

# نسبت سود تقسیمی، قیمت نظری و قیمت واقعی بعد از مجمع

شهرام بابالویان

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی

اصغر بخشایانی

دانشجوی کارشناسی ارشد مهندسی صنایع



چکیده

یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران، نگرانی از قیمت بازگشایی سهم پس از مجمع عمومی عادی سالانه است. خط مشی بهینه تقسیم سود، در راستای حداکثر کردن قیمت سهم بایست بین تقسیم سود و رشد آتی تعادل برقرار کند. نتایج تحقیق حاصله در مورد رابطه نسبت سود تقسیمی با شکاف بین قیمت نظری و قیمت واقعی بعد از مجمع عادی سالانه سال مالی ۱۳۸۵ نشان می‌دهد، تفاوت معناداری بین میانگین نسبت سود تقسیمی شرکت‌هایی که قیمت واقعی بعد از مجمع آن‌ها بیش‌تر از قیمت نظری بعد از مجمع شان بوده است، و میانگین سود تقسیمی شرکت‌هایی که قیمت واقعی بعد از مجمع آن‌ها کم‌تر از قیمت نظری بعد از مجمع شان بوده است، وجود ندارد. طبق نتایج حاصله از این تحقیق، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران مطابق با نظریه نامربوط بودن سود<sup>۱</sup> عمل می‌کنند.

واژه‌های کلیدی: نسبت سود تقسیمی، قیمت نظری، قیمت واقعی بعد از مجمع.

#### ۱ مقدمه

شرکت‌های موفق کسب سود می‌کنند. این سود مجدداً در دازایی‌های عملیاتی سرمایه‌گذاری می‌شود، یا برای خرید اوراق بهادار به کار می‌رود، یا در باز پرداخت بدهی مورد استفاده قرار می‌گیرد و ممکن است میان سهام‌داران توزیع شود. در تصمیم‌گیری پیرامون مقدار توزیع سود میان سهام‌داران، مدیران مالی باید همواره

هدف شرکت را در نظر داشته باشند که همانا به حداکثر رساندن ثروت سهام‌داران است. در نتیجه، نسبت سود تقسیمی - درصدی از سود خالص که به صورت نقد پرداخت می‌شود-

” هر تغییر در خط مشی پرداخت سود دو اثر متضاد دارد و از این رو خط مشی بهینه تقسیم سود در راستای هدف حداکثر کردن قیمت سهم باید بین تقسیم سود و رشد آتی تعادل برقرار کند.

بایست تا حد ممکن بر پایه اولویت سهام‌داران از سود نقدی و عایدات سرمایه‌ای<sup>۲</sup> استوار باشد. اگر شرکت نسبت پرداخت سود سهام را افزایش دهد، سود تقسیمی افزایش یافته و طبق مدل ارزشیابی<sup>۳</sup> "گوردن"<sup>۴</sup>، افزایش سود تقسیمی موجب افزایش قیمت سهم می‌شود. اما با افزایش سود تقسیمی،

” یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران، نگرانی از قیمت بازگشایی سهم پس از مجمع عمومی عادی سالانه است. خط مشی بهینه تقسیم سود، در راستای حداکثر کردن قیمت سهم بایست بین تقسیم سود و رشد آتی تعادل برقرار کند.

وجوه در دسترس برای سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت و این موجب کاهش نرخ رشد مورد انتظار خواهد

شد و در نهایت قیمت سهم کاهش می‌یابد. بنابراین هر تغییر در خط مشی پرداخت سود دو اثر متضاد دارد و از این رو خط مشی بهینه تقسیم سود، در راستای هدف حداکثر کردن قیمت سهم باید بین تقسیم سود و رشد آتی تعادل برقرار کند (عبده تبریزی و حنیفی، ۱۳۸۲).

هنگام تصمیم‌گیری در مورد این‌که چه قدر باید سود را بین سهام‌داران تقسیم کرد، دو نکته را باید در نظر داشت: (۱) هدف غایی، حداکثر کردن ارزش شرکت برای سهام‌داران است و (۲) جریان‌های نقدی حاصل شده توسط شرکت متعلق به سهام‌داران است (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۰).

