

به نام خدا

مباحثی در مدیریت مالی

# تصمیمات

و

# سیاستهای تقسیم سود

مترجم: فیروز کُردی

# تصمیمات و سیاستهای تقسیم سود

## طبیعت تصمیمات تقسیم سود

اثر فط مشی تقسیم سود یک شرکت، تقسیم سود بعد از مالیات آن به دو دسته زیر  
میباشد :

**۱- وجوهی برای تامین مالی رشد بلند مدت.** این وجوه در ترازنامه بوسیله حساب سود  
انباشته نشان داده میشود. سود انباشته شرکت بطور سنتی برای  $1/2$  تا  $2/3$  تامین مالی  
بلند مدت شرکت در نظر گرفته میشود.  $1/3$  باقیمانده از طریق وام یا صدور سهام ممتاز  
و عاری تامین میگردد.

**۲- وجوهی برای تقسیم بین سهامداران.** این وجوه بوسیله سود سهام نقدی اعلام شده  
توسط هیئت مدیره و پرداخت شده به صاحبان سهام عاری نمایش داده میشود.

## دو روش ممکن برای تصمیمات تقسیم سود

از آنجائیکه سیاستهای تقسیم سود، هم بر تامین مالی بلند مدت و هم بر سود تقسیم  
شده بین سهامداران تاثیر میگذارد، شرکت ممکن است دو نقطه نظر ممکن در مورد  
پرداخت سود سهام داشته باشد. این دو نقطه نظر عبارتند از :

**۱- تصمیم مبنی بر تامین مالی بلند مدت.** در این روش، تمامی سود بعد از مالیات را  
میتوان بعنوان منبعی جهت تامین مالی بلند مدت در نظر گرفت. اعلام سود سهام  
نقدی، مقدار وجوه در دسترس جهت تامین مالی رشد را کاهش میدهد و همچنین رشد  
را محدود میکند یا شرکت را ناچار به یافتن منابع دیگری جهت تامین مالی میکند. بنابراین

شرکت ممکن است سیاستی را بشکل انباشتن سود تا زمانی که دو وضعیت زیر وجود دارد، در پیش گیرد :

**الف) طرحهای سودآور کافی در دسترس باشد.** قبول طرحهای بسیار سودآور در بیشتر شرکتها بیانگر هدف ارزشمند رشد میباشد. تا زمانیکه چنین طرحهایی دسترس هستند شرکت میتواند جهت تامین مالی آنها سود خود را انباشته کند.

**ب) ساختار سرمایه ای شرکت نیاز به وجوه سرمایه ای داشته باشد.** شرکت منابع مقتضی برای وجوه بلند مدت دارد. برای اجتناب از ریسک زیادی که همراه بردهی بیش از اندازه میباشد، شرکت میبایستی بین وام و تامین مالی از طریق افزایش ارزش ویژه تعادلی برقرار سازد. بدلیل هزینه های سهام عادی در جریان، انباشتن سود بمنظور تامین مالی از طریق افزایش ارزش ویژه ترجیح داده میشود. بنابراین ممکن است که سود بعنوان بخشی از تصمیم تامین مالی بلند مدت که مربوط به اداره کردن ساختار سرمایه ای شرکت است، انباشته شود.

در هر یک از این روشها، در صورتی که از سود پیزی باقی بماند، بعنوان سود سهام نقدی بین سهامداران توزیع خواهد شد. سود سهام پرداختی بیانگر بخشی از سود میباشد که نمیتواند بطور سودآور توسط شرکت مجددا سرمایه گذاری شود.

**۲. تصمیم مبنی بر به حداکثر رسانیدن ثروت.** در این روش، شرکت تشفیص میدهد که پرداخت سود سهام اثر مهمی بر قیمت بازار سهام عادی دارد. سود سهام زیادتر، ارزش سهام را برای بسیاری از سرمایه گزاران افزایش میدهد. بهمین ترتیب سود سهام کم، ارزش سهام را کاهش میدهد. شرکت در حالت به حداکثر رسانیدن ثروت، جهت برآورده کردن انتظارات سرمایه گزاران و سهامداران سود سهام کافی اعلام میکنند.

بسیاری از شرکتها بمنظور به حداکثر رسانیدن ثروت مبادرت به اعلام سود سهام میکنند. ارزش و اعتبار این روش به این مطلب بستگی دارد که آیا سیاستهای تقسیم سود واقعا بر قیمت بازار سهام عادی اثر میگذارد یا نه؟ بشوهای زیادی مبنی بر اینکه سود سهام تاثیری بر قیمت بازار ندارد صورت گرفته است. از طرف دیگر، شواهدی وجود دارد که سیاستهای تقسیم سود اثرات عمیقی بر موقعیت یک شرکت در بازار سهام دارد. ما هنوز مدرک تجربی قاطعی در این مورد که آیا روش به حداکثر رسانیدن ثروت با تصمیمات تقسیم سود سروکار دارد یا نه، در دست نداریم.

### عوامل مؤثر بر تصمیمات تقسیم سود

هنگامیکه ما این فرض را میپذیریم که میزان سود سهام بر ارزش سهام عادی شرکت تاثیر میگذارد، لازم است عواملی را که تصمیم تقسیم سود را معین میکنند در نظر بگیریم. این عوامل در این بخش مورد بررسی قرار میگیرند.

