

تئوریهای تقسیم سود

اولین گام‌های نظریه‌پردازی سیاست تقسیم سود، به پیش‌بینی اثر پرداخت سود بر قیمت مربوط می‌شود. در طول قرن اخیر سه مکتب فکری در این زمینه (اثر پرداخت سود بر قیمت سهام) ایجاد شدند. یکی از آنها به این نتیجه رسید که سود سهام اثر مثبت و قابل توجهی بر قیمت سهام دارد. گروه دوم بر این باورند که قیمت‌های سهام، همبستگی منفی با سطح سود سهام پرداختی دارد. گروه سوم مدعی‌اند سیاست تقسیم سود در ارزیابی قیمت سهام نامربوط است.

مدلهای تئوریک و تجربی سیاست تقسیم سود شرکت سهامی، اخیراً به خوبی طبقه‌بندی شده‌اند. در این طبقه‌بندی معیار کیفی، ماهیت ساختار بازار و یا منطق اساسی سرمایه‌گذار می‌باشد. به این ترتیب مدل‌های اخیر به طور وسیع بر اساس منطق مختص خودشان به مدل‌های فرموله شده در وضعیت‌های اطلاعات کامل، عدم تقارن اطلاعاتی (Information Asymmetries) و مدل‌هایی که از اصول رفتاری استفاده می‌کنند، تفکیک شده‌اند.^(۱)

معمای سود سهام

هنوز هیأت مالی آکادمیک در ارایه رهنمود تعیین سیاست تقسیم سود کمتر مؤثر واقع شده است. برای مثال به سئوالات زیر به طور قطعی جواب داده نشده است:

- ۱- آیا سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت اثر می‌گذارد؟
 - ۲- یک شرکت تا چه حد سود پرداخت کند. کم یا زیاد؟
- و یا سئوالاتی نظیر اینکه اساساً چرا شرکتها سود سهام پرداخت می‌کنند؟ و یا چرا سرمایه‌گذاران سود سهام را مورد توجه قرار می‌دهند؟ ممکن است پاسخ به این سئوالات واضح باشد، یعنی اینکه سود سهام، بازده سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذار در مقابل قبول ریسک بازدهی دارد. شرکت، سود سهام را یا به عنوان پاداش به سهامداران پرداخت می‌کند یا به منظور افزایش قیمت سهام و یا ممکن است واضح نباشد یعنی اینکه اگر شرکتی سود پرداخت نکند دلیل آن وجود موقعیت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب است که در صورت پرداخت سود سهام، شرکت، موقعیت مطلوب را از دست می‌دهد.

طور که مشاهده می‌کنید منحنی بازده سرمایه‌گذاری نزولی است که حاکی از این است که شرکتها ابتدا سرمایه‌گذاریهایی با بیشترین بازده را انتخاب می‌نمایند. در نتيجه I* نشانگر وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری بهینه است و بیانگر اینست که شرکت، حداکثر کردن ثروت سهامداران تا موقعی که هزینه نهایی سرمایه‌گذاری با بازده بر گردد ($r=k$)، پروژه‌های سرمایه‌گذاری را به انجام رساند. ولی با فرض عدم از منابع خارجی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها دو حالت زیر ممکن است پیش

های شرکت کمتر از مقدار لازم برای سرمایه‌گذاری بهینه باشد. ($E < I^*$)

کنید درآمدهای شرکت به اندازه $E1$ باشد ($E1 < I^*$) بنابراین به دلیل اینکه در این بازده حاصله از سرمایه‌گذاری بزرگتر از هزینه آن ($K < r$) می‌باشد، شرکت باید وجوه در دسترس خود را صرف سرمایه‌گذاری کرده و سودی پرداخت نماید. این مت را شرکت باید تا زمانی که درآمدها برابر با وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری مورد باشد، حفظ نماید.

های شرکت بزرگتر از مقدار وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری بهینه باشد ($E > I^*$)

حالت به دلیل اینکه تمامی فرصتهای سرمایه‌گذاری پذیرفته شده تأمین مالی را و مبالغی در شرکت به صورت مازاد وجود دارد، شرکت بهتر است مانند نقطه $E2$ اضافی را به صورت سود به سهامداران پرداخت نماید. زیرا که در بعد از از نقطه I^* سرمایه‌گذاری از درآمدهای حاصله از آن بزرگتر می‌گردد. ($K > r$) بنابراین شرکت، سودی به اندازه ($OE2-OI$) پرداخت نماید.

کلی اگر تأثیر اقتصادی و روانی نوسان‌پذیری سود سهام را نادیده بگیریم، یک تقسیم سود منطقی از نظر اقتصادی باید تابع عوامل زیر باشد:

ای سرمایه‌گذاری

سرمایه

سرمایه

تقدینگی شرکت

ته شرکت سود را وقتی پرداخت می‌کند که نرخ بازدهی از محل سرمایه‌گذاری



DB 11:24:23

جستجو	50100	گمرک	1393	سال تجریش	5142821	شماره گواهی اظهار (اظهار نامه)	شماره ثبت	شماره ثبت
جستجو		گمرک		سال			شماره ثبت	شماره ثبت

بانیش	شماره اظهار استنادی	93410499	کد شماره	تاریخ تجریش	1393/10/07	تاریخ گواهی	5142821	ردیف	1
لیست اظهارنامه ها									

شماره	93410499	تاریخ	1393/10/07	کد شماره	1393	سال تجریش	5142821	شماره گواهی اظهار (اظهار نامه)	شماره ثبت	شماره ثبت
شماره	4439000	تاریخ	1393/10/07	کد شماره	1393	سال تجریش	5142821	شماره گواهی اظهار (اظهار نامه)	شماره ثبت	شماره ثبت
شماره	5142821	تاریخ	1393/10/07	کد شماره	1393	سال تجریش	5142821	شماره گواهی اظهار (اظهار نامه)	شماره ثبت	شماره ثبت
شماره	424	تاریخ	1393/10/07	کد شماره	1393	سال تجریش	5142821	شماره گواهی اظهار (اظهار نامه)	شماره ثبت	شماره ثبت
شماره	0	تاریخ	1393/10/07	کد شماره	1393	سال تجریش	5142821	شماره گواهی اظهار (اظهار نامه)	شماره ثبت	شماره ثبت

شماره	1212839000	تاریخ	1393/10/07	کد شماره	1393	سال تجریش	5142821	شماره گواهی اظهار (اظهار نامه)	شماره ثبت	شماره ثبت
شماره	4439000	تاریخ	1393/10/07	کد شماره	1393	سال تجریش	5142821	شماره گواهی اظهار (اظهار نامه)	شماره ثبت	شماره ثبت
شماره	5142821	تاریخ	1393/10/07	کد شماره	1393	سال تجریش	5142821	شماره گواهی اظهار (اظهار نامه)	شماره ثبت	شماره ثبت
شماره	424	تاریخ	1393/10/07	کد شماره	1393	سال تجریش	5142821	شماره گواهی اظهار (اظهار نامه)	شماره ثبت	شماره ثبت
شماره	0	تاریخ	1393/10/07	کد شماره	1393	سال تجریش	5142821	شماره گواهی اظهار (اظهار نامه)	شماره ثبت	شماره ثبت

سرمایه‌گذاریهای واحد انتفاعی به منبع تأمین مالی مربوط بستگی ندارد. در هر یک از دوره‌های مالی، واحد انتفاعی می‌تواند سیاست مناسب پرداخت سود سهام را انتخاب و هرگونه وجه لازم مازاد بر منابع داخلی را از طریق انتشار سهام جدید تأمین کند.

میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱) در مقاله‌ای حاصل کار تئوریک خود را در این خصوص ارایه دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که سود پرداختی تأثیری بر روی قیمت سهام ندارد و فقط سیاست سرمایه‌گذاری عاملی است که می‌تواند از طریق آن درآمد حاصله شرکت و بالنتیجه قیمت سهام آن را افزایش داد. در مقابل تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، نحوه تقسیم سود از ارزش چندانی برخوردار نبوده و بی‌اهمیت می‌باشد.

نظریه آنان در مورد ساختار سرمایه در واقع میانی اصلی برای نظریه بی‌ارتباطی تقسیم سود به حساب می‌آید. M-M در مقاله‌ای در سال ۱۹۵۸ بحث آکادمیک و جالبی را در مورد ساختار سرمایه ارایه دادند که نتایج آن نشانگر اینست که ارزش کلی شرکت به ساختار سرمایه آن بستگی ندارد. به دلیل اینکه هزینه متوسط سرمایه هر شرکت به طور مستقل از ساختار سرمایه آن تعیین می‌شود.

از اینرو وقتی تصمیم در مورد چگونگی سرمایه‌گذاری مؤسسه اتخاذ می‌گردد، دیگر تصمیم تقسیم سود و تقسیم عایدات بین سود سهام قابل پرداخت و عایدات نگهداری شده در مؤسسه دارای اهمیت نیست. M-M ادعا می‌کند که ارزش شرکت تحت تأثیر سیاست تقسیم سود قرار نمی‌گیرد. آنها می‌گویند که سیاست سود سهام غیر مرتبط است و دلایلشان این است که ارزش شرکت به وسیله قدرت سودآوری و ریسک تعیین می‌گردد.

M-M پیشنهاد می‌کنند که مجموع ارزش تزیل شده هر سهم پس از پرداخت سود و انتشار سهام جدید برابر است با ارزش هر سهم قبل از پرداخت سود. به عبارت دیگر کاهش در ارزش بازار سهام به خاطر رقیق شدن مالکیت در اثر تأمین مالی از خارج شرکت برای جبران سود پرداختی انجام گرفته است. از نظر پیروان این مکتب، هزینه‌های تأمین مالی از منابع داخل و منابع خارج یکسان است. بنابراین سهامدار نسبت به انتخاب سود و منافع سرمایه‌ای بی‌تفاوت هستند زیرا سرمایه‌گذاران از طریق تجزیه و تحلیل‌های مالی متوجه می‌شوند که ارزش شرکت بستگی به سلامت و بنیه مالی آن دارد نه سیاست تقسیم سود. در واقع سود سهام حاوی اطلاعاتی است که از طریق تغییر سود سهام به سرمایه‌گذاران ارسال می‌شود. به همین جهت M-M به مدیران توصیه می‌کنند که از کاهش سود خودداری نمایند زیرا افزایش در سود، انتظارات سرمایه‌گذاران را درباره وضعیت درآمد‌های آتی شرکت بهبود می‌بخشد.

اگر سرمایه‌گذاری انجام شود و سود سهام پرداخت نگردد، ارزش سهام و در نتیجه ثروت سهامداران افزایش می‌یابد و در نهایت آنها با افزایش سرمایه بیشتر از حالتی که سود سهام پرداخت شده باشد، روبرو هستند.

نرخ مالیات به منافع سرمایه‌گستر از نرخ مالیات به سود سهام است. در حقیقت می‌توان گفت که پاسخ به سؤالات فوق واضح نیست. اگر دقیق‌تر در رابطه با سود سهام تعمق کنیم به نظر می‌رسد که به یک معما می‌ماند (PUZZLE) با اجزایی که با همدیگر هماهنگ نیستند.

مشکل تعیین ترجیحات سرمایه‌گذاران در مورد سیاست تقسیم سود

عموم تست‌های تجربی در تعیین اینکه سرمایه‌گذاران سود سهام را ترجیح می‌دهند یا از آن اجتناب می‌ورزند، ناتوانند. اگر سرمایه‌گذاران کل سود را تقاضا کنند، شرکت باید تمام سود را مبنای قرار دهد. اما واقعاً مشکل است تعیین کرد که سرمایه‌گذاران تقاضای سود سهام دارند یا خیر.

تئوریسین‌های مالی نظریات خود را با توجه به اینکه به ارتباط بین سیاستهای تقسیم سود و ارزش سهام معتقد هستند و یا به عدم ارتباط بین آنها، ارایه داده‌اند. بعضی از این صاحب‌نظران کوشیده‌اند با توجه به ریاضیات پیچیده و تحت شرایط بازار کامل سرمایه (Perfect Capital Market) فرضیات خود را در رابطه با بی‌ارتباطی بین تقسیم سود و ارزش سهام به اثبات رسانند. پیروان این مکتب به Perfect Market School معروف هستند.

عده‌ای دیگر به وجود نواقص در بازارهای واقعی اشاره داشته و مدعی هستند که به دلیل وجود این نواقص، سیاست تقسیم سود نمی‌تواند در ارزش سهام بی‌تأثیر باشد. طرفداران این مکتب به «Imperfect Market School» مشهورند.

در متون مالی نظریات این دو گروه به ترتیب تحت عنوان عدم ارتباط تقسیم سود (Irrelevance of Dividend) و مربوط بودن تقسیم سود (Relevance of Dividend) آمده است.

در ارتباط با تأثیر سود بر ارزش شرکت دو دیدگاه وجود دارد که عبارتند از:

الف - نظریه عدم ارتباط تقسیم سود

در مکتب بازارهای کامل، عقیده بر این است که سیاست پرداخت سود سهام شرکتها اساساً نامربوط و بدون اهمیت است. پیروان مکتب مزبور استدلال می‌کنند که هزینه تأمین مالی از منابع داخلی و خارجی (انتشار سهام) یکسان است و بنابراین میزان و نوع

**AEROSPACE SCIENCE & INDUSTRY
SHENZHEN(GROUP)CO LTD**

Add.: 5 Floor, Block B, Hangtian Mansion, □
No.4019 Shennan Avenue,Futian District, Shenzhen, China

SHIPPING ADVICE

PI NO.: FFJ185362
DATE: Mar. 10th, 2015

BUYER : Sanaye Chap Va Baste Bandi Asan Ghazvin
Add: No. 2709, Vali E Asr St, Tehran, Iran
B/L NO. & DATE : HDM0279SISH8675 / Mar. 10th, 2015
VESSEL : SHABGOUN / 02796
FROM : SHANGHAI, CHINA
TO : SHAHID RAJAEI, BANDAR ABBAS, PERSIAN GULF
ETD : Mar. 10th, 2015 SHANGHAI, CHINA
ETA : ON OR AROUND Mar.25, 2015 SHAHID RAJAEI, BANDAR ABBAS, PERSIAN GULF

CONTAINER NO. & SEAL NO.	COMMODITY & DESCRIPTION	QUANTITY	NET WEIGHT (KGS)	GROSS WEIGHT	MEASUREMENT (CBM)
White Top Liner Board HLS Code: 48103200					
In reels PI No. and Date: FFJ185362 - 09-Jan-2015 CB No.: 63082844					
1# IRSU4832905/003330	150gsm, RM220cm	3 REELS	@ 6,740.00	@ 6,740.00	@ 13.775
	150gsm, RM230cm	5 REELS	@ 12,427.00	@ 12,427.00	@ 25.397
	150gsm, RM240cm	2 REELS	@ 5,298.00	@ 5,298.00	@ 10.828
2# IRSU4990393/003327	150gsm, RM220cm	1 REELS	@ 2,515.00	@ 2,515.00	@ 5.182
	150gsm, RM240cm	8 REELS	@ 21,751.00	@ 21,751.00	@ 44.818
3# IRSU5088043/003329	150gsm, RM220cm	2 REELS	@ 4,647.00	@ 4,647.00	@ 9.194
	150gsm, RM230cm	3 REELS	@ 7,143.00	@ 7,143.00	@ 14.132
	150gsm, RM240cm	2 REELS	@ 5,116.00	@ 5,116.00	@ 10.121
	150gsm, RM250cm	3 REELS	@ 8,367.00	@ 8,367.00	@ 16.553
4# IRSU5115473/003328	150gsm, RM220cm	1 REELS	@ 2,399.00	@ 2,399.00	@ 4.746
	150gsm, RM250cm	8 REELS	@ 22,873.00	@ 22,873.00	@ 45.254

TOTAL: 38 REELS 99,276.00 99,276.00 200.000
VVVVVVVV VVVVVV

SAY TOTAL THIRTY EIGHT REELS ONLY

SHIPPING MARKS:
N/M



AEROSPACE SCIENCE & INDUSTRY
SHENZHEN(GROUP)CO LTD



بنابراین همزمان با افزایش در ساختار سرمایه، هزینه سرمایه (ارزش ویژه) برای پوشاندن کامل هرگونه مزیت ناشی از این افزایش بدهی، افزایش خواهد یافت.

نرخ تنزیل مناسب برای یک پروژه سرمایه‌گذاری خاص به منابعی که وجوه مورد نیاز برای تأمین مالی آن مورد استفاده قرار می‌گیرد وابسته نیست. این مسأله بی‌ارتباطی تصمیمات مالی در این مورد را بیان می‌کند و دلالت بر این دارد که فقط تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری است که در هدف حداکثر کردن ارزش بازار شرکت اهمیت دارد. نتیجه مهمی که از این موضوع حاصل می‌شود این است که مدیران مالی وقتی که هزینه سرمایه یک سرمایه‌گذار را تخمین می‌زنند، نیازی نخواهند داشت که منابع تأمین مالی پروژه را نیز مورد توجه قرار دهند.

اثبات ریاضی نظریه میلر و مودیلیانی^(۱)

نکته اساسی نظریه M-M آن است که تأثیر پرداخت سود سهام بر ثروت سهامداران دقیقاً توسط سایر روشهای تأمین مالی خنثی می‌شود و چون گفتیم که سهامدار نسبت به دریافت سود سهام و یا ابقای سود شرکت (عدم تقسیم سود) و کسب منافع سرمایه‌ای بی‌تفاوت می‌ماند. ارزش هر سهم در ابتدای دوره برابر است با ارزش فعلی سود سهام پرداخت شده در پایان دوره به علاوه ارزش بازار آن در پایان دوره. بنابراین:

$$P_0 = \frac{1}{1+r}(D_1 + P_1) \quad (1)$$

P_0 = ارزش بازار هر سهم در زمان صفر

r = نرخ تنزیل شرکت

D_1 = سود سهام در زمان ۱

P_1 = ارزش بازار هر سهم در زمان ۱

فرض کنید که n تعداد سهام در زمان صفر و m تعداد سهام جدید است در زمان t که با قیمت P_1 صادر خواهد شد.

$$nP_0 = \frac{1}{(1+r)} [nD_1 + (n+m)P_1 - mP_1] \quad (2)$$

این رابطه به این معناست که ارزش تمام سهام صادره در زمان صفر شامل ارزش فعلی تمامی سودهای پرداختی در زمان ۱ به علاوه ارزش سهام در زمان ۱ منهای ارزش سهام عادی

۱- بر اساس کتاب مدیریت مالی ترجمه: دستگیر، محسن.

نظریه آنان بر مبنای فرضیات زیر ارائه گردیده است.

۱- در بازار، رقابت کامل سرمایه وجود دارد و در آن سرمایه‌گذار اطلاعات کامل داشته و اطلاعاتی رفتار می‌نماید و متغیرهای اقتصادی و قانونی در رفتار او تأثیری نمی‌گذارد.

هزینه‌های کارگزاری و انتشار سهام وجود ندارد.

۲- سرمایه‌گذار در مورد سودآوری آتی شرکت اطمینان کامل دارد.

۳- تمامی شرکتها می‌توانند به گروه‌های متجانسی از نظر ریسک طبقه‌بندی گردند، در این طبقات ریسک تجاری تمامی شرکتها موجود در یک طبقه یکسان می‌باشد. درآمدهای ایجاد شده توسط داراییهای یک شرکت به خصوص که در یک طبقه خاصی از نظر ریسک قرار دارد، دارای همان درجه ریسکی است که درآمدهای ایجاد شده توسط داراییهای سایر شرکتها دارند.

۴- مالیات بر درآمد شخصی و مالیات بر درآمد شرکت وجود ندارد.

۵- شرکتها و افراد قادرند بدهی‌های خود را بدون محدودیت در نرخ بهره افزایش دهند.

۶- سهامداران در مورد اهرم شخصی و اهرم مالی بی‌تفاوت هستند.

با فرضیات فوق M-M به این نتیجه رسیدند که موضوعات زیر برقرار باشند:

ارزش کلی شرکت و هزینه سرمایه آن وابسته به ساختار سرمایه شرکت نمی‌باشد. ارزش

بازار شرکت به وسیله تنزیل جریان درآمدی ناشی از عملیات با نرخ مرتبط با ریسک آن شرکت تعیین می‌شود. یعنی:

$$V = \frac{NOI}{k_0}$$

V = ارزش کلی ابزار شرکت

NOI = درآمد خالص عملیاتی

k_0 = متوسط وزنی هزینه سرمایه

۲- رابطه زیر برقرار است:

$$K_e = K_e^* + (K_e - K_d) \frac{D}{E}$$

K_e = بازده مورد انتظار ارزش ویژه شرکت

K_e^* = بازده مورد انتظار موقعی که شرکت تماماً به وسیله صاحبان سهام تأمین مالی شده

است. (شرکت بدون بدهی)

K_d = بازده مورد انتظار بر روی بدهیها

$\frac{D}{E}$ = نسبت بدهی به ارزش ویژه

محل امضاء
تبر مالیاتی



رئیس‌جمهور محترم
وزارت امور اقتصادی و دارایی
جمهوری اسلامی ایران

نام شعبه:
کد شعبه:
تاریخ: ۱۳.....

نام شرکت:	شماره ثبت:
تاریخ ثبت:	شماره شناسه حقوقی:
نشانی:	کد پستی:
تلفن:	تلفن:
نام خانوادگی:	شماره ملی:
نام پدر:	شماره شناسنامه:
تاریخ تولد:	محل تولد: محل صدور:
نشانی:	جنسیت: <input type="checkbox"/> زن <input type="checkbox"/> مرد
کد پستی:	تلفن:

از آن در جهت تعیین اهلیت اعتباری و اعتبارسنجی اینجانب استفاده شده به همین منظور به بانک اجازه می‌دهم تا با رعایت اینجانب را که قبلاً توسط سازمان اعتبارسنجی شرکت مشاور، رتبه‌بندی اعتباری ایران گردآوری شده، بصورت مستمر از سامانه مذکور درخواست دریافت نموده و از آن جهت اعتبارسنجی اینجانب استفاده نماید.

دعای اینجانب را بصورت مستمر به شرکت مشاور و رتبه‌بندی اعتباری ایران ارسال نماید تا از این طریق زمینه لازم جهت اعطای تسهیلات را فراهم نموده، از کمال بودن اطلاعات من حاصل نماید و با رعایت سبب اعطای تسهیلات را حفظ نماید.

این اجازه، تودیع و برداشتن اطلاعات خود را به تمامی اعضای سازمان اعتبارسنجی شرکت مشاور، رتبه‌بندی اعتباری ایران داده و حق هرگونه اعتراض، مانع‌اندازی، اعلام دعوی و خسارت و غیره و زیان ناشی از استفاده و برداشتن اطلاعات سازمان اعتبارسنجی شرکت به استناد کنندگان مجاز از سوی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران را از خود مطالب نمی‌کند.

تأیید استعلام مطابق تعرفه اعلامی بانک پارسیان را از حساب/ حسابهای اینجانب برداشت نماید. همچنین تأیید کامل دارم که پرداخت این هزینه‌ها هیچگونه عقی برای اینجانب نیست تسهیلات ایجاد نخواهند کرد.

امضای متقاضی

اینجانب متقاضی این خدمات می‌باشم و به استناد اینجانب به بانک پارسیان مراجعه کرده و به عمل آمده و امضای من بر روی اینجانب به امضای من می‌باشد.

تأیید و امضای مسئول شعبه:

می‌توان بازاری یافت که کامل باشد. یکی از فرضیات این نظریه عدم وجود مالیات‌هاست سرمایه‌گذاران در هر کشور و بازاری برای دریافت سود و منافع سرمایه‌ای مالیات می‌پردازند نرخ‌های مالیاتی این دو نوع سود نیز فرق می‌کند. در هر جا نرخ مالیات سود سهام بیشتر منافع سرمایه‌ای است. نتیجه می‌گیریم که ارزش سهام در مورد تأمین مالی از داخل مؤسسه بالاتر از هنگامی است که تأمین مالی از خارج از مؤسسه انجام می‌گیرد. از اینرو صرفه مالیات منفعت سرمایه و سود سهام به نفع اتخاذ یک سیاست تسهیم سود مبتنی بر نگهداری سود مؤسسه است.

فرضیه دیگر میلر و مودیلیانی عدم وجود هزینه‌های مالیاتی و شناور است. $M-M$ فرض می‌کنند وقتی سهامدار سهام خود را می‌فروشد باید حق‌الزحمه‌ای بابت دارایی پرداخت نماید. همچنین در مورد هزینه‌های شناور آنها فرض کرده‌اند که تأمین مالی طریق منابع داخلی یا خارجی از نظر هزینه برای سهامداران یکسان است. عملاً می‌دانیم انتشار سهام جدید مستلزم هزینه است، اما نگهداری وجوه شرکت مستلزم هزینه نیست.

غیر مرتبط بودن سیاست سود سهام در بازارهای ناقص

در این تئوری آنچه اهمیت دارد، ترجیحات سرمایه‌گذاران است، منظور از ترجیحات سرمایه‌گذاران، اولویت دادن به سود سهام و یا نگهداری آن به عنوان سود انباشته در شرکت است.

برخی ادعا می‌کنند پرداخت سود سهام کمتر، موجب افزایش ارزش سهام می‌شود مدیران برای حداکثر نمودن ارزش سهام با نسبت پرداخت بالای سود موافق هستند. نظر $M-M$ و بلاک و شولز بر اساس اثر متقاضیان است.

اثر متقاضی (مشتري)^(۱)

سیاست سود سهام شرکتهای متفاوت است. تعدادی نسبت پرداخت بالای سود سهام دارند، برخی نسبت پرداخت پایین. ترجیحات سرمایه‌گذاران متفاوت است، هر سرمایه‌گذار علاقه خاصی دارد. تعدادی سود سهام بالا را ترجیح می‌دهند و برخی دیگر سود سهام پایه و منافع سرمایه‌ای بیشتر را ترجیح می‌دهند.

دلایلی که باعث اختلاف در ترجیحات سرمایه‌گذاران می‌شود عبارتند از تفاوت در تر

منتشره جدید است. مبلغ سهام منتشره جدید برابر است با:

$$mp1 = I - (x - nDI) \quad (۳)$$

I = مجموع سرمایه‌گذاریهای جدید در زمان ۱

X = مجموع عایدات جدید شرکت در طول دوره

فرمول فوق صرفاً مبین آن است که منابع وجوه باید برابر با مصارف وجوه باشد. یعنی مجموع درآمد خالص برابر با سهام جدید سرمایه‌گذاریهای جدید به اضافه سود سهام باشد. مبلغ کل تأمین مالی از طریق سهام جدید توسط مجموع سرمایه‌گذاریهای دوره که از طریق سود تقسیم نشده است، تعیین می‌شود. با جایگزین کردن رابطه ۳ در رابطه ۲ میلر و مودیلیانی nDI را حذف کردند.

$$nPO = \frac{1}{(1+r)} [(n+m) P1 - I + x] \quad (۴)$$

به دلیل اینکه DI در این رابطه ظاهر نشده است و به دلیل اینکه فرض شده است x و I و $P1(n+m)r$ از DI مستقل هستند. $M-M$ نتیجه گرفتند که ارزش جاری شرکت از تصمیمات جاری تقسیم سود سهام نیز مستقل است.

آنچه با افزایش سود سهام عاید سهامداران عادی می‌شود دقیقاً به وسیله کاهش در ارزش نهایی سهام خنثی می‌شود.

$M-M$ نیز می‌گویند که nPO نه تنها از تصمیمات تقسیم سود جاری، بلکه از تصمیمات تقسیم سود آینده نیز مستقل بوده و تحت تأثیر آنها قرار نمی‌گیرد. در شرایط فرضی با اطمینان کامل قیمت سهام در زمان ۱ و زمان ۲ توسط سرمایه‌گذاران صرفاً با رابطه ۴ تبیین می‌شود. بنابراین سهامداران بین عدم تقسیم سود سهام و یا تقسیم سود سهام دوره‌های آتی بی تفاوت خواهند بود. در نتیجه تصمیمات تقسیم سود سهام جاری و آینده تأثیر بر ثروت سهامداران ندارد. آنچه بر ثروت سهامداران تأثیر دارد، جریان عایدات نقدی منتظره آینده شرکت است.

انتقاد از نظریه میلر و مودیلیانی

نظریه میلر و مودیلیانی بر مفروضاتی مبتنی است که بسیاری از این مفروضات در عمل واقعیت ندارند.

این نظریه به خاطر این مفروضات عملاً کاربرد خود را از دست داده است. به ندرت

رجل الحاق
تبر مالیاتی



رئاسته حقوق و حقوق اطلاعات مشور
از شرکت مشاوره و تحقیقات اقتصادی ایران

نام شرکت	شماره ثبت
نام شخص	شماره ثبت
نام پدر	شماره شناسنامه
نام تولد	شماره شناسنامه
تاریخ تولد	شماره شناسنامه
جنسیت	جنسیت: <input type="checkbox"/> زن <input type="checkbox"/> مرد
تلفن	تلفن

ت تعیین احلیت اختیاری و اعتبارسنجی اینجانب استفاده شود. به همین منظور به بانک اجازه می دهیم تا
را که قبلاً توسط سامانه اعتبارسنجی شرکت مشاوره و تحقیقات اقتصادی ایران گردآوری شده بصورت مستمر از سامانه مذکور درخواست دریافت نموده و از آن جهت
شبه استفاده نماید
با بصیرت مستمر به شرکت مشاوره و تحقیقات اقتصادی ایران ارسال نماید تا از این طریق زمینه لازم جهت اعطای تسهیلات را فراهم نموده از تکمیل بودن اطلاعات
به و جامعیت سیستم اعطای تسهیلات را حفظ نماید
ت و پرداختی اطلاعات خود را به تمامی اعضای بانک اعتبارسنجی شرکت مشاوره و تحقیقات اقتصادی ایران داده و حق هرگونه اعتراض، تاهنهای اعلام دعوی و
هر و زیان ناشی از استفاده و پرداختی اطلاعات سامانه اعتبارسنجی شرکت به استفاده کنندگان مجاز از سوی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران را از خود سلب
حقوق صرفه انحصاری بانک پارسیان را از حساب/ حسابهای اینجانب برداشت نماید. همچنین اطمینان کامل دارم که پرداخت این هزینه ها هیچگونه مافی برای اینجانب
ایجاد نخواهد کرد.

امضای متقاضی

که متقاضی این طرح را در اختیار اینجانب استفاده و پرداختی را به بانک مرکزی ایران داده و تمامی اعضای بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران را از خود سلب
حقوق صرفه انحصاری بانک پارسیان را از حساب/ حسابهای اینجانب برداشت نماید. همچنین اطمینان کامل دارم که پرداخت این هزینه ها هیچگونه مافی برای اینجانب
ایجاد نخواهد کرد.

باشد، به عنوان سود نقدی بین سهامداران توزیع می‌گردد.

برخورد با مسأله سود سهام در تعیین ارزش شرکت نامربوط است و سهامدار بین دریافت سود سهام و ابقای سود در شرکت بی تفاوت است. اگر پروژه‌های سرمایه‌گذاری بازدهی بیشتر از بازده مورد انتظار داشته باشند، سرمایه‌گذار از اینکه هیچگونه سودی تقسیم نشود خوشحال است. و برعکس اگر بازده آن کمتر از بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار باشد سرمایه‌گذار تقسیم سود را ترجیح خواهد داد. در مورد سرمایه‌گذاری مجدد سود سهام سه روش وجود دارد که عبارتند از:

الف - سرمایه‌گذاری مورد نیاز بیش از سودهای قابل تقسیم است.

ب - سرمایه‌گذاری مورد نیاز برابر سودهای قابل تقسیم است.

ج - سرمایه‌گذاری مورد نیاز کوچکتر از سودهای قابل تقسیم است.

مطابق نظریه باقیمانده درآمد در دو حالت الف و ب سودی بین سهامداران تقسیم نمی‌گردد و در حالت ج باقیمانده سود تقسیم می‌گردد.

ب - نظریات ارتباط سیاست تقسیم سود با ارزش شرکت

در مکتب بازارهای ناقص، استلال می‌شود که عواملی نظیر هزینه‌های مبادله، هزینه تحصیل اطلاعات و مسایل مالیاتی که موجب می‌گردد بازار کامل محسوب نشود، اهمیت سیاست پرداخت سود سهام را مورد تأکید قرار می‌دهد. برخی از پیروان مکتب مزبور بر این باورند که پرداخت سود سهام کمتر و تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای از منابع داخلی د مقایسه با پرداخت سود سهام بیشتر و تأمین مالی از منابع خارجی، از لحاظ واحدهای انتفاعی به مصلحت و مرجح است. تأمین مالی داخلی در مقایسه با تأمین مالی خارجی (۱) طریق انتشار سهام) ارزاتر و بهتر تلقی می‌شود. زیرا سهامداران فعلی درآمد خود را از طریق سود سرمایه‌ای تحصیل می‌کنند (به جای دریافت سود سهام) که از لحاظ پرداخت مالیات و درآمد، به نفع آنان است. علاوه بر این در تأمین مالی از منابع داخلی می‌توان از هزینه‌های انتشار اوراق بهادار و مانند آن نیز پرهیز کرد.

برخی دیگر از پیروان مکتب بازارهای ناقص توصیه می‌کنند که واحدهای انتفاعی باید سود سهام نسبتاً زیاد بپردازند حتی اگر ناگزیر از انتشار و فروش سهام جدید بشوند. گروه اخیر چنین استدلال می‌کنند که سهامداران ممکن است مخارج زندگی خود را از محل درآمد سهام اداره کنند و کاهش این درآمد، آنان را مجبور به فروش سهام و تحمل هزینه‌های مربوط

مالیات، تفاوت در درآمد سود سهام و منافع سرمایه.

در نتیجه در بازارهای کارآی ناقص، افزایش ارزش شرکت فقط به وسیله تغییرات نسبت پرداخت سود سهام امکان ندارد و می‌توان گفت که سیاست سود سهام غیر مرتبط است. در نظریه متقاضی نیاز سرمایه‌گذار و شناسایی آن اهمیت دارد.

واقعاً مهم نیست که سرمایه‌گذار M جذب شود یا لا. آنچه اهمیت دارد، جذب متقاضیانی است که خواسته‌های مشابه دارند. در هر حال غیرمحمّل به نظر می‌رسد که مدیریت به طور جدی معتقد باشد که سیاست سود سهام مهم نیست.

نظریه درآمد باقیمانده^(۱)

مبنای کلی این نظریه این است که ارزاترین منبع مالی برای یک شرکت، تأمین مالی از داخل شرکت است نه صدور سهام و یا اوراق قرضه. به طور کلی منابع پولی برای سرمایه‌گذاری عبارتند از:

- ۱- قرض و وام
- ۲- صدور سهام
- ۳- سود انباشته

قرض و وام و صدور سهام تأمین‌کننده وجوه سرمایه‌گذاری جدید هستند.

مدیریت مالی شرکت، ساختار مالی را طوطی یک دوره تعیین می‌کند. به این ترتیب دارایی‌های شرکت چقدر باید باشد و این دارایی‌ها از چه محلی باید تأمین گردند؟

ترازنامه

$$\begin{array}{r} \text{دارایی‌ها } N \\ \hline \text{بدهی‌ها } NI \\ \text{حقوق صاحبان سهام } M \\ \hline \end{array}$$

هرگاه شرکت پروژه‌هایی داشته باشد که بازده آنها بیش از بازده مورد انتظار باشد، در آن صورت از سود تقسیم نشده برای تأمین مالی پروژه‌ها استفاده خواهد کرد. در صورتی که نزد شرکت پس از تأمین تمام پروژه‌های قابل قبول، هنوز وجوهی از سود تقسیم نشده باقی مانده

$$V_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{d_i}{(1+k)^i} + \frac{V_3}{(1+k)^3} = \frac{d_1}{1+k} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \frac{d_3 + V_3}{(1+k)^3} \quad (۲-۲)$$

V_3 ارزش سهم را هنگامی که در دوره زمانی $t=3$ فروش می‌رسد، نشان می‌دهد. به اساس معادله (۲-۱) V_3 عبارتست از ارزش فعلی تمام سودهای سهم از دوره $t=4$ تا بی‌نهایت که مطلب به صورت نمادی عبارت خواهد بود از:

$$V_3 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_{t+3}}{(1+k)^i} = \frac{d_t}{(1+k)} + \frac{d_5}{(1+k)^2} + \frac{d_6}{(1+k)^3} + \dots + \frac{d_{\infty}}{(1+k)^{\infty}} \quad (۳-۲)$$

برای نشان دادن اینکه مدل تقسیم سود شامل وضعیت‌هایی نیز می‌گردد که در آن سهام قبل از دوره بی‌نهایت فروخته شود معادله (۲-۳) را در معادله (۲-۲) جایگزین نموده و معادله (۲-۲) به دست آید:

$$V_0 = \frac{d_1}{1+k} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \frac{d_3}{(1+k)^3} + \frac{d_t (1+k)^1 + \dots + d_{\infty} (1+k)^{\infty}}{(1+k)^3} \quad (۴-۲)$$

و چون

$$\frac{d_{n+3}/(1+k)^n}{(1+k)^3} = \frac{d_{n+3}}{(1+k)^n (1+k)^3} = \frac{d_{n+3}}{(1+k)^{n+3}}$$

معادله بالا می‌تواند به صورت زیر نوشته شود:

$$V_0 = \frac{d_1}{1+k} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \frac{d_3}{(1+k)^3} + \frac{d_4}{(1+k)^{3+1}} + \frac{d_5}{(1+k)^{3+2}} + \dots + \frac{d_{\infty}}{(1+k)^{\infty}} \quad (۵-۲)$$

در مقایسه معادله‌های (۲-۱) و (۵-۲) می‌بینیم که دو معادله یکسان هستند. همانطور که در معادله (۵-۲) مشاهده می‌کنید V_2 و V_3 را نیز دربر می‌گیرد که نشانگر ارزش سهم در آیند و به عبارت دیگر عایدات سرمایه است و V_3 خود ناشی از عایدات نگهداری شده می‌باشد

خواهد کرد. علاوه بر این، بر اساس استدلالات گروه مزبور، واحدهای انتفاعی می‌توانند با پرداخت سود سهام زیاد، توانایی خود را در تحصیل وجه نقد و تأمین بازده مناسب برای سرمایه‌گذاری سهامداران نشان دهند. به طور خلاصه بنا بر باور این گروه از پیروان مکتب بازارهای ناقص، دریافت منظم سود سهام نسبتاً زیاد، متضمن مخاطره‌ای کمتر از تحصیل بالقوه سود سرمایه‌ای توسط سهامداران است.

تئوری بازارهای ناقص، صرف‌نظر از توجیه پرداخت سود سهام کم یا زیاد، به طور کلی بر این موضوع تأکید دارد که به دلیل وجود هزینه‌های متنوع مبادله اوراق بهادار (بازار ناقص) بهتر است واحدهای انتفاعی از سیاست پرداخت سود سهام با ثبات پیروی کنند.

ام‌جی گوردون (M.J. GORDON) از مشهورترین صاحب‌نظرانی است که معتقد است سود سهام بر ارزش بازار سهام تأثیر دارد و پیشنهاد می‌کند که مدیران شرکتها برای بالا بردن ارزش شرکت بایستی نرخ سود سهام پرداختی بالایی داشته باشند (گوردون ۱۹۶۲) شاید مناسبترین نقطه برای شروع تشریح نظریات گوردون مدل ارزیابی وی باشد.

مدل ارزیابی گوردون

گوردون مدلی با استفاده از سود سهام پرداختی برای ارزیابی سهام به وجود آورد. وی در این مدل ارزش سهام (V_0) را برابر با ارزش فعلی جریان نامحدود ($t=\infty$) سود سهام (d) که به سهامدار پرداخت می‌گردد، می‌داند:

$$V_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{d_i}{(1+k)^i} + \frac{d_1}{1+k} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \frac{d_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{d_{\infty}}{(1+k)^{\infty}} \quad (۱-۲)$$

در معادله بالا K عبارتست از نرخ تنزیل متناسب با ریسک شرکت. در این مدل فرض می‌شود که عایدات نگهداری شده، سود سهام آتی شرکت را افزایش می‌دهد. بنابراین مدل گوردون از عایدات نگهداری شده چشم‌پوشی نکرده بلکه آن را به صورت غیرمستقیم وارد مدل خود می‌نماید.

گوردون برای نشان دادن اینکه این مدل، سود نگهداری شده و عایدات سرمایه را نیز دربر می‌گیرد، چنین استدلال می‌نماید که اگر سرمایه‌گذاری بعد از سه دوره زمانی سهم خود را بفروشد، ارزش فعلی سهم مزبور به صورت زیر محاسبه خواهد شد.

Handwritten musical notation on a single staff, featuring various notes, rests, and bar lines.

የፍጥነት ምዕራፍ ስር

-
- 10

6.11.17
6.11.18

$$\begin{aligned}
 V_0 &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_0 (1-f)^t}{(1+k)^t} & \text{و چون } d_0 = e_0(1-f) \text{ بنابراین:} \\
 & & (۱۴-۲) \\
 V_0 &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{e_0 (1-g)^t}{(1+k)^t} & \text{و چون } e_1 (1+fr)^t = (1+g)^t \text{ بنابراین:} \\
 & & (۱۵-۲) \\
 V_0 &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_0 (1+g)^t}{(1+k)^t} = \frac{d_1}{k-g} & \text{با استفاده از ریاضیات ثابت می‌شود که:} \\
 & & (۱۶-۲)
 \end{aligned}$$

معادله (۱۳-۲) می‌تواند با جایگزینی $(1-f) = e_0$ به جای d_0 به صورت زیر درمی‌آید:

$$\begin{aligned}
 V_0 &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{e_0 (1-f) (1+g)^t}{(1+k)^t} & (۱۷-۲) \\
 &= \frac{d_1}{k-g} & (۱۸-۲) \\
 &= \frac{e_1 (1-f)}{k-g} & (۱۹-۲)
 \end{aligned}$$

یکی از مزایای مدل تقسیم سود گوردون این است که می‌تواند به شکلهای مختلفی بیا گردد. برای مثال معادلات (۲-۱) و سه معادله اخیر با وجود یکسان بودن، ظاهراً روابط متفاوتی را بیان می‌کند. معادله (۱۷-۲) روابط بین عایدات (e_0) سیاست تقسیم سود (سودآوری داخلی (r) و هزینه سرمایه شرکت (k) را در تعیین ارزش سهم بیان می‌کند.

تأثیر سیاست تقسیم سود بر قیمت از نظر گوردون

مدل تقسیم سود گوردون ابزار بالارزشی برای نشان دادن تأثیر سیاستهای تقسیم سود ارزش شرکت، فراهم آورده است. وی در مطالعه خود بر روی سیاستهای تقسیم سود فرضیات زیر را ارائه کرده است:

- ۱- تأمین مالی خارجی وجود ندارد. این مدل شامل هیچگونه متغیر بدهی، هزینه بهره و انتشار سهام جدید نمی‌باشد و چون عایدات نگهداری شده تنها منبع وجوه برای توسعه هستند سیاستهای تقسیم سود و سرمایه‌گذاری باید برای عایدات شرکت رقابت نمایند.
- ۲- نرخ بازده سرمایه‌گذاری (r) ثابت است.

روابط در مدل تقسیم سود گوردون

با نشان دادن عایدات سود سهام پرداختی و سود نگهداری شده و نرخ رشد، مدل گوردون این متغیرها را صریحاً به کار می‌برد، سود سهام به عایدات به واسطه این تعریف که سود سهام پرداختی عبارت از نرخ پرداخت سود ضربدر عایدات می‌باشد، به صورت زیر محاسبه می‌شود:

داشته باشیم:

$$D_t = t \text{ سهم پرداختی در دوره } t$$

$$F = \text{سود نگهداری شده}$$

$$F_{t+1} = t \text{ پرداخت در دوره } t$$

نتیجه می‌شود:

$$D_t (1-f) E_t = \text{کل سود سهام پرداختی} \quad (۲۰-۲)$$

$$d_t = (1-f) e_t = \text{سود سهام پرداختی به یک سهم} \quad (۲۱-۲)$$

فرض کنید که کل سود نگهداری شده (FE) در شرکت با نرخ بازده r سرمایه‌گذاری مجدد گردد و در ضمن تنها راه رشد، استفاده از سودهای نگهداری شده باشد و در نتیجه می‌توان گفت که سودهای نگهداری شده در هر دوره زمانی g به دوروش رشد می‌نماید که می‌توان آن را به صورت زیر نوشت:

$$E_t = (1+g)^t (E_0) = (1+fr)^t (E_0) \quad (۲۲-۸)$$

$$e_t = (1+g)^t (e_0) = (1+fr)^t (e_0) \quad (۲۲-۹)$$

مادامی که نرخ نگهداری سود عددی مثبت باشد ($F > 0$) سود هر سهم اگر سهام جدیدی منتشر نشود، به شکل زیر رشد خواهد کرد:

$$E_t = (1-f) (1+fr)^t (e_0) \quad (۲۲-۱۰)$$

$$= (1-f) (1+g)^t (e_0) \quad (۲۲-۱۱)$$

$$\text{و چون } e_t (1+g) = e_0 \text{ بنابراین}$$

$$= (1-f) (e_t) \quad (۲۲-۱۲)$$

در موردی که مقداری از عایدات نگهداری می‌شود و بازدهی با نرخ r کسب می‌نماید، ارزش فعلی با جایگزینی معادله (۱۰-۲) تعیین می‌گردد که عبارت خواهد بود از:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{e_0 (1-f) (1+fr)^t}{(1+k)^t} \quad (۲۲-۱۳)$$



Parsian Bank

Account Balance Statement

To whom it may concern,

Subject: Account Balance Statement

This is to certify that Ms. ELMIRA ASADI hold(s) the following account(s) with our bank.

The balance is IR.Rials 1,548,646,479
The total balance is USD 60,139.28

Accounts details:

Account No.	Account Type	Opening Date	Remaining Balance
1	Long term deposit	2010.08.31	100,000,000
2	Short term deposit	2011.06.07	258,646,479
3	Long term deposit	2014.02.01	750,000,000
4	Long term deposit	2014.05.24	440,000,000
TOTAL BALANCE			1,548,646,479
			IR.Rials

Account turnover for the requested period :

Account No.	From	To	Credit	Debit
800-1257705-2	2013.10.03	2014.07.02	2,008,202,674	1,943,140,000
1				

(1USD= 25,751 IR.Rials as the reference rate of today)

This certificate is issued as a matter of information only by the request of the above said person and holds no liabilities and/or responsibilities whatsoever for this bank and/or its officers .

Yours faithfully
Parsian Bank

T.AHANI

A.KHOSHABAN

Adres : No 4, Zaratshan St., Farahzady Blvd., shahrak Ghods, 14677 - 93811 Tehran - Iran
Tel : +9821 84844 Fax : +9821 88362744 E-international_dept@parsian_bank.ir
Swift BIC : BKPAIRTH Telex : 215122 PABA IR

۳- شرکت‌های عادی (در حال بلوغ)^(۱)

این شرکت‌ها دارای تعداد محدودی سرمایه‌گذاری می‌باشند که در آنها $r > k$ می‌باشد معمولاً چنین شرکت‌هایی در یک محیