



نگرشی بر سیاستهای تقسیم سود و تاثیر آن بر ارزش بازار سهام مؤسسات اقتصادی

عباس وفادار کارشناس ارشد مالی
اسماعیل غلامی دانشجوی دکترای مدیریت، گرایش مالی

مقدمه

مهمترین تصمیمگیریها در مؤسسات به ترتیب تصمیمات سرمایه‌گذاری، تصمیمات تامین مالی و تصمیمات مربوط به تقسیم سود سهام است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود سومین تصمیمگیری مهم در مؤسسات مربوط به سیاست تقسیم سود سهام است، یعنی درصدی از سود که به‌طور نقد به سهامداران پرداخت می‌شود.

بدیهی است پرداخت سود سهام، مبلغ سود انباشته شده در موسسه را کاهش می‌دهد و بر مجموع منابع تامین مالی داخلی آن تاثیر می‌گذارد، از این رو باید ارتباط آن را با تصمیمات تامین مالی مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. از طرف دیگر تقسیم سود سهام ممکن است بر ارزش بازار سهام نیز تاثیر بگذارد، بنابراین ارتباط بین

تقسیم سود و ارزش بازار سهام نیز نیاز به بررسی دارد.

در این مقاله به ارزیابی سیاستهای تقسیم سود در چارچوب هدف موسسه که همانا به حداکثر رساندن ارزش موسسه برای سهامداران است، پرداخته می‌شود. ثروت سهامداران شامل ارزش بازار سهام و سود سهام جاری آنان می‌باشد. در این مقاله فرض بر این است که ریسک تجاری ثابت است یعنی از نظر سرمایه‌گذاران، پذیرش پیشنهادهای سرمایه‌گذاری، تاثیری بر ترکیب ریسک تجاری موسسه نخواهد داشت.

نسبت پرداخت سود سهام یک موسسه به روشهایی که سود براساس آنها اندازه‌گیری شده است، بستگی دارد. به منظور سهولت کار، ما از سود خالص

حسابداری استفاده کرده و فرض می‌کنیم که این مبلغ منطبق با سود اقتصادی واقعی موسسه است. اما باید در نظر داشت که در عمل سود خالص حسابداری منطبق با سود اقتصادی نبوده و نیز مبنای مناسبی برای اندازه‌گیری توانایی موسسه در پرداخت سود سهام نقدی نیست. برخی از صاحبان نظران معتقدند که جریانهای نقدی یعنی سود خالص به‌علاوه استهلاک می‌تواند مبنای مناسبتری برای اندازه‌گیری توانایی موسسه در پرداخت سود سهام باشد.

همانند سایر تصمیمگیریهای مهم، تصمیمگیری در مورد تقسیم سود نیز دارای دو جنبه ثوری و عملی است. در این مقاله سعی شده است که هر دو جنبه مزبور بررسی و تجزیه و تحلیل شود.

آثار سیاستهای تقسیم سود بر ارزش بازار سهام موسسات

به احتمال زیاد، نخستین نظریه در مورد ارتباط بین تقسیم سود و ارزش بازار هر سهم از جانب جان بار ویلیامز (John Burr Williams) در سال ۱۹۳۸ مطرح گردیده است. به نظر او ارزش بازار یک دارایی مالی برابر با ارزش فعلی کلیه پرداختهای برابری آینده آن تحت عنوان تقسیم سود است که با توجه به آینده و سایر موقعیتهایی که برای سرمایه‌گذار وجود دارد، تنزیل شده است. اگرچه نظریه ویلیامز براساس هدف به حداکثر رساندن سود موسسات طرح‌ریزی شده بود، ولی بعدها تغییراتی در ساختار آن داده شد. از زمان ویلیامز تاکنون بسیاری از علمای مالی تلاش کرده‌اند تا به گونه‌ای ارتباط بین سیاست تقسیم سود موسسات را با ارزشیابی بازار سهام آنها تعیین کنند که فرضیه‌های حاصل از این تلاشها را می‌توان به سه دسته به شرح زیر تقسیم کرد.

فرضیه‌های مبتنی بر تقسیم سود سهام ناکارا

این فرضیه برای نخستین بار از سوی جیمز ای والتر (James E. Walter) در طی سالهای ۱۹۵۹ تا ۱۹۶۳ مطرح شد. او فرضیه خود را در چارچوب فرمولی که در آن نرخ بازده نهایی پروژه‌های بالقوه موسسه و نرخ بازار هزینه سرمایه دارای اهمیت خاصی بود، ارائه کرد. اگر نرخ بازده نهایی پروژه بالاتر از نرخ بازار هزینه سرمایه باشد، موسسه باید صددرصد مبلغ سود را دوباره در عملیات خود سرمایه‌گذاری کند و در غیر این صورت باید صددرصد مبلغ سود را بین سهامداران تقسیم کند. همچنین در صورتی که این دو نرخ با یکدیگر برابر باشند،

هیچ‌گونه تفاوتی بین سرمایه‌گذاری مجدد سود و یا تقسیم آن بین سهامداران وجود ندارد. در یک ساختار مشابه، یوگن ام. لرنر (Eugene M. Lerner) و ویلیارد تی کارلتون (Williard T. Carleton) در سال ۱۹۶۴، سودجه‌بندی سرمایه‌ای و تصمیمات تامین مالی موسسات را از مفهوم ارزشیابی بازار سهام آنها جدا کرده، ولی دوباره آنها هم سیاست تقسیم سود را مرتبط با نرخ بازده نهایی سرمایه‌گذاری مجدد سود و نرخ بازار هزینه سرمایه دانسته‌اند.

فرضیه‌های مبتنی بر نامربوط بودن تقسیم سود و ارزش بازار سهام

این فرضیه برای نخستین بار از سوی مرتون میلر (Merton Miller) و فرانکو مودیلیانی (Franco Modigliani) در سال ۱۹۶۱ ارائه گردید. این فرضیه بر این اصل استوار است که تصمیمات سرمایه‌گذاری موسسات ارتباطی به سیاست تقسیم سود آنها ندارد. از این رو تقسیم سود فعلی و آینده یک موسسه ارتباطی به ارزش بازار سهام آن نخواهد داشت. این نتیجه‌گیری بر مبنای سه پیشفرض زیر حاصل می‌شود:

الف- در بازار سرمایه تعداد زیادی سرمایه‌گذار وجود دارند که به‌طور آزاد و یکتواخت به اطلاعات مربوط دسترسی دارند. معاملات بدون تحمل هزینه انجام می‌شود و رقم مالیات برای سود سهام تقسیم شده و سودهای سرمایه‌ای (انباشته) یکسان است. حتی هنگامی که این فرض بازار کامل قدری رها شود، مودیلیانی و میلر نشان داده‌اند که نتیجه‌گیری نهایی تغییری نخواهد کرد.

ب- سرمایه‌گذاران نسبت به سود سرمایه‌ای (انباشته) و تقسیم سود

بی تفاوت هستند. این فرض مستقیماً از فرض الف نتیجه‌گیری می‌شود.

ج- اطمینان کاملی در مورد برنامه سرمایه‌گذاری آینده و سودآوری هر موسسه وجود دارد. مودیلیانی و میلر حتی نشان داده‌اند هنگامی که قدری عدم اطمینان در این مورد ایجاد می‌شود، تقسیم سود تأثیری بر ارزش بازار سهام نخواهد داشت.

فرضیه‌های مبتنی بر تأثیر سیاستهای تقسیم سود بر ارزش بازار سهام

این فرضیه به‌طور مشخص بر نتایج تحقیقات مایرون جی. گوردون (Myron J. Gordon) در طی سالهای ۱۹۶۲ تا ۱۹۶۸ مبتنی است. این فرضیه بر ارتباط مستقیم بین سیاستهای تقسیم سود موسسات و ارزشیابی بازار از سودآوری آنها تأکید دارد. نتیجه‌گیری گوردون بر این فرض استوار است که عموماً سرمایه‌گذاران ابراز می‌کنند مخالف رفتار مبتنی بر ریسک هستند و از این رو معتقدند که تقسیم سود آینده (بازده) در برگیرنده ریسک بالاتری نسبت به تقسیم سود فعلی (بازده) است.