### چرا سرمایه گذاران خواهان سود سهام هستند

بیشتر سرمایه گذاران انتظار دو نوع بازده را از خرید سهام عادی دارند. این انتظارات عبارتند از:

**۱ - سود سرمایه.** سرمایه گذار در طی زمان انتظار افزایش در ارزش بازار سهام عادی را دارد. برای مثال، اگر سهام بمبلغ ۴۰ دلار خریداری شود و بمبلغ ۶۰ دلار به فروش رود، سرمایه گذار سود سرمایه ای بمیزان ۲۰ دلار را شناسایی خواهد کرد. سود سرمایه میتواند بعنوان سود حاصل از فروش سرمایه گذاریهای ثابت که در این مثال سهام عادی میباشد تعریف شود.

**۲ - سود سهام.** سرمایه گزار در یک مقطع زمانی، انتظار تقسیم سود شرکت را دارد. بیشتر سرمایه گزاران از شرکت‌های سهامی با ثبات و پایدار انتظار دارند که بطور مرتب و مداوم روی سهام عادی اعلام سود سهام کرده و آنرا پردازند. چنین انتظاراتی بر علاقه به انباشتن سود جهت تامین مالی توسعه و رشد شرکت پیشی میگیرد. برخی از عوامل ممکن است مورد تفضیه و تحلیل قرار گیرند تا این مطلب را تشریح کنند که سرمایه گزار بیشتر انتظار تقسیم سود را دارد تا اینکه سود سرمایه نصیبش شود. احتمالاً سه عامل اساسی عبارتند از :

**الف) کاهش عدم اطمینان.** قول سود سرمایه در آینده یا تقسیم سودی در آینده نسبت به تقسیم سود کنونی عدم اطمینان بیشتری را در بر دارد. برای سرمایه گزار، سود سهام کنونی بیانگر جریان ورودی نقد با ارزش فعلی است که اگر شرکت در آینده با مشکلات عملیاتی یا تامین مالی روبرو شود از بین نمیروند. این کاهش عدم اطمینان عاملی است که بیانگر ترجیح سود سهام کنونی توسط سرمایه گزار است.

**ب) نشان استحکام مالی.** اعلام و پرداخت سود سهام نقدی نشانگر این مطلب است که شرکت بطور منطقی دارای استحکام و سلامتی مالی است. اعلام سود سهام، تقدینگی شرکت را آشکار میسازد چون برای پرداخت سود سهام به وجود نقد نیاز است و این وجه نقد میبایستی از چرخه عملیات شرکت خارج گردد. اعلام سود سهام بیانگر سودآوری و مهمتر از آن بیانگر سودآوری آتی است چونکه اگر مدیریت می خواست خود را برای روبرو شدن با مشکلات آتی آماده کند احتمالاً وجوه نقد خود را نگهداری میکرد (و بعنوان سود سهام بین سهامداران خود توزیع نمیکرد).

**ج) نیاز به سود سهام جاری.** بسیاری از سهامداران جهت پرداخت هزینه های زندگی روزمره خود به درآمد حاصل از سرمایه گزاریشان نیازمند میباشند. این سرمایه گزاران

برای کسب وجه نقد ممکن است مایل به فروش سهامشان نباشند. سود سهام نقدی در آمدی جاری برای این سرمایه گزاران فراهم میکند و هیچ اثری نیز بر سرمایه اصلی شان ندارد.

## محدودیت های پرداخت سود سهام

با اینکه بیشتر شرکتها نیاز سرمایه گزار را به سود سهام تشفیص میدهند، چندین عامل ممکن است توانائی شرکت را در اعلام و پرداخت سود سهام محدود کند. این عوامل بقرار زیر میباشند :

- ۱ - **وجه نقد ناکافی.** با اینکه ممکن است یک شرکت جهت اعلام سود سهام در آمد کافی داشته باشد ولی ممکن است وجه نقد کافی برای پرداخت آن نداشته باشد. وجوه نقد شرکت ممکن است در مسابهای دریافتی یا موجودی کالا حبس شده باشد یا شرکت ممکن است به سبب داشتن دارائیهای ثابت فراوان با کمبود نقدینگی روبرو باشد.
- ۲ - **محدودیت های قراردادی.** اگر یک شرکت با مشکلات نقدینگی یا سودآوری روبرو باشد، ممکن است بستانکاران بعنوان بخشی از هر قرارداد جدید، محدودیت هائی را در تقسیم سود وضع نمایند. در چنین وضعیتی، شرکت بعنوان بخشی از قرارداد با بستانکار با محدود کردن پرداخت سود سهام توافق میکند. بعنوان مثال، ممکن است تا زمانیکه نسبت بدهی به ارزش ویژه از  $1.2/1$  تجاوز کند توافقنامه وام، تقسیم سود سهام را منع کند. شرکت ممکن است جهت انباشتن سود بمنظور افزایش ارزش ویژه و نتیجتا کاهش نسبت بدهی به ارزش ویژه، تحت فشار قرار گیرد. یک مثال دیگر در اینمورد این است که توافقنامه وام مقرر میدارد که در طی عمر وام فقط ۲۰٪ سود بشکل سود سهام توزیع

شود. پرداخت سود سهام کم، شرکت را ملزم میکند که وجوه نقد را جهت کاهش ریسک قصور در پرداخت اصل و بهره وام انباشته کند.

