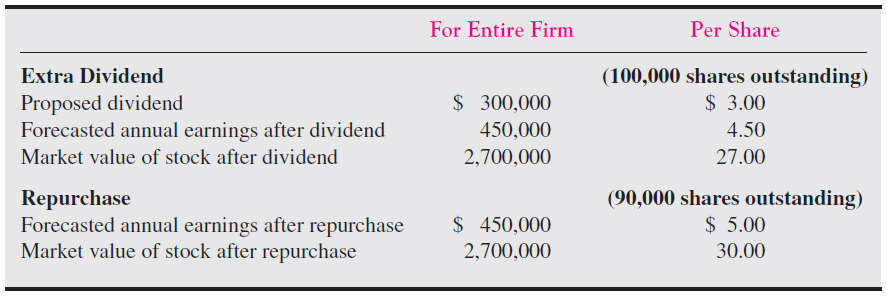
به جای پرداخت سود سهام نقدی، شرکت می تواند خودش خرید مجدد انجام دهد.به تازگی خرید سهم خود شرکت به یک روش مهم برای توزیع سود سهام به سهامداران ها تبدیل شده است.خرید مجدد سهام یک مکمل بالقوه مفید برای سیاست های تقسیم سود سهام هنگامی که اجتناب از مالیات مهم است می باشد. ما ابتدا مثالی در این مورد در یک بازار سرمایه کامل در جهان نظری و سپس در دنیای واقعی ارائه می دهیم.

**سود سهام نسبت به خرید مجدد:**



تصور کنید که یک شرکت دارای پول نقد بیش از $ 300،000 (یا 3 دلار به ازای هر سهم) است و برنامه ی پرداخت فوری از این مبلغ به عنوان سود سهام اضافی دارد. پیش بینی شرکت پس از پرداخت سود سهام، درآمد 450،000 دلار در سال و یا 4.50 دلار برای هر یک از 100،000 سهم خواهد بود. از آنجا که نسبت قیمت به درآمد یا پ ب ای برای شرکت های مشابه 6 است، سهام

شرکت باید 27 دلار به فروش برسد. این ارقام در نیمه بالای جدول 18.1 معرفی شده اند.روش دیگر این است که شرکت می تواند پول نقد اضافی را جهت خرید مجدد برخی از سهام خود استفاده کند.تصور کنید که یک معامله گر قیمت30 دلار برای هر سهم را پیشنهاد می دهد. در اینجا، 10،000 سهام بازخرید می شوند که تعداد کل سهام باقی مانده 90،000 خواهد شد. با سهام شناور کمتر ،سود هر سهم به 5 دلار افزایش یابد. نسبت قیمت به درآمد همان 6 باقی مانده و خطرات و ریسک های تجاری

و مالی شرکت یکسان هستند. بنابراین قیمت هر سهم پس از خرید مجدد 30 دلار خواهد بود.اگر مالیات، و دیگر موارد در مثال ما نادیده گرفته شود، قیمت سهام در هر دو حالت بی تفاوت می باشد. با حالت سود سهام، هر سهام دار، صاحب یک سهم به ارزش 27 دلار بوده و 3 دلار به عنوان سود سهام دریافت میکند در نتیجه ارزش کل سهام مربوطه 30 دلار خواهد بود.

این رقم همان مقداری است که در مورد خرید مجدد هم وجود دارد. در این مثال،نکته مهم این است که در یک بازار کامل، شرکت

بین پرداخت سود سهام و خرید مجدد سهم بی تفاوت است.

**ارتباط بین EPS و ارزش بازار**

اغلب ممکن است شما در مطبوعات عمومی شنیده باشید که خرید مجدد سهام،از آنجا که سود هر سهم را افزایش می دهد مفید است . سود هر سهم در مثال قبل برای سود سهام نقدی 4.50 دلار و5 دلار برای حالت خرید مجدد سهام است.با این حال، مطبوعات ممکن است تاکید بدی بر چهره های EPS داشته باشند. با توجه به گزاره بی ربط ما مورد بحث، افزایش EPS نیازی به سودمند بودن ندارد. هنگامی که یک خرید مجدد با پول نقد اضافی صورت میگیرد، به ما نشان می دهد که در هر اثر مضر در بازار سرمایه،ارزش کل متعلق به سهامداران با حالت سود سهام پرداختی و استراتژی خرید مجدد یکسان است.

**مالیات:**

مثال مورد نظر ما، نشان می دهد که خرید مجدد ثروت سهامداران در جهان بدون مالیات و هزینه های معاملاتی را افزایش نمی دهد. با این حال، سهام داران ،به طور کلی تحت قوانین مالیاتی فعلی خرید مجدد را به تقسیم سود ترجیح می دهند. به عنوان مثال، مالیات سود سهام 1 دلاری به ازای هر سهم با نرخ عادی درآمد مشمول مالیات محاسبه میشود. سرمایه گذاران،در نرخ 28 درصد مالیات با داشتن 100 سهام تا 28 دلار مالیات می پردازند. با فروش سهام ، سهامداران مالیات بسیار پایینتراز 100 دلار سهام موجود خرید مجدد شده می پردازند.زیرا مالیات تنها از سود حاصل از فروش کسر می شود. بنابراین افزایش در فروش اگر سهام فروخته شده در 100 دلار به 60 دلار خریداری شود تنها 40 دلار خواهد بود. علاوه بر این، نرخ مالیات بر سود معمولا کمتر از نرخ مالیات بر درآمد است. در این مثال،نرخ مالیات بر سود 20 درصد است. مالیات بر سود سرمایه 8 دلار خواهد بود.سازمان امور مالیاتی از این موضوع آگاه است که سهامداران یک شرکت در مورد برنامه پرداخت بازخرید سهام از دریافت سود سهام به مراتب مالیات کمتری می پردازند. بنابراین این سازمان به احتمال زیاد برای شرکت هایی که صرفا برای جلوگیری از پرداخت مالیات بیشتر بر سود سهام از خرید مجدد استفاده میکنند مجازات تعیین خواهد کرد. با این حال، در اغلب موارد تنها یک بار خرید مجدد سهام از موشکافی سازمان مربوطه جلوگیری میکند.

