

مروری بر تئوری‌ها، سیاست‌ها و خط‌مشی تقسیم سود (۱)

غلامرضا اسلامی بیدگلی

مقدمه

نظریه پردازان مدیریت با استقراض کلمه «آنتروپی» از ترمودینامیک، بر توسعه و گسترش مؤسسات برای جلوگیری از مرگ تدریجی آنها تاکید کرده‌اند. توسعه و گسترش مؤسسات، به هر شکل، مستلزم سرمایه‌گذاری است که ناچار باید از طریق تأمین منابع مالی لازم تحقق پذیرد. در مدیریت مالی از دو نوع منبع مالی نام برده می‌شود. منابع مالی از داخل مؤسسه و منابع مالی خارج از مؤسسه. اخذ وام از بانکها، صدور سهام جدید در شرکتها و خرید نسیه مواد و ماشین آلات، مثالهایی از تأمین منابع مالی مورد نیاز از خارج از مؤسسه است. استفاده از ذخایر، استهلاک داراییهای ثابت، کاهش داراییهای جاری و فروش داراییهای ثابت اضافی و عدم تقسیم سود، مواردی از تأمین منابع مالی از داخل مؤسسه است. تأمین منابع مالی به هر کدام از دو صورت بالا، هزینه‌ها و آثاری را به دنبال خود دارد که مؤسسه را از اتخاذ تصمیم در مورد انتخاب هر کدام از منابع تأمین مالی ناگزیر می‌نماید. هرگاه که

هزینه‌ها و آثار نهایی تأمین منابع مالی مورد نیاز از بازدهی نهایی سرمایه‌گذاریها بیشتر باشد، از سرمایه‌گذاری مورد نظر صرف نظر خواهد شد. به عبارت دیگر، نظریه کارآیی نهایی سرمایه^۱ پیشنهاد می‌کند که سرمایه‌گذاریها از منابع مالی مورد نظر تا آنجا ادامه یابد که هزینه نهایی سرمایه، معادل بازدهی نهایی سرمایه‌گذاری باشد. «عدم تقسیم سود» یکی از منابعی است که هزینه کمتری را برای مؤسسه دارد ولی استفاده از آن برای مؤسسه آثار زیادی دارد که کاربرد آن را به عنوان یک منبع مالی محدود می‌سازد، مثلاً عده‌ای از خریداران سهام انتظار دارند در پایان سال به آنها سود سهامی پرداخت شود تا از محل آن بخشی از امور زندگی خود را بگذرانند و یا دولتها در جهت حمایت از سرمایه‌گذاران اقلیت در شرکتها قوانینی را وضع و اجرا می‌کنند که مدیران ناگزیر از تقسیم مقداری از سود سالانه هستند. در چنین وضعیتی «تقسیم» و یا «عدم تقسیم» سود، آثاری را بر ارزش سهام باقی می‌گذارد که به نوبه خود در ارزیابی «هزینه تأمین منابع مالی از طریق سود تقسیم نشده» موثر واقع می‌شود. با توجه به این مطالب، مسائلی در خط‌مشی و سیاستهای تقسیم سود^۲ مطرح می‌شود که عبارتند از:

- شناخت و تعریف و چگونگی محاسبه سود
- مقررات و قوانین حاکم بر تقسیم سود در ایران
- محدودیتها و عوامل موثر بر تعیین خط‌مشی تقسیم سود
- چگونگی تقسیم سود
- نظریات صاحبان نظر در مورد اثر تقسیم سود بر ارزیابی سهام در بازارهای مختلف پول و سرمایه
- طریقه پرداخت سود سهام

نوشته حاضر تحقیقی کتابخانه‌ای است که در تحریر آن از کتابها و مقالات متعددی، که در این زمینه با عنوانهای Earnings Dividend Policy نوشته شده است، استفاده به عمل آمده است. تنها مطلبی که در زبان فارسی در این زمینه نوشته شده فصل ۱۹ کتاب مدیریت مالی تالیف مرحوم دکتر مصطفوی مقدم است که آن نیز بر کتاب Managerial finance نوشته Weston & Brigham مبتنی است. فهرست مقالات و کتابهای مورد استفاده این نوشتار در پایان خواهد آمد.

سود و فلسفه تقسیم آن:

مفهوم منفعت‌گرایی^۳ در ایجاد و اداره امور مؤسسات در سالهای اخیر مورد نقد قرار گرفته است و تئوری پردازان اقتصاد مفاهیم دیگر از جمله مطلوبیت‌گرایی^۴ را جانشین آن کرده‌اند.^۵ ولی در غالب نقدها، منفعت‌گرایی به این دلیل مردود اعلام می‌شود که سود تنها انگیزه

تاسیس و اداره مؤسسات نیست بلکه امروزه مؤسسات با اهداف رفاهی، اجتماعی، سیاسی، اقتصادی، به جز سودآوری هم ایجاد می‌شوند. این نظریه پردازان به نقش دولتها در اقتصاد ارشادی و اعمال سیاستهای نظامی-دفاعی اشاره می‌کنند و اقدامات ITT و شرکتهای چند ملیتی دیگر را در پشتیبانی از نظریه خود مثال می‌آورند و در واقع، اهداف سیاسی و منافع اجتماعی^۶ را در اجرای برنامه‌های عمرانی و ایجاد مؤسسات، موثر می‌دانند نه سود حسابداری را. اعتقاد این گروه از علمای «تئوری شرکتهای» در این بحثها به جای خود باقی است، ولی کمتر دولت یا مدیریتی پیدا خواهد شد که بتواند بدون سود و عایدی مستمری فقط به انجام دادن اقدامات رفاهی و ارشادی و اجتماعی دست بزند. آمار موجود کشورمان نشان می‌دهد که در حال حاضر، بیش از یکصد هزار شرکت ثبت شده وجود دارد که فقط حدود ۲۵۰۰ شرکت دولتی و وابسته به نهادهای دولتی و مؤسسات عمومی غیردولتی است. از این تعداد، شرکتهایی که صرفاً به منظور کسب منفعت و سود در جهت پشتیبانی از اهداف مالی دولت، ایجاد شده‌اند بسیار زیادند. آمارهای موجود در کشورهای دیگر مثلاً آمریکا نشان می‌دهد که سالانه حدود ۶۰۰۰۰۰ شرکت تاسیس می‌شود. این شرکتهای اکثراً به انگیزه سود تشکیل می‌شوند.

اگر چه در ایران هنوز بازار بورس اوراق بهادار متشکل و سازمان یافته‌ای، که آمار و ارقام قابل اطمینان ارائه دهد، نداریم ولی معاملات بورس نشان می‌دهد که سهام شرکتهای سودآور در بورس اوراق بهادار تقاضای بیشتری دارد. مطالعات دیگر نشان می‌دهد که اکثریت قریب به اتفاق شرکتهای منحل شده به دلیل ضعف مالی و فقدان سودآوری به مرحله انحلال کشیده شده‌اند.

دانشمندان اقتصاد، همچنین، تشکیل سرمایه را از عوامل موثر پیشرفت اقتصادی می‌دانند. تشکیل سرمایه^۷ یا از طرف دولت و یا از طرف بخش خصوصی صورت می‌گیرد. دولتها در سرمایه‌گذاریهای خود اجرای برنامه‌های زیربنایی، سیاستهای اقتصاد ارشادی، برقراری امکانات برای دخالت در امر تنظیم عرضه و تقاضای کالاها و خدمات و ... و نیز کسب منفعت به منظور پشتیبانی از اهداف سیاسی-نظامی را منظور نظر دارند. از تعداد ۲۹۳ شرکتهای که نام آنها در بودجه کل کشور آورده شده است، تعداد ۲۴۸ آنها مبادرت به ارائه ارقام بودجه‌ای خود برای سال ۱۳۶۹ کرده‌اند و از این تعداد سود سهام شرکتهای دولتی را فقط معادل ۲۰ میلیارد ریال برای سال ۱۳۶۹ پیش بینی کرده‌اند.^۸

بخش خصوصی، سرمایه‌گذاری را عمدتاً به جهات زیر انجام می‌دهد:

- کسب سود سالانه به عنوان سود سهام^۹
- کسب منفعت سرمایه^{۱۰}

- کسب سود سالانه و استفاده از منفعت سرمایه^{۱۱}

در عین حال که سرمایه‌گذاران به دریافت سود سالانه حاصل از سرمایه‌گذاری خود علاقه دارند، مدیران مؤسسات، ارزانترین و مهمترین منبع مالی را برای رشد و توسعه و تأمین نیازهای مالی خود در عدم تقسیم سود جستجو می‌کنند، لذا میان این دو گروه تضادی است که باید قاعدتاً به یک راه حل بهینه^{۱۲} ختم شود.

در تئوری حسابداری، سود حاصل از عملیات یک مؤسسه در طی یک دوره مالی به شرح زیر مورد محاسبه قرار می‌گیرد:

صورت سود و زیان مؤسسه X

برای دوره مالی منتهی به ...

| | |
|---|---|
| XX | فروش خالص |
| XX | کسر می‌شود: بهای تمام شده کالای فروخته شده |
| XX | سود ناویژه |
| XX | کسر می‌شود: هزینه‌های مالی، اداری، فروش |
| XX | سود ویژه عملیاتی |
| XX | اضافه (کسر) می‌شود: آثار فعالیت‌های غیرجاری |
| XX | سود سال |
| XX | کسر می‌شود: ذخایر مالیات بر درآمد |
| XX | سود قابل انتقال به حسابهای تقسیم سود |
| ارقام بالا باید بر دفاتر قانونی مؤسسات مبتنی باشد و بر اساس اصول و استانداردهای حسابداری مورد محاسبه قرار گیرند. | |
| سود قابل انتقال به حسابهای تقسیم سود که به ترتیب بالا محاسبه می‌شود، به حساب و یا (صورت حساب) تقسیم سود منتقل می‌شود تا با توجه به مبالغ سود و یا زیان انباشته سالهای قبل و پس از کسر اندوخته‌های قانونی و احتیاطی، مبلغ سود قابل تقسیم بین سهامداران حاصل شود. | |
| صورتحساب پیشنهاد تقسیم سود در تاریخ.... | |
| XX | سود و زیان سالهای قبل |
| XX | سود سال جاری پس از کسر ذخایر مالیاتی |
| XX | کل سود قابل تقسیم کسر می‌شود: |
| XX | اندوخته قانونی |
| XX | اندوخته احتیاطی |
| XX | سایر موارد مندرج در اساسنامه |
| XX | جمع |

سود قابل تقسیم بین سهامداران
پیشنهاد تقسیم سود بین سهامداران

XX
XX
—
XX
—

مانده سود نقل به سال بعد (سود انباشته)

این موضوع از طریق صورت جریانات نقدی مالی نیز^{۱۳} به شکل دیگری قابل محاسبه است. فرم ترازنامه نشان می‌دهد که سه دسته نسبت به اموال و سود شرکت علاقه‌مند هستند:

- الف - طلبکاران^{۱۴} (نسبت به اصل بهره وامها و مطالباتشان)
- ب - سهامداران^{۱۵} (نسبت به ارزش ویژه و سود سالانه)
- ج - دولت (نسبت به مالیات)

تسهیم منابع نقدی شرکت به شرح زیر از طرف Kenneth J. Bovdreaux در کتاب The basic theory of Finance Corporate به تصویر کشیده شده است:^{۱۶}

جدول شماره ۱ نشان می‌دهد که هر چه سود تقسیم شده بین سهامداران بیشتر باشد، مانده سود تقسیم نشده کمتر خواهد بود و لذا منابع مالی کمتری در اختیار مدیریت قرار خواهد داشت و در این صورت یا باید از قسمتی از سرمایه‌گذاریها صرف نظر شود و یا از راههای دیگر تأمین مالی، مثلاً فروش سهام جدید، دریافت وام و ...، منابع مالی لازم را به دست آورد.

