

آیا مدیریت می تواند با استفاده از سود سهام ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؟

نویسنده: مرتون میلر^۱

ترجمه: محمد اسماعیل فدائی نژاد^۲

مقاله ذیل توسط مرتون میلر استاد دانشگاه شیکاگو در سمیناری در سونند در سال ۱۹۸۱

ارائه شده است.

مقدمه

بحث خود را با دو سؤال که در ارتباط با یکدیگر هستند شروع می کنم. این دو سؤال

1- Dividend

2- Merton Miller

عبارتند از:

- ۱- آیا مدیریت با استفاده از سود سهام می‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؟
 - ۲- گزارشهای حسابداری شرکت چه نقشی در این جریان ایفا می‌کنند؟
- اگر توجه خود را فقط به یک جریان تصمیم‌گیری از طرف مدیریت معطوف کنیم و تصمیم‌گیری در مورد سود پرداختی سهام را در نظر بگیریم، این دو سؤال به صورت ذیل عنوان خواهند شد:
- ۱- آیا مدیریت می‌تواند با استفاده از سود سهام ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؟
 - ۲- درآمد^۴ (عایدات) در رابطه با سود پرداختی سهام چه نقشی ایفا خواهد کرد؟
- ممکن است جواب، مورد قبول شما نباشد. اما این جواب بر تحقیقاتی مبتنی است که در سالیان گذشته انجام شده و بیشتر محققان دانشگاهی در این زمینه هم عقیده هستند. می‌خواهم بگویم که هیچ رابطه سیستماتیکی بین سیاست تقسیم سود شرکت و ارزش سهام آن وجود ندارد و ارزش سهام معمولاً به وسیله قدرت درآمد^۵ تعیین می‌گردد و سیاست تقسیم سود در آن نقشی به عهده ندارد.
- تنها ادعایی که علیه این نظریه عنوان می‌شود این است که پرداخت سود سهام می‌تواند موجب کاهش قیمت سهام شود و هر چه شرکت، سود بیشتری پرداخت نماید، این کاهش بیشتر خواهد شد. زیرا پرداخت سود بار مالیاتی شرکت و سهامداران آن را بیشتر می‌کند.
- ما، در این بحث فعلاً مسأله مالیات را کنار می‌گذاریم زیرا نرخهای مالیاتی در کشورهای مختلف متغیر است و در نتیجه ممکن است تأثیرات مختلفی از خود بجای بگذارند. موضوع کلی‌تری که در این بحث مورد توجه قرار خواهد گرفت این است که از نظر علمی یک رابطه قابل قبولی بین سود سهام و ارزش شرکت وجود ندارد.
- ممکن است بگویید که نظریات علمی محترم است، اما من به چشم خود دیده‌ام و تجربه‌هایم نشان می‌دهد که قیمت سهام به دنبال آگهی اعلان پرداخت سود تغییر می‌یابد و این

4- Earning

5- Earning Power

دو همیشه در یک زمان دیده می‌شوند. اما جواب من این است که، شواهدی که دیده‌اید در این مورد خاص، مورد اطمینان و قابل اتکا نیست و اصولاً یک خطای در دید و یک تصور است. این مثال را در این باره برای دانشجویانم می‌گویم که یک عصا را در آب فرو ببرید و به آن نگاه کنید. حتماً یک خمیدگی در آن قسمتی که در آب است، مشاهده می‌کنید. اما اگر با دست آن را لمس کنید و یا از آب آن را بیرون بیاورید و یا عمیقاً درباره مشاهده خود فکر کنید، درمی‌یابید که اصلاً خمیدگی وجود ندارد و فقط به نظر شما چنین چیزی آمده است. در مورد سود سهام هم چنین مطلبی را می‌توان عنوان کرد. در واقع، سود سهام اثری بر ارزش ندارد و این مطلب را باید با سرانگشتان آمار حس کنید.

در این بحث سعی می‌کنم که وارد جنبه‌های آماری قضیه نشوم و به جای آن تلاش می‌کنم که سبب ایجاد این دید خطا را برای شما شرح دهم و نشان دهم که چرا به نظر می‌آید سود سهام بر ارزش شرکت اثر دارد.

