

## فهرست مطالب

عنوان.....	شماره صفحه.....
۱ فصل اول.....	۱
۱-۱ مقدمه.....	۳
۱-۲ شرح و بیان مسئله.....	۳
۱-۳ اهداف پژوهش.....	۵
۱-۴ فرضیات پژوهشی.....	۵
۱-۴-۱ فرضیات اصلی تحقیق.....	۶
۱-۴-۲ فرضیات فرعی تحقیق.....	۶
۱-۵ اقلمرو تحقیق.....	۶
۱-۶ نوع و روش تحقیق.....	۶
۱-۷ ابزارها و روشهای جمع آوری دادهها و اطلاعات.....	۷
۱-۸ تعریف واژه ها و اصطلاحات.....	۸
۱-۹ محدودیتهای تحقیق.....	۸
۱-۱۰ خلاصه.....	۹
فصل دوم.....	۱۱
۱-۲ مقدمه.....	۱۳
۲-۲ مبانی نظری پژوهش.....	۱۴
۲-۲-۱ سیاستهای تقسیم سود.....	۱۶
۲-۲-۲ سیاست تقسیم سود ثابت.....	۱۶
۲-۲-۳ سیاست تقسیم سود متغیر.....	۱۷
۲-۲-۴ سیاست تقسیم سود ثابت و متغیر.....	۱۷
۲-۲-۵ سیاست تقسیم سود باقیمانده.....	۱۷
۲-۳ ثنوریهای تقسیم سود.....	۱۸

۱۹	۲-۳-۱ نظریه هموارسازی تقسیم سود
۱۹	۲-۳-۲ نظریه نامربوط بودن سود تقسیمی
۲۰	۲-۳-۳ نظریه مربوط بودن سود تقسیمی
۲۱	۲-۳-۴ نظریه هزینه معاملاتی
۲۱	۲-۳-۵ نظریه اولویت مالیاتی
۲۲	۲-۳-۶ نظریه پیام رسانی
۲۲	۲-۳-۷ پرنده ای در دست
۲۳	۲-۳-۸ نظریه نمایندگی
۲۴	۲-۳-۹ فرضیه جریان نقدی آزاد
۲۵	۲-۳-۱۰ فرضیه چرخه عمر
۲۹	۲-۴ عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود
۳۵	۲-۵ فرصت های سرمایه‌گذاری
۵۰	۲-۷ خلاصه
۵۱	۳ فصل سوم
۵۱	روش پژوهش
۵۳	۳-۱ مقدمه
۵۳	۳-۲ چارچوب انجام تحقیق
۵۳	۳-۳ جامعه آماری و نمونه آماری
۵۴	۳-۴ فرضیات پژوهش
۵۴	۳-۴-۱ فرضیات اصلی
۵۴	۳-۴-۲ فرضیات فرعی
۵۵	۳-۵ متغیرهای تحقیق و نحوه محاسبه آنها
۵۵	۳-۵-۱ متغیرهای وابسته

۵۵	..... ۲-۵-۳ سیاست تقسیم سود
۵۶	..... ۳-۵-۳ جریان نقد آزاد (FCF)
۵۷	..... ۶-۳ متغیر های مستقل و کنترل
۵۷	..... ۱-۶-۳ چرخه عمر
۵۷	..... ۲-۶-۳ نسبت حقوق صاحبان سهام به دارایی
۵۷	..... ۳-۶-۳ سودآوری (ROA)
۵۸	..... ۴-۶-۳ اندازه (SIZE)
۵۸	..... ۵-۶-۳ فرصت های سرمایه گذاری
۵۹	..... ۶-۶-۳ بدهی (LEV)
۶۰	..... ۳-۶-۷ نقدینگی (CASH)
۶۰	..... ۷-۳ بازارها و روش جمع آوری داده ها و اطلاعات
۶۱	..... ۸-۳ روش تجزیه و تحلیل دادهها و اطلاعات
۶۱	..... ۱-۸-۳ مدل رگرسیون لجستیک
۶۱	..... ۳-۸-۲ مدل رگرسیون با دادههای تلفیقی
۶۳	..... ۳-۹ آزمون فرضیههای تحقیق
۶۶	..... ۱-۳-۹ آزمون دوربین - واتسون
۶۷	..... ۲-۳-۹ آزمون هم خطی
۶۷	..... ۱۰-۳ خلاصه
۶۹	..... فصل چهارم
۷۱	..... ۱-۴ مقدمه
۷۱	..... ۲-۴ آمار توصیفی
۷۴	..... ۴-۳ تاثیر ترکیب سرمایه درآمدي به سرمایه مشارکتی بر احتمال پرداخت سود

