



ارائه شده توسط:

سایت ترجمه فا

مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده

از نشریات معتبر

بازنگری تقسیم سود شرکت

چکیده

هدف - هدف این مقاله، بررسی اجمالی و ارائه ترکیبی از برخی تحقیقات مهم در زمینه‌ی سیاست‌های تقسیم سود، چشم‌اندازها و روندهای تناوبی متغییر، فراهم ساختن حقایق سبک‌وار، ارائه مفاهیم عملی، و پیشنهاد مسیرهایی برای تحقیق آینده است.

طراحی/روش‌شناسی/رویکرد - نویسندگان، یک بررسی از نظرسنجی‌های تحقیقات را با تمرکز روی بینش‌های مربوط به پرداخت سود نقدی سهام ارائه می‌دهند.

یافته‌ها - تجزیه و تحلیل بررسی‌های تحقیقات در زمینه‌ی سیاست‌های تقسیم سود سهام، حقایق تلطیف شده‌ای را فراهم می‌کند. برای مثال، شواهد آمریکایی نشان می‌دهند که اهمیت سود سهام نقدیه عنوان بخشی از بازده کل سرمایه‌گذاران در طول زمان کاهش یافته است. در حال حاضر در کشورهایی که بازخرید سهام را مجاز می‌شمارند، بازخریدهای سهام، نقش به طور فزاینده مهمی را در سیاست پرداخت ایفا می‌کنند. دیدگاه مردمی این است که با توجه به میزان زیاد پول مشمول و توجه شرکت‌ها، تحلیلگران امنیتی و سرمایه‌گذاران به سود سهام، سود سهام مهم است. شرکت‌ها، به جای پیروی از یک سیاست باقیمانده‌ی سود سهام که شامل پرداخت سود سهام از درآمدهای به دست آمده پس از برآورده ساختن نیازهای سرمایه‌گذاری و در عین حال حفظ ساختار سرمایه هدف آن است، گرایش به پیروی از یک سیاست مدیریت شده تقسیم سود سهام دارند. تعیین کننده‌های قطعی تقسیم سود سهام نقدی، در طول زمان در تشکیل سیاست‌های واقعی تقسیم سود سهام شامل پایداری سود سهام گذشته و درآمدهای پیش‌بینی شده و فعلی، همواره مهم بوده‌اند. هیچ مجموعه جهانی از عوامل، برای همه شرکت‌ها مهم نیستند زیرا خط‌مشی تقسیم سود سهام، نسبت به عوامل متعددی از جمله مشخصات شرکت، مشخصات بازار، و شکل‌های جایگزین تقسیم سود سهام حساس است. نظریه‌ها یا توضیحات جهانی برای چگونگی پرداخت سود سهام توسط شرکت‌ها بیش از حد ساده هستند.

پیامدهای عملی - پازل تقسیم سود سهام، مبحث مهمی در امور مالی مدرن است.

اصالت/ارزش - این اولین بررسی مرورهای تحقیقات در زمینه سود سهام نقدی است.

کلمات کلیدی: سود سهام، تحقیقات مروری، امور مالی، سیاست تقسیم سود سهام، نظریه مالی، نامناسب بودن

تقسیم سود سهام

نوع مقاله: بررسی تحقیقات

1. پیشگفتار

طبق نظریه مالی، هدف مدیریت، ایجاد ارزش برای ذینفعان، به ویژه برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است.¹ علی رغم پژوهش تجربی و نظریه‌پردازی گسترده، بحث‌های قابل ملاحظه‌ای در این مورد که آیا سیاست‌های تقسیم سود در دستیابی به این هدف نقش دارند وجود دارد. سیاست‌های تقسیم سود به خط مشی پرداختی که یک شرکت در تعیین اندازه و توزیع الگوهای برای سهامداران در طول زمان دنبال می‌کند اشاره دارند. شرکت‌ها پول نقد را از طریق سود سهام نقدی، بازخریدهای سهام، و به ویژه سود سهام تعیین شده به سهامداران توزیع می‌کنند. دی آنجلو و همکاران (2004)² گزارش می‌کنند که شرکت‌های آمریکایی به ندرت سود سهام تعیین شده به طور ویژه را مگر در مواردی که یک سود بزرگ یک بار وجود داشته باشد پرداخت می‌کنند، با وجود این حقیقت که آن‌ها یک بار به اندازه‌ی سود سهام نقدی منظم، رایج بودند.

تحقیقات اولیه در مورد سیاست‌های تقسیم سود، دو دیدگاه بسیار متفاوت را در مورد ارتباط بین سود سهام نقدی و ارزش شرکت ارائه می‌دهند. یک دیدگاه که به میلر و مودیلیانی (1961)³ نسبت داده می‌شود و در بلک (1961)⁴ تکرار می‌شود نشان می‌دهد که تقسیم سود سهام برای ارزش شرکت نامناسب و احتمالاً تنزل دهنده‌ی ارزش است. بلک در مقاله کلاسیک خود (ص 5) اشاره می‌کند که «هر چه نگاه ما به تصویر تقسیم سود سهام سخت‌تر باشد، آن بیشتر شبیه یک پازل به نظر می‌رسد، با قطعاتی که با هم جور در نمی‌آیند». چشم‌انداز دیگر، که در کارهای

¹ Jensen, 2001

² DeAngelo et al. (2004)

³ Miller and Modigliani (1961)

⁴ Black (1976)

کلاسیک ویلیامز (1983)، لیندز (1965)، و گوردون (1959)⁵ نشان داده شده است، سود سهام را به عنوان یک تعیین کننده مهم ارزش شرکت در نظر می‌گیرد. در دوره‌ی پس از این دیدگاه‌های اولیه، محققان به بررسی اهمیت تصمیم‌های توزیع، برای ارزش شرکت پرداختند. همانطور که بیکر و همکاران (2002)⁶ نتیجه می‌گیرند، «علی‌رغم حجم زیاد تحقیقات، ما هنوز همه پاسخ‌های برای پازل تقسیم سود سهام را فراهم نکرده‌ایم». تقریباً یک دهه بعد، بیکر و همکاران (2001، ص 305) نتیجه می‌گیرند که «شواهد تجربی در این مورد که آیا سیاست تقسیم سود سهام دارای تاثیر روی ارزش یک شرکت است توصیه‌ی متناقضی را برای مدیران شرکت ارائه می‌دهند». با این وجود، پیشرفت‌های قابل توجهی در مطالعه سیاست‌های پرداخت در طول چند دهه گذشته ایجاد شده‌اند.

در مطالعه سیاست‌های تقسیم سود سهام، محققان معمولاً بر دو رویکرد اصلی تکیه دارند. رویکرد اول از تجزیه و تحلیل آماری داده‌های مالی منتشر شده برای تست فرضیه‌های مختلف در مورد سیاست‌های تقسیم سود سهام استفاده می‌کند. چیانگ و همکاران (2006)⁷ ادعا می‌کنند که چنین داده‌ای مبتنی بر نتایج واقعی می‌تواند واقعیت سطح را توضیح دهند اما نمی‌توانند انگیزه را بسنجند. همانطور که فرانکفورتر و وود (2003)⁸ اشاره می‌کنند، «هیچ نظریه‌ای بر اساس پارادایم اقتصادی تاکنون توسعه نیافته است بنابراین این کاملاً پایداری سیاست پرداخت شرکت را توضیح می‌دهد.»

رویکرد دوم از روش مروری (بررسی اجمالی) برای به دست آوردن داده‌های اولیه درباره خط مشی تقسیم سود سهام از مدیران مالی و بقیه استفاده می‌کند. همانطور که فرانکفورتر و همکاران (2002، ص 202) بیان می‌کنند، «... انگیزه و برداشت افراد را نمی‌توان به طور ساده با تجزیه و تحلیل داده‌های بازار درک کرد». طبق نظر توفانو (2001) و گراهام و هاروی (2001)⁹، استفاده از رویکردهای تجربی مختلف می‌تواند به معتبرسازی نتایج مطالعات کمی با استفاده از رویکرد بازار-محور کمک کند. تحقیقات مروری، پژوهش را بر اساس داده‌های ثانویه تکمیل می‌کنند و

⁵ Williams (1938), Lintner (1965), and Gordon (1959)

⁶ Baker et al. (2002, p. 255)

⁷ Chiang et al. (2006)

⁸ Frankfurter and Wood (2003, p. 167)

⁹ Tufano (2001) and Graham and Harvey (2001)

بینش‌هایی اضافی را در این مورد که چرا شرکت‌ها در تصمیمات مربوط به سیاست‌های تقسیم سود سهام درگیر می‌شوند فراهم می‌کنند.

هدف اصلی ما فراهم ساختن مقدمه‌ای برای این مساله ویژه «امور مالی مدیریتی»¹⁰ در مورد سود سهام و سیاست‌های تقسیم سود سهام است. ما مروری کلی و ترکیبی از برخی مقالات مهم را با روندها و چشم‌اندازهای مختلف به ترتیب وقوع ارائه می‌دهیم، حقایق تلطیف شده را فراهم می‌کنیم، پیامدهای عملی را ارائه می‌دهیم، و مسیرهایی را برای تحقیق آینده پیشنهاد می‌کنیم. ما همچنین قطعاتی از پازل تقسیم‌بندی سود سهام را که در مقایسه با بقیه، پشتیبانی تجربی بیشتری را دریافت کرده‌اند، شناسایی می‌کنیم. اگرچه تمرکز اصلی ما روی سود سهام نقدی است، مرور مقالات در زمینه بازخریدهای سهام، و به ویژه سود سهام تعیین شده به صورت خاص، در بیرمن (2001)، ورمالن (2005) بیکر (2009)، بیکر و همکاران (2011)¹¹ و غیره قابل دسترس هستند.