صورت حساب فوق همچنین با مواد لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۲۴ اسفند ۱۳۴۷ منطبق است. در ماده ۲۳۷ این قانون «سود خالص شرکت در هر سال مالی عبارت است از درآمد حاصل در همان سال مالی منهای تمام هزینه‌ها و استهلاک و ذخیره‌ها». در ماده ۲۳۸ این قانون، موضوع اندوخته قانونی عنوان شده است. این ماده تصریح دارد که «از سود خالص شرکت پس از وضع زیانهای وارده در سالهای قبل باید معادل یک بیستم آن بر طبق ماده ۱۴۰ به عنوان اندوخته قانونی منظور شود. هر تصمیم خلاف این ماده، باطل است». در ماده ۲۳۹ سود قابل تقسیم را عبارت از «سود خالص سال مالی شرکت منهای زیانهای سالهای مالی قبل و اندوخته قانونی مذکور در ماده ۲۳۸ و سایر اندوخته‌های اختیاری به علاوه سود قابل تقسیم سالهای قبل که تقسیم نشده است» می‌داند.

در ایران آمار رسمی منتشر شده‌ای از سود شرکتها و مؤسسات فردی وجود ندارد. قانون بودجه سال ۱۳۶۸ کل کشور، ارقام مالیات بر درآمد شرکتها را به شرح زیر اعلام داشته است:^{۱۷}

| | | |
|------|------|--------------------|
| ۱۳۶۵ | قطعی | ۳۷۴۴۴۱ میلیون ریال |
| ۱۳۶۶ | مصوب | ۳۰۴۴۳۶ میلیون ریال |
| ۱۳۶۷ | مصوب | ۳۱۴۲۷۷ میلیون ریال |

از رقم ۳۱۴۲۷۷ میلیون ریال مالیات فوق، مبلغ ۹۷۶۶۴ میلیون ریال مربوط به مالیات سود شرکتها و بانکهای دولتی مندرج در بودجه کل

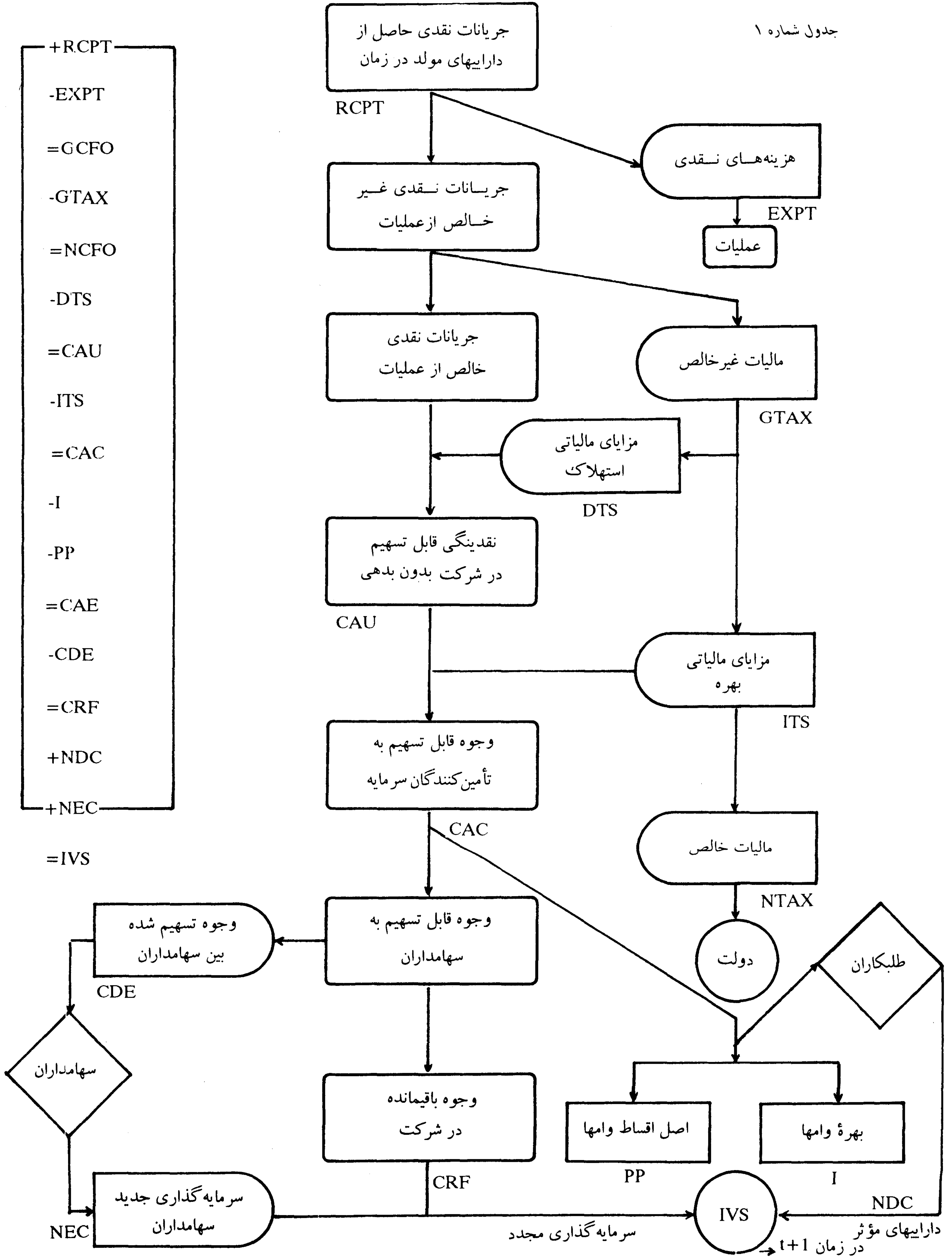
کشور است و بالغ بر مبلغ ۲۱۶۶۱۳ میلیون ریال مربوط به سایر شرکتهاست. اگر به طور متوسط، ۳۰٪ سود شرکتها را مشمول مالیات بدانیم تمام سود حاصله را باید به رقم ۱۰۰۰۰۰ ریال برآورد نمود. آمار منتشره از طرف مؤسسات رسمی آمریکایی مبلغ سود قبل از مالیات، مالیات بردرآمد، سود سهام، سود تقسیم نشده طی سالهای ۱۹۷۴ - ۱۹۸۴ را به شرح جدول شماره ۲ ارائه نموده است.^{۱۸}

آمار فوق نشان می‌دهد که در طی مدت ۱۱ سال مورد نظر مبلغ ۷۷۷ میلیارد دلار از محل سود تقسیم نشده شرکتها سرمایه‌گذاری شده است. مبلغ ۵۸۸ میلیارد دلار به عنوان سود، بین سهامداران تقسیم شده و مبلغ ۸۰۸ میلیارد دلار به عنوان مالیات به خزانه دولت آمریکا واریز شده است.

از لحاظ درصد، شرکتهای آمریکایی در طی ۱۱ سال ۳۷/۳٪ درآمد خالص خود را به عنوان مالیات پرداخته‌اند. ۲۷٪ آن را به صاحبان سهام داده‌اند و ۳۵/۷٪ آن را سرمایه‌گذاری مجدد نموده‌اند. واضح است که احتمالاً از مبلغ ۵۸۸ میلیارد دلاری که بین سهامداران به عنوان سود تقسیم شده، مجدداً مبلغی قابل توجه در سایر شرکتها و مؤسسات سرمایه‌گذاری مجدد شده باشد. به عبارت دیگر، باید انتظار داشت حدود ۵۰٪ سود شرکتهای آمریکایی به عنوان سود تقسیم نشده و یا سرمایه‌گذاری مجدد از محل سود تقسیم نشده، سرمایه‌گذاری شده باشد و این رقم در مدت ۱۱ سال (۱۹۷۴ تا ۱۹۸۴) به رقم ۱۰۰۰ میلیارد دلار بالغ می‌گردد. نکته قابل توجه این است که در عین حال که شرکتهای آمریکایی در طی ۱۱ ساله ۱۹۷۴ تا ۱۹۸۴ مبلغ ۵۸۸ میلیارد دلار به عنوان سهم سود به سهامداران پرداخت نموده‌اند، در همان مدت مبلغ ۶۰۵ میلیارد دلار از طریق صدور سهام عادی، سهام ممتاز، و اوراق قرضه عمومی برای سرمایه‌گذاریهای خود تأمین مالی نموده‌اند و در مواردی این جابجایی (پرداخت سود سهام و در عین حال صدور اوراق قرضه و یا انتشار سهام و یا دریافت وام برای تأمین نیازهای مالی) در داخل شرکتها هم صورت گرفته است. به عبارت دیگر، بعضی از شرکتها برای پرداخت سود سهام به صدور اوراق قرضه، و یا انتشار سهام مبادرت نموده‌اند. همین مطلب اصل تئوری و سیاستها و خط مشی تقسیم سود را تشکیل می‌دهد. یعنی سوال این است:

«با فرض استقرار سیاست مشخص در مورد وام و یا بودجه بندی سرمایه‌ای چه مبلغی از سود باید بین سهامداران تقسیم شود؟»

چرا این سوال مطرح می‌شود؟ زیرا ارقام بالا نشان می‌دهد که مؤسسات می‌توانند برای تأمین منابع مالی مورد نیاز و یا انتشار اوراق قرضه از سیاست عدم تقسیم سود پیروی کنند ولی آیا این سیاست قابل اجرا است؟ عده‌ای از پژوهشگران عقیده دارند که سیاستهای تقسیم سود با ارزش مؤسسه بی ارتباط است. عده‌ای دیگر، ارزش مؤسسه را



| سال | کل سود قبل از مالیات | مالیات بر درآمد | سود سهام | سود تقسیم نشده |
|------|----------------------|-----------------|----------|----------------|
| ۱۹۷۴ | ۱۳۷ | ۵۲ | ۳۰ | ۵۵ |
| ۱۹۷۵ | ۱۳۲ | ۵۱ | ۳۱ | ۵۱ |
| ۱۹۷۶ | ۱۶۶ | ۶۴ | ۳۷ | ۶۵ |
| ۱۹۷۷ | ۱۹۵ | ۷۳ | ۴۱ | ۸۱ |
| ۱۹۷۸ | ۲۲۹ | ۸۳ | ۴۷ | ۹۲ |
| ۱۹۷۹ | ۲۵۳ | ۸۸ | ۵۳ | ۱۱۲ |
| ۱۹۸۰ | ۲۳۵ | ۸۵ | ۵۹ | ۹۱ |
| ۱۹۸۱ | ۲۲۱ | ۸۱ | ۶۷ | ۷۴ |
| ۱۹۸۲ | ۱۶۶ | ۶۱ | ۶۹ | ۳۶ |
| ۱۹۸۳ | ۲۰۳ | ۷۶ | ۷۳ | ۵۵ |
| ۱۹۸۴ | ۲۳۶ | ۹۰ | ۸۱ | ۶۵ |
| جمع | ۲۱۷۳ | ۸۰۸ | ۵۸۸ | ۷۷۷ |