**۲ - محدودیت‌های قانونی.** گاهی اوقات یک شرکت قانوناً برای اعلام و پرداخت سود

سهام در محدودیت قرار دارد. رایجترین مثال در ایالاتی دیده میشود که قانون مقرر میدارد که تمامی سود سهام میبایستی از محل سود سالهای گذشته یا سود جاری پرداخت شود. شرکتی که در این ایالات به ثبت رسیده اند میبایستی سود انباشته کافی جهت اعلام سود سهام داشته باشند. هنگامیکه شرکت سود انباشته ندارد، از اعلام سود سهام باز داشته میشود حتی اگر وجه نقد کافی جهت پرداخت دارا باشد.

## اهمیت ثبات سود سهام

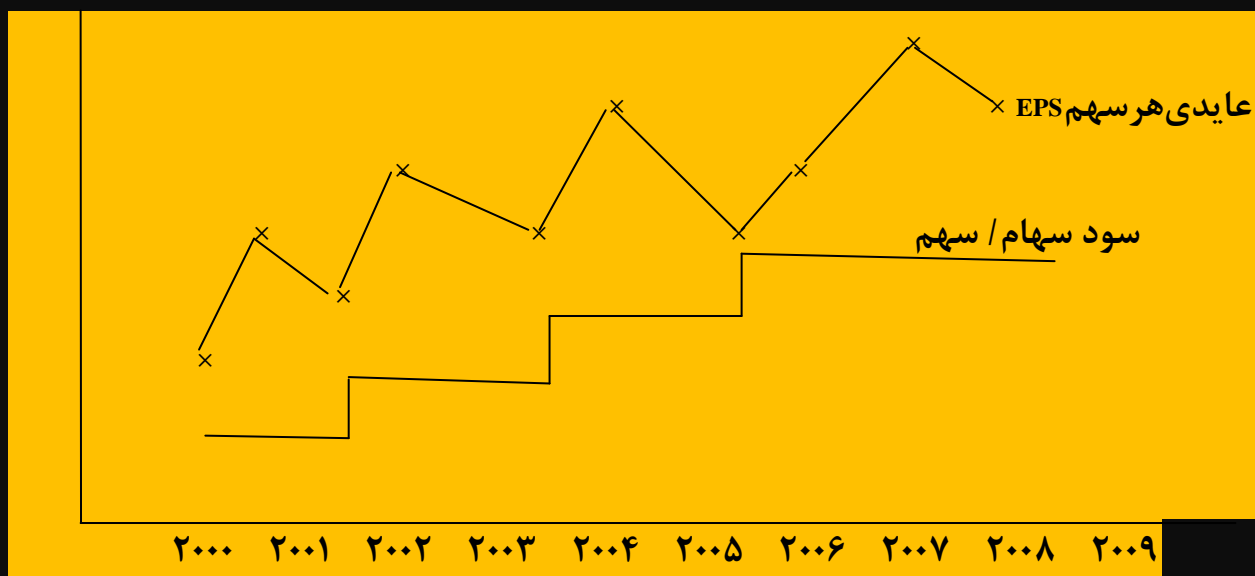
اکثر شرکت‌های سهامی، سیاست تقسیم سودی دارند که بر اعلام مرتب و مداوم سود سهام تأکید میکند. با اینکه در آمد ممکن است از سالی به سال دیگر نوسان داشته باشد ولی سود سهام هیچ نوسانی ندارد. رابطه بین سود سهام و درآمد در شکل ۱-۱ نشان داده میشود. توجه داشته باشید که سود سهام با روند درآمد بلند مدت افزایش می یابد اما بر مبنای از یک سال به سال دیگر، نوسان ندارد. بخشهای زیادی ممکن است بشرح زیر مطرح شود که بر اهمیت پرداختهای ثابت سود سهام تأکید میکند.

**۱- درک ثبات.** هنگامیکه یک شرکت اعلام میکند که بطور منظم و مداوم سود سهام

پرداخت خواهد کرد، سرمایه گزاران این اعلام را بعنوان نشانی از عملیات طبیعی مداوم قبول میکنند. در همین زمان، کاهش در سود سهام اعلام شده سریعاً توجه را به خود جلب میکند و توسط افراد زیادی بعنوان نشانی از مشکلات بالقوه یا مورد انتظار در آینده تلقی میشود. بسیاری از سرمایه گزاران سریعاً سهام خود را بدون دقت و تعمق بیشتر

میفروشند و این هبوم برای فروش سهام منجر به کاهش قیمت بازار سهام خواهد شد. اعلام سود سهام ثابت از انجام چنین عکس العملی از طرف سرمایه گذاران جلوگیری میکند.

**۲ - ترجیح سرمایه گذاران.** سهامداران شرکتی سهامی معمولاً ترجیح میدهند که سود سهام ثابتی دریافت دارند. آنها انتظار دارند که هر سه ماه یکبار یک مقدار تقریبی وجه نقد دریافت کنند و ممکن است که پیشاپیش جهت خرج یا سرمایه گذاری کردن آن تعهداتی بدهند. اگر یک شرکت توانائی اعلام سود سهام نداشته باشد، این سرمایه گذاران بدنبال سرمایه گذاری در شرکتی خواهند بود که هر سه ماه پرداختی نقدی ثابتی دارد.