با توجه به مقالات گسترده در زمینه تقسیم سود سهام، این مرور ناگزیر ناکامل است. برخلاف مرورهای مقالات که بررسی‌های دقیقی از نظریه‌ها و شواهد تجربی مطالعات انفرادی را فراهم می‌کنند، ما رویکرد متفاوتی را اتخاذ می‌کنیم و چشم‌انداز وسیع‌تری را ارائه می‌دهیم. سهم متمایز این مقاله این است که ما نتیجه‌گیری‌های مهم بر اساس یافته‌های نظری و تجربی از کتاب‌های مربوطه¹² و مرور مقالات¹³ در زمینه سیاست‌های تقسیم سود سهام از سال 2000 را ترکیب می‌کنیم. ما به ویژه مروری از تحقیقات را با تمرکز روی بینش‌های جدید برای پرداخت سود سهام نقدی فراهم می‌کنیم. تعجب‌آور نیست که نتیجه‌گیری‌های به دست آمده از بررسی مقالات مختلف گاهی اوقات یکدیگر را نقض می‌کنند. ترکیب (سنتز) ما، نتایج به دست آمده از تجزیه و تحلیل‌های آماری و بررسی‌های مدیریتی را ادغام می‌کند. برای هدف ما نیاز به ارائه سیستماتیک مرورهایی از مطالعات انفرادی با توجه قابلیت دسترسی مرورهای عمیق مختلف مقالات در زمینه سیاست‌های تقسیم سود سهام وجود ندارد. این رویکرد نامعمول

¹⁰ Managerial Finance

¹¹ Bierman (2001), Vermaelen (2005), Baker (2009), and Baker et al. (2011)

¹² e.g. Lease et al., 2000; Bierman, 2001; Frankfurter and Wood, 2003; Da Silva et al., 2004; Baker, 2009; Baker et al., 2011

¹³ e.g. Frankfurter and Wood, 2002; Allen and Michaely, 2003; DeAngelo et al., 2008; Al-Malkawi et al., 2010; Farre-Mensa et al., 2014

است اما برای فراهم ساختن پس زمینه‌ای از این مساله اساسی امور مالی مدیریتی مناسب است. به منظور اجتناب از تفسیر نادرست یا فیلتر نتیجه‌گیری‌های فراهم شده در این مرورها، ما آن‌ها را اغلب در کلمات خود محققان ارائه می‌دهیم.

ادامه مقاله به صورت زیر سازماندهی می‌شود. دو بخش بعد، این مساله اساسی را مورد بررسی قرار می‌دهند که آیا سیاست‌های تقسیم سود سهام دارای تاثیر روی ارزش شرکت و از اینرو ثروت سهامدار به وسیله بررسی مناسب یا نامناسب بودن تقسیم سود سهام هستند. پس از آن، مروری از روندهای و پرداخت‌های سود سهام در طول زمان ارائه می‌شود. دو بخش بعدی به بررسی دو پرسش مهم می‌پردازند: چرا شرکت‌ها سود سهام پرداخت می‌کنند؟ چه چیزی اندازه پرداخت‌های سود سهام را تعیین می‌کند؟ بخش‌های باقیمانده، برخی حقایق تلطیف شده، پیامدهای ضمنی عملی، زمینه‌های تحقیق بیشتر، و مشاهدات نهایی را ارائه می‌دهند.

نامناسب بودن تقسیم سود

یک بحث اساسی در امور مالی این است که آیا سیاست‌های تقسیم سود سهام دارای تاثیر روی ارزش شرکت هستند. میلر و مودیلیانی (MM) (1961)، دیدگاه متضادی را در مورد حساسیت معمول زمانی که تقسیم سود سهام دارای تاثیر مستقیم روی ارزش شرکت است اتخاذ می‌کنند. طبق مدل آن‌ها، ارزش یک شرکت به وسیله دارایی‌های آن و جریان‌های نقدی تولید شده توسط آن دارایی‌ها و نه توسط روش توزیع جریان‌های نقدی برای سهامداران به وسیله شرکت‌ها تعیین می‌شود. بنابراین، سیاست سرمایه‌گذاری به تنهایی ارزش را تعیین می‌کند. علاوه بر اثبات این که سیاست‌های تقسیم سود سهام، برای ارزش سهام در بازارهای سرمایه کامل و کارآمد، نامناسب هستند، مدل MM همچنین نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران منطقی باید بین دستاوردهای سرمایه و سود سهام، بی‌تفاوت باشند. MM معتقد هستند که سیاست‌های مختلف پرداخت چیزی بیش از برش پای ثابتی از جریان‌های نقدی در قطعات مختلف نیستند. در بازارهای کامل و بدون اصطکاک، ارزش این قطعات همیشه با ارزش تولید شده توسط سیاست‌های زیربنایی سرمایه‌گذاری تولید کننده جریان‌های نقدی جمع خواهد شد. در نتیجه، سرمایه‌گذاران در میان سیاست‌های ممکن سود سهام بی‌تفاوت خواهند بود. تغییر شکل توزیع هیچ تاثیری روی ارزش ندارد.

دی آنجلو^{۱۴} و دی آنجلو (2006)، اعتبار اثبات نظریه نامناسب بودن^{۱۵} ارائه شده توسط MM را با ذکر ماهیت غیر واقع‌بینانه فرضیات محدود کننده این نویسندگان، از جمله بازارهای سرمایه کامل و بدون اصطکاک، زیر سوال بردند. دی آنجلو و دی آنجلو (2007) همچنین این نتیجه‌گیری MM را که همه سیاست‌های ممکن پرداخت برای سرمایه‌گذاران به یک اندازه ارزشمند هستند به چالش کشیدند و ادعا کردند که سیاست‌های تقسیم سود سهام می‌توانند ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار دهند. اگرچه این حقیقت باقی می‌ماند که دیدگاه‌های MM در مورد نامناسب بودن تقسیم سود سهام، تاثیر قابل ملاحظه‌ای روی نظریه مالی وارد کرده‌اند، اگرچه ممکن است این تاثیر کاملاً مثبت نباشد.

بلک (1976) ادعا می‌کند که پرداخت سود سهام در واقع هنگام ملاحظه ضعف مالیاتی سود سهام، ارزش را نابود می‌کند. انگ و سیسون (2009)^{۱۶} با بررسی نظریه نامناسب بودن سود سهام به این نتیجه می‌رسند که «علی‌رغم حجم تحقیقات اختصاص یافته به نامناسب بودن و حتی وجود سود سهام، آن‌ها (سود سهام) همچنان مرموز هستند».

در حقیقت، بازارهای سرمایه نه بدون اصطکاک هستند و نه کاملاً کارآمد. محققان سعی کرده‌اند دلایلی را بیابند که سود سهام، با تمرکز روی اصطکاک‌ها یا نقص‌های بازار مانند مالیات، اطلاعات نامتقارن (سیگنالی‌نگ)، و هزینه‌های نمایندگی، یا با تمرکز روی ملاحظات رفتاری مانند اولویت‌های سرمایه‌گذار، وجود دارد. بنابراین سیاست‌های تقسیم سود سهام می‌توانند با توجه به نقص‌ها یا ملاحظات رفتاری دارای تاثیر روی ثروت سهامدار باشند. همانطور که برنشتین (1992)^{۱۷} اشاره می‌کند، «نظریه MM هنگامی که از اصل ارائه شد مسلماً یک انتزاع بود.» او همچنین بیان می‌کند که «هیچکس - حداقل از مدیلیانی و میلر - ادعا نخواهند کرد که جهان واقعی مانند این است».

مناسب بودن تقسیم سود سهام

¹⁴ DeAngelo

¹⁵ the irrelevance theory

¹⁶ Ang and Ciccone (2009, p. 10)

¹⁷ Bernstein (1992, p. 176)

این دیدگاه که تقسیم سود سهام دارای تاثیر روی ثروت سهامدار است، همانطور که در ارزش ذاتی سهام یک شرکت منعکس شده است، برای دهه‌های بسیار وجود داشته است. ویلیامز (1938)، یک مدل جریان نقدی تخفیف یافته¹⁸ (DCF) را توسعه دارند که ارزش ذاتی سهام یک شرکت را به عنوان جریان رو به رشدی از سود سهام در طول دوره‌ای که در آن سرمایه‌گذاران انتظار داشتند که سود سهام، بیشترین نسبت بازده کل آن‌ها را تولید کند به تصویر می‌کشد. پس از این که گوردون (1959)، نسخه‌ی بروز رسانی شده‌ای از همان ایده را منتشر کرد، مدل DCF، محبوبیت گسترده‌ای را در میان هر دوی دانشگاهیان و شاغلان به دست آورد.

تقریباً 60 سال بعد، لینتنر (1956)¹⁹، مطالعه‌ای بدوی را منتشر کرد که شامل مدلی از این بود که مدیران چگونه سیاست‌های تقسیم سود سهام شرکت خود را تنظیم می‌کنند. او پیشنهاد کردند که مدیران به طور محافظه‌کارانه‌ای تغییرات درآمدهای گذشته و فعلی را در سطح سود سهام یک شرکت هموارسازی می‌کنند. بنابراین تغییرات سود سهام تنها تا حدودی تغییرات در درآمد را منعکس می‌کند. مدل تنظیم-جزئی او که برای توصیف فرایند تصمیم‌گیری در مورد تقسیم سود سهام طراحی شده بود تقریباً 85 درصد تغییرات سالانه سود سهام را توضیح می‌داد. چند دهه بعد، بنارتزی و همکاران (1997)²⁰ نتیجه می‌گیرند که «مدل تقسیم سود سهام لینتنر، به عنوان بهترین توصیف فرایند تنظیم قابل دسترس تقسیم سود سهام باقی می‌ماند.»

شواهد مروری مانند بیکر و پاول (1999)، بیکر و همکاران (2001)، و براو و همکاران (2005)²¹، یافته‌های لینتنر (1956) را پشتیبانی می‌کنند. این شواهد تایید می‌کنند که مدیران معتقد هستند که تقسیم سود سهام باید مربوط به افزایش‌های دائمی در سود باشد نه افزایش‌های موقت. این یافته سازگار با این نظریه است که ارتباطی اساسی بین سود سهام و ارزش شرکت وجود دارد. واکنش‌های مدیران نیز نشان می‌دهند که پرداخت‌های سود سهام باید متوقف نشوند و تنها زمانی که سطح و پایداری سود، فرصت کاهش سود سهام آینده را نامحتمل می‌سازد افزایش یابند.

