

# آثار پرداخت سود

## سهام بر ارزش شرکتها

### مقدمه:

یکی از مباحث مهم مدیریت مالی چگونگی تاثیر سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت است. در این قلمرو نظریه های مختلفی ارائه شده است. طبق نظریه سنتی که به وسیله والتر (1956) ارائه شده است، سیاست تقسیم سود بر ارزش سهام شرکت اثر می گذارد. بر اساس این نظریه سهامداران ترجیح می دهند که بازده سرمایه گذاری خود را به صورت سود سهام دریافت کنند و شرکت هایی که سود سهام بیشتری تقسیم می کنند ارزش سهامشان بیشتر از سهام شرکت های مشابهی است که سود کمتری تقسیم می کنند.

نظریه مخالف نظریه سنتی به وسیله میلر و ماددگیانی (1961) ارائه شده و به نظریه M.M (M.M) معروف است. طبق این نظریه در شرایط بازار کامل سرمایه و در صورت نبود مالیات، میزان سود تقسیمی شرکت اهمیتی برای سهامداران ندارد و ثروت سهامداران (مجموع قیمت سهم و درآمد حاصل از سود سهام) مستقل از میزان سود تقسیمی شرکت است.

با این حال بسیاری از تحلیلگران حرفه ای نمی پذیرند که سیاست تقسیم سود شرکت اثری بر ارزش سهام شرکت نداشته باشد. تحقیقات نشان داده است که تقریباً تمامی شرکت های موفق سود سهام می پردازند و مدیران مالی شرکتها توجه خاصی به سیاست تقسیم سود نشان می دهند. بنابراین همان گونه که بلاک (1976) بدرستی اظهار داشته، نمی توان مؤثر بودن سیاست تقسیم سود بر ارزش سهام را ثابت کرد، و از طرف دیگر نیز نمی توان آن را در ارزش سهام بی اهمیت تلقی کرد. بنابراین چگونگی تاثیر سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت هنوز به صورت معیاری ناگشوده باقی مانده است ●

نوشته: دکتر علی جهانخانی

### تاثیر پرداخت سود بر میزان و ریسک سودهای آینده

طبق رابطه تعیین ارزش سهام، ارزش یک سهم برابر است با:

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

$P_0$  = قیمت جاری سهام

$D_1$  = میزان سود تقسیمی مورد انتظار

سرمایه گذاری و بنابراین  $K$  شود.

بدیهی است که نرخ رشد سودهای آینده تحت تاثیر میزان سود تقسیمی قرار خواهد گرفت. شرکت هایی که درصد بالایی از سود خود را تقسیم می کنند وجوه کمتری برای سرمایه گذاری جدید خواهند داشت و بنابراین نرخ رشد سودهای آینده

$g$  = نرخ رشد سودهای آینده

$k$  = نرخ بازده مورد توقع سهامداران

بر اساس این رابطه افزایش در سود سهام به شرطی باعث افزایش قیمت یک سهم خواهد شد که:

