|  |  |
| --- | --- |
| 1-2 | مقدمه |
| 2-2 | تقسيم سود |
| 1-2-2 | اهميت تقسيم سود |
| 2-2-2 | اهداف سياست تقسيم سود |
| 3-2-2 | اشکال مختلف پرداخت سود سهام |
| 1-3-2-2 | سود سهام نقدی |
| 2-3-2-2 | سود غیر نقدی سهام |
| 2-2-3-3 | سود سهمی یا سهام جایزه |
| **بخش** |  **عنوان .** |
| 4-3-2-2 | سود تصفیه |
| 4-2-2 | سياست تقسيم سود |
| 1-4-2-2 | تقسيم سود ثابت و معين بين سهامداران |
| 2-4-2-2 | سياست پرداخت منظم همراه با مبلغ اضافي |
| 3-4-2-2 | تقسيم درصد ثابتي از سود (سياست تقسيم سود متغير) |
| 5-2-2 | توجيه ثبات سود سهام |
| 6-2-2 | عوامل مؤثر بر سياست تقسيم سود |
| 1-6-2-2 | وضعيت نقدينگي شركت |
| 2-6-2-2 | ثبات در سودآوري شرکت |
| 3-6-2-2 | محدوديت قانوني |
| 4-6-2-2 | تأثير آثار مالياتي تقسيم سود |
| 5-6-2-2 | محدودیت­های قراردادی |
| 2-2-7 | ‌ تئوري­هاي مرتبط با سياست تقسيم سود |
| 8-2-2 | تفاوت سود تقسيمي در بين كشورها |
| 1-8-2-2 | تفاوت در مراحل رشد |
| 2-8-2-2 | تفاوت در نرخ مالياتي |
| 2-2-8-3 | تفاوت در كنترل شركت |
| 9-2-2 | سود تقسيمي جهت كاهش تضاد منافع |
| 3-2 | بازارهاي مالی |
| 2-3-1 | تعاریف رکود و رونق بازار |
| 2-3-1-1 | پریشانی مالی |
| 2-3-1-2 | قابلیت نقدشوندگی ضعیف(پریشانی) |
| 2-3-1-3 | نکول |
| 2-3-1-4 | مراحل پریشانی مالی |
| 2-4 | ارتباط سیاست تقسیم سود و بازده در دوره رکود و رونق بازار |
| 2-5 | پيشينه پژوهش |
| 2-5-1 | تحقيقات انجام شده در ساير كشورها |
| 2-5-2 | تحقيقات انجام شده در ايران |

**1-2) مقدمه :**

 هدف این پژوهش بررسی اهمیت تقسیم سود سهام در بازارهای رو به رکود است. از زمان پیدایش و خلق انسان روابط اقتصادی و مالی و در کل مبادلات نیز شكل گرفت. این روابط در ابتدا و در جوامع ابتدایی به صورت بسیار ساده وجود داشت. با گذشت زمان کم کم جوامع کوچک به وجود آمدند. هر چه این جوامع بزرگتر و پیشرفته‌تر می‌شد، روابط اقتصادی بین آنها نیز پیچیده‌تر می‌شد. این روابط در ابتدا به صورت داد و ستدهای پایاپای بود، شرکت‌ها به سرعت رشد کردند و به واحدهای اقتصادی بزرگی تبدیل شدند، این امر موجب ایجاد بازارهای مالی و پولی شد و هزاران نفر از سرتاسر دنیا اقدام به سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها کردند. در اواخر قرن هجدهم دامنه فعالیت شرکت‌ها از مرزهای جغرافیائی نیز فراتر رفت و در قرن بیستم شرکت‌های چندملیتی متولد شدند. با ظهور شرکت‌های بزرگ، بدلیل عدم وجود تخصص لازم، زمان لازم و نه حتی نیاز مالکان به اداره شرکت خود، اشخاصی به نام مدیران پا به عرصه اقتصاد گذاشتند که این منجر به جدایی مالکیت از مدیریت، و ایجاد تضاد منافع عظیم، بین مالکان و مدیران گردید (كاتائو و تايمرمن[[1]](#footnote-1)، 2003، به نقل از دنیس 2008). با توجه به قرار گرفتن منابع عظیم شرکتهای سهامی و حتی غیرسهامی دراختیار مدیران، نیاز به وجود معیارهایی برای سنجش مدیران شرکت‌ها و ارزیابی عملکرد آنها از موضوعات مورد توجه اقشار مختلف مانند اعتباردهندگان، مالکان، دولت و حتی مدیران است. از نظر سهامداران(مالکان) میزان افزایش ثروت چه از طریق افزایش قیمت و ارزش شرکت و چه از طریق دریافت سودنقدی، حائز اهمیت است. این ارزیابی‌ها ازنظر مدیران به لحاظ ارزیابی عملکرد خودشان و سایر بخش‌ها و نیز میزان پاداش صحیحی که به آنها پرداخت می‌شود اهمیت دارد(هوي و همكاران،1992). از نظر دولت‌ها این ارزیابی‌ها برای نیل به سه هدف: 1- تخصیص بهینه منابع به ‌عنوان هدف اصلی، 2-توزیع عادلانه درآمد و 3-تثبیت شرایط اقتصادی با مشارکت در فعالیت‌های اقتصادی حائز اهمیت است (بلو و همكاران[[2]](#footnote-2)، 2009). از نظر بانک‌ها و مؤسسات مالی- اعتباری نیز تداوم فعالیت شرکت و اطمینان از بقای شرکت برای اعطای وام‌ها و تسهیلات مالی حائز اهمیت است. اما آنچه که بیشتر اهمیت دارد توجه به نیاز سرمایه‌گذاران است. زیرا این قشر حاضر نیستند که در شرکت‌های با مخاطره بالا سرمایه‌گذاری کنند و در صورت مبادرت به این امر، به‌ازای ارزش بیشتر، بازدهی بیشتری انتظار خواهد داشت(جاگاندن و همكاران[[3]](#footnote-3)، 2007).

 وظيفه بورس اوراق بهادار، ايجاد بازاري منظم و دائمي براي خريد و فروش انواع اوراق بهادار است، كه از طريق آن جذب سرمايه‌هاي مردمي توسط شركت‌ها امكان‌پذیر باشد. اين وظيفه وقتي به نحو صحيح انجام مي‌شود كه بازار به شكل يك بازار رقابت كامل عمل كرده، و از درجه تخصصي بالايي برخوردار باشد(گرينبالات[[4]](#footnote-4)، 2005).

 يكي از ويژگي‌هاي اساسي رقابت كامل، در دسترس بودن اطلاعات كامل به صورت رايگان و به سرعت و سهولت است. اگر قرار باشد مردم به ميل و اراده خود سرمايه‌گذاري كنند، بايد اطلاعات مربوط، به طور كامل و شفاف، در اختيار مردم قرار داده شود(کوکی، 2009).

 بورس بايد دارای شرايطي باشد كه در هر لحظه بتواند اطلاعات را بطور دقيق منتشر كرده، و با تفسير آن در ويژگي‌هاي مورد نظر سرمايه‌گذاران، در هر لحظه ارزيابي صحيح از وضع و عملكرد اقتصادي شركت‌ها و همچنين ميزان سود تقسيمي آنها ارایه دهد. قانون، مقررات و ضوابط بورس نيز بايد براي تأمین امنيت فعاليت در اين بازار و حفاظت از منافع سرمايه‌گذاران عمل كند. از عمده‌ترين استفاده‌كنندگان اطلاعات شركت‌هاي سهامي در بورس، سرمايه‌گذاران بالقوه در سهام شركت‌ها هستند. اين گروه معمولا اطلاعات مورد نظر خود را از طريق بورس بدست مي‌آورند. تصميم‌گيري سرمايه‌گذاران بالقوه اساساً به خريد سهام شركت مربوط مي‌شود، و اين تصميمات ممكن است بر مبناي عوامل زير باشد: 1- سود سهامي كه سرمايه‌گذاران در آينده دريافت خواهند كرد، چه موقع؟ به چه ميزان؟ و به چه شكلي؟ خواهد بود؛ به عبارت ديگر سود سهام مزبور در چه تاريخي و به چه مبلغي و به چه صورتي(نقدي يا غيرنقدي) پرداخت خواهد شد. 2- وضعيت شركت‌ها در بازارهاي مالي به چه صورتي است و مزاياي حاصل در زمان فروش سهام چه خواهد بود(فرريا و گاما[[5]](#footnote-5)، 2010). بنابراين سهامداران و سرمايه‌گذاران از بازار سرمايه اين انتظار را دارند كه صحت اطلاعات واصله توسط شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس را مورد تاييد قرار دهد تا آن‌ها به مزاياي خريد و نگهداري و فروش سهام خود نائل شوند. سهامداران و سرمايه‌گذاران براي ارزيابي شركت‌ها از فاكتورهاي مختلفي استفاده مي‌نمايند كه از آن جمله، سود هر سهم[[6]](#footnote-6) و سود تقسيمي[[7]](#footnote-7) مي‌باشد كه تغييرات آنها مي‌تواند اطلاعاتي درباره وضعيت و عملكرد شركت در حال و آينده ارایه دهد. بازار سرمايه هم مانند ديگر بازارها شامل­ يكسري خريدار و فروشنده است كه رقابـت بين­ فروشنـدگان باعث افزايش­كارایي عملكرد شـركت‌ها مي‌شود و نشانه اين کارایی شـركت در استفاده بهينـه از سرمايه فراهم شده، افـزايش سود و سـودآوري آن شركت خواهد بود (دي­آنجلو و همكاران، 2006).

 سود تقسيمي و سود هر سهم مي‌توانند بعنوان عواملي براي كنترل و ارزيابي عملكرد مديريت شركت توسط سهامداران باشند.عملكرد مديري مطلوب سهامداران است كه بتواند علاوه برحفظ کارایی عوامل مختلف موثر در عملكرد شركت، توان سودآوري شركت را نيز افزايش داده، و از طريق افزايش ارزش شركت، واجراي پروژه‌هاي داراي خالص­ارزش­فعلي مثبت، بر ثروت سهامداران اثر مثبتي بگذارد(جليو و همكاران[[8]](#footnote-8)، 2004). رابطه بيـن سود تقسيمي و سود هر سهـم نشان‌دهنده سياست تقسيم سود شركت است. سياست تقسيم سود مي‌تواند باعث جذب سهامداران جديدي براي شركت شود و ركود و رونق بازارهاي مالي نقش به سزايي در صعودي يا نزولي بودن اين سياست­دارد)شاملو، 1389). در این فصل با توجه به موضوع موردپژوهش، ضمن آشنایی با مبانی نظری، پژوهش­­های انجام گرفته مرتبط با موضوع در داخل و خارج از کشور مورد بررسی قرار می‌گیرد.

