

## سیاست تقسیم سود سهام و تأثیر آن بر ریسک بازار بورس

اکرم تفتیان

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

سمیرالسادات ریسیان

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

ابوالفضل موحدی فرد

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

### چکیده

در این پژوهش به بررسی سیاست تقسیم سود سهام و تأثیر آن بر ریسک بازار بورس پرداخته می‌شود. سیاست تقسیم سود سهام در یک شرکت نه تنها بر روی خود شرکت، بلکه بر روی سهامداران نیز تأثیر می‌گذارد. زمانیکه مسئله پرداخت سود سهام و میزان پرداخت آن مطرح می‌شود، مدیران بایستی جوانب زیادی را در نظر بگیرند. این مسئله که سود سهام را پرداخت نماییم یا خیر، مسئله ایست که تمامی شرکتها باید بدان توجه کنند. مطالعه‌ی پیش رو قصد دارد به بررسی رابطه‌ی میان سیاست تقسیم سود یک شرکت و نوسانات قیمت سهام بپردازد. نوسان اغلب به عنوان معیار سنجش ریسک در نظر گرفته می‌شود و وجود رابطه‌ی ذکر شده نشان می‌دهد که مدیرانی که تصمیم‌گیریشان فراتر از سیاست تقسیم سود سهام است، با تغییر سیاست تقسیم سود سهام می‌توانند میزان ریسک بازار بورس را کاهش دهند. یافته‌های مطالعه‌ی پیش رو نشان می‌دهد که اگر شرکتی سیاست تقسیم سود سهام خود را ارتقاء دهد، میزان سود سهام و یا میزان پرداخت افزایش یافته و از نوسانات قیمت سهام کاسته خواهد شد و در نتیجه با تغییر سیاست تقسیم سود سهام مدیران می‌توانند ریسک بازار سهام را کاهش دهند.

**واژه‌های کلیدی:** سیاست تقسیم سود، ریسک، سود سهام، بازار بورس

### ۱- مقدمه

همواره سود سهام ابزاری مهم برای شرکتها بوده و هست، چرا که این سود منافی است که سرمایه‌گذار به واسطه‌ی سرمایه‌گذاری در شرکت کسب می‌کند. سرمایه‌گذاران به دنبال کسب منفعت از سرمایه‌گذاری‌شان هستند و از شرکتها می‌خواهند تا در مورد تصمیم‌گیری شرکت برای تقسیم سود و همچنین در مورد میزان سود حاصل از درآمدهای جاری و درآمدهای تقسیم نشده که باید در شرکت نگه‌داشته شوند آن‌ها را راضی کنند [1]. سیاست تقسیم سود سهام به الگوی پرداخت سود سهام به سهامداران در یک دوره‌ی زمان اشاره دارد [2]؛ بنابراین، امروزه سیاست تقسیم سود برای شرکتها از اهمیت بالایی برخوردار است. سیاست تقسیم سود و تئوری تقسیم سود به طور گسترده‌ای مورد بررسی و تحقیق قرار گرفته است. این موضوع، ابعاد بسیار مختلفی داشته و برای هر بُعد ایده‌های متفاوتی وجود دارد. مشکل تقسیم سود مشکلی است که بسیاری از محققان درصدد حل آن برآمده‌اند؛ در نتیجه، جای تعجب نیست که نظرات مختلفی در پیرامون این موضوع وجود دارد [3].

مسئله‌ی اصلی مرتبط با تقسیم سود سهام موضوع پرداخت یا عدم پرداخت سود سهام است [4]. قبل از پاسخ به این مسئله، پیامدهای دیگر آن را باید در نظر گرفت و اولویت‌های مالیاتی سرمایه‌گذار و وضعیت مالیاتی در بازار خاص را باید در نظر داشت. حفظ پول در شرکت به منظور سرمایه‌گذاری در پروژه‌های آینده می‌تواند دلیلی بر عدم پرداخت سود سهام باشد. مقاله‌ی تاثیرگذار که به موضوع تقسیم سود پرداخته نوشته‌ی بلک<sup>1</sup> (۱۹۷۶) می‌باشد و پازل سود سهام نام دارد؛ در این مقاله آمده است: "هرچه دقیق‌تر به تصویر سود سهام بنگریم، بیشتر به پازلی شبیه است که تکه‌های آن در یکدیگر چفت نمی‌شوند" [5]. بلک به این نتیجه رسید که موضوع سود سهام به‌سادگی قابل حل نبوده و هر فرد به شکلی متفاوت بدان می‌نگرد. برای برخی افراد، مسئله‌ی مالیات می‌تواند مهم‌ترین مسئله باشد و برای برخی دیگر فرصت سرمایه‌گذاری در دیگر دارایی‌ها مهم‌تر است. علاوه بر مسئله‌ی سود سهام، امروزه شرکتها با چالش جهانی

