

## کندوکاوی در نظریات مربوط به ارزشگذاری سهام و عوامل موثر بر آن

مهدی هسکی

عضو هیأت علمی دانشگاه پیام‌نور

### چکیده

این مقاله درصدد است به بررسی برخی نظریات مربوط به چگونگی تعیین قیمت بازار سهام و عواملی که می‌تواند بر ارزش سهام تاثیر بگذارد، بپردازد. در این راستا، عواملی چون سیاست تقسیم سود، فرضیه‌های موجود در این حوزه در خصوص وجود یا عدم وجود ارتباط بین سیاستهای مزبور و قیمت بازار سهام، انتقادات وارده به هر کدام از نظریات مطرح شده در فوق، اثر سهام جایزه و نیز نقش تجزیه سهام در قیمت بازار سهام و همچنین پیامدهایی که انتظارات و پیش‌بینی‌های اشخاص (و واکنش آنان نسبت به اخبار خوب یا بد) می‌تواند در ارزش بازار سهام داشته باشد، بحث و بررسی شده است.

### کلید واژه‌ها

سیاست تقسیم سود / سهام جایزه / تجزیه سهام / انتظارات و پیش‌بینی اشخاص / قیمت بازار سهام

## مقدمه

بدون شک چگونگی تعیین قیمت بازار سهام و عوامل تاثیرگذار بر آن، از دیرباز یکی از بحث‌انگیزترین مقولات در حوزه اندیشه‌های مالی و حسابداری تلقی گردیده است و اصولاً به سبب اهمیت موضوع، توجه نظریه‌پردازان و اندیشمندان بسیاری را به خود جلب کرده و روشهای متعددی نیز از سوی آنان در خصوص نحوه محاسبه ارزش بازار و عوامل مناسبی که می‌تواند در تعیین ارزش آن موثر باشد و نقش اساسی ایفا نماید، طرح و پیشنهاد شده است.

در این مقاله سعی بر این است که در حد امکان به بررسی روشها و نظریات موجود در این زمینه پرداخته شود و مهمترین آنها مورد بحث و بررسی قرار گیرد.

## ۱- سیاست تقسیم سود

شاید نخستین بار جان بار ویلیامز<sup>۱</sup> در سال ۱۹۳۸ ارتباط بین سیاست تقسیم سود و ارزش بازار سهام را مطرح کرده باشد. او معتقد بود که ارزش بازار سهام برابر با ارزش فعلی مجموع عوایدی است که در قالب سود سهام انتظار می‌رود در آینده وصول شود. اما اگر بخواهیم یک تقسیم‌بندی کلی از نظریه‌های مربوطه داشته باشیم می‌توانیم دسته‌بندی زیر را ارائه دهیم:

گروه الف - فرضیه‌های مبتنی بر ارتباط سیاست تقسیم سود با قیمت بازار

گروه ب - فرضیه‌های مبتنی بر عدم ارتباط سیاست تقسیم سود با قیمت بازار

پیروان گروه الف که به مکتب بازار ناقص<sup>۲</sup> نیز مشهور است، معتقدند که خط مشی تقسیم سود بر قیمت بازار سهام موثر می‌باشد، لیکن در خصوص چگونگی و کیفیت اثرگذاری، بین نظریه‌پردازان این مکتب اختلاف دیدگاه وجود دارد.

جیمز ای والتر<sup>۳</sup> در طی سالهای ۱۹۵۹ تا ۱۹۶۳ فرضیه‌ای را ارائه داد که در آن به رابطه بین نرخ بازده نهایی و نرخ هزینه سرمایه توجه شده بود. او اعتقاد داشت که اگر نرخ بازده نهایی بیشتر از نرخ هزینه سرمایه باشد، موسسات اقتصادی باید کل مبلغ سود را مجدداً سرمایه‌گذاری کنند؛ چون در این حالت هر گونه پرداخت سودی باعث کاهش

1- John Burr Williams

2- Imperfect Markets School

3- James E. Walter

ارزش بازار سهام خواهد شد. لیکن اگر عکس حالت فوق اتفاق بیفتد (نرخ بازده نهایی کوچکتر از نرخ هزینه سرمایه باشد) ضروری خواهد بود که کل مبلغ سود بین سهامداران تقسیم شود؛ زیرا پرداخت سود در اینگونه موسسات باعث افزایش قیمت بازار سهام شده و در نهایت نسبت سود تقسیمی به سود مساوی یک محاسبه خواهد شد. تساوی دو نرخ مزبور بدین معنی است که سیاست تقسیم سود بر ارزش سهام بی‌تاثیر بوده و شرکت در یک شرایط بی‌تفاوتی نسبت به دو آلترناتیو تقسیم سود یا سرمایه‌گذاری مجدد آن قرار خواهد گرفت.

مدل دیگری که در چارچوب فرضیه‌های گروه الف قرار می‌گیرد، مدل گوردون - شاپیرو<sup>۱</sup> است. در این مدل فرض بر آن است که انگیزه سرمایه‌گذاران در خرید سهام، پیش‌بینی آنان از جریان تقسیم سود در آینده است. لذا در این مدل اعتقاد بر این است که می‌توان ارزش سهام را از طریق تنزیل جریان تقسیم سود آتی محاسبه نمود. مدل مزبور مبتنی بر فرض عدم وجود بدهی بوده که در نهایت منتج به وابستگی رشد آینده موسسه به مبلغ سود انباشته خواهد شد. در این مدل قیمت جاری سهام از رابطه زیر قابل محاسبه است:

$$P = \frac{D_1}{K - g} \quad \text{معادله (۱)}$$

که در آن:  $D_1$  = تقسیم سود در دوره آتی

$K$  = نرخ تنزیل (نرخ بازده مورد انتظار سهامداران)

$g$  = نرخ رشد (ثابت) سود سهام

با فرض اینکه موسسه نرخ بازده ثابت ( $r$ ) را جهت سرمایه‌گذاری در نظر بگیرد، معادله

فوق را می‌توان به شکل زیر ارائه نمود:

$$P = \frac{(1 - b)EPS_1}{K - br} \quad \text{معادله (۲)}$$

که در این معادله:  $b$  = درصدی از سود که اندوخته می‌شود

$$g = br$$

$EPS$  = سود هر سهم

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، در معادله فوق عبارت  $(1 - b)EPS_1$  معادل  $D_1$  بوده و