۴-۴	آزمون فرضیه اول اصلی	۷۸
۴-۴-۱	آزمون هم خطی:	۸۳
۴-۵	آزمون فرضیه های اول و دوم اصلی	۸۳
۴-۵-۱	آزمون فرضیه های فرعی	۸۷
۴-۵-۲	آزمون فرضیه سوم اصلی	۸۹
۴-۵-۳	آزمون فرضیه پنجم فرعی	۹۲
۴-۶	خلاصه	۹۳
۵	فصل پنجم	۹۵
۵-۱	مقدمه	۹۷
۵-۲	نتایج حاصل از بررسی فرضیات پژوهشی و مقایسه نتایج با سایر تحقیقات انجام شده در ایران و خارج	۹۸
۵-۲-۱	نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه اول اصلی	۹۸
۵-۲-۲	نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه دوم اصلی	۹۹
۵-۲-۳	نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه سوم اصلی	۹۹
۵-۲-۴	نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه اول فرعی	۱۰۰
۵-۲-۵	نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه دوم فرعی	۱۰۰
۵-۲-۶	نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه سوم فرعی	۱۰۱
۵-۲-۷	نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه چهارم فرعی	۱۰۱
۵-۲-۸	نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه پنجم فرعی پژوهش	۱۰۲
۵-۳	پیشنهادهای کاربردی	۱۰۳
۵-۴	پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی	۱۰۳
۵-۵	خلاصه	۱۰۳
۴	ایزدی نیا، ناصر. نسرین علینقیان، (۱۳۸۹) شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به	۱۰۵

کارگیری مدل لاجیت"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره اول، صص ۲۱-۳۸...۱۰۵

## فهرست جداول

عنوان.....	شماره صفحه
جدول (۱-۱): تعریف متغیرها.....	۷
جدول (۱-۲): خلاصه نتایج انجام شده در مورد چرخه عمر.....	۴۹
جدول (۲-۲): خلاصه نتایج انجام شده در زمینه جریانات نقد آزاد.....	۵۱
جدول (۳-۲): خلاصه نتایج انجام شده در زمینه اندازه شرکت.....	۵۲
جدول (۱-۴): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق.....	۷۸
جدول (۲-۴): رابطه مورد انتظار بین متغیرهای مستقل و سیاست تقسیم سود.....	۷۸
جدول (۳-۴): رابطه مورد انتظار بین متغیرهای مستقل و سیاست تقسیم سود.....	۷۹
جدول (۴-۴): رابطه مورد انتظار بین متغیرهای مستقل و جریان نقد آزاد بر.....	۷۹
جدول (۵-۴): میانه متغیرها در برابر پرداخت و عدم پرداخت سود.....	۷۹
جدول (۶-۴): نتایج رگرسیون هفت گانه.....	۸۳
جدول (۷-۴): مدل اولیه رگرسیون لجستیک.....	۸۴
جدول (۸-۴): مدل رگرسیون لجستیک با ورود متغیر سودآوری.....	۸۵
جدول (۹-۴): مدل رگرسیون لجستیک با ورود متغیر حقوق صاحبان سهام.....	۸۶
جدول (۱۰-۴): مدل رگرسیون لجستیک با ورود متغیر نرخ رشد فروش.....	۸۶
جدول (۱۱-۴): مدل رگرسیون لجستیک با ورود متغیر نرخ رشد دارایی.....	۸۷
جدول (۱۲-۴): مدل رگرسیون لجستیک با ورود متغیر نسبت ارزش.....	۸۸
جدول (۱۳-۴): مدل رگرسیون لجستیک با ورود متغیر نسبت وجه.....	۸۸
جدول (۱۴-۴): بررسی استقلال متغیرهای مستقل و کنترل.....	۸۹
جدول (۱۵-۴): مدل اولیه رگرسیون پانل دیتا.....	۹۰
جدول (۱۶-۴): نتیجه حاصل از اجرای آزمون F-لیمر.....	۹۱
جدول (۱۷-۴): مدل اولیه رگرسیون به شکل پول دیتا.....	۹۱