**2-2) تقسيم سود**

**1-2-2) اهميت تقسيم سود**

 تقسيم سود، از جمله راهبرد كوتاه ‌مدت و بلندمدت شركت است كه آثار آن در هر سال مالي در مجامع عمومي شركت آشكار مي‌گردد و بر پايه آن عملكرد شركت ارزيابي مي‌شود. در واقع سياست تقسيم سود، خط مشي است كه بر پايه آن ميزان سود تقسيمي، ميزان سود انباشته و پاداش هيأت مديره، زمان پرداخت، نحوه تأمين مالي و ديگر موضوعات مرتبط با آن مدون و مكتوب و به مجمع عمومي سهامداران ارائه مي‌شود(آلن[[9]](#footnote-9)، 2003، به نقل از فریرا 2010). در واقع سود سالانه به دو بخش تقسيم مي‌شود، بخشی از آن بعنوان سود به صاحبان سهام داده مي‌شود و بخشي دیگر به حساب سود انباشته و يا اندوخته ذخيره مي‌شود هر كدام از اين بخش‌ها اثرات متفاوتي بر وضعيت مالي شركت دارد. بنابراين هيأت مديره مي‌تواند سياست مربوط به تقسيم سود را بعنوان يك راهنما و نيز يك ابزار مورد استفاده قرار دهد(جليو و همكاران، 2004).

 واحدهاي انتفاعي مي‌توانند سود خالص سالانه خود را به مصرف پرداخت سود سهام برسانند يا وجوه آن را براي مقاصد ديگري نظير باز پرداخت بدهي‌ها يا تامين مالي سرمايه گذاري‌هاي جديد مورد استفاده قرار دهند. افزايش سود سهام، موجب پرداخت بيشتر وجوه نقد واحد انتفاعي به سهامداران مي‌شود. بنابراين، تغيير مطلق سياست توزيع سود سهام (بدون تغيير سياستهاي سرمايه گذاري و ساختار واحد انتفاعي) موجب تغيير هم زمان مبلغ سود سهام و مبلغ حاصل از فروش سهام جديد خواهد شد(دنيس و همكاران، 2008). اما همواره امكان دارد كه تغييرات هم زماني درچندين سياست واحد انتفاعي ايجاد شود. مثلاً شركت ممكن است سود سهام را كاهش دهد و وجوه مربوط را صرف توسعه سرمايه گذاري خود كند(تركيبي از سياست توزيع سود سهام و تغيير سياست گذاري) يا از محل اين وجوه بخش از بدهي‌هاي خود را بازپرداخت نمايد (تركيبي از تغيير سياست توزيع سود سهام و تغيير ساختار مالي). به اين ترتيب مي‌توان گفت كه توزيع سود سهام، سرمايه‌گذاري و تامين مالي با يكديگر ارتباط نزديكي دارند (شباهنگ، 1382). از اين رو مديران (با هدف حداكثر كردن ثروت سهامداران) همواره بايد بين علايق مختلف سهامداران تعادلي برقرار نمايند تا هم فرصت‌هاي سودآور سرمايه‌گذاري را از دست نداده باشند و هم سود نقدي مورد نياز برخي از سهامداران را بپردازند(هوي و همكاران، 1992). بنابراين تصميمات تقسيم سود كه از سوي مديران شركت‌ها اتخاذ مي‌شود بسيار حساس و با اهميت است(آلن و همكاران، 2000).

**2-2-2) اهداف سياست تقسيم سود**

 پرداخت سود سهام به صاحبان سهام عادي يكي از راه‌هايي است كه شركت مي تواند بدان وسيله مستقيماً بر ثروت سهامداران اثر بگذارد. بنابراين هدف از اجراي چنين سياستي، تعيين نقشي است كه اين سياست در به حداكثر رساندن ثروت سهامداران ايفا مي‌كند. از آنجا كه سياست تقسيم سود تحت تأثير عوامل متعددي قرار مي‌گيرد، پرداخت تمام سود به سهام‌داران به معني به حداكثر رساندن ثروت نخواهد بود (بلك[[10]](#footnote-10)، 1976- به نقل از تالانه، 1390). سود انباشته، يكي از مهمترين منابع مالي شركت‌ها مي‌باشد، در سال‌هاي اخير شركت‌هاي بزرگ براي تأمين نيازهاي مالي خود اغلب از سود انباشته استفاده كرده‌اند. با اين وجود توزيع سود بين سهامداران دلايل متعددي دارد كه برخي ازآنها عبارتند(كريستي[[11]](#footnote-11)،1990، به نقل از فدوروا، 2011):

1. سود سهام درآمد با ثباتي را براي سهامداران فراهم مي‌آورد، بطوري‌كه مي‌تواند بر اساس آن هزينه زندگي خود را تنظيم نمايند.
2. سرمايه‌گذاران و خريداران سهام به گزارش‌ها و اخبار سود سهام سالانه شركت‌ها توجه دارند.
3. سهامداران از طريق دريافت سود يا انتظار دريافت سود، بازده سرمايه‌شان را به دست مي‌آورند يا اين شانس را پيدا مي‌كنند كه سهام خود را به قيمت بالاتري بفروشند.
4. پرداخت سود سهام باعث كاهش عدم اطمينان سهامداران به دريافت بازده سرمايه‌شان مي‌شود.

**3-2-2) انواع سود سهام**

 شرکت‌های موفق درآمد کسب می‌کنند. این درآمدها یا مجدداً در دارایی‌های عملیاتی سرمایه‌گذاری می‌شود و یا برای خرید اوراق بهادار به کار می رود و یا این که در بازپرداخت بدهی‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد و یا این که در نهایت ممکن است بین سهامداران توزیع شود؛ انواع سود سهام به شرح زیر است..

**1-3-2-2) سود سهام نقدی**

 سود سهام از محل سود شرکت پرداخت می‌گردد. در این ارتباط یکی از طرق پرداخت سود به صورت نقدی است. واحدهای انتفاعی می‌توانند سود خالص سالانه خود را به مصرف پرداخت سود سهام به سهامداران برسانند یا وجوه آن را برای مقاصد دیگری نظیر بازپرداخت بدهی‌ها یا تامین سرمایه‌گذاری‌های جدید مورد استفاده قرار دهند. واحدهای انتفاعی با توجه به برآورد سودهای سال‌های آتی، نسبت پرداخت سود سهام مورد نظر و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار، نسبت پرداخت سود سهام را به شکلی تعیین می‌کنند که بتوانند از ادامه مستمر آن اطمینان داشته باشد. به چنین سهامی اصطلاحاً سود سهام منظم گویند(اهروني و همكاران[[12]](#footnote-12)، 1980 به نقل از فولر و گلداشتاین،2011).

**2-3-2-2) سود غیر نقدی سهام**

 توزیع سود سهام از محل دارایی‌های غیر از وجه نقد اصطلاحاً سود غیرنقدی سهام نامیده می‌شود. دارایی‌هایی که برای پرداخت سود سهام مورد استفاده قرار می‌گیرند ممکن است سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌ها، اموال غیرمنقول، موجودی‌های کالا یا هرگونه دارایی غیر نقدی دیگر باشد که توسط هیئت مدیره تعیین شده است (خدابخشی، 1385).

**3-3-2-2) سود سهمی یا سهام جایزه**

 سهام واحد تجاری است که بین صاحبان سهام توزیع می­شود. این سهام مربوط به افزایش سرمایه‌ای است که از محل سود تقسیم نشده یا سود اندوخته انجام می‌گیرد. در شرایطی که شرکت وضع نقدینگی خوبی نداشته باشد و یا برای تامین مالی توسعه عملیات خود به وجه نقد نیاز داشته باشد ممکن است به جای وجه نقد سهام جدید برای سهامداران صادر نماید(دي آنجلو و همكاران، 2006). بطور کلی توزیع سود سهمی موجب کاهش قیمت بازار هر سهم و در نتیجه باعث رونق مبادلات سهام در بازار می شود.

**4-3-2-2) سود تصفیه**

 توزیع منابع واحد تجاری بین صاحبان سهام که به منزله برگشت سرمایه به آنان است، بجای توزیع سود انباشته به عنوان سود تصفیه شناخته می‌شود(جليو و همكاران، 2004). هر گونه توزیع سود سهام از محلی غیر از سود انباشته سود تصفیه است.

**4-2-2) سياست تقسيم سود**

 پژوهش­ها نشان داده است كه تقريباً تمامي شركت‌هاي موفق سود سهام مي‌پردازند و مديران مالي شركت‌ها توجه خاصي به سياست تقسيم سود نشان مي‌دهند، فقدان حمايت‌هاي تجربي براي تئوري سياست‌هاي تقسيم سود به ويژه نتيجه مشكلات در اندازه‌گيري تضاد بازار و نيز پيچيدگي آماري در مقابل آنها مي‌باشد. سياست سود تقسيمي براي هر شركتي ممكن است منحصر به فرد باشد و اگر هر شركتي سياست تقسيم سود بهينه منحصر به فردي داشته باشد ديگر انتظار پژوهش در اين زمينه را نخواهيم داشت. بيشترين مشكل تئوري‌های موجود اين است كه اولاً نمي‌توانند ارتباط متقابل ميان نقائص بازار را بررسي كنند و ثانياً تلاش مي‌كنند تا نتايج ديگر بدست آمده را تعميم دهند(بلومي، 1980، به نقل از دي آنجلو و همكاران، 2006).

 گرولون و همكاران[[13]](#footnote-13)(2002)، استدلال كردند كه سياست تقسيم سود ممكن است از يك شركت به شركت ديگر كاملاً تغيير كند، بنابراين همه شركت‌ها سياست تقسيم سود يكساني ندارند. دي آنجلو و همكاران (2006) بيان كردند سياست‌ سودهاي تقسيمي نمي‌تواند به وجود الزامات قانوني نسبت داده شود و همچنین سياست سود تقسيمي اصطلاحاً چسبنده مي‌باشد زيرا مديران فقط زماني سودهاي تقسيمي را كاهش مي‌دهند كه الزاماتی ایجاد شده باشد مثلاً درآمدها ضعيف يا اندوخته ناكافي باشد. شركت‌هاي سهامي عام بايد در رابطه با تقسيم سود، سياست مشخصی را اتخاذ كنند. در تدوين اين سياست عوامل متعددي از جمله سياست‌هاي مورد استفاده در ساير شركت‌های مشابه و عوامل ديگري كه قبلاً مورد بحث قرار گرفت بايد مورد توجه واقع شود.

**1-4-2-2) تقسيم سود ثابت و معين بين سهامداران**

 بر این اساس، سود تقسيمي هر سهم مبلغ مشخصی بوده و شركت بدون توجه به مبلغ سود خالص مبلغ مذكور را هر ساله بين سهامداران تقسيم مي‌نمايد چنانچه در اين حالت در روند سوددهي شركت بهبود حاصل نمايد هر چند سال يكبار سود تقسيمي را افزايش و اگر روند سوددهي نزولي باشد كاهش مي دهند(دنيس و همكاران، 2008).