**خرید مجدد** **هدفمند:**

از شرکت های مربوطه قبلی مورد بحث ما بازخرید غیر انتخابی داشته اند و یا معمولا از طریق پیشنهادات مناقصه یا خرید بازار باز این عمل را انجام داده اند. علاوه بر این، شرکت ها سهام را از سهامداران خاص فردی بازخرید کرده اند   
این روش ،خرید مجدد هدفمند نامیده می شود.

برای مثال، فرض کنید شرکت بین المللی بیوتکنولوژی پور حدود 10 درصد از سهام ممتاز شرکت شرکت PR را در ماه آوریل به قیمت حدود 38 دلار به ازای هر سهم خریداری کرده است. در آن زمان، بیوتکنولوژی به کمیسیون بورس و اوراق بهادار اعلام میکند که آن در نهایت ممکن است سعی کند کنترل شرکت پی آر را در ماه مه به دست گیرد. شرکت PR دارایی های بیوتکنولوژی را به قیمت 48 دلار به ازای هر سهم، بالاتر از قیمت بازار در آن زمان، بازخرید میکند. این پیشنهاد برای سهامداران دیگر نخواهد بود.

شرکت در این نوع خرید مجدد به دلایل مختلف درگیر هستند. در برخی از موارد نادر، یک سهامدار بزرگ می تواند در قیمت پایین تر در یک معامله خرید انجام دهد. هزینه های قانونی در خرید مجدد هدفمند نیز ممکن است پایین تر از بقیه باشد. اغلب، شرکت بازخرید شده استدلال کرده است که عمل برخی از سهامداران آزار دهنده بوده است. اگرچه هدف بازخرید مجدد هدفمند به دلایلی به نفع سهامداران باقی مانده است ، سهامداران بزرگ اغلب مخالف بازخرید مجدد به جهت جلوگیری از تصاحب نامطلوب مدیریت هستند.

**خرید مجدد به عنوان سرمایه گذاری:**

بسیاری از شرکت ها خریدار بر این باورند که خرید مجدد آنها بهترین سرمایه گذاری است. این مورد اغلب زمانی اتفاق می افتد که مدیران بر این باورند که قیمت سهام مربوطه افسرده است. در اینجا، این احتمال وجود دارد که تصور می کنند که (1) فرصت های سرمایه گذاری در دارایی های غیر مالی کمتر است، و (2) قیمت سهام شرکت با گذشت زمان باید افزایش یابد.

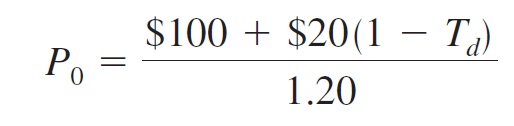
واقعیت این است که برخی از شرکت ها،خرید مجدد سهام خود را زمانی انجام میدهند که اعتقاد دارند ارزش گذاری کم سهام بدان معنا نیست که مدیریت شرکت باید درستکار بوده باشد، تنها از مطالعات تجربی می توان نتیجه را مشخص کرد. واکنش فوری بازار سهام به اعلام خرید مجدد سهام معمولا مطلوب است. علاوه بر این، تحقیقات اخیر نشان داده است که در بلند مدت سهام عملکرد قیمت سهامی که بازخرید شده است به طور قابل توجهی بهتر از عملکرد قیمت سهام شرکت هایی است که خرید مجدد انجام نداده اند.

**بازده مورد انتظار، سود سهام و مالیات شخصی:**

مواد ارائه شده در این فصل تا کنون به درستی *سیاست تقسیم سود سهام* نامیده شده که سطح تقیسم سود سهام انتخاب شده توسط یک شرکت است. ، اما سوال این است که، "چه رابطه ای بین بازده مورد انتظار و سود سهام تقسیمی وجود دارد؟ "برای پاسخ به این سوال، ما، وضعیتی که در آن سود سهام به عنوان درآمد عادی و سود سرمایه مشمول مالیات مشمول مالیات است،را در نظر نمیگیریم.مالیات شرکت نیز نادیده گرفته می شود. فرض کنید مالیات پایه هر سهامدار 25 درصد است و سهام شرکت جی و شرکت *دی وجود* دارد*.*شرکت جی سود سهامی تقسیم نمیکند. فرض کنید قیمت فعلی سهام شرکت *جی* 100 دلار است و انتظار می رود قیمت آن در سال آینده به 120 دلار برسد. سهامداران شرکت *جی در* انتظار یک افزایش سرمایه 20 دلاری هستند که دلالت بر بازده 20 درصدی دارد. اگر سود سرمایه مشمول مالیات نباشد، بازده قبل و پس از کسر مالیات باید یکسان باشد.

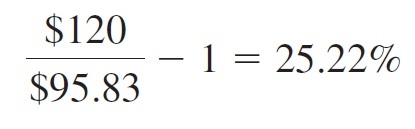
فرض کنید شرکت *د* سود 20 دلار به ازای هر سهم در سال آینده پرداخت میکند. قیمت سهام شرکت *د* پس از پرداخت سود سهام انتظار می رود 100 دلار معامله شود. اگر ریسک سهام شرکت *جی* و *د* شرکت همان اندازه باشد ، قیمت ها در بازار باید با مجموع بازده های مورد انتظار *پس از کسر مالیات* آنها برابر باشد که در این مثال، 20 درصد است. قیمت فعلی سهام شرکت *d* چقدر خواهد شد ؟

قیمت کنونی بازار یک سهم شرکت *D* را می توان به شرح زیر محاسبه کرد:

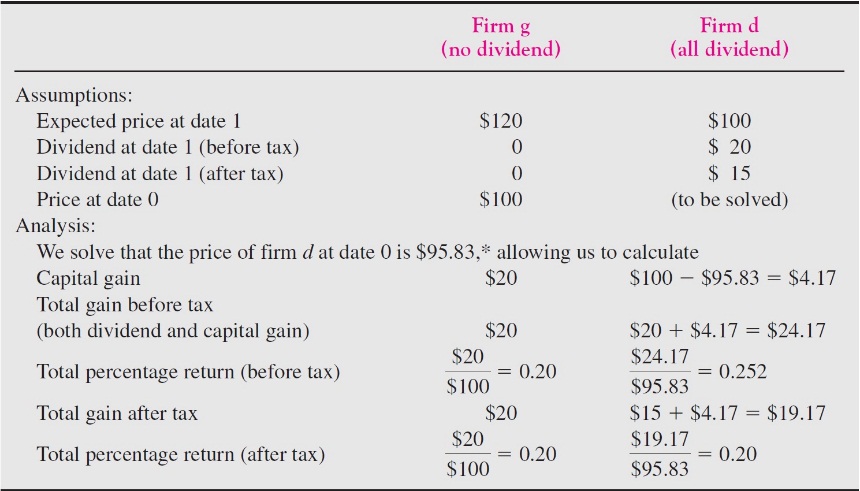


عبارت اول در صورت کسر،قیمت مورد انتظار سهام در تاریخ 1، 100 دلار است. دومی نشان دهنده سود پس از مالیات شخصی، که در آن *T* نرخ مالیات بر سود سهام است.(مالیات بر سود سرمایه تحت فرض ما نادیده گرفته می شود.) با محاسبه ی 20 درصد، ما اطمینان حاصل میکنیم که نرخ پس از کسر مالیات سهام *د،* 20 درصد است که همان نرخ بازده(هر دو قبل و بعد از کسر مالیات) برای شرکت *جی* است.

از آنجا که سرمایه گذار در تاریخ 1 (100 دلار در ارزش سهام به علاوه 120 دلار 20 دلار در سود سهام) قبل از مالیات شخصی، نرخ بازده مورد انتظار در سهام دی عبارت است از:

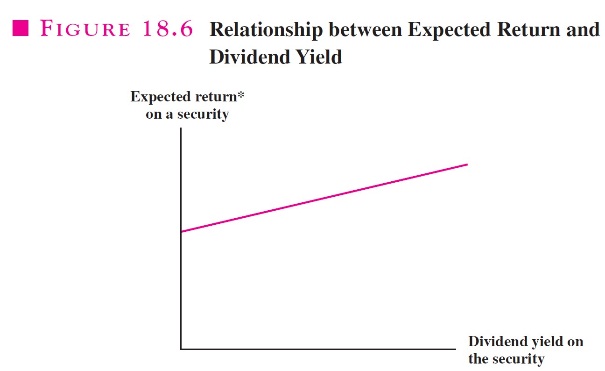


این محاسبات در جدول 18.2 معرفی شده اند.



این مثال نشان می دهد که بازده *قبل از مالیات* مورد انتظار در سهام با سود تقسیمی بالا بهتر از بازده *قبل از مالیات مورد انتظار* در سهام با بازده سود کمتر است.

نتیجه در شکل 18.6 رسم شده است:



نتیجه گیری ما سازگار با فرضیه بازار کارای سرمایه است. چون بسیاری از بازده های قبل از مالیات برای سهام با سود تقسیمی بالای مشمول مالیات میشوند. یکی از مفاهیم این است که یک فرد با یک نرخ مالیاتی صفر باید سرمایه گذاری در اوراق بهادار با بازده سود سهام بالا انجام دهد. شواهد گویای این است که صندوق های بازنشستگی، در معرض مالیات نباشند، اوراق بهادار با بازده سود سهام بالا را انتخاب میکنند.

آیا مثال بالا نشان می دهد که مدیران شرکت باید از پرداخت تقسیم جلوگیری کنند؟ ممکن است در نگاه اول شاید اینطور تصور شود، به دلیل اینکه شرکت *جی* در قیمت بالاتر در تاریخ 0 از شرکت *د* به فروش می رسد*.* با این حال، با تعویق انداختن سود 20 دلار ، شرکت *د* ممکن است قیمت سهام خود را در تاریخ 0افزایش دهد که تا کنون کمتر از 20 دلار بوده است. برای مثال، به احتمال زیاد اگر شرکت بهترین *د* استفاده از پول نقد خود پرداخت 20 دلار برای یک شرکت که قیمت بازارش بسیار پایین تر از 20 دلار است میباشد.

علاوه بر این، بحث قبلی ما نشان داد که تعویق سود سهام برای خرید اوراق قرضه و یا سهام تنها زمانی موجه است که مالیات شخصی پایین تر از افزایش مالیات شرکتها باشد. بنابراین، این مثال بدان معنا *نیست* که از تقسیم سود سهام باید اجتناب شود.

**شواهد تجربی**

همانطور که در بالا توضیح داده شده ، تئوری مالی نشان می دهد که بازده مورد انتظار در سهام باید مربوط به سود سهام تقسیمی باشد. اگر چه این موضوع به دقت بررسی شده ، ولی نتایج تجربی به طور کلی سازگار با یکدیگر نیستند. از یک طرف، برنان هم مثل Litzenberger و Ramaswamy یافت که یک ارتباط مثبت بین سهام مورد انتظار قبل از مالیات با بازده سود سهام تقسیمی وجود دارد. به طور خاص، LR یافت که یک افزایش 1 درصد در سود سهام به 23 درصد اضافی در بازده مورد انتظار نیاز دارد. از سوی دیگر، هر دوی بلک و شولز و میلر و شولز هیچ رابطه ای بین این دو پیدا نکردند.فاما و فرنچ به یک نتیجه ای غیر از دو نتیجه ی قبل رسید.