شدن مواجهه‌اند که در طی سال‌های اخیر بسیار قابل توجه بوده است. امروزه شرکت‌ها متماایل‌اند در کشورهای متعدد فعالیت داشته باشند؛ برخی از این شرکت‌ها چندملیتی و برخی دیگر جهانی هستند و این مسئله باعث وابستگی بازارها به یکدیگر شده است. همچنین امروزه ارتباطات مالی میان کشورها قوی‌تر شده و در بحران مالی اخیر، منجر به سقوط سریع اقتصاد در سرتاسر جهان شده است. آغاز فروپاشی بازار وام مسکن در ایالات متحده‌ی آمریکا و ورشکستگی برادران لیمن نه تنها بر روی بازار ایالات متحده‌ی آمریکا بلکه بر روی اقتصاد جهان اثر گذاشت [6]. نوسان تغییر قیمت اوراق بهادار هرچه بیشتر باشد، ریسک یا منفعت بالاتر خواهد بود. اگر سهامی با نوسان در نظر گرفته شود، پیش‌بینی قیمت آینده‌ی شرکت دشوارتر می‌باشد؛ بنابراین، سهام پرمخاطره تلقی خواهد شد. در سال ۱۹۶۳ میلادی، بورس اوراق بهادار استکهلم تأسیس و بورس سهام به سه بخش رأس بزرگ، رأس متوسط و رأس کوچک تقسیم شد. شرکت‌هایی با ارزش بازار بیش از یک میلیارد یورو در رأس بزرگ، شرکت‌هایی با ارزش بازار ۱۵۰ میلیون تا یک میلیارد یورو در رأس متوسط و شرکت‌هایی که ارزش بازارشان کمتر از ۱۵۰ میلیون یورو است در رأس کوچک جای گرفت. برای تمامی شرکت‌های ذکر شده، موضوع تقسیم سود سهام موضوعی است که باید بدان توجه نمود و آن را حل کرد. با توجه به اینکه شرکت در کدام فاز از چرخه‌ی فعالیت خود است، باید ابعاد مختلف را در نظر گرفت. به علاوه، وضعیت فعلی اقتصاد کلان را باید مورد توجه قرار گیرد. بطوریکه در زمان‌های مناسب واگذاری پول به سهامداران می‌تواند خوشایندتر باشد، در حالی که در زمان رکود، حفظ پول گزینه‌ی امن‌تر است. با توجه به نظریه مالی، هدف مدیریت ایجاد ارزش برای سهامداران و افزایش دارایی‌هایشان است [7]. با وجود تحقیقات تجربی و نظریه پردازی‌های جامع در مورد موضوع، محققان به بررسی و تحقیق پیرامون این مسئله پرداخته‌اند که سیاست تقسیم سود چه نقشی را در دستیابی به هدف ایفا می‌کند [2]. هنگام بررسی در ارتباط با این موضوع، بایستی ابعاد مختلف تقسیم سود در نظر گرفته شوند. برای شروع، شرکت باید تصمیم بگیرد که آیا قرار است سودی پرداخت کند یا خیر. وضعیت فعلی شرکت در رابطه با چرخه‌ی فعالیتش، وضعیت فعلی شرکت، استراتژی‌های آینده، مسائل مالیاتی و غیره در تصمیم‌گیری نقشی مهم ایفا می‌کنند. علاوه بر این، علاقه‌ی سهامداران نیز باید در نظر گرفته شود. یکی از زمینه‌های مهم و کاربردی تقسیم سود سهام، استفاده از آن برای جذب سرمایه‌گذاران است. در مطالعات لینتر<sup>۲</sup> (۱۹۵۶) ثابت شد که مدیران این موضوع را درک کرده‌اند که سهامداران واجد شرایط دریافت بخشی از درآمد شرکت از طریق تقسیم سود سهام می‌باشند [8]؛ و رضایت سهامداران بخش مهمی از فرآیند تصمیم‌گیری است. علاوه بر دیدگاه شرکت‌ها و سهامداران پیرامون موضوع تقسیم سود دیدگاه بازار نیز وجود دارد. بازار اخبار جدید مرتبط با تقسیم سود را درک کرده و بدان واکنش نشان می‌دهد و در نتیجه این می‌تواند به شکلی اثر خوب و بد بر روی شرکت بگذارد (کانیا و بیکن، ۲۰۰۵). بُعد دیگر از دیدگاه بازار استفاده از تقسیم سود در زمان ارزش‌گذاری شرکت توسط ارزیابان شرکت است. تقسیم سود سهام ابزار و فرصتی برای شرکت‌هاست تا از طریق آن اطلاعاتشان را ارائه و منتشر کنند. زمانی که تصمیمی مبنی بر شروع پرداخت سود سهام اتخاذ شد و شرکت اولین پرداختش را انجام داد، تغییر تصمیم مبنی بر عدم پرداخت، کاری دشوار خواهد بود. افزایش اندک و یا مقدار سود سهام سال قبل، راه متعارف رسیدگی به توزیع سود سهام می‌باشد. کاهش یا حتی توقف پرداخت سود سهام نشانه‌ی ضعف در نظر گرفته می‌شود و می‌تواند حاکی از مواجه شدن شرکت با مشکل باشد. لینتر (۱۹۵۶) و بیکر و پوول (۱۹۹۹) به این نتیجه رسیدند [9] که به خاطر این تأثیرات عدم کاهش سود سهام از سوی مدیران موضوعی حائز اهمیت است. سیاست تقسیم سود را می‌توان به طرق بسیار متفاوتی تفسیر نمود. به منظور امکان سنجش آن، می‌توان این سیاست را به دو قسمت مجزا تقسیم نمود. در ابتدا، به موضوع پرداخت سود، پرداخته می‌شود. پرداخت سود نسبت مالی است که نشان می‌دهد با توجه به قیمت سهام یک شرکت چه مبلغ سودی را پرداخته است. این نسبت به صورت درصد نشان داده می‌شود. این مقدار، درصدی است که سرمایه‌گذار به عنوان بازده سرمایه‌گذاری کسب می‌نماید. دومین قسمت سیاست تقسیم سود، نسبت پرداخت شرکت است. نسبت پرداخت، مقدار درآمد پرداخت شده به عنوان سود به سهامداران است. این مقدار هم به صورت درصدی ارائه می‌شود. این درصد با در نظر گرفتن سود هر سهم تقسیم بر درآمدهای هر سهم محاسبه می‌شود. پرداخت سود و نسبت پرداخت با هم نشان‌دهنده‌ی سیاست تقسیم سود شرکت می‌باشند. مدیران یک شرکت سیاست تقسیم سود را تعیین می‌کنند. پرداخت و عدم پرداخت و میزان پرداخت سود به سهامداران، موضعی است که در سیاست تقسیم سود مشخص می‌گردد. برای سهامداران، سود سهام بازده سرمایه‌گذاری‌شان است. جدای از اوراق بهاداری مانند اوراق خزانه که بدون ریسک در نظر گرفته می‌شوند، یک سرمایه‌گذاری همواره با ریسک مواجه می‌باشد. ریسک را می‌توان به طرق مختلفی سنجید، اما روشی متداول برای سنجیدن آن استفاده از انحراف معیار و نوسانات قیمت سهام می‌باشد.