¹⁸ discounted cash flow

¹⁹ Lintner (1956)

²⁰ Benartzi et al. (1997, p. 1032)

²¹ Brav et al. (2005)

بولان و هال (2013)²² کشف می‌کنند که مدیران، همانطور که لینتنر در اصل توصیف کرد، برای کاهش‌های سود سهام هنوز رغبتی ندارند. این شواهد نشان می‌دهند که مدیران، تا زمانی که توسط طلبکاران شرکت مجبور نشوند سود سهام را کاهش نمی‌دهد یا حذف نمی‌کنند. این یافته‌های دارای مفاهیم ضمنی برای توزیع سیگنالینگ سود سهام هستند.

به طور کلی، شواهد بررسی در کنار سایر مطالعات تجربی منجر به چند حقیقت تلطیف شده می‌شوند. اولاً، برخی عوامل تعیین کننده سیاست‌های تقسیم سود سهام مشابه با سیاست‌های شناسایی شده توسط لینتنر (1956) ظاهر می‌شوند و در طول زمان در شکل‌دهی سیاست‌های واقعی همواره مهم باقی می‌مانند. این عوامل تعیین کننده اولیه شامل پایداری سود سهام گذشته و سود فعلی و پیش‌بینی شده هستند. با این حال، عوامل یکسان موثر بر تصمیم‌گیری‌های تقسیم سود سهام برای همه شرکت‌های دارای اهمیت مساوی نیستند زیرا عواملی مانند مشخصات شرکت، حاکمیت شرکت‌ها، تفاوت‌های فرهنگی و محیط‌های قانونی ممکن است دارای تاثیر روی چگونگی نگاه مدیران به سیاست‌های تقسیم سود و چگونگی اجرای این سیاست‌ها توسط آن‌ها باشند. برای مثال، داسیلوا و همکاران (2004)²³ کشف می‌کنند که سیستم انگلیسی-آمریکایی دارای مزیت واضحی در حمایت بیشتر سرمایه‌گذاران است در حالی که سیستم آلمانی یا اروپای قاره‌ای برای شرکت‌ها انعطاف‌پذیری بیشتر از نظر سیاست‌های تقسیم سود سهام آن‌ها فراهم می‌کند. همانطور که دی آنجلو و همکاران (1996)²⁴ ادعا می‌کند، «با در نظر گرفتن تاریخ به عنوان یک راهنما، هیچ تضمینی وجود ندارد که عملکردهایی که در حال حاضر مناسب به نظر می‌رسند 20 یا 30 سال بعد این نیز همچنان مناسب به نظر برسند.

دوماً، مدیران اغلب درک می‌کنند که سیاست‌های تقسیم سود مهم هستند و بنابراین، به انتخاب سیاست‌های تقسیم سود سهم توجه دقیق‌تری نشان می‌دهند. آن‌ها معمولاً به جای یک نظریه‌ی باقیمانده تقسیم سود سهام ارائه شده توسط میلر و مدیلیانی (1961)، که در آن شرکت‌ها باید همه‌ی جریان‌های نقدی پس از تامین همه سرمایه‌گذاری‌های سودآور را به عنوان سود سهام پرداخت کنند، از سیاست مدیریت شده تقسیم سود سهام پیروی

²² Bulan and Hull (2013)

²³ Da Silva et al. (2004)

²⁴ DeAngelo et al. (1996, p. 253)

می‌کنند. طبق اسمیت (2009)، یافته‌های تجربی نشان می‌دهند که شرکت‌ها به ندرت از یک سیاست باقیمانده تقسیم سود سهام کوتاه مدت پیروی می‌کنند بلکه در عوض آن‌ها به طور کلی از یک سیاست پرداخت مدیریت شده پیروی می‌کنند. نگرش‌های مدیران به طور کلی از این فرضیه‌ی مناسب بودن سود سهام که «سیاست تقسیم سود سهام یک شرکت می‌تواند دارای تاثیر روی ارزش سهامدار باشند» حمایت می‌کنند.

روندها و پرداخت‌های سود سهام

در طول قرن نوزدهم و اوایل قرن بیستم، سودهای سهام بزرگتر بودند و شامل درصد بزرگتری از بازده‌های کل سرمایه‌گذاران در مقایسه با بازده‌های ارائه شده توسط شرکت‌های آمریکایی امروزه بودند. طبق سیگل (2002)، بازده سود سهام (سود سهام سالانه/قیمت فعلی) روی سهام آمریکا دارای متوسط 6/4 درصد بین سال‌های 1802 و 1870 بود. همانطور که جدول 1 نشان می‌دهد، سود سهام شامل 90 درصد کل بازده به دست آمده توسط سرمایه‌گذاران در طول این دوره بود. بین سال‌های 1871 و 1920، متوسط بازده سود سهام 5/18 درصد نشان دهنده کمی بیش از 70 درصد بازده کل سرمایه‌گذاران بود؛ بین سال‌های 1920 و 1945، متوسط بازده 5/49 درصد شامل تنها 44 درصد کل بازده‌ها بود. از سال 1946 تا 1982، بازده سود سهام به 39/8 درصد بازده کل کاهش یافت و دارای یک متوسط ضعیف 22/1 درصد بازده‌های کل از سال 1983 تا 2012 بود. این جدول، کاهش نقش افراد در ترکیب بازده‌های کل در زیر-دوره را نشان می‌دهد.

با این حال، جدول 1 در نظر نمی‌گیرد که افزایش تمایل شرکت‌ها به استفاده از بازخریدهای سهام به عنوان وسیله‌ای برای توزیع پول نقد برای سهامداران موجود چگونه منجر به کاهش پرداخت‌های سود سهام شده است. طبق آلن و میشیلی (2003)²⁵، شواهد نشان می‌دهند که افزایش در محبوبیت بازخریدها هر دوی پرداخت کلی و انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها را افزایش داده است.

جدول 1. ارتباط متغییر در میان بازده کل، سود سرمایه و بهره سود سهام بین سال‌های 1801 و 2012

²⁵ Allen and Michaely (2003)

دوره	متوسط بازده سالانه کل (%)	متوسط سود سرمایه (%)	متوسط بازده سود سهام (%)	سود سهام به عنوان % بازده
1801-1870	7.11	0.71	6.50	90.0
1871-1920	7.26	2.08	5.18	71.3
1921-1945	12.47	6.98	5.49	44.0
1946-1982	11.37	6.85	4.52	39.8
1983-2012	12.10	9.43	2.67	22.1

نکات: این جدول، تغییرات در متوسط بازده سالانه کل، متوسط سود سرمایه، متوسط بهره سود سهام، و تقسیم سود سهام را به عنوان درصدی از بازده در طول دوره‌های مختلف نشان می‌دهد. نتایج به طور کلی کاهش اهمیت سود سهام را به صورت درصدی از بازده در طول زمان نشان می‌دهد.

منبع: سیگل (2002) و شیلر (2014)

پرداخت‌های تاریخی سود سهام، رقابت چشمگیری را با پرداخت‌های امروزه ایجاد می‌کنند. طبق آمار مرکز داده بازار ژورنال وال استریت^{۲۶} (2014)، بازده سود سهام در US S&P 500 در اوایل سال 2014 برابر با 1/96 درصد بود، که بالاتر از میزان همیشه پایین 1/20 درصد آن در ژوئن سال 2000 بود، اما همچنان کمتر از متوسط تاریخی طولانی مدت آن بود. محققان نسبت به کمبود پرداخت‌های سود سهام مدرن شگفت زده شده‌اند. برنشتیان (2005، ص 28) ادعا می‌کند سرمایه‌گذاری‌های در اوراق بهادار یا دارایی‌های بدون یک پرداخت مورد انتظار دارای هیچ ارزش ذاتی نیستند و نشان می‌دهند که صبر سرمایه‌گذاران در برابر سود سهام پایین مشابه با افرادی است که هنگامی که به دست آوردن آب پرتقال تازه آسان است به آب پرتقال یخ زده راضی می‌شوند.

تمایل به پرداخت سود سهام

علاوه بر کاهش در متوسط بازده سود سهام روی سهام آمریکا که در جدول 1 نشان داده شده است، محققان، روندهای دیگری در سیاست‌های پرداخت را مستند کرده‌اند. قبل از اواسط دهه 1980، شرکت‌های آمریکایی از سود سهام نقدی به عنوان ابزاری تعیین کننده برای توزیع پول نقد برای سهامداران استفاده کردند. اگرچه بازخریدهای سهام، محبوبیتی را با در برداشتن بیش از 50 درصد پرداخت‌های جمعی در آمریکا در چند سال کسب کرده‌اند.

²⁶ the Wall Street Journal Market Data Center

حتی با افزایش در بازخریدهای سهام، پرداخت‌های کلی (یعنی هم سود سهام نقدی و هم بازخریدهای سهام) به نظر می‌رسید که در طول زمان کاهش یافته‌اند. به سختی سازگار با افزایش در بازخریدهای سهام، کاهش در نسبت شرکت‌های آمریکایی پرداخت کننده سود سهام وجود داشته است. فاما و فرنچ (2001) اشاره می‌کنند که نسبت شرکت‌های صنعتی آمریکایی پرداخت کننده سود سهام، بین سال‌های 1984 و 1999، از 32 درصد به 16 درصد سقوط کرده است. به گفته جولینو و اکنبری (2004)²⁷، درصد پرداخت کننده‌های سود سهام در آمریکا در سال 2001 به زیر 15 درصد رسید و سپس شروع به افزایش کرد. در پایان سه ماهه اول سال 2004، بیش از 20 درصد شرکت‌های صنعتی آمریکا سود سهام پرداخت می‌کردند.

دنيس و اوسوبوف (2005)²⁸، الگوی مشابهی از «ناپدید شدن سود سهام» را در کانادا، آلمان، فرانسه، ژاپن، و انگلستان کشف می‌کنند. فاطمی و بیلدیک (2012)²⁹ در مطالعه خود از بیش از 17000 شرکت از 33 کشور، شواهد بیشتری از ناپدید شدن جهانی سود سهام ارائه می‌دهند. آن‌ها بیشترین کاهش در تمایل به پرداخت را در میان شرکت‌های کوچکتر و با سودآوری کمتر با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر در برابر شرکت‌های بزرگتر، سودآورتر و با رشد پایین کشف می‌کنند، اما نتیجه می‌گیرند که همه شرکت‌ها با احتمال کمتری پرداخت می‌کنند، حتی پس از کنترل مشخصات شرکت‌ها.