- جدول (۴-۱۸): مدل رگرسیون پول دیتا با متغیر نسبت ارزش بازار..... ۹۲
- جدول (۴-۱۹): جدول نهایی مدل پول دیتا..... ۹۴
- جدول (۴-۲۰): مدل اولیه رگرسیون به شکل پانل دیتا..... ۹۷
- جدول (۴-۲۱): نتیجه حاصل از اجرای آزمون F-لیمر..... ۹۷
- جدول (۴-۲۲): مدل رگرسیون به شکل پانل دیتا..... ۹۸
- جدول (۴-۲۳): مدل رگرسیون پول دیتا پس از حذف..... ۹۸

فصل اول

کلیات تحقیق



## ۱-۱ مقدمه

تئوری چرخه‌ی عمر<sup>۱</sup> چنین فرض می‌کند که شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی هم‌چون تمامی موجودات زنده که متولد می‌شوند، رشد می‌کنند و می‌میرند، و دارای منحنی عمر یا چرخه‌ی عمر می‌باشند. به طور کلی مدیران در طول چرخه‌ی عمر شرکت با تصمیمات مهمی مواجه هستند که عبارتند از: تصمیمات سرمایه‌گذاری و تصمیمات تامین مالی. تصمیمات سرمایه‌گذاری در مورد دارایی‌هایی است که شرکت باید کسب کند در حالی که تصمیمات مالی در مورد این است که این دارایی‌ها چگونه تامین مالی شود. تصمیمات نوع سوم زمانی به وجود می‌آید که شرکت شروع به ایجاد سود کند در این حالت این سوال پیش می‌آید که چه شرکت چه سیاستی را در پرداخت سود باید اتخاذ کند؟ به عبارتی آیا شرکت باید این سود ایجاد شده را به صورت سود تقسیمی به سهامداران پرداخت کند یا آن را دوباره در شرکت سرمایه‌گذاری کند؟ (بیشپ و همکاران<sup>۲</sup>؛ ۲۰۰۰) پرداخت سود نقدی جریان‌های نقد آزاد<sup>۳</sup> در دسترس مدیران را کاهش می‌دهد زیرا مطابق با تحلیل جنسن<sup>۴</sup> (۱۹۸۶) پرداخت سود نقدی مشکلات نمایندگی و تضاد منافع ناشی از جریان نقد آزاد را کاهش می‌دهد. سرمایه‌گذاری مجدد سود در شرکت نیز امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که ارزش فعلی خالص مثبتی<sup>۵</sup> ندارند را در پی دارد زیرا در این حالت جریان نقد آزاد در دسترس مدیران افزایش می‌یابد.

## ۲-۱ شرح و بیان مسئله

سیاست تقسیم سود<sup>۶</sup> یکی از بحث برانگیزترین مباحث در حوزه‌ی ادبیات مالی است. از این رو سود تقسیمی جز مباحثی است که همواره مورد توجه قرار تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران قرار گرفته است. همچنان که فیشر بلک<sup>۷</sup> (۱۹۷۶) از آن به عنوان لاینحل‌ترین مسایل در مدیریت