عامل  $g$  نیز معادل  $br$  در نظر گرفته شده است. جهت بسط بیشتر معادله، تفاضل  $r$  و  $k$  را با  $a$  نشان داده که در نهایت خواهیم داشت:

$$a = r - k$$

$$r = a + k$$

حال اگر در معادله به جای  $br$ ، معادل آن یعنی  $(a + k)$  قرار گیرد، معادله نهایی به شرح زیر به دست می آید:

$$P_1 = \frac{(1 - b)EPS_1}{(1 - b)K - ba} \quad \text{معادله (۳)}$$

در معادله فوق سه حالت مختلف قابل طرح و بررسی است:

۱- اگر  $a$  مساوی صفر فرض شود، در آن حالت  $r$  و  $k$  مساوی بوده و در نهایت قیمت جاری سهام به شرح زیر قابل محاسبه خواهد بود:

$$P_1 = \frac{EPS_1}{K}$$

به طوری که مشخص است، در این حالت سیاستهای تقسیم سود نمی تواند بر قیمت سهام تاثیر داشته باشد.

۲- اگر  $a$  بزرگتر از صفر باشد (یعنی  $r > k$  باشد)، لازم است موسسات اقتصادی مبلغ سود را سرمایه گذاری نموده و بدین ترتیب موجبات افزایش ارزش بازار سهام را فراهم نمایند. در قالب معادله (۳)، شرایط فوق باعث کوچکتر شدن مخرج کسر و در نهایت افزایش ارزش جاری سهام خواهد شد.

۳- اگر  $a$  کمتر از صفر باشد ( $r < k$ )، دیگر سرمایه گذاری مجدد سود به صلاح موسسه نبوده و تقسیم سود بین سهامداران ضرورت خواهد داشت؛ زیرا نرخ بازده سرمایه گذاری کمتر از نرخ بازده مورد انتظار سهامداران بوده و در قالب معادله، ضریب  $ba$  عددی مثبت محاسبه شده که موجب افزایش مخرج کسر و در نهایت کاهش ارزش بازار سهام خواهد شد. لذا می توان گفت که پرداخت بیشتر سود (یا سرمایه گذاری کمتر آن) افزایش هر چه بیشتر قیمت بازار را به دنبال خواهد داشت.

در اینجا باید گفت که انتقادات بسیاری به نظریه ای که ارزش بازار سهام را برابر با ارزش فعلی یا تنزیل شده جریان تقسیم سود آتی می داند شده است. الدون

هندریکسن<sup>۱</sup> در این زمینه دلایلی را برمی شمارد که به استناد آن مفهوم ارزش فعلی دچار اشکال می باشد. این دلایل عبارت اند از:

- ۱- پیش بینی های مربوط به جریانات نقدی بدون اطلاع از ریسک پذیری استفاده کنندگان نباید به ارزشهای واحد تبدیل شود.
  - ۲- در مفهوم ارزش فعلی، فقط تاکید بر عامل زمانی و جریانات نقدی مورد انتظار شده و سایر عوامل اقتصادی نادیده گرفته شده است.
  - ۳- اندازه گیری سود بدین روش اطلاعات مفیدی برای سنجش کارایی مدیریت فراهم نکرده و مشخص نمی شود که سود در نتیجه فعالیتهای ارزنده مدیریت حاصل شده یا به علت پیشامدهای اتفاقی به دست آمده است.
  - ۴- ارزش واحد تجاری با تنزیل کلیه جریانات نقدی پیش بینی شده در آینده تعیین می شود؛ موضوعی که هیچگونه ارتباطی با فعالیتهای جاری یا گذشته واحد تجاری ندارد.
  - ۵- یکی از اشکالات اساسی این است که استدلال وارونه است. ملاحظه کنید که خالص جریانات نقدی «دوره های آینده» به منظور محاسبه «سود جاری» باید به درستی پیش بینی شود. پس در شرایط اطمینان، دیگر نیازی به محاسبه سود دوره ای نخواهد بود، زیرا سود از قبل معلوم شده است و در شرایط عدم اطمینان، جریانات نقدی مورد انتظار برای تعیین سود جاری به کار برده می شوند.
  - ۶- در نهایت، در دنیای غیر مطمئن، انتظارات و پیش بینی ما تا حدودی به شرایط بدبینی یا خوشبینی حاکم بر زمان پیش بینی بستگی دارد. لذا در چنین حالتی اجرای طرز عمل یکسان از یک دوره به دوره دیگر مشکل خواهد بود.
- هندریکسن معتقد است که در شرایط اطمینان، نرخ تنزیل مناسب برابر با «هزینه فرصت از دست رفته» مالکین موسسه بوده که می توان از سرمایه گذاری در اوراق بهادار بدون ریسک کسب نمود. در حالی که در شرایط عدم اطمینان، نرخ تنزیل مناسب بر حسب نظر اغلب صاحب نظران یک نرخ ذهنی برای سرمایه گذاری با ریسک مشابه است. در واقع در چنین شرایطی، پرداختهای نقدی آتی ارزش مورد انتظار توزیعهای احتمالی

را نشان می‌دهد.

دسته دوم نظریات مطرح شده در خصوص تقسیم سود و قیمت سهام، که به نظریات مکتب بازار کامل<sup>۱</sup> سرمایه نیز معروف است معتقد به عدم وجود رابطه بین دو عامل فوق می‌باشد. فرضیه نامربوط بودن تقسیم سود و ارزش بازار برای نخستین بار توسط مرتون میلر<sup>۲</sup> و فرانکو مودیلیانی<sup>۳</sup> در سال ۱۹۶۱ مطرح شد. آنها معتقد بر این اصل بودند که تصمیمات سرمایه‌گذاری موسسات ارتباطی به سیاست تقسیم سود آنها نداشته و نحوه تقسیم سود اثری بر ارزش شرکت نخواهد داشت، بلکه ارزش سهام عمدتاً تابع قدرت سودآوری شرکت و سیاستهای سرمایه‌گذاری آنان می‌باشد. نظریه ارائه شده از سوی آنان که اصطلاحاً به نظریه M - M معروف است، مبتنی بر فرضیات زیر می‌باشد:

۱- بازار اوراق بهادار کامل بوده و اطلاعات بدون تحمل هیچگونه هزینه‌ای در دسترس سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد.