بیکر و وورگلر (2004)³⁰ نشان می‌دهند که این ظاهر شدن و ناپدید شدن سود سهام، نتیجه‌ای از «استقبال» شرکت‌ها از هوس‌های گذرا برتی بورس (سهام) پرداخت کننده سود سهام است. هابراگ و پارابهالا (2009)³¹ به طور تجربی به بررسی ناپدید شدن سود سهام و توضیح استقبال و در عین حال همچنین کنترل ریسک می‌پردازند. آن‌ها کشف می‌کنند که ریسک، علی‌الخصوص ریسک ویژه، تمایل به پرداخت سود سهام را به طور قابل توجهی توضیح می‌دهد و 40 درصد از پازل ناپدید شدن سود سهام را در برمی‌گیرد. هنگامی که آن‌ها ریسک ویژه را در نظر

²⁷ Julio and Ikenberry (2004)

²⁸ Denis and Osobov (2005)

²⁹ Fatemi and Bildik (2012)

³⁰ Baker and Wurgler (2004a, b)

³¹ Hoberg and Prabhala (2009)

می‌گیرند، استقلال قابل توجه نیست. کو و همکاران (2013)^{۳۲} به مطالعه نمونه بزرگی از شرکت‌ها از 18 کشور در طول سال‌های 1989 تا 2011 می‌پرازند و همچنین پشتیبانی اندکی را برای نظریه استقبال^{۳۳} پس از تنظیم برای ریسک می‌یابند. اندرس و همکاران (2009)^{۳۴}، در مطالعه خود از روندهای در تقسیم سود سهام، نتیجه می‌گیرند که هیچ توضیح مورد انتظار جهانی از پدیده ناپدید شدن سود سهام تا ایچ تاریخ وجود ندارد.

در دهه‌های اخیر، پرداخت کنندگان سود سهام در آمریکا به طور فزاینده‌ای در میان شرکت‌های جا افتاده و با سرمایه‌گذاری‌های بزرگ متمرکز شده‌اند. برای مثال، آمنتا (2013)^{۳۵} گزارش می‌کند که در پایان سه ماهه سوم سال 2013، تعداد سهام پرداخت کننده سود سهام در S&P 500 به 17 سال بالا رسید (417 یا 84 درصد شاخص یا اندیس)، و تعداد شرکت‌های افزایش دهنده سود سهام به صورت سالانه در توزیع هر سهم در حداقل 20 سال به بالاترین سطح رسید. برای سهام در S&P 500، سود سهام به سطوح رکورد در سال 2013 رسید و نسبت پرداخت 31/5 درصد به عنوان یکی از بالاترین سطوح عدم رکورد از سال 2014 باقی مانده است.

وود (2002) و دی آنجلو و همکاران (2004)، جایگزین گسترده‌ای از بازخریده‌های سهام را برای سودهای سهام در هر دوی آمریکا و اروپا زیر سطح بزرگ می‌یابند. طبق جولیو و ایکنبری (2004)، کل مبلغ دلار بازخریده‌ها، از کل مبلغ سود سهام پرداخت شده در آمریکا برای بار اول در سال 1997 تجاوز کرد. همانطور که فار-منسا و همکاران (2014)^{۳۶} اشاره می‌کنند، «در واقع، شاید مهمترین تغییر در سیاست‌های پرداخت شرکت‌ها در دو دهه اخیر، افزایش سکولار بازخریده‌های سهام و پیروزی بازپرداخت‌ها نسبت به سود سهام به عنوان شکل غالب پرداخت‌های شرکت‌ها باشد.»

برای سهام بزرگ، به ویژه سهام در S&P 500، آمنتا (2013) به افزایش در هر دوی پرداخت کنندگان سود سهام و شرکت‌های درگیر در بازپرداخت اشاره می‌کند. این به روندی که در آن، تعداد بسیار اندکی شرکت بزرگ سرمایه‌داری، در هیچ نوع شکل توزیع سهامدار درگیر نمی‌شوند کمک کرده است. در حقیقت، تنها 16 شرکت در

³² Kuo et al. (2013)

³³ catering theory

³⁴ Andres et al. (2009)

³⁵ Amenta (2013)

³⁶ Farre-Mensa et al. (2014)

S&P 500 (3/2 درصد) در طول دوره 12 ماهه پایانی، سود سهام پرداخت نکردند یا در یک بازپرداخت سهام درگیر نشدند، که این، پایین‌ترین تعداد از حداقل 2005 است.

مدیریت سود سهام و درآمد (سود)

شاخه‌ای از تحقیقات، پیوندی را بین سیاست‌های تقسیم سود سهام یک شرکت و عملکرد مدیریت درآمد (سود)، که همچنین به عنوان هموارسازی درآمد شناخته می‌شود، شناسایی کرده است. مدیریت سود هنگامی رخ می‌دهد که ارقام تعهدی یا فعالیت‌های واقعی مانند مخارج سرمایه و سایر هزینه‌های مربوط به سرمایه‌گذاری‌های جدید، برای برآورده ساختن اهداف از پیش تعیین شده سود تنظیم می‌شوند.³⁷ دانیل و همکاران (2008) کشف می‌کنند که زمانی که سود از پیش مدیریت شده، کمتر از سطح لازم برای پشتیبانی پرداخت قرار می‌گیرد شرکت‌ها ارقام تعهدی را در جهت بالا برای افزایش سود و حفظ سطح سود سهام خود مدیریت می‌کنند. دجو و همکاران (2010) حدس می‌زنند که شرکت‌های پرداخت کننده سود سهام باید دارای پایداری سود بالاتری باشند (خودهمبستگی با نوآوری‌های سود گذشته)، که اسکینر و سلتس (2011)³⁸ این را تایید می‌کنند. لیو و اسپهبدی (2014)³⁹ کشف می‌کنند که فعالیت‌های مدیریت سود (هم واقعی و هم مبتنی بر ارقام تعهدی) محرک میزان زیادی از فعالیت‌های پایداری سود شرکت‌های پرداخت کننده سود سهام با هدف حفظ سود سهام سال قبل هستند.

نتایج این مطالعات نشان می‌دهند که توضیح سیگنالی‌نگ سود سهام، که به موجب آن ابتکارات و افزایش‌های سود سهام نشان دهنده سود بالاتر در آینده هستند، ممکن است شامل استراتژی‌های فرعی پیچیده‌تری در مقایسه با آن چه که محققان قبلاً تصور می‌کردند باشد. طبق دی آنجلو و دی آنجلو (2006، ص 295)، MM، «دیدگاه خود درباره اهمیت سیاست پرداخت را محدود کرده‌اند و محققان را برای جستجوی برای اصطکاک‌هایی که سیاست‌های پرداخت را مهم می‌سازند، به طور که در کل زمان مهم باشند، تحریک می‌کنند.» برای مثال، لیس و همکاران (2000)⁴⁰ بیان می‌کنند که «اصطکاک‌های بازار، کلید مناسب بودن سیاست‌های تقسیم سود سهام هستند».

³⁷ Zang, 2012

³⁸ Skinner and Soltes (2011)

³⁹ Liu and Espahbodi (2014)

⁴⁰ Lease et al. (2000, p. 50)

بنابراین آن‌ها یک مدل اصطکاک رقابتی شامل هر دوی «سه نقص بزرگ» (مالیات، سیگنالینگ یا اطلاعات نامتقارن، و هزینه‌های نمایندگی) و نقص‌های کوچک (هزینه‌های معامله، هزینه‌های شناور و رفتار غیر منطقی سرمایه‌گذار) که مدیران باید در فرمول‌بندی یک سیاست معقول تقسیم‌بندی سود سهام در نظر بگیرند را توسعه می‌دهند. اگرچه، فار-منستا و همکاران (2014، ص 92) اشاره می‌کنند که «... هیچ یک از سه توضیح کلاسیک، حرف زیادی برای گفتن نه درباره روند سکولار جایگزین‌های بازخریدها برای سود سهام و نه درباره چرخه‌ای بودن بازخریدها ندارند».

جای تعجب نیست که مقالات مالی شامل نظریات، فرضیات و توضیحات بسیاری برای پرداخت سود سهام هستند، که برخی از آن‌ها مربوط به یکدیگر هستند. برای مثال، دی رویج و رننبوگ (2009)⁴¹ به بحث نقش استقبال⁴² در توضیح سایر نظریه‌های تقسیم سود سهام، به ویژه اطلاعات نامتقارن و سیگنالینگ و همچنین مدل‌های نمایندگی، می‌پردازند. همچنین برخی شباهت‌ها نیز در میان نظریه پرنده-در-دست⁴³، توضیحات رفتاری، و نظریه استقبال وجود دارند. بنابراین یک نظریه کاملاً مستقل نیست.

جدول 2، بحث‌های اصلی برای مناسب بودن تقسیم سود سهام را نشان می‌دهد. نظریه پرنده-در-دست، یکی از توضیحات قدیمی‌تر است که توسط چند نظریه سنتی شامل نقص‌های بازار (مالیات، اطلاعات نامتقارن و هزینه‌های نمایندگی)، و بنابراین برخی توضیحات جدیدتر (رفتاری، چرخه عمر شرکت، و استقبال) دنبال می‌شود. بررسی‌های تحقیقات مختلف در زمینه سیاست‌های تقسیم سود سهام، چه نتیجه‌گیری می‌کنند؟ همانطور که جدول 2 نشان می‌دهد، نتایج برای تقریباً همه نظریه‌ها، به جز نظریه چرخه عمر شرکت با پشتیبانی عمومی، پیچیده (مرکب) هستند. یعنی، مطالعاتی وجود دارند که توضیحات مختلف برای پرداخت سود سهام را هم پشتیبانی می‌کنند و هم پشتیبانی نمی‌کنند.