وجود دارد مبلغی از آن را که باید بین صاحبان سهام تقسیم شود تعیین خواهد نمود. هر سودی که بدون رعایت مقررات این قانون تقسیم شود منافع موهوم تلقی خواهد شد». اتخاذ تصمیم در مورد چگونگی پرداخت سود سهام نیز با مجامع عمومی صاحبان سهام است. منتهی چنانچه صاحبان سهام در خصوص چگونگی پرداخت تصمیمی نگرفته باشند، هیات مدیره چگونگی این پرداخت را تعیین خواهد نمود. ماده ۲۴۰ همچنین مقرر می‌دارد که «... در هر حال، پرداخت سود به صاحبان سهام باید ظرف هشت ماه پس از تصمیم مجمع عمومی راجع به تقسیم سود انجام پذیرد». ماده ۹۰ قانون فوق مقرر می‌دارد که «در صورتی که شرکت سود داشته باشد ملزم است که حداقل ۱۰٪ آن را بین صاحبان سهام تقسیم نماید. لذا به طور خلاصه مقررات قانونی (در شرکتهای سهامی) در خصوص تقسیم سود را می‌توان به شرح زیر عنوان نمود:

- ۱- هیات مدیره شرکت موظف است حسابهای شرکت را حداکثر ظرف چهار ماه پس از پایان سال مالی تهیه و به مجمع عمومی صاحبان سهام ارائه نماید.
- ۲- حسابهای مزبور باید مورد رسیدگی و تایید بازرس قانونی شرکت قرار گیرد.
- ۳- احراز سود، باید پس از تصویب حسابها مورد تایید مجمع عمومی صاحبان سهام شرکت باشد.
- ۴- چنانچه شرکت سود ویژه داشته باشد، میباید ۱۰٪ آن را بین

در ارتباط مستقیم با خط مشی تقسیم سود مؤسسه می‌دانند که این گروه به دو دسته تقسیم می‌شوند:
برخی که اعتقاد دارند پرداخت سود بالای سهام، ارزش مؤسسه را افزایش می‌دهد، و عده‌ای بر این باورند که پرداخت سود سهام کمتر باعث افزایش ارزش سهام مؤسسه است. اکنون ببینیم کدام گروه درست می‌گوید؟

موارد قانونی در اتخاذ خط مشی تقسیم سود

در قانون تجارت ایران مصوب ۱۳ اردیبهشت ماه ۱۳۱۱ شمسی به هفت نوع شرکت اشاره شده است. در قوانین بعدی کشورمان از انواع دیگری از شرکتهای نامبرده شده است که به عنوان مثال می‌توان به شرکتهای سهامی زراعی، شرکتهای پس انداز وام مسکن و شرکتهای کشت و صنعت اشاره نمود. در مجموع می‌توان این شرکتهای را از لحاظ تقسیم سود به شرکتهایی که سود آنها بر اساس سهام شرکا تسهیم می‌شود و شرکتهایی که مفاد اساسنامه و شرکتنامه در تقسیم سود بین شرکا حاکم است تقسیم بندی نمود. احراز سود و مبلغ سود قابل تقسیم از وظایف خاص مجامع عمومی شرکتهاست. این موضوع در ماده ۲۴۰ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب اسفندماه ۱۳۴۷ تصریح شده است. این ماده مقرر می‌دارد که «مجمع عمومی پس از تصویب حسابهای سال مالی و احراز اینکه سود قابل تقسیم

صاحبان سهام تقسیم کند.

۵- پرداخت سود سهام به سهامداران باید حداکثر ظرف مدت هشت ماه از تاریخ تصمیم مجمع عمومی راجع به تقسیم سود انجام پذیرد.

در ماده ۲۵۸ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت برای رئیس و اعضای هیات مدیره و مدیر عامل شرکت که بدون صورت دارایی و ترازنامه و یا به استناد صورت دارایی و ترازنامه مزور منافع موهومی را بین صاحبان سهام تقسیم کرده باشند، مجازات حبس تادیبی از یکسال تا سه سال مقرر شده است. در سایر شرکتها فرض بر این است که سود سالانه به نسبت سرمایه شرکا تسهیم می شود مگر اینکه بین شرکا در اساسنامه و یا شرکتنامه ترتیب دیگری مقرر شده باشد.

محدودیتها و عوامل موثر بر تقسیم سود

علاوه بر الزامات قانونی در خصوص خط مشی تقسیم سود، عوامل

زیر نیز در جهت دهی سیاستهای تقسیم سود موثر است:

الف - وضعیت نقدینگی

ب - توجه به محدودیتهای قراردادهای وام شرکت

ج - دسترسی شرکت به بازارهای پول و سرمایه

د - توجه به سیاستهای رشد و توسعه شرکت

ه - مورد نظر بودن مقررات مالیاتی برای شرکت

و - وضعیت مالی سهامداران

ز - وضعیت مالیاتی سهامداران

ح - کنترل و اداره امور شرکت و ارزش سهام

ط - هزینه های متنوعی که نتیجه خط مشی سود سهام ویژه ای است که دنبال می گردد

در زیر به تشریح محدودیتهای بالا در تصمیم گیری برای تقسیم سود پرداخته می شود:

الف - وضعیت نقدینگی

وضعیت نقدینگی هر شرکت به ساختار سرمایه آن ارتباط دارد. ساختار سرمایه^{۱۹} نتیجه عملکرد و تصمیمات مدیران شرکت در مورد يك يك اقسام داراییها و بدهیها و حقوق صاحبان سهام است. تغییرات این اقسام نیز به فعالیتهای جاری، بازارهای پول و سرمایه، اوضاع اقتصادی، محیط فعالیت شرکت و تصمیم مدیران در اجرای طرحهای توسعه و سرمایه گذاری وابسته است. به عبارت دیگر، ممکن است شرکتی از سود ویژه مطلوبی برخوردار باشد ولی به علت اجرای طرحهای سرمایه گذاری و توسعه از نقدینگی مناسب برخوردار نباشد،

و برعکس. لذا مدیران و مجامع عمومی صاحبان سهام در زمان اخذ تصمیم برای تقسیم سود باید توجه داشته باشند که چنانچه مبادرت به تقسیم سود بنمایند، ناگزیر از پرداخت آن در هشت ماه بعد هستند، پس باید اطمینان داشته باشند که در این مدت از نقدینگی لازم برای ایفای این تعهد برخوردار خواهند بود. مدت هشت ماهه ای که قانونگذار در ماده ۲۴۰ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت برای پرداخت سود سهام قایل شده است به دلیل آن است که مدیران شرکت در طی این مدت بتوانند وضعیت نقدینگی خود را تنظیم نمایند. در این موارد پیشنهاد شده است که صورت پیش بینی جریانات ورودی و خروجی نقدی شرکت برای یکسال بعد تهیه شود و در آن اثر پیشنهاد تقسیم سود در نقدینگی شرکت مورد نظر قرار گیرد تا سهامداران و مدیران را در اخذ تصمیم بهتر یاری دهد.

ب - محدودیتهای قراردادهای وام

قراردادهای وام از دو جهت در اخذ تصمیم مدیران برای پیشنهاد

تقسیم سود موثر است:

الف - رعایت نسبتهای مالی مندرج در قراردادهای وام و پیوستهای آنها.

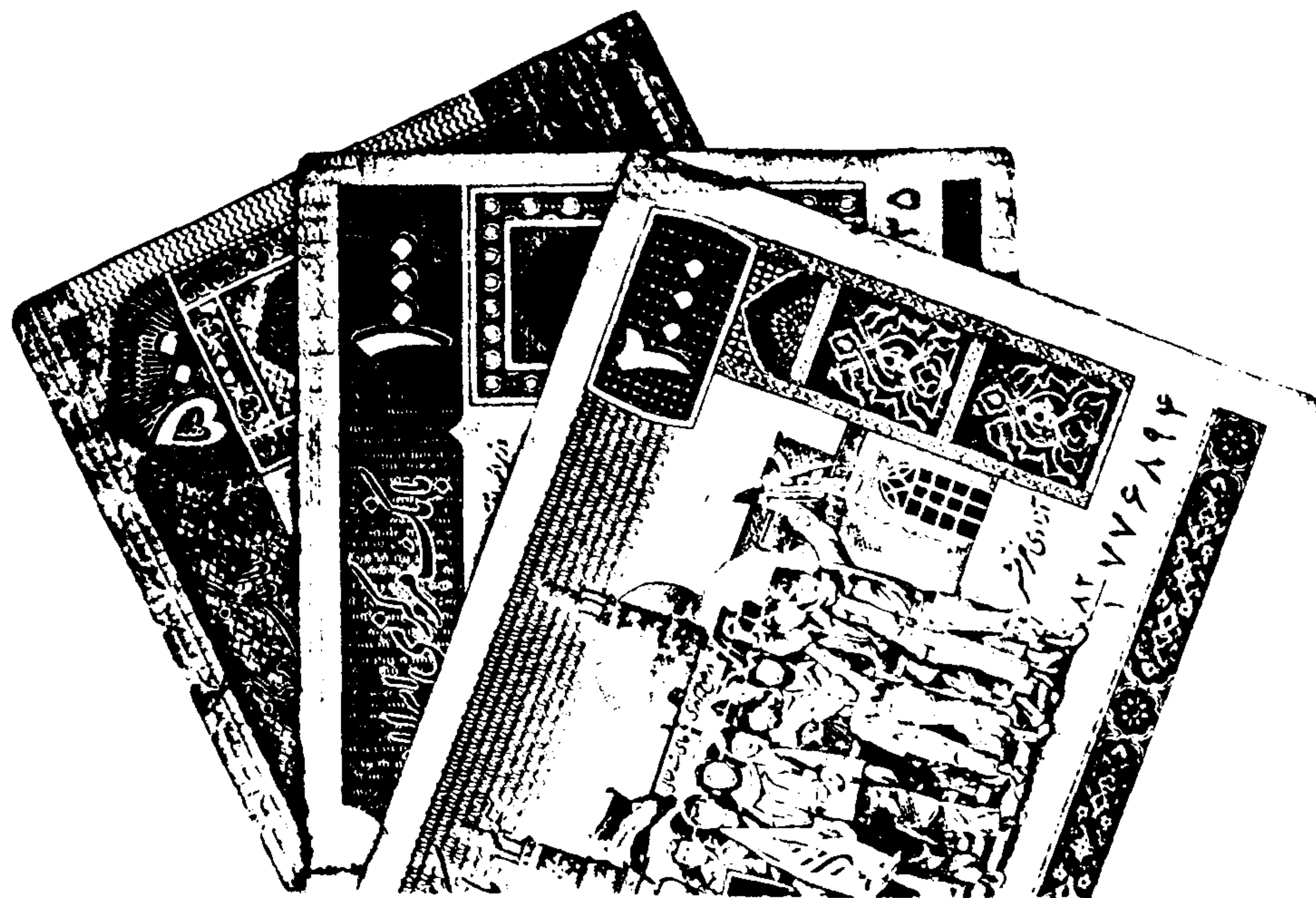
ب - الزام به بازپرداخت اقساط وامها در سررسیدهای مقرر.

در بسیاری از قراردادهای وام، وام دهنده به خاطر تضمین بازگشت وام رعایت مواردی را برای وام گیرنده در قراردادهای وام اجباری می نماید. مثلاً:

- وام گیرنده مجبور به رعایت نسبتهای حداقل مالکیت، جاری و یا سرمایه در گردش شود.

- مجاز به تسهیم سود سالهای قبل بدون موافقت قبلی وام دهنده نباشد. از سوی دیگر، پرداخت اقساط وامها در نقدینگی و تصمیمهای آتی مدیران در فعالیتهای جاری واقعی مدیران بسیار موثر است. این اقساط، گاه بسیار سنگین و گاه بازپرداخت آنها مستلزم برنامه ریزیهای اساسی نقدینگی است. معمولاً یکی از منابع تأمین پرداخت اقساط، سود نقدی شرکت است و چنانچه قسمت عمده سود بین سهامداران تسهیم گردد، مدیران ممکن است ناگزیر به صدور سهام و یا اخذ وامهای سنگین تر و یا حذف برنامه های توسعه آتی خود به جهت رعایت پرداخت اقساط وامها گردند. در این موارد نیز جداول نقدینگی که با عنایت به راه حلهای مختلف تهیه شده باشد بسیار مناسب است.

بالا، هزینه تأمین خاص خود را داراست ولی يك شرکت بنا به علل پیش گفته نه می‌تواند به طور مداوم برای طولانی مدت از تقسیم سود خودداری کند، و نه می‌تواند که تمام سود خود را تقسیم کند زیرا شرکت در سرمایه‌گذاریهای جدید می‌باید به ساختار سالم مالی (تناسب بدهیها، داراییها و حقوق صاحبان سهام) عنایت داشته باشد. محاسبه اینکه چه مبلغی از سرمایه‌گذاریهای جدید باید از کدام محل تأمین مالی شود از بحثهای ساختار مالی در مدیریت مالی است که بحث خاصی از آن به سیاستهای تقسیم سود منتهی می‌شود. به عبارت دیگر، رابطه تقسیم سود، سودآوری آتی، سرمایه‌گذاریها و رشد و توسعه متقابل است و هر کدام از سیاستها به نوبه خود بر دیگری تاثیر می‌گذارد.



ه - توجه به آثار مالیاتی تقسیم سود بر آینده شرکت

در بسیاری از کشورها برای امر توسعه و رشد اقتصادی و این معنی که تشکیل سرمایه از عوامل موثر توسعه اقتصادی است، از سیاستهای مالیاتی استفاده می‌شود. یکی از موارد تشکیل سرمایه سرمایه‌گذاری از محل سود شرکتهاست. دولتها برای تشویق سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری بیشتر، معافیهایی را برای سرمایه‌گذاریهایی که از محل سود شرکتها انجام می‌شود در نظر می‌گیرند و یا به عبارت دیگر، چنانچه سودهای حاصله در امر سرمایه‌گذاری مجدد در شرکتها به کار گرفته شود آن را از مالیات سود معاف می‌دارند. در قانون مالیاتهای مستقیم گذشته ایران چنین مواردی پیش بینی شده بود که متأسفانه از طرف بسیاری از شرکتها از طریق حساب سازی مورد سوء استفاده قرار گرفت، و لذا دولت انقلاب مجبور به لغو آن ماده شد. بجاست با برقراری قوانین لازم و ایجاد سیستمهای کنترل مناسب از این امتیازات برای شکل دهی اقتصاد کشور بهره‌گیری نمود. به هر حال، در مواردی که شرکتها با امتیازات مالیاتی روبرو باشند، معمولاً ترجیح می‌دهند که از این موقعیت بهره‌گیری و سود کمتری را تقسیم نمایند و برعکس در مواردی که شرکتها از امتیازات مالیاتی برخوردار نباشند، با تقسیم سود بیشتر سهامداران را به پراکندگی سرمایه‌گذاریهای خود تشویق می‌نمایند. متأسفانه قوانین مالیاتی ایران در تمام این زمینه‌ها فاقد بینشهای توسعه‌گراانه و منطقی بوده است.

و - وضعیت مالی شرکت

گاهی سهامداران شرکت تنها منبع درآمدشان، سودی است که از محل سرمایه‌گذاریهای خود دریافت می‌دارند. افرادی مانند بازنشستگان، سهامداران قهری، کارکنان حقوق‌بگیر نمونه این گونه سهامداران هستند. بعضی از مؤسسات سرمایه‌گذار، مانند مؤسسات بیمه

ج - دسترسی شرکت به بازارهای پول و سرمایه

در بخشهای بعدی این نوشتار عنوان خواهد شد که عدم تقسیم سود برای سهامداران مستلزم هزینه است. این هزینه به عنوان نوعی از هزینه سرمایه^{۲۰} شناخته شده است^{۲۱} و لذا تأمین مالی مؤسسه از محل تقسیم سود در مقایسه با هزینه تأمین مالی از سایر امکانات مورد اخذ تصمیم قرار می‌گیرد. از سوی دیگر، اخذ تصمیم در خصوص تقسیم سود با توجه به نقدینگی شرکت صورت می‌گیرد و اگر مدیریت مؤسسه، نقدینگی شرکت را با پرداخت سود سهام به سهامداران در خطر ببیند، معمولاً پیشنهاد عدم تقسیم آن را می‌نماید مگر آنکه مدیریت برای پرداخت سود سهام دسترسی راحت به بازارهای پول و سرمایه با هزینه مناسب را داشته باشد و دسترسی شرکتها و مؤسسات به بازارهای پول و سرمایه متفاوت است. بعضی از شرکتها راحت‌تر از بعضی دیگر می‌توانند به این بازارها دسترسی داشته باشند. علاوه بر آن در بعضی از کشورها برای ورود سهام شرکت به بازار سهام، اجباراً باید مبلغی از سود شرکت تقسیم شود و در مواردی شرکتها ورود به بازار سهام را برای فروش اوراق قرضه و یا سهام جدیدالانتشار ضروری می‌دانند، در اینگونه موارد نیز وضعیت بازارهای پول و سرمایه در تصمیم‌مدیران برای پرداخت سود سهام موثر می‌افتد.

د - توجه به سیاستهای رشد و توسعه شرکت

سیاستهای توسعه و رشد شرکت مستلزم سرمایه‌گذاری است؛ سرمایه‌گذاری نیازمند تأمین مالی است و تأمین مالی یا از طریق کاهش داراییها صورت می‌گیرد، یا از طریق اخذ وام و افزایش بدهیها، و یا از محل صدور سهام و یا از محل سود نقدی شرکت. هر کدام از موارد

و صندوقهای پس انداز، تنها به دلیل کسب سود سالانه شرکت مبادرت به خرید سهام شرکتها می کنند. شرکتهایی که دارای اینگونه سهامداران هستند بنا به ملاحظات انسانی و نیز حفظ ارزش سهام خود و نگهداری نرخ تقاضای خرید سهام در سطح بالا اجباراً باید مبلغی از سود خود را تسهیم نمایند. برعکس در شرکتهایی که جنبه خانوادگی دارد و سهامداران را به سود شرکت نیازی نیست. بیشتر سود در شرکت برای امر توسعه باقی خواهد ماند. سهامدارانی که سهام شرکتها را به منظور بهره گیری از منفعت سرمایه خریداری می کنند معمولاً نسبت به تسهیم سود از خود رغبتی نشان نمی دهند.

ز - وضعیت مالیاتی سهامداران

اگر وضعیت مالیاتی سهامداران به گونه ای باشد که مشمول مالیات تصاعدی شود، و سیاستها و قوانین مالیاتی کشور امتیازاتی را برای سرمایه گذاری از محل سود تقسیم نشده برقرار کرده باشد، معمولاً سهامداران نسبت به تسهیم سود علاقه ای نشان نخواهند داد. در کشورهایی که قوانین مالیاتی به گونه ای تنظیم شده است که مالیات بر منفعت سرمایه نیز دریافت می شود، سهامداران بعضاً بین پرداخت مالیات سود سهام جاری، و مالیات منفعت سرمایه اخذ تصمیم می کنند. چنانچه این نرخهای مالیاتی مساوی هم باشد، غالباً سهامداران بین پرداخت مالیات در زمان حال (به عنوان مالیات سود سهام)، و مالیات آینده (به عنوان مالیات منفعت سرمایه) به انتخاب دست می زنند. در يك تحقیق که توسط Lewellen و همکارانش از اثر مالیات شخصی روی تسهیم سود انجام شده است نرخ نهایی مالیات برای گروههای مختلف به شرح جدول شماره ۳ ارائه گردیده است.^{۲۲}

جدول شماره ۳

| گروه | درصد بازده | درصد مالیات نهایی |
|------|------------|-------------------|
| ۱ | ۷/۹ | ۳۶ |
| ۲ | ۵/۴ | ۳۵ |
| ۳ | ۴/۴ | ۳۸ |
| ۴ | ۳/۵ | ۳۸ |
| ۶ | ۱/۸ | ۴۱ |
| ۷ | ۰/۶ | ۴۰ |
| ۸ | ۰/۰ | ۴۱ |
| ۹ | ۰/۰ | ۴۲ |
| ۱۰ | ۰/۰ | ۴۱ |

ح - کنترل و اداره امور شرکت

در مواردی که برای تأمین نیازهای مالی شرکت مبادرت به استقراض می شود، معمولاً در قراردادهای وام محدودیتهایی برای اداره شرکت توسط مدیران و کنترلهای خاصی توسط وام دهنده برقرار می شود و چنانچه شرکت تأمین مالی مورد نیاز را در صدور سهام جدید جستجو کند، امکان ورود شرکای جدید و از دست رفتن کنترل شرکت توسط مدیران و شرکای فعلی وجود دارد. لذا مدیران در این مواقع، عدم تقسیم سود را راه حل بهتری از دو راه دیگر می دانند. در عین حال سهامداران نیز به دستجات مختلف تقسیم می شوند. عده ای که نیاز به سهم سود خود دارند و عده ای که موقعیتهای سرمایه گذاری بهتری در خارج از مؤسسه دارند و عده ای که تقسیم یا عدم تقسیم سود بر ایشان فرقی ندارد و عده ای که منافع خود را در عدم تقسیم سود شرکت می بینند. در اتخاذ سیاست تقسیم سود باید راه حلی را برگزید که منافع این گروهها به حداکثر برسد و محدودیتهای هم منظور شود.

ط - هزینه های تأمین مالی

در بخشهای آتی عنوان خواهد شد که قسمتی از تئوریهای تقسیم سود از فرضیات بازار کامل سرمایه پیروی می کند و یکی از این فرضیات، فرضیه بدون هزینه بودن تأمین مالی است در حالی که در بازارهای محدود سرمایه این فرض جاری نیست و معمولاً تأمین مالی از طریق صدور سهام و یا انتشار اوراق قرضه همراه هزینه هایی است که غالباً نیز قابل توجه است، در حالی که تأمین مالی از طریق تقسیم سود، مستلزم هزینه های معاملاتی^{۲۳} برای شرکت نیست و لذا مدیران این قسم تأمین مالی را ترجیح می دهند.

نسبتها و تاریخ تقسیم سود

اعم از اینکه سیاستهای تسهیم سود در ارزش شرکت موثر باشد یا نباشد، سود تقسیم نشده به عنوان يك منبع مالی مورد توجه مدیران شرکتهاست. زیرا آنها این منبع را آسانترین و ارزانهترین منبع تأمین مالی برای شرکت تلقی می کنند. آمارها نشان می دهد که درصد قابل توجهی از نیازهای توسعه و تشکیل سرمایه در شرکتها از طریق سیاستهای تقسیم سود تأمین می گردد. به عبارت دیگر، مدیران شرکتها در اتخاذ سیاستهای تقسیم سود توجه دارند که هم منابع مالی لازم را از این طریق تحصیل نمایند و هم سهمی از سود را بین سهامداران تسهیم نمایند و لذا درصدی از سود را بین سهامداران تسهیم می نمایند و درصدی را به

صورت تقسیم نشده باقی می‌گذارند. درصد سودی که بین سهامداران تسهیم می‌شود اصطلاحاً نسبت پرداخت سود^{۲۴} می‌نامند. این نسبت از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\frac{\text{Dividends Per Share}}{\text{Earnings Per Share}} = \frac{\text{سود تسهیم شده برای هر سهم}}{\text{عایدی هر سهم}}$$

درآمد هر سهم (EPS) Earnings Per Share عبارتست از:

$$\frac{\text{سود قابل تقسیم بین سهامداران}}{\text{تعداد سهام}}$$

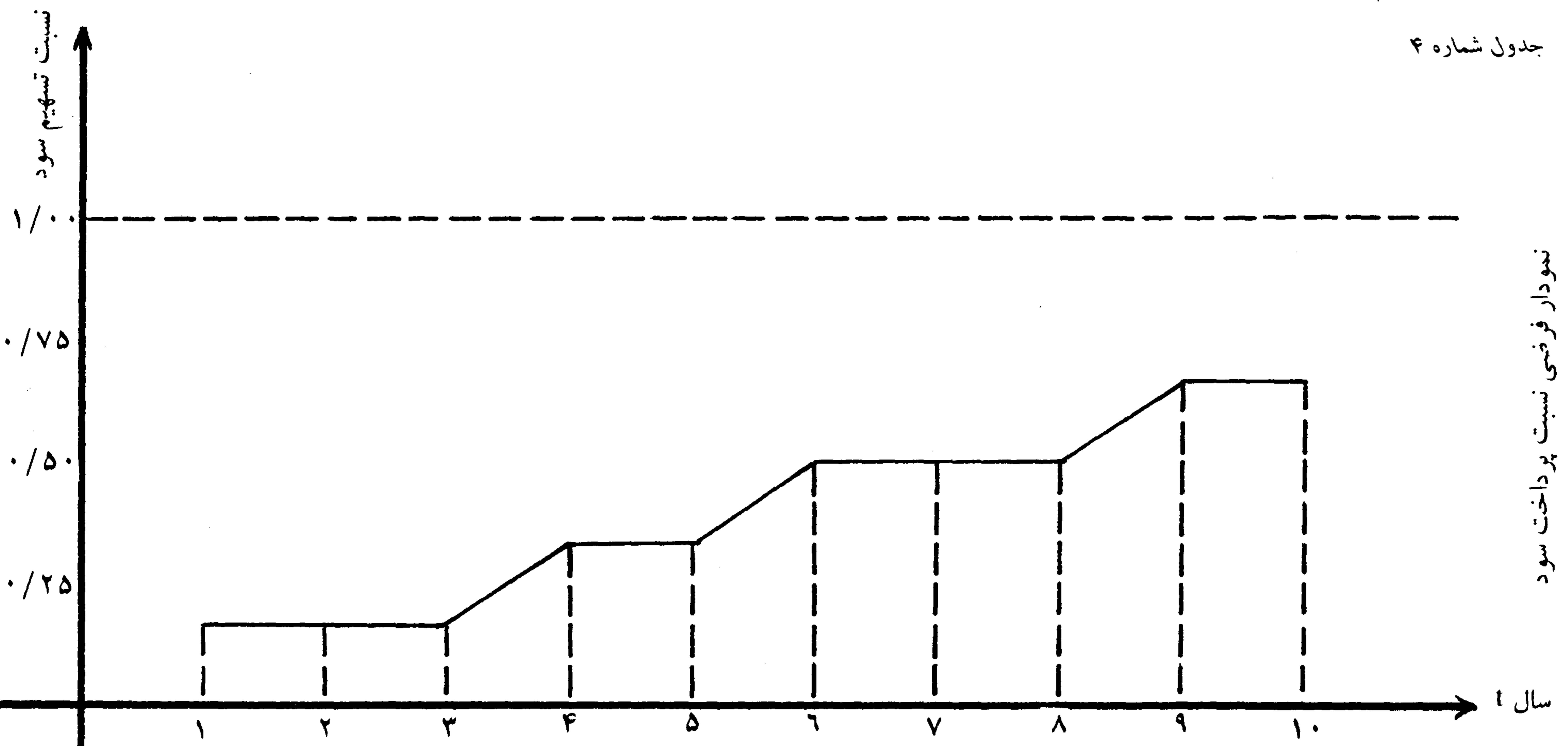
و سود تسهیم شده برای هر سهم عبارت است از:

$$\frac{\text{مبلغ سودی که مقرر است بین سهامداران تسهیم شود}}{\text{تعداد سهام}}$$

در صورتی که این نسبت يك باشد به این معنی است که شرکت تمام سود قابل تقسیم را بین سهامداران تسهیم کرده است، و اگر این نسبت صفر باشد این طور معنی می‌دهد که شرکت هیچ سودی را بین سهامداران تسهیم نکرده است و هر چه رقم این نسبت از يك به صفر نزدیکتر شود موید این است که مبلغ بیشتری از سود در شرکت نگهداشته شده و مبلغ کمتری بین سهامداران توزیع شده است. این نسبت در بررسی روند تغییر تسهیم سود بین سهامداران يك شرکت مفید است. به این عبارت که نمایش تغییرات این نسبت در مقایسه با سالهای مختلف چگونگی سیاستهای مدیران آن شرکت در تسهیم سود را (تاحدودی) ترسیم می‌کند:

جدول شماره ۴

نمودار فرضی نسبت پرداخت سود



علاوه بر آن در مقایسه سیاستهای تسهیم سود بین شرکتهای مختلف نیز می‌توان از این نسبت بهره گرفت. به عبارت دیگر، می‌توان با استفاده از این نسبت تشخیص داد که هر کدام از شرکتهای مورد مقایسه چند درصد درآمد هر سهم^{۲۵} را به عنوان سود بین سهامداران تقسیم می‌کنند: مثلاً دو شرکت «الف» و «ب» را با مشخصات موجود در جدول شماره ۵ در نظر بگیریم.

جدول شماره ۵ نشان می‌دهد که نسبت سود تسهیم شده به درآمد هر سهم در هر دو شرکت ۵۰٪ است یعنی هر دو شرکت نیمی از درآمد هر سهم را به عنوان سهم سود به سهامداران تخصیص داده‌اند.

مکاتب فکری در تقسیم سود

در این خصوص که حد مطلوب این نسبت چه عددی است، رقم مشخصی را نمی‌توان ارائه داد و در واقع، مطلوبیت این نسبت به عوامل پیش گفته در خط مشی تسهیم سود بستگی دارد. گفته شده است که شرکتهای قدیمی تر معمولاً به تسهیم سود بیشتر می‌پردازند و شرکتهای جدید که تکنولوژی پیشرفته را به کار می‌گیرند، به عدم تقسیم سود علاقه نشان می‌دهند. بیش از دو دهه است که پژوهشگران دانشگاهی و کارشناسان وال استریت و مدیران عالی‌رتبه شرکتهای تلاش کرده‌اند که تاثیر سرمایه‌گذاری مجدد سود شرکتهای و یا اثر تقسیم سود بین سهامداران را بر ثروت آتی سهامداران مورد مطالعه قرار دهند و از آن نتایج مقتضی استخراج کنند. نتایج این تحقیقات به سه مکتب فکری منجر شده است:

جدول شماره ۵

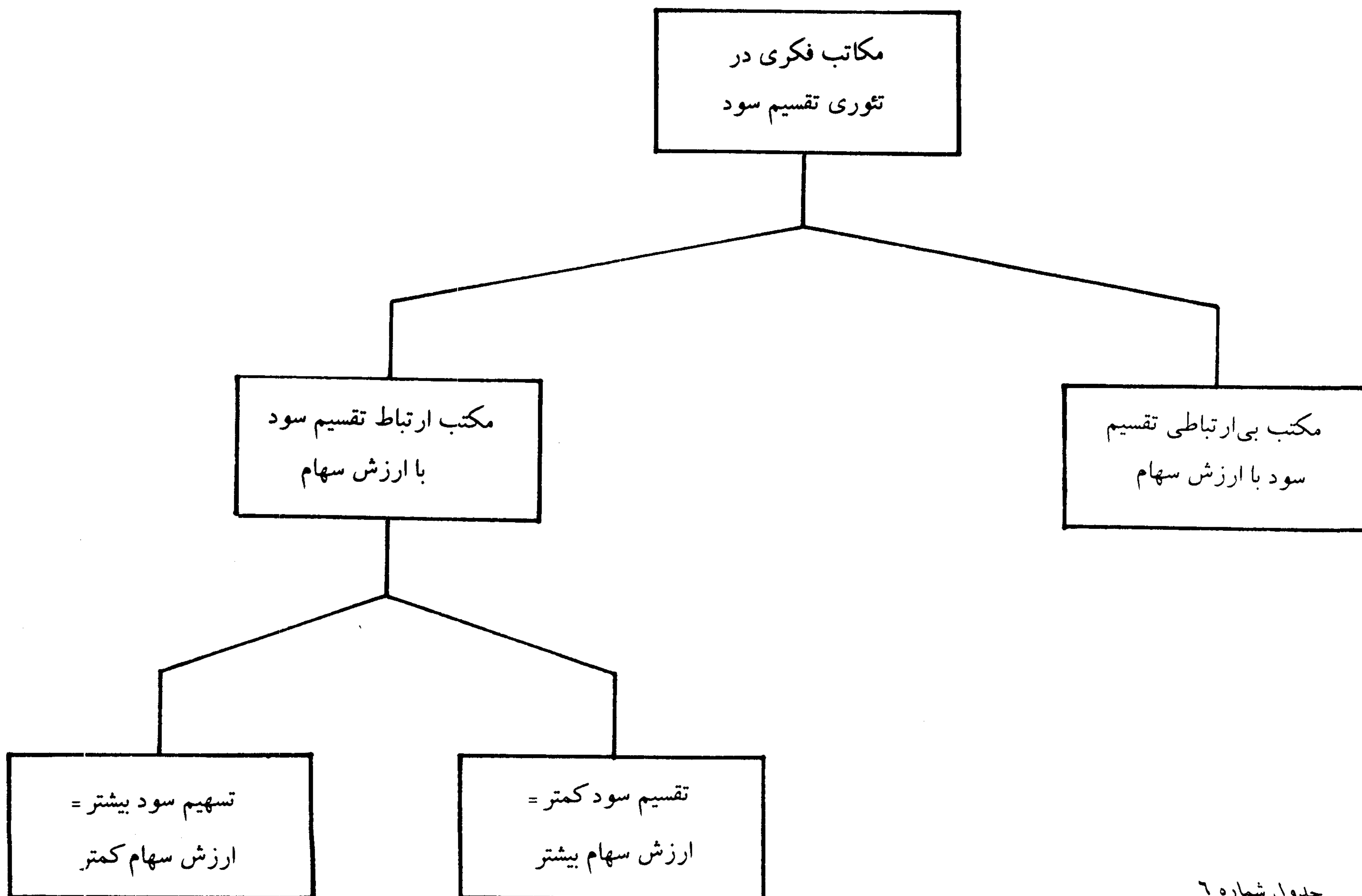
| شرکت ب | شرکت الف | شرح فعالیت |
|--|------------------------------------|---|
| ۶۰۰ ۳۰۰ $\frac{۳۰۰}{۶۰۰} = ۵۰\%$ | ۴۰ ۲۰ $\frac{۲۰}{۴۰} = ۵۰\%$ | درآمد هر سهم سود تسهیم شده برای هر سهم نسبت سود تسهیم شده به درآمد هر سهم |

آتی برخوردار می‌دارد.

۳- گروه سوم که در میان آنها از پرفسور Miller از دانشگاه میشیگان نام برده می‌شود، اعتقاد دارند که سیاستهای تقسیم سود از اهمیت چندانی برخوردار نیست. این عده بحث می‌کنند که سرمایه‌گذاری مجدد سود سهام در شرکت باعث افزایش منفعت سرمایه‌سازان می‌شود که نتایج بهتری از تسهیم سود بیشتر دارد.

۱- عده‌ای که به پیروی از عقاید پرفسور Litzenberger از دانشگاه استانفورد معتقدند که کاهش سود پرداختی به شرکا باعث افزایش ارزش سهام آنها می‌شود.

۲- عده‌ای دیگر مانند John F. Child از کارشناسان تسهیم سود در Kidder بحث می‌کنند که تسهیم سود برای شرکا و شرکتها از اهمیت برخوردار است و تسهیم سود بیشتر شرکا را از زیانهای احتمالی



جدول شماره ۶

تاریخ پرداخت سود

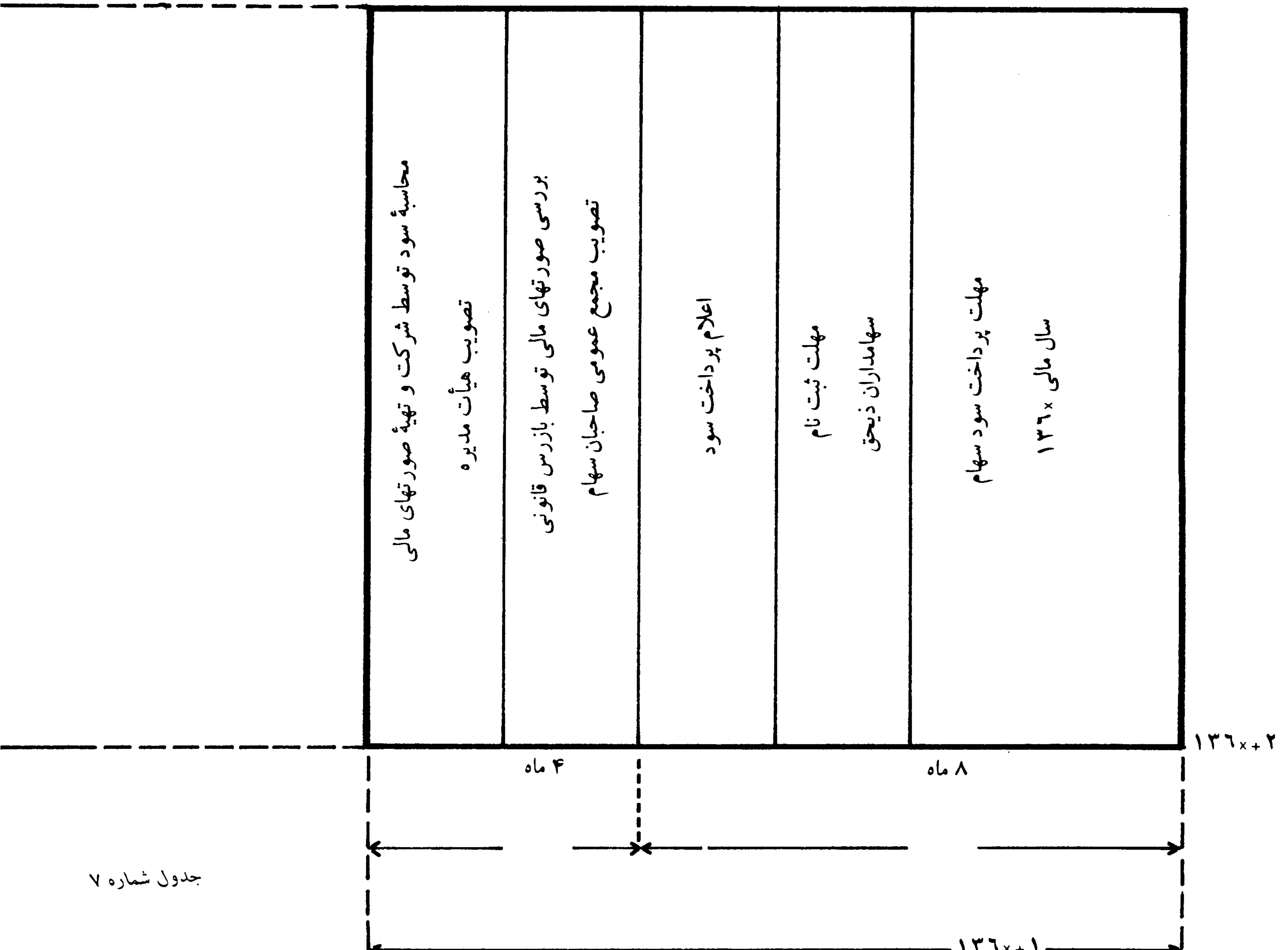
به طوری که در صفحات قبل عنوان شد، معمولاً سود سال مالی قبل در اوایل سال بعد مورد محاسبه قرار می‌گیرد و پس از تایید بازرس قانونی و حسابرسان و اینکه سود ابرازی مطابق با اصول و استانداردهای حسابداری و حسابرسی محاسبه شده است، مراتب در مجامع عمومی صاحبان سهام مطرح می‌شود و صاحبان سهام نسبت به چگونگی و مبلغ تسهیم سود بین سهامداران و مبلغی که باید در شرکت باقی بماند تصمیم می‌گیرند. سودی که باید بین صاحبان سهام تسهیم شود از طریق آگهی به اطلاع آنان می‌رسد و معمولاً مهلتی را برای مراجعه سهامداران برای ثبت نام دریافت سود تعیین می‌کنند و سپس شرکت به پرداخت سود به سهامداران مبادرت می‌کند. این مراحل به صورت تصویری در جدول شماره ۷ نشان داده شده است:

بطور کلی وقتی شرکت، سیاستهای تقسیم سود را تغییر می‌دهد، در واقع، با این تغییر سیاست پیامی را برای سهامداران ارسال می‌دارد. چه، افزایش سود سهام به معنای توان شرکت به پرداخت به سهامداران است و این خود نشانه‌ای از بهبود شرکت است و برعکس کاهش سود هر سهم خلاف این معنا را می‌رساند. این بحث تا حدی به جای خود معتبر است ولی نباید از نظر دور داشت که در مواردی مدیریت شرکت ممکن است نتواند به رشد شرکت جامه عمل بپوشاند و لذا در کوتاه مدت سود بیشتری را بین سهامداران تسهیم کند و منافع بلند مدت آنان را به مخاطره اندازد.

همین موضوع است که شرکتهای پیشرو و شرکتهای به کارگیرنده تکنولوژی بالا مانند شرکت Apple، Computer را وادار می‌کند که سود کمتری تسهیم کند و منابع بیشتری را به سرمایه گذاری در تاسیسات جدید و یا تحقیق و توسعه اختصاص دهند.

ابتدای دوره

انتهای دوره



جدول شماره ۷

اهداف و روشهای تسهیم سود

روشهای مختلف تسهیم سود

سود به روشهای مختلف تسهیم می‌شود ولی همه این روشها را می‌توان در سه دسته زیر طبقه بندی کرد:

الف - پرداخت سهم سود ثابت

ب - پرداخت سهم سود متغیر

ج - پرداخت سهم سود ثابت + سهم سود متغیر

اتخاذ هر کدام از روشهای فوق برای شرکت و سهامداران مزایا و معایبی دارد که لازم است قبل از اخذ تصمیم به آنها توجه شود.

الف - تسهیم سود ثابت

در این روش مبلغ ثابتی سود به هر سهم در سال تعلق می‌گیرد. این مبلغ معمولاً در طی چند سال ثابت می‌ماند و تا زمانی که مدیریت شرکت مطمئن نباشد که خواهد توانست برای چند سال آتی سود هر سهم را افزایش دهد این مبلغ را ثابت نگه می‌دارد. برای اتخاذ این سیاست مبلغ سودی که باید بین سهامداران تسهیم شود به گونه‌ای تعیین می‌شود که در صورت کاهش سود ویژه در بعضی از سالها، شرکت باز هم بتواند از محل سودهای انباشته سالهای قبل، مبلغ ثابت سود را پرداخت نماید.

می‌توان تصویر فرضی از این سیاست را طی چند سال در یک شرکت به صورت جدول شماره ۸ نشان داد.

منطق اتخاذ این سیاست تقسیم سود عبارت است از:

۱- نوسانات پرداخت سود بسیار کم است و معمولاً سود هر سهم بالا رونده است و خریداران سهامی که انگیزه بهره‌گیری از منفعت جاری^{۳۰} از سرمایه‌گذاری را دارند خود را با ریسک کمتری روبرو می‌بینند و در نتیجه ارزش سهام بالا می‌رود.

۲- قسمت مناسبی از سود (به دلیل اتخاذ سیاست محافظه کارانه مدیریت) در شرکت به صورت سود انباشته باقی می‌ماند و در نتیجه «ارزش ویژه»^{۳۱} شرکت بالا می‌رود و این خود باعث بالا رفتن قیمت سهام شرکت می‌شود و سهامداران از منفعت سرمایه نیز سود می‌برند.

۳- با اتخاذ سیاست تقسیم سود ثابت هم نیاز سهامدارانی که درآمدها منحصراً به سود سهامشان است برطرف می‌شود و هم رشد شرکت از محل منابع مالی داخل تا حدودی تأمین می‌گردد.

۴- هنگامی که شرکتی اعلام کند که سود سهامی را به طور مرتب

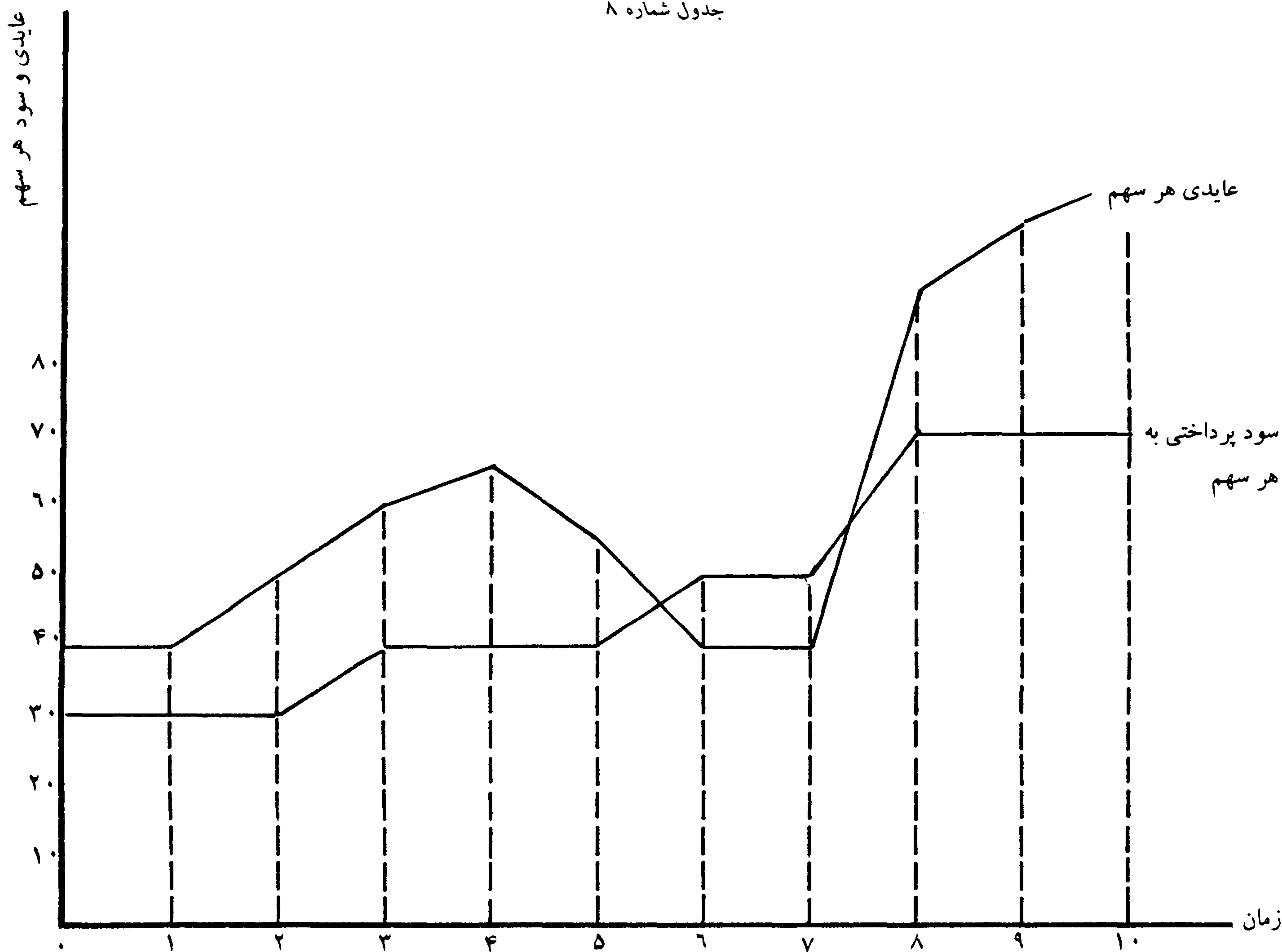
مدیریت مالی از رشته‌هایی از علوم است که هنوز شالوده^{۲۶} واحدی ندارد و به اصطلاح Multiple Paradigm Science است. به این معنی که با انتخاب فرضیات زیربنایی متفاوت اجباراً به تئوریهای متفاوتی خواهیم رسید و در هر مورد راه حل خاصی را خواهیم یافت که با راه‌های دیگر احتمالاً متفاوت خواهد بود.^{۲۷} در بحث فعلی فرض است که سهامداران شرکتها از ترس حداکثر سودآوری طرفداری می‌کنند. مدیران در این ترس در اتخاذ اعمال سیاستهای خود هدف به حداکثر رساندن ارزش فعلی منافع آتی سهامداران^{۲۸} را دنبال می‌نمایند. قسمتی از سود کسب شده، همراه ذخائر استهلاک و مطالبات مشکوک‌الوصول سرمایه‌گذاری شده و قسمتی دیگر بین سهامداران تسهیم می‌گردد. از طرفی سرمایه‌گذارهای مجدد، موجب درآمدهای آتی برای شرکت و سهامداران است و از طرف خود سهامداران در طرحهای دیگر سرمایه‌گذاری می‌شود و درآمدهایی را برای آنها ایجاد می‌کند مدیریت شرکت با در نظر داشتن نظرهای سهامداران و امکانات سرمایه‌گذاری شرکت سعی می‌کند نسبت پرداخت سود سهام بهینه‌ای را محاسبه و اعلام کند. در واقع، مدیریت شرکت با توجه به دو عنوان:

به حداکثر رساندن منافع آتی سهامداران،

وضعیت نقدینگی و تأمین منابع مالی مورد نیاز شرکت

نسبت به چگونگی تسهیم سود اخذ تصمیم می‌کند. لذا در اتخاذ سیاستهای تسهیم سود منافع کوتاه مدت سهامداران مورد نظر نیست، بلکه منافع بلند مدت آنان مورد نظر است. دیده شده است که در غالب موارد سهامداران از کم و کیف و چگونگی سرمایه‌گذارهای شرکت بی‌اطلاعند و لذا وظیفه مدیریت است که شرکا را در جریان امور آتی شرکت قرار دهند تا آنها با مقایسه وضعیت آتی شرکت با امکانات سرمایه‌گذاریشان در سایر طرحها تصمیم لازم را اخذ نمایند؛ ولی از آنجا که امکانات سهامداران و مطلوبیتشان در مورد پول متفاوت است تصمیم آنها نیز در تسهیم سود گونه‌ای متفاوت دارد و باز مطلب به اینجا ختم می‌شود که مدیریت شرکتها عملاً دیکته‌کننده سیاستهای تسهیم سود هستند. مدیران شرکتها همچنین باید با ارائه برنامه‌های مالی،^{۲۹} هم امکانات توسعه و سرمایه‌گذاری آتی شرکتها را محاسبه نمایند و هم بهترین ساختار مالی را طراحی کنند. قسمتی از این ساختار به چگونگی تأمین مالی از داخل مؤسسه و از این طریق به سیاستهای تقسیم سود بستگی دارد و این است که مدیران در این سیاستها مستقیماً خود را دخیل می‌دانند.

جدول شماره ۸



درصدی روی ارزش اسمی سهام) از سیاست تسهیم درصدی از سود ویژه قابل تسهیم پیروی می‌کنند. در این روش «درصد تسهیم» ثابت می‌ماند ولی چون سود ویژه از سالی تا سال دیگر متفاوت است مبلغ کل سود قابل تقسیم بین سهامداران نیز از سالی تا سال دیگر متفاوت خواهد بود و لذا مبلغ سود متعلق به هر سهم نیز دچار نوسان خواهد گردید. اتخاذ این سیاست تقسیم سود در مواردی که شرکت رشد مداومی را در سود خود پیش بینی می‌کند بسیار مناسب است ولی اگر در سال یا سالهایی سود ویژه قابل تقسیم شرکت، دچار کاهش فوق العاده گردد، آثار نامطلوبی را بر ارزش سهام شرکت باقی خواهد گذاشت، زیرا افت سود سهام موجب آثار اطلاعاتی بر سهامداران شده و بسیاری از آنها را متوجه فروش سهامشان در بازار بورس می‌کند و با عرضه زیاد سهام، بهای سهام در بازار کاهش خواهد یافت. مدیریت شرکت می‌تواند با پیش بینی موارد در این موقعیتها به گونه‌ای اقدام کند

و منظم پرداخت خواهد کرد، سرمایه‌گذاران این اعلام را به عنوان نشانی از اطمینان وضعیت سودآوری و مالی شرکت تلقی می‌کنند.

۵- با اتخاذ تصمیم سیاست تقسیم سود ثابت، مدیریت شرکت می‌تواند بروال عادی در فواصل زمانی منظم پرداخت سود سهام را اعلام نماید و برای این منظور جداول نقدینگی مربوط را تهیه خواهد کرد.

۶- در مواردی که سودهای انباشته ناشی از تفاوت عایدات سهام و سود سهام پرداخت شده به اندازه کافی باشد، مدیریت می‌تواند پرداخت یک سود سهام اضافی را اعلام دارد.

ب - پرداخت سود سهام متغیر

بعضی از مؤسسات به جای اتخاذ سیاست تقسیم ثابت سود (مثلاً

که در سالهای رونق، قسمتی از سود قابل تقسیم بین سهامداران در شرکت به صورت انباشته^{۳۲} باقی بماند تا در سالهایی که شرکت دچار نوسان در سود قابل پرداخت می شود از این انباشتگی برای ایجاد تعادل در پرداختهای سالانه سود سهام بهره گیری کند. از مزایای پرداخت سود سهام متغیر این است که:

- ۱- سهامداران از میزان سود در شرکت آگاهی می یابند.
 - ۲- در صورت تداوم افزایش سود قابل تقسیم، ارزش سهام شرکت بالا می رود.
 - ۳- سرمایه گذارانی که به انگیزه دریافت سود سهام سرمایه گذاری می کنند علاقه مند به خرید این نوع سهام در بازار بورس می باشند.
 - ۴- در این روش (هم) قسمتی از سود در شرکت انباشته شده و ارزش ویژه شرکت را می افزاید.
- مسلماً اگر تمام سود قابل تقسیم، و یا قسمت اعظم آن بین سهامداران تسهیم شده و سود انباشته برای جلوگیری از عدم تعادلها وجود نداشته باشد، این سیاست می تواند با نوسانات خود ارزش سهام را تحت تاثیر قرار دهد.

ج - تسهیم سود ثابت به اضافه مبلغ اضافی

در بعضی از شرکتها برای بهره گیری از مزایای هر دو روش ذکر شده ترکیبی از دو روش فوق در تسهیم سود اتخاذ می شود. مدیریت در این روش یک درصد ثابت سود را روی ارزش اسمی سهام اعلام می کند و معمولاً این نسبت را برای چندین سال ثابت نگه می دارد. منتهی در موقع تسهیم سود بر حسب آنکه چه مبلغ از سود تقسیم نشده باقی مانده باشد، مدیریت تصمیم می گیرد یک سود اضافی را تسهیم کند. سهامداران در این سیاست از دریافت درصدی ثابت روی ارزش اسمی سهام خود مطمئن خواهند بود و خواهند توانست روی این درآمدها برنامه ریزی کنند و چنانچه با درصد اضافی سود روبرو شوند آن را موقعیتی جداگانه خواهند پنداشت. معمولاً افراد محافظه کار و شرکتهای سرمایه گذاری نظیر بیمه ها از این سیاست تسهیم سود استقبال می کنند ولی افرادی که برای تمام وجوه در اختیار خود برنامه سرمایه گذاری دارند، علاقه مند به این هستند که از میزان نهایی سهم سود خود آگاهی داشته باشند و متناسب با آن برای سرمایه گذاریهای خود برنامه ریزی کنند.

مطالعات John Lintner

مشاهده می شود که اتخاذ هر کدام از روشهای تسهیم سود در ارزش سهام شرکت بی تاثیر نیست، و از آنجا که در فلسفه حداکثر

سودآوری به حداکثر رساندن ارزش فعلی ثروت سهامداران^{۳۳} از اهداف اولیه مدیریت است، لذا دستیابی به این امر که اصولاً مدیران از کدامیک از سیاستهای تسهیم سود بیشتر پیروی می کنند در اواسط دهه ۱۹۵۰ توسط جان لینتر مورد مطالعه قرار گرفت.

جان لینتر در اواسط دهه ۱۹۵۰ مطالعاتی را برای درک چگونگی اتخاذ تصمیم مدیران شرکتهای آمریکایی در امر تقسیم سود به انجام رسانید و به نتایج زیر رسید:^{۳۴}

۱- مدیران بیشتر شرکتهایی که توسط لینتر مورد مطالعه قرار گرفته بودند، اعتقاد داشتند که به سیاست تقسیم سود از زاویه پرداخت به سهامداران باید ارجحیت بیشتری قایل شد تا سیاست نگهداشتن سود به عنوان یک منبع مالی برای سرمایه گذاریها.

۲- با فرض ثبات نسبت پرداخت سود سهام،^{۳۵} سود قابل پرداخت سال آینده، معادل نسبت ثابتی از عایدی هر سهم (EPS) خواهد بود.

سود سهام مورد نظر سال آتی

DIV_1

EPS ضربدر نسبت پرداخت سود سهام مورد نظر

تغییر در سود سهام

$DIV_1 - DIV_0$

تغییر مورد نظر در سود سهام

$(EPS_1 - DIV_0)$ نسبت پرداخت سود سهام مورد نظر

۳- شرکتهایی که همیشه نسبت پرداخت سود سهام مورد نظر خود را رعایت می کنند با تغییر سود سالانه، سود سهامشان را تغییر می دهند. اما مدیران مورد مصاحبه در مطالعات لینتر علاقه ای به این تغییرات نشان ندادند.

۴- مدیران مورد مصاحبه در مطالعات لینتر ابراز کرده بودند که سهامداران یک نرخ رشد ثابت در پرداخت سود سهام را ترجیح می دهند و لذا تغییرات تسهیم سود در این شرکتها از مدل زیر پیروی می کند.

تغییر مورد نظر \times نرخ تبدیل = $DIV_1 - DIV_0$

نسبت پرداخت سود سهام مورد نظر \times نرخ تبدیل = $(EPS_1 - DIV_0)$

و هر چه شرکت محافظه کارتر باشد، تغییرات کمتر خواهد بود.

۵- جان لینتر مدعی است که تسهیم سود از طرفی به عایدات جاری شرکت و از طرف دیگر به روند تسهیم سود سالهای قبل آن بستگی دارد. به عبارت دیگر، در این مدل، تسهیم سود تابعی از عایدات سال جاری و عایدات و سودهای تسهیم شده سالهای قبل است. به طور خلاصه در این مدل تسهیم سود میانگین وزنی عایدات گذشته است:

$$DIV_t = aT (ESP_t) + (1-a) DIV_{t-1}$$

$$DIV_t = aT (ESP_{t-1}) + (1-a) DIV_{t-2}$$



با جایگزینی DIV_{t-1} در (1) داریم: $DIV_t = aT(ESP_t) + aT(1-a)(ESP_{t-1}) + (1-a)^2 DIV_{t-2}$

با جایگزینی DIV_{t-2} و DIV_{t-3} و ... داریم: $DIV_t = aT(ESP_t) + aT(1-a)(ESP_{t-1}) + aT(1-a)^2(ESP_{t-2}) + \dots + aTn(ESP_{t-n})$

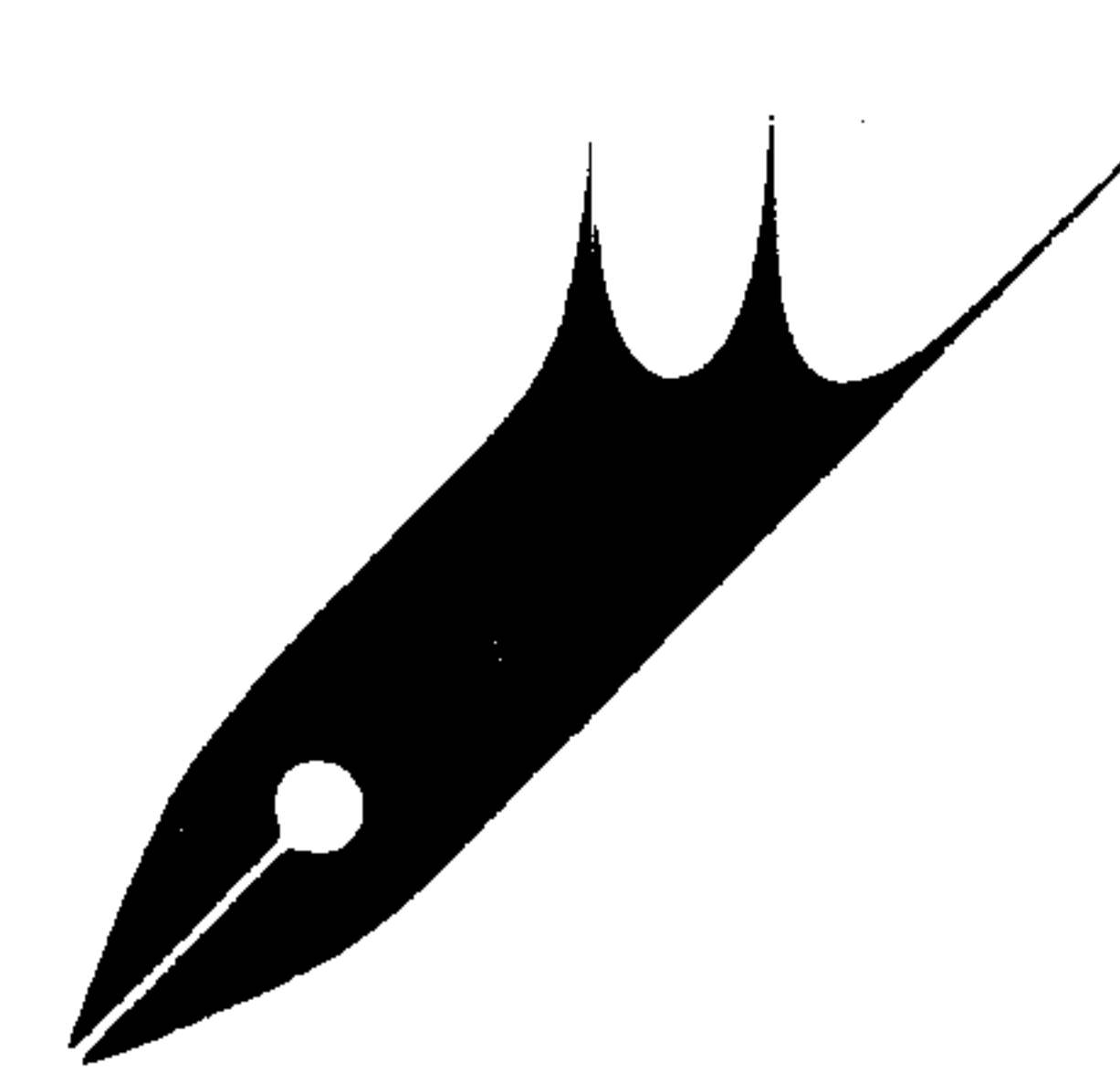
جدول شماره ۹

| سهام شرکتها | | | راهنمای تغییرات اخیر سود | | |
|--------------------|---------------------|-------------------------|--------------------------|---------|----------|
| درصد کاهش سود سهام | درصد تداوم سود سهام | درصد افزایش در سود سهام | ۲ سال قبل | سال قبل | سال جاری |
| ۱۱ | ۸ | ۸۱ | + | + | + |
| ۱۸ | ۱۵ | ۶۷ | - | + | + |
| ۲۵ | ۱۷ | ۵۸ | + | - | + |
| ۳۲ | ۱۵ | ۵۴ | + | + | - |
| ۳۴ | ۱۸ | ۴۹ | - | - | + |
| ۳۶ | ۱۹ | ۴۵ | - | + | - |
| ۴۸ | ۱۷ | ۳۵ | + | - | - |
| ۵۰ | ۲۵ | ۲۵ | - | - | - |

۶- وقتی عایدات جاری زیادتر باشد احتمال افزایش نرخ تسهیم زیادتر خواهد بود.

Fama, Babiak مطالعاتی را در مورد سیاستهای تسهیم سود ۳۹۲ کمپانی آمریکایی در طی سالهای ۱۹۴۶-۱۹۶۴ معمول داشته، نتایج آن را در جدول شماره ۹ منعکس کردند.^{۳۶}

نتایج این مطالعات، بر دست‌آوردهای مدل لینتر صحه گذاشت یعنی احتمال افزایش سود سهام در هر شرکت بسته به تعداد دفعات افزایش عایدات و چگونگی افزایشهای اخیر عایدات است. Fama, Babiak به دنبال تخمین نسبت مورد نظر و نرخ تعدیل برای هر شرکت بودند و به این نتیجه رسیدند که تقریباً نیمی از عایدات شرکتها به صورت سود بین سهامداران تسهیم می‌شود و شرکتها سعی می‌کنند که در هر سال برای رسیدن به نسبت پرداخت سود سهام ۵۰٪ گامهایی بردارند. (Pay out Ratio=50%)



*نویسنده وظیفه خود می‌داند از راهنماییهای ارزنده اساتید و دوستان گرامی آقایان دکتر صدقی، دکتر شهرستانی، دکتر وکیلی‌فرد، دکتر جهانخانی صمیمانه قدردانی نماید. بدیهی است کلیه نارسایی‌های مقاله بعهد نویسنده می‌باشد.

غلامرضا اسلامی بیدگلی

1-Marginal efficiency of Capital

2-Dividend Policy

3-Profit Maximization

4-Utility Maximization

۵- خلاصه‌ای از مجموعه این نظریات اقتصادی در کتاب زیر جمع‌آوری شده است:

C.J. Howkins, "Theory of the Firm", Mac Millan Studies in economics, 1973.

6-Social Benefits

7-Capital Formation

۸- سازمان برنامه و بودجه، «قانون بودجه سال ۱۳۶۹ کل کشور».

9-Current Profit

10-Capital gain

11-Current Profit & Capital gain

12-Optimum

13-Financial Cash Flow Statements

14-Debt-Holders

15-Share Holders

16-Kenneth J. Bovadreaux, & Hugh W. long, "The basic theory of Corporate Finance", Prentice-Hall. 1977.

۱۷- سازمان برنامه و بودجه، «قانون بودجه سال ۱۳۶۸ کل کشور».

18-U.S. Department of Commerce Bureau of the Census, Statistical abstracts of the united States, 1986.

19-Capital Structure

20-Cost of Capital

۲۱- تقریباً در تمام کتابهایی که درباره مدیریت مالی

Financial Management Corporate Finance

و ... نوشته شده است فصل یا فصولی به هزینه سرمایه اختصاص داده شده است. به عنوان مثال مراجعه شود به:

Ezra Solomon (ed), "The management of Corporate Finance" The Free Press 1959.

22-W. G. Lewellen, et al., "Some direct evidence on the dividend clientle phenomenon", Journal of finance, 33, Dec., 1978

23-Transaction Costs

24-Dividend pay ratio

25-Earnings Per Share

26-Paradigm

۲۷- مفهوم پارادایم Paradigm (که در این مقاله به عنوان شالوده از آن نام برده می‌شود) در کتاب زیر مورد بحث قرار گرفته است:

Kuhn, Thomas, s "The Structure of scientific revolutions", international encyclopedia of unified science second enlarged edition, Chicago, university of chicago press, 1970

همچنین نگاه کنید به:

Belkaoui, Ahmed, "Accounting Theory", second edition, H.B.J., 1985 Chapter 11.

28-Maximization of present value of Future earnings

29-Financial Plans

30-Accounting Profit

31-Net Worth

32-Retained Earnings

33-Maximization of Share-holders' Wealth

34-J. Linter, "distribtion of Incomeporation Samong dividends raitained ernings, and Taxes", American economic review, 46,97-113., (May 1956)

35-Pay out ratio

36-E.F. Fama, and H. Babiak, "dividend policy": an Empirical analysis: Journal of the American Statistial association, 63: 1132-1161 DC. 1968, PP. 1134.