با ادامه مطالعه این مقاله خواهیم دید که تعیین آثار سیاستهای تقسیم سود بر ارزشیابی بازار سهام مسئله‌ای بسیار بحث‌انگیز است. مودیلیانی و میلر بر این تأکید دارند که گوردون تحت تأثیر سیاستهای تقسیم سود موسساتی که دارای سیاستهای سرمایه‌گذاری هم هستند، قرار گرفته است در حالی که گوردون قاطعانه از نظریه خود دفاع می‌کند. از طرف دیگر مودیلیانی و میلر نیز مواردی را تایید کرده‌اند که تغییرات در نرخ تقسیم سود ممکن است بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. این موارد عبارت هستند از:

الف- در موسساتی که سیاستهای

فرمول ۱

$R_1 + V_1^{new} = W_1 + D_1 + I_1$	(الف)
	و یا
$D_1 - V_1^{new} = (R_1 - W_1) - I_1$	(ب)
	که در آن
$R_1 =$	درآمد عملیاتی
$W_1 =$	هزینه‌های عملیاتی
$I_1 =$	سرمایه‌گذاری ناخالص
	(استهلاک به علاوه سرمایه‌گذاری جدید)

بلندمدت خود را بر ثبات پرداخت سود سهام براساس یک نسبت ثابت قرار داده‌اند، سرمایه‌گذاران ممکن است تغییر در نرخ تقسیم سود را به‌عنوان یک هشدار مبنی بر اینکه مدیریت در انتظارات خود در مورد سودآوری آینده موسسه تجدید نظر کرده است، تلقی نمایند. بنابراین تغییر در نرخ تقسیم سود تحت شرایط پیشگفته ممکن است به‌عنوان یک محتوای اطلاعاتی بر ارزش سهام تأثیر بگذارد.

سهام عادی اولیه موسسه برابر با رابطه زیر خواهد بود:

$$V_1^{old} = nV_1$$

حال اگر موسسه تعداد m سهام عادی جدید منتشر کند، ارزش آن برابر با رابطه زیر برابر خواهد بود:

$$V_1^{new} = mV_1$$

بودجه نقدی موسسه را می‌توان به‌صورت فرمول ۱ تهیه کرد.

پس از انتشار سهام جدید ارزش موسسه برابر با $V_1 = V_1^{old} + V_1^{new}$ (و یا $V_1^{old} = V_1 - V_1^{new}$) خواهد بود. با

توجه به اینکه سهام دربردارنده جریان نقدی ناشی از تقسیم سود است، می‌توان سهام اولیه این موسسه را با استفاده از مدل یک دوره‌ای ارزشیابی کرد. بدیهی است در این مدل ارزش سهام برابر با ارزش فعلی تقسیم سود دوره آینده و ارزش سهام در دوره بعد است (فرمول ۲).

همان‌طور که معادله (ج) فرمول ۲ نشان می‌دهد، تقسیم سود (D) هیچ نقشی در تعیین ارزش سهام در زمان صفر ندارد. بنابراین مودیلیانی و میلر نتیجه گرفتند که تقسیم سود ارتباطی به ارزش بازار سهام ندارد و در بازار کامل سرمایه، تقسیم سود صرفاً یکی از اقلام تشکیل دهنده بخش

است. در بازار کامل سرمایه، مبادلات بدون تحمل هزینه انجام می‌شود، سرمایه‌گذاران به‌طور یکسان و بدون پرداخت هیچ‌گونه هزینه‌ای به اطلاعات مورد نیاز خود دسترسی دارند و تعداد فروشندگان و خریداران آن قدر زیاد است که هیچ‌یک از آنها به‌تنهایی نمی‌توانند بر قیمت‌های بازار تأثیر بگذارند. مفروضاتی را که مدل مودیلیانی و میلر بر آن استوار است، در بخش فرضیات مبتنی بر غیر مرتبط بودن تقسیم سود و ارزش بازار سهام مطرح کردیم.

بر اساس مدل مودیلیانی و میلر ارزش سهام یک موسسه بر قدرت سودآوری آن متکی است و ارتباطی به سیاست تقسیم سود آن ندارد.

مدل مودیلیانی و میلر را می‌توان از فرمول بودجه نقدی استنتاج کرد. فرض کنید که موسسه‌ای مبلغ d_1 را به‌عنوان سود سهام به هر سهم پرداخت می‌کند (D_1 جمع کل سود تقسیم شده است). این موسسه سهام جدیدی را به قیمت V_1 برای هر سهم منتشر می‌کند (فرض کنید که عددهای o و 1 بیانگر دوره‌های زمانی o و 1 هستند). اگر این موسسه فاقد بدهی بوده و تعداد n سهم منتشره داشته باشد؛ بنابراین مجموع ارزش

ب- این نوع موسسات احتمالاً سرمایه‌گذارانی را جذب می‌کنند که دارای همان طرز تلقی از زمان و ثبات هستند که سیاست تقسیم سود موسسه داراست. این امر بیانگر علایق سرمایه‌گذاران است.

ج- نهایتاً ممکن است که بعضی از موسسات از محتوای اطلاعاتی تقسیم سود به منظور تأثیر بر قیمت‌های بازار سهام در کوتاه‌مدت سوء استفاده کنند. البته این نوع تحریف عمدی اطلاعات نمی‌تواند در بلندمدت موثر باشد.

علاوه بر موارد پیشگفته، بعضی فرضیات نیز وجود دارند که بر سطوح تقسیم سود و تعدیل این سطوح به منظور انعکاس تغییرات در الگوهای سودآوری و موقعیتهای سرمایه‌گذاری تأکید دارند. معروفترین این فرضیه‌ها، فرضیه لیستنر است که در بخشهای بعدی این مقاله مورد بحث قرار می‌گیرد.

تقسیم سود در بازار کامل سرمایه یکی از مدل‌های بحث‌انگیز در مورد تأثیر سیاستهای تقسیم سود سهام بر ارزش بازار موسسات توسط مودیلیانی و میلر در سال ۱۹۶۱ ارائه شده است. مدل مودیلیانی و میلر مبتنی بر مکتب بازار کامل سرمایه

مصارف در بودجه نقدی است.

می توان نظریه مودیلیانی و میلر را در چارچوب یک مثال بیان کرد. شرکت آلفا در طی سال جاری اقدام به تقسیم سود سهام به ازای هر سهم ۲ ریال و همچنین انتشار ۲۵۰,۰۰۰ سهام جدید به ارزش هر سهم ۸ ریال نمود. همان طور که در جدول شماره ۱ مشخص است، همزمان با پرداخت مبلغ ۲,۰۰۰,۰۰۰ ریال سود سهام نقدی، تعداد ۲۵۰,۰۰۰ سهام جدید (۸ ریال ÷ ۲,۰۰۰,۰۰۰ ریال) نیز از سوی شرکت آلفا منتشر شده است. به بیان دیگر شرکت به منظور تامین مجدد مبلغ ۲,۰۰۰,۰۰۰ ریال که به عنوان سود سهام پرداخت نموده، مجبور است تعداد ۲۵۰,۰۰۰ قطعه سهم را منتشر کند و به ارزش بازار هر سهم ۸ ریال که ارزش سهام پس از تقسیم سود بین سهامداران قدیمی است به سهامداران جدید بفروشد. سهامداران قدیمی در مقابل هر سهم خود ۲ ریال سود سهام نقدی دریافت کرده اند و از این رو ارزش بازار هر سهم آنها از ۱۰ ریال به ۸ ریال کاهش یافته است. اما باید توجه داشت که مجموع ثروت سهامداران قدیمی تغییری نکرده است. سهامداران جدید نیز سهام جدید را به قیمتی که بیانگر ارزش واقعی شرکت است، خریداری کرده اند.

اگر شرکت سود را تقسیم نمی کرد، سهامداران قدیمی می توانستند از طریق فروش بخشی از سهام خود در بازار به سهامداران جدید، سود سهام خود را دریافت کنند (جدول شماره ۲).