جدول 2. نظریه‌ها و توضیحات اصلی برای پرداخت سود سهام

نظریه‌ها و توضیحات	توصیف	مفاهیم ضمنی	پشتیبانی تجربی
--------------------	-------	-------------	----------------

⁴¹ De Rooij and Renneboog (2009)

⁴² catering

⁴³ bird-in the-hand theory

پرنده-در-دست	سرمایه‌گذاران، قطعیت پرداخت‌های سود سهام را به احتمال بهره‌های سرمایه آینده به طور پایدار بالاتر ترجیح می‌دهند	در صورتی که شرکت‌ها به دنبال به حداکثر رساندن قیمت سهام باشند آن‌ها باید پرداخت‌های سهام را بالا نگه دارند	مرکب
مالیات مشتریان مالیاتی و	سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند که شرکت‌ها هنگامی که نرخ‌های مالیاتی روی سود سهام بالاتر از نرخ‌های مالیاتی روی بهره‌های طولانی مدت سهام است، به جای پرداخت سود سهام، پول نقد را حفظ کنند	قبل از تسویه حساب نرخ مالیاتی روی سود سهام و بهره‌های سرمایه، شرکت‌ها اگر به دنبال به حداکثر رساندن قیمت سهام هستند باید پرداخت‌های سود سهام را پایین نگه دارند	مرکب
سیگنالینگ و اطلاعات نامتقارن	اطلاعه‌های یک شرکت از افزایش (کاهش) در پرداخت‌های سود سهام به عنوان شاخصی از داشتن چشم‌اندازهای قوی (ضعیف) آینده توسط شرکت عمل می‌کند	سرمایه‌گذاران می‌توانند اطلاعات درباره سود آینده یک شرکت را از طریق سیگنال ناشی از اطلاعاتی سود سهام، هم در زمینه پایداری و هم در زمینه تغییرات در سود سهام استنباط کنند. بنابراین مدیران باید قبل از این که سیاست‌های سود سهام را تعیین کنند از واکنش‌های بازار آگاه شوند	مرکب
هزینه‌های نمایندگی	شرکت‌ها سود سهام را برای تراز کردن بهره‌ها و کاهش مسائل نمایندگی بین مدیران و سهامداران، با کاهش وجوه احتیاطی قابل دسترس برای مدیران پرداخت می‌کنند	نگهداری پول نقد اضافی، درجه انعطاف‌پذیری سرمایه‌گذاری مدیران را افزایش می‌دهد اما می‌تواند برای سهامداران مضر باشد. پرداخت سود سهام بیشتر، هزینه‌های نمایندگی بین مدیران و سهامدار را کاهش می‌دهد	مرکب
توضیحات رفتاری	سرمایه‌گذاران، سود سهام را به دلایل روانی مربوط به خود-کنترل، حسابداری ذهنی، ویرایش هودینی ^{۴۴} ، و پشیمانی و همچنین	خانواده‌های مسن‌تر، بازنشسته و کم درآمد، افزایش تقاضا برای سود سهام را برای اهداف کاهش ریسک و مصرف را نشان می‌دهند	مرکب

⁴⁴ hedonic editing

		در مورد تاثیر ذهن، درآمد و وضعیت بازنشستگی ترجیح می‌دهند	
نظریه چرخه عمر شرکت	سیاست‌های بهینه تقسیم سود وابسته به مرحله شرکت در چرخه عمر آن هستند	یک شرکت زمانی که انتظار می‌رود که نرخ رشد و سودآوری آن در آینده کاهش یابد شروع به پرداخت سود سهام خواهد کرد. بنابراین یک شرکت باید همه سود در مرحله رشد سریع و پرداخت 100 درصد را حفظ کند	به طور کلی پشتیبانی شده
نظریه استقبال	مدیران از تقاضای سرمایه‌گذار برای تقسیم سود سهام با پرداخت سود سهام هنگامی که سرمایه‌گذاران، شرکت‌های پرداخت کننده سود سهام، و با عدم پرداخت یا کاهش سود سهام هنگامی که سرمایه‌گذاران، شرکتی‌هایی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند را ترجیح می‌دهند استقبال می‌کنند	حق بیمه سود سهام مربوط به ارزیابی بازار مربوطه از پرداخت کننده‌ها سود سهام در برابر کسانی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند است	مرکب

نکته: این جدول شامل برخی نظریات و توضیحات مهم برای مناسب بودن پرداخت سود سهام از سنتی تا جدیدتر است

نظریه پرنده-در-دست

یک منطق اولیه برای پرداخت سود سهام، همانطور که توسط لینتنر (1956) و گوردون (1959) بیان شده است، این است که پرداخت‌های سود سهام همراه با ریسک پایین‌تری هستند. نظریه پرنده-در-دست نشان می‌دهد پیوند با پرداخت‌های سود سهام که در حال حاضر دریافت شده در برابر حفظ سود سهام برای سرمایه‌گذاری مجدد در پروژه‌هایی که بازده‌های آینده آن‌ها نامعلوم است قوی‌تر است. بنابراین این نظریه بیان می‌کند که پرداخت سود سهام بالاتر یا داشتن یک پرداخت سود سهام پایدارتر، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد زیرا سود سهام نشان دهنده چیز مطمئنی است در حالی که افزایش قیمت سهام آینده نامشخص است. اگرچه باتاچاریا (1979)⁴⁵ ادعا می‌کند که

⁴⁵ Bhattacharya (1979)

تحت بازارهای سرمایه کامل، استدلال زیربنایی نظریه پرنده-در-دست نادرست است. او تصریح می‌کند که ریسک‌دار بودن جریان‌های نقدی پروژه، ریسک یک شرکت را تعیین می‌کند، نه چگونگی توزیع این جریان‌ها توسط شرکت را. لیس و همکاران (2000) نشان می‌دهند که منطق استدلال پرنده-در-دست می‌تواند رد شود و بنابراین، سیاست‌های تقسیم سود سهام تحت بازارهای کامل و عدم قطعیت، نامناسب هستند. بیکر و همکاران (2011)، شواهد مرکبی را در رابطه با پیوند بین سود سهام و ریسک بر اساس بررسی‌های آمریکایی و غیر آمریکایی مدیران شرکت گزارش می‌کنند.

مالیات و مشتریان مالیاتی

مالیات نمایانگر یک نقص بزرگ بازار است. طبق توضیح اولویت‌های مالیاتی، سرمایه‌گذاران باید ترجیح دهند که شرکت‌ها به جای پرداخت سود سهام، پول نقد را حفظ می‌کنند زیرا نرخ مالیات روی سود سهام اغلب بالاتر از نرخ مالیات روی بهره‌های سرمایه طولانی مدت است. بنابراین تفاوت‌های در نرخ‌های مالیاتی می‌توانند منجر به مشتریان مختلف مالیاتی در رابطه با سود سهام شوند.

سادی و دوتا (2000)⁴⁶، بر اساس بررسی خود از ارتباط بین مالیات و سیاست‌های تقسیم سود سهام شامل یک مرور کلی تحقیقات در حال تکامل در طول پنج دهه گذشته، نتیجه می‌گیرند که «شواهد تجربی و نظری موجود، نتایج متناقضی را فراهم می‌کنند که شامل تاثیر مالیات روی هر دوی قیمت سهام و سیاست‌های تقسیم سود سهام هستند». کالایز و مایکلز (2000)⁴⁷ نشان می‌دهند که ناتوانایی محققان در پیوند تغییرات در قوانین مالیاتی با تغییرات در سیاست‌های تقسیم سود سهام شرکت ممکن است یک نظریه‌ی پیچیده‌تر اثرات مالیاتی باشد که هنوز توسعه نیافته است. طبق فار-منسا و همکاران (2014)، مطالعات متمرکز روی کاهش مالیات سود سهام در مه سال 2003 تایید می‌کنند که تفاوت‌های در مالیات سود سهام و بهره‌های سرمایه تنها دارای تاثیری جزئی روی تنظیم سیاست‌های پرداخت هستند. این یافته سازگار با شواهد مروری ارائه شده توسط براو و همکاران (2008) و یک مرور تحقیقات توسط دی آنجلو و همکاران (2008)، که نتیجه گرفتند که مالیات، یک تعیین کننده مرتبه دوم یا یک

⁴⁶ Saadi and Dutta (2009, p. 139)

⁴⁷ Kalay and Michaely (2000)

تاثیر جزئی روی سیاست‌های پرداخت است، است. دنیس و ستپانیان (2009)⁴⁸ نیز نتیجه می‌گیرند که مالیات به عنوان یک تعیین کننده مرتبه اول سیاست‌های تقسیم سود سهام ظاهر نمی‌شود، که این موجب ایجاد شک در رابطه با نظریه‌های سیاست‌های تقسیم سود سهام که روی مشتریان مبتنی بر مالیاتی تمرکز دارند می‌شود. بیکر و همکاران (2011)، نتایج بررسی‌های آمریکایی و غیر آمریکایی مدیران را خلاصه می‌کنند و با توجه به دوره زمانی و کشور، نتایج به شدت متغیر را کشف می‌کنند. برای شرکت‌های آمریکایی، بیکر و همکاران (2011، ص 278) نتیجه می‌گیرند که «شواهد نشان می‌دهند که مالیات، یک عامل تعیین کننده مرتبه دوم تصمیمات مربوط به تقسیم سود سهام هستند». نظرسنجی‌های مدیریتی شامل شرکت‌های غیر آمریکایی، نتایج متفاوتی را ارائه می‌دهند.

اطلاعات نامتقارن

یکی دیگر از نقص‌های مهم بازار شامل عدم تقارن اطلاعاتی است که به عنوان مبنایی برای نظریه سیگنالینگ به کار می‌رود. طبق نظریه سیگنالینگ، مدیران، به عنوان خودی‌ها، سطوح پرداخت سود سهام را برای انتقال اطلاعات خصوصی درباره چشم‌اندازهای آینده شرکت به سرمایه‌گذاران انتخاب می‌کنند، که این به نوبه خود عدم تقارن را کاهش می‌دهد. مدیران هنگامی که باور دارند که ارزش بازاری فعلی سهام شرکت آن‌ها کمتر از ارزش ذاتی آن است دارای انگیزه‌ای برای انتقال این اطلاعات خصوصی به سرمایه‌گذاران هستند. آغاز و حذف سود سهام، عناصر مخالف و مکمل هستند که به ترتیب چشم‌اندازهای آینده مثبت و منفی یک شرکت را منتقل می‌کنند. بنابراین آن‌ها نتایج غیرنرمال مخالفی را در زمینه تاریخ اعلام تولید می‌کنند.