۲- هیچگونه مالیات بر سود یا افزایش ارزش سهام وجود نداشته و یا حداقل اینکه نرخ مالیات سود سهام تقسیم شده و سودهای سرمایه‌ای یکسان می‌باشد.

۳- اطمینان کامل نسبت به سیاست سرمایه‌گذاری موسسه وجود دارد.

۴- سرمایه‌گذار نسبت به سود تقسیم شده یا انباشته بی تفاوت می‌باشد.

۵- هیچکدام از سیاستهای تقسیم سود تأثیر تعیین‌کننده‌ای بر قدرت سودآوری شرکت ندارد.

در مدل‌های مربوط به ارزیابی سهام مودیلیانی و میلر برای محاسبه ارزش بازار واحدهای تجاری از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$V = D + E$$

که در این مدل:

E: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

D: ارزش بازار کل بدهیها

V: ارزش بازار واحد تجاری

در ارزیابی ارزش یک واحد تجاری، آنچه مهم است سود خالص عملیاتی است و به

1- Perfect markets school

2- Merton Miller

3- Franco Modigliani

جریان‌های نقدی هر سهم توجه نشده است. بنابراین برای تعیین ارزش بازار موسسه نیاز است ارزش فعلی بازده سهامداران (NOPAT)<sup>۱</sup> و بازده وام دهندگان محاسبه شده و با توجه به صرفه‌جویی‌های مالیاتی ناشی از هزینه تامین مالی از محل دریافت وام می‌توان از رابطه زیر برای محاسبه ارزش واحد تجاری استفاده نمود:

$$V = D + E = \frac{\text{NOPAT}}{C} + \frac{\text{صرفه‌جویی مالیاتی}}{h}$$

که در این معادله، عامل C نشان‌دهنده نرخ تنزیل سرمایه که جبران‌کننده ریسک تجاری نیز باشد و h نرخ تنزیل بدهی یا نرخ بهره وام می‌باشد. به عنوان مثال، فرض کنید در یک شرکت سود ویژه عملیاتی قبل از مالیات مبلغ ۵۰۰,۰۰۰ ریال، تعداد سهام عادی منتشر شده ۲۰۰۰ سهم به ارزش بازار هر سهم ۱۵۰۰ ریال، نرخ بازده مورد انتظار سهامداران عادی با توجه به عامل ریسک تجاری ۱۰٪ و نرخ مالیات بر درآمد ۴۰٪ باشد. در حالت اول - اگر فرض شود که هیچگونه بدهی وجود ندارد، در این صورت ارزش واحد تجاری عبارت خواهد بود از:

$$V = D + E = \frac{\text{NOPAT}}{C} = \frac{۳۰۰,۰۰۰}{۰.۱۰} = ۳,۰۰۰,۰۰۰$$

در چنین شرایطی اگر شرکت تصمیم بگیرد از محل اخذ وامی به مبلغ ۱۵۰۰,۰۰۰ ریال با نرخ ۶٪ اقدام به بازخرید نیمی از سهام منتشر شده نماید و مبلغ ۱۵۰۰ ریال در ازای خرید هر سهم بپردازد، با فرض ثابت باقی ماندن سود ویژه عملیاتی در وضعیت جدید، ارزش واحد تجاری عبارت خواهد بود از:

$$V = D + E = \frac{۳۰۰,۰۰۰}{۰.۱۰} + \frac{۱۵۰۰,۰۰۰ \times ۰.۰۶ \times ۰.۴۰}{۰.۰۶}$$

$$V = ۳,۰۰۰,۰۰۰ + ۶۰۰,۰۰۰ = ۳,۶۰۰,۰۰۰$$

در محاسبات انجام شده فوق، مبلغ ۶۰۰,۰۰۰ ریال مبین ارزش فعلی صرفه‌جویی‌های مالیاتی است که با توجه به اینکه ۱۵۰۰,۰۰۰ ریال از داراییها از محل دریافت وام تامین مالی شده است، پس ارزش سهام عادی منتشره معادل ۲۱۰۰,۰۰۰ ریال خواهد بود:

$$E = V - D \quad E = ۳,۶۰۰,۰۰۰ - ۱,۵۰۰,۰۰۰ = ۲,۱۰۰,۰۰۰$$

بدین ترتیب ارزش هر سهم عادی در شرایط جدید (و با توجه به اینکه از تعداد ۲۰۰۰

1- Net Operating Profit After Tax (NOPAT)

سهام اولیه فقط ۱۰۰۰ سهم باقی مانده است)، معادل ۲۱۰۰ ریال خواهد بود که نسبت به ارزش ۱۵۰۰ ریال قبلی معادل ۴۰٪ افزایش یافته است.

$$P = \frac{E}{N} \Rightarrow P = \frac{2100,000}{1000} = 2100$$

هزینه بهره موجب کاهش سود خالص پس از مالیات از مبلغ ۳۰۰,۰۰۰ ریال به مبلغ ۲۴۶,۰۰۰ ریال شده، لیکن به جهت کاهش تعداد سهام، سود هر سهم از ۱۵۰ ریال قبلی به مبلغ ۲۴۶ ریال افزایش یافته و نسبت  $\frac{P}{E}$  از ۱۰ به  $\frac{8}{5}$  کاهش می یابد:

بعد از بدهی	قبل از بدهی	
۵۰۰,۰۰۰	۵۰۰,۰۰۰	سود ویژه عملیاتی
(۹۰,۰۰۰)	-	هزینه بهره
۴۱۰,۰۰۰	۵۰۰,۰۰۰	سود ویژه قبل از مالیات
(۱۶۴,۰۰۰)	(۲۰۰,۰۰۰)	هزینه مالیات
۲۴۶,۰۰۰	۳۰۰,۰۰۰	سود ویژه پس از مالیات

با توجه به اینکه بازده مورد انتظار سهامداران از نسبت  $\frac{E}{P}$  به دست می آید، لذا در شرکتی که فاقد بدهی می باشد، بازده مزبور مساوی ۱۰٪ و در شرکتی که دارای بدهی می باشد، ضریب مزبور ۱۱/۷٪ خواهد بود. اصولاً می توان گفت که نرخ بازده مورد انتظار سهامداران (که در اینجا با Y نمایش داده می شود) در شرایط جدید (که موسسه اقدام به دریافت وام نموده) از دو جزء تشکیل می شود:

۱- صرف ریسک تجاری (C) که معادل ۱۰٪ می باشد.