آنها شواهدی ارایه کردند که بازده مورد انتظار رابطه ی مثبت با تعدادی از متغیرها مانند سود تقسیمی، نسبت پ ب ای و نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار سهام دارد. با این حال، آنها استدلال می کنند که بین بازده و نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار سهام رابطه اساسی وجود دارد. به نظر آنان، رابطه بین بازده و سود تقسیمی مشاهده شده است چون سود تقسیمی با نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار سهام همبستگی دارند . کار آنها تا به حال تاثیر بزرگی داشته است، و تحقیقات کمی بر بازده مورد انتظار و بازده سود سهام در سال های اخیر صورت گرفته است.عوامل دنیای واقعی موردعلاقه سیاست های سود تقسیمی بالادر بخش قبلی، ما اشاره کردیم که سود سهام مشمول مالیات شخصی است. این دلالت بر این دارد که مدیران مالی به دنبال راه هایی برای کاهش سود هستند، هر چند حذف کامل سود سهام برای شرکت های با جریان نقدی قوی بعید است. ما همچنین اشاره کردیم که بازخرید سهام راهی برای مدیران مالی است که می توانند از بسیاری ازفواید تقسیم سود بدون نقطه ضعفهای مالیاتی استفاده کنند. در این بخش، در دلایلی در نظر می گیریم که چرا شرکت ممکن است سود تقسیمی بالایی به سهامداران خود پرداخت کند حتی اگر مالیات های شخصی بالا در سود سهام وجود داشته باشد.

**میل به درآمد جاری:**

از آن استدلال شده است که بسیاری از افراد تمایل به درآمد فعلی دارند. مثال کلاسیکی در این زمینه هست که میگه گروهی از افراد بازنشسته و دیگران در یک درآمد ثابت زندگی می کنند، که مثلا به عنوان زنان بیوه و یتیمان شناخته می شوند. این استدلال در مورد واحدهایی بیشتر است که پیشنهاد قیمت سهام افراد باید با افزایش سود سهام افزایش و با کاهش آن کمتر شود.

میلر و مودیلیانی اشاره می کنند که این بحث به مدل نظری خود مربوط نیست. فرد جریان پول نقد بالای حال حاضر را ترجیح می دهند اما نگهداری اوراق بهادار کم سود به راحتی می تواند به فروش سهام جهت تامین نقدینگی منجر شود. بنابراین، در جهانی که هیچ هزینه معامله ای نباشد، سیاست تقسیم سود سهام بالا هیچ ارزشی به سهامدار نمیدهد.

با این حال، استدلال درآمد فعلی در دنیای واقعی مرتبط است. در اینجا فروش سهام با سود کم تقسیمی شامل هزینه های کارگزاری و سایر هزینه های مستقیم معاملات و هزینه های نقدی است که می تواند با سرمایه گذاری در اوراق بهادار با سود تقسیمی بالا اجتناب شود. علاوه بر روش، هزینه زمان خود سهامدار در هنگام فروش اوراق بهادار و ترس طبیعی (و نه لزوما منطقی) ممکن است بسیاری از سرمایه گذاران را به خرید اوراق بهادار با سود تقسیمی بالا وادار کند.

با این حال، برای قرار دادن این بحث در چشم انداز، به یادمان می آورد که واسطه های مالی مانند صندوق های متقابل می تواند هزینه بسیار کمی در بر داشته باشد. این واسطه گر ها می توانند سهام کم سود بخرند و با کنترل سیاست پیچیده سود ، نرخ بالاتری به سرمایه گذاران خود پرداخت کند.

**وضوح نامعلومی یا عدم قطعیت:**

ما فقط اشاره کردیم که که سرمایه گذاران با نیازهای قابل توجهی برای مصرف فعلی سود تقسیمی بالا را ترجیح می دهند. گوردون در ابتدا استدلال کرد که یک سیاست تقسیم سود تقسیمی بالا به نفع سهامداران است چون عدم قطعیت را برطرف میکند.او می گوید که سرمایه گذاران قیمت سهام با پیش بینی و تنزیل سود سهام آینده به دست می آید. به گفته گوردون، پیش بینی سود سهام دریافتی در آینده عدم اطمینان بیشتری نسبت به انجام پیش بینی های سود در کوتاه مدت است. از آنجا که نرخ تنزیل مثبت رابطه ی مثبتی با درجه ی شک و تردید اطراف سود سهام دارد، قیمت سهام باید برای آن دسته از شرکت هایی که سود کمی پرداخت میکنند پایینتر باشد.

پیش بینی سود سهام آسان تر از سود سرمایه است. با این حال، این امر می تواند ناقض این باشد که افزایش سود سهام می تواند منجر به ریسک کمتری شود. جریان های نقدی کلی شرکت لزوما سیاست تقسیم سود را تا زمانی که هزینه های سرمایه و استقراض تغییری نکرده تحت تاثیر قرار نمی دهد. تشخیص اینکه ببینید چگونه ریسک ناشی از جریان های نقدی می تواند با تغییر در سیاست های تقسیم سود سهام تغییر کند سخت است.

**آربیتراژ مالیاتی:**

میلر و شولز (MS) استدلال می کنند که یک روش دو مرحله ای مالیات سرمایه گذاری سهام با سود تقسیمی بالا را از بین می برد.استراتژی MS به شرح زیر است:

اول، خرید سهام با بازده سود تقسیمی بالا، قرض گرفتن قیمت خرید.به طوری که بهره پرداختی برابر با سود سهام دریافتی می شود. از مزایای این استراتژی این است که هیچ مالیاتی نخواهد بود. زیرا سودهای سهام مشمول مالیات هستند در حالی که بهره معاف است. مشکل با استراتژی این است که موقعیت به دست آمده با توجه به اهرم کاملا خطرناک است. دوم، برای جبران اهرم، سرمایه گذاری با مقدار معادل بدهی مالیاتی معوق کرد (مانند حساب کئوگ). از آنجا که درآمد در مالیات انتقالی موجب اجتناب از مالیات میشود، مالیاتی پرداخت نمی شود زمانی که دو مرحله به طور همزمان انجام شود.

اگر به اندازه کافی سرمایه گذاران قادر به استفاده از این استراتژی باشند، مدیران شرکت ها نیازی به معافیت های مالیاتی ندارند. بنابراین، تنها یک اولویت برای درآمد جاری و برای حل عدم قطعیت در میان سرمایه گذاران باعث می شود مدیران سود تقسیمی بالاتری تقسیم کنند.