الف) کاهش نرخ رشد سودهای آینده

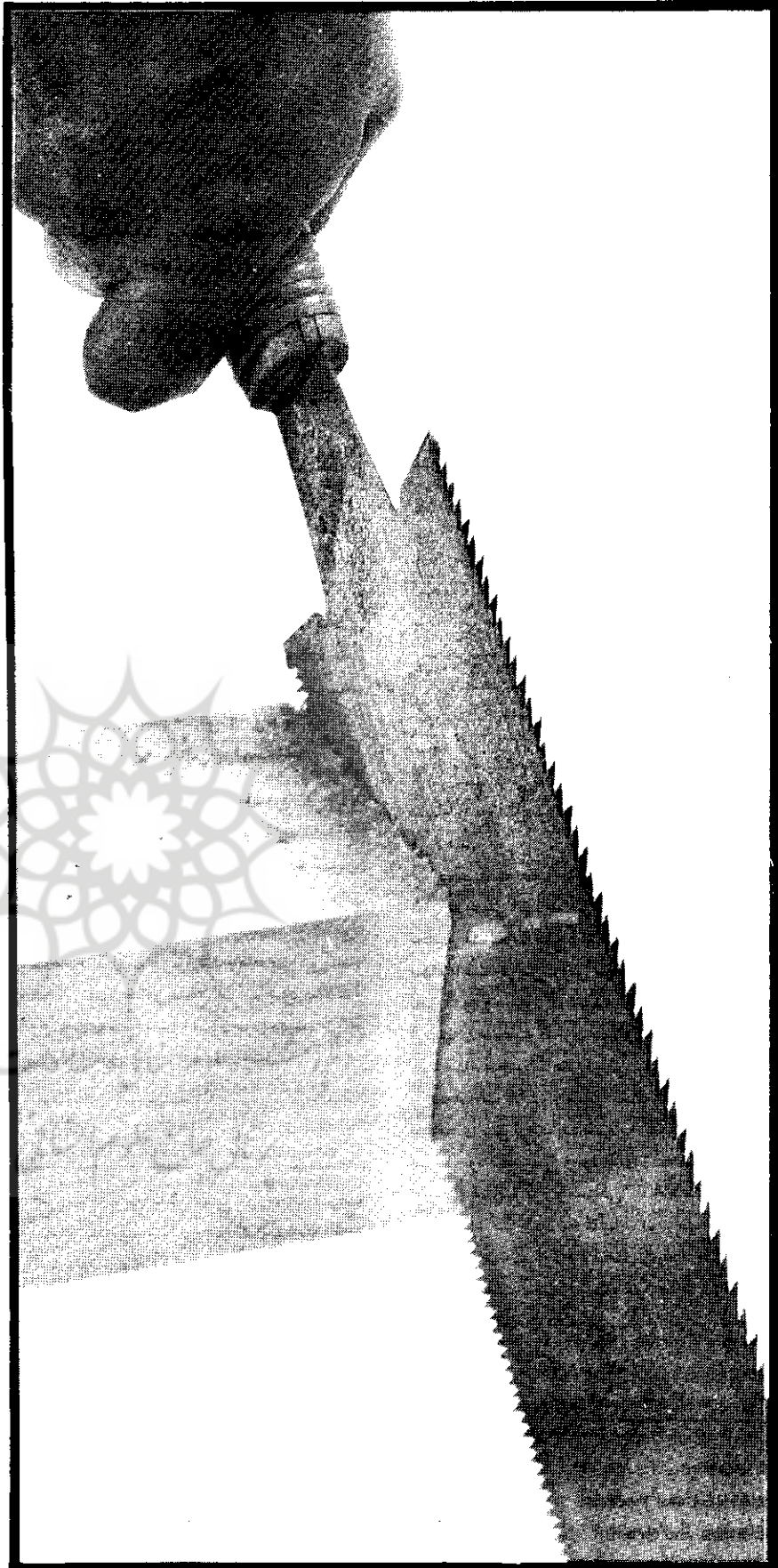
ب)  $g$  (  $g$  ) رخ ندهد و

ب) در صورت کاهش نرخ رشد، افزایش سود

سهام منجر به کاهش متناسب در ریسک

1. Walter

2. Miller and Modigliani 3. Black



کاهش خواهد یافت. نرخ بازده مورد توقع سهامداران (K) نیز تابعی از ریسک پروژه‌های سرمایه‌ای است که شرکت به اجرا گذاشته و یا خواهد گذاشت و تحت تاثیر درصد سود تقسیمی فرار خواهد گرفت.

بنابراین طبق این مدل و تحت شرایط ایده‌آل اقتصادی، رابطه افزایش قیمت سهام در نتیجه افزایش سود سهام به آسانی پذیرفتنی نخواهد بود.

### عدم اهمیت سیاست تقسیم سود

دلایل اقتصادی متعددی وجود دارد که نشان می‌دهد سیاست تقسیم سود در شرایط ایده‌آل بازار اهمیت ندارد.

فرضیه عدم اهمیت سیاست تقسیم سود برای اولین بار در سال ۱۹۶۱ به وسیله میلر و مادگیلیانی مطرح شد. این دو برآنند که تحت شرایط ایده‌آل بازار سرمایه که مالیات وجود نداشته باشد، معاملات سهام بدون پرداخت کمیسیون کارگزاران انجام می‌شود و ارزش سهام فقط تابعی از ریسک و بازدهی طرحهای سرمایه‌ای شرکت است و ربطی به نحوه تقسیم سود شرکت ندارد. طبق نظریه م.م. شرکتی که فرصتهای سرمایه‌گذاری مشخصی دارد باید سود خود را صرف سرمایه‌گذاری در این طرحها کند و چنانچه مازادی وجود داشت، آنرا بین سهامداران تقسیم نماید. اگر شرکتی چنین نکند و سود بیشتری را تقسیم نماید باید برای تأمین مالی وجود مورد نیاز دست به انتشار و فروش سهام جدید بزند و این عمل موجب افزایش تعداد سهام شرکت و کاهش سود تخصیص دادنی به هر سهم در آینده و نهایتاً کاهش قیمت هر سهم خواهد شد.

