثر روزهایی مختلف هفته بر بازدهی، نوسان پذیری و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، پیام مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸، ص ۲۹-۵۵.
- [11]. Fama, E., and K. French , 1992. On the cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47, 427 - 466
- [12]. Amihud, Y., and K. Li, 2006. The declining information content of dividend announcements and the effects of institutional holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, 637 - 660.
- [13]. DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner, 2004. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics* 72, 425-456.
- [14]. Grullon, G., R. Michaely, and B. Swaminathan, 2002. Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business* 75,
- [15]. Julio, B., and D. Ikenberry, 2004. Reappearing dividends. *Journal of Applied Corporate Finance* 16, 89-100.
- [16]. DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. Stulz, 2010. Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle. *Journal of Financial Economics* 95, 275 - 295.
- [17]. Li, K., and X. Zhao, 2008. Asymmetric information and dividend policy. *Financial Management* 37, 673-694.
- [18]. Twu, M., 2010. Prior payment status and the likelihood to pay dividends: International evidence. *The Financial Review* 45, 785 - 802.
- [19]. بخدایی پور، احمد، رحمت‌اله هوشمند زعفرانی و مصطفی دلدار، (۱۳۹۲) بررسی تأثیر نرخ مؤثر مالیاتی بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه مالیات، شماره ۱۷، ص ۵۵-۳۱.
- [20]. Litzenberger, R., and K. Ramaswamy, 1982. The effects of dividends on common stock prices: Tax effects or information effects. *Journal of Finance* 37, 429-444.
- [21]. Lintner, J., 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46, 97-113.
- [22]. Fama, E., and H. Blahak, 1968. Dividend policy: An empirical analysis. *Journal of the American Statistical Association* 63, 1132 - 1161.