شکل ۱-۱ رابطه بین سود سهام و درآمد

**۳ - عادی کردن تصمیمات مربوط به تقسیم سود.** با وضع یک سیاست ثابت تقسیم سود، هیئت مدیره در مورد میزان سود سهام در هر سه ماه بحث و جدلی ندارد. اگر شرایط



باعث یک تغییر احتمالی نشوند، سود سهام میتواند بطور عادی و منظم اعلام شود. چنین سیاستی از اتلاف وقت هیئت مدیره جلوگیری کرده و به اعضای آن این فرصت را میدهد که توان خود را بر مسائل مهمتری که شرکت با آن روبرو میشود متمرکز کنند.

**۴ - انعطاف پذیری سود سهام اضافی.** با وجود یک سیاست ثابت تقسیم سود، شرکت میتواند با دوره‌هایی که موقتاً با درآمد بالا همراه هستند برافتنی برافورد کند. این امر با اعلام یک سود سهام اضافی برای یک دوره سه ماهه صورت میگیرد. این کار تقسیم بیشتر سود سهام را بدون زیاد شدن انتظار سرمایه‌گذاران میسر میسازد.

### شکلهای مختلف تقسیم سود

علاوه بر اعلام سود سهام نقدی، شرکت جهت تقسیم سود بین سهامداران، راههای دیگری نیز دارد. این راهها عبارتند از سود سهامی، خرد (تجزیه) کردن سهام و بازخرید سهام.

### سود سهامی

سود سهامی هنگامی مطرح میشود که هیئت مدیره اجازه توزیع سود سهام عادی بین سهامداران فعلی را میدهد. اثر این کار افزایش تعداد سهام در دست شرکت میباشد. بعنوان مثال، اگر در یک زمان یک سهامدار دارای ۱۰۰ سهم عادی باشد، هنگامیکه شرکت به سهامداران ۵٪ سود سهامی اعطا میکند، این سهامدار ۵ سهم اضافی دریافت میکند.

سود سهامی دارای جنبه‌های مختلفی بشرح زیر است :

**۱ - وجوه نقد را حفظ میکند.** سود سهامی به شرکت اجازه میدهد که بدون استفاده از وجه نقدی که ممکن است برای عملیات یا توسعه شرکت مورد نیاز باشد، اعلام سود سهام

نماید. به جای تامین مالی اضافی از طریق منابع خارجی، شرکت میتواند وجوهی را که میفواهد بین سهامداران تقسیم کند، اندوخته نماید.

**۲ - سود آتی بیشتری را نشان میدهد.** در حالت عادی، سود سهامی بیانگر سود آتی بیشتر تر میباشد. اگر سود افزایش پیدا نکند، بدلیل سهام اضافی در دست سهامداران، شرکت با تقلیل درآمد روبرو خواهد شد. از آنجائیکه تقلیل درآمد مطلوب نمیشود، معمولاً سود سهامی فقط توسط هیئت مدیره‌های اعلام میشود که برای فتنی کردن سهام اضافی در دست سهامداران، انتظار افزایش سود را دارند.

**۳ - سود سهام عادی را برای سرمایه گذاران افزایش میدهد.** اگر سیاست تقسیم سود نقدی بطور ثابت بعد از اعلام سود سهامی اضافی ادامه یابد، در سود سهام نقدی آتی سهامداران افزایشی ایجاد میشود. برای مثال، ممکن است که یک شرکت اعلام یک دلار سود سهام بطور ثابت برای هر سهم و ۵٪ سود سهامی اضافی کند. سهامداری که دارای ۱,۰۰۰ سهم میباشد، ۱,۰۰۰ دلار سود سهام و ۵۰ سهم اضافی دریافت میکند. اگر شرکت روش تقسیم سود خود را بر همین منوال ادامه دهد، این سرمایه گذار در دوره بعد ۱,۰۵۰ دلار دریافت خواهد نمود که نسبت به دوره قبل ۵۰ دلار افزایش نشان میدهد.

**۴ - ارزش روانی زیادی دارد.** بدلیل جنبه‌های مثبت سود سهامی، معمولاً اعلام سود سهامی از طرف بازار با استقبال روبرو میشود. این کار باعث تشویق سرمایه‌گذاری در سهام شرکت و نتیجتاً حمایت یا افزایش قیمت بازار سهام میشود. بعد از اعلام سود سهامی، قیمت سهام بهای کاهش ممکن است عملاً افزایش یابد.

**۵ - نسبت مالکیت را برای سهامداران حفظ میکند.** سود سهامی با صدور جدید سهام عادی تفاوت دارد. اگر سهامداران فعلی شرکت برای خرید سهام جدید به وجوه نقد دسترسی

نداشته باشند، با خرید سهام توسط سرمایه گذاران جدید، نسبت مالکیت آنها (سهامداران قدیمی) در شرکت کاهش خواهد یافت. سود سهمی از چنین وضعی جلوگیری میکند یعنی در واقع چیزی جز تغییر در تعداد سهام و مقدار سرمایه شرکت صورت نمیگیرد. جدول ۱-۱ ارزش ویژه یک شرکت را قبل و بعد از اعلام ۱۰٪ سود سهمی نشان میدهد. در این مثال، هنگامیکه ۱۰٪ سود سهمی اعلام میشود، شرکت ۲۰۰,۰۰۰ سهم در دست دارد. اگر ارزش عادلانه بازار را برای هر سهم ۲۰ دلار در نظر بگیریم، جمع سود سهام برابر ۲۰ دلار ضربدر ۲۰,۰۰۰ سهم یعنی ۴۰۰,۰۰۰ دلار میشود.

این مبلغ، از سود انباشته خارج گشته و بین حسابهای سهام عادی و سرمایه پرداخت شده توزیع میگردد. هنوز همان ارزش ویژه در حساب اولیه بستانکار میشود ولی با کاهش در سود انباشته و افزایش در سرمایه پرداخت شده ساختار سرمایه ای کمی تغییر کرده است. وضعیت مالکیت سهامداران فعلی شرکت هیچ تغییری نمیکند.

جدول ۱-۱ اثر سود سهمی بر ارزش ویژه یک شرکت	
با فرض ۱۰٪ سود سهمی هنگامیکه ارزش عادلانه بازار برای هر سهم ۲۰ دلار میباشد	
قبل از اعلام سود سهمی	بعد از اعلام سود سهمی
سهام عادی (ارزش اسمی ۱ دلار) ۲۰۰,۰۰۰ دلار	(سهم ۲۲۰,۰۰۰ * ۱ دلار) ۲۲۰,۰۰۰ دلار
سرمایه اضافی پرداخت شده ۶۰۰,۰۰۰	(سهم ۲۰,۰۰۰ * ۱۹ دلار) ۹۸۰,۰۰۰
سود انباشته ۲,۰۰۰,۰۰۰	(سهم ۲۰,۰۰۰ * ۲۰ دلار) ۱,۶۰۰,۰۰۰
جمع ارزش ویژه ۲,۸۰۰,۰۰۰ دلار	۲,۸۰۰,۰۰۰ دلار

**مثال:** شرکتی قبل از اعلام سود سهام دارای ۲۰۰,۰۰۰ سهم عادی به ارزش اسمی ۲ دلار و سرمایه پرداخت شده ای بمیزان ۳,۲۰۰,۰۰۰ دلار و سود انباشته ای معادل

۱۶,۰۰۰,۰۰۰ دلار میباشد. هیئت مدیره ۱/۵ دلار سود نقدی برای هر سهم و ۲۵ درصد سود سهمی اعلام کرد. اگر ارزش عادلانه بازار ۲۵ دلار هر سهم باشد، مانده حسابهای ارزش ویژه بقدر میباشد؟

**پاسخ:** سود سهام نقدی، سود انباشته را بمیزان  $۳۰۰,۰۰۰ \text{ دلار} = ۱/۵ \text{ دلار} \times ۲۰۰,۰۰۰ \text{ سهم}$ ، کاهش میدهد. سود سهمی بمیزان ۵۰,۰۰۰ سهم، سهام عادی را معادل ۱۰۰,۰۰۰ دلار (اسمی ۲ دلار  $\times ۵۰,۰۰۰$ ) افزایش میدهد و سرمایه پرداخت شده بمیزان ۱,۱۵۰,۰۰۰ دلار (دلار ۲۳  $\times ۵۰,۰۰۰$ ) افزایش می یابد، سود انباشته معادل ۱,۲۵۰,۰۰۰ دلار (۲۵ دلار  $\times ۵۰,۰۰۰$ ) کاهش پیدا میکند. تغییرات در حسابهای ارزش ویژه بقرار زیر است:

بعد	قبل	
۵۰۰,۰۰۰ دلار	۴۰۰,۰۰۰ دلار	سهام عادی (ارزش اسمی ۲ دلار)
۴,۳۵۰,۰۰۰	۳,۲۰۰,۰۰۰	سرمایه پرداخت شده
۱۴,۴۵۰,۰۰۰	۱۶,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته
۱۹,۳۰۰,۰۰۰	۱۹,۶۰۰,۰۰۰	جمع ارزش ویژه

## ۹ فرد (تجزیه) کردن سهام

فرد کردن سهام تغییری در سهام در دست میباشد که از طریق یک کاهش یا افزایش نسبی در ارزش اسمی سهام صورت میگیرد. با انجام این کار فقط ارزش اسمی و تعداد سهام در دست هستند که تاثیر میپذیرند. مبالغ موجود در حسابهای سهام عادی، سرمایه پرداخت شده و سود انباشته هیچ تغییری نمیکنند. این امر در جدول ۲ - ۱ با تبدیل هر یک سهم به دو سهم نشان داده میشود.

جدول ۲ - ۱۹ اثر تجزیه سهام یک شرکت از یک سهم به دو سهم بر روی ارزش ویژه شرکت		
بعد از تجزیه سهام	قبل از تجزیه سهام	
		سهام عادی (۲۰۰,۰۰۰ سهم به ارزش اسمی هر سهم ۱ دلار)
دلار ۲۰۰,۰۰۰	دلار ۲۰۰,۰۰۰	(۴۰۰,۰۰۰ سهم به ارزش اسمی هر سهم ۰/۵ دلار)
۶۰۰,۰۰۰	۶۰۰,۰۰۰	سرمایه پرداخت شده
۲,۰۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته
دلار ۲,۸۰۰,۰۰۰	دلار ۲,۸۰۰,۰۰۰	جمع ارزش ویژه

همانطور که ارزشهای مسابرداری در حسابهای ارزش ویژه تغییری نمی کنند، معمولاً قیمت بازار جهت نشان دادن تجزیه سهام سریعاً تعدیل میشود. بعنوان مثال، ممکن است شرکتی ۲ میلیون سهام در دست داشته باشد که هر سهم ۲۰ دلار فروش رود. شرکت هر یک سهم را به دو سهم تبدیل میکند. بعد از این تبدیل، ۴ میلیون سهم وجود خواهد داشت و هر سهم تقریباً بمبلغ ۱۰ دلار بفروش خواهد رفت. سهامداری که قبل از تجزیه سهام ۱۰۰ سهم مجموعاً به ارزش ۲,۰۰۰ دلار داشته بعد از تجزیه سهام ۲۰۰ سهم مجموعاً به ارزش ۲,۰۰۰ دلار خواهد داشت.

### چرا شرکتها سهام را تجزیه (فرد) میکنند

برای تجزیه سهام توسط شرکتها دلایل مختلفی بشرح زیر ارائه میگردد:

**۱ - کاهش قیمت بازار سهام.** هدف اصلی از تجزیه سهام، کاهش قیمت هر یک از سهام عادی شرکت میباشد. یک قیمت پائین تر برای سهام باعث میشود که سهام (مثلاً ۱۰۰ سهم) به تعداد بیشتری تبدیل شود و افراد بیشتری در آن سرمایه گذاری کنند. برای خرید ۱۰۰ سهم به ارزش هر سهم ۱۰۰ دلار، ۱۰,۰۰۰ دلار لازم است. تبدیل (تجزیه) یک

سوم به چهار سوم، قیمت ۱۰۰ سوم مذکور را به ۲,۵۰۰ دلار کاهش میدهد. سرمایه گذاری که ۱۰,۰۰۰ دلار دارد هنوز میتواند مبادرت به خرید سهام نماید و ۴۰۰ سوم دریافت دارد. سرمایه گذاری که فقط ۲,۵۰۰ دلار دارد نیز میتواند اقدام به خرید سهام کند. با کاهش قیمت، شرکت سرمایه گزاران بیشتری را به خرید سهام تشویق میکند و در نتیجه تقاضا برای سهام و همینطور قیمت بازار آن افزایش می یابد.

**۲ - نشانه رشد.** مدیریت شرکت ممکن است جهت آگاه ساختن بازار نسبت به این مطلب که رشد مداوم فوق العاده ای پیش بینی میشود، اقدام به توزیع سهام کند. در شرکتی با رشد زیاد اگر در دوره های مناسب سهام توزیع نشود قیمت هر یک از اوراق سهام بزودی به چند صد دلار میرسد. بنابراین توزیع سهام ممکن است ارزش اطلاعاتی نیز بدین شکل داشته باشد که شرکت میخواهد از افزایش قیمت هر یک از اوراق سهام خود که علت آن رشد میباشد، جلوگیری نماید.

**۲ - تبدیل چند سهم به یک سهم.** نشانه مشکلات. ممکن است شرکت بهای افزایش تعداد سهام در دست به کاهش آن مبادرت ورزد. این کار از طریق تبدیل چند سوم به یک سوم صورت میگیرد که منجر به کاهش تعداد سهام میگردد. بعنوان مثال، ممکن است شرکتی ۲۰۰,۰۰۰ سوم جاری به ارزش اسمی یک دلار برای هر سوم داشته باشد. شرکت هر دو سوم را به یک سوم تبدیل میکند. بعد از این تبدیل ۱۰۰,۰۰۰ سوم به ارزش اسمی ۲ دلار برای هر سوم خواهد داشت. تبدیل چند سوم به یک سوم معمولا برای حفظ قیمت سهام میباشد بطوری که از سقوط آن به کمتر از سطح معینی جلوگیری کند که اغلب این سطح معین حدود ۱۰ دلار برای هر سوم میباشد. سقوط قیمت سهام به کمتر از ۱۰ دلار و نیاز شرکت به تبدیل چند سوم به یک سوم جهت حفظ قیمت سهام همه، نشانه هایی از مشکلات مالی است. اگر شرکت با مشکلی روبرو نباشد،

انتظار خواهد داشت که بواسطه درآمدهای آتی، سود سهام یا رشد، قیمت بازار سهام افزایش یابد. با چنین فرضیاتی، شرکت سهام خود را بدین صورت تبدیل نخواهد کرد. تبدیل چند سهام به یک سهام از طرف شرکت بیانگر این مطلب است که شرکت چنین فرضیاتی ندارد.

## باز خرید سهام

باز خرید سهام زمانی صورت میگیرد که شرکت سهام عادی خود را باز خرید نماید. سه دلیل عمده در باز خرید سهام توسط شرکتها بشرح زیر است :

**۱ - برای حق خرید سهام.** حق خرید سهام، حق خرید تعداد معینی سهام در طی یک دوره معین با نرخی تصریح شده میباشد. حق خرید سهام اغلب بعنوان تشویق به مقامات ارشد یک شرکت داده میشود تا باعث افزایش ارزش یک شرکت شود. بعنوان مثال، هنگامیکه به مدیر یک شرکت حق خرید ۱,۰۰۰ سهام به قیمت ۲۲ دلار برای هر سهام در هر زمانی ظرف سه سال آینده داده میشود ممکن است سهام آن شرکت به قیمت ۲۰ دلار هر سهام بفروش رود. اگر ارزش سهام به ۴۰ دلار افزایش یابد، این مدیر میتواند از حق خود جهت خرید سهام بمبلغ ۲۲,۰۰۰ دلار (  $۱,۰۰۰ \times ۲۲$  ) استفاده کند و سریعاً آنها بمبلغ ۴۰,۰۰۰ دلار بفروشد. منافع حاصل از فروش سهام، برای مدیر مذکور سودی خواهد بود که نتیجه مستقیم موفقیت شرکت است. هنگامیکه شرکتی با اعطای حق خرید سهام موافقت میکند، میبایستی سهامی در دسترس داشته باشد تا به مقامات شرکت بفروشد. باز خرید سهام این اجازه را به شرکت میدهد که بدون افزایش تعداد سهام در دست، اعطای حق خرید سهام را عملی نماید.

**۲ - برای تملک.** هنگامیکه یک شرکت بدنبال در دست گرفتن کنترل شرکت دیگری باشد، ممکن است تصمیم بگیرد که سهام عادی خود را با سهام آن شرکت مبادله کند. در چنین موقعیتی برای مبادله سهام، شرکت میتواند برای کسب تملک، سهام را بازخريد نماید. این کار بدست گرفتن کنترل را بدون افزایش تعداد سهام در دست ممکن میسازد و از تقلیل در آمد جلوگیری میکند.

**۳ - کنار گذاشتن تعدادی از سهام و افزایش هایدی هر سهم.** هنگامیکه یک شرکت بخشی از سهام خود را کنار میگذارد، این کار عایدی هر یک از سهام شرکت را افزایش میدهد. باز خرید سهام بمنظور کنار گذاشتن آنها، توسط اداره دارائی ( Internal Revenue Service ) بعنوان شکلی از تقسیم سود سهام نقدی تلقی میشود.

### باز خرید سهام بعنوان شکلی از تقسیم سود سهام

اداره دارائی ( IRS ) اجازه نمیدهد که شرکتی دائماً از روش باز خرید سهام بعنوان اعلام سود سهام استفاده کند. سهامداران بسیاری مایلند که در صورت مجاز بودن از روش باز خرید سهام بعنوان اعلام سود سهام استفاده شود. این خواسته درست میباشد زیرا که باز خرید سهام، در آمد معمولی ناشی از سود سهام را به سود سرمایه ناشی از سهامی که ارزش آنها افزایش یافته است، تبدیل میکند. اگر سرمایه گذاری از نظر قوانین مالیاتی ایرادی نداشته باشد، سود سرمایه نسبت به در آمد معمولی با نرخ کمتری مشمول مالیات میگردد.

جدول ۳ - ۱ وضعیت یک سرمایه گزار را که در ابتدای دوره ۵ ساله ۱۰,۰۰۰ دلار از سهام عادی شرکت را دارا میباشد، نشان میدهد. در مثال اول، شرکت ۵۰۰ دلار بعنوان سود



سهام سالانه اعلام میکند و سرمایه گزار مالیاتی به نرخ ۴۰٪ میپردازد که نهایتاً جمع ارزش سهام و سود آن در پایان ۵ سال به ۱۱,۵۰۰ دلار میرسد.

در مثال دوم، شرکت با استفاده از پول مربوط به سود سهام حاصله مبادرت به بازخرید سهام میکند و ارزش سهام به میزان مبلغ سود سهام افزایش می یابد. در مورد سود سرمایه، سرمایه گزار میبایستی که با نرفی معادل نصف ۴۰٪ مشمول مالیات قرار گیرد و در پایان ۵ سال ارزش سهامش به ۱۲,۰۰۰ دلار میرسد. باز خرید سهام بدلیل اختلاف موجود میان نرخ مالیاتی برای سود سهام و سود سرمایه، برای سرمایه گزار دارای ارزش بیشتری است.

### جدول ۱-۳ سود حاصل از باز خرید سهام نسبت به اعلام سود سهمی برای سهامداران

سرمایه گذار در ابتدای دوره ۵ ساله دارای ۱۰,۰۰۰ دلار سهام عادی میباشد.	
شرکت اقدام به باز خرید سهام میکند و منجر به افزایش ارزش سهام میشود	شرکت اعلام سود سهام سالانه بمیزان ۵۰۰ دلار میکند که قابل پرداخت به سهامداران است
ارزش سهام در ابتدای دوره	ارزش سهام در ابتدای دوره
۱۰,۰۰۰ دلار	۱۰,۰۰۰ دلار
۰	۲,۵۰۰
۲,۵۰۰	۰
جمع ارزش سهام برای سهامداران	جمع ارزش سهام برای سهامداران
۱۲,۵۰۰ دلار	۱۲,۵۰۰ دلار
مالیات پرداختی بابت سود سهام با نرخ ۴۰٪	مالیات پرداختی بابت سود سهام با نرخ ۴۰٪
۱,۰۰۰	۱,۰۰۰
ارزش خالص بعد از مالیات برای سرمایه گذار	ارزش خالص بعد از مالیات برای سرمایه گذار
۵۰۰	۱۱,۵۰۰ دلار
۱۲,۰۰۰ دلار	

### توسعه سیاستهای تقسیم سود

تصمیمات مربوط به تقسیم سود میبایستی منعکس کننده عوامل مختلفی باشد که قبلاً به همراه وضعیت مالی و عملیاتی شرکت مورد بحث قرار گرفت. در این چهارچوب کلی، شرکت متوجه میشود که فط مشی های مختلفی را جهت تقسیم سود در پیش روی دارد. این فط مشی ها در این بخش در قالب تصمیمات ویژه تقسیم سود مطرح و بررسی میگردد.

### سود سهام ثابت در سطح کنونی

شاید بیشتر تصمیمات تقسیم سود، اعلام همان مقدار سود سهام (بر حسب دلار) باشد که سال گذشته پرداخت شد. این امر انتظارات سهامداران را در مورد درآمد جاری برآورده میکند و تاثیری بر قیمت بازار ندارد. چنین سیاستی ممکن است در طی سالهایی که درآمد شرکت کاهش می یابد منجر به کمبود وجه نقد شود. این مشکل برای شرکتی که معتبر است هنوز از اعتبار خود جهت اخذ وام استفاده نکرده اند مسئله مهمی نمیشود.

### سود سهام ثابت در سطحی پایین تر از سطح کنونی

اگر شرکت دارای فرصتهای سرمایه گذاری با سود فراوان باشد و وجوه خود را جهت تامین مالی این طرحها نیاز داشته باشد تصمیم به کاهش سود سهام خواهد گرفت. این تصمیم، سهامدارانی را که خواهان درآمد جاری میباشند دلسرد میکند و بر قیمت بازار سهام تاثیر میگذارد. برای به حداقل رسانیدن چنین تاثیری، شرکت ممکن است اعلام کند که این سطح جدید در آینده نزدیک حفظ خواهد شد و هیئت مدیره کاهش بیشتری را در سود سهام پیش بینی نمیکند. این کار مقداری از عدم اطمینان را که با کاهش سود

سهام همراه است میگذارد. شرکت همچنین ممکن است اعلام کند که اگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بمیزان قابل انتظار سود آور باشند سود سهام افزایش می‌یابد.

### سود سهام ثابت در سطوح بالاتر از سطح کنونی

این امر با تصمیمی مبنی بر افزایش سود سهام ثابت اعلام شده توسط شرکت عملی میشود. این کار هنگامی تحقق می‌یابد که درآمد شرکت افزایش یافته باشد، درآمدها در سطح بالایی ثابت باشند و شرکت جهت تامین مالی رشد به درآمد مازاد خود نیاز نداشته باشد. اعلام سود سهام اغلب اثر مطلوبی بر قیمت سهام عادی دارد. در موارد بسیاری، درآمدهای بالاتر، پیشاپیش منجر به افزایش قیمت سهام میشود و اعلام سود سهام هیچ تاثیری ندارد.

### سود سهامی که متناسب با درآمد نوسان دارد

یک سیاست که مطلوبیت کمتری دارد این است که میزان سود سهام به تناسب درآمد شرکت نوسان داشته باشد. مزیت این فط مشی این است که حداکثر انعطاف پذیری را در انباشتن وجوه بمنظور تامین مالی سرمایه‌گذاریها برای مدیریت فراهم می‌آورد. این مزیت توسط عدم اطمینان در مورد پرداخت سود سهام فنشی میگردد که این عدم اطمینان خود از قیمت نسبتاً پائین سهام عادی شرکت‌هایی که از این روش استفاده میکنند، ناشی میشود. در این روش قیمت سهام نیز متمم زیان میگردد، چونکه تاکید این روش بر ماهیت بی ثبات درآمد شرکت است.

## سود سهام ثابت پائین بعلاوه سود سهام اضافی

این خط مشی برای شرکتی مناسب است که در آمد دوره ای دارد و فرصتهای رشد برایش کم میباشد. در سالی که شرکت در آمد خوبی دارد یک سود سهام اضافی اعلام خواهد کرد. این روش برای شرکت بمیزان زیادی انعطاف پذیری بوجود می آورد چون در غیر اینصورت وجوه اضافی در دستش باقی میماند.

## مذف کامل سود سهام

معمولاً این روش در آخرین وهله مورد استفاده قرار میگیرد. دو دلیل برای افذ چنین تصمیمی وجود دارد. اول اینکه ممکن است شرکت با مشکلات جدی مالی روبرو شود و قادر به پرداخت سود سهام نباشد. در وهله دوم، ممکن است شرکت فرصتهای بسیار جالبی برای سرمایه گذاری داشته باشد و نیاز به انباشتن در آمد خود جهت تامین مالی این طرحها پیدا کند. در چنین وضعیتی. شرکت میتواند با تشریح دقیق علت مذف سود سهام و اعلام این مطلب که در اولین فرصت که دیگر برای توسعه شرکت نیاز به وجوه نقد نباشد، توزیع سود سهام از سر گرفته خواهد شد، اثرات نامطلوب بر قیمت سهام را به حداقل برساند.