مدیریت فقط در حالتی مجاز است که سود کم‌تری تقسیم کند و بتواند وجوه توزیع نشده را در جایی بهتر از خود سرمایه‌گذار، سرمایه‌گذاری کند. اگر بازده بیش‌تری نسبت به بازده ای که سرمایه‌گذار خود با سرمایه‌گذاری در فرصت‌هایی با ریسک برابر به دست می‌آورد، کسب نشود، دلیلی بر نگهداری سود وجود ندارد. از سوی دیگر، سرمایه داخلی صاحبان سهام (سود تقسیم نشده) ارزان‌تر از سرمایه خارجی صاحبان سهام (سهام عادی جدید) است. این موضوع شرکت‌ها را تشویق می‌کند که درآمد را در داخل شرکت نگه دارند و سود کم‌تری را بین سهام‌داران تقسیم کنند؛ و بدین ترتیب از احتمال تامین مالی از خارج از شرکت برای تامین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری آتی بکاهند (گریس<sup>۴</sup> و دیگران، ۱۹۹۵).

تقسیم سود بین سهام‌داران باعث می‌شود که به تناسب آن قیمت سهم

2 Capital gains

3 Gordon

1 Dividend irrelevance theory

4 Grace

کاهش یابد. اگر نسبت سود تقسیمی تأثیری بر تصمیم گیری سرمایه گذاران نداشته باشد، در آن صورت با فرض ثابت ماندن سایر عوامل، انتظار می رود که قیمت نظری بعد از مجمع (قیمتی است که اگر نماد سهم با آن مبلغ بازگشایی و معامله شود، سهامداران قبل از مجمع نه سود می کنند و نه زیان) با قیمت واقعی بعد از مجمع یکسان باشد (بلک<sup>۵</sup>، ۱۹۷۶). در این تحقیق اولاً، به این موضوع پرداخته می شود که با چه سطح اطمینانی می توان گفت که قیمت نظری و قیمت واقعی بعد از مجمع متفاوت از هم نیستند.

ثانیاً، رابطه میان نسبت سود تقسیمی و شکاف میان قیمت نظری و قیمت واقعی بعد از مجمع بررسی و با نظریه های پرنده در دست و نامربوط بودن

”  
نظریه نامربوط بودن تقسیم سود بیان می کند که خط مشی تقسیم سود تأثیری بر قیمت سهام شرکتها ندارد. ارزش شرکت فقط به عایداتی بستگی دارد که داراییها ایجاد می کنند و نه این که چگونه این عایدات بین سود سهام و سود تقسیم نشده، تقسیم می شود.“  
“

سود مقایسه می شود. نظریه پرنده در دست بیان می کند که نرخ بازده مورد انتظار همزمان با افزایش نسبت پرداخت سود کاهش می یابد، چون سرمایه گذاران در مقایسه با دریافت سود نقدی اطمینان کمتری نسبت به دریافت عایدات سرمایه ای دارند که باید از سود تقسیم نشده، به دست آید (“گوردن<sup>۶</sup>، ۱۹۶۳). به عبارت دیگر، این نظریه استدلال می کند که سرمایه گذاران برای یک ریال نقدی مورد انتظار، ارزش بیشتری نسبت به یک ریال عایدات سرمایه ای قائل اند، زیرا بازده نقدی ریسک کمتری نسبت به رشد مورد انتظار و در نتیجه افزایش قیمت و عایدات سرمایه ای دارد. (لینتنر<sup>۷</sup>، ۱۹۶۲).

نظریه نامربوط بودن تقسیم سود بیان می کند که خط مشی تقسیم سود تأثیری بر قیمت سهام شرکتها ندارد. ارزش شرکت فقط به عایداتی بستگی دارد که داراییها ایجاد می کند و نه این که چگونه این عایدات بین سود سهام و سود تقسیم نشده، تقسیم می شود (میلر و مودیلیانی<sup>۷</sup>، ۱۹۶۱).