**هزینه های نمایندگی:**

اگرچه سهامدارانو دارندگان اوراق قرضه برای متقابلا سود میبرند،یک گروه ممکن است سود پس از بقیه ی هزینه ها بدست آورد. به عنوان مثال، تضاد بالقوه بین دارندگان اوراق قرضه و سهامداران. دارندگان اوراق قرضه شاید بخواهند که سهامداران پول نقد زیادی ار شرکت دریافت نکنند تا این پول نقد در دسترس،در زمان آشفتگیهای مالی به دارندگان اوراق پرداخت شود. در مقابل، سهامداران می خواهند این پول اضافی را برای خود حفظ کنند.

به عبارت دیگر، سود سهام را می توان به عنوان یک انتقال ثروت از دارندگان اوراق قرضه به سهام داران دانست.شواهدی تجربی برای این دیدگاه وجود دارد. برای مثال، دی آنجلو و دی آنجلو یافتند که شرکتها در بحرانهای مالی برای کاهش سود سهام تمایل دارند. البته که دارندگان اوراق قرضه می دانند که سهامداران به انتقال پول از شرکت تمایل دارند. برای محافظت از خود ،دارندگان اوراق قرضه اغلب موافقتنامه های ایجاد وام طوری تنظیم میشوند که سود سهام را تنها در صورتی که شرکت درآمد، جریان نقدی، و سرمایه در گردش بالاتر از سطح مشخص باشد می توان پرداخت کرد.

اگر چه مدیران ممکن است به دنبال اختلاف برای سهامداران با دارندگان اوراق قرضه هستند، مدیران ممکن است اهداف خود خواهانه در هزینه سهامداران را در دیگر شرایط دنبال کنند. به عنوان مثال، در فصل 16 مورد بحث، مدیران ممکن است حساب هزینه بسازند ، بر روی پروژه های با NPVs منفی سرمایه گذاری کنند، یا به عبارت ساده تر، سخت کار نکنند. مدیران راه آسان تری پیدا کردند و به دنبال این اهداف خودخواهانه زمانی که شرکت دارای مقدار زیادی از جریان نقدی آزاد است هستند.که از آن سود سرچشمه میگیرد. چند تن از پژوهشگران پیشنهاد کرده اند که سود سهام می تواند به عنوان یک راه برای کاهش هزینه های نمایندگی باشد.با پرداخت سود سهام برابر با مقدار "مازاد" جریان وجه نقد،یک شرکت می تواند توانایی مدیریت به هدر دادن منابع شرکت را کاهش می دهد.

**وضوح عوامل دنیای واقعی؟**

در بخشهای قبلی، ما اشاره کردیم که وجود مالیات شخصی به نفع سیاست سود سهام کم بعد از همه ی طرحهای NPV مثبت است، در حالی که عوامل دیگر به نفع سیاست تقسیم سود تقسیمی بالا هستند. مالی حرفه ای امیدوار بود که این امر می تواند به آسانی تعیین کند که از این مجموعه عوامل حاکم است. متاسفانه، پس از سالها تحقیق، هیچ کس قادر به این نیست که بگوید کدام یک از این دو مهم تر است. بنابراین، سوال سیاست تقسیم سود حل و فصل نشده است.

بحث در مورد دو مفهوم مهم،محتوای اطلاعاتی سود سهام و اثرات مشتریان،نیاز به مطالعه برخی از مسائل مربوطه دارد. اولین

موضوع مشکل در تفسیر نتایج تجربی هر دو را نشان می دهد و دلیل دیگری برای سود فراهم میکند. موضوع دوم نشان می دهد که نرخ سود سهام پرداختی ممکن است که در ابتداعنوان مهمی تصور شود.

**محتوای اطلاعاتی سود سهام: بازی فکری با برنامه های کاربردی عملی**

موضوع حاضر جذاب است، زیرا یک بازی فکری است. برای شروع اجازه دهید به سرعت نقدهایی را یاد آور شویم:

پیش از این، ما به بررسی سه پوزیشن های مختلف بر روی سود سهام پرداختیم:

1. از استدلال خانگی سود MM، سیاست سود با توجه به اینکه درآمد آینده ثابت است بی ربط است.

2. از آنجا که از اثرات مالیاتی وجود دارد، قیمت سهام یک شرکت ممکن است به صورت منفی مربوط به جریان سود تقسیمی زمانی که درآمد آینده ثابت نگه داشته شده است باشد.

3. از آنجا که از میل به درآمد فعلی و عوامل مرتبط با آن وجود دارد، قیمت سهام یک شرکت ممکن است رابطه ی مثبت با سود سهام فعلی داشته باشد، حتی زمانی که درآمد آینده ثابت نگه داشته شده است.

به لحاظ تجربی اثبات شده است که قیمت سهام یک شرکت به طور کلی زمانی که سود سهام فعلی آن افزایش می یابد بالا خواهد رفت و زمانی که سود سهام فعلی آن کاهش یافته است و یا حذف شده است سقوط میکند. به عنوان مثال، Asquith و برآورد Mullins که قیمت سهام در حدود 3 در هر اطلاعیه ها ی سود سهام افزایش می یابد. هیلی و Palepuو Michaely،تالر، و Womack یافتند که قیمت سهام حدود 7 درصد بعد از اطلاعیه های کاهش سود تقسیمی پایین می آیند.

در نگاه اول، این مشاهدات با موقعیت 3 سازگار و با پوزیشن های 1 و 2متناقض به نظر می رسد. در واقع، بسیاری از نویسندگان اینطور استدلال کرده اند. با این حال، دیگر نویسندگان مشاهدات خود را با تمام سه موضع سازگار میدانند.آنها اشاره می کنند شرکت ها کاهش سود سهام تقسیمی را دوست ندارند. بنابراین، شرکت ها سود سهام را تنها زمانی بالا می برد که انتظار رود درآمد آینده، جریان نقدی، به اندازه کافی بالا روند.

این انتظار بار خوب است، و نه تنها میل سهامداران به درآمد فعلی بلکه قیمت سهام را نیز بالا می برد. افزایش در قیمت سهام پس از دریافت سیگنال سود سهام است که همان **اثر** **محتوای اطلاعاتی** از سود سهام است. برای بازگو کردن نکات، تصور کنید که

قیمت سهام تحت تاثیر سطح منفی سود سهام است، با توجه به این که درآمد آینده ثابت است. با این حال، اثر محتوای اطلاعاتی سهام نشان می دهد که قیمت ممکن است زمانی که افزایش سود سهام مطرح است افزایش یابد.

چندین مدل نظری سیاست تقسیم سود سهام با ترکیب انگیزه های اطلاعات مدیریتی از طریق سود سهام وجود دارد.

در اینجا، سود سهام در خدمت سهامداران فعلی و آینده شرکت است.

**اثر مشتریان**

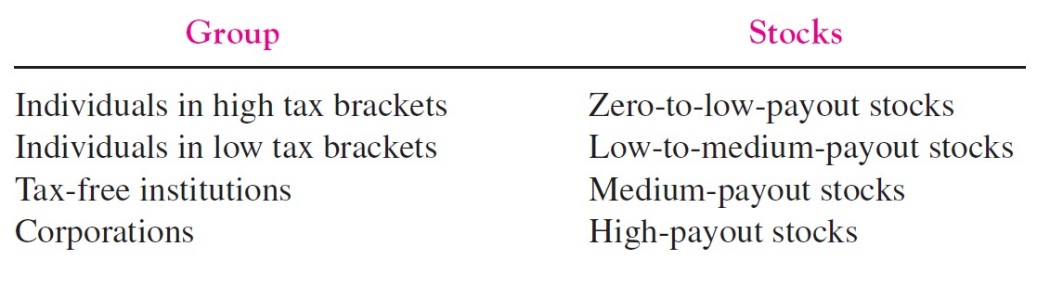
در بخش اول این فصل ما گزاره ی MM که سیاست های تقسیم سود سهام زمانی که شرایط خاص نگه داری وجود دارد را تشریح میکنیم. از آنجا که بسیاری از عیوب اینجا ارائه شده،خواننده ممکن است شک و تردید کند که عیوب می تواند هر مورد دیگر را لغو کند بعد دیگر کاملا سیاست سود سهام را تبدیل به بی استفاده شدن کند. با این حال، این برهان ارائه شده زیر پیشنهاد بی ربط بودن سیاست های تقسیم سود سهام در دنیای واقعی است.

آن دسته از افرادی که در نرخهای بالای مالیاتی هستند به احتمال زیاد یا سود پایین یا بدون سود ترجیح می دهند. ما می توانیم سرمایه گذاران با نرخ مالیات کم را به سه نوع طبقه بندی کنیم. اول، سرمایه گذاران انفرادی با نرخ کم مالیاتی. احتمال دارد که آنها برخی از سود سهام جاری و یا عدم قطعیت شفاف را ترجیح دهند. دوم، صندوق های بازنشستگی پرداخت مالیات در دو سود نقدی یا سود سرمایه. از آنجا که آنها با معافیت مالیاتی مواجه هستند، صندوق های بازنشستگی نیز سود سهام در صورتی که یک اولویت برای درآمد جاری باشد،ترجیح می دهند. در نهایت، شرکت ها می توانند حداقل 70 درصد از درآمد حاصل از سود سهام خود را تقسیم نکنند، اما نمی تواند هر یک از سود سرمایه ای سهام خود را کاهش دهند. بنابراین، شرکت ها سرمایه گذاری در سهام با سود سهام تقسیمی بالا را ترجیح می دهند ، حتی با وجود عدم اطمینان یا یک اولویت برای درآمد جاری.

فرض کنید که 40 درصد از تمام سرمایه گذاران سود تقسیمی بالا و 60 درصد سود تقسیمی پایین را ترجیح می دهند . تنها 20 درصد از شرکت ها سود سهام بالا پرداخت میکنند در حالی که 80 درصد سود تقسیمی پایین دارند. در اینجا، شرکت های با سود تقسیمی بالا باید تامین مالی کوتاه مدت داشته باشند، در نتیجه سهام خود باید پیشنهاد بالاتری نسبت به سهام شرکتهای کم سود داشته باشد.

با این حال، نیازی نیست سیاست های تقسیم سود سهام همه شرکت ها در دراز مدت ثابت باشند. در این مثال، 40 درصد از شرکت های پرداخت سود تقسیمی سهام بالا و 60 درصد سود تقسیمی کم پرداخت میکنند. پس از این ، هیچ نوع شرکت از تغییر سیاست سود سهام آن بهتر نخواهد بود. یک بار پرداخت شرکت های بزرگ مطابق با خواسته های سهامداران،هیچ شرکتی به تنهایی نمی تواند ارزش بازار خود را با تغییر از یک استراتژی سود سهام تغییر دهد.

**مشتریان به احتمال زیاد به روش شکل زیر عمل میکنند:**



تمایل برای سود سهام در بخشی از سهامداران موجود نباید توجیهی برای یک سیاست پرداخت سود سهام بالا باشد. اگر شما اثر مشتریان را درک کرده باشید، سوال زیر را در نظر بگیرید بجز بحث های نظری که سیاست سود بی ربط است یا اینکه شرکتها باید سود سهامی پرداخت نکنند، بسیاری از سرمایه گذاران سود تقسیمی بالا را ترجیح میدهند. با توجه به این واقعیت، یک شرکت می تواند قیمت سهم خود را با داشتن نسبت پرداخت سود سهام بالاتر افزایش دهد؟

جواب این سوال احتمالا خیر است. تا زمانی که شرکت ها سود تقسیمی بالا به اندازه کافی به سرمایه گذاران عاشق میدهند، قادر نخواهد بود قیمت سهام خود را با پرداخت سود سهام بالا افزایش دهند. شرکت تنها در صورتی می تواند قیمت سهام خود را افزایش دهد که مشتریان ناراضی وجود داشته باشند. هیچ شواهدی از این مورد وجود ندارد.

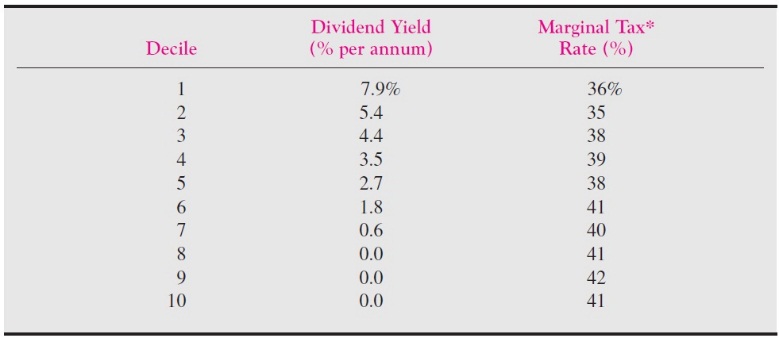
بحث ما در مورد مشتریان حول این واقعیت است که نرخهای مالیاتی متفاوت است. اگر سهامداران در مورد مالیات مراقبت باشند ، سهام باید جذب مشتریان مالیات بر سود دهنده شوند. این به نظر می رسد درست باشد. نظرسنجی Blume، Crockett و دوستان، و با Lewellen، استنلی، اجاره، و Schlarbaum در جدول 18.3، نشان می دهد که سرمایه گذاران فردی در نرخ های پایین مالیاتی تمایل به نگه داری سهام با بالاترین بازده سود سهام دارند.

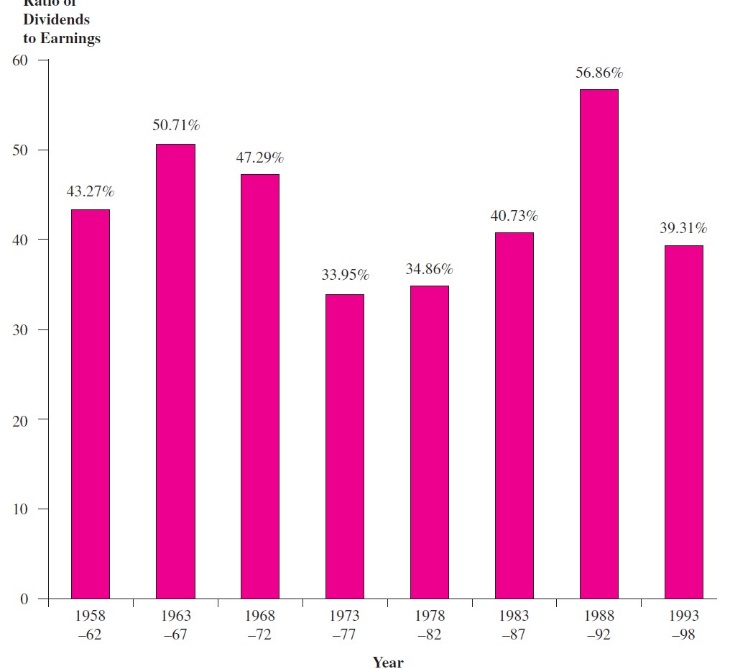
**ما از سیاست های تقسیم سود چه میدانیم و نمیدانیم؟؟**

ما قبلا در این فصل اشاره کردیم که سود سهام معاف از مالیات نسبت به سود سرمایه به دو دلیل نسبت داده می شود. اول، سود سهام مشمول مالیات با نرخ مالیات بر درآمد عادی محاسبه میشود، در حالی که سود سرمایه ای با نرخ پایین تر محاسبه می گردد. دوم، مالیات بر سود در سال پرداخت می شود که سود سهام بدست آمده در حالی که مالیات بر سود سرمایه ای تا سال به تعویق انداختن فروش وجود خواهد داشت. با این حال، سود سهام در اقتصاد ایالات متحده قابل توجه است. برای مثال،شکل 18.7، نسبت تقسیم سود سهام برای شرکت های بازار بورس نیویورک (NYSE)، بازار بورس آمریکا (AMEX)، و نزدک در طول دوره های زمانی مختلف را نشان می دهد. این نسبت حدود 43 درصد برای دوره از سال 1963 تا 1998و 33.95 درصد در دوره 1973-1977 و بالای 56.86 درصد از سال 1988 تا سال 1992 است.

ممکن است استدلال شود که مالیات بر سود سهام در واقع حداقل است، شاید به این دلیل که سود سهام به افراد با نرخهای مالیاتی پایین و یا به موسسات مانند صندوق های بازنشستگی، که از پرداخت مالیات معافند پرداخت می شود. با این حال، پترسون، پترسون و آنگ مطالعه عمیق از سود سهام برای یک سال نمونه، سال 1979انجام دادند. آنها دریافتند که حدود دو سوم از سود سهام به افرادی پرداخت شده که متوسط نرخ مالیاتی برای این افراد، حدود 40 درصد بوده است.

**شرکت های با سود سهام** **پرداختی کمتر:**

در مقاله اخیر و جذاب، فاما و فرنچ (FF) آنها اشاره می کنند که درصد شرکت های پرداخت سود سهام در سال های اخیر کاهش یافته است. این بینش است که در شکل نشان داده شده است برای NYSE، AMEX، و شرکت های NASDAQ هستند.

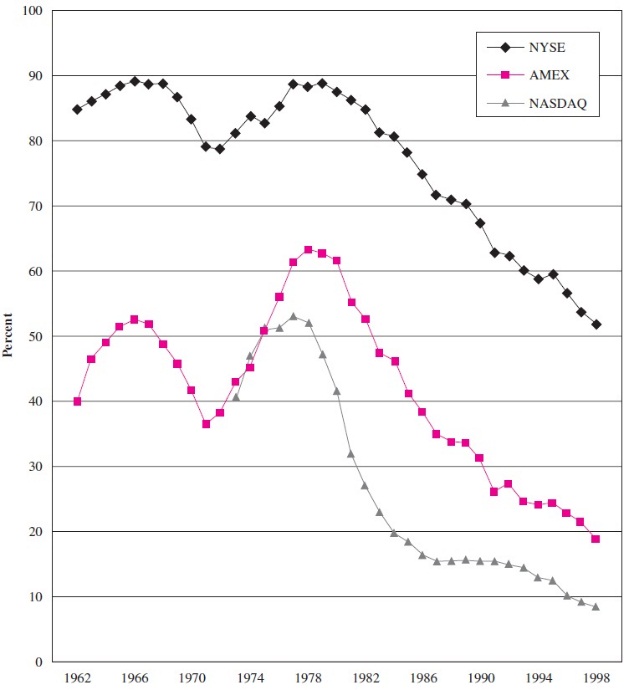


FF استدلال می کنند که کاهش در درجه اول توسط یک انفجار کوچک ایجاد شده است.