۲- صرف ریسک مالی (FRP) که معادل ۱/۷٪ می باشد.

$$y = C + FRP \Rightarrow y = 10\% + 1/7\% = 11/7\%$$

صرف ریسک مالی مستقیماً از رابطه زیر نیز قابل محاسبه می باشد.

$$FRP = (1 - t) (c - b) (D/E)$$

$$= (1 - 40\%) (10\% - 6\%) (1500,000 / 2100,000)$$

$$= 60\% \times 4\% \times \frac{15}{21} = 1/7\%$$



اگر واحد تجاری از وام استفاده نکرده باشد، نرخ بازده مورد انتظار با صرف ریسک تجاری مساوی خواهد بود. در این شرایط سودخالص و سود عملیاتی پس از کسر مالیات یکسان خواهد بود. اما وقتی در ساختار سرمایه، اهرم مالی باشد، پرداختهای بهره باعث تفاوت بین سود عملیاتی و سود خالص شده و باعث نوسان پذیر شدن و پرخطر بودن سود خالص دوره مالی در مقایسه با سود عملیاتی خواهد شد، لذا صرف ریسک مالی نیز به هزینه سرمایه ناشی از ریسک تجاری افزوده می شود.

مدل مودیلیانی و میلر را می توان از فرمول بودجه نقدی نیز استنتاج کرد. فرض کنید که ارزش سهام عادی اولیه یک واحد تجاری را با  $V_1^{old}$  و ارزش سهام عادی جدید انتشار آن را با  $V_1^{new}$  نشان دهیم. در آن حالت اگر  $V_1$  نشان دهنده قیمت بازار هر سهم،  $n$  تعداد سهام منتشره قبلی و  $m$  تعداد سهام منتشره جدید باشد، ارزش کل سهام منتشره عبارت خواهد بود از:

$$V_1 = V_1^{old} + V_1^{new}$$

$$V_1^{old} = nV_1, V_1^{new} = mV_1$$

که در این معادله:

می باشد. اینک می توان بودجه نقدی موسسه را در قالب دریافتها و پرداختها به شکل زیر نمایش داد:

$$R_1 + V_1^{new} = W_1 + D_1 + I_1$$

$$D_1 - V_1^{new} = (R_1 - W_1) - I_1$$

$I_1$  = سرمایه گذاری ناخالص (سرمایه گذاری جدید به علاوه استهلاک)

$W_1$  = هزینه عملیاتی

$R_1$  = درآمد عملیاتی

با توجه به اینکه سهام دربرگیرنده جریان نقدی ناشی از تقسیم سود می باشد، لذا می توان سهام اولیه موسسه را با استفاده از مدل یک دوره ای ارزشیابی نمود. بدیهی است در این مدل ارزش سهام برابر با ارزش فعلی تقسیم سود دوره آینده و ارزش سهام در دوره بعد می باشد:

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

از آنجایی که  $V_1^{old} = V_1 - V_1^{new}$  می باشد، با جایگزینی آن در معادله فوق خواهیم داشت:

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

در فرمول فوق،  $d_1$  سود پرداختی هر سهم می باشد. از آنجایی که  $D_1 - V_1^{new}$  معادل  $(R_1 - W_1) - I_1$  است، لذا با جایگزینی عبارت اخیر به جای آن رابطه زیر به دست خواهد آمد:

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

همان طور که معادله فوق نشان می دهد، تقسیم سود ( $D$ ) هیچگونه نقشی در تعیین ارزش سهام در زمان صفر نداشته و در بازار کامل سرمایه، تقسیم سود صرفاً یکی از اقلام تشکیل دهنده بخش مصارف در بودجه نقدی است.

میلر در همایشی که در سال ۱۹۸۱ در سوئد برپا کرد، عنوان نمود که اگر ما بودجه سرمایه‌ای شرکت را ثابت نگه داریم و قصد پرداخت سود بیشتری را داشته باشیم یا باید اقدام به دریافت وام بیشتر از بانک نماییم و یا اقدام به انتشار سهام و اوراق قرضه کنیم. لذا سیاست تقسیم سود باید با توجه به سیاست سرمایه‌گذاری و استراتژی تأمین مالی خارجی انجام گردد.

حال اگر فرض شود که وجه نقد حاصل از عملیات یک شرکت افزایش ناگهانی قابل توجهی پیدا کند و مدیران شرکت بتوانند بدون کاهش در بودجه سرمایه‌ای و یا بدون اتکا به منابع مالی خارجی سود نقدی را افزایش دهند، در چنین اوضاعی قیمت سهام این شرکت افزایش خواهد یافت. اما آنچه که باعث این افزایش می‌گردد، افزایش جریانات نقدی است نه افزایش مبلغی که به عنوان سود نقدی تقسیم می‌شود.

به عبارت دیگر، در اینجا باید این سؤال را مطرح کرد که آیا قیمت سهام در صورتی که شرکت به جای پرداخت سود بیشتر، تصمیم به بازپرداخت بدهیهای خود و یا سرمایه‌گذاری وجوه در اوراق بهادار شرکتهای دیگر می‌کرد، کاهش می‌یافت؟ بنابراین افزایش سود نقدی باعث افزایش قیمت سهام نمی‌شود، بلکه افزایش در قدرت سودآوری شرکت موجب افزایش قیمت سهام می‌گردد. لذا عامل اصلی در ارزش سهام، منابع وجوه (تحصیل سود) و نه مصارف وجوه (تقسیم سود نقدی) می‌باشد.