 سياست تقسيم سود ثابت براي شركت‌‌هایي خوب است كه سودآوري آنها از نوسانات كمي برخوردار باشد. حسن اين روش اين است كه ريسك سهام را پائين مي‌آورد زيرا با ثابت بودن سود نقدي قابليت پيش‌بيني و اطمينان بر روي آن افزايش مي‌يابد(هوي و همكاران، 1992). ايراد اين روش در اين است كه شركت در سال‌هایي كه نياز به پول دارد به علت تقسيم سود مجبور است كه از منابع مالي خارجی تأمين نقدینگی نمايد.

**2-4-2-2) سياست پرداخت منظم همراه با مبلغ اضافي**

 سياست برخي از شركت‌‌ها بدين منوال است كه هر سال مبلغي را بعنوان سود ثابت پرداخت مي‌‌كنند و با افزايش سود شركت مبلغ آن را افزايش مي‌‌دهد. (دنيس و همكاران، 2008).

**3-4-2-2) تقسيم درصد ثابتي از سود (سياست تقسيم سود متغير)**

 برخی شركت‌‌ها همه­ساله درصدمعيني ازسود خودشان را بين سهامداران تقسيم مي‌‌كنند.چنين سياستي باعث خواهدشد كه سودپرداختي به­سهامداران همراه بانوسانات سودخالص تغييرنمايد(گرولون و همكاران[[14]](#footnote-14)،2002). بعنوان مثال شركت هميشه 40% از سود هر سهم را تقسيم مي‌‌كند اين سياست به شركت اطمينان را خواهد داد كه کمبود منابع مالي يا مازاد منابع مالي ناشي از تقسيم سود ثابت را نداشته باشد اين روش به دليل اينكه ميزان سود دريافتي متغير و نامعلوم مي‌‌شود، مخصوصاً براي سهامداران كه متكي به دريافت سود هستند روش خوشايندي نيست.

**5-2-2) توجيه ثبات سود سهام**

 هدف اوليه سياست پرداخت سود سهام شركت‌‌هاي سهامي معمولاً توجه به منافع سهامداران است. توجيه سياست ثبات سود سهام نيز مستلزم نشان دادن اين است كه پيروي از اين سياست به نفع سهامداران مي‌‌باشد (دنيس و همكاران، 2008). چندين دليل برای توجيه برتري ثبات سود سهام، اقامه و پيشنهاد شده است.

 اولاً: سرمايه‌‌گذاران ممكن است سود سهام دريافتي را صرف مخارج زندگي خود كنند كه اين مخارج تقريباً از يك ثبات نسبي برخوردار است بنابراین كاهش سريع سود سهام موجب بروز اختلال در وضعيت مالي سهامداران مي‌‌شود و ممكن است آنان را به فروش بخشي از سهام خود ناگريز كند. افزايش قابل توجه سود سهام نيز سبب ايجاد وجوه نقد اضافي نزد سهامداران مي‌‌شود كه موجب سرمايه گذاري مجدد می‌‌شود، فروش و يا خريد سهام، مستلزم پرداخت حق العمل به كارگزاران و تحمل هزينه‌‌هاي ديگر است كه در صورت ثبات پرداخت سود سهام مي‌‌توان از آن پرهيز كرد (دي آنجلو و همكاران، 2006).

 ثانياً: سطح پرداخت سود سهام در دوره جاري، از ديدگاه سهامداران متضمن اطلاعاتي درباره توان پرداخت سود سهام، در آينده نيز مي‌‌باشد. كاهش سود سهام از ديدگاه سرمايه‌‌گذاران به معناي انتظار مديريت براي سود كمتر در دوره مالي آتي است. در حاليكه تغيير ندادن سود سهام، به معناي ثبات سودآوري، و افزايش سود سهام به معناي انتظارات خوشبينانه مديريت براي سود بيشتر در دوره‌‌هاي آينده تلقي مي‌‌شود. از سوي ديگر شركتي كه داراي سياست يكنواخت توزيع سود سهام نيست، اطلاعات قابل اتكایي را درباره سودآوري آتي شركت ارائه نمي‌‌دهد و در نتيجه موجب افزايش مخاطره سهام خواهد شد(دي­آنجلو و همكاران، 2006).

 ثالثاً: برخي از موسسات مالي كه سرمايه‌‌گذاريهاي عمده‌‌اي در سهام شركت‌‌ها به عمل مي‌‌آورند، ممكن است بنا به الزامات قانوني سهام شركت‌‌هایی را خريداري كنند كه سابقه خوبي از لحاظ پرداخت سود سهام داشته‌‌اند. با توجه به حجم سرمايه‌‌گذاري اين قبيل موسسات مي‌‌توان پيش‌بيني كرد كه ميزان تقاضاي آنان بر قيمت سهام شركت‌‌ها در بورس اوراق بهادار تأثير قابل ملاحظه‌‌اي داشته باشد(شباهنگ، 1382).

**6-2-2) عوامل مؤثر بر سياست تقسيم سود**

**1-6-2-2) وضعيت نقدينگي شركت**

 بسياري از پژوهشگران نظير برينان و همكاران[[15]](#footnote-15)(1990) و جليو و همكاران (2004)، معتقدند كه يكي از عوامل حائز اهميت در تعيين ميزان سود تقسيمي، وضعيت نقدينگي شركت‌‌ها و در واقع توانايي پرداخت سود سهام است نامناسب بودن وضعيت نقدينگي شركت‌‌ها سبب محدود كردن مديران در توزيع سود سهام مي‌‌شود سود سهام مستلزم پرداخت وجوه نقد است. از اين رو وضعيت نقدينگي شركت‌‌ها، تصميمات مربوط به تقسيم سود را تحت الشعاع قرار مي‌‌دهد. ممكن است واحد تجاري به دليل عدم دسترسي به وجوه نقد نتواند سود بپردازد يا درصد توزيع سود شركت در مقايسه با سالهاي قبل كاهش يابد(پورحيدري، 1387).

**2-6-2-2) ثبات در سودآوري شركت**

 بر مبناي مطالعات پژوهشگران غربي همچون كريستي[[16]](#footnote-16)(1990) و دي آنجلو و همكاران(2006)، يكي از عوامل تعيين كننده، ثبات در سودآوري شركت‌‌هاست، شركتي كه سودآوري آن نسبت به ساير شركت‌‌ها از ثبات بيشتري برخوردار است، درصد بيشتري از سود خود را بين سهامداران توزيع مي‌‌كند. اما شركت‌‌هايي كه از ثبات سودآوري كمتري برخوردار هستند به دليل خطرپذيري بيشتر و ابهام در خصوص سودهاي آينده تمايل دارند كه سود كمتري را بين سهامداران توزيع، و بخش عمده سود را به منظور پوشش زيان‌‌هاي آينده در شركت انباشت كنند.

**3-6-2-2) محدوديت قانوني**

 بر اساس قوانين برخي از كشورها، پرداخت سود سهام نمي‌‌تواند از مبلغ سود انباشته بعلاوه اندوخته‌‌هاي مجاز و مبلغ صرف سهام تجاوز كند؛ به بيان ديگر چنانچه خالص دارایي‌‌هاي شركت (دارایي‌‌هاي منهاي بدهيها) بيش از مبلغ اسمي كل سهام منتشر شده آن نباشد، نمي‌‌توان سود سهام پرداخت كرد. در ايران پرداخت سود سهام عادي (دست كم 10 درصد سود خالص شركت) تنها مي‌‌تواند از محل سود انباشته (پس از كسر كليه اندوخته‌‌ها و ساير محدوديت‌‌ها) انجام شود. سرمايه قانوني شركت‌‌ها و همچنين اندوخته‌‌ها را مي‌‌توان بعنوان يك حاشيه ايمني براي حفاظت از منافع طلبكاران آن تلقي كرد(شباهنگ، 1382).

**4-6-2-2) تأثير آثار مالياتي تقسيم سود**

 دولت‌‌ها براي تشويق سرمايه‌‌گذاران به سرمايه‌‌گذاري بيشتر، معافيت‌‌هایي را براي سرمايه‌‌گذاري كه از محل سود شركت‌‌ها انجام مي‌‌شود در نظر مي‌گيرند و يا بعبارت ديگر چنانچه سودهاي حاصل در امر سرمايه­گذاري مجدد در شركت‌‌ها بكار گرفته شود، آن را از ماليات سود معاف مي‌‌دارند. در مواردي كه شركت‌‌ها از امتيازات مالياتي برخوردار باشند، ترجيح مي‌‌دهند كه سود كمتري را تقسيم نمايند و برعكس،‌ اگر وضعيت‌ مالياتي سهامداران بگونه‌‌اي باشد كه مشمول ماليات تصاعدي شود و سياست‌‌هاي مالياتي كشور، امتيازاتي را براي سرمايه‌‌گذاران از محل سود تقسيم نشده برقرار كرده باشد، معمولاً سهامداران به تقسيم سود رغبتي ندارند(كريستي[[17]](#footnote-17)، 1990، به نقل از فدوروا، 2011). طبق قانون ماليات‌‌هاي مستقیم ايران، سود تقسيم نشده و اندوخته شرکتهای بورسی مشمول 5/22% ماليات مي‌‌شود.

**5-6-2-2) محدوديت‌‌هاي قراردادي**

 قراردادهاي منعقده بين واحدهاي انتفاعي و اعطا كنندگان وام، اعتبار و تسهيلات مالي، يا بين واحد انتفاعي ممكن است شامل اعمال محدوديت‌‌هایي بر فعاليت‌‌هاي مالي اين واحدها باشد تا حقوق و منافع گروه‌‌هاي مزبور حفظ شود، يكي ازمحدوديت‌‌هاي متداول اين­است كه پرداخت سودسهام را موكول به تحصيل­سود پس ازتاريخ استقراض مي‌‌كنند وتنها ازمحل اين سودها مي‌‌توان سودسهام پرداخت­ كرد(جليو و همكاران،2004).

**7-2-2) تئوري‌هاي مرتبط با سياست تقسيم سود**

 موضوع سياست تقسيم سود در قرن جاري و 5 دهه گذشته، توجه شديد اقتصاددانان را به خود جلب كرده است، نتايج پژوهش­ها نشان داد كه اولين تلاش نظريه‌‌پردازي در زمينه تقسيم سود شركت، پيشگويي اثرات و پرداخت سود تقسيمي بعنوان عامل موثر و مثبت بر قيمت سهام است؛ در طول قرن گذشته سه مكتب فكري ظاهر شده است:

گروه اول: اعتقاد دارند که سودهاي تقسيمي بعنوان عامل موثر و مثبت بر قيمت سهام است.

گروه دوم: اعتقاد دارند كه قيمت سهام بطور منفي با سطح پرداخت سودهاي تقسيمي مربوط شده است.

گروه سوم: اين تئوري ادعا مي‌‌كنند كه سياست سود تقسيمي شركت در ارزش‌‌گذاري سهام شركت نامربوط مي‌‌باشند (برينان و همكاران، 1990، به نقل از فولر و گلداشتاین، 2011).