علاوه بر این، نویسندگان استدلال می کنند که درصد شرکت ها از همه نوع پرداخت سود در سال های اخیر کاهش یافته است.

**سود سهام هموار** **شرکت ها:**

در سال 1956، جان لینتر دو مشاهده مهم در مورد سیاست های سود سهام ارایه کرد. اول،شرکت های واقعی جهان به طور معمول هدف بلندمدت نسبت سود تقیسمی دارند. شرکتها به احتمال زیاد به دستکاری نسبت سود تقسیمی کم می پردازند درصورتی که پروژه هایی با NPV مثبت و نسبت به پول نقد در دسترس بالا داشته باشند.همچنین نسبت بالا میسازند در صورتی که پروژه هایی با عن پی وی مثبت کم داشته باشند.



دوم، مدیران می دانند که تنها بخشی از هر گونه تغییر در درآمد دائمی است. از آنجا که مدیران نیاز به زمان برای ارزیابی تداوم هر

افزایش درآمدی دارند، تغییرات سود سهام به نظر می رسد به تاخیر تعدادی از دوره ها جهت تغییرات درآمد نیاز دارد. مشاهدات لینتر نشان می دهد که دو پارامتر سیاست سود سهام را توصیف میکنند: نسبت پرداختی هدف *(T)* و سرعت تنظیم سود سهام فعلی به هدف *.* تغییرات سود سهام با مدل زیر نمایش داده می شود:

Div1 \_ Div0 \_ *s* ⋅(*t*EPS1 \_ Div0)

که در آن سود سهام در سال آینده و سود سهام در سال جاری به ترتیب دیو 1 و دیو 0 هستند.هنگامی که موارد محدود رخ می دهد.زمانی که عس برابر 1 و 0 باشد زمانی که عس برابر 1 باشد، تغییر واقعی در سودهای سهام برابر به تغییر در سود سهام هدف خواهد بود.

به عبارت دیگر، هیچ تغییری در سودهای سهام در هر حالت وجود ندارد. شرکتها در دنیای واقعی می توانند انتظار داشته باشند برای تنظیم عس بین 0 و 1 . مفهوم مدل لینتر این است که نسبت سود به درآمد هنگامی که یکشرکت از زمان های بد شروع میکند افزایش می یابد و برعکس. بنابراین، سود سهام نوسان کمتری نسبت به درآمد دارد. به عبارت دیگر،سود های شرکت صاف است مثل زمین که صافه عزیزم.

**سود سهام اطلاعات را برای بازار** **فراهم می کند:**

ما قبلا تصریح کردیم که قیمت سهام یک شرکت اغلب زمانی افزایش می یابد که سود تقسیمی جاری آن افزایش یافته باشد. در مقابل، قیمت سهام یک شرکت می تواند وقتی آن سود تقسیمی آن قطع شده است به طور قابل توجهی سقوط کند. به عبارت دیگر، محتوای اطلاعاتی در تغییرات سود سهام وجود دارد. به عنوان مثال، در نظر بگیرید آنچه چند سال پیش در مورد شرکت اقیانوس آرام اتفاق افتاده است. در مواجهه با ضعف عملیاتی نتایج: از شماره، شرکت اقیانوس آرام سود سه ماهه خود را به طور منظم حذف کرد. روز بعد قیمت سهام عادی از 24 به 18 دلار کاهش یافت. ممکن است یکی از دلایل این باشد که سرمایه گذاران به از سود سهام جاری برای یافتن سرنخ هایی در مورد سطح درآمد و سود آینده شرکت استفاده می کردند.

**سیاست تقسیم سود معقول:**

روش های بودجه بندی سرمایه ای هر دوی قدرتمند و دقیق هستند. عن پی وی با دقت می تواند تعیین کند که آیا یک پروژه چند میلیون دلاری باید پذیرفته شود و یا رد شود مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و مدل قیمت گذاری آربیتراژ روابط معتبری بین بازده مورد انتظار و ریسک مربوطه را ارائه میکنند. در مقابل، دارای دانش کمتری از سیاست ساختار سرمایه هستیم. اگرچه یک تعداد نظریه های ظریف مربوط به ارزش شرکت به سطح بدهی وجود دارد، هیچ فرمولی نمی تواند برای محاسبه بهینه نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت مورد استفاده قرار گیرد. حرفه ما اغلب بیش از حد مجبور به بکارگیری قواعد کلی میشود، مانند تقویت نسبت متوسط ​​صنعت به عنوان یکی از معیار های مطلوب برای شرکت.

دانش حوزه سیاست سود سهام شاید، شبیه به دانش ما از سیاست ساختارسرمایه باشد. ما می دانیم که:

1. شرکتها باید از نیاز به کاهش در پروژهای با NPV مثبت به پرداخت سود سهام جلوگیری کنند ، با یا بدون وجود مالیات شخصی.

2. شرکتها باید از صدور سهام به منظور پرداخت سود سهام با فرض وجود مالیات شخصی جلوگیری کنند.

3. بازخرید باید زمانی در نظر گرفته شود که فرصت چند سرمایه گذاری جدید مثبت وجود دارد مازاد پول نقد غیر ضروری وجود دارد.

توصیه های قبلی نشان می دهد که شرکت ها با بسیاری از پروژه های NPV مثبت و نسبت جریان نقدی مناسب باید نسبت سود پرداختی کم داشته باشند. شرکت های با پروژه های با NPV مثبت کمتر و نسبت جریان نقدی در دسترس کمتر ممکن است بخواهند پرداخت های سود بالاتری داشته باشند. علاوه بر این، برخی از مزایای هموارسازی سود سهام بین شد و از تغییرات غیر ضروری در پرداخت سود سهام توسط اکثر شرکت ها اجتناب شده است. با این حال، هنوز هیچ فرمولی برای محاسبه بهینه سود سهام نسبت به درآمد وجود ندارد.