با در ذهن داشتن این موضوع، این سؤال پیش می‌آید که آیا برای مدیران راهی وجود دارد تا از طریق تغییر سیاست تقسیم سود نوسانات سهام را کاهش دهند؟ مطالعات پیشین [10] توانستند میان نوسانات قیمت سهام و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه منفی معناداری بیابند. با افزایش پرداخت سود سهام، نوسان قیمت سهام به حداقل می‌رسد. این نشان می‌دهد که از طریق استفاده از نوع خاصی از سیاست تقسیم سود، مدیران می‌توانند ریسک سهام را کاهش دهند. در بازارهای مختلف جهان مطالعات مشابهی انجام شده است. یافته‌ها نسبتاً ثابت‌اند، و میان سیاست تقسیم سود و نوسانات قیمت سهام رابطه‌ی منفی معناداری وجود دارد. پیامد نتایج حاصله نشان می‌دهد که با تغییر سیاست تقسیم سود، مدیران شرکت‌ها می‌توانند بر روی نوسانات قیمت سهام اثر بگذارند. نوسان قیمت اغلب به عنوان سنجش ریسک در نظر گرفته می‌شود و این نشان می‌دهد که مدیران قادر به کاهش ریسک سهام می‌باشند. این بررسی به ارتقاء و تسهیل موضوع تقسیم سود کمک می‌کند که این روزها بسیاری از شرکت‌ها با آن مواجه‌اند.

## ۲- نظریات تقسیم سود

### ۲-۱- سیاست تقسیم سود

بسته به فرصت‌های رشد و الزامات سرمایه‌گذاری برای شرکت‌ها، سیاست تقسیم سود برای هر شرکت بسیار منحصر به فرد و خصوصی می‌باشد. با توجه به وضعیتی که شرکت با آن مواجه می‌شود، مدیران شرکت بایستی نسبت بهینه پرداخت را برای تجارت و کسب و کارشان پیدا کرده و در راستای بیشترین منفعت برای سرمایه‌گذاران گام بردارند. کانیا و بیکن (۲۰۰۵) سیاست تقسیم سود را به چهار استراتژی متفاوت تقسیم کردند که عبارت‌اند از: سیاست تقسیم سود خالص سهام، سیاست تقسیم سود باقی مانده سهام، سیاست سود ثابت سهام و سیاست تقسیم سود سه ماهه با سود سالانه [11].

سیاست تقسیم سود خالص سهام استراتژی است که در آن شرکت بودجه‌ی خود را برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و دیگر الزامات سرمایه‌گذاری هزینه می‌کند و سپس ساختار سرمایه بهینه را مشخص نموده و در آخر درآمدهای باقی مانده به عنوان سود سهام به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود [12]. این استراتژی سال به سال سود سهام متفاوتی را پرداخت می‌کند و تضمینی وجود ندارد که پس از گذشت از این مراحل شرکت قادر به تولید هیچ سودی باشد. استراتژی تقسیم سود باقی مانده‌ی سهام این است که تغییرات موقت درآمد نادیده گرفته شود، چرا که زمان تغییر سود سهام تنها درآمدهای طولانی مدت اهمیت می‌یابند. هدف اصلی این استراتژی این است که در طی سال‌های مختلف کم نوسان‌ترین سود سهام داشته باشیم، ولیکن در طول زمان سود به ازای هر سهم افزایش یابد [13]. سیاست پرداخت سود ثابت سهام به این مسئله می‌پردازد که شرکت باید نسبت پرداخت خاص را به نحوی حفظ کند که سود سهام به نسبت درآمدهای شرکت نوسان داشته باشد. آخرین استراتژی، تقسیم سود سه ماهه سهام است که در آن شرکت سود سه ماهه و احتمالاً سود اضافه آخر سال را پرداخت می‌کند. مدیران شرکت‌هایی که درآمد و سرمایه‌گذاری نوسانی دارند، از چنین استراتژی بهره می‌برند چراکه در فرآیند مدیریت نقدینگی این استراتژی انعطاف پذیری بیشتری دارد.

### ۲-۲- نظریه نامربوط بودن سود سهام

مودیگلیانی و میلر<sup>۳</sup> (۱۹۶۱) در نظریه‌ی بی‌ربطی خود ادعا کردند که سود سهام باید برای سهامداران غیر ضروری باشد. آن‌ها اظهار داشتند که سود سهام نبایست هیچ‌گونه تأثیری بر روی قیمت سهام داشته باشد، جز اینکه قیمت سهام باید به همان مقدار سود سهام کاهش یابد و دارایی سرمایه‌گذار نباید تحت تأثیر این انتخاب قرار گیرد که شرکت از چه سیاست تقسیم سودی استفاده می‌کند [14]. ایده کلی نظریه می‌گوید که چنین مطلبی در دنیایی بدون هزینه‌های معامله یا بدون مالیات بر سود سرمایه یا سود سهام صدق می‌کند. همچنین در این نظریه فرض بر این است که تمامی درآمدها پرداخت شده و همیشه مدیران در راستای منافع سرمایه‌گذاران گام برمی‌دارند. یک بازار بی‌نقص بازاری است که اطلاعات رایگان دارد و هیچ فروشنده یا خریداری قادر نیست خود بر روی قیمت اثر بگذارد [15]. میلر و اسکولز<sup>۴</sup> (۱۹۷۸) اظهار داشت که از آنجایی که مالیات سود سهام بیشتر از افزایش سرمایه است، پس باید یا غیر ضروری باشد یا اینکه باید سود سرمایه برای سرمایه‌گذاران بیشتر باشد.