بر اساس مكاتب فكري يادشده نظريه‌‌هاي تقسيمي سود را مي‌‌توان بصورت زير بيان كرد:

* هموارسازي سود تقسيمي
* نامربوط بودن
* پرنده در دست
* اثر مالياتي تقسيم سود
* تأثير مشتريان و موكلين
* نابرابري اطلاعاتي

 رده‌‌بندي بهتر مدل‌‌هاي تجربي و نظري با استفاده از معيار ماهيت ساختار و با منطق پشتوانه سهامداران به سه مدل مي‌‌انجامد. فرانكفورتر و وود[[18]](#footnote-18)(2002)، تئوري مرتبط با سياست تقسيم سود را بصورت زير بر شمردند، كه به شرح هركدام از آنها مي پردازيم:

* **مدل اطلاعات كامل - عامل ماليات**
* **مدل حالت عدم تقارن اطلاعاتي**
* **مدل استفاده از اصول رفتاري**

 بلومي[[19]](#footnote-19)(1980)، با بررسي رفتار سري­هاي زماني منظم (سيستماتيك) سياست تقسیم سود شركت دريافت كه ويژگي­هاي شركت و توضيحات نظري سياست تقسیم سود (تئوري علامت‌‌دهي و تئوري نمايندگي) نمي‌تواند رفتار سودهاي تقسيمي را توضيح دهند.(به نقل از دي آنجلو و همكاران، 2006)

* مدل اطلاعاتي كامل - عامل ماليات: مدل­هاي تعديل شده مالياتي بر اين باورند كه سرمايه­گذاران به بازده‌‌هاي بالاي سهام توجه مي­كنند تا سود سهام، تحميل بدهي مالياتي بر سود سهام منجر به اين مي­شود كه پرداخت‌‌ سود و بازده قبل از ماليات سهامداران افزايش یابد.

 در تئوري قيمت­گذاري دارايي سرمايه­اي، سرمايه‌گذاران قيمت پايين­تر سهام را بر سود سهام به دليل اثرات مالياتي ترجيح مي­دهند. يك نتيجه مدل تعديل شده مالياتي تفكيك سرمايه­گذاران براساس ترجيحات آنان در مورد پذيرش يا عدم پذيرش اثرات مالياتي بر سود تقسيمي است.

* مدل حالت عدم تقارن اطلاعاتي: وجود اطلاعات نابرابر ميان مديران و مالكان در بازار پايه و اساس تلاش­هاي سه گانه و مجزا براي تشريح سياست تقسیم سود است مدل عدم تقارن اطلاعاتي به سه دسته تقسيم مي­شود:

الف- مدل علامت­دهي (پیام­رسانی)

ب- هزينه نمايندگي

ج- فرض جريان نقد آزاد

*الف) مدل علامت­دهي*: در آغاز دهه 1985 مقاله­اي با عنوان «اثرات علامت­دهي سود نقدی روي قيمت سهام» منتشر شد. برخي مولفين عقيده داشتند زماني­كه سودهاي تقسيمي شركت بطور غيرقابل انتظار افزايش يابد قيمت سهام بالا خواهد رفت و زمانيكه سودهاي تقسيمي قطع شود قيمت سهام پايين خواهد رفت؛ طبق اين واقعيت شركت­ها فقط زماني سودشان را بالا خواهند برد كه انتظار برود شركت در آينده بهتر عمل نمايد(بكر و همكاران[[20]](#footnote-20)، 2004).

 مديران اغلب اطلاعات بيشتري درباره ارزش شركت نسبت به سرمايه‌گذاران دارند. زيرا آنها بيشتر وقت خود را روي تحليل محصولات، بازار و فرصت­هاي سرمايه­گذاري شركت صرف مي­كنند و اطلاعات به روزتري درباره عملكرد عادي شركت و دسترسي بهتري به اطلاعات خاص شركت دارند كه در پيش­بيني سود مفيد است. سرمايه‌گذاران، استنباطي از اين پیام دربارة سودهي فرصت­هاي سرمايه­گذاري شركت خواهند داشت و متعاقب آن قيمت سهام را تعديل مي كنند (بلك، 1976-به نقل از تالانه، 1390).

مديران سودهاي پرداختي را زماني افزايش مي‌دهند كه انتظار دارند سود در آينده افزايش يابد و افزايش سود سهام اطلاعات خوبي درباره عملكرد جاري و آتي شركت دارد، لذا تغييرات سود سهام حاوي اطلاعاتی است و همين دليل اثر «علامت­دهي اثر محتواي اطلاعاتي» نيز ناميده مي شود(بلو وهمكاران[[21]](#footnote-21)، 2008).

*ب) هزينه نمايندگي:* شناسايي هزينه­هاي بالقوه نمايندگي، مربوط به جداسازي مديريت و مالكيت موضوعي است كه سابقه آن به سه قرن پيش بر مي­گردد. آدام اسميت بر اين باور بود كه مديران شركت­هایي كه اخيراً منصوب شده­اند در بيشتر فعاليت‌هايشان سهل­انگارند؛ مشكلات نمايندگي در نتيجه نابرابري اطلاعات، انتقال ثروت بالقوه از دارندگان اوراق قرضه به سهامداران با قبول پروژه‌هاي با خالص ارزش فعلي بالا و مصارف متفرقه بالاتر از آنچه كه بر مدير محافظ كار مصرف مي­كنند، بوجود مي­آيند. در كنار اين واقعيت كه سود سهام اطلاعاتي دربارة پيشرفت آتي شركت دارد و هزينه معاملاتي را كاهش مي­دهند، استدلال زيادي براي تقسيم سود وجود دارد. ميلرو موديلياني بازار كاملي را فرض كردند كه در آن مديران، نمايندگان تمام سرمايه­گذاران هستند و در جهت منافع آنان گام بر مي­دارند؛

 در واقع هزينه نمايندگي زماني بوجود مي آيد كه مديران بخشي از سهام نگهداشته شده خود را به سرمايه­گذاراني كه هيچ سهمي در مديريت ندارند مي­فروشند در واقع مديران تصميمي نمي‌گيرند كه براي سرمايه­گذاران بهترين منافع را داشته باشند(دنيس و همكاران، 2008).

*ج) فرض جريان نقدي آزاد:* مدير محافظه­كاري كه در جهت افزايش منافع سهامداران تلاش مي‌كند، بايد در تمام فرصت­هاي سودآور سرمايه­گذاري كند، استفاده ناكارآمد از وجوه مازاد براي فرصت­هاي سرمايه­گذاري سودآور توسط مديريت اولين بار توسط برل ومينز[[22]](#footnote-22)(1932)، مطرح شد.(کاپلان و همکاران، 1997)

* **مدل استفاده از اصول رفتاري:** هيچكدام از الگوهاي بحث شده، رفتار تقسيم سود شركت مورد مشاهده را به دليل عدم توجه به رفتار سرمايه­گذاري، بطور كامل توضيح نمي­دهد؛ رفتار سرمايه­گذاري تحت تأثير طرز برخورد و اندازه و معيارهاي جامعه قرار مي‌گيرد و متاسفانه اغلب به وسيله نظريه­پردازان مالي در مدل­هاي قيمت­گذاري ناديده گرفته شده است(هوي و همكاران، 1992).

 شيلر بيان كرد كه وارد كردن اين اثرات در مدل منجر به بسط نظريه به منظور توضيح تدوام سياست تقسيم سود شركت مي­شود. سهامداران عادي نه با ريسك بلكه با عدم اطمينان (فقدان قضاوت جزئي و ادراك شواهد عيني) مواجه­اند، فشارهاي اجتماعي مي­تواند منجر به اشتباه در قضاوت و اتخاذ تصميمات غيرمنطقي درباره خريد و يا فروش سهام توسط سهامداران شود. از اين رو تمركز بر روي روانشناسي سرمايه­گذاري تأثير به سزايي در مجموع فعاليت بازار دارد(دنيس و همكاران، 2008).

مدل رفتاري خود به دو بخش تقسيم مي­شوند:

الف- پژوهش­های پيمايش مديريتي،

ب- مدل­هاي نظري رفتاري؛

الف) پژوهش­های پيمايش مديريتي: بلك (1976)، مصاحبه­هايي با مديران مالي شركت­هاي سهامي انجام داد و دريافت كه سياست تقسيم سود به دليل كاهش واكنش­هاي منفي سرمايه‌گذاران، يك متغير موثر تصميم­گيري است، تعيين تاثیر سياست تقسيم سود اين مفهوم را مي­رساند كه سطح سودهاي تقسيم نشده(سود انباشته)، محصول فرعي سیاست تقسيم سود مي­باشند.

 ساير عواملي كه توسط لينتر مورد توجه قرار گرفت و سياست­هاي تقسيم سود را تحت تأثير قرار داد، شامل محدوديت قانوني، حجم سرمايه‌گذاري، بدهي و اندازه شركت بود. تغييرات در سياست تقسيم سود به تركيب اقلام دروني و بيروني بستگي دارد.

 دي آنجلو و همكاران (2006)، دريافتند كه ميان تمايل سهامداران به تقسيم سود و نياز مديران به سرمايه گذاري سودهاي انباشته تضاد وجود دارد.

ب) مدل هاي رفتاري: گرين و فلد سنين(1983) معتقدند تقسيم سود توسط شركت پس از ارزيابي موارد زير صورت مي­گيرد:

اول: سياست تقسيم سود نتيجه نيازهاي مصرفي سرمايه گذار است.

دوم: ارزش بازار سودهاي انباشته كمتر از ارزش بازار سودهاي تقسيمي است.

سوم: پرداخت سود با نسبت بدهي به حقوق صاحبان سهام هماهنگي دارد.

چهارم: پرداخت­سود، محصول ­فرعي­جداسازي مديران و مالكان ­شركت­های سهامي­است. پرداخت ­سود به كاهش هزينه ­نمايندگي حاصل ­از جدایی مديریت از مالكيت شرکت­ كمك ­مي­كند و براي انعكاس فعاليت­ها بكار مي­رود.

**8-2-2) تفاوت سود تقسيمي در بين كشورها**

 مطـالعات زيادي در ارتباط با تحليـل علل تفاوت سود تقسيـمي در كشورهـا انجام شده است و نتايج حاصله نشان مي­دهد كه عوامل زيادي در آن نقش كليدي را ايفا مي­كنند، كه اين عوامل عبارتند:

**1-8-2-2) تفاوت در مراحل رشد**

كشورهاي كه رشد اقتصادي بالايي دارند سود تقسيمي آنها كمتر از كشورهايي است كه رشد اقتصادی كمتري دارند. رشد تابعي از سرمايه­گذاري است، از اين رو كشورهايي كه فرصت سرمايه­گذاري زيادي دارند سود تقسيمي كمتري را پرداخت مي­كنند.

**2-8-2-2) تفاوت در نرخ مالياتي**

 در كشورهايي كه نرخ ماليات سود تقسيمي بيشتر از نرخ ماليات، اندوخته و سود انباشته است، سود تقسيمي كمتري پرداخت مي­شود بر اين اساس اگر سود تقسيمي مزيت مالياتي نداشته باشد سرمايه­گذاران علاقه كمتري به آن نشان مي‌دهند.