میلر در توضیح این مطلب که پس چه عاملی سبب می‌شود که ما فکر کنیم افزایش

تقسیم سود می‌تواند باعث افزایش ارزش سهام شود، به مقاله جان اف. ماث<sup>۱</sup> تحت عنوان انتظارات عقلایی<sup>۲</sup> استناد کرده و می‌گوید به هنگام تصمیم‌گیری در مورد تقسیم سود، بازار انتظارات خود را از سود آینده پیش‌بینی می‌کند. این انتظارات مبتنی بر برآورد عایدات شرکت، فرصتهای سرمایه‌گذاری و روشهای تامین مالی است. اگر اعلان سود مطابق انتظارات بازار باشد، قیمتها دچار تغییر نخواهد شد. اما اگر سود اعلان شده بیشتر از انتظارات بازار باشد، در این صورت لازم است بازار در ارزیابی خود تجدید نظر کند. از سوی دیگر، موارد خاصی وجود دارد که شرکت به‌طور غیرمنتظره سود پرداختی خود را کاهش داده و این امر منجر به کاهش قیمت سهام شده است. اما این ادعا از سوی مدیران آن مطرح می‌شود که هدف از کاهش سود تقسیمی فقط سرمایه‌گذاری وجوه نقد در پروژه‌های سودآورتر بوده است. این ادعا مورد قبول بازار نخواهد بود؛ زیرا بازار انتظارات خود را بر اساس شواهد دیگری مثل تقسیم سود شکل داده است.

نهایتاً، این قدرت کسب سود است که در ارزش سهام مؤثر است. اما در دنیای انتظارات عقلایی، سود سهام غیر منتظره خود یک نشانه در خصوص تغییرات غیرمنتظره سود بوده و به همین دلیل به نظر می‌رسد که تقسیم سود در قیمت و ارزش سهام تأثیر می‌گذارد، حال آنکه در واقع چنین نیست.

میلر به این مرحله از بحث که می‌رسد، سؤالی را طرح کرده و می‌گوید اگر بازار نسبت به پیش‌بینی سود آینده با توجه به اعلان تقسیم سود سهام اقدام کند، پس چرا مدیران شرکتها سود بیشتری از آن چیزی که انتظار هست، پرداخت نکنند، حتی اگر این کار به قیمت از دست دادن فرصتهای سودآور باشد. طبیعی است چنین اقدامی موجب افزایش قیمتها در کوتاه مدت شده و کسانی که سهام خود را در این مرحله بفروشند، سود قابل ملاحظه‌ای به دست آورده و عدم سرمایه‌گذاری در فرصتهای سودآور در بلند مدت باعث زیان کسانی خواهد شد که اقدام به فروش سهام خود نکرده‌اند.

میلر در پاسخ می‌گوید خوشبختانه این روش در دنیای انتظارات عقلایی جایگاهی ندارد و بازار با درک صحیح آنچه که اتفاق می‌افتد اقدام به تنظیم سطح انتظارات خود خواهد نمود. لذا اگر با افزایش سود تقسیمی که به قیمت از دست دادن فرصتهای سودآور

1- John F. Muth

2- Rational Expectations

تمام می‌شود شرکت نتواند در افزایش قیمت بازار سهام موفق باشد، ضرر زیادی متوجه سهامداران و شرکت خواهد شد. بنابراین سیاستهای تقسیم سود موسسه، حتی اگر بر مبلغ و زمانبندی سود سهام نقدی تأثیر بگذارد، باز هم نخواهد توانست ارزش فعلی جریانهای نقدی ناشی از تقسیم سود را تغییر دهد.

### انتقادات وارد شده به نظریه M.M

نظریه نامربوط بودن تقسیم سود بر این فرض استوار است که مبالغ تقسیم سود را می‌توان به واسطه تأمین مالی خارجی جایگزین نمود. امر فوق زمانی صادق است که شرکت برای عرضه سهام متحمل هزینه انتشار نشود. همچنین با فرض نبودن هزینه معاملات، ارزش سود جاری و سودهای سرمایه‌ای با هم برابر بوده و به‌سادگی قابل تبدیل به یکدیگر خواهند بود. حال آنکه در شرایط واقعی و با وارد کردن هزینه معاملات به تصمیم‌گیری، ارزش سود سرمایه‌ای را نمی‌توان مساوی با ارزش سود جاری تلقی کرده و یا آن دو را به هم تبدیل نمود.

در نظریه M.M فرض شده که سرمایه‌گذار در انتخاب اینکه سود جاری یا سرمایه‌ای دریافت نماید، بی‌تفاوت است. مسئله مزبور تنها در شرایطی می‌تواند مصداق داشته باشد که نرخ مالیات متعلق به سود جاری و سرمایه‌ای برابر باشد، حال آنکه عملاً در بیشتر کشورها نرخ مالیات سودهای سرمایه‌ای از نرخ مالیات سودهای جاری کمتر بوده و سرمایه‌گذاران، سودهای سرمایه‌ای را به سودهای جاری ترجیح می‌دهند.<sup>۱</sup>

در نظریه M.M فرض کرده‌اند که شرکتها منطقی‌تر از نقطه‌ای که نرخ بازده داخلی و هزینه سرمایه مساوی است، اقدام به سرمایه‌گذاری نمی‌کنند، اما گاهی شرکتها به جهت دسترسی آسان به وجوه داخلی، فراتر از نقطه تلاقی دو نرخ، به سرمایه‌گذاری مبادرت می‌ورزند. بدین ترتیب می‌توان گفت که علی‌رغم ادعای M.M، خط مشی تقسیم سود حائز اهمیت بوده و در تعیین قیمت بازار سهام مؤثر می‌باشد.

۱- طبق بند ۱ اصلاحیه مصوب ۱۳۵۲/۱۲/۱۴ قانون مالیاتهای مستقیم سال ۱۳۴۵، نرخ مالیات تقسیم سود ۱۰٪ کمتر از نرخ مالیات سودهای سرمایه‌ای بوده است. اصولاً سیاستهای مالیاتی مشوق سود نقدی است، حال آنکه عکس قضایای فوق در مورد ایران صادق می‌باشد.

## ۲- سهام جایزه و نقش آن در قیمت بازر سهام

سهام جایزه، توزیع مناسب سهام عادی اضافی است که به جای وجه نقد، بین سهامداران انجام می‌شود. توزیع سود سهمی باعث تغییر در جمع داراییها، بدهیها و یا حقوق صاحبان سهام نشده و یا نسبت مالکیت را متأثر نمی‌سازد، لیکن سود هر سهم و ارزش دفتری آن را کاهش و تعداد سهام تحت تملک را افزایش می‌دهد. از دیدگاه تئوری، انتشار سهام جایزه در حد پایین (کمتر از ۲۵٪) تأثیر مهمی بر قیمت بازار سهام نخواهد داشت، در حالی که توزیع سهام جایزه در حد بالا منجر به کاهش ارزش سهام خواهد گردید.