شاپیرو (۱۹۹۰) استدلال کرد که این نظریه زمانی کارآمد است که استراتژی سرمایه‌گذاری، مستقل از سیاست تقسیم سود شرکت باشد. بدان معنا که اگر استراتژی سرمایه‌گذاری شرکت تحت تأثیر پرداخت یا عدم پرداخت سود سهام قرار بگیرد، نظریه کار آیی نخواهد داشت. این مسئله زمانی صدق می‌کند که سرمایه‌گذاری به شدت تحت تأثیر جریان نقدینگی آینده‌ی شرکت قرار گیرد [13].

12 - Modigliani and Miller  
13 - Miller and Scholes

## ۲-۳- ارتباط سیاست تقسیم سود

بیکر و پوول (۱۹۹۹) در مطالعاتشان اظهار داشتند که مدیران معتقدند که پرداخت سود سهام ابزاری مؤثر برای افزایش ارزش سرمایه‌گذاران است و بهترین سیاست تقسیم سود باید تعادل میان پرداخت سود و رشد آتی باشد [9]. همچنین این یافته‌ها با یافته‌های لیتنر (۱۹۵۶) هم راستا می‌باشد. لیتنر می‌گوید که تقسیم سود سهام عاملی مهم در ارزش شرکت می‌باشد. در روش ارزیابی شرکت‌ها گوردون (۱۹۶۲) از تقسیم سود بهره گرفت و این بدان معنا بود که از دیدگاه وی سود سهام نقشی پررنگ و بااهمیت دارد. اگرچه ممکن است سرمایه‌گذاران در نظریه از لحاظ محاسباتی نسبت به سیاست تقسیم سود بی‌تفاوت باشند، اما به لحاظ تجربی، بنا به دلایل رفتاری، سود سهام در نظر سرمایه‌گذاران بسیار تاثیرگذار بوده است [13]. هیچ بازار سرمایه کامل و بی‌نقص و بدون اختلافی وجود ندارد؛ بنابراین، سیاست تقسیم سود می‌تواند از طریق نواقص بازار و ملاحظات رفتاری بر روی سرمایه‌گذاران اثر بگذارد. این نواقص بازاری در نظریه‌ی پرنده در دست، تأثیر علامت‌دهی، نظریه‌ی سازمانی و تأثیر مشتریان وجود دارد (بیکر و ویگنند ۲، ۲۰۱۵). این دو محقق چهار بعد متفاوت و مرتبط که چرا سیاست تقسیم سود برای سرمایه‌گذاران اهمیت داشته و چرا مدیران در زمان انتخاب استراتژی تقسیم سود با وضعیتی دشوار مواجهه می‌شوند را شرح می‌دهند.

### ۲-۳-۱- نظریه‌ی پرنده در دست

نظریه‌ی پرنده در دست نظریه ایست که لیتنر (۱۹۶۲) آن را مطرح نمود و بعدها باتاچاریا (۱۹۷۹) این نظریه را حمایت و نام‌گذاری کرد. ایده‌ی کلی نظریه این است که سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند امروز سود سهام را دریافت کنند و سپس فردا منتظر افزایش سرمایه باشند. قوی‌ترین استدلال در این زمینه میزان عدم اطمینان در سرمایه‌گذاری است؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران می‌خواهند مبلغی از پول سرمایه‌گذاری شده را حفظ کنند [16].

همچنین گوردون (۱۹۶۲) اظهار داشت که به جای انتظار برای افزایش سرمایه، سرمایه‌گذاران تمایل دارند سود سهام دریافت کنند، حتی اگر نرخ بازده داخلی یکسان باشد. با توجه به تحقیقات لیتنر (۱۹۵۶) مشخص گردید که این بدان خاطر است که انتظار برای افزایش سرمایه ریسک بوده و حتی در بازارهای بی‌نقص سرمایه ریسک وجود دارد. باتاچاریا (۱۹۷۹) این ایده را دارد که سرمایه‌گذاران خارجی در مورد درآمد مورد انتظار یک شرکت اطلاعات ناقصی دارند؛ بنابراین، عدم اطمینان باعث می‌شود سرمایه‌گذار سود امن را به افزایش سرمایه ترجیح دهد. با اینکه برخی از چهره‌های برجسته‌ی آکادمیک از این نظریه حمایت کردند، اما این نظریه انتقادات زیادی را متوجه خود نمود و هیچ تحقیقی که آن را حمایت کند وجود ندارد [17].

### ۲-۳-۲- هزینه‌ی نمایندگی

این تئوری برای نخستین بار توسط جنس و مک‌لینک در سال ۱۹۷۶ ارائه شد؛ در نظریه‌ی هزینه نمایندگی، استدلال بر این است که مدیران همیشه در راستای منافع سرمایه‌گذاران گام بر نمی‌دارند، یعنی اینکه آن‌ها بیشتر به درآمد خود علاقه‌مندند. به طور مثال، تیم مدیریت تصمیم به پرداخت مقدار سود کم‌تر گرفته و در عوض از درآمد انباشته برای سرمایه‌گذاری بیشتر استفاده کرده و این درآمد را برای حق ویژه تیم مدیریت صرف می‌کنند [18]. این نظریه با نظریه‌ی بی‌ربطی مودیگلیانی و میلر (۱۹۶۱) در تضاد است.