**3-8-2-2) تفاوت در كنترل شركت**

 هر چقـدر درجه كنتـرل سهامداران بر مديران كمتـر باشد، سود تقسيمي كمتر است و اين درجه كنتـرل تابعي از سيستم­هاي اقتصادي كشورهاست؛ مثلاً در كشورهاي سوسيالیستي درجه كنترل بيشتري وجود دارد؛

**9-2-2) سود تقسيمي جهت كاهش تضاد منافع**

 اين نظريه در ابتدا توسط مايكل جنسن ارائه گرديد. در اين نظريه با جدايي مالكيت از مديريت، تضاد منافع بين مالكان و مديران بوجود مي­آيد، زيرا از ديدگاه مالكان هدف بنگاه بايد حداكثرسازي ارزش شركت باشد اما ممكن است مديران به جاي حداكثرسازي ارزش شركت، تابع مطلوبيت خودشان را حداكثر كند لذا تضاد منافع فوق باعث عدم اطمينان طرفين شده و هر گروه سعي مي­كنند با تقبل هزينه، تضاد فوق را حداقل نمايند. يكي از راههاي کاهش تضاد منافع از طريق افزايش سود تقسيمي است. يعني مديران با افزايش سود تقسيمي و پرداخت سود تقسيمي به مالكان اطلاع مي­دهند كه در راستاي اهداف شركت حركت مي­كنند و سهامداران نيز نسبت به عملكرد مديران اطمينان بيشتري كسب مي­نمايند(دنيس و همكاران، 2008). لـذا سود تقسيمي عاملي براي كاهش هزينه تضاد منافع به شمـار مي­رود، از طرفي هر اندازه شركت سود بيشتري تقسيم كند احتمال اينكه سود انباشته (سرمايه گذاران داخلي) محدود شود بيشتر مي­شود. لذا شركت به دنبال منابع خارجي (بدهي يا سهام) براي سرمايه­گذاري جديد مي­گردد. نكته مهم اين است كه انتشار سهام و متعاقباً پرداخت سود سهام نيز هزينه دارد زيرا باعث مي­شود هزينه تأمين مالي آتي بيشتر شود از طرفي سود سهام نيز باعث كاهش هزينه تضاد منافع بين سهامداران مي­شود. شركتي كه به دنبال حداكثر سازي سود است بايد سياست بهينه­اي را انتخاب كند كه هزينه تضاد منافع را حداقل سازد و پرداخت سود سهام بعنوان ابزاري جهت كاهش هزينه تضاد منافع به شمار مي­رود(مهراني، 1383).

**3-2) بازارهاي مالی**

**1-3-2) تعاریف رکود و رونق بازار**

 در هر بازار مالي با توجه به گستردگي و عمق بازار، ابزارهاي متنوعي جهت سرمايه­گذاري وجود دارد. سرمايه­گذاران، با نظر به بازده و ريسك دارايي­ها، سرمايه­گذاري مي­كنند. يكي از عوامل موثر بر ريسك شرکت­ها وضعیت رکود یا رونق بازار است(فولر و گلداشتاین، 2011).

رکودبازار به شرایطی اطلاق می­شودکه متوسط بازده­بازار دریک­سال ازنرخ تورم همان سال کمترباشد، برهمین اساس رونق­بازار زمانی صورت می­گیرد که متوسط بازده­بازار در یک­سال بیشتر از نرخ تورم همان سال باشد.

در ادبیات مالی تعاریف مختلفی از بحران مالی ارائه شده است که در اینجا به ذکر برخی از آنها می پردازیم.

**1-1-3-2) پریشانی مالی[[23]](#footnote-23)**

 در فرهنگ لغات لانگمن این واژه به معنای پریشانی، درد، اندوه، فقدان منابع پولی و تنگ دستی آورده شده است. گوردون در یکی از اولین مطالعات دانشگاهی بر روی تئوری پریشانی مالی، آن را به عنوان کاهش قدرت سودآوری شرکت معرفی کرده است که احتمال عدم توانایی بازپرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش می­دهد(گوردون، 1971، به نقل از فریرا، 2010)

 ویتاکر درماندگی مالی را وضعیتی می­داند که در آن جریان­های نقدی شرکت از مجموعه هزینه­های بهره مربوط به بدهی بلند­مدت کمتر است. از نظر اقتصادی، پریشانی مالی را می­توان به زیان­ده بودن شرکت تعبیر کرد. در این حالت شرکت دچار عدم موفقیت شده است. در واقع در این حالت نرخ بازدهی شرکت کمتر از نرخ هزینه سرمایه است (ویتاکر، 1999).

 حالت دیگری از پریشانی مالی زمانی رخ می­دهد که شرکت موفق به رعایت کردن یک یا تعداد بیشتری از بندهای مربوط به بدهی، مانند نگه­داشتن نسبت جاری طبق قرارداد نباشد که به این حالت نکول تکنیکی گویند(دنيس و همكاران، 2008). در حالت دیگری، درماندگی زمانی رخ می دهد که جریانات نقدی شرکت برای بازپرداخت اصل و بهره بدهی کافی نباشد و این زمانی­است که ارزش ویژه شرکت منفی گردد. درادبیات پریشانی مالی شرکت­ها عموماً از چند اصطلاح شکست، قابلیت نقدشوندگی ضعیف (درماندگی)، نکول و ورشکستگی به طور گسترده­ای استفاده می­شود (کنالي و همكاران[[24]](#footnote-24)، 2005).

 هر چند این عبارات دارای معانی متفاوت و متمایزی هستند، اما اغلب به صورت مترادف به کار می­روند.

**شکست**[[25]](#footnote-25): این واژه در فرهنگ لغت وبستر به عنوان وضعیت یا حالت کسری داشتن و یا ناکافی بودن و قصور کردن تعریف شده است. شکست به این معنی است که نرخ بازده تحقق یافته سرمایه­گذاری­ها، همواره از نرخ­های متداول سرمایه­گذاری­های مشابه پایین­تر است. در این رابطه از معیارهای متفاوتی مانند درآمد ناکافی برای پوشش هزینه­ها و یا پایین­تر بودن بازده متوسط سرمایه­گذاری­ها از هزینه سرمایه استفاده می­شوند. از نظر اقتصادی یک شرکت می­تواند بدون قصور در پوشش تعهدات جاری خود به دلیل عدم وجود الزام قانونی، برای سال­های متمادی در وضعیت شکست قرار گیرد (انگ و همكاران[[26]](#footnote-26)، 2006).

**2-1-3-2) قابلیت نقدشوندگی ضعیف(پریشانی)**

 این واژه به شکل تخصصی استفاده می­شود و نشان­دهنده فقدان نقدینگی است، بنابراین بیشتر مبتنی بر وجوه نقد است و هنگامی رخ می­دهد که یک شرکت نتواند تعهدات مالی خود را ایفا کند.

**3-1-3-2) نکول**

 یکی دیگر از اشکال پریشانی مالی است که همیشه بین شرکت بدهکار و گروه بستانکار رخ می­دهد. شرکت­ها پس از عدم پرداخت اصل یا بهره یک وام بلافاصله در شرایط نکول قرار نمی­گیرند. به هر حال هنگامی که شرکت ناتوان از پرداخت اصل و بهره بدهی است و این مشکل ظرف مدت 30 روز برطرف نشود، در حالت نکول قرار می گیرد.

**4-1-3-2) مراحل پریشانی مالی**

 بكارت[[27]](#footnote-27)(1995)، مراحل نامطلوب شدن وضع مالی شرکت را به دوره­های نهفتگی، کسری وجه نقد، نبود قدرت پرداخت بدهی­های مالی یا تجاری، نبود قدرت پرداخت کامل بدهی­ها و درنهایت ورشکستگی تقسیم کرد (شکل شماره1-2) اگر چه اغلب ورشکستگی­ها از این مراحل پیروی می­کنند، اما برخی شرکت­ها ممکن است بدون طی همه مراحل به ورشکستگی کامل برسند. وضعیت واحد تجاری به طور ناگهانی و غیرمنتظره منجر به ورشکستگی نمی­شود. در مرحله نهفتگی ممکن است یک یا چند وضعیت نامطلوب به طور پنهانی برای واحد تجاری وجود داشته باشد بدون اینکه فوراً قابل شناسایی باشد. مثلاً تغییر درتقاضای تولید، استمرار افزایش درهزینه­های سربار، منسوخ شدن روش­های تولید و .... از این عوامل هستند(بروكس و دل[[28]](#footnote-28)، 2006).

 اغلب در دوره نهفتگی است که زیان اقتصادی رخ می­دهد و بازده دارایی­ها سقوط می­کند. بهترین وضع برای شرکت این است که مشکل در همین مرحله کشف شود. مسئله دوم اینکه راه حل­های آسان­تری که دراین مرحله موثر است در مراحل بعد پاسخگو نخواهد بود و نکته سوم، اعتماد عمومی دستخوش تزلزل نخواهد شد، اگر مشکل در همین مرحله کشف و رفع شود. برطرف ساختن مشکل در مراحل بعدی باعث کاهش اعتماد عمومی به شرکت می­شود و در نتیجه دسترسی به وجوه دشوارتر می­گردد و شاید شرکت ناچار به رد پروژه­های سودآور شود. مرحله کسری نقد وقتی شروع می­شود که یک واحد تجاری برای ایفای تعهدات جـاری یا نیاز فوری، دسترسی به وجه نقد نداشته باشد. گرچه چند بـرابر نیازش ممـکن است دارایی­های فیزیکی داشته و سابقه سودآوری کافی نیز داشته باشد. مسئله اینجاست که دارایی­ها به قدر کافی قابل نقد شدن نیستند و سرمایه حبس شده است. در مرحله نبود قدرت پرداخت بدهی­های مالی یا تجاری، شرکت هنوز قادر به تحصیل وجه کافی از مجاری مصرف هست. مدیریت ابزارهای مناسب دارد؛ مثلاً استفاده از افراد حرفه­ای مالی یا تجاری، کمیته اعتبار دهنده و تجدید ساختار در تکنیک­های تامین مالی و ... از طریق این روش­ها هنوز هم می­توان مشکل را در این مرحله شناسایی و برطرف کرد. در مرحله نبود قدرت پرداخت کامل بدهی­ها است که دیگر شرکت رو به نابودی رفته است. کل بدهی­ها از ارزش دارایی­های شرکت فزونی دارد و شرکت دیگر نمی­تواند از ورشکستگی کامل خود اجتناب کند(بروكس و همكاران[[29]](#footnote-29)، 2004).