---

<sup>۱</sup> Life Cycle

<sup>۲</sup> Bishop

<sup>۳</sup> Free Cash Flow

<sup>۴</sup> Jensen

<sup>۵</sup> NPV

<sup>۶</sup> Dividend Policy

<sup>۷</sup> Black

مالی یاد می‌کند. شرکت‌های موفق معمولاً از سودآوری بالایی برخوردارند. سود کسب شده توسط شرکت‌ها می‌تواند در دارایی‌های عملیاتی سرمایه‌گذاری شود، در راستای تحصیل اوراق بهادار جدید به کار رود، برای بازپرداخت بدهی‌ها مورد استفاده قرار گیرد و اینکه بین سهامداران توزیع شود (امید و ابر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶) حالت آخر اصلاحاً تقسیم سود نامیده می‌شود. آگاهی از عوامل تاثیرگذار بر سیاست تقسیم سود می‌تواند در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران به کار گرفته شود. فاما و فرنچ<sup>۲</sup> (۲۰۰۱) بر نقش عواملی چون اندازه، سودآوری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر سیاست تقسیم سود تاکید کردند. دی آنجلو و دیگران<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) بیان می‌کنند که سیاست بهینه پرداخت سود سهام از نیاز به توزیع جریان‌های نقدی آزاد نشات می‌گیرد. آنان با ترکیب عناصر نظریه نمایندگی جنسن و مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری فاما و فرنچ، نظریه‌ی چرخه‌ی عمر شرکت‌ها را ارائه نمودند. همچنان که نتایج برخی از تحقیق‌ها نشان می‌دهد ویژگی‌های مالی شرکت‌ها در دوره‌های مختلف چرخه‌ی عمر شرکت یکسان نیست و بسته به دوره‌ای که شرکت در آن قرار دارد تغییر می‌کند. سیاست‌هایی که مدیران شرکت‌ها در طی مراحل عمر شرکت اتخاذ می‌کنند بستگی به چگونگی جایگاه شرکت در این مراحل دارد. گوردون و والتر شرکت‌ها را بر اساس چرخه‌ی عمر به سه دسته در حال رشد، بالغ و در حال افول تقسیم می‌کنند. واحدهای تجاری در حال رشد با انباشته کردن سود موجب افزایش قیمت سهم می‌شوند، واحدهای تجاری بالغ فرصت مناسبی نداشته، سیاست تقسیم سود آنها تاثیری بر قیمت ندارد، هرچند که نسبت ثابت سود تقسیمی آنها باعث کاهش ریسک می‌شود. واحدهای تجاری در حال افول مجبور به تقسیم سود هستند و ریسک بسیار بالایی را در خود دارند (کوزنی دیز<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). هر مرحله از چرخه‌ی عمر شرکت دارای ویژگی‌هایی است که آن را از مراحل دیگر متمایز می‌سازد. آگاهی از مرحله‌ی ای که شرکت در آن قرار دارد به سرمایه‌گذاران و مدیران مالی این امکان را می‌دهد تا ارزیابی بهتری از اطلاعات مالی شرکت به عمل آورند. بنابراین در چهارچوب مدل چرخه‌ی عمر شرکت‌ها سیاست و خط مشی

---

<sup>۱</sup>) Amidu and Abor

<sup>۲</sup>) Fama & Ferecch

<sup>۳</sup>) DeAngelo & et, al

<sup>۴</sup>) Kousenidis

مشخصی را دنبال می‌کنند. در سیاست پرداخت سود متاثر از ویژگی‌های شرکت و مالکان است از جمله ویژگی‌های شرکت می‌توان به ویژگی‌هایی همچون، اندازه، سودآوری، فرصت‌های رشد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، شیوه تامین مالی (اهرم)، میزان جریان‌ات نقد آزاد و چرخه‌ی عمر و دیگر ویژگی‌های موثر بر سیاست تقسیم سود شرکت اشاره کرد. که بر اساس این عوامل، شرکت‌ها در پرداخت سود سهام و داشتن ثبات رویه در کاهش یا افزایش سود تقسیمی در مقایسه با سال‌های قبل سیاست‌های خاصی را دنبال می‌کنند. با توجه به مطالب بیان شده می‌توان بیان کرد که مسئله اصلی سیاست تقسیم سود و شناخت عوامل تاثیرگذار بر آن در اجرای هرچه بهتر این سیاست می‌باشد. که اجرای این سیاست بسته به اینکه شرکت در کدام مرحله از چرخه‌ی عمر خود به سر می‌برد و با چه میزان جریان‌ات نقد آزاد و چه فرصت‌های سرمایه‌گذاری روبرو می‌باشد متفاوت است به عبارتی باید به بررسی این مسئله نیز پرداخت که میزان این جریان‌ات نقد آزاد در طی چرخه‌ی عمر به چه صورت است.

### ۳-۱ اهداف پژوهش

هدف از انجام این تحقیق بررسی رابطه بین چرخه‌ی عمر شرکت و سیاست تقسیم سود و دیگر عوامل تاثیرگذار بر سیاست تقسیم سود از جمله سودآوری، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، میزان جریان‌ات نقد آزاد، اندازه و نسبت بدهی می‌باشد و اینکه هر یک از متغیرهای ذکر شده تا چه حد بر میزان سود تقسیمی شرکت‌ها تاثیرگذار است. در این میان درصد تعیین رابطه بین چرخه‌ی عمر و میزان جریان‌ات نقد آزاد با توجه به موقعیت‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پیش روی شرکت‌ها نیز می‌باشیم.