اما آنچه که مطالعات تجربی در خصوص انگیزه انتشار سهام جایزه و اثر آن بر قیمت بازار سهام نشان می‌دهد، این است که سرمایه‌گذاران بعد از اعلان سهام جایزه، چشم‌انداز آتی شرکت را به نحو مطلوبتری تفسیر می‌کنند. اساس توزیع سود سهمی، ایجاد توانایی در رشد شرکت است که با کنار گذاشتن سود انباشته انجام می‌شود.

اگر چه در خصوص علل و انگیزه‌های انتشار سهام جایزه تاکنون فرضیات متعددی ارائه شده، لیکن در این خصوص چهار فرضیه اساسی به شرح زیر قابل ارائه می‌باشد:

- ۱- فرضیه پیام رسانی<sup>۱</sup> - فرضیه نقدینگی<sup>۲</sup> - فرضیه دامنه قیمت مبادلاتی<sup>۳</sup>
- ۴- فرضیه جایگزینی سود نقدی<sup>۴</sup>.

در فرضیه پیام رسانی، بیان می‌شود که اعلان سهام جایزه، شامل اطلاعات جدیدی برای بازار بوده و مدیران می‌توانند از سهام جایزه برای علامت دادن و رسانیدن اخبار خوب به سهامداران استفاده کنند.

در فرضیه نقدینگی، عنوان می‌شود که سهام جایزه به دلیل افزایش تعداد سهام مورد معامله و کاهش تفاوت قیمت پیشنهادی خریدار و فروشنده، قابلیت نقدینگی سهام را افزایش می‌دهد.

در فرضیه دامنه قیمت معاملاتی که مرتبط با فرضیه نقدینگی است اظهار می‌گردد که انتشار سهام جایزه موجب می‌شود که سهام وارد یک دامنه قیمتی مطلوبتر شده و بازار مبادلات سهام رونق یابد.

1- Signaling Hypothesis

2- Liquidity Hypothesis

3- Trading Range. H.

4- Cash Substitution. H.

فرضیه جایگزینی سود نقدی عنوان می‌کند که مدیران با انتشار سهام جایزه به عنوان جانشینی برای سود نقدی، می‌توانند وجوه نقد شرکت را حفظ و آن را صرف سرمایه‌گذاری در طرحهای شرکت نمایند.

یکی از تحقیقات انجام شده در خصوص ارزیابی فرضیات فوق، تحقیق انجام شده توسط اچ. کنت، بیکر و آرون. ال. فیلیپس در مقاله «چرا شرکتها سهام جایزه منتشر می‌کنند»<sup>۱</sup> بوده است. خلاصه نتایج حاصله که نتیجه بررسیهای انجام شده در خصوص ۳۶۰ شرکت عضو بورس و یا خارج از بورس بوده نشان می‌دهد که:

۱- ۹۵٪ پاسخ‌دهندگان اظهار نموده‌اند که سهام جایزه دارای تأثیر روانی مثبت بر سرمایه‌گذارانی است که آن را دریافت می‌کنند.

۲- بیش از ۷۸٪ موافق این نظریه بودند که سهام جایزه حاوی اطلاعات مطلوبی در رابطه با چشم‌انداز آتی شرکت بوده و بدین ترتیب به طور قاطع فرضیه پیام‌رسانی حمایت‌گر دید.

۳- ۶۸٪ پاسخ‌دهندگان معتقد بودند که قیمت سهام کلاً نسبت به اعلان سهام جایزه واکنش مثبت نشان می‌دهد.

۴- بیش از ۵۴/۶٪ با فرضیه دامنه قیمت معاملاتی موافق بودند، لیکن نظرات متفاوتی در خصوص فرضیه نقدینگی و جایگزینی سود نقدی داشتند.

۵- حدود ۴۳٪ از پرسش‌شوندگان، حفظ روال گذشته شرکت در پرداخت سهام جایزه را مهمترین انگیزه سهام جایزه بیان نمودند.

تحقیقات انجام شده در ایران<sup>۲</sup> نشان می‌دهد که سهام جایزه از نظر سهامداران دارای ارزش بیشتری نسبت به سود نقدی است. این در شرایطی است که به استناد نتایج تحقیقات مزبور، ثروت سهامداران شرکتهایی که سود نقدی تقسیم نمودند از ثروت سهامداران شرکتهایی که سهام جایزه توزیع نمودند در طی دوره تحقیق (۱۳۶۹ تا ۱۳۷۳) افزایش بیشتری یافته است.

1- H. Kent. Baker & Aaron L. Phillips, " Why Companies Issue Stock Dividends". **Financial Practice & Education**, FPE, 1993.

۲- علی قلی‌پور، «بررسی تأثیر سیاستهای تقسیم سود و توزیع سهام جایزه بر ارزش سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، شماره ۹ و ۱۰، زمستان ۷۴ و بهار ۱۳۷۵.

### ۳- تجزیه سهام و اثر آن بر قیمت بازار سهام

یکی دیگر از عواملی که به نظر می‌آید ممکن است بر قیمت بازار سهام اثر گذارد، تجزیه سهام می‌باشد. اصولاً از نظر تئوری، زمانی تصمیم به تجزیه سهام گرفته می‌شود که ارزش بازار سهام بالا بوده و همه اقشار مردم و سرمایه‌گذاران توانایی خرید آن را نداشته باشند، لذا به منظور کاهش ارزش بازار سهام و ایجاد رونق در خرید و فروش آن، مدیریت اقدام به تجزیه سهام می‌نماید. نگرش سنتی به مسئله تجزیه سهام عنوان می‌کند که تجزیه سهام به دلیل افزایش قیمت سهام برای سهامداران ارزشمند بوده و در نتیجه برای مدیران مالی شرکتها که هدف حداکثر سازی ثروت سهامداران را تعقیب می‌نمایند، ابزار مناسبی می‌باشد. ذهنیت فوق وقتی بیشتر تقویت می‌شود که در عمل به دلیل افزایش ارزش بازار سهام شرکت‌هایی که اقدام به تجزیه سهام نموده‌اند، سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات و اخبار مربوط به تجزیه سهام واکنش مثبت نشان داده و نسبت به موفقیت‌های شرکت امیدوار می‌شوند.