**شکل شماره(1-2) : مراحل ورشکستگی** (انگ و همكاران، 2006)

**7-3-2) هزینه های ورشکستگی**

 ورود شرکت­های جدید وخروج شرکت­های غیرکارا ازجمله عملیات کارای اقتصادی به شمار می­آید. در همه سال­ها برخی از شرکت­ها ورشکسته می­شوند و در هنگام ورشکستگی موارد هزینه­زای زیر بروز می­کند:

* عموماً شرکت­های ورشکسته مجبور می­شوند دارایی­های خود را به قیمت­های نازل و غیرمعمول به فروش برسانند. چه بسیار که فردی دارایی­های یک شرکت ورشکسته را کلاً به قیمت نازل خریده وبه دو یا سه برابر فروخته است.
* منازعات بین طلبکاران ممکن است باعث شود نقد کردن دارایی­ها به تاخیر بیفتد. در این فاصله، احتمال خرابی فیزیکی و یا نابابی موجودی­ها و دارایی­های ثابت وجود دارد. این امر موجب هزینه می­شود.
* بخشی از ارزش شرکت صرف حق­الزحمه وکلا، هزینه دادگاه­ها وهزینه­های اداری می­شود.

**4-2) ارتباط سیاست تقسیم سود و بازده در دوره رکود و رونق بازار**

 اصولاً سرمایه گذاران برای کسب بازده مناسب سرمایه­گذاری می­کنند و دریافت سود سهام یکی از راه­های کسب بازده است. سیاست تقسیم سود را می­توان عامل ایجاد موازنه بین سود انباشته شرکت از یک طرف و پرداخت وجه نقد و انتشار سهام جدید از طرف دیگر تعریف کرد.(خدادادی، 1388)

 از طرفی در هر بازار مالي با توجه به گستردگي و عمق بازار، ابزارهاي متنوعي جهت سرمايه­گذاري وجود دارد. سرمايه­گذاران، با عنايت به بازده و ريسك دارايي­ها، سرمايه­گذاري مي­كنند. يكي از عوامل موثر بر ريسك شرکت ها وضعیت رکود یا رونق وضعیت بازار است.(فولر و گلداشتاین، 2011)

#  تقسیم سود يا سود تقسیمی از دو جنبه بسیار مهم قابل بحث است. از یک طرف عاملی تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های فرا روی شرکت هاست. چرا كه تقسیم سود موجب کاهش منابع مالی داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می شود. 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 می شود بسیار حساس و دارای اهمیت است و بااهميت بودن و حساسيت بالاي تقسيم سود زماني احساس مي‌گردد كه بازار در وضعيت بحران قرار گرفته باشد. توجه همه جانبه به عوامل و محدودیت­های موثر بر سیاست تقسیم سود علاوه بر به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران، موجبات حفظ و بقای شرکت در عرصه رقابت و رشد و توسعه روز افزون آنرا فراهم می­نماید. (اسکینر، 2004)

**5-2) پيشينه پژوهش**

**1-5-2) پژوهش­های انجام شده در ساير كشورها**

 بارث، بيون و لنس‌من[[30]](#footnote-30)(۲۰۰۱) به این نتیجه رسیدند که در گزارش‌هاي مالي نيز تاكيد ويژه‌اي بر اطلاعات مربوط به سود نقدي سهام وجود دارد. بنابراين سود گزارش شده بايد در تعيين ارزش شركت به سرمايه گذاران كمك كند. در واقع بايد نحوه محاسبه و گزارش سود نقدي سهام طوري باشد كه بتواند اين هدف را برآورده سازد. اصطلاحاً بايد سود مربوط به ارزش سهام باشد. آزمون مربوط بودن به ارزش سهام يكي از رويكردهاي تعريف عملياتي مربوط بودن و قابليت اتكاي مورد نظر هيات تدوين استانداردهاي حسابداري مالي امریکا است. چون ارقام حسابداري (سود) در صورتي مربوط به ارزش سهام خواهد بود كه توان توضيح تغييرات بازده سهام را داشته باشد. در اين صورت در ارزيابي سهام براي سرمايه گذاران مفيد بوده و مربوط به تصميم‌گيري خواهد بود. همچنين اين ارقام به اندازه‌اي قابليت اتكا دارد كه در قيمت سهام منعكس شود.

 پژوهش ژانگ، شورت و كيسي[[31]](#footnote-31)(2002)، نخستين پژوهشي است كه از مدل­هاي پرداخت سود تقسيمي باثبات براي بررسي ساختارهاي مالكيت استفاده مي­كند. آنان به ارتباط ناديده شده ميان سياست تقسيم سود و مالكيت نهادهاي مالي پرداختند. تجزيه و تحليل اين ارتباط بر روي نمونه­اي شامل 211 شركت پذيرفته شده در بورس بهادار لندن براي دوره 1988 تا 1992 انجام شده است. مقياس­هاي اين پژوهش سود تقسيمي، سود، سهامداران نهادي و سهامداران مديريتي مي­باشد. منظور از سود تقسيمي جمع مقادير سود سهام عادي، سود خالص ناشي از فعاليت­هاي تجاري عادي بعد از كسر استهلاك، مالكيت نهادي 5% سهام يا بيشتر كه توسط نهادهاي مالي تملك شده و مالكيت مديريتي جمع درصد سهام واگذار شده به مديران و اعضاي دست اول خانواده آنها مي‌باشد. نتايج اين پژوهش با استفاده از مدل­هاي سود تقسيمي لينتنر، وود، فاما و بايباك تجزيه و تحليل شده است كه ارتباطي مثبت ميان سياست پرداخت سود و مالكيت نهادهاي مالي را نشان داد که باعث مي­شود كه اجزای سود روند مثبتي داشته باشند. همچنين شواهد ديگر نشان داد كه ارتباطي منفي ميان سياست تقسيم سود و مالكيت مديريتي وجود دارد.

 وود و فرانكفورتر[[32]](#footnote-32)(2002)، به مطالعه تئوري­هاي سياست سود تقسيمي و آزمون­هاي تجربي آنها پرداختند. هدف اين مطـالعه بررسي تلاش­هاي نظـري است تا سياست سودهاي تقسيمي را مدل­گذاري كند و اعتبار تجربي و اهميت نمونه­هايي را آزمون نمايد كه آنها شكل مي­دهند. به طوري­كه آنان پي­بردند سودهاي تقسيمي مي­تواند جنبه علامت دهي داشته باشد و اطلاعات را تقويت كنند اما قادر نيست كه علت پرداخت سودهاي تقسيمي را توضيح دهد. به طور كلي تداوم سودهاي تقسيمي پرداختي جمع كل بيش از 300 سال ارزيابي روش پرداخت سودهاي تقسيمي را شامل مي­شود. مدل­هاي جاري سياست سود تقسيمي شركت به طور كلي اثرات رفتاري و اقتصادي را بر فعاليت‌هاي مديريتي و سهامداران ناديده مي­گيرد. سيـاست سود تقسيمي توسـط همـان عواملي تحت تأثيـر قرار مي­گيرد كه قيمت­هاي سهام را تحت تأثير قرار مي‌دهد زيرا مديراني كه سياست سود تقسيمي را تعيين مي­كنند توسط اثرات رفتاري و اقتصادي تشويق شده­اند. نهايتاً شيلر استدلال كرد كه اگر مدل سياست تقسيم سود تركيبي از نظريه­هاي مالي، اثرات روانشناسي و رفتاري را در نظر بگيرد بهتر مي­تواند آن را توجيه كند و تا زماني كه چنين مدلي توسعه داده شود آزمون نظريه­هاي سياست تقسيم سود بدون نتيجه قطعي و نامتجانس باقي مي­مانند.

 ايوازين و همکاران (2003)، سياست سودهاي تقسيمي را مكانيزم علامت‌دهي و همچنين ابزاري براي كنترل فرصت طلبي مديريت معرفي كردند. آنها در پژوهش خود رفتار سودهاي تقسيمي شركت ها را در بازار نوظهور (كره، هند، پاكستان، تايلند، مالزي، تركيه، زيمبابوه) براي دوره 1980 تا 1990 بررسي كرده و نتايج را با 100 شركت آمريكايي مقايسه نمودند. نتايج نشان داد كه شركت­ها در كشورهاي توسعه يافته (مثل ايالات متحده) سياست تقسيم سود را هموار مي­كنند همان­طور كه لينتر به اين موضوع اشاره كرده بود. به طور كلي پيش­بيني تغييرات سودهاي تقسيمي براي شركت­هاي بازار نوظهور مشكل­تر مي­باشد و شركت­ها سودهاي متغيرتري را نسبت به شركت­هاي آمريكايي پرداخت مي­كنند. نتايج ديگر اذعان داشت كه سودهاي تقسيمي جاري نسبت به نمونه كنترل (شركت‌هاي آمريكايي) حساسيت كمتري به سودهاي تقسيمي گذشته دارد. در كشورهاي درحال توسعه سياست تقسيم سود، علامت­دهي كمتري را براي درآمدهاي آتي دارند.

 بيكر و همکاران[[33]](#footnote-33)(2004)، معماي سودهاي تقسيمي را دوباره بررسي كردند. دوره اين مطالعه از سال 1978 تا سال 2000 بود و نيز شركت­هاي بورس نيسي، آمكس و نزدك و 500 شركت برتر براي اين پژوهش در نظر گرفته شد. موضوع تشريح شده در مطالعه آن­ها وابستگي سياست تقسيم سود و چگونگي تعيين آن توسط مديران بود. پژوهش­های نظري و تجربي در مورد سودهاي تقسيمي و بازخريد سهام نشان مي­دهد كه آنها مكانيزم­هاي اصلي هستند كه شركت­ها توسط آنها وجه نقد را به سهامداران پرداخت كرده و بدين وسيله براي آنان ارزش ايجاد مي­كنند. اما بين اين دو روش توزيع جريان وجه­نقد از نظر ماليات و اثرات علامت­دهي تفاوت­هايي وجود دارد. سياست تقسيم سود ممكن است اساساً از يك شركت به شركت ديـگر متفاوت باشد با اين حال، هيـچ مدلي از سياست تقسيـم سـود نمي­تواند بالاترين ارزش شركت را نشان دهد، و مديران و سرمايه­گذاران با اطمينان نمي­دانند كه كدام سياست تقسيم سود بهينه است. بنابراين سياست تقسيم سود شركت تا حدودي خوشايند مي­باشد و بعد از آن مديران، بايد سياست تقسيم سود شركت را اعلام كنند و بازار از چنين اطلاعاتي براي ارزش­گذاري شركت استفاده مي­كند و اگر شركت از اين حد خوشايند سياست تقسيم سود خارج شود، قيمت سهام به طور منفي و اساسي واكنش نشان مي‌دهد.

 ميتون[[34]](#footnote-34)(2004)، در مطالعه خود حاكميت شركتي و سياست تقسيم سود را در بازارهاي نوظهور بررسي كرد. نمونه وي شامل 365 شركت از 19 كشور براي دوره 1993 تا 1998 بود. هدف نهايي حاكميت شركتي اين است كه بازدهي سرمايه­گذاري تأمين كنندگان مالي شركت­ها را تضمين كند. سهامداران مي­توانند بازدهي سهام خود را از طريق سود تقسيمي يا سود سرمايه دريافت كنند، طبق تئوري نمايندگي هنگامي كه سهامداران نگران سلب مالكيت، توسط سهامداران داخل شركت هستند دريافت سودهاي تقسيمي را ترجيح مي­دهند.