### ۴-۱ فرضیات پژوهشی

با توجه به اهداف پژوهشی تحقیق حاضر می‌توان فرضیه‌های پژوهش را به شرح زیر بیان

کرد:

#### ۱-۴-۱ فرضیات اصلی تحقیق

فرضیه اول: بین چرخه‌ی عمر شرکت و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین جریان‌ات نقد آزاد و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین چرخه‌ی عمر شرکت و جریان‌ات نقد آزاد رابطه معناداری وجود دارد.

#### ۱-۴-۲ فرضیات فرعی تحقیق

فرضیه فرعی اول: بین سوآوری و سیاست تقسیم سود و رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین اندازه شرکت و سیاست تقسیم سود و رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری

وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین نسبت بدهی (اهرم) و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود

دارد.

فرضیه فرعی پنجم: بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌ات نقد آزاد رابطه معناداری

وجود دارد.

#### ۱-۵ قلمرو تحقیق

قلمرو موضوعی این تحقیق شامل مباحث و مفاهیم مرتبط با سیاست تقسیم سود و

جریان‌ات نقد آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. قلمرو زمانی

تحقیق شامل یک دوره زمانی ۷ ساله طی سال‌های ۱۳۸۴ لغایت ۱۳۹۰ بوده و قلمرو مکانی آن

بورس اوراق بهادار تهران و شرکت‌های پذیرفته شده در این بازار می‌باشد.

#### ۱-۶ نوع و روش تحقیق

تحقیق حاضر به لحاظ دسته‌بندی بر مبنای هدف، کاربردی است و از لحاظ ماهیت و روش

همبستگی می‌باشد. روش مورد استفاده برای آزمون فرضیات مدل رگرسیون لجستیک و مدل

رگرسیون چند متغیره با داده‌های تلفیقی می باشد. تعریف متغیرهای مورد استفاده در تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

جدول (۱-۱): تعریف متغیرها

معادل فارسی	نام متغیر
سیاست تقسیم سود	DIV
سود انباشته به حقوق صاحبان سهام	RE/TE
نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها	TE/T
نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها	TE/TA
جریان نقد آزاد	FCF
سود آوری	ROA
نرخ رشد دارایی	AGR
نرخ رشد فروش	SGR
نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری	M/B
اندازه شرکت	SIZE
نسبت بدهی	LEV
نسبت وجه نقد به کل دارایی	CA/TA

## ۷-۱ ابزارها و روش‌های جمع آوری داده‌ها و اطلاعات

داده‌های مورد نیاز تحقیق به شیوه‌های مختلف جمع‌آوری شده‌اند. گردآوری داده‌ها و اطلاعات برای مباحث تئوریک مانند ادبیات موضوع تحقیق به روش کتابخانه‌ای و برای بخش‌های تجربی مانند جمع‌آوری داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق از نرم‌افزارها و پایگاه‌های اطلاعاتی، نشریات هفتگی، ماهانه، گزارشات سالیانه و ماهنامه‌های بورس اوراق بهادار تهران و شبکه جهانی اینترنت قابل دسترسی می‌باشد، استفاده شده است. نمونه آماری در فرآیند انجام پژوهش با در نظر گرفتن ماهیت تحقیق و ویژگی‌های شرکت‌های عضو جامعه آماری تعیین شده است. به گونه‌ای که نمونه استخراجی بتواند در فرآیند آزمون فرضیات، نتایج حاصله را به بهترین وجه به جامعه آماری تعمیم دهد. از این رو در این پژوهش از روش حذفی استفاده شده است به نحوی که صرفاً شرکت‌های عضو جامعه آماری تحقیق که دارای شرایط مورد نظر باشند انتخاب می‌شوند. لازم به

ذکر است که داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌ها با استفاده از نرم‌افزارهای رهاورد نوین و تدبیرپرداز بر مبنای داده‌های موجود در صورت‌های مالی، استخراج شده‌اند. روش مورد استفاده برای آزمون تجربی در این تحقیق روش رگرسیون لجستیک و رگرسیون با داده‌های تلفیقی می‌باشد. برای انجام آزمون‌های آماری از نرم‌افزارهای EXCEL و Eviews استفاده شده است.