### ۲-۳-۳- نظریه‌ی علامت‌دهی

در نظریه‌ی علامت‌دهی تقسیم سود آمده است که اگر مدیران شرکت پیشنهاد افزایش سود سهام را ارائه دهند، می‌توان گفت که آن‌ها بر این باورند که چشم‌انداز شرکت مثبت است و این می‌تواند بدان معنا باشد که شرکت قادر به حفظ سود بالا در آینده است؛ یعنی زمانی که شرکت سود سهام اش را افزایش داده و قادر به حفظ آن باشد نشانه‌ی مثبتی برای سرمایه‌گذاران و انگیزه‌ای برای خرید سهام است و مدیران ثابت کردند که شرکت به درستی فعالیت می‌کند. مطالعات نشان دادند که شرکت‌هایی که سود سهام خود را افزایش داده‌اند، با افزایش قیمت سهام روبرو بوده‌اند. در مقابل، شرکت‌هایی که سود سهامشان را کاهش دادند این مسئله صادق نبوده است [2]. مطالعات انجام شده توسط لیتنر (۱۹۵۶) و بیکر و پوول (۱۹۹۹) بیان کردند که مدیران بر این باورند که تغییرات سود سهام باید بیشتر با تغییرات دائمی در سودها همراه باشد تا با تغییرات موقت. همچنین بیکر و ویگنند (۲۰۱۵) به این نتیجه دست یافتند که بر اساس اطلاعات به دست آمده از سود، مدیران سیاست تقسیم سود سهام را انتخاب می‌کنند.

### ۲-۳-۴- تأثیرات مشتریان نظریات سود سهام

مودیگلیانی و میلر (۱۹۶۱) اظهار داشتند سرمایه‌گذاران سهامی را ترجیح می‌دهند که شرکت نیازی خاص را برآورده سازد؛ چراکه سرمایه‌گذاران با معاملات مالیاتی متفاوت و همچنین با هزینه‌های معاملاتی در بازارهای مختلف روبرو هستند. در براکتهای مالیاتی بالا،

سرمایه‌گذاران سهم‌هایی بدون سود یا با سود پایین را ترجیح می‌دهند. برک و دیمارزو (۲۰۱۴) اظهار داشتند که در بازاری که سرمایه‌گذاران فردی ۵۴ درصد ارزش بازار را در دست دارند، تنها ۳۵ درصد سود سهام را دریافت می‌کنند. دو نوع اثر متفاوت روی مشتریان وجود دارد، مالیات و هزینه‌های معامله. بسته به اندازه‌ی کارها، نوع سرمایه‌گذاری و معاملات، این تأثیرات برای تمامی مشتریان متفاوت‌اند [18].

در نظریه‌ی ترجیح مالیاتی عنوان می‌شود که شرکت‌هایی با نسبت‌های پرداخت پایین ارزش سهام خود را افزایش می‌دهند. دلیل این امر این است که نرخ بازده مورد نظر کمتر می‌شود چراکه سهمی با پرداخت بالا دارای مالیاتی کمتر در برابر افزایش سرمایه‌اند [19]. به هر حال این مطلب در کشور سوئد صدق نمی‌کند زیرا برای افزایش سرمایه و سود سهام میزان مالیات یکسان است [20].

### ۳- ریسک و سود سهام

دو نوع ریسک مرتبط با سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها وجود دارد که عبارت‌اند از: ریسک سیستماتیک و ریسک غیر سیستماتیک که به ترتیب نامتنوع و متنوع هستند. ریسک تملک یک دارایی خاص ریسک غیر سیستماتیک و در مورد سهام، ریسک خاص شرکت‌ها می‌باشد. ریسک سیستماتیک ریسک بازار بوده و این ریسک بر روی تمامی سهام بازار اثر می‌گذارد. با سرمایه‌گذاری در سهام متعدد، ریسک غیر سیستماتیک متنوع می‌شود. و از آنجایی که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزند، نوسانات سهام در مجموعه اهمیت دارد، چرا که این نوسانات ریسک را نشان می‌دهد.

سیاست تقسیم سود به طرق متفاوتی بر روی سهام اثر می‌گذارد. واریانس و انحراف معیار رایج‌ترین سنجش‌های ریسک هستند که نوسانات سهام‌اند. بن-زیون و شالیت<sup>۵</sup> (۱۹۷۵) بر روی ۱۰۰۰ شرکت از بزرگ‌ترین شرکت‌های صنعتی آمریکا تحقیقی را انجام داده و ثابت کردند که میان بازده سود سهام و ریسک شرکت‌ها رابطه‌ی منفی معناداری وجود دارد، یعنی ریسک پایین به سود سهام بالا و ریسک بالا به سود سهام پایین مرتبط است. چهار مکانیزم نظری وجود دارند که می‌توانند رابطه‌ی میان بازده سود و نوسانات قیمت سهام و همچنین رابطه‌ی میان نسبت پرداخت و نوسانات قیمت سهام را توضیح دهند. این چهار مکانیزم عبارت‌اند از:

۱. اثر مدت زمان
۲. اثر میزان بازده
۳. اثر تحقق معامله
۴. اثر اطلاعاتی

دو مکانیزم اول نشان‌دهنده‌ی مکانیزم‌های جریان نقدینگی بوده و دو مکانیزم بعدی نشان می‌دهند که مدیران می‌توانند بر روی نوسانات سهام اثر بگذارند و بدین طریق ریسک شرکت را کاهش دهند [21]. مدت زمان بیان مشترکی است برای اثبات حساسیت رابطه‌ی تغییرات نرخ بهره. به هر حال زمانی که به میزان حساسیت سهام نسبت به تغییرات نرخ تخفیف سهام می‌نگریم، می‌توانیم از مدت زمان بهره بگیریم.