بارکر<sup>۱</sup> در مطالعات خود در سال ۱۹۵۶ تجزیه ۲ به ۱ سهام را با نصف کردن یک قرص کامل نان مقایسه کرده و عنوان می‌نماید که: «همان‌گونه که نصف کردن یک قرص کامل نان تأثیری بر حجم کلی آن ندارد، لذا غیر منطقی خواهد بود اگر تصور شود که تجزیه سهام باعث تأثیرگذاری بر ارزش آن گردد». او در تحقیقات خود بر روی یک نمونه ۹۰ تایی از شرکت‌هایی که بین سالهای ۱۹۵۱-۵۳ تجزیه سهام انجام داده‌اند به این نتیجه رسید که افزایش سود سهام و تقسیم سود نقدی که به شکل همزمان با تجزیه سهام انجام شده، دلیل اصلی افزایش ارزش سهام می‌باشد، در حالی که عده‌ای به اشتباه تصور می‌کنند که تجزیه سهام باعث افزایش سودآوری و بازده شرکت شده است.

همچنین مطالعات دیگری که در سال ۱۹۶۹ توسط تیم فاما - فیشر - جانسون و رول<sup>۲</sup> انجام شد، نشان داد که سهام تجزیه در ماههای قبل از تجزیه از بازده غیر عادی برخوردار بود، اما بازده مزبور رابطه‌ای با عمل تجزیه نداشت؛ زیرا این بازده غیر عادی از ۲

1- C. A. Barker, "Evaluation of Stock Dividend", **Harvard - Business Review**, July - August 1958, PP. 99 - 171.

2- Fama, Fisher, Jonson and Roll, "The Adjustment of Stock Price of New Information", **International Economic Review**, Feb., 1969.

سال قبل از تصمیمات تجزیه آغاز شده بود؛ یعنی زمانی که حتی پیشنهاد تجزیه از سوی هیأت مدیره داده نشده یا حتی فکر تجزیه در مدیران مطرح نبوده است. در واقع آنچه که در عمل اتفاق افتاده به شکل ساده این بوده است که اوراق بهادار مورد مطالعه در این تحقیق اوراق بهاداری بوده که قیمت آن قبل از تجزیه به جهت سودآور بودن شرکت بالا رفته است و در نتیجه افزایش ارزش سهام قبل از تجزیه به دلیل عملکرد بالای درآمدی شرکت بوده نه صرفاً به دلیل پیش‌بینی‌هایی که از تجزیه سهام در ماههای آتی انجام گردیده است. بنابراین می‌توان گفت که معمولاً سهام خوب تجزیه می‌شوند، در حالی که عده‌ای به اشتباه تصور می‌کنند که هر سهم تجزیه شده، سهم خوبی است.

مطالعات انجام شده توسط اسکونیت، هیلی و پالپو<sup>۱</sup> نیز به نحوی یافته‌های تیم فاما را تأیید می‌کند. نتایج تحقیقات آنان نشان می‌دهد که شرکتها، سهام خود را پس از یک افزایش قابل توجه در سود تجزیه می‌کنند. آنان معتقدند که افزایش قابل توجهی در سود ۴ ساله گذشته موسساتی که اقدام به تجزیه سهام نموده‌اند، وجود داشته است. اصولاً وجود ارتباط بین واکنش بازار در قبال خبر تجزیه سهام و افزایش سود سنوات گذشته موسسه، منطبق با این فرضیه می‌باشد که اعلان تجزیه سهام موجب تجدیدنظر اساسی در ارزیابی سرمایه‌گذاران نسبت به افزایش سود قبل از تجزیه خواهد شد؛ بدین معنی که آنان افزایش سود شرکت را به جای اینکه گذرا و ناپایدار بدانند، دائمی و پایدار تلقی خواهند کرد.

در تجزیه و تحلیل اثر تجزیه سهام بر ارزش بازار هر سهم، عده‌ای عنوان می‌کنند که سهامی که ارزش بالایی داشته باشد معمولاً توسط تعداد کمی از سرمایه‌گذاران خریداری می‌شود؛ زیرا سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند در ازای سرمایه معین خود، سهام بیشتری را با قیمت متوسط خریداری نمایند تا تعداد سهام کمتر اما به قیمت بالا، علاوه بر اینکه اگر ارزش سهام در نتیجه تجزیه کاهش یابد، این امر افزایش بعدی قیمت و رسیدن آن به سطح متوسط بازار را تسهیل خواهد نمود.

در پاسخ به شبهه فوق، عده‌ای دیگر عنوان می‌کنند که در بازارهای کارا، آنجایی که ارزش سهام مسبین کلیه اطلاعات واقعی درباره اوضاع شرکتهاست، ترجیحات

1- P. Asquith, P. Healy and K. Palepu, "Earnings and Stock Splits", *The Accounting Review*, Vol. IXIV, No.3, July 1989.



سرمایه‌گذاران در خرید سهام ارزانتر بدان معنی نخواهد بود که افزایش ارزش سهام مزبور از سهام گرانتر، راحت‌تر باشد، بلکه ترجیحات فوق صرفاً حالت‌های روانی و صوری قضیه می‌باشد.

#### ۴ - انتظارات و پیش‌بینی اشخاص نسبت به اعلان اخبار و رویدادهای مهم

گاه‌گزارش یک رویداد مهم سیاسی یا اقتصادی بر روی تلکس خبرگزاری‌ها، ممکن است منجر به ایجاد نوسانات قابل توجهی در ارزش بازار سهام شرکتها گردد. انتشار خبر حمله نظامی به یک کشور، تغییر در سیاست‌های داخلی یا خارجی، انعقاد یک قرارداد مهم اقتصادی و یا حتی خبر مربوط به سکتة رئیس جمهور یا مقام مسئول یک کشور (حتی اگر در مراحل اولیه، خبر از سوی یک منبع موثق تأیید نشده باشد) و دهها مورد دیگر ممکن است بلافاصله باعث ایجاد افزایش یا کاهش جدی در قیمت سهام شده و موجب ایجاد سود یا زیانهای هنگفتی برای صاحبان سرمایه و موسسات مالی و اقتصادی گردد.