به عنوان مثال فرض کنید که دارنده ۱۰۰ سهم نیاز به فروش ۲۰ سهم به ارزش هر سهم ۱۰ ریال به منظور کسب وجه نقدی معادل ۲ ریال سود تقسیم شده برای هر

فرمول ۲

$$V_0 = \frac{n(d_1 + V_1)}{(1+r)} = \frac{D_1 + V_1^{old}}{(1+r)} \quad (\text{الف})$$

از آنجا که $V_1^{old} = V_1 - V_1^{new}$ ، با جایگزینی آن در معادله (الف) خواهیم داشت:

$$V_0 = \frac{D_1 + V_1 - V_1^{new}}{(1+r)} \quad (\text{ب})$$

با حل معادله (ب) فرمول ۱ برای D_1 و جایگزینی آن در معادله (ب)، رابطه زیر برای تعیین ارزش یک موسسه به دست می آید:

$$V_0 = \frac{V_1 + (R_1 - W_1) - I_1}{(1+r)} \quad (\text{ج})$$

سهم را دارد. در صورت انجام این کار نیز ثروت سهامداران دقیقاً معادل همان حالتی خواهد بود که سود سهام پرداخت می گردید. تنها تفاوتی که وجود دارد این است که در صورت تقسیم سود، این سهامدار دارای ۱۰۰ سهم ۸۰ ریالی است ولی در صورت فروش سهام دارای ۸۰ سهم ۱۰۰ ریالی خواهد بود. البته باید توجه داشت که این نتایج فقط با در نظر گرفتن

مفروضاتی که در مورد بازار کامل سرمایه مطرح گردید، حاصل می شود.

میلر ارتباط بین سیاستهای تقسیم سود و ارزش بازار سهام را یک خطای دید فرض می کند. او در این باره می گوید: "اگر عصبانی را در آب فرو کنیم، آن را به شکل خمیده خواهیم دید در صورتی که اگر واقعاً آن را لمس کنیم، چنین خمیدگی وجود ندارد و فقط به نظر ما چنین آمده است." به

جدول شماره ۱

یک سهم	شرکت	
۱۰ ریال	۱,۰۰۰,۰۰۰ ریال	ارزش بازار
۲	۲,۰۰۰,۰۰۰ ریال	کسر می شود: سود سهام پرداخت شده
۸ ریال	۸,۰۰۰,۰۰۰ ریال	
	۲,۰۰۰,۰۰۰	صدور سهام جدید
	۱۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	ارزش بازار پس از پرداخت سود سهام و صدور سهام

جدول شماره ۲

فروش ۲۰ سهم و عدم تقسیم سود سهام	تکپداری ۱۰۰ سهم و تقسیم سود سهام	
۱۰۰۰ ریال	۱۰۰۰ ریال	ارزش بازار سهام قبل از تقسیم سود یا فروش سهام
-	۲۰۰	تقسیم سود (۲ ریال هر سهم)
۲۰۰	-	فروش سهام (۱۰ ریال هر سهم)
۸۰۰ ریال	۸۰۰ ریال	ارزش بازار پس از تقسیم سود یا فروش سهام

فرمول ۳

$$DIV_t - DIV_{t-1} = \lambda(DPR \times EPS_t - DIV_{t-1})$$

که در این معادله

$DIV_t =$ تقسیم سود در زمان t

$\lambda =$ ضریب تعدیل

$DPR =$ نرخ پرداخت سود سهام مورد نظر

$EPS_t =$ سود هر سهم در زمان t

محافظة کارتر باشد، ارزش کمتری برای λ در فرمول ۳ در نظر خواهد گرفت و بنابراین موسسه با سرعت کمتری به سوی هدف بلندمدت خود حرکت می‌کند.

مطالعات انجام شده توسط فاما (Fama) و بابیاک (Babiyak) در سال ۱۹۶۸ نیز یافته‌های لیتنر را تایید می‌کند. این مطالعات نشان داد که به‌طور متوسط، موسسات نرخ پرداخت سود سهام (DPR) خود را در بلندمدت تقریباً ۵۰ درصد در نظر می‌گیرند و ضریب تعدیلی λ نیز در هر سال مساوی با $1/3$ می‌باشد. با توجه به نتایج تحقیقات فاما و بابیاک می‌توان پی برد که مدل لیتنر چگونه می‌تواند برای پیشبینی تقسیم سود در دوره t مورد استفاده قرار گیرد. فرض کنید:

$$DIV_{t-1} = 1 \text{ ریال}$$

$$DPR = 0/5$$

$$EPS = 3 \text{ ریال}$$

$$\lambda = 0/33$$

با حل فرمول ۳ برای فاکتور DIV_t خواهیم داشت:

$$DIV_t = 1 + 0/33(0/5 \times 3) - 1 = 1/17 \text{ ریال}$$

بنابراین تقسیم سود پیشبینی شده برای دوره t برابر $1/17$ ریال خواهد بود.

براساس مطالعات لیتنر، مدیران معتقدند که تقسیم سود مرتبط با تصمیمات تامین مالی است. برای آن دسته از تحلیلگران که همچنین معتقدند تقسیم سود

لیتنر با مدیران شرکتها مصاحبه کرد و به این نتیجه رسید که آنان معتقدند سرمایه‌گذاران محق به دریافت بخش متعارفی از سود موسسه هستند. از آنجا که نسبت پرداخت ثابت سود سهام باعث تغییر در رقم تقسیم سود سهامداران به موازات تغییر در مبلغ سود موسسه است، مدیران تمایلی در به‌کارگیری سیاست نسبت ثابت پرداخت سود سهام ندارند، از این رو به‌نظر می‌رسد که عامل ثبات نقش مهمی را در تصمیمات تقسیم سود ایفا می‌کند. تقسیم سود سهام فقط هنگامی افزایش خواهد یافت که مدیریت به این نتیجه رسیده باشد که افزایش در سود موسسه، دائمی بوده و می‌تواند منابع لازم برای پرداخت سود سهام در سطحی بالاتر را تامین کند. در صورت وجود چنین شرایطی، مدیران قدری به سوی هدفهای بلندمدت خود حرکت خواهند کرد. بدیهی است که این حرکت به سوی هدف متناسب با میزان محافظه‌کاری مدیریت خواهد بود.

بر مبنای این یافته‌ها، لیتنر مدل ساده‌ای را به منظور توصیف چگونگی رفتار تقسیم سود طرح کرد. براساس این مدل، تغییرات در تقسیم سود از طریق فرمول ۳ تعیین می‌شود.

براساس مدل لیتنر، تقسیم سود جاری از طریق متوسط سود دوره‌های قبل محاسبه می‌شود. هرچه مدیریت

نظر وی سودآوری موسسه که عمده‌ترین منبع تامین مالی است، بر ارزش بازار سهام آن تاثیر می‌گذارد و تقسیم سود که نوعی مصرف مالی است، تاثیری بر ارزش بازار سهام ندارد. این منبع است که باعث تغییر در ارزش بازار سهام می‌شود و نه مصرف.

در اینجا باید یادآور شد که تئوری نامربوط بودن تقسیم سود و ارزش بازار سهام متکی بر تئوری نامربوط بودن ساختار سرمایه است که توسط مودیلیانی و میلر ارائه گردیده است. به موجب این تئوری هزینه واقعی تامین مالی چه از طریق ایجاد بدهی و یا چه از طریق انتشار سهام جدید یکسان است و براین اساس، در تئوری نامربوط بودن تقسیم سود و ارزش بازار سهام، آنها تحلیل خود را براین مبنا قرار داده‌اند که تنها منبع تامین مالی خارجی انتشار سهام جدید است. همچنین همان‌طور که در معادله (الف) فرمول ۲ مشاهده می‌شود، اساس معادله مودیلیانی و میلر بر مدل ارزشیابی سهام بر مبنای ارزش فعلی جریانهای نقدی ناشی از تقسیم سود آینده است. از این رو بدیهی است که فرضیه مودیلیانی و میلر ناقص مدل مزبور نبوده بلکه بیانگر این است که حتی اگر سیاستهای تقسیم سود موسسه بتواند بر مبلغ و زمانبندی سود سهام نقدی تاثیر بگذارد، باز هم نخواهد توانست ارزش فعلی جریانهای نقدی ناشی از تقسیم سود را تغییر دهد.

تقسیم سود در بازار ناقص سرمایه مدل لیتنر - یکی از قدیمیترین تحقیقات در مورد رفتار سیاست تقسیم سود توسط جان لیتنر (John Lintner) در اواسط دهه ۱۹۵۰ انجام شده است.