شرکت‌هایی با بازده سود بالا و سیاست پرداخت ثابت، عمر کوتاه‌تری خواهند داشت. در مورد تغییرات نرخ بهره، نوسان بدهی‌های کوتاه‌مدت به اندازه‌ی بدهی‌های بلندمدت نمی‌باشد. به طور مشابه، زمانی که نرخ تنزیل تغییر می‌کند، قیمت شرکت‌های با محصول زیاد به اندازه‌ی شرکت‌های با محصول کم نوسان ندارد [22]. تحقیقات باسکین (۱۹۸۹) نشان داد که در صورت یکسان بودن تمامی عوامل چنین چیزی صحت دارد. مدل پیشرفت گوردون برای اثبات این مسئله بکار رفت. به هر حال در این مدل فرض بر این است که در سود سهام رشد ثابتی وجود دارد، پس تأثیرات می‌توانند کلی‌تر باشند [23].

با توجه به تحقیقات باسکین (۱۹۸۹)، شرکت‌هایی با بازده سود پایین بیشتر با توجه به درآمدهای آینده شان ارزش‌گذاری می‌شوند تا با دارایی‌هایشان. گوردون (۱۹۶۲) استدلال نمود که شرکت‌هایی با سود سهام پایین حساسیت بیشتری نسبت به نرخ تخمین‌های بازده دارند. زمانی که تخمین‌های نرخ بازده قابلیت اعتماد پایینی داشته باشند، نوسانات سهام شرکت‌هایی با سود کم پایین‌تر خواهد بود. این تأثیر می‌تواند تا حدودی از نوع ریسک سیستماتیک باشد.

آلن و ریچیم (۱۹۹۶) اظهار داشتند که هم بازده سود سهام و هم نسبت پرداخت نقش مهمی در نشان دادن فرصت‌های رشد شرکت دارند و این بدان خاطر است که قیمت سرمایه‌ی شرکت می‌تواند بالا باشد. این دو محقق عنوان نمودند که برای شرکت‌هایی با الزامات سرمایه‌گذاری پرداخت سود پایین منطقی است و در نتیجه درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری را حفظ کنند.

تأثیر تحقق آریترایز نظریه ایست که در آن فرض بر این است که بازارهای مالی می‌توانند از نظر مادی ناکارآمد باشند. در این نظریه فرض می‌شود که سهام کم ارزش می‌توانند برای مدتی طولانی کم‌ارزش باقی بمانند، چراکه نیروهای تعادل می‌توانند آهسته عمل کنند. به طور مثال، در صورتی که کم‌ارزش گذاری در دوره‌ی ثابت بماند، یک سهامدار نایبست سهامی با ارزش بالاتر را خریداری کند. شرکتی که سود سهام را نمی‌پردازد و در آن کم‌ارزش گذاری از بین نمی‌رود، شانس برای دریافت بازده بیشتر نخواهد داشت. اثر اطلاعات باسکین (۱۹۸۹) ایده‌ای مشابه ایده‌ی تأثیر علامت‌دهی داشت، نتایج آن نشان داد که سیاست تقسیم سود می‌تواند نشانه‌ای برای سرمایه‌گذاران باشد تا متوجه شوند که شرکت چگونه عمل می‌کند و نظر کارمندان در مورد آینده شرکت چیست. سرمایه‌گذاران می‌توانند دلیل بیشتری بیابند تا باور کنند که درآمدها در صورتی دائمی‌اند که با افزایش پرداخت سود سهام همراه باشند (باسکین، ۱۹۸۹). تأثیر اطلاعات نیز می‌تواند برای سهام شرکت منفی باشد؛ شروع پرداخت سود سهام در شرکت، می‌تواند نشانه‌ای باشد مبنی بر اینکه شرکت مانند گذشته فرصت‌های سرمایه‌گذاری یکسان ندارد.

#### ۴- فرضیه کار آیی بازار

فرضیه‌ی کار آیی بازار بیان می‌کند که بازارهای مالی در صورتی کارآمدند که قیمت‌داری‌ها منعکس‌کننده‌ی تمام اطلاعات موجود باشند و هیچ عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران وجود نداشته باشد. فاما<sup>۱</sup> (۱۹۷۰) نظریه‌ای را ارائه داد که سه شکل متفاوت دارد، ضعیف، نیمه قوی و قوی. در شکل ضعیف، اوراق بهادار توسط قیمت‌ها و بازده گذشته قیمت‌گذاری می‌شوند. در شکل نیمه قوی، قیمت‌ها بر اساس اطلاعات عمومی بوده و بلافاصله تصحیح می‌شوند. آخرین شکل، قوی، بازار را در زمانی نشان می‌دهد که اطلاعات داخلی حاکی از عدم پرداخت بازده اضافی به سرمایه‌گذاران است، چراکه تمامی اطلاعات بعلاوه‌ی اطلاعات داخلی به صورت عمومی در دسترس‌اند. همانند سایر نظریات مانند نظریه‌ی بی‌ربطی مودیگلیانی و میلر (۱۹۶۱) نظریه‌ی بازار بی‌نقص اهمیت دارد، چراکه فرض بر این است که هیچ مالیاتی نباید وجود داشته باشد و همچنین هزینه‌های معاملات و اطلاعات باید به صورت عمومی در دسترس باشند. برک و دیمارزو (۲۰۱۴) نظریه را زمانی بررسی کردند که اطلاعات جدید در دسترس بوده و سرمایه‌گذاران با این اطلاعات در سهام مداخله کرده و در نتیجه قیمت سهام به خاطر رقابت میان سرمایه‌گذاران به سرعت تغییر می‌کند. دقت و صحت نظریه به تعداد سرمایه‌گذارانی بستگی دارد که به اطلاعات دسترسی دارند.