ایجاد نوسانات فوق در ارزش سهام، عمدتاً ناشی از پیش‌بینی‌های اشخاص از پیامدهای احتمالی و اثرات آتی است که هر یک از آن وقایع ممکن است به دنبال داشته باشد. به عبارت دیگر، شاید در وهله اول این خود واقعه نیست که باعث تغییر در ارزش سهام می‌گردد، بلکه انتظاراتی که وقوع یک رویداد مهم ممکن است در اذهان استفاده‌کنندگان از گزارشات مالی ایجاد کند و وجود ابهامهای جدی در خصوص نتایج حاصل از آن، حتی قبل از بروز اثرات واقعه ممکن است بر قیمت سهام اثرگذار باشد. بدیهی است آنچه که جهت نوسانات مزبور در قیمت بازار سهام را مشخص می‌نماید، کیفیت انتظارات و میزان خوشبینی یا بدبینی بازار نسبت به چنین وقایع و اخباری می‌باشد.

گاه آنچه که اساس پیش‌بینی‌های آتی را تشکیل می‌دهد، وقایعی است که در گذشته اتفاق افتاده است. برای مثال، اطلاع از سودهای گذشته ممکن است در پیش‌بینی سودهای آینده و در نهایت در تعیین قیمت بازار سهام موثر باشد. هندریکسن<sup>۱</sup> در این

مورد به نتایج تحقیقاتی اشاره دارد که عنوان می‌کند سودهای گذشته حسابداری که بر مبنای قیمت‌های تاریخی محاسبه شده، نسبت به سودهای مشابه که بر مبنای قیمت‌های جاری به دست آمده، پیش‌بینی بهتری از آینده فراهم می‌کند. هر دو روش در صورت تعدیل سود بر اساس سطح عمومی قیمت‌ها نتیجه کاملتری نشان خواهد داد. در هر صورت، بررسی مزبور پیشنهاد می‌کند که هر دو مفهوم سود در پیش‌بینی سودهای آتی می‌تواند مفید واقع شود.

### خلاصه و نتیجه‌گیری

در این نوشتار سعی شد که به‌طور خلاصه برخی از نظریات موجود در عرصه ارزش‌گذاری سهام و عوامل مؤثر بر آن بیان گردد. سیاست‌های تقسیم سود از جمله این عوامل بود که در قالب دو مکتب بازار ناقص و کامل مطرح و نظریات هر دو گروه در خصوص وجود یا عدم وجود ارتباط بین سیاست‌های مزبور با قیمت بازار سهام عنوان گردید. گروه اول معتقد بودند که خط مشی تقسیم سود بر قیمت بازار سهام مؤثر بوده و در این راستا عده‌ای رابطه نرخ بازده نهایی و نرخ هزینه سرمایه را مطرح و چگونگی رابطه مزبور را شرط اصلی در تقسیم سود یا سرمایه‌گذاری مجدد آن دانسته و عده‌ای نیز تعیین قیمت بازار سهام را منوط به تنزیل جریان تقسیم سود آتی نموده‌اند.

در مقابل، مکتب بازار کامل معتقد به عدم وجود ارتباط بین سیاست‌های تقسیم سود و ارزش بازار می‌باشد. آنان معتقدند که ارزش سهام تابع قدرت سودآوری شرکت و سیاست‌های سرمایه‌گذاری آن بوده، لیکن در دنیای انتظارات عقلایی، سود سهام غیر منتظره، خود نشانه‌ای از تغییرات غیر منتظره سود بوده و به همین دلیل به نظر می‌آید که تقسیم سود در قیمت سهام تأثیر می‌گذارد حال آنکه در واقع چنین نیست.

همچنین در این مقاله عنوان گردید که سهام جایزه موجب می‌شود که سرمایه‌گذاران چشم‌انداز بهتری از وضعیت مالی آتی شرکت داشته باشند و اصولاً دارای تاثیرات روانی مثبت بر سرمایه‌گذاران می‌باشد. در خصوص تجزیه سهام، پژوهش‌های انجام شده حاکی از آن است که دلیل اصلی افزایش ارزش سهام، افزایش سود سهام و تقسیم سود نقدی است که همزمان با تجزیه سهام انجام می‌شود، در حالی که عده‌ای به اشتباه تصور می‌نمایند که تجزیه سهام باعث سودآوری و بازده شرکت شده است.

در نهایت، یکی دیگر از عوامل موثر بر قیمت و بازده سهام، انتظارات و پیش‌بینی‌های اشخاص نسبت به اخبار و حوادث مهم عنوان شده و گفته شد که گاهی اساس چنین پیش‌بینی‌هایی اطلاعات و وقایع گذشته است که می‌تواند در روند تعیین ارزش سهام موثر باشد.

### منابع

- Asquith, P, Healy P and Palepu. K, "Earnings and Stock Splits", *The Accounting Review*, Vol. LXIV, No. 3, July 1989.
- Baker, H. Kent & Aaron L. Phillips, *Why Companies Issue Stock Dividends*, Financial Practice & Education (FPE) 1993
- Barker. C.A, "Evaluation of Stock Dividend", *Harvard Business Review*, July - August, 1958.
- Fama, E.F. and at., "The Adjustment Of Stock Prices to New Information", *Economic Review*, February 1969.
- Gordon. M. J and E. Shapiro, " Capital Investment Analysis: The Required Rate of Profit", *Management Science*, October 1956.
- Hendriksen, Eldons, *Accounting Theory*, 4th. ed, Irwin, 1982.
- Miller M. and F., Modigliani, " Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares ", *Journal of Business*, October 1961.
- Walter, Jame E, "Dividend Policies and Common Stock Prices", *Journal of Finance*, March 1956.
- فدائی‌نژاد، محمد اسماعیل. «آیا مدیریت می‌تواند با استفاده از سود سهام، ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار دهد؟» تحقیقات مالی، شماره ۱، زمستان ۱۳۷۲.
- قلی‌پور، علی. «بررسی تاثیر سیاستهای تقسیم سود و توزیع سهام جایزه بر ارزش سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، شماره ۹ و ۱۰، زمستان ۷۴ و بهار ۱۳۷۵.