آزمایش‌های تجربی شامل توضیح سیگنالینگ بسیار زیاد هستند و نتایج متفاوتی را ارائه می‌دهند. طبق آلن و میشیلی (2003)، شواهد جمعی نشان می‌دهند که تغییرات در سیاست‌های پرداخت، به وسیله تمایل شرکت برای انتقال ارزش واقعی آن‌ها به بازار تحریک نمی‌شوند. دی آنجلو و همکاران (2008) نتیجه می‌گیرند که یک چارچوب اطلاعات نامتقارن ساده که نیاز به توزیع جریان‌های نقدی آزاد بر اساس استدلال هزینه نمایندگی ارائه شده توسط

⁴⁸ Denis and Setpanyan (2009)

جنسن (1986) و استدلال ارزیابی امنیتی ارائه شده توسط میرز و ماجلوف (1984)⁴⁹ را نشان می‌دهد به خوبی ویژگی‌های اصلی سیاست‌های مشاهده شده پرداخت را توضیح می‌دهد.

فیلبک (2009)⁵⁰، بر اساس دیدگاه خود نسبت به تحقیقات، اشاره می‌کند که «اغلب شواهد تجربی گرایش به پشتیبانی از حالت‌های نظری مربوط به قابلیت تغییرات سود سهام برای تاثیر روی قیمت سهام دارند». یک استدلال بالقوه برای این واکنش بازار این است که تغییرات سود سهام، چشم‌اندازهای آینده شرکت را منتقل می‌کنند، که ممکن است شامل سود آینده باشند. فیلبک (ص 174) نتیجه می‌گیرد که «در حالیکه نظریه سیگنالینگ به تنهایی نمی‌تواند وجود سیاست‌های تقسیم سود سهام شرکت و تغییرات در سیاست‌ها برای سهام پرداخت کننده سود را توضیح دهند، آن دلایلی را ارائه می‌دهد که چرا شرکت‌ها باید تغییرات در سیاست‌های سود سهام را در زمینه واکنش بازار به چنین تغییراتی به دقت ملاحظه کنند».

نتایج حاصل از نظرسنجی‌های مدیریتی به طور کلی توافقی را تولید می‌کنند که شامل اظهارات در مورد سیگنالینگ سود سهام است. بیکر و همکاران (2011) کشف می‌کنند که مدیران هر دوی شرکت‌های آمریکایی و غیر آمریکایی معتقد هستند که پرداخت‌ها اطلاعات را منتقل می‌کنند، که از مدل‌های سیگنالینگ علمی حمایت می‌کند. برای شرکت‌های آمریکایی، بیکر و همکاران (ص 278) بیان می‌کنند که «بنابراین، با توجه به سه نقص بزرگ بازار، به نظر می‌رسد که نتایج نظرسنجی، حمایت بیشتری از سیگنالینگ، در مقایسه با مالیات و اثرات مشتریان و هزینه‌های نمایندگی، فراهم می‌کنند». برای شرکت‌های غیر آمریکایی، بیکر و همکاران (ص 299) نتیجه می‌گیرند که «در حالی که هیچ توضیحی دارای حمایت جهانی نیست، به نظر می‌رسد که نظریه سیگنالینگ دارای بیشترین پشتیبانی بر اساس مطالعات بررسی شده غیر آمریکایی است». در مقابل، فار-منسا و همکاران (2014، ص 92) نتیجه می‌گیرند که «نظریه‌های سیگنالینگ، حمایت ضعیفی را هم از لحاظ تجربی در شواهد نظرسنجی و (...) کسب کرده‌اند». اگرچه، بررسی آن‌ها از شواهد مروری در مورد سیگنالینگ محدود است و مطالعات متعدد بررسی شده توسط بیکر و همکاران (2011) را نادیده می‌گیرد.

⁴⁹ Myers and Majluf (1984)

⁵⁰ Filbeck (2009, p. 174) notes

هزینه‌های نمایندگی

سومین نقص مهم بازار، هزینه‌های نمایندگی است. پرداخت سود سهام، مکانیسمی را برای کاهش مساله سرمایه‌گذاری بیش از حد، با کاهش هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد فراهم می‌کند. برای مثال، پرداخت منظم سود سهام نقدی ممکن است نشان دهد که مدیران شرکت‌های با رشد آهسته‌تر از خطرات سرمایه‌گذاری بیش از حد آگاه هستند و مایل هستند که شرکت را به بررسی بیشتر بازار ترغیب کنند. شرکت‌هایی که پول نقدی را پرداخت می‌کنند که می‌توانند برای تامین سرمایه‌گذاری‌های جدید استفاده کنند باید بیشتر از شرکت‌هایی که این توانایی را ندارند دارای دسترسی به بازارهای سرمایه باشند. این افزایش بررسی توسط بازارها ارزش می‌افزاید، زیرا سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری و تصمیمات عملیاتی مدیران را نظارت می‌کنند.

شواهد تجربی متفاوتی در این باره وجود دارند که آیا تقسیم سود سهام، در کاهش هزینه‌های نمایندگی در میان ذینفعان شرکت، موفق است. با توجه به این که هزینه‌های نمایندگی مستقیماً قابل مشاهده نیستند و به سختی دارای ارتباط با سیاست‌های سود سهام یک شرکت هستند. علی‌رغم این شواهد مرکب، مگینسون (1964)⁵¹ بیان می‌کند که «مدل هزینه نمایندگی، به تازگی، مدل اقتصادی پیشرو برای توضیح پرداخت‌های مشاهده شده سود سهام است». آلن و میشیلی (2003) نتیجه می‌گیرند که به نظر می‌رسد که هر دوی سود سهام و بازخریدها برای کاهش پتانسیل سرمایه‌گذاری بیش از حد به وسیله مدیریت هستند، که این یک استدلال هزینه‌های نمایندگی است. موکرچی (2009)⁵² بر اساس بررسی خود از تحقیقات مربوطه، نتیجه می‌گیرد که شواهد جمعی، از مدل هزینه نمایندگی به عنوان یک مدعی برای توضیح این که چرا شرکت‌ها سود سهام پرداخت می‌کنند پشتیبانی می‌کنند. بوهرن و همکاران (2012)⁵³، در عین حال قوی‌ترین پشتیبانی قوی را برای این استدلال فراهم می‌کنند که پرداخت‌های سود سهام می‌توانند تعارض‌های مربوط به نمایندگی در میان ذینفعان شرکت را کاهش دهند. در ترکیب جدیدی از تحقیقات علمی در زمینه سیاست‌های پرداخت شرکت، فارمنسا و همکاران (2014) نتیجه می‌گیرند که از انگیزه‌های سنتی برای این که چرا شرکت‌ها سود سهام پرداخت می‌کنند (مالیات، اطلاعات نامتقارن،

⁵¹ Megginson (1996, p. 377)

⁵² Mukherjee (2009)

⁵³ Bøhren et al. (2012)

و هزینه‌های نمایندگی)، شواهد، بیشتر به نفع ملاحظات نمایندگی هستند. بیکر و همکاران (2011) به بررسی نتایج به دست آمده از بررسی‌های مختلف آمریکایی و غیر آمریکایی شامل هزینه‌های نمایندگی می‌پردازند و نتایج متفاوتی را به دست می‌آورند.

توضیحات رفتاری

بسیاری از نظریه‌های مبتنی بر رفتار اقدام به توضیح این می‌کنند که چرا سرمایه‌گذاران، سود سهام را جذاب می‌یابند. عناصر رفتاری مختلف شامل خود-کنترلی، حسابداری ذهنی، ویرایش هودینی، و گریز از پشیمانی هستند. عوامل مختلف جمعیت‌شناختی شامل سن، درآمد، و وضعیت بازنشستگی نیز می‌توانند دارای تاثیر روی اولویت یک سرمایه‌گذار برای سود سهام باشند. شفرین (2009)⁵⁴ به بررسی توضیحات رفتاری مختلف سود سهام می‌پردازد و نتیجه می‌گیرد که ترکیبی از شواهد تجربی و منطقی، پشتیبانی قوی را برای نظریه مبتنی بر رفتار فراهم می‌کند. برای مثال، شواهد نشان می‌دهند که خانواده‌های مسن‌تر، بازنشسته و کم درآمد، طرفدار سهام پرداخت کننده سود برای تامین مالی مصرف هستند. در مقابل، سرمایه‌گذاران جوان‌تر با درآمدهای متوسط تا بالا دارای نیاز کمی به تامین مالی مصرف با سود سهام دارند. اگرچه، شواهد نظرسنجی خلاصه شده توسط بیکر و همکاران (2011)، نتایج متفاوتی را در آلمان نشان می‌دهند اما فاقد پشتیبانی از نظریه رفتار در هلند هستند.

نظریه چرخه عمر شرکت

طبق نظریه چرخه عمر سود سهام شرکت، توانایی یک شرکت برای تولید پول نقد، با کامل شدن خود، توانایی آن برای یافتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سود آور را می‌گیرد. بنابراین یک شرکت باید سرانجام هیچ پول نقدی را برای سهامدارن به عنوان سود سهام توزیع نکند. این نظریه به شدت در تضاد با نظریه سیگنالینگ سود سهام است، که پیش‌بینی می‌کند که یک شرکت، سود سهام را برای آگاه ساختن بازار از این که رشد و سودآوری آن بهبود یافته است پرداخت خواهد کرد. یک شرکت بر اساس سیاست‌های بهینه سود سهام خود با ارتباط بین بازده‌های آن روی سود سهام و هزینه‌ی سرمایه آن، که به وسیله مرحله چرخه عمر شرکت تعیین می‌شود، تصمیم می‌گیرد. بولان و

⁵⁴ Shefrin (2009)

سابرامانیان (2009)⁵⁵ نتیجه می‌گیرند که «به طور کلی، شواهد تجربی از نظریه چرخه عمر سود سهام شرکت در زمینه تمایل پرداخت سود سهام و مشخصات چرخه عمر حمایت می‌کنند». بیکر و همکاران (2011) کشف می‌کنند که شواهد محدود بر اساس تحقیقات نظرسنجی از نظریه چرخه عمر سود سهام پشتیبانی می‌کنند.