## ۲ داده و روش شناسی

برای انجام این تحقیق، ۵۰ شرکت از بین شرکت های فعال در بورس به طور تصادفی انتخاب شده است. با توجه به این که در تاریخ انجام پژوهش از بین ۵۰ شرکت انتخابی، ۷ شرکت مجمع شان تشکیل نشده و یا نماد شرکت پس از مجمع بازگشایی نشده بود و در نتیجه قیمت واقعی (بازگشایی) بعد از مجمع آنها مشخص نبود، بنابراین تعداد نمونه مورد بررسی در این تحقیق ۴۳



6 Lintner

7 Miller and Modigliani



واقعی بعد از مجمع

$X_i$ : قیمت واقعی (بازگشایی) بعد از مجمع

$Y_i$ : قیمت نظری بعد از مجمع

بنابراین فرضیه پژوهشی ما بدین صورت تعریف می شود:

$$\begin{cases} H_0: \mu_D = 0 \\ H_1: \mu_D \neq 0 \end{cases}$$

اگر فرض  $H_0$  (فرض ادعا) پذیرفته شود، در آن صورت نتیجه می گیریم که بین قیمت نظری و قیمت واقعی بعد از مجمع تفاوت معنی داری وجود ندارد.

## ۲-۲- رابطه نسبت سود تقسیمی با شکاف میان قیمت نظری و قیمت واقعی بعد از مجمع

برای بررسی رابطه میان نسبت سود تقسیمی و شکاف بین قیمت نظری و قیمت واقعی بعد از مجمع، شرکت‌هایی که شکاف بین آن‌ها مثبت بوده با شرکت‌هایی که شکاف بین آن‌ها منفی بوده را از هم منفک کرده و بعنوان دو گروه مستقل از هم در نظر می گیریم. سپس میانگین نسبت سود پرداختی این دو گروه را به دست آورده و به انجام آزمون فرض آماری زیر می پردازیم.

$$\begin{cases} H_0: \mu = \mu \\ H_1: \mu \neq \mu \end{cases}$$

اگر میانگین نسبت سود تقسیمی در شرکت‌هایی با شکاف منفی کم‌تر از میانگین نسبت سود تقسیمی در شرکت‌هایی با شکاف مثبت باشد، در آن صورت به این نتیجه می رسیم که بازار بورس ایران از نظریه پرنده در دست پیروی می کند. اگر میانگین

نسبت سود تقسیمی در شرکت‌های با شکاف منفی، تفاوت معناداری با میانگین نسبت سود تقسیمی در شرکت‌های با شکاف مثبت نداشته باشد، در آن صورت به این نتیجه می رسیم که بازار ایران از نظریه نامربوط بودن سود پیروی می کند.

## ۳ نتایج تحقیق

### ۳-۱ نتایج آزمون مقایسه زوج‌ها

قیمت نظری سهام ۴۳ شرکت با استفاده از فرمول شماره ۱ محاسبه شده است. فرضیه آزمون مقایسه زوج‌ها با سطح اطمینان ۹۰ درصد مطالعه شده است. مقدار آماره  $t$  به دست آمده برابر

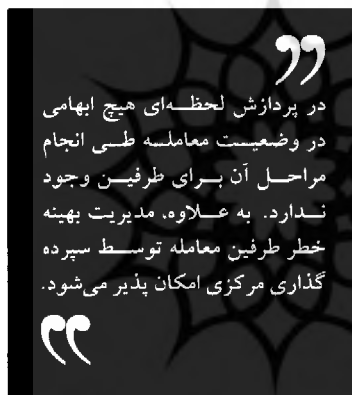
از مجمع وجود دارد) را پذیرفت. ۲-۳ نتایج آزمون رابطه نسبت سود تقسیمی با قیمت نظری و واقعی بعد از مجمع از بین ۴۳ شرکت مورد مطالعه، شکاف بین قیمت نظری و قیمت واقعی بعد از مجمع برای ۱۶ شرکت منفی بوده و ۲۷ شرکت از شکاف مثبت برخوردار بوده اند. میانگین سود تقسیمی شرکت‌های با شکاف منفی حدود ۷۵/۶۹ درصد بوده و میانگین سود تقسیمی شرکت‌های با شکاف مثبت حدود ۷۱/۴۲ درصد بوده است. نتایج ذکر شده در جدول زیر خلاصه شده است.

تعداد شرکت‌ها	میانگین نسبت سود تقسیمی
۱۶	۰.۷۵۶۹
۲۷	۰.۷۱۴۲

با انجام آزمون فرض آماری ذکر شده در بخش ۲-۲، به این نتیجه می رسیم که با سطح اطمینانی برابر با ۹۰٪، تفاوت معناداری میان میانگین نسبت‌های سود تقسیمی دو گروه ذکر شده، وجود ندارد. درحقیقت مقدار  $p\_value$  این آزمون برابر با ۶۵/۳ درصد است. بدین ترتیب می توان نتیجه گرفت که در بازار بورس اوراق بهادار تهران، نظریه نامربوط بودن سود برقرار است.