فرمول ۴

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g} \quad (\text{الف})$$

که در آن:

$D_1 =$ تقسیم سود دوره آینده

$k =$ نرخ تنزیل (بازده مورد توقع سهامداران)

$g =$ نرخ رشد ثابت

حال اگر فرض کنیم که موسسه نرخ بازده ثابت r را برای سرمایه‌گذاری انجام شده پیشبینی می‌کند، می‌توانیم معادله (الف) را به صورت زیر بازنویسی کنیم:

$$P = \frac{(1-b)EPS_1}{k-br} \quad (\text{ب})$$

که در این فرمول:

$b =$ نسبتی از سود هر سهم که در موسسه اندوخته می‌شود

$$g = br$$

صورت این معادله مساوی با D_1 است. در مخرج کسر نیز br مساوی با g است. همان‌طور که از معادله (ب) مشخص است، سیاست تقسیم سود بر صورت و مخرج آن تاثیر می‌گذارد. به منظور بررسی بیشتر این معادله و تعیین چگونگی تقسیم سود بر ارزش بازار سهام می‌توانیم این معادله را قدری بسط دهیم. به همین منظور فرض می‌کنیم α مساوی با تفاوت بین r و k است.

$$\alpha = r - k \quad (\text{ج})$$

و در نتیجه:

$$r = k + \alpha \quad (\text{د})$$

با جایگزینی معادله (د) در معادله (ب) خواهیم داشت:

$$P_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{[k-b(k-\alpha)]} \quad (\text{ه})$$

بنابراین

$$P_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{[(1-b)k-b\alpha]} \quad (\text{و})$$

فرمول ۵

$$P_0 = \frac{(1-b)EPS_1}{(1-b)k} = \frac{EPS}{k}$$

شده و هیچ‌گونه سودی تقسیم نکند.

$\alpha - 3$ کوچکتر از صفر است، در این

حالت موسسه نباید اقدام به انباشته کردن

سود و سرمایه‌گذاری آن بنماید، زیرا نرخ

بازده سرمایه‌گذاری کمتر از نرخ بازده مورد

شد. این تغییرات باعث کوچکتر شدن

مخرج کسر در معادله مزبور و در نتیجه

افزایش ارزش سهام (P) خواهد شد. به‌طور

خلاصه به هر میزان که α مثبت باشد،

موسسه باید تمامی سود خالص را انباشته

بر ارزش بازار سهام موسسه تاثیر می‌گذارد، می‌توان مدل ارزشیابی را که توسط گوردون و شاپیرو در سال ۱۹۵۶ و لرنر و کارلتون در سال ۱۹۶۴ ارائه گردیده است، مطرح کرد.

مدل گوردون - شاپیرو (Gordon - Shapiro) در این مدل فرض بر این است که سرمایه‌گذاران سهام را به دلیل جریان تقسیم سودی که پیشبینی می‌شود در آینده عاید آنها خواهد کرد، خریداری می‌کنند. براین اساس ارزش سهام از طریق تنزیل جریان تقسیم سود آینده آن بر مبنای یک نرخ خاص محاسبه می‌شود. گوردون و شاپیرو فرض می‌کنند که موسسه دارای عمر ابدی و پایدار است، هیچ‌گونه بدهی ندارد و از این رو رشد آینده موسسه تابعی از رقم سود انباشته آن است. اگر انتظار برود که تقسیم سود موسسه براساس نرخ متناوب با سطح فعلی آن افزایش یابد، معادله تعیین قیمت جاری سهام (P_0) به صورت فرمول ۴ خواهد بود.

حال می‌توان سه حالت مختلف را در مدل گوردون در نظر گرفت:

۱ - α مساوی با صفر است، در این حالت بازده سرمایه‌گذاری موسسه دقیقاً مساوی با نرخ بازده مورد توقع سهامداران است. در این حالت معادله (و) فرمول ۴ به صورت فرمول ۵ در خواهد آمد. پس در این حالت تصمیمات موسسه در مورد تقسیم سود سهام تاثیری بر قیمت سهام نخواهد داشت.

۲ - α بزرگتر از صفر است، در این حالت سیاست تقسیم سود بر ارزش بازار سهام تاثیر می‌گذارد. در چنین وضعیتی نرخ بالاتر انباشته کردن سود سهام در موسسه (b) و نرخ پایتتر تقسیم سود (1-b) باعث افزایش ارزش بازار سهام موسسه خواهد

جدول شماره ۳

سیاست تقسیم سود		
الف	ب	ج
٪۱۵	٪۱۵	٪۱۵
٪۲۰	٪۵۰	٪۱۰۰
٪۷۰	٪۵۰	٪۰
٪۱۰/۵	٪۷/۵	٪۰

بازده ثابت سرمایه‌گذاری (r)

نسبت پرداخت سود سهام (۱-ب)

نسبتی از سود سهام که در شرکت انباشته می‌شود (b)

نرخ رشد ثابت سود سهام و تقسیم سود (br)

ارزش بازار سهام

$20 \text{ ریال} = (0.15 - 0.15) \div (0.15 \times 2)$

$20 \text{ ریال} = (0.15 - 0.075) \div (0.15 \times 2)$

$20 \text{ ریال} = (0 - 0.15) \div (0.15 \times 2)$

جدول شماره ۴

سیاست تقسیم سود		
الف	ب	ج
٪۲۰	٪۲۰	٪۲۰
٪۲۰	٪۵۰	٪۱۰۰
٪۷۰	٪۵۰	٪۰
٪۱۲	٪۱۰	٪۰

بازده ثابت سرمایه‌گذاری (r)

نسبت پرداخت سود سهام (۱-ب)

نسبتی از سود سهام که در شرکت انباشته می‌شود (b)

نرخ رشد ثابت سود سهام و تقسیم سود (br)

ارزش بازار سهام:

$90 \text{ ریال} = (0.15 - 0.12) \div (0.15 \times 2)$

$20 \text{ ریال} = (0.15 - 0.10) \div (0.15 \times 2)$

$20 \text{ ریال} = (0 - 0.15) \div (0.15 \times 2)$

عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود مطالعاتی که در مورد سیاستهای تقسیم سود در موسسات انجام شده، نشان داده است که سیاستهای تقسیم سود به کار گرفته شده از سوی موسسات، عملاً مبتنی بر هیچ‌یک از فرضیات و مدل‌هایی که در دو بخش قبلی این مقاله مورد بررسی قرار گرفت، نیست. حال این سوال مطرح می‌شود که موسسات چگونه سیاستهای تقسیم سود خود را اتخاذ می‌کنند؟ پاسخ به این سوال نیاز به توضیح علل اختلاف بین سیاستهای تقسیم سود در تئوری و عمل است. یعنی عواملی که مدیران مالی

$\alpha - 3$ منفی است، یعنی بازده سرمایه‌گذاری کمتر از بازده مورد انتظار سهامداران است. فرض کنید k مساوی با 10 درصد و k مساوی با 15 درصد است. در این حالت نتایج به صورت جدول شماره ۵ خواهد بود.

همان‌طور که در جدول شماره ۵ ملاحظه می‌شود، هرچه سود سهام بیشتری پرداخت شود، ارزش بازار سهام شرکت بالاتر خواهد بود. بدیهی است در این حالت شرکت باید بیشترین رقم را تحت عنوان سود سهام بین سهامداران تقسیم کند.

توقع سهامداران است. بدیهی است این نتیجه‌گیری مطلب جدیدی نبوده و یکی از اصول اساسی است که در مبحث بودجه‌بندی سرمایه‌ای مد نظر قرار می‌گیرد. این سه حالت را می‌توان در قالب یک مثال نشان داد. فرض کنید که شرکت شیرین می‌خواهد تحت هر یک از حالت‌های ۱، ۲ و ۳ پیشگفته، آثار سیاستهای تقسیم سود را بر ارزش بازار سهام شرکت ارزیابی کند. شرکت سه سیاست تقسیم سود را در نظر گرفته است. سیاست الف پرداخت 30 درصد سود سهام، سیاست ب پرداخت 50 درصد و سیاست ج پرداخت 100 درصد سود سهام است.