نظریه استقبال

بیکر و وورگلر (2004⁵⁶)، نظریه استقبال سود سهام را توسعه می‌دهند، که بر اهمیت احساسات سرمایه‌گذار در تصمیمات درباره سیاست‌های تقسیم سود سهام تأکید دارد. مدیران هنگامی که سرمایه‌گذاران، شرکت‌های پرداخت کننده سود سهام را ترجیح می‌دهند با پرداخت سود سهام و هنگامی که سرمایه‌گذاران، شرکت‌هایی را ترجیح می‌دهند که سود سهام پرداخت نمی‌کنند از تقاضای سرمایه‌گذار استقبال می‌کنند. لی و لی (2006)⁵⁶، نظریه استقبال سود سهام را با بررسی تغییرات در سطوح سود سهام در آمریکا توسعه می‌دهند.

دی رویچ و رننبوگ (2009، صص 234-235)، بر اساس مرور خود از تحقیقات، بیان می‌کنند که «نتایج تجربی (...) در این باره که آیا نظریه استقبال سود سهام می‌تواند پرداخت سود سهام را توضیح دهد بسیار دور از قطعی یا یکپارچه هستن»د. اگرچه، علی‌رغم این نتایج متفاوت، آن‌ها نتیجه می‌گیرند که به نظر می‌رسد که نظریه استقبال، آغاز سود سهام را بهتر از حذف سود سهام توضیح می‌دهد. آن‌ها همچنین نتیجه می‌گیرند که مشخصات شرکت انفرادی باید با احساس سرمایه‌گذار به منظور توضیح سیاست‌های سود سهام ادغام شوند. تعدادی نظرسنجی مدیریتی به بررسی نظریه استقبال می‌پردازند و این‌ها شامل کانادا هستند. بیکر و همکاران (2011) کشف می‌کنند که دیدگاه‌های مدیریتی معمولاً از این نظریه پشتیبانی می‌کنند اما هشدار می‌دهند که مطالعات اندکی برای به دست آوردن نتیجه‌گیری‌های قطعی، قابل دسترس هستند.

خلاصه‌ای در مورد سیاست‌های تقسیم سود سهام

یک ویژگی شگفت‌انگیز این مرور تحقیقات این است که نتایج، در رابطه با این که کدام نظریه می‌تواند بهترین توضیح را برای پرداخت سود سهام ارائه دهد یکپارچه نیستند. فرانکفورت و وود (2002) نتیجه می‌گیرند که هیچ

⁵⁵ Bulan and Subramanian (2009, p. 211)

⁵⁶ Li and Lie (2006)

کدام از نظریه‌ها یا توضیحات سود سهام به وضوح تایید نشده‌اند. بیکر و همکاران (2011، ص 251) اشاره می‌کنند که «هیچ برنده مشخصی در میان نظریه‌های رقابتی سود سهام وجود ندارد و هیچ نظریه منفردی تبدیل به راه‌حل غالب برای پازل تقسیم سود سهام نشده است. مقداری پشتیبانی تجربی برای هر نظریه وجود دارد». در میان این سه نقص بزرگ، به نظر می‌رسد که توضیحات اطلاعات نامتقارن (سیگنالی‌نگ) و هزینه‌های نمایندگی دارای پشتیبانی تجربی متقاعد کننده‌تری در مقایسه با توضیح اولویت مالیاتی هستند. نظریه‌های جدیدتر شامل ملاحظات رفتاری نظریه چرخه عمر، و نظریه استقبال، علی‌رغم تولید برخی نتایج مرکب، بینش‌های مفیدی را ارائه می‌دهند.

دیگران، با توجه به بررسی‌های خود از تحقیقات، به نتیجه‌گیری‌های متفاوتی دست می‌یابند. برای مثال دی آنجلو و همکاران (2008) نتیجه می‌گیرند که انگیزه‌های سیگنالی‌نگ مدیریتی، تقاضاهای مشتریان، مزایای بازپرداخت مالیات، اکتشافات رفتاری سرمایه‌گذاران، و احساسات سرمایه‌گذار به بهترین نحو دارای اثرات جزئی روی سیاست‌های پرداخت هستند. اگرچه آن‌ها کشف می‌کنند که تعصبات رفتاری در سطح مدیریتی (برای مثال، اعتماد به نفس بیش از حد)، و اولویت‌های ویژه کنترل سهامدار احتمالاً دارای اثرات مرتبه اول روی سیاست‌های پرداخت هستند.

فار-منسا و همکاران (2014)، بر اساس مرور خود از تحقیقات علمی، نتیجه می‌گیرند که انگیزه‌های دیگر پرداخت مانند تغییرات در عملکردهای مصرف و انگیزه‌های مدیریت، در مقایسه با انگیزه‌های سنتی، دارای توانایی بیشتری در توضیح تغییرات مشاهده شده در الگوهای پرداخت در طول زمان هستند. آن‌ها بیان می‌کنند که مصرف‌گزینه‌های اجرایی منجر به بازخریدهای بیشتر می‌شود زیرا مصرف‌گزینه، انگیزه‌ای را برای عدم پرداخت سود سهام ایجاد می‌کند. آن‌ها همچنین اشاره می‌کنند که مصرف‌گزینه‌های کارمندان غیر اجرایی، انگیزه‌ای اضافی را برای بازخرید ایجاد می‌کند. این بدین دلیل رخ می‌دهد که مدیران سعی در معکوس کردن تاثیر رقیق کننده روی سود در هر سهم، که به عنوان نتیجه‌ای از انتشار سهام ناشی از اجرای گزینه‌های سهام به وسیله بازخرید سهام رخ می‌دهد، دارند.

چنین تفاوت‌هایی چرا رخ می‌دهند؟ نتایج مرکب می‌توانند ناشی از استفاده از دوره‌های زمانی، متدلوژی‌ها، و متغیرهای مختلف برای تست هر نظریه یا توضیح باشند. همچنین منابع جدید داده در طول زمان قابل دسترس

شده‌اند. لیس و همکاران (2000) اشاره می‌کنند که کمبود پشتیبانی تجربی برای یک نظریه خاص سیاست‌های تقسیم سود سهام می‌تواند ناشی از دو دلیل اصلی باشد: اولاً، مشکلات در سنجش کمی اصطکاک‌های بازار، و دوماً، پیچیدگی‌های آماری در پردازش نقص‌های تعاملی بی‌شمار که احتمالاً دارای تاثیر متفاوتی روی شرکت‌های انفرادی هستند. علاوه‌براین، کسانی که بررسی‌های تحقیقات را می‌نویسند می‌توانند دارای تفاسیر خود از شواهد باشند.

اندازه پرداخت سود سهام را چه چیزی تعیین می‌کند؟

تحقیقات علمی نشان می‌دهند که عوامل مختلفی دارای تاثیر روی سود سهام هستند از جمله مشخصات شرکت، مشخصات بازار، و شکل‌های جایگزین سود سهام. دنیس و استپانیان (2009)، عوامل تعیین کننده تجربی پرداخت‌های سود سهام شرکت‌ها در میان شرکت‌های آمریکای شمالی را کشف می‌کنند. برای مثال، آن‌ها مطالعاتی را کشف می‌کنند که نشان می‌دهند که سود سهام تحت تاثیر روی چنین مشخصات شرکت مانند اندازه (+)، سودآوری (+)، فرصت‌های رشد (-)، کمال یا بلوغ شرکت (+)، مقررات (+)، اهرم یا قدرت نفوذ (+)، دارایی‌های سهام خودی (-)، و دارایی‌های سهام سازمانی (+) است. آن‌ها همچنین ارتباطی را بین سود سهام و مشخصات بازار مستند می‌کنند که در آن، شرکت با شامل کردن قوانین مالیاتی، حفظ سرمایه‌گذار، رقابت بازار تولید، احساس سرمایه‌گذار، و موقعیت عمومی یا خصوصی و همچنین قابل دسترس بودن شکل‌های جایگزین پرداخت شرکت، عمدتاً بازپرداخت‌های سهام، عمل می‌کند.

بنکل و همکاران (2009)⁵⁷، شواهد مروری شامل عوامل تعیین کننده سیاست‌های پرداخت بین-کشوری برای شرکت‌های اروپایی را فراهم کردند. آن‌ها شواهدی حقیق را ارائه می‌دهند که عوامل موثر بر سیاست‌های تقسیم سود سهام در طول کشورهای مشابه هستند. در عین حال آن‌ها کشف می‌کنند که برخی تفاوت‌های خاص کشور وجود دارند که نشان می‌دهند که سیاست‌های تقسیم سود، به وسیله تعامل پیچیده ساختار قانونی و نهادی یک کشور و مشخصات شرکت مانند ساختار مالکیت تعیین می‌شوند.