### ۴ نتیجه گیری

شرکت برای دستیابی به اهداف خود نیاز به سرمایه و نقدینگی داشته و برای تامین آن از منابع مختلف درونی و بیرونی استفاده می کند. در صورتی که شرکت در سال‌های آتی قصد افزایش سرمایه و توسعه دامنه فعالیت خود را داشته باشد، می تواند سود انباشته



در پردازش لحظه‌ای هیچ ابهامی در وضعیت معامله طی انجام مراحل آن برای طرفین وجود ندارد. به علاوه، مدیریت بهینه خطر طرفین معامله توسط سپرده گذاری مرکزی امکان پذیر می‌شود.

۱/۴۹۱- است. با توجه به این که مقادیر بحرانی متناظر با درصد خطای ۱۰ درصد، برابر ۶۸۱/۱± است، بنابراین دلیلی برای رد فرض صفر وجود ندارد و نتیجه می گیریم که در سطح اطمینان ۹۰ درصد، بین قیمت نظری و قیمت واقعی بعد از مجمع تفاوت معنی داری دیده نمی شود. مقدار  $p\_value$  برای این آزمون برابر با ۱۴/۳۶ درصد است. یعنی در سطح اطمینانی کوچک‌تر از ۸۵/۶۴ درصد، می توان فرض صفر را رد و فرض مخالف (یعنی این فرض که تفاوت معنی داری میان قیمت نظری و قیمت واقعی بعد



” اگر میانگین نسبت سود تقسیمی در شرکت‌هایی با شکاف منفی کم‌تر از میانگین نسبت سود تقسیمی در شرکت‌هایی با شکاف مثبت باشد. در آن صورت به این نتیجه می‌رسیم که بازار بورس ایران از نظریه پرنده در دست پیروی می‌کند.

تقسیم نشده از سال‌های گذشته را به عنوان آلترناتیو مناسبی برای سرمایه‌گذاری به‌کار گیرد. با این شیوه، سهام‌داران جدید به شرکت اضافه نشده و میزان کنترل سهام‌داران بر روی شرکت محدود نخواهد شد. نتایج تحقیق انجام شده بر روی ۴۳ شرکت پذیرفته شده در بورس، نشان می‌دهد که تفاوت معناداری بین میانگین نسبت سود تقسیمی شرکت‌های با شکاف مثبت و میانگین نسبت سود تقسیمی شرکت‌های با شکاف منفی، وجود ندارد. به عبارت دیگر، بنابراین نظریه پرنده در دست در بازار بورس اوراق بهادار تهران صادق نبوده و بازار بورس ایران از نظریه نامربوط بودن سود پیروی می‌کند.

وعلی پارسائیان، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.

مهرانفر، محمدرضا و دیگران. (۱۳۸۵). اصول جامع سرمایه‌گذاری در بورس. تهران: سامان

Black, Fischer. (1976). "The dividend puzzle", Journal of Portfolio Management, Vol 2.

Gordon, M.J. (1963), "Optimal investment and financing policy", Journal of Finance, Vol. 18.

Grace C. Allen, et al., (1995), "Informativeness of the equity financing Decisions: Dividend reinvestment versus

the public offer", Journal of Financial and Strategic Decisions, Vol. 8, No 3.

Lintner, J. (1962), "Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations", The Review of Economics and Statistics, Vol. 44, No. 3.

Mendendhall, Reinmuth and Beaver. (1991). Statistics for Management and Economics. New York: Prentice-Hall Pub

Miller, M.H., Modigliani, F. (1961), "Dividend policy, growth and valuation of shares", Journal of Business, Vol. 34.

۵ منابع

بریگام، وستون. (۱۳۸۲). مدیریت مالی. جلد دوم، ترجمه حسین عبده تبریزی و فرهاد حنیفی، تهران: انتشارات پیشبرد.

تهرانی، رضا و باقرزاده، سعید. (۱۳۸۲). مجموعه سولات طبقه بندی شده مدیریت مالی. تهران: نگاه دانش.

دوانی، غلامحسین. (۱۳۷۵). بورس، سهام و نحوه قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها. تهران: نشر نخستین.

ریموند، پی. نو. (۱۳۸۴). مدیریت مالی. جلد دوم، ترجمه علی جهانخانی