نتايج ميتون نشان داد شركت­هايي كه حاكميت شركتي قوي دارند، پرداخت سود تقسيمي آنها بالاتر است. علاوه بر اين، ارتباط منفي ميان پرداخت­هاي سود تقسيمي و فرصت­هاي رشد در ميان شركت­ها با حاكميت بهتر، قوي­تر است. در واقع شركت­هايي كه حاكميت قوي تر دارند، سودآورتر هستند اما سودآوري زياد فقط بخشي از پرداخت سودهاي تقسيمي بالاتر را توضيح مي­دهد. ارتباط مثبت ميان حاكميت شركتي و پرداخت سودهاي تقسيمي عمدتاً به كشورهايي كه حمايت سرمايه‌گذاران قوي است محدود شده است. الگوي پرداخت سودهاي تقسيمي ميان شركت­ها با حاكميت شركتي قوي­تر منطقي­تر است. نتايج بيان مي­كند هنگامي كه سهامداران توسط دولت­ها يا توسط خود شركت­ها به خوبي حمايت شده­اند، سرمايه به صورت كارآ تر تخصيص مي­يابد.

 هارادا و نگوين[[35]](#footnote-35)(2005)،درمقاله ارتباط بين تمركزمالكان نهادي و سياست­سودسهام را در ژاپن­بررسي كردند. شواهد حاكي از ارتباط منفي معنادار بين تمركز مالكيت و سود سهام پرداختي بود.(به نقل از علیخانی، 1385)

 بيكر و اسميت (2006)، كه در جستجوي سياست تقسیم سود سهام مازاد بودند، دريافتند سياست تقسيم سود شامل­پرداخت تدريجي بخش عمده يا كل­جريان وجه­نقد بعد از سرمايه­گذاري­هاي مطلوب شركت­ها مي­باشد. ادبيات مالي بيان مي­كند كه مزاياي مختلفي براي ادامه سياست تقسيم سود مازاد وجود دارد و بزرگترين مزيت آن كاهش هزينه­هاي نمايندگي است. در اين مطالعه 309 شركت كه هميشه جريان وجه نقد آزاد پاييني در طول دهه 1990 داشتند انتخاب شدند كه از سياست سود سهام مازاد تبعيت نمي‌كردند. بررسي رفتار مديران بينشي را براي تعيين سياست تقسيم سود ايجاد مي‌كند. اين شركت­ها تمايل بيشتري به ثبات درآمدها و حفظ پرداخت سودهاي تقسيمي بلندمدت دارند. شايد بهترين نتيجه­اي كه از اين پژوهش حاصل مي‌شود اين است كه تعداد كمي از شركت هايي كه پايين­ترين سطح جريان وجه نقد آزاد را دارند، سياست تقسيم سود مازاد را حفظ مي­كنند. شركت‌هاي نمونه در تنظيم سياست سود تقسيمي كمتر بر درآمدهاي جاري و بيشتر بر درآمدهاي آتي تمركز مي­كنند. بنابراين در طول دهه 1990 بيشترين سياست استفاده شده، سياست مازاد تعديل شده بود. در اين حالت شركت­هايي كه به خوبي مديريت شده‌اند سودهاي تقسيمي خود را افزايش مي‌دهند كه درنتيجه آن جريان­وجه نقد كاهش مي‌يابد، حتي اگر شركت الزاماً اين هدف را دنبال­نكند.

 جاناتان و وانگ[[36]](#footnote-36)(2007) خاطر نشان کردند که پیش بینی های اقتصادی آتی، ضعیف و نامطمئن است، بنابراین سهامداران سرمایه گذاری های خود را بررسی می کنند، چرا که بازار گردآورنده انتظارات آتی است. پیش بینی های اقتصادی ضعیف و نامطمئن با بازارهای رو به رکود مرتبط است.

 عبدالسلام و همكاران(2008) در پژوهشي پيرامون ارتباط ساختار مالكيت با سياست­هاي سود سهام در يك بازار نوظهور نشان داد كه ارتباط مستقيمي بين مالكيت نهادي و تقسيم سود سهام و نسبت پرداخت سود سهام وجود دارد. (به نقل از خواجوی، 1390)

 كوكي و گيواني[[37]](#footnote-37)(2009) در پژوهشی با عنوان «ساختار مالكيت و سیاست تقسیم سود سهام» به تجزيه و تحليل تاثير مالكيت سهامداران بر سياست تقسیم سود سهام، ‌در شركت هاي تونسي پرداختند. شواهد حاصل نشان مي دهد كه بين مالكيت نهادي و سطح سود سهام توزيع شده، ارتباط معناداري منفي وجود دارد.

 آفيسر(2010) دو راه را برای کاهش مشکلات نگهداشت موجودی نقد و سرمایه گذاری بیش از حد مطرح کرد. يك راه اين كه شركت‌ها اقدام به باز خريد سهام خود مي‌كنند. راه ديگر براي حل مشكلات ناشي از نگهداشت وجه نقد مازاد، تقسيم سود است که از اين طريق انتظارات سهامداران كاهش داده می شود و به احتمال كمتري با مشكلات سرمايه‌گذاران بيش از حد و نگهداري وجه نقد مازاد برخورد می‌کنند.

 فولر و گلداشتاین[[38]](#footnote-38) (2011)در پژوهشی با عنوان " آیا سود تقسیمی در بازارهای رو به رکود اهمیت بیشتری دارد یا خیر؟" به این نتیجه رسیدند که سود سهام تقسیمی براي سهامداران از اهميت خاصي برخوردار است. اما اين اهميت زماني بيشتر مي شود كه سود سهام در بازارهای رو به رکود باشد، يعني اهمیت سود سهام در بازارهای رو به رکود بيشتر از بازارهای رو به رونق مي باشد.

**2-5-2) پژوهش­های انجام شده در ايران**

 ثقفی(1383) در پژوهشی با عنوان"بررسی­و تبیین رابطه بین کیفیت­سود و واکنش­بازار به تغییرات­سود نقدی" به این نتیجه رسید که پايداري بالاتر سود، مرتبط با ضريب بزرگتر متغير سود در رگرسيون سود/ بازده است.

 اعتمادی(1384) در پژوهشی با عنوان "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسید که بین عملکرد و سود نقدی پرداختی به سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌دار وجود دارد. معیارهای عملکرد در پژوهش آنان سود عملیاتی، سود هر سهم و جریانات نقدی عملیاتی بود. آنها درباره رابطه معنی‌دار سود هر سهم، سود عملیاتی و سود نقدی پرداختی به این نتیجه رسیدند که در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مقدار سود تقسیمی بر اساس میزان سودهای جاری تعیین میشود. رابطه معنی دار بین جریانات نقدی عملیاتی و سود نقدی پرداختی نیز نشان داد که جریانات نقدی جاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در تعیین میزان سود تقسیمی موثر است؛ به بیانی دیگر نتیجه پژوهش آنان اینگونه حاصل شد که میزان سود تقسیمی به ترتیب تابعی از میزان سود هر سهم، سود عملیاتی و جریانات نقدی عملیاتی آنهاست.

 جهانخانی(1385)، در پژوهشی با عنوان "شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس"، به بررسي نمونه­اي شامل 63 شركت طي يك دوره شش ساله (1377 الي 1382) پرداخت. با توجه به نتايج آماري حاصل از مدل پژوهش، رابطه معناداري ميان نظريه رشد و توسعه، و سياست تقسيم سود شركت به چشم نمي­خورد. بدين ترتيب چنانچه شركت­ها درحال رشد بوده يا برنامه­اي براي توسعه داشته باشند، لزوماً سياست تقسيم سود آنها متأثر از اين موضوع نخواهد بود. با توجه به نكته كه نگهداري سود الزاماً منبع ارزاني براي تأمين منابع مالي نمي­باشد، لذا دليلي نيز وجود ندارد كه شركت­ها در زمان رشد و توسعه حتماً كاهش توزيع سود را مدنظر قرار دهند. با توجه به حضور انحراف معيار نرخ بازدهي سهام در مدل، نظريه اثر ريسك بر سياست تقسيم سود تأييد مي­گردد. از همين رو مي­توان مدعي شد كه با افزايش ميزان ريسك، سياست تقسيم سود شركت­ها جهت معكوس را پيموده و تمايل شركت­ها به توزيع سود كاهش مي­يابد. همچنين نتايج پژوهش حاكي از آن است كه سياست تقسيم سود شركت­ها از الگوي گام تصادفي پيروي مي­كند. همچنين با توجه به تأييد نظريه پيام رساني، انتظار مي­رود تا اگر شركتي از رشد سودبالايي (پاييني) برخوردار باشد، بازده نقدي آن نيز بالا (پايين) مي­باشد.

 برزیده(1388) در پژوهشی با عنوان "سودمندی اطلاعات سودهای تقسیمی درباره سودهای آتی" با استفاده از رویکردی جدید، شواهد تازه­ای برای اعتبار فرضیه علامت­دهی سود تقسیمی ارائه نمود. طبق نتایج پژوهش مزبور بازار پرداخت سود را به عنوان نشانه­ای از سود سال آتی دریافت می­کند و نسبت به آن واکنش مناسب نشان می­دهد. علاوه بر این میزان سود تقسیمی نیز حاوی اطلاعات سودمندی در خصوص سود آتی برای بازار می­باشد که این اطلاعات مفید توسط بازار دریافت شده است.

 سياح رزياني(1388) پژوهشی را با عنوان "بررسی ارتباط میان کیفیت سود و سیاست تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داد. نتایج پژوهش نشان داد که در صورت سنجش کیفیت سود بر مبنای تغییر در اقلام تعهدی اختیاری، ارتباط معکوس و معنادار ضعیفی میان کیفیت سود و پرداخت مبالغ بیشتر سود نقدی وجود دارد. همچنین در صورتی که کیفیت سود بر مبنای نزدیکی سود به جریان­های نقدی عملیاتی سنجیده شود، ارتباط مثبت و معنادار نسبتاً قوی میان کیفیت سود و احتمال افزایش سود نقدی مشاهده می­شود. نتیجه به ­دست آمده حاکی از آن است که تغییر در کیفیت سود شرکت، حاوی اطلاعاتی در خصوص احتمال تغییر در سود نقدی است.

 علوی طبری(1388) در پژوهشی با عنوان "رابطه كيفيت سود و سود تقسيمي در شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسید که براي اندازه گيري كيفيت سود، چهار معيار اقلام تعهدي مطرح شده در مدل ديچو و دايچو (2002)، وجود اقلام استثنائي، تجديد ارائه صورت سود و زيان و همبستگي پيرسون بين درآمد عملياتي جاري و آتي به عنوان متغيرهاي مستقل و سود تقسيمي، نسبت سود تقسيمي به ارزش بازار هر سهم در تاريخ مجمع و تغييرات سود تقسيمي را به عنوان متغيرهاي وابسته انتخاب شد. نتایج حاصله از این پژوهش نشان داد که با معيار تجديد ارائه صورت سود و زيان، شركت هايي كه كيفيت سود بالاتر دارند سود تقسيمي را در زمان مقرر پرداخت نمي كنند؛ با معيار وجود اقلام استثنایي، شركت هايي كه كيفيت سود بالاتر دارند سود تقسيمي بيشتري پرداخت مي كنند، و هيچكدام از چهار معيار كيفيت سود با تغييرات سود تقسيمي رابطه معنادار ندارند.