۱ - α مساوی با صفر است، نرخ بازده مورد توقع سهامداران 15 درصد است. شرکت پیشبینی می‌کند که سود هر سهم آن معادل 3 ریال و بازده سرمایه‌گذاری انجام شده نیز معادل 15 درصد است. پیشبینی ارزش سهام شرکت تحت هر یک از سیاستهای بالا در جدول شماره ۳ آمده است. توجه کنید که در این حالت اتخاذ هر یک از ۳ سیاست تقسیم سود تاثیری بر ارزش بازار سهام شرکت ندارد.

۲ - α مثبت است، یعنی بازده سرمایه‌گذاری بیشتر از نرخ بازده مورد توقع سهامداران است، مثلاً فرض می‌کنیم r مساوی با 20 درصد و k مساوی با 15 درصد است، نتیجه به صورت جدول شماره ۴ خواهد بود.

همان‌طور که در جدول شماره ۴ ملاحظه می‌شود هرچه سود سهام کمتری پرداخت شود، ارزش بازار سهام شرکت بالاتر می‌رود، بدیهی است در این حالت نباید هیچ مبلغی تحت عنوان سود سهام تقسیم شود.

جدول شماره ۵

سیاست تقسیم سود		
الف	ب	ج
٪۱۰	٪۱۰	٪۱۰
٪۲۰	٪۵۰	٪۱۰۰
٪۷۰	٪۵۰	٪۰
٪۷	٪۵	٪۰
بازده ثابت سرمایه‌گذاری (r)		
نسبت پرداخت سود سهام (۱-b)		
نسبتی از سود سهام که در شرکت انباشته می‌شود (b)		
نرخ رشد ثابت سود سهام و تقسیم سود (br)		
ارزش بازار سهام		
$(0.15 - 0.07) \div (0.7 \times 2) = -$		
$(0.15 - 0.05) \div (0.5 \times 2) = -$		
$(0.15 - 0) \div (1 \times 2) = -$		
۱۱/۲۵ ریال		
۱۵ ریال		
۲۰ ریال		

جریان پایدار و مداوم سود سهام خواهند داشت.

براین اساس علاوه بر تصمیمات عملیاتی کوتاهمدت، تصمیمات بلندمدت استراتژیک نیز ممکن است بر رفتار تقسیم سود موسسه تاثیر بگذارد. براین اساس تفکیک طول عمر یک موسسه به مراحل رشد و ثبات و تعیین نیازهای نقدینگی موسسه براساس آن می‌تواند ابزار مناسبی در تعیین نیازهای نقدینگی آینده و انتخاب سیاست تقسیم سود باشد.

ملاحظات مالیاتی- مالیات بر سود سهام تقسیم شده، سود انباشته و فروش سهام نیز ممکن است بر تصمیمات تقسیم سود تاثیر بگذارد. اگر نرخ مالیات بر تقسیم سود بالاتر از نرخ مالیات بر سود انباشته و فروش سهام باشد، در این حالت ممکن است موسسات به جای تقسیم سود اقدام به انباشته کردن سود در موسسه کنند، ارزش داراییهای تولیدی خود را بالاتر برده و در نتیجه ارزش سهام موسسه را بالا ببرند. در این حالت سهامداران می‌توانند سهام خود را به قیمت بالاتر بفروشند و مالیات کمتری را متحمل شوند. بدیهی است عکس این مطلب نیز صادق خواهد بود.

سرمایه‌گذاران، ترجیح گروه سهامداران موسسه را شناخته و سیاست تقسیم سود خود را براساس آن طرح‌ریزی کند.

موقعیتهای سرمایه‌گذاری سودآور- سودآوری سرمایه‌گذارهای یک موسسه می‌تواند بر سیاست تقسیم سود آن تاثیر بگذارد. موسسات جوان با موقعیتهای رشد بالا ممکن است به این نتیجه برسند که سود آنها باید به سرمایه‌گذارهای بالقوه سودآور تخصیص یابد و بنابراین هیچ‌گونه سود سهامی تقسیم نکنند. این سیاست بر این اصل استوار است که عدم تقسیم سود سهام و سرمایه‌گذاری مجدد آن در موسسه بسیار مطلوبتر از تقسیم سود سهام و تامین مالی پروژهها از طریق انتشار سهام جدید و یا انجام استقراض است. زیرا در این صورت موسسه در هزینه‌های معاملات (بهره وام و یا هزینه انتشار سهام جدید) صرفه جویی خواهد کرد. به‌سختی دیگر در طی دوره رشد و توسعه، نیازهای نقدینگی موسسه ممکن است بسیار بالا باشد در حالی که در طی دوره ثبات و مرحله بلوغ که نشانه آن کاهش موقعیتهای سرمایه‌گذاری است، نیاز به وجه نقد کاهش می‌یابد. در این زمان، موسسات وضعیت نقدینگی بهتری برای پرداخت

مجبورند در هنگام اتخاذ سیاستهای تقسیم سود بلندمدت موسسه خود، آنها را در نظر بگیرند. این عوامل را می‌توان به نه دسته تقسیم کرد:

محتوای اطلاعاتی تقسیم سود- پایداری در تقسیم سود بیانگر این است که مدیران موسسه مایلند به‌طور مداوم سود سهام پرداخت کنند، حتی اگر در شرایطی قرار گیرند که موقعیت مالی آنها به‌طور موقت در سطح نامطلوبی باشد. هدف از اتخاذ چنین سیاستی ممکن است این باشد که بتوان بازتابی از انتظارات مدیریت در مورد سودآوری موسسه را به سهامداران منعکس کرد. در برخی موارد سود خالص موسسه ممکن است تحت تاثیر نوسانات منفی کوتاهمدت همانند نوسانات ناشی از روشهای حسابداری قرار گیرد که تاثیری بر روند بلندمدت سودآوری موسسه ندارد. بنابراین هنگامی که مدیران موسسه رقم تقسیم سود را بالا می‌برند، در واقع این محتوای اطلاعاتی را به سهامداران القا می‌کنند که مدیریت موسسه معتقد است روند سودآوری به سطح جدید و بالاتری ارتقاء یافته و از این رو رشد مستمر در سود هر سهم در آینده متصور است.

علائق سرمایه‌گذاران- برخی از سهامداران تاکید فراوانی بر سطوح قابل پیشبینی از تقسیم سود دارند. از این رو این دسته از سرمایه‌گذاران موسساتی را ترجیح می‌دهند که سابقه خوبی از ثبات و افزایش در رقم تقسیم سود دارند. در مقابل برخی دیگر از سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند سهام موسساتی را خریداری کنند که سود خالص را با بازده بالاتری در موسسه سرمایه‌گذاری مجدد می‌کنند. بنابراین لازم است که مدیر مالی با توجه به عامل علایق

الزامات قانونی- این الزامات می‌توانند اشکال مختلفی به شرح زیر داشته باشند:

اندوخته قانونی- موسسات به موجب قوانین ممکن است مجبور به اندوخته کردن بخشی از سود کسب شده باشند که این امر موجب محدودیت در تقسیم سود سهام می‌شود.

تقسیم سود اجباری- موسسه ممکن است به موجب قوانین مجبور به تقسیم اجباری درصدی از سود سهام بین سهامداران بوده و در نتیجه نتواند این بخش از سود را در موسسه انباشته کند.

محدودیت‌های قراردادی- موسسه ممکن است به لحاظ عقد قراردادهایی (همچون گرفتن وام، صدور اوراق قرضه و اجاره‌های سرمایه‌ای) ملزم به رعایت سقف محدود کننده‌ای در تقسیم سود باشد.

نیازهای نقدینگی- موسسات ممکن است بخشی از وجوه نقد خود را برای نیازهای نقدینگی غیر قابل پیشبینی نگهداری کنند. از این رو این امر موجب محدودیت در وجه نقد قابل تقسیم به‌عنوان سود سهام خواهد بود.

ملاحظات هزینه‌ای- مخارجی که موسسه باید متحمل بشود تا بتواند تامین مالی خارجی کند و یا هزینه‌هایی که سهامدار باید متحمل شود تا بتواند سهام خود را به وجه نقد تبدیل کند، بر تصمیمات تقسیم سود تاثیر دارد.

همان‌طور که قبلاً نیز بیان شد در تامین مالی از طریق سود انباشته، موسسات متحمل هزینه‌های مربوط به فروش سهام و یا استقراض نمی‌شوند. از طرف دیگر موسساتی که سیاست تقسیم سود ناکارآ اتخاذ می‌کنند، جریان تقسیم سود آنها به مقدار زیادی غیرمنظم و پیشبینی‌ناپذیر

می‌شود.

در این حالت سرمایه‌گذارانی که مایل به یک جریان یکنواخت تقسیم سود هستند ممکن است اقدام به فروش سهام خود و سرمایه‌گذاری در سایر موسسات نمایند. زیرا در این حالت میزان سرمایه‌گذاری موسسه بالا بوده و در نتیجه سود کمتری بین سهامداران تقسیم می‌شود.

تورم- تورم نیز بر سیاست تقسیم سود تاثیر می‌گذارد. در شرایط تورمی وجه نقد حاصل از عملیات برای جایگزینی داراییها و موجودیهای مصرف شده در عملیات کافی نخواهد بود. بنابراین در این شرایط لازم است که با انباشته کردن سود، قدرت عملیاتی موسسه حفظ شود.

کنترل- این عامل نیز ممکن است بر سیاست تقسیم سود موسسه تاثیر بگذارد. فرض کنید که آقای الف سهامدار عمده شرکت بوده و کنترل شرکت در دست وی است. بدیهی است پرداخت سود سهام بیشتر، این احتمال را که شرکت برای تامین مالی آینده خود اقدام به انتشار و فروش سهام جدید نماید، بیشتر می‌کند. در این صورت افراد دیگری اقدام به خرید سهام جدید نموده و در نتیجه میزان اعمال کنترل سهامدار اولیه کاهش می‌یابد. بنابراین به منظور اجتناب از این امر، تقسیم سود سهام در سطح پایبتری انجام می‌شود.

انواع سیاستهای تقسیم سود

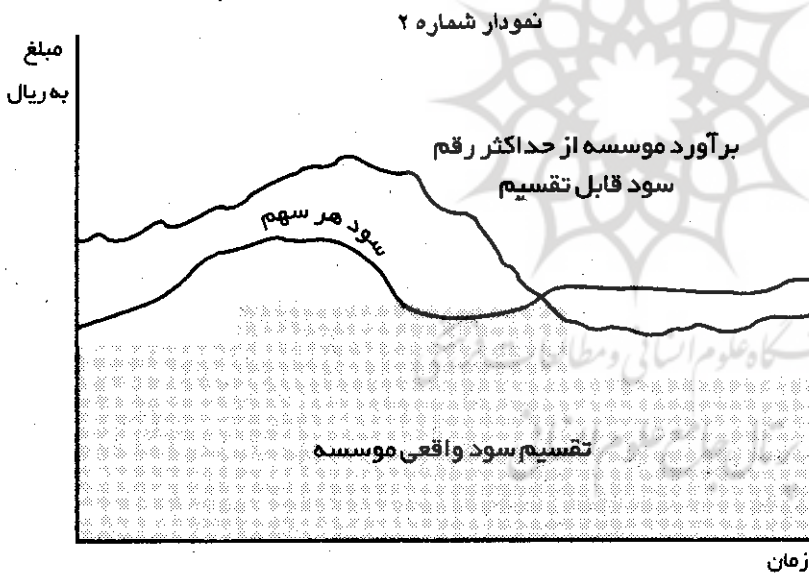
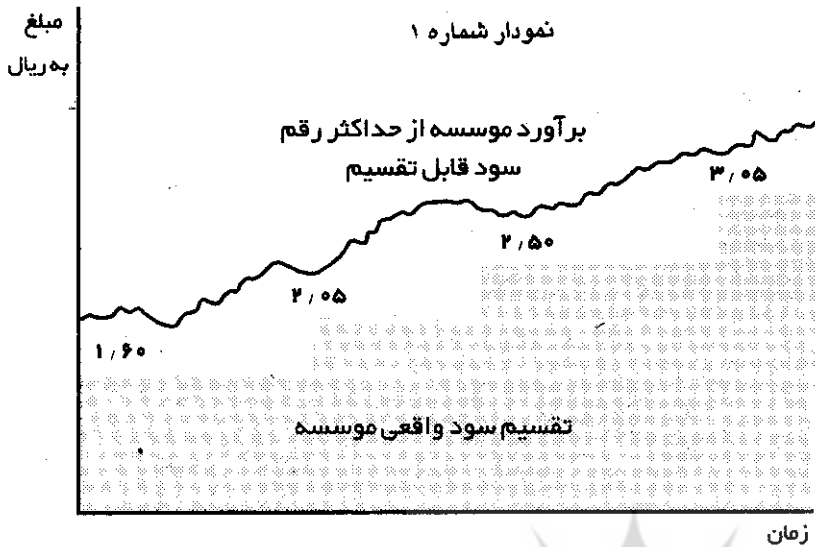
با توجه به عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود که در مورد آنها توضیح داده شده، رفتار تقسیم سود موسسات معمولاً در قالب یکی از چهار سیاست متمایز زیر قرار می‌گیرد.

پرداخت درصد ثابتی از سود خالص -

برخی از موسسات ممکن است سود سهام را به صورت درصد ثابتی از سود خالص پرداخت کنند. به‌عنوان مثال شرکتی سیاست تقسیم ۴۰ درصد سود خالص را در پیش گرفته است. سود خالص هر سهم موسسه ۲۰ ریال و در نتیجه سود سهام تقسیم شده هر سهم به مبلغ ۸ ریال خواهد بود. در عمل تعداد بسیار اندکی از موسسات از این سیاست پیروی می‌کنند و علت آن نیز مشخص است. رقم سود خالص در بسیاری از موسسات قابل پیشبینی نیست زیرا سود با تغییر در شرایط اقتصادی و شرایط درونی موسسه نوسان پیدا می‌کند. اگر موسسه‌ای سیاست پرداخت درصد ثابتی از سود خالص را اتخاذ کند، تغییر در مبلغ تقسیم سود سهام آن دقیقاً منطبق با تغییر در رقم سود خالص است. به‌عنوان مثال ۱۰۰ درصد افزایش در سود، مستلزم ۱۰۰ درصد افزایش در تقسیم سود است.

با توجه به علایق متفاوت سرمایه‌گذاران، سیاست پرداخت درصد ثابت، برای موسسات سیاستی پرمخاطره است. اتخاذ این سیاست باعث ایجاد نوسانات عمده در رقم تقسیم سود می‌شود و بنابراین سهامداران باندردت خواهند توانست سطح بخصوصی از تقسیم سود را پیشبینی کنند. سرمایه‌گذارانی که به دنبال دریافت سود سهام هستند، قادر به پیشبینی سطحی از تقسیم سود یکنواخت و ثابت نیستند. همچنین سرمایه‌گذارانی که مایل به کسب سود سرمایه‌ای هستند، هیچگاه نخواهند دانست که در چه زمانی قادر به دریافت رقم بالایی از سود سهام خواهند بود.

تقسیم سود هموار ۲- این نوع سیاست متداولترین نوع سیاست تقسیم سود سهام



است. به عنوان مثال شرکتی که این سیاست را اتخاذ کرده و ۱۶ ریال سود برای هر سهم تقسیم می‌کند، معمولاً انتظار دارد که رقم تقسیم سود را در طی مدت طولانی در همان سطح نگه دارد. بدیهی است اگر موسسه رقم تقسیم سود را در سطح ۱۶ ریال تثبیت کند، در واقع این محتوای اطلاعاتی را به سهامداران منتقل کرده است که مدیریت موسسه معتقد است تقسیم سود در سالهای آینده نیز در این سطح ادامه خواهد یافت. بنابراین موسسات همواره اقدام به تقسیم سود در سطحی خواهند نمود که بتوانند آن را در سالهای بعد نیز جفظ کنند و صرفاً هنگامی این سطح را افزایش خواهند داد که مطمئن شوند در آینده قادر به پرداخت سطح جدید تقسیم سود هستند. نمودار شماره ۱ بیانگر این نوع سیاست است.

همان‌طور که در نمودار شماره ۱ مشاهده می‌شود، این شرکت در ابتدای دوره زمانی مبلغ ۱۶ ریال سود برای هر سهم پرداخت کرده است. این رقم در حد متناسبی پایینتر از حداکثر مبلغ سودی است که موسسه پیشبینی می‌کند قادر به پرداخت آن خواهد بود. در این سیاست، موسسه مطمئن است که قادر به پرداخت سود سهام در سطح تعیین شده در بلندمدت خواهد بود. به همین علت این سیاست، نوعی سیاست تقسیم سود محافظه‌کارانه تلقی می‌شود.

در به کارگیری سیاست تقسیم سود هموار ممکن است برخی موسسات پیشبینی دور از واقع از سودآوری آینده خود داشته باشند و بر این اساس اقدام به افزایش سطح تقسیم سود نمایند. در این حالت موسسات مجبور خواهند شد رقم تقسیم

سود خود را کاهش دهند. نمودار شماره ۲ نشان‌دهنده این حالت است.

همان‌طور که در نمودار شماره ۲ مشاهده می‌شود، در ابتدا موسسه تقسیم سود را در حد متناسبی پایینتر از حداکثر رقم سودی که پیشبینی می‌کند قادر به پرداخت آن باشد، قرار داده است. در ابتدا سود شرکت در حال رشد بوده و از این رو موسسه به این باور رسیده است که می‌تواند تقسیم سود خود را در سطح بالاتری قرار

دهد. اما پس از گذشت مدت زمان اندکی سود هر سهم کاهش یافته و موسسه به رشد پیشبینی شده دست نمی‌یابد. در نتیجه رقم سود هر سهم حتی به سطحی پایینتر از سود سهام تقسیم شده هر سهم کاهش می‌یابد. با این حال موسسه نمی‌تواند بلافاصله رقم تقسیم سود خود را کاهش دهد زیرا با توجه به مفهوم محتوای اطلاعاتی بهتر است که از کاهش بلافاصله رقم تقسیم سود پرهیز کند. از این رو موسسه در این زمان باید سود



سهامی بیش از سود هر سهم تقسیم نماید. در هر حال موسسه نمی تواند برای مدتی طولانی رقم سود سهامی بیش از سود هر سهم تقسیم کند زیرا این امر باعث کاهش نقدینگی و ورشکستگی موسسه خواهد شد. پس از اینکه رقم سود هر سهم به سطحی پایینتر از سود تقسیم شده هر سهم تنزل یافت، برآورد موسسه از حداکثر رقم سود قابل تقسیم نیز کاهش یافته و در نهایت موسسه به این نتیجه می رسد که باید تقسیم سود خود را به سطح پایینتری کاهش دهد. معمولاً موسسات مایل به کاهش رقم تقسیم سود فعلی خود نیستند زیرا این چنین اخباری سرعت به بازار منتقل شده و از آنجا که مغایر با انتظارات سهامداران است، ممکن است باعث شود ارزش بازار سهام موسسه کاهش یابد.

سرمایه گذاران اعلام می نماید که رقم تقسیم سود اضافی ممکن است در هر سال متفاوت باشد. یکی از بزرگترین شرکتهایی که از این سیاست پیروی می کند، کمپانی جنرال موتورز (General Motors) آمریکا است. به کارگیری این سیاست این امکان را به موسسه می دهد که بتواند به دقت با سهامدارانش ارتباط برقرار کند. وجود چنین سیاستی نیز طبعاً بیانگر این است که مدیریت موسسه در ایجاد ارتباط با سهامداران در مورد تقسیم سود سهام موفق بوده است.

سود با نرخ ثابت کنیم. پرداخت سود سهام اضافی^۲ - برخی از موسسات سیاست پرداخت سود سهام اضافی را به کار می گیرند. این گونه موسسات رقم تقسیم سود خود را به دو بخش تقسیم می کنند. یک بخش آن به صورت تقسیم سود هموار و بخش دیگر آن به عنوان تقسیم سود اضافی انجام می شود. تقسیم سود هموار در سطح اعلام شده و در طول زمان ادامه می یابد، تقسیم سود اضافی نیز با توجه به شرایط موجود انجام خواهد شد. به عنوان مثال شرکتی ممکن است به طور منظم در هر سال ۲۰ ریال سود سهام تقسیم کند و در سال جاری با توجه به وضعیت سودآوری فعلی مبلغ ۳۰ ریال سود سهام اضافی تقسیم نماید. بدیهی است سهامداران می توانند انتظار داشته باشند که در سال آینده نیز حداقل ۲۰ ریال سود سهام دریافت خواهند کرد و علاوه بر آن ممکن است سود سهام اضافی نیز تقسیم شود. در این روش موسسه خود را متعهد به تقسیم سود اضافی نمی کند و با این کار به

افزایشهای متعدد^۳ - برخی از موسسات سیاست افزایشهای سریع ولی اندک در رقم تقسیم سود را به منظور بیان وجود رشد مداوم و مستمر در سودآوری موسسه استفاده می کنند. این سیاست بر این فرض استوار است که بازار مشتاق افزایش سریع و مستمر در رقم تقسیم سود است. نمودار شماره ۳ بیانگر این سیاست است.

جریان برآورد موسسه از حداکثر رقم سود قابل تقسیم در نمودار شماره ۳ دقیقاً مساوی با نمودار شماره ۱ است. این نمودار نشان می دهد که چگونه رقم تقسیم سود موسسه با نرخ ثابت ولی اندک به طور مستمر رشد می کند. بر مبنای این سیاست، به جای اینکه مدت مدیدی در انتظار افزایش در سود به منظور حصول اطمینان از توانایی پرداخت سطح به مراتب بالاتری از تقسیم سود باشیم، بهتر است هر چند اندک به طور مستمر اقدام به افزایش رقم تقسیم

ثبات در به کارگیری سیاست تقسیم سود با توجه به محتوای اطلاعاتی، حساسیت و علایق مشتریان، رعایت ثبات و یکنواختی در به کارگیری سیاست تقسیم سود بسیار مهم است. بنابراین باید از تغییرات غیر ضروری در سیاست تقسیم سود موسسه اجتناب کرد. با این حال در بعضی شرایط تغییر در سیاست تقسیم سود اجتناب ناپذیر است.

تغییر در سیاست تامین مالی، وجود موقعیتهای سرمایه‌گذاری و تغییر در شرایط اقتصادی جامعه از جمله عواملی است که ممکن است منجر به تغییر در سیاست تقسیم سود موسسات شود. همچنین ممکن است مدیریت موسسه به این نتیجه رسیده باشد که یک یا چند عامل تعیین کننده در اتخاذ سیاست تقسیم سود به طور غلط برآورد شده و از این رو نیاز به تغییر سیاست تقسیم سود باشد. حالت اخیر ممکن است بسیار اتفاق بیفتد.

هنگامی که تغییر در سیاست تقسیم سود ضروری است، مدیریت موسسه نباید از انجام آن شانه خالی کند. کاهش در رقم تقسیم سود قدری نگران‌کننده است اما اگر این کار باعث افزایش ثروت سهامداران شود، قطعاً و بیدرنگ باید انجام پذیرد. در چنین مواردی ایجاد ارتباط با سهامداران بسیار مهم است. اگر دلایلی که منجر به تغییر در سیاست تقسیم سود گردیده، منطقی و معقول باشد، سهامداران آن را خواهند پذیرفت. کاهش در رقم تقسیم سود ممکن است باعث کاهش در ارزش بازار سهام شود، اما ایجاد ارتباط دقیق با سهامداران احتمال اینکه قیمت سهام به سطح ارزش واقعی آن برسد را افزایش می‌دهد.

اگر کاهش در متوسط پرداخت سود سهام مورد نظر است، بهتر است که به آهستگی به سمت این هدف حرکت کرد. به منظور دستیابی به این هدف بهتر است هنگامی که سود خالص موسسه افزایش می‌یابد، رقم تقسیم سود در سطح قبلی خود ثابت نگه داشته شود تا از این طریق متوسط پرداخت سود سهام کاهش یابد. بدیهی است به کارگیری چنین روشی به مراتب بهتر

از کاهش در رقم تقسیم سود است زیرا اتخاذ روش اخیر ممکن است موجب کاهش ارزش بازار سهام شود. به طور خلاصه تغییر در سیاست تقسیم سود و دلایل آن باید از طریق ایجاد ارتباط مناسب با سهامداران برای آنها توجیه شود.

خلاصه

در موسسات یکی از مهمترین تصمیمگیریها مربوط به تقسیم سود است یعنی درصدی از سود که به طور نقد به سهامداران پرداخت می‌شود. هنگام اتخاذ سیاست تقسیم سود این سوال مطرح می‌شود که آیا سیاستهای تقسیم سود بر ارزش بازار سهام موسسات تاثیر می‌گذارد؟ به طور کلی فرضیات ارائه شده در مورد سیاستهای تقسیم سود در سه دسته فرضیه‌های مبتنی بر تقسیم سود ناکارآمد، فرضیه‌های مبتنی بر نامربوط بودن تقسیم سود و ارزش بازار سهام و فرضیه‌های مبتنی بر تاثیر سیاستهای تقسیم سود بر ارزش بازار سهام قرار می‌گیرند.

این فرضیه‌ها در قالب یکی از دو مکتب بازار کامل سرمایه و بازار ناقص سرمایه قرار می‌گیرد. مهمترین فرضیه مبتنی بر بازار کامل سرمایه توسط مودیلیانی و میلر ارائه شده است. آنان معتقدند که در بازار کامل سرمایه، تقسیم سود تاثیری بر ثروت سهامداران ندارد. به نظر آنان سودآوری یک موسسه باعث افزایش ارزش آن می‌شود و نه تقسیم سود. بدیهی است این فرضیه هنگامی صادق است که کلیه مفروضات مربوط به بازار سرمایه مد نظر قرار گیرد. در بازار کامل سرمایه، مبادلات بدون تحمل هزینه انجام می‌پذیرد، سرمایه‌گذاران به طور یکسان و بدون هیچ‌گونه هزینه‌ای به

اطلاعات مورد نیاز خود دسترسی دارند و تعداد فروشندگان و خریداران آن قدر زیاد است که هیچیک از آنها به تنهایی نمی‌توانند بر قیمتهای بازار تاثیر بگذارند.

دو فرضیه عمده‌ای که در مکتب ناقص سرمایه ارائه گردیده است، مربوط به لیکنتر و گوردون می‌باشد. لیکنتر بر اساس تحقیقات خود به این نتیجه رسیده است که مدیران معتقدند باید بخش متعارفی از سود را بین سهامداران تقسیم کرد. وی فرمولی را ارائه کرده است که براساس آن می‌توان رقم تقسیم سود دوره جاری را از طریق متوسط سود دوره‌های قبل محاسبه کرد. مدل گوردون بر وجود ارتباط بین سیاستهای تقسیم سود و ارزش بازار سهام موسسات تاکید دارد. براساس فرضیه گوردون اگر نرخ بازده سرمایه‌گذاریهای موسسه از نرخ بازده مورد انتظار سهامداران بیشتر باشد، انباشته کردن سود و سرمایه‌گذاری مجدد آن باعث افزایش ارزش بازار سهام و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران می‌شود. عکس این رابطه نیز صادق است.

در عمل سیاستهای تقسیم سود اتخاذ شده از سوی موسسات مبتنی بر هیچیک از فرضیات ارائه شده نمی‌باشد. زیرا عواملی وجود دارد که مدیران مالی در هنگام اتخاذ سیاستهای تقسیم سود مجبور به در نظر گرفتن آنها هستند. این عوامل عبارت است از محتوای اطلاعاتی تقسیم سود، علایق سرمایه‌گذاران، موقعیتهای سرمایه‌گذاری سودآوری، ملاحظات مالیاتی، الزامات قانونی، نیازهای نقدینگی، ملاحظات هزینه‌ای، تورم و کنترل.

وجود این عوامل باعث گردیده است که سیاست تقسیم سود مورد عمل از سوی موسسات در قالب یکی از چهار سیاست

Homewood, ILL.: R. D. Irwin, 1985.

12- Rappaport, A. "Inflation Accounting and Corporate Dividends." *Financial Executive*, February 1981, 20-22.

۱۳- پوریا نسب، امیر و عبدالرضا تالانه. "خط مشی تقسیم سود و ارزشگذاری سهام." فصلنامه تحقیقات مالی، پاییز ۱۳۷۳، صفحات ۸۱ الی ۱۰۳

of Shares." *Journal of Business*, October 1961, 411-33.

10- Miller, M. H., and M. S. Scholes. "Devedends and Taxes." *Journal of Financial Economics*, December 1978, 333-64.

11- Poterba, J. M., and L. H. Summers, "The Economic Effects of Dividend Taxation." In *Recent Advances in Corporate Finfnce*, Ed. E. I. Altman and M. G. Subrahmanyam, 227-84.

پرداخت درصد ثابتی از سود خالص، تقسیم سود هموار، افزایشهای متعدد و پرداخت سود سهام اضافی قرار گیرد.

لازم است به این نکته نیز توجه داشت که ثبات در به کارگیری سیاست تقسیم سود بسیار مهم است ولی هنگامی که تغییر در سیاست تقسیم سود ضروری باشد، نباید از آن اجتناب کرد.

1- The Passive - Residual Hypothesis.

2- Regular Dividend.

3- Multiple Increase.

4- Extras Dividend Payment.

منابع:

1- Black, F. "The Dividend Puzzle." *Journal of Portfolio Management*, Winter 1976, 5-8.

2- Black, F., and M. Scholes. "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns." *Journal of Financial Economics*, May 1974, 1-22.

3- Britain, J. A. "Corporate Dividend Policy." Washington, D. C.: The Brookings Institution, 1966.

4- Fama, E.F., and H. Babiak. "Dividend Policy: An Empirical Analysis." *Journal of the American Statistical Association*, December 1968, 1132-61.

5- Gordon, M. J., and E. Shapiro. "Capital Investment Analysis: The Required Rate of Profit." *Management Science*, October 1956, 102-10.

6- Lerner, E. L., and W. T. Carleton. "The Integration of Capital Budgeting and Stock Valuation." *American Economic Review*, September 1964, 683-703.

7- Lewellen, W. G., K. L. Stanley, R. C. Lease, and G. G. Schlarbaum. "Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon." *Journal of Finance*, December 1978, 1385-99.

8- Lintner, J. "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes." *American Economic Review*, May 1956, 97-113.

9- Miller, M. H., and F. Modigliani. "Dividend Policy, Growth and the Valuation

دو پیشنهاد برای تحقیق

پیشنهاد می شود بخشی از تحقیقات دانشگاهی بویژه در دوره های بعد از کارشناسی به سمت تحقیقاتی هدایت شود که بتواند کمکی باشد به موضوعاتی که به صورت فصل مشترک رشته های مختلف درخور بررسی هستند. در هنگام انجام این گونه تحقیقات، لازم خواهد بود که محقق از راهنمایان و ارشاد استادان و متخصصان بیش از یک رشته تخصصی بهره گیرد. هدف از این گونه تحقیقات در واقع تعریف مشکلات مربوط به حسابداری در سایر رشته های تخصصی کاربردی و آرایه پاسخهای مناسب به این گونه مسایل است.

به عنوان مثال از این گونه تحقیقات، تحقیقات در زمینه های نیازهای اطلاعاتی در موسسات نهادهای بهداشتی، پزشکی و درمانی می باشد. به بیان دیگر، در این زمینه لازم است بدانیم اطلاعات مدیریتی و حسابداری این گونه محیطها چیست؟ برای این کار لازم است محقق زیر نظر استادان راهنما و مشاور از هر دو بخش تخصصی فعالیت استفاده کند. چرا که با انجام این گونه تحقیقات، نیازهای اطلاعاتی و حسابداری این زمینه ها بیشتر تعریف می شود و راه حلها و سیستمهای اطلاعاتی مدیریتی و حسابداری و حسابرسی مناسب برای آنها تعریف، پیشبینی و پیشنهاد می شود.

پیشنهاد دوم، درخواست از متخصصان سایر رشته ها برای معرفی عناوین تحقیقاتی است که می تواند پیشنهاد تحقیقاتی نخست (بالا) در آنها انجام شود. آرایه این گونه پیشنهادها اگر چه می تواند از سوی متخصصان حسابداری و حسابرسی مرتبط با آن رشته ها انشا گردد، اما می توان انتظار داشت که از دیدگاه سایر تخصصها نیز سوالها و مسایلی مطرح باشد که اگر چه به حسابداری و حسابرسی مربوط است، ولی ممکن است لزوم تحقیق در مورد آنها به نظر حسابداران و حسابرسیان نرسیده باشد.

دکتر کامبیز فرقان دوست حقیقی