لذا، افزایش درآمد حاصل از دریافت سود سهام همراه با کاهش قیمت سهام خواهد بود و ثروت سهامداران تغییری نخواهد کرد. به عبارت دیگر قیمت سهام در روز بعد از مجمع عمومی معادل سود سهام کاهش می‌یابد و در نتیجه ثروت سهامداران ثابت باقی خواهد ماند.

نظریه م.م. بر دو بحث اصلی استوار است: اول اینکه سهامداران قادرند جریان درآمد مورد نظر خود

ورق بزنید

را از طریق فروش قسمتی از سهام خود (به جای دریافت سود سهام) به دست آورند، و دوم اینکه حتی اگر سهامداران به خاطر وجود هزینه معاملاتی و مالیات نتوانند جریان نقدی مورد نظر خود را از فروش سهام به دست آورند، پرداخت سود بیشتر (کمتر) توسط شرکت نمی تواند متضمن قیمت بیشتری برای سهام باشد. نظریه M.M. برآن است که نیازهای درآمدی سهامداران متفاوت است. عده ای از سهامداران برای تأمین هزینه های زندگی خود نیاز به دریافت سود سهام دارند و عده ای دیگر، برعکس، از آن بی نیازند و در صورت دریافت سود سهام آن را دوباره به مصرف خرید سهام شرکت می رسانند. پس گروه اول سعی خواهد کرد سهام شرکتی را بخرد که سود سهام بیشتری می پردازند و گروه دوم خواهد کوشید سهام شرکتی را بخرد که سود سهام کمتری توزیع می کند. بنابراین وجود هزینه های معاملات سهام (کمیسیون خرید و فروش سهام) باعث نخواهد شد که تمام شرکتها از یک نوع سیاست تقسیم سود زیاد (ویا کم) پیروی کنند.

بعضی از شرکتها برای جذب گروه اول سیاست تقسیم سود بیشتر و برخی دیگر برای جذب گروه دوم سیاست تقسیم سود کمتر را خواهند گزید. دلیلی هم وجود ندارد که پیروی از یک نوع سیاست تقسیم سود به ارزش بیشتری برای سهام بینجامد. بنابراین حتی با وجود هزینه های معاملاتی، نظریه M.M. اظهار می دارد که سیاست تقسیم سود اثری بر ارزش سهام نخواهد داشت. بنابراین شرکتها باید میزان سود تقسیمی خود را با توجه به فرصتهای سرمایه گذاری تعیین کنند؛ شرکتی که فرصتهای سرمایه گذاری سودآوری دارند باید سود کمتری تقسیم کنند و سهامداران گروه دوم جذب این شرکتها خواهند شد و شرکتی که فرصتهای سرمایه گذاری محدودی دارند باید سود بیشتری تقسیم کنند و سهامداران گروه اول به این شرکتها روی خواهند آورد.

## عوامل مهم در تعیین میزان سود

### تقسیمی

مدیریت شرکت در تعیین میزان سود تقسیمی

باید عوامل متعددی را در نظر بگیرد. مهمترین این عوامل به شرح ربر است:

## ۱. سود سهام به عنوان منبعی برای درآمد جاری

بعضی از سهامداران برای تأمین هزینه های خود به درآمد حاصل از سود سهام تکیه می کنند. این دسته که عمدتاً از افراد سالخورده، شرکتهای بیمه و صندوقهای بازنشستگی تشکیل می شود فقط در سهام شرکتهایی سرمایه گذاری می کنند که به طور مرتب سود تقسیم می کنند. بعضی از این سهامداران به خاطر محدودیتهای قانونی نمی توانند هزینه های خود را از طریق فروش سهام تأمین کنند و فقط مجاز به مصرف درآمد حاصل از سود سهام هستند. شرکتهایی که چنین سهامدارانی دارند باید از سیاست تقسیم سود مشخصی پیروی کنند.

## ۲. محدودیتهای موجود در قراردادهای وام

وام دهندگان برای جلوگیری از افزایش ریسک ورشکستگی شرکت معمولاً محدودیتهایی را در مورد تقسیم سود شرکت در قرارداد وام منظور می کنند. این محدودیتهای شامل منع تقسیم سود سالانه و اندوخته های شرکت و اعمال محدودیتهایی در تقسیم سود جاری و آینده شرکت است.