 کردستانی(1389) در پژوهشی با عنوان "تئوري‌هاي پرداخت سود، پیام دهی و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدي" به این نتیجه رسید که تغییرات مثبت سود نقدي حاوي اطلاعاتی در مورد سودآوري آتی نیست، ولی بعد از­تغییرات منفی(کاهش در­سود­سهام) تغییرات معنی­داري در سودهاي آتی شرکت مشاهده می­شود که حاکی از محتواي اطلاعاتی کاهش سود نقدي درباره کاهش سودهاي آتی است. نتایج پژوهش آنان نشان داد سود نقدي حاوي اطلاعات مهمی درباره کاهش سودهاي آتی شرکت است ولی افزایش سود نقدي از افزایش سودهاي آتی خبر نمی­دهد.

**منابع فارسی**

1. اعتمادی، حسین و پری چالاکی.، 1384، رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره 39، صص 47-31؛
2. ايماني پور مقدم، محسن.، 1377، بررسي رابطه بين تغييرات سود تقسيمي و تغييرات سودهاي آتي شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان­نامه كارشناسي ارشد حسابداری، دانشگاه شهيد بهشتي؛
3. برزیده، فرخ و سیّدمحمد برهانی.، 1388، سودمندی اطلاعات سودهای تقسیمی درباره سودهای آتی، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره 23، صص 88-67؛
4. بهرامفر، نقی.، 1383، بررسی تاثير متغيرهای حسابداری بر بازده سهام، بررسی های حسابداری و حسابرسی، پاييز، شماره26؛
5. پورحيدري، امید و مسعودخاكساري.، 1387، بررسي عوامل تعيين­كننده خط­مشي تقسيم سود در شركت­هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله توسعه و سرمايه، سال اول، شماره 2، صفحه،190-183؛
6. تالانه، عبدالرضا و غزال مرتضایی شمیرانی، 1390، محرک­های تصمیم تقسیم سود:پیام بازار، بررسی­های حسابداری و حسابرسی، دوره 18 شماره 63، صص 63-39؛
7. ثقفی، علی و غلامرضا کردستانی.، 1383، بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی، بررسی­های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره 37، صص 72-51؛
8. جهانخانی، علی و سعید قربانی.، 1385، شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده درسازمان بورس، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره 20، صص 48-27؛
9. حافظ نیا، محمدرضا.، 1388، مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، انتشارات سمت؛
10. خاکی، غلامرضا.، 1388، روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی، تهران: مرکز تحقیقات علمی کشور با همکاری کانون فرهنگی انتشاراتی؛
11. خدابخشی، علی.، 1385، رابطه بین نظام راهبری و ارزش بازار شرکت در ایران، پایان­نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی اراک؛
12. خدادادی، ولی و رضا تاکر.، 1388، بررسی تأثیر مدیریت سود بر مربوط بودن سود و ارزش دفتری، فصلنامه علمی و پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره 5، صص 75-57؛
13. خواجوی، شکراله و محمدمنفردمهارلویی، 1390، ساز و كار هاي داخلي و خارجي نظام راهبري شركتي و خط مشي پرداخت سود شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره 19، صص160-145؛
14. دلاور، علی.، 1386، مبانی نظری و علمی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، چاپ چهارم، تهران: رشد؛
15. راعی، رضا و تلنگی، احمد.، 1387، مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته، تهران، انتشارات سمت، چاپ اول؛
16. رستگاري، ن.، 1386، محتوای اطلاعاتی ارزش افزودۀ اقتصادی برای پیش بینی سود، مجله اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دورۀ بیست و ششم، شماره اول، بهار (پياپي 50)، ص1-156؛
17. رهنماي رودپشتي، فریدون و همکاران.، 1385، مديريت مالي راهبردي(ارزش آفريني)، انتشارات كساكاوش؛
18. ریموند پی. نوو - ترجمه و اقتباس جهانخانی، علی و علی پارسائیان.، 1388، مدیریت مالی، جلد دوم، چاپ پانزدهم؛
19. ساربانها، محمدرضا.، 1382، اثر سود تقسيمي بر قيمت سهام شركت‌ها، دانشگاه علامه طباطبائي، پايان نامه دكتراي حسابداري؛
20. سلیمانی، اعظم.، 1385، ارزیابی توانمندی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ارائه مدل مناسب ارزیابی، رساله دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم تحقیقات؛
21. سياح رزياني، محسن.، 1388، بررسی ارتباط میان کیفیت سود و سیاست تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پايان­نامه كارشناسي ارشد حسابداري؛
22. شباهنگ، رضا.، 1382، تئوری حسابداری، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، سازمان حسابرسی، جلد اول؛
23. شباهنگ، رضا.، 1387، حسابداری مدیریت، سازمان حسابرسی، چاپ شانزدهم، جلد اول؛
24. علوی­طبری، سیّدحسین و یلدا عاملی.، 1388، رابطه كيفيت سود وسود تقسيمي در شركت‌هاي پذیرفته­شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره 16، شماره 56، صص106-93؛
25. علیخانی، مرضیه.، 1385، ارزیابی مدلهای ورشکستگی در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات؛
26. کردستانی، غلامرضا، محمود نصیری و محمد رحیم‌پور.، 1389، تئوري­هاي پرداخت سود، پیام دهی و عملکرد عملیاتی شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، صص76-63؛
27. هندریکسن، الف و مایکل اف ون بردا - ترجمه پارساییان، علی.، 1385، تئوری های حسابداری، انتشارات ترمه، جلد اول؛

**منابع لاتین**

1. Ang, Andrew, Chen, Joseph, Xing, Yuhang, 2006. Downside risk. Rev. Financ. Stud. 19, 1191–1239.
2. Baker, Malcolm, Wurgler, Jeff, 2004. A catering theory of dividends. J. Finance 59, 1125–1165.
3. Blau, Benjamin M., and Kathleen P. Fuller, 2009, “Signaling, Free Cash Flow, and “Nonmonotonic” Dividends”, working paper, University of Mississippi.
4. Chung, Kee H., Pruitt, Stephen W, A simple approximation of Tobin's Q. Financ. Manage, vol. 23 (3), (1994), pp. 70–74.
5. DeAngelo, Harry, DeAngelo, Linda, 2006. The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. J. Financ. Econ. 79, 293–315.
6. Denis, David J., Osobov, Igor, 2008. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. J. Financ. Econ. 89, 62–82.
7. Eiling, E., Gerard, B., de Roon, F.A., 2012. Euro-Zone equity returns: country versus industry effects. Review of Finance 16, 755–798.
8. Fama, Eugene F., French, Kenneth R., 2001. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? J. Financ. Econ. 60, 3–43.
9. Fedorova, E., 2011. Transfer of Financial Risk in Emerging Eastern European Stock Markets: A Sectoral Perspective. BOFIT Discussion Papers 24/2011. Bank of Finland.
10. Ferreira, M.A., Gama, P.M., 2010. Correlation dynamics of global industry portfolios. Journal of Multinational Financial Management 20, 35–47.
11. Frankfurter, George. Wood Jr, Bob G. 2002. Dividend policy theories and their empirical tests. International Review of Financial Analysis, Vol (11), pp. 111-138.
12. Howe, K., He, J., Kao, G, 1992. One-time cash flow announcements and free cash-flow theory: share repurchases and special dividends. J. Finance 47, 1963–1975.
13. Jagannathan, Ravi, Wang, Yong, 2007. Lazy investors, discretionary consumption, and the cross-section of stock returns. J. Finance 62, 1623–1661.
14. Kaplan, S.N., Zingales, L,1997. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? Q. J. Econ. 112, 169–216.
15. **Kathleen P. Fuller, Michael A. Goldstein, Do dividends matter more in declining markets?, Journal of Corporate Finance vol. 17, Issue. 3 (2011), pp 457–473.**
16. Mitton, Todd. 2004. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. Emerging Markets Review, Vol (5), pp. 406-426.
17. Mondher Kouki. Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from Tunisian Market. European, Journal of Scientific Research, Vol. 25, No.1 (2009), pp.42-53.

**منابع اينترنتي:**

1. سایت اینترنت سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
2. www. Irbourse. Com
3. www.Ipo.Com
1. - Catao and Timmerman [↑](#footnote-ref-1)
2. - Blau, et, al [↑](#footnote-ref-2)
3. - Jagannathan, et, al [↑](#footnote-ref-3)
4. - Grinblatt [↑](#footnote-ref-4)
5. - Ferreira and Gama [↑](#footnote-ref-5)
6. -[Earnings Per Share (EPS)](http://www.investopedia.com/terms/e/eps.asp) [↑](#footnote-ref-6)
7. - Dividend Per Share (DPS) [↑](#footnote-ref-7)
8. - Julio, et, al [↑](#footnote-ref-8)
9. - Allen [↑](#footnote-ref-9)
10. - Black [↑](#footnote-ref-10)
11. - Christie [↑](#footnote-ref-11)
12. - Aharony, et, al [↑](#footnote-ref-12)
13. - Grullon, et, al [↑](#footnote-ref-13)
14. - Grullon, et, al [↑](#footnote-ref-14)
15. - Brennan, et, al [↑](#footnote-ref-15)
16. - Christie [↑](#footnote-ref-16)
17. - Christie [↑](#footnote-ref-17)
18. - Frankfurter and Wood [↑](#footnote-ref-18)
19. - Blume [↑](#footnote-ref-19)
20. - Baker, et, al [↑](#footnote-ref-20)
21. - Blau, et, al [↑](#footnote-ref-21)
22. - Berle and Means [↑](#footnote-ref-22)
23. - Financial distress [↑](#footnote-ref-23)
24. - Connolly, et, al [↑](#footnote-ref-24)
25. - Failure [↑](#footnote-ref-25)
26. - Ang, et, al [↑](#footnote-ref-26)
27. - Bekaert [↑](#footnote-ref-27)
28. - Brooks and Del [↑](#footnote-ref-28)
29. - Brooks, et, al [↑](#footnote-ref-29)
30. - Barth, Beaven and Landsman [↑](#footnote-ref-30)
31. - Zhang, Short and Keasey [↑](#footnote-ref-31)
32. - Frankfurter and Wood [↑](#footnote-ref-32)
33. - Baker, et, al [↑](#footnote-ref-33)
34. - Mitton [↑](#footnote-ref-34)
35. - Harada and Ngvyen [↑](#footnote-ref-35)
36. - Jagannathan and Wang [↑](#footnote-ref-36)
37. - kouki and Guizani [↑](#footnote-ref-37)
38. - Fuller and Goldstein [↑](#footnote-ref-38)