تأثیر تحقق آریترایز با فرضیه‌ی کار آیی بازار در تضاد است چراکه در این نظریه گفته می‌شود که نیروهای تعادل می‌توانند آهسته عمل کرده و حتی گاهی وجود نداشته باشند. فرضیه‌ی کار آیی بازار به تعداد سرمایه‌گذارانی که تجارت‌داری را انجام می‌دهند و همچنین به تهاجمی بودن رقابت بستگی دارد، این باعث می‌شود شرکت‌هایی با فعالیت اندک و اطلاعات نامناسب، کار آیی کمتری داشته باشند.

#### ۵- مروری بر مطالعات گذشته

باسکین (۱۹۸۹) دریافت که میان سیاست تقسیم سود و نوسان قیمت سهام یک رابطه‌ی منفی وجود دارد. برای معتبرتر ساختن آزمون، باسکین دو متغیر دیگر را وارد مدل رگرسیون نمود تا خطر اثرگذاری مشکلات همبستگی میان بازده سود و نسبت پرداخت بر روی نتایج را حذف کند. متغیرهای وارد شده عبارت‌اند از: نوسانات درآمد، اندازه‌ی بازار، بدهی و رشد‌داری‌ها. آزمون شامل این متغیرها با نتایجی مشابه انجام شد. روش اجرای مطالعه باسکین (۱۹۸۹) به روش استاندارد انجام این نوع مطالعات تبدیل شد.

آلن و ریچیم (۱۹۹۶) مطالعه‌ی ایشان را با ۱۷۳ شرکت فهرست شده در بازار بورس در بازار کشور استرالیا انجام دادند. جنبه جالب این تحقیق تضاد نتایجش با نتایج حاصل از مطالعات باسکین (۱۹۸۹) است. آلن و ریچیم (۱۹۹۶) میان بازده سود و نوسان قیمت سهام رابطه‌ای مثبت و میان نسبت پرداخت و نوسان قیمت سهام رابطه‌ای منفی یافتند. نتایج حاصله کاملاً نظریه باسکین (۱۹۸۹) که می‌گوید سیاست تقسیم سود می‌تواند بر روی قیمت سهام اثر بگذارد را حمایت نکرد، چراکه در این نتایج وجود رابطه‌ی علیت مشخص نشده است.

مطالعات انجام شده توسط باسکین (۱۹۸۹) و آلن و ریچیم (۱۹۹۶) به استاندارد انجام این نوع مطالعات تبدیل شدند. تقریباً تمامی مطالعاتی که بعداً انجام شدند در رگرسیونشان از روش و متغیرهای مشابه استفاده نمودند. بعلاوه، نتایج مطالعات انجام شده نیز با مطالعات (۱۹۸۹) و آلن و ریچیم (۱۹۹۶) مقایسه می‌شوند. به جز مطالعه‌ی آلن و ریچیم (۱۹۹۶)، بیشتر تحقیقات انجام شده به نتایجی مشابه نتایج مطالعه باسکین (۱۹۸۹) دست یافتند، این نتیجه حاکی از آن است که سیاست تقسیم سود بر روی نوسانات قیمت سهام اثر می‌گذارد.

در مطالعات انجام شده توسط هوسینی و همکاران (۲۰۱۱)؛ هاشمی جو و دیگر محققان (۲۰۱۲)؛ پروفیت و بیکن (۲۰۱۳) و رمدان (۲۰۱۳) میان بازده سود و نوسان قیمت سهام رابطه‌ی منفی معناداری یافت شد. در مورد نسبت پرداخت مطالعات آلن و ریچیم (۱۹۹۶)؛ رشید و آنیسور رحمان<sup>۷</sup> (۲۰۰۸) و رمدان (۲۰۱۳) همین رابطه‌ی منفی معنادار یافت شد.

گلستانی و همکاران (۱۳۹۴) تحقیقی را با عنوان "رابطه نرخ موثر مالیاتی با سیاست تقسیم سود و بازده سهام" انجام دادند و به این نتیجه رسیدند شرکت‌ها با افزایش نرخ موثر مالیاتی به طور قابل توجهی سود تقسیمی خود را کاهش می‌دهند همچنین نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معنادار بین نرخ موثر مالیاتی و بازده آتی سهام وجود دارد [24].

کامیابی و رنجبر (۱۳۹۳) تحقیقی را با عنوان "بررسی بازده، ریسک و سیاست تقسیم سود با نوسانات قیمت سهام" انجام دادند. این تحقیق در بین سالهای ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ صورت گرفته و نمونه آماری مورد استفاده در آن برابر ۱۳۵ شرکت می‌باشد. برای برآورد مدل آماری تحقیق روش رگرسیون با استفاده از تجزیه و تحلیل پانلی مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که ضریب بازده سهام و نسبت سود پرداختی با نوسانات قیمت سهام رابطه مثبت معنادار دارد و ضریب ریسک و نوسانات قیمت سهام رابطه معناداری نداشته است [25].

ایزدی نیا و همکاران (۱۳۸۹) به ارزیابی عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود پرداختند یافته‌های حاصل از پژوهش بیانگر آن است که از بین عوامل شناسایی شده، عدم اطمینان به جریان‌های نقدی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری واحد تجاری و تضاد نمایندگی از عوامل موثر بر پرداخت سود تقسیمی هستند [26].