## ۳. مالیات

مقررات مالیاتی نقش مهمی در رجحان شرکت نسبت به تقسیم سود و رجحان سهامداران به دریافت سود سهام دارد. بنابراین شرکتها باید سیاستی به اجرا بگذارند که حداقل بار مالیاتی را برای شرکت و سهامداران داشته باشد.

## ۴. هزینه های انتشار سهام جدید

پرداخت سود به سهامداران از یک طرف و باز پس گرفتن آن به صورت افزایش سرمایه مستلزم صرف وقت و هزینه برای شرکت است بدون اینکه در این میان منافعی نصیب سهامداران شود. لذا در

کشورهایی که هزینه های انتشار و فروش سهام جدید در سطح بالایی قرار دارد، شرکتهایی که دارای فرصتهای سرمایه گذاری سودآور هستند باید سیاست تقسیم سود خود را با توجه به نیازهای مالی طرحهای توسعه خود تنظیم کنند.

## نتایج تحقیقات

محققان بسیاری دست به آزمایش فرضیه اهمیت سود سهام زده اند، اما از آنجا که عوامل بسیاری در قیمت سهام اثر می گذارد، تعیین چگونگی تأثیر پرداخت سود سهام بر ارزش سهام هنوز کاملاً مشخص نشده است.

تحقیقات اولیه در این زمینه به وسیله والتر و گوردون<sup>۱</sup> انجام شده است. آنها از تحقیقات خود نتیجه گرفتند که پرداخت سود سهام باعث افزایش ارزش سهام می شود و سهامداران دریافت سود سهام را به افزایش احتمالی قیمت سهام ترجیح می دهند.

تحقیقات بعدی به وسیله فرنند و پوکت<sup>۲</sup> انجام شد. پژوهش آنها ضمن برشمردن ایرادات روش تحقیق مطالعات قبلی، نشان داد که پرداخت سود سهام باعث افزایش ارزش سهام شرکتهای بدون رشد نمی شود و در مورد آن دسته از شرکتها که دارای فرصتهای سرمایه گذاری سودآور هستند، پرداخت سود سهام موجب کاهش ارزش سهام می گردد.

تحقیقات بلاک و شولز<sup>۳</sup> نشان داد که هیچ گونه رابطه ای بین نرخ بازده سرمایه گذاری در سهام و میزان سود تقسیمی وجود ندارد. تحقیقات بعدی به وسیله لیتزبرگر و رامسوامی<sup>۴</sup> انجام شد و چنین نتیجه داد که چون نرخ مالیات بر درآمد حاصل از سود سهام بیشتر از نرخ مالیات بر درآمد حاصل از افزایش قیمت سهام است، شرکتها می توانند با کاهش میزان سود تقسیمی زمینه افزایش قیمت سهام را فراهم آورند.

4. Gordon
5. Friend and Puckett
6. Black and Scholes
7. Litzten berger and Ramaswamy

## نتیجه گیری:

وجود موانع مختلف در بازار سرمایه باعث شده که پرداخت سود سهام بر ارزش سهام اثرات مثبت و منفی بگذارد. البته کاملاً مشخص نیست که تأثیر خالص این موانع موجب کاهش ارزش سهام می شود یا افزایش آن. نازمانی که شرکتی دارای فرصتهای سرمایه گذاری سودآور باشد از لحاظ اقتصادی بهتر است که از تقسیم سود خودداری کند و آن را به سرمایه گذاری مجدد اختصاص دهد بخصوص اگر پرداخت سود سهام موجب افزایش بار مالیاتی سهامداران شود. علاوه تحقیقات انجام شده در کشورهای دیگر نشان می دهد که به خاطر بالا تر بودن نرخ مالیات بردرآمد حاصل از سود سهام، پرداخت این سود موجب کاهش قیمت سهام می شود. اما نباید نتایج این گونه تحقیقات چنین تفسیر شود که شرکتها باید به طور کلی از تقسیم سود خودداری کنند. زیرا سهامداران غالباً موفقیت مالی شرکت را از طریق عواملی مانند قدرت پرداخت سود سهام اندازه گیری می کنند و عدم پرداخت سود سهام ممکن است اثر نامطلوب بر ارزش سهامداران بگذارد.