توضیح و تشریح موضوع

برای توضیح این مسأله باید به دو مقاله که در بیست سال گذشته (دهه ۱۹۶۰) نوشته شده توجه کنیم. مقاله اول در این باره است که چرا از لحاظ تئوریهای اقتصادی انتظار نداریم بین سود سهام و ارزش، رابطه‌ای پیدا کنیم؛ به عبارت دیگر، این مقاله توضیح می‌دهد که چرا عسای فرو رفته در آب، واقعاً خمیدگی ندارد.

مقاله دوم به این سؤال جواب می‌دهد که چرا سود سهام خود را مهم جلوه می‌دهد در صورتی که در واقع چنین نیست، یا در آن مثال، چرا عصا خود را خمیده نشان می‌دهد؟

مقاله میلر و مودیلیانی Miller-Modigliani

مقاله اولی که از آن نام بردم، توسط من و پروفیسور فرانکو مودیلیانی نوشته شده است. بحث ما در این مقاله درباره این موضوع است که اثر سود پرداختی سهام بر ارزش شرکت، استفاده غلط از کلمه «اثر» است و صحبت درباره «سیاست تقسیم سود شرکت» به تنهایی نمی‌تواند بحث کاملی باشد. باید به روی دیگر سکه هم توجه شود، وجوهی که بابت سود

سهام پرداخت می‌شود باید از جایی تأمین گردد. بنابر این، منابع ما برابر مصارف و بدهکار ما برابر بستانکار خواهد شد. اگر شرکتی سود سهام پرداخت کند، یک نوع مصارف وجوه ایجاد کرده است. بنابر این چیز دیگری در صورت منابع و مصارف وجوه باید تغییر کند.

در این مقاله بحث ما پیرامون این محور بود که اگر ما بودجه سرمایه‌ای شرکت را ثابت نگه داریم و سود بیشتری را پرداخت کنیم، باید وام بیشتری از بانک بگیریم و یا سهام و قرضه بیشتری انتشار دهیم. سیاست تقسیم سودی را که شرکت انتخاب می‌کند باید با توجه به سیاست سرمایه‌گذاری شرکت باشد و از طرف دیگر به استراتژی تأمین مالی خارجی شرکت نیز مربوط می‌شود.

اکنون این سؤال مطرح است که آیا شرکتها تأمین مالی «رشد» خود را بر پایه منابع خارجی قرار داده و همچنان به تقسیم سود اقدام می‌کنند و یا اینکه سود سهام خود را کاهش داده، بیشتر بر منابع داخلی تکیه می‌کنند.

در جواب باید بگویم که نمی‌توان گفت که کدامیک از دو روش، استراتژی بهتری برای شرکت است. در حقیقت وقتی ما دانشگاهیان می‌گوییم سیاست تقسیم سود اهمیت چندانی ندارد، این مسأله را با توجه به سیاست سرمایه‌گذاری شرکت عنوان می‌کنیم و سرانجام، میزان تقسیم سود و سیاست تأمین مالی اثر بسیار کم و یا اصولاً اثری بر ارزش نخواهد داشت.

هر ارزشی که سهامدار از دریافت سود سهام بیشتر به دست آورد، کم و بیش با از دست دادن قسمتی از مالکیت شرکت به افراد خارج از شرکت خنثی خواهد شد. اگر شما با این نظریه مخالف باشید به این خاطر است که به عبارت «با توجه به سیاست سرمایه‌گذاری» دقت نکرده‌اید. شما ممکن است به مواردی اشاره کنید که قیمت سهام شرکتی به دنبال تعویض مدیران نالایق آن و افزایش سود نقدی توسط مدیران جدید، افزایش یافته است. در چنین مواردی این سؤال مطرح می‌شود که آیا افزایش قیمت سهام به دلیل افزایش سود تقسیمی بوده و یا ناشی از تغییر سیاست سرمایه‌گذاری توسط مدیران شرکت است.

برای راحتی خیال خود، تصور کنید که چه اتفاقی برای قیمت بوقوع می‌پیوست اگر مدیریت قدیم، افزایش سود سهام را خود اعلام می‌کرد و همچنان در همان زمان اعلام می‌کرد که سیاست سرمایه‌گذاری خود را ادامه خواهد داد. همانطور که می‌دانید در این حال دیگر نمی‌توانیم از سودهای انباشته برای تأمین مالی سرمایه‌گذاریهای جدید استفاده کنیم زیرا این سود از طریق پرداخت بیشتر سود به سهامداران به مصرف رسیده است و نهایتاً باید برای تأمین مالی به استقراض از طریق بانک و یا صدور سهام جدید پناه ببریم.

ممکن است احساس کنیم که در چنین حالتی سهامداران ما استراتژی پرداخت سود بیشتر و استفاده از منابع مالی خارجی را ترجیح می‌دهند. زیرا حداقل نتیجه کار این است که مقداری وجه نقد در جیب خود خواهند داشت.

اما به خاطر داشته باشید، اگر سهامداران ما وجه نقد را ترجیح می‌دهند ما می‌توانیم با استراتژی سود پرداختی کم، تأمین مالی خارجی کم خواسته آنها را تأمین کنیم. آنها می‌توانند قسمتی از سهام خود را بفروشند. اگر استراتژی پرداخت سود بالا را عمل کنیم سهامدارانی که مایل به افزایش سرمایه‌گذاری در شرکت هستند می‌توانند سود نقدی مازاد بر نیاز خود را صرف خرید سهام بیشتری نمایند. انجام چنین معاملاتی مستلزم پرداخت هزینه و مالیات اضافی توسط سهامداران است. ازین رو شرکتها برای کاهش این هزینه‌ها و دردسرها اقدام به اتخاذ یک سیاست تقسیم سود مشخص می‌کنند.

اگر شما اعلام کنید که مایل به دنبال کردن سیاست پرداخت سود بالا، تأمین مالی خارج از شرکت هستید، این نشان می‌دهد که شما تمایل به جلب مشتریان جدید و یا مؤسسات مالی دارید که این نوع سیاست را ترجیح می‌دهند و اگر سیاست پرداخت سود پایین را دنبال کنیم سرمایه‌گذارانی (خریداران) با تمایلات نوع دیگر را جذب خواهید کرد.

برای اینکه نشان دهم سود پرداختی در این موقعیت، موضوع مهمی نیست، می‌توان گفت که هر مشتری (سهامدار) از نظر شرکت دقیقاً مشابه مشتری دیگری است که سهام شرکت را خریداری می‌کند. افرادی که معتقدند سود سهام نقش مهمی را ایفا می‌کند، سرانجام گرفتار سردرگمی و اغتشاش بین سیاست تقسیم سود و سیاست سرمایه‌گذاری خواهند شد. با توجه به سیاست سرمایه‌گذاری شرکت، تصمیم‌گیری در مورد سود پرداختی، در حقیقت

تصمیم‌گیری درباره استراتژی تأمین مالی شرکت است. شما همیشه می‌توانید سود بالایی را به سهامداران خود پرداخت کنید و همچنان سیاست سرمایه‌گذاری خود را دنبال کنید، اما شرط آن این است که به مقدار کافی سهام شرکت را به افراد یا گروه‌های جدید بفروشید. اگر هنوز مخالف این نظر هستید که پرداخت سود بیشتر به استفاده بیشتر از منابع مالی خارجی منجر می‌شود به این خاطر است که شما در ذهن خود سیاست سرمایه‌گذاری شرکت را ثابت فرض نمی‌کنید.

فرض کنید درآمد و جریان نقدی یک شرکت به طور ناگهانی، افزایش چشم‌گیری داشته باشد و مدیران شرکت بتوانند بدون کاهش در بودجه سرمایه‌ای و یا بدون توسل به منابع مالی خارجی، سود نقدی را افزایش دهند. در چنین اوضاعی قیمت سهام این شرکت افزایش خواهد یافت. اما چه چیزی سبب افزایش قیمت سهام می‌شود؟ آیا پرداخت سود بیشتر سبب افزایش قیمت شده است، و یا افزایش جریان‌ات نقدی این امکان را فراهم کرده است؟ برای راحتی کار از خود سؤال کنید، آیا قیمت سهام کاهش می‌یافت اگر شرکت تصمیم می‌گرفت به جای پرداخت سود بیشتر به سهامداران، وجوه نقدی را صرف بازپرداخت بدهیهای بانکی خود کند و یا آن را صرف سرمایه‌گذاری در سهام شرکتهای دیگر بنماید.

بطور خلاصه باید پاسخ داد که افزایش در سود نقدی باعث افزایش در قیمت سهام نمی‌شود بلکه این افزایش در میزان سود و قدرت سودآوری شرکت است که باعث افزایش قیمت سهام می‌گردد. عامل اصلی در ارزش سهام، منابع وجوه (کسب سود) و نه مصارف وجوه (پرداخت سود سهام) است.

ممکن است شما عنوان کنید عللی را می‌شناسید که افزایش قابل ملاحظه‌ای در درآمد (عایدات) مشاهده نشده ولی با این حال وقتی سود اعلام شده افزایش یافته است، قیمت سهام نیز افزایش یافته است.

در این رابطه من هم شرکتی را سراغ دارم که با وجود کاهش سود ابزاری، اقدام به افزایش سود تقسیمی کرده بود و این عمل باعث افزایش قیمت سهام در بازار شده بود. اینها مواردی هستند که من قبلاً آن را خطای دید نامیده بودم. در اینجا تقسیم سود ظاهراً بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد ولی در واقع چنین نیست. برای درک علت این خطای دید باید به مقاله دوم، که

در اول بحث به آن اشاره کردم، رجوع کنیم.

انتظارات عقلایی^۷

مقاله دیگر، که در اول بحث به آن اشاره کردم، با عنوان انتظارات عقلایی و تئوری حرکت قیمت‌هاست که توسط جان اف - ماث^۸ نوشته شده و یکی از معتبرترین مقالات در این زمینه در قرن حاضر است. گرچه اندیشه اصلی آن بسیار ساده است اما نکته مهم در این تئوری این است که آنچه در اقتصاد و سیاست‌های اقتصادی مهم است چیزی نیست که اتفاق می‌افتاد، بلکه تفاوت آن چیزی که اتفاق افتاده با چیزی که انتظار داشتیم اتفاق بیفتد مهم است. سیاستمداران و کاندیداهای ریاست جمهوری به خوبی با این تئوری آشنا هستند و مزه تلخ آن را مرتب می‌چشند.

همانطوری که می‌دانید انتخابات اولیه در آمریکا شامل انتخابات آزمایشی برای هر حزب است و این کار ادامه می‌یابد تا به انتخاب کاندیدای هر حزب منجر شود. از این مرحله به بعد کاندیدای منتخب، مبارزات خود را شروع می‌کند. در مارس ۱۹۸۰ در ایالت ماساچوست در رأی‌گیری اولیه جرج بوش ۶۰ درصد و رونالد ریگان ۴۰ درصد آرا را به دست آوردند. اما در نهایت جرج بوش بازنده شد زیرا او برای برنده شدن نیاز به ۷۵ درصد آرا داشت و بر همین اساس او انتظار داشت که ۷۵ درصد رأی دهندگان این ایالت به او رأی بدهند. بنابراین او که ۶۰ درصد آرا را به دست آورده بود، معادل ۱۵ درصد از انتظارات خود عقب بود و همین مسأله منجر به انتخاب ریگان از طرف حزب مربوط شد.

زمانی که مسأله بیکاری را مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌دهید، مشاور اقتصادی به شما می‌گوید که اطلاعات نشان می‌دهد که وقتی تورم بزرگتر از آن چیزی شود که ما انتظار داریم و حتی بیشتر از رقمی گردد که در دستمزدها منظور شده است، نهایتاً بیکاری کاهش خواهد یافت. اما اگر قیمت‌ها به اندازه‌ای که دستمزدها و هزینه‌های تولید اضافه شده‌اند افزایش نیابد،

7- Rational Expectations

8- John F. Muth

بیکاری شدت خواهد گرفت. ممکن است شما بگویید اگر سیاستهای پولی و مالی انبساطی اتخاذ شود، آن وقت قیمتها از آن چیزی که مردم انتظار دارند سریعتر بالا خواهد رفت و بیکاری کاهش خواهد یافت. اما در جامعه‌ای که انتظارات عقلایی در آن وجود دارد، همگان از تصمیم سیاستمداران مبنی بر اتخاذ سیاستهای پولی و مالی انبساطی آگاه خواهند شد و بر همین اساس انتظارات تورمی خود را شکل خواهند داد. اگر چنین حالتی ایجاد شود و اثری از تورم بالا دیده نشود، در این صورت مبارزه با بیکاری از طریق تورم بلا اثر خواهد بود.

اگر تورم کمتر از آن چیزی باشد که عموم انتظار دارند، در این صورت اقتصاد هم درگیر تورم خواهد شد و هم درگیر بیکاری و کل برنامه اقتصادی با شکست روبرو خواهد شد. به همین گونه کابوس «انتظارات عقلایی» در حیطه مورد بحث ما وارد می‌شود و اثر تصمیمات مدیریت را در مورد سود سهام بر ارزش شرکت، را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

وقتی که زمان تصمیم‌گیری در مورد تقسیم سود فرا می‌رسد، بازار انتظارات خود را از سود آینده پیش‌بینی می‌کند. این انتظارات بر اساس برآورد سود (عایدات) شرکت، فرصتهای سرمایه‌گذاری و طرحهای شرکت برای تأمین مالی شکل می‌گیرد. برآوردی که اساس انتظارات است خود بر اساس اطلاعاتی مانند موقعیت اقتصادی، وضعیت صنعت، تصمیمات گذشته در مورد سود سهام، تغییرات نرخ مالیات و مانند آن است.

اگر اعلان سود مطابق آن چیزی باشد که بازار انتظار دارد، بنابر این قیمتها تغییری نخواهد کرد؛ حتی اگر سود اعلان شده بیشتر از سود قبلی باشد باز هم تغییر قیمتی را مشاهده نخواهیم کرد. اما اگر سود اعلان شده بیشتر از انتظارات بازار باشد، در این صورت بازار باید در ارزیابی خود تجدید نظر کند. اگر ما در بازار یک افزایش غیر منتظره در سود پرداختی را ببینیم از خود خواهیم پرسید که منظور مدیران از این افزایش چه بوده است. با توجه به فرصتهای سرمایه‌گذاری، مدیران باید طوری عمل می‌کردند که ما انتظار آن را داشته‌ایم، مگر آنکه آنها سود بیشتری از آن چیزی که حدس می‌زدیم ایجاد کرده باشند. اما این سود (عایدات) از طرف شرکت اعلام نمی‌شود و فقط آنها سود پرداختی بیشتری را اعلام می‌کنند. از سوی دیگر، من موارد خاص دیگری را می‌شناسم که شرکت بطور غیر منتظره‌ای سود پرداختی را کاهش داده است و این منجر به کاهش در قیمت سهام شده است. اما این ادعا را

از مدیران آن می‌شنویم که همه چیز بخوبی پیش می‌رفته و فقط آنها خواسته‌اند از وجوه نقدی در راه‌های سودآورتری استفاده کنند. ولی این ادعا مورد قبول بازار نخواهد بود زیرا بازار انتظارات خود را براساس سایر شواهد (تقسیم سود) شکل داده است.

نهایتاً این قدرت کسب سود است که در ارزش سهام مؤثر است. اما در جهان انتظارات عقلایی، سود سهام غیر منتظره خود یک راهنما درباره تغییرات غیر منتظره سود (عایدات) است. به همین دلیل به نظر می‌رسد که تقسیم سود در قیمت و ارزش سهام تأثیر می‌گذارد، اگر چه اینطور نیست.

من مایل بودم نتیجه بگیرم که، این نظریه که می‌گوید سود سهام از نظر علمی چیز مهمی نیست و نظریه دیگر که می‌گوید سود سهام از لحاظ دست اندرکاران اجرایی در بازار بسیار مهم است، هر دو صحیح هستند. اما متأسفانه باید خبر بد دیگری را به شما دست‌اندرکاران اجرایی بدهم که ممکن است سبب تعجب برخی از شما شود.

اگر بازار نسبت به پیش‌بینی سود آینده با توجه به اعلان تقسیم سود سهام اقدام کند، چرا مدیران شرکتها سود بیشتری از آن چیزی که آنها انتظار دارند پرداخت نکنند، حتی اگر این کار به قیمت کاهش دادن فرصتهای سودآور باشد. چنین اقدامی سبب بالا رفتن قیمت‌ها در کوتاه مدت خواهد شد و کسانی که سهام خود را در این زمان بفروشند سود قابل ملاحظه‌ای به دست خواهند آورد. عدم سرمایه‌گذاری در فرصتهای سودآور باعث ضرر و زیان به کسانی خواهد شد که اقدام به فروش سهام خود نکرده‌اند. مجموع سودی که فروشندگان سهام به دست خواهند آورد ممکن است از زیان کسانی که سهام خود را نفروخته‌اند به مراتب بیشتر باشد.

بدبختانه یا بهتر است بگویم خوشبختانه، این روش در دنیای انتظارات عقلایی جایی نخواهد داشت و بازار خواهد گفت که: «ما می‌دانیم که مدیریت چگونه فکر می‌کند. و از این رو سطح انتظارات خود را بر این اساس تنظیم خواهد کرد و در این صورت حتی افزایش سود تقسیمی نمی‌تواند سرمایه‌گذاران را فریب دهد و منجر به افزایش قیمت سهام نیز نخواهد شد. با چنین برداشتی مدیران در یک گرفتاری واقعی اسیر خواهند شد، چنانکه در مسأله تورم که قبلاً اشاره شد، سیاست‌گذاران درگیر چنین مشکلی شدند. شما نمی‌توانید گامی در جهت

افزایش سود سهام بردارید (حتی بیشتر از انتظارات) و امیدوار باشید که ایجاد شگفتی در عموم کنید و یا آنها را غافلگیر کنید. افزایش سود تقسیمی باعث صرف نظر از اجرای پروژه‌های سودآور خواهد شد و شرکت را از درآمدهای بیشتر در آینده محروم خواهد نمود. بنابراین این هزینه افزایش سود تقسیمی برای شرکت بسیار گران تمام خواهد شد. در صورت عدم تحقق افزایش قیمت سهام ضرر زیادی متوجه شرکت و سهامداران آن خواهد شد. در این صورت اگر مدیریت از اقدام خود ناامید شود و تصمیم به کاهش سود تقسیمی بگیرد، در این صورت قیمت سهام به خاطر کاهش سود تقسیمی ممکن است کاهش یابد. بنابراین شما مجبور به پرداخت سودی خواهید بود که بازار آن را از شما انتظار دارد و اگر انتظار بازار را برآورده نکنید حتماً قیمت‌ها سقوط خواهد کرد و یا فرصت‌های سرمایه‌گذاری را از دست می‌دهید و همچنین مجبور به پرداخت هزینه‌های بالایی برای تأمین مالی خواهید شد. بطور خلاصه باید بگویم با توجه به مطالب ارائه شده می‌توان عنوان این مقاله را به صورت زیر تغییر داد «چگونه بازار سهام در تصمیمات مدیریت تأثیر می‌گذارد».

نتیجه‌گیری

باید گفت که سیاست تقسیم سود یک ابزار مؤثر مدیریت نیست و به هیچ وجه نمی‌توان آن را تحت کنترل کامل درآورد اما در عمل دیده شده که موضوعات دیگری وجود دارند که هم مهم، و هم قابل کنترل هستند؛ مانند تصمیمات سرمایه‌گذاری، تولید، بازاریابی و نیروی انسانی و مانند آنها که بهتر است از آنها به عنوان ابزار در تصمیمات استفاده کرد. این تصمیمات را اقتصاددانان، جنبه واقعی تجارت می‌گویند. آنها می‌توانند ایجاد جریان‌های نقدی برای شرکت بنمایند و بازار می‌تواند برای این جریان‌ها ارزش قائل شود و برای آنها تعیین ارزش کند. این نوع تصمیمات هستند که تعیین‌کننده ارزش شرکت هستند و نه تصمیماتی که مدیران مالی و حسابداران در رابطه با چگونگی تقسیم سود می‌گیرند.