#### ۶- نتیجه گیری

پژوهش حاضر، به بررسی سیاست تقسیم سود سهام و ریسک بازار بورس پرداخته شد. سیاست تقسیم سود یکی از مواردی است که تحت تأثیر تضادهای نمایندگی قرار دارد به طور کلی، دو دیدگاه متفاوت در زمینه رابطه سود تقسیمی و تضادهای نمایندگی وجود دارد. در دیدگاه اول، سود تقسیمی راه حل کاهش تضادهای نمایندگی بین مدیران و سهامداران و در دیدگاه دوم، سود تقسیمی جایگزینی برای تضادهای نمایندگی است (هو و لیو، ۲۰۰۶). تعدادی از پژوهشگران مثل لینتر (۱۹۵۶) و بابیک (۱۹۶۸) اشاره می‌کنند که بسیاری از شرکت‌ها یک برنامه بلندمدت برای پرداخت سود سهام دارند، در حالی که تعداد کمتری از شرکت‌ها تمایل دارند که سودهای سال جاری خود را بین سهامداران تقسیم کنند. لذا مدیران برای ترس از دست دادن میزان مناسبی از نقدینگی سعی می‌کنند میزان سود کمتری را بصورت نقدی تقسیم کنند آن‌ها بیان می‌کنند که یکی از مهم‌ترین تصمیمات در مدیریت مالی، تصمیمات مربوط به تقسیم سود سهام است؛ لذا شرکت ممکن است در تصمیم‌گیری پرداخت سود سهام به دو نکته مهم توجه کند: اول این که، عدم پرداخت سود سهام باعث افزایش منابع در دسترس شرکت شده و امکان اجرای پروژه‌های سودآور بیشتر می‌شود و دوم این که پرداخت سود سهام منجر به این می‌شود ارزش سهام از دیدگاه سهامداران افزایش یابد. با توجه به اینکه تحقیقات و تئوری‌ها رابطه منفی بین سیاست تقسیم سود و ریسک بازار را نشان می‌دهد، می‌توان بیان کرد افزایش ریسک سبب می‌شود که شرکت برای مقابله با خطرات احتمالی در دوره‌های بعد نیاز به نگهداری وجوه نقد داشته باشد. بنابراین شرکت سود کمتری بین سهامداران تقسیم خواهد کرد.

#### منابع

1. Kania, S. L. & Bacon, F. W. (2005). What factors motivate the corporate dividend decision? ASBBS E-Journal, 1(1), 97-107.
2. Baker, K. H. & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. Managerial Finance, 41(2), 126-144.
3. Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. The bell journal of economics, 10(1), 259-270.
4. Håkansson, N. H. (1981). To pay or not to pay dividends. The journal of finance, 37(2), 415-428.
5. Black, F. (1976). The dividend puzzle. Journal of portfolio management, 2(2), 5-8.
6. Profilet, K. A. & Bacon, F. W. (2013). Dividend policy and stock price volatility in the U.S. Equity Capital Market. Journal of business and behavioral sciences, 25(2), 63-72.

7. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. 57
  8. Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
  9. Baker, K. H. & Powell, G. E. (1999). How corporate managers view dividend policy. *Quarterly journal of business and economics*, 38(2), 17-35.
  10. Ramadan, I. Z. (2013). Dvidend policy and price volatility: Empirical evidence from Jordan. *International journal of academic research in accounting, finance and management sciences*, 3(2), 15-22. 58
  11. Gordon, M. J. (1962). The Savings Investment and Valuation of corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37-51.
  12. Droms, W. & Wright, J. O. (2010). *Finance and Accounting for Nonfinancial Managers: All the Basics You Need to Know* (6th ed). New York: Basic Books
  13. Shapiro, A. C. (1990). *Modern Corporate Finance*. New York: Macmillan Publishing Company.
  14. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The journal of business*, 34(4), 411-433
  15. Miller, M. H. & Scholes, M. S. (1978). Dividends and taxes. *Journal of financial economics*, 6(1), 333-364
  16. Shapiro, A. C. (1990). *Modern Corporate Finance*. New York: Macmillan Publishing Company.
  17. Hussainey, K. Mgbame, C. O. & Chijoke-Mgbame, A. M. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The journal of risk finance*, 12(1), 57-68.
  18. Al-Malkawi, N. H. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 44-70.
  19. Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance* (3 ed). England: Pearson Education Limited.
  20. Skatteverket. (2016, 04 13). *Inkomst av kapital*. Retrieved 03 15, 2016, from Skatteverket.se:  
<http://www.skatteverket.se/servicelankar/innehallao/innehallao/dokumentbarao/inkomstavkapital.4.53a97fe91163dfce2da80001269.html>
  21. Baskin, J. (1989). Dividend policy and the volatility of common stock. *The journal of portfolio management*, 15(3), 19-25.
  22. Gordon, M. J. (1962). The Savings Investment and Valuation of corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37-51.
  23. Allen, D. E. & Rachim, V. S. (1996). Dividend policy and stock price volatility: Australien evidence. *Applied financial economics*, 6, 175-188.
۲۴. ایزدی نیا، ناصر؛ سلطانی، اصغر؛ علینقیان، نسرین (۱۳۸۹) ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات حسابداری، صص ۱۳۹-۱۵۵.
۲۵. کامیابی، یحیی؛ رنجبر، سپیده (۱۳۹۳) بررسی رابطه بازده، ریسک و سیاست تقسیم سود با نوسانات قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت.
62. گلستانی، شهرام؛ دلدار، مصطفی؛ سیدی، سید جلال؛ جعفری شوره، سیدحبيب (۱۳۹۳) رابطه نرخ مؤثر مالیاتی با سیاست تقسیم سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، صص ۱۸۱-۲۰۴.