## ۸-۱ تعریف واژه‌ها و اصطلاحات

**سیاست تقسیم سود:** عبارت است از خط مشی پویای یک شرکت در اتخاذ تصمیم برای توزیع سود بین سهامداران یا انباشته نمودن آن به منظور تامین مالی جهت سرمایه‌گذاری.

**چرخه‌ی عمر:** طبق نظریه چرخه‌ی عمر، شرکتها در مراحل مختلف چرخه‌ی عمر از نظر مالی و اقتصادی دارای رفتارهای خاصی هستند؛ بدین معنی که ویژگیهای مالی و اقتصادی واحد تجاری تحت تاثیر مرحله‌ی ای از چرخه عمر است که واحد تجاری در آن قرار دارد.

**جریان نقد آزاد:** جریان نقد آزاد مزاد وجوه در دسترس مدیران است پس از سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت.

## ۹-۱ محدودیت‌های تحقیق

جهت انجام هر تحقیقی، مسلماً محدودیت‌هایی بر سر راه محقق به وجود می‌آیند که می‌بایستی جهت انجام صحیح و دقیق تحقیق به رفع و تعدیل آنها پرداخته شود. این تحقیق نیز همانند سایر تحقیقات با محدودیتی به شرح ذیل مواجه بوده است که امید است در تحقیقات آتی و با ایجاد تغییرات لازم رفع شوند.

۱- عدم امکان استفاده از دوره زمانی بلندمدت‌تر به علت در دسترس نبودن اطلاعات مورد

نیاز

۲- متفاوت بودن اطلاعات مربوط به شرکتها در نرم‌افزارهای مختلف بوده است. با این حال

در این تحقیق از بهترین و دقیق‌ترین آن‌ها استفاده شده است.

## ۱۰-۱ خلاصه

در این فصل، نخست به بیان مساله تحقیق پرداخته شد. سپس با توجه به ضرورت و اهمیت موضوع تحقیق، اهداف اساسی پژوهش بیان شد. در ادامه با توجه به نتایج مورد انتظار از تحقیق، سوالاتی که این تحقیق درصدد پاسخ‌گویی بدان می‌باشد و فرضیات تحقیق به تفکیک مطرح شد و تحقیق بیان شد و در نهایت؛ به روش‌ها و ابزارهای به کار گرفته شده در تحقیق پرداخته شد. به طور کلی می‌توان چنین اظهار کرد که در این فصل کلیاتی راجع به علت، هدف و چگونگی انجام تحقیق ارائه شد.

فصل دوم

ادبیات تحقیق



## ۱-۲ مقدمه

مطابق با تئوری چرخه‌ی عمر، شرکت‌ها در مراحل مختلف عمر خود از نظر مالی و اقتصادی دارای نمودگرها و رفتارهای خاصی هستند، بدین معنی که ویژگیهای مالی و اقتصادی یک شرکت تحت تأثیر مرحله‌ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد. در هر مرحله از چرخه‌ی عمر شرکت‌ها داری ویژگی‌هایی هستند که آن را از مراحل دیگر جدا می‌سازد سازمان‌های در حال رشد می‌توانند بگویند چگونه درآمد کسب کرده اند اما سازمان‌های در مرحله کمال می‌گویند چرا قصد دارند درآمد کسب کنند (انتونی و رامش<sup>۱</sup>، ۱۹۹۲). مطابق با این تئوری شرکت‌ها در مراحل مختلف عمر خود سیاست‌های متفاوتی را دنبال میکنند از جمله این سیاست‌ها سیاست تقسیم سود می‌باشد. سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث در ادبیات مالی است بسیاری از محققان بررسی کرده اند که چرا شرکت‌ها بخشی اساسی از درآمدشان را تحت عنوان سود سهام پرداخت می‌کنند. این موضوع به عنوان معمای سود تقسیمی در ادبیات مالی شناخته شده است (بلک<sup>۲</sup>، ۱۹۷۶). در ادبیات مالی سیاست تقسیم سود به تصمیم شرکت برای پرداخت سود یا انباشته کردن آن اشاره دارد. تا کنون فرضیه‌های متعددی به منظور حل معمای تقسیم سود ارائه شده است. فرضیه جریان‌های نقد آزاد یکی از تفسیرها در مورد علت پرداخت سود می‌باشد. که طبق آن سود تقسیمی ابزاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان‌های نقد آزاد در نظر گرفته می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶). جنسن معتقد است؛ جریانهای نقدی آزاد به دلیل ایجاد فرصت سوء استفاده برای مدیران، باعث تشدید مسئله نمایندگی میشود اما مقدار جریان‌های نقدی آزاد به نیازهای سرمایه‌ای شرکت برای تامین مالی رشد آن نیز بستگی دارد. به طور عمومی شرکت‌ها در مرحله‌ی رشد با فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراوان تمایل به داشتن جریان‌های نقدی آزاد کمتر و به دنبال آن پرداخت سود نقدی کمتر دارند. از سوی دیگر، شرکت‌هایی در مرحله بلوغ با پروژه‌های سودآور نادر گرایش به داشتن جریان‌های نقدی آزاد بالایی داشته و قادر به پرداخت سودهای نقدی کلان هستند. بنابراین به نظر می‌رسد که سیاست تقسیم سود شرکت می‌تواند تحت تاثیر چرخه‌ی