حقایق تلطیف شده (سبک‌وار)

⁵⁷ Bancel et al. (2009)

سیاست‌های تقسیم سود سهام، توجه دانشگاهیان، مدیران شرکت‌ها و مانند آن‌ها را جذب کرده‌اند. کتاب‌های بیشمار و هزاران مقاله در این موضوع قابل دسترس هستند. پس ما درباره سیاست‌های سود سهام شامل سود سهام نقدی چه چیزهایی آموخته‌ایم؟ اگرچه، پازل تقسیم سود سهام کاملاً حل نشده است، مطالعات نظری و تجربی شامل نظرسنجی‌های مدیریتی، بینش‌هایی را برای نزدیکتر شدن به راه‌حل ارائه داده‌اند. در اینجا برخی حقایق تلطیف شده، توسط فار-منسا و همکاران (2014)، در میان بقیه، شناسایی می‌شوند:

- پرداخت‌های شرکت‌ها شامل مقادیر زیادی پول هستند و دلالت بر انتقال ثروت زیاد در اقتصاد دارند؛
- شواهد آمریکایی نشان می‌دهند که اهمیت سود سهام نقدی به عنوان یک مولفه مهم بازده‌های کل سرمایه‌گذاران در طول زمان کاهش یافته است؛
- بازخریدهای سهام در حال حاضر نقش بسیاری مهمی را در سیاست‌های پرداخت شرکت‌ها در کشورهای بازخرید سهام را مجاز می‌دانند ایفا می‌کنند؛
- دیدگاه رایج این است که سیاست‌های تقسیم سود سهام مهم هستند، همانطور که به وسیله مقادیر زیاد پول مشمول و توجهی که شرکت‌ها، تحلیلگران امنیت، و سرمایه‌گذاران به سود سهام می‌دهند نشان می‌دهد؛
- شرکت‌ها گرایش به پیروی از یک سیاست مدیریت شده، نه باقیمانده، تقسیم سود سهام دارند و به شدت متعهد به حفظ سطح سود سهام و هموارسازی سود سهام در طول زمان هستند؛
- تعیین‌کننده‌های خاص سود سهام نقدی در شکل‌های سیاست‌های سود سهام واقعی، در طول زمان دارای نقش مهمی هستند؛
- بازار واکنش مثبتی به افزایش پرداخت و واکنشی منفی به کاهش پرداخت نشان می‌دهد؛
- هیچ مجموعه جهانی از عوامل برای همه شرکت‌ها مناسب نیست زیرا سیاست‌های تقسیم سود سهام نسبت به عوامل متعدد از جمله مشخصات شرکت، مشخصات بازار و شکل‌های جایگزین سود سهام حساس هستند؛
- نظریه‌ها یا توضیحات جهانی برای این که شرکت‌ها چرا سود سهام پرداخت می‌کنند ساده هستند.

مفاهیم ضمنی عملی

- مدیران که در جستجوی کمک در انجام تصمیم‌گیری‌های سیاست‌های تقسیم سود سهام هستند با نظریات و توضیحات بسیاری مواجه می‌شوند. در عین حال برخی مفاهیم عملی را می‌توان از این بدنه تحقیقات به دست آورد:
- تحت شرایط جهان-واقعی، تعیین یک سیاست پرداخت مناسب شامل انتخاب مشکلی بین نیاز به متعادل کردن بسیاری از نیروهای به طور بالقوه متعارض است؛
 - تصمیمات سیاست‌های تقسیم سود سهام باید بر اساس سطح میکرو یا خاص-شرکت گرفته شوند زیرا نقص‌ها یا عوامل مختلف دارای تاثیر متفاوتی روی شرکت‌ها هستند. بنابراین شرکت‌ها باید دیدگاه ویژه‌ای از سود سهام را توسعه دهند؛
 - مدیران باید اهمیت نسبی نقص‌ها یا عوامل و همچنین تعاملات آن‌ها را هنگام تصمیمات مربوط به سیاست‌های سود سهام ملاحظه کنند،
 - مدیران نباید سیاست‌های سود سهام را جدای از سیاست‌های مالی آن در نظر بگیرند زیرا سیاست سود سهام عملاً مربوط به سیاست سرمایه‌گذاری و سیاست امور مالی است؛
 - مدیران باید تشخیص دهند که مصرف گزینه‌ها انگیزه‌ای را برای بازخرید سهام به جای پرداخت سود سهام نقدی ایجاد می‌کند؛
 - حل پازل تقسیم سود سهام، با شامل کردن عوامل اضافی مانند مشخصات شرکت، مشخصات بازار، و شکل‌های جایگزین سود سهام پیچیده‌تر شده است.

مسیرهای برای تحقیق آینده

- سیاست‌های تقسیم سود سهام به احتمال زیاد مبحث ادامه‌داری در امور مالی است زیرا پرسش‌ها هنوز بدون پاسخ باقی مانده‌اند. در زیر، چند مسیر بالقوه برای تحقیق آینده بر اساس شکاف‌های پیش‌بینی شده در تحقیقات ارائه می‌شوند:
- تاثیر ساختار مالکیت نهایی (برای مثال، ساختارهای مالکیت هرمی، دارایی‌های مشترک، و سهام چند-کلاسه) روی ارتباط بین وضع مالیات و سیاست‌های تقسیم سود سهام چیست؟

- با توجه به تغییر روند در جهت بازخرید سهام، آیا تغییرات در سیاست‌های تقسیم سود سهام، یک چشم‌انداز آینده برای یک شرکت یا به طور ساده تغییری در سیاست‌های شرکت در ادامه روندهای بازار را مشخص می‌کند؟
- محققان چگونه می‌توانند شواهدی را از این که آغاز تقسیم سود سهام نشان دهنده تغییرات چرخه عمر نیست بلکه نشان دهنده افزایش یا کاهش سود سهام است تطبیق دهند؟
- چه عوامل تعیین کننده بین-کشوری خاص به توضیح سیاست‌های تقسیم سود سهام کمک می‌کنند؟
- شرکت‌ها تا چه میزانی سود را برای برآورده ساختن اهداف مربوط به سود سهام، نه مربوط به سودآوری، مدیریت کنند؟
- چگونه می‌تواند تصمیمات پرداخت را به عنوان بخش مکملی از اکوسیستم مالی بزرگتر یک شرکت، با پیامدهای مهم برای امور مالی، سرمایه‌گذار و مدیریت ریسک در نظر گرفت؟
- چگونه می‌توان سیاست‌های پرداخت را به تصمیمات ساختار سرمایه گره زد؟
- چه چیزی انتخاب بین تقسیم سود سهام و بازخرید سهام را فراتر از مصرف و انگیزه‌ها توضیح می‌دهد؟

مشاهدات نهایی

اگرچه نظریه‌پردازی گسترده و تحقیقات تجربی در مورد انگیزه‌های پرداخت سود سهام به توضیح پازل تقسیم‌بندی سود سهام کمک می‌کنند، همه قطعات این پازل هنوز در یک کا منسجم تطبیق داده نمی‌شوند. برای مثال، این تلاش‌ها منجر به ایجاد یک سیاست «بهینه» تقسیم سود سهام یا یک نظریه یکپارچه در مورد سود سهام نشده‌اند. همانطور که فار-منسا و همکاران (2014، ص 92) اشاره می‌کنند «... تاکنون اغلب تحقیقات علمی، سیاست پرداخت را به صورت جداگانه تجزیه و تحلیل کرده‌اند.»

علی‌رغم برخی شواهد موجود در مورد نظریه‌های رقابتی پرداخت سود سهام، بررسی ما نشان می‌دهد که برخی نظریات یا توضیحات دارای پشتیبانی نسبتاً کمتری در مقایسه با بقیه هستند. با این وجود، هیچ مدل منفردی تا این تاریخ، تصویر کاملی که در آن همه قطعات پازل تقسیم سود سهام به درستی جای داده شوند را فراهم نمی‌کند. چرا

این اتفاق رخ می‌دهد؟ طبق اچ ال منکن (1949)⁵⁸، «توضیحات وجود دارند؛ آن‌ها همیشه وجود داشته‌اند؛ همیشه راه‌حل معروفی برای هر مساله انسانی وجود دارد - تمیز، محتمل، و اشتباه».

محققان علمی معمولاً نظریه‌های را در انتزاع ایجاد می‌کنند و سپس تلاش می‌کنند که شواهد تجربی برای معتبرسازی این نظریه بیابند. آن‌ها تنها تمایل به تمرکز روی یک قطعه از پازل تقسیم سود سهام در یک زمان دارند. در نتیجه، بسیاری از نظریه‌های یا توضیحات از این که چرا شرکت‌ها سود سهام پرداخت می‌کنند نسبتاً ساده هستند. مدل اصطکاک‌های رقابتی لیس و همکاران (2000)، استثناء قابل توجهی است. با این حال این نویسندگان اشاره می‌کنند که بررسی جامع تعاملات در میان نقص‌های بازار، ذهن را فلج می‌کنند.

رویکردهای دیگری قابل دسترس هستند، برای مثال، به جای ایجاد یک نظریه در انتزاع، محققان می‌توانند با تعیین عوامل یا مشخصاتی که تصمیم‌گیرندگان، در تنظیم سیاست‌های تقسیم سهام شرکت و سپس تخمین وزن‌های مربوطه، به عنوان مهم در نظر می‌گیرند شروع کنند. این رویکرد مثبت، نه هنجار-محور، می‌تواند به ساخت مدل‌های واقع‌بینانه‌تر تقسیم سود سهام، شاید بر یک اساس خاص-شرکت، کمک کند. در عین حال، یک مانع این رویکرد مثبت این است که ما نیاز به اطلاعات بیشتری در این باره که چرا شرکت‌ها به یک روش یا روش دیگر رفتار می‌کنند داریم. یک رویکرد دیگر، توسعه نظریه غنی‌تر، یکپارچه‌تر، و پیچیده‌تر برای سیاست‌های تقسیم سود سهام به منظور توضیح بیشتر قوانین تجربی نه قوانینی که وجود دارند خواهد بود. یک چنین مدل جامعی ممکن است نظریه‌های مالی مدرن، مشخصات شرکت و بازار، و همچنین اثرات رفتاری و روانی را ترکیب کند. بنابراین محققان باید توسعه پارادایم جدیدی برای حل پازل سود سهام را در نظر بگیرند. تا زمانی که آن‌ها یک چنین مدلی را توسعه دهند، تست‌های نظریه‌های مختلف به احتمال زیاد فراگیر و ناسازگار باقی می‌مانند. بنابراین، سیاست‌های تقسیم سود سهام، به عنوان یک حوزه بحث برانگیز در امور مالی باقی می‌ماند که هنوز چالش‌هایی را برای مدیرانی که با تصمیم‌گیری‌های مربوط به سیاست‌های تقسیم سود سهام مواجه هستند و محققانی که سعی در توضیح سیاست‌های تقسیم سود سهام دارند ایجاد می‌کنند.

⁵⁸ H.L. Mencken (1949)



این مقاله، از سری مقالات ترجمه شده رایگان سایت ترجمه فا میباشد که با فرمت PDF در اختیار شما عزیزان قرار گرفته است. در صورت تمایل میتوانید با کلیک بر روی دکمه های زیر از سایر مقالات نیز استفاده نمایید:

لیست مقالات ترجمه شده ✓

لیست مقالات ترجمه شده رایگان ✓

لیست جدیدترین مقالات انگلیسی ISI ✓

سایت ترجمه فا ؛ مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده از نشریات معتبر خارجی