به هر حال شرکت باید بدون توجه به درصد و میزان سود پرداختی سیاست تقسیم سود خود را صریحاً برای سهامداران مشخص کند و بهتر است که از سیاست تقسیم سود با ثبات همراه با رشد تدریجی پیروی کند. سیاست تقسیم سود شرکت موجب جلب سهامداران خاص (با توجه به وضعیت مالیاتی آنها) می شود و تغییر ناگهانی در پرداخت سود سهام در آنها ناراحتی و ناخشنودی ایجاد خواهد کرد. در سیاست تقسیم سود با ثبات، شرکت با توجه به میزان درآمد و سهم و حجم سرمایه گذاری مورد نیاز و نحوه تامین مالی خود، میزان سود تقسیمی هر سهم را مشخص می کند. در تعیین میزان سود تقسیمی، بیشتر ملاحظات درازمدت مورد توجه قرار می گیرد نه ملاحظات کوتاهمدت. پس از تعیین میزان سود تقسیمی، شرکت دست به پرداخت سالانه این مقدار سود می زند. چنانچه با گذشت زمان سطح سودآوری تغییر کند شرکت ممکن است میزان سود تقسیمی را تغییر دهد و از آن سال به بعد میزان جدیدی سود به سهامداران بپردازد.

## مزایای سیاست تقسیم سود با ثبات

همان گونه که ذکر شد در سیاست تقسیم سود با ثبات، شرکت با توجه به ماهیت فعالیت خود و فرصتهای سرمایه گذاری جاری و آینده، میزان سود پرداختی هر سهم را تعیین می کند و همراه با افزایش قدرت سوددهی خود، بتدریج مبلغ سود پرداختی هر سهم را افزایش می دهد. اعمال این سیاست باعث می شود که سهامداران تا حدودی نسبت به دریافت سود سهام و امکان افزایش آن اطمینان پیدا کنند. تحقیقات در سایر کشورها نشان داده که این سیاست به دلایل زیر متداولترین سیاست تقسیم سود است:

الف) با توجه به بالا بودن ریسک سرمایه گذاری در سهام، اعمال این سیاست باعث می شود که سهامداران نسبت به دریافت قسمتی از بازده سرمایه گذاری خود اطمینان بیشتری داشته باشند.

ب) اعمال این سیاست باعث می شود آن دسته از سهامداران حقیقی یا حقوقی که برای تامین هزینه های خود متکی به درآمد سرمایه گذاری هستند دست به خرید سهام شرکت بزنند.

پ) تغییر مبلغ سود پرداختی توسط شرکتها می تواند از این سیاست پیروی می کنند حاوی اطلاعاتی است که موجب تغییر قیمت سهام می شود. سهامداران افزایش مبلغ سود تقسیمی را به منزله بهبود وضعیت سودآوری شرکت تلقی خواهند کرد و در نتیجه برای سهام ارزش بیشتری قائل خواهند شد. در کشورهایی که سیستم اطلاعات رسانی به سهامداران نارسایی دارد و سهامداران از وضعیت فعلی و آینده شرکت آگاهی کافی ندارند، محتوای اطلاعاتی سود سهام دارای ارزش بسیاری برای سهامداران است و اعلام تغییر سود تقسیمی تأثیر زیادی بر قیمت بازار سهام خواهد داشت.

فهرست منابع:

Black, F. «Dividend Puzzle», *Modern Development in Financial Management*, Dryden Press, 1976.

Black and Scholes. «The effects of dividend

Yield and dividend Policy on common Stock Prices and returns.

*Journal of Financial Economics*, May, 1974

PP. 1 - 22

Friend and Puckett, «Dividends and Stock Prices.» *The American Economic Review*, (1964). PP 656 - 686.

Gordon, «Dividends, Earnings and Stock Prices Review of Economics and Statistics, (May) 1956.

- Litzenger and Ramaswamy, «The effect of Personal taxes and dividends on Capital asset Prices: theory and empirical evidence.» *Journal of Financial Economics*, 1979) PP. 163 - 195.

- Litzenger and Ramaswamy, «The effects of dividends on common Stock Prices, *Journal of Finance*, (1982) PP 429 - 444

- Miller and Modigliani, «Dividend Policy, Growth and the valuation of Shares, *Journal of Business*. (1961) PP. 411-433

- Miller and Scholes, «Dividends and Taxes,» *Some empirical evidence. journal of Political Economy* (1982), 1118 - 1141.

- Walter «Dividend Policies and Common Stock Prices, *Journal of Finance*, (1956).