<sup>۱</sup>) Anthony & Ramesh

<sup>۲</sup>) Black

عمر آن باشد (تاناتاوی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). شرکت‌ها نسبت پرداخت سود خود را با توجه به عوامل مختلفی تعیین می‌کنند. بر اساس قانون تجارت ایران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس موظف به توزیع حداقل ۱۰ درصد از سود شرکت بین سهامداران می‌باشند. بعضی از شرکت‌ها به پرداخت حداقل قانونی اکتفا کرده و بعضی دیگر تقریباً تمام سود را توزیع می‌کنند. تصمیم‌گیری در مورد اینکه چه درصدی از سود به عنوان سود تقسیمی توزیع شود موضوع مهمی است که مدیران مالی با آن مواجه هستند زیرا این تصمیم دچار مشکل استدلال دوطرفه می‌باشد. از یک طرف دلایل زیادی وجود دارد که باید سود تقسیمی بالائی پرداخت نمود اما از طرف دیگر دلایل بسیار خوبی وجود دارد که باید سود تقسیمی کمی پرداخت نمود (رز و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲). سیاست تقسیم سود از دو جنبه مهم قابل بحث است: از یک طرف، عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری های پیش روی شرکت-هاست. تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می‌شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت، خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو، مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین، تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است (مهرانی و تالانه، ۱۳۷۷).

## ۲-۲ مبانی نظری پژوهش

موضوع سود سهام و درصد سود تقسیمی همه ساله با پایان یافتن سال مالی شرکت‌ها و نزدیک شدن به زمان برگزاری مجمع عمومی عادی سالانه یکی از مباحث فراگیر نزد سهامداران و مدیران شرکت‌ها می‌باشند. اصطلاح سود تقسیمی به وجه نقدی اطلاق می‌شود که از بابت سود سهام به سهامداران پرداخت می‌شود. سود تقسیمی از عمده ترین جریان‌های نقدی خروجی بسیاری از شرکت‌ها محسوب می‌شود (رز و همکاران، ۲۰۰۲). بین سود تقسیمی و سود شرکت تفاوت وجود عمده‌ای وجود دارد و آن این است که مدیران می‌توانند در میزان سود تقسیمی اعمال

<sup>۱</sup>) Thanatawee

<sup>۲</sup>) Ross, et al

نفوذ کنند جدا از شیوه هزینه‌یابی و سیستم حسابداری که مدیران می‌توانند بدان وسیله در میزان سود شرکت اعمال نفوذ کنند سطح و میزان سود شرکت به مقدار زیادی بوسیله شرایط عرضه و تقاضا در رابطه با محصولات شرکت در بازار تعیین می‌شود و مدیران نمی‌توانند روی متغیرهای بازار و عوامل عرضه و تقاضا کنترلی اعمال کنند. ولی تا زمانی که شرکت دارای پول نقد با توان گرفتن وام باشد میزان سود تقسیمی بوسیله مدیریت تعیین می‌شود. بدیهی است در بلند مدت میزان پول نقد موجود برای پرداخت سود تقسیمی بوسیله سودآوری شرکت تعیین می‌گردد. ولی در کوتاه مدت وضع بدین منوال نیست در بعضی مواقع سود شرکت ممکن است با گذشت زمان کاهش یابد و مدیر سعی کند میزان سود تقسیمی را در سطح پیشین نگه دارد یا آن را افزایش دهد (سالمون<sup>۱</sup>، ۱۹۶۳).

سود خالص شرکت تقسیم می‌شود به دو بخش سود انباشته و سود تقسیمی، سود انباشته جریان نقدی مورد نیاز جهت تامین مالی سرمایه‌گذاری‌های شرکت را فراهم می‌کند. شرکتی که معمولاً سود تقسیمی به صورت نقدی پرداخت می‌نماید و همچنین برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری به نقدینگی نیاز دارد، مجبور خواهد بود تا از منابع خارجی مانند اوراق قرضه یا انتشار سهام جدید استفاده نماید. بنابراین سیاست سود تقسیمی شرکت هم بر تأمین مالی بلندمدت و هم بر ثروت سهامداران تأثیر می‌گذارد (پندی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱). فرصت‌های رشد از جمله عواملی است که می‌تواند بر رفتارهای مدیران در تعیین سیاست تقسیم سود تأثیرگذار باشد. در زمانی که مدیر جریان نقدی نسبتاً زیادی در دست دارد و از سوی دیگر فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری زیادی برای شرکت موجود باشد، مدیر می‌تواند این وجوه نقد را در راستای فعالیت‌های شرکت استفاده کند. در چنین موقعیتی با توجه به اینکه این سرمایه‌گذاری‌ها در جهت رشد شرکت و در ادامه روند فعلی آن است، خطر پذیری کمتر و بازدهی تقریباً مشابه بازده فعلی دارد. بنابراین سود دچار نوسانات زیادی نخواهد شد. در مقابل هنگامی که فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری محدود باشد مدیران به سرمایه‌گذاری‌هایی دست خواهند زد که دارای خطر پذیری

---

<sup>۱</sup>)Solomon

<sup>۲</sup>)Pandey

بیشتر و بازده متفاوتی از جریان عملیات فعلی شرکت است. در چنین موقعیتی سود شرکت دچار نوسان می‌شود و مدیر برای مهار کردن این گونه نوسانات که ناشی از سرمایه‌گذاری پرخطر است به هموارسازی سود اقدام خواهد کرد (جلنیک<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). پژوهش‌ها نشان داده است که تقریباً تمامی شرکت‌های موفق سود سهام می‌پردازند و مدیران مالی شرکت‌ها توجه خاصی به سیاست تقسیم سود نشان می‌دهند. همچنین، پرداخت سود نقدی منوط به داشتن وجه نقد کافی است. عدم تناسب نقدینگی و سود تقسیمی به معنی چالش آفرینی شرکت است. در واقع، شرکت‌ها زمانی سود نقدی توزیع می‌کنند که جریان نقد کافی برای توزیع سود را داشته باشند (دنيس و اسوبوف<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸).

## ۲-۲-۱ سیاست‌های تقسیم سود

مدیریت شرکت می‌تواند کلیه درآمد کسب شده توسط شرکت را بین سهامداران توزیع نماید، یا مبلغ ثابتی به عنوان سود سهام بپردازد یا درصدی از درآمد هر دوره را تقسیم نماید. به طور کلی می‌توان ۴ شیوه برای پرداخت سود بیان نمود (قلی پور، ۱۳۷۵).

## ۲-۲-۲ سیاست تقسیم سود ثابت

در این روش مبلغ ثابتی سود به هر سهم در سال تعلق می‌گیرد. شرکت‌هایی که این شیوه را به کار می‌برند تلاش می‌کنند به منظور تداوم در پرداخت منظم سود سهام، در دوره‌هایی که سود شرکت بالاست بخشی از سود را انباشته نمایند تا در دوره‌هایی که سود شرکت احتمالاً پایین است از محل سود انباشته جهت پرداخت سود سهام استفاده نمایند از عوامل مهم در استمرار چنین روشی، توانایی مدیریت در پیش بینی درآمدهای آتی شرکت است. البته امکان پیش بینی درآمدهای آتی در شرکت‌های جوان مشکل‌تر است به دلیل آنکه پیش بینی درآمد ها در این گونه شرکت‌ها با حدس و گمان و عدم قطعیت همراه است. اما در شرکت‌های بالغ به دلیل تجارب بیشتر

---

<sup>۱</sup>) Jelenik

<sup>۲</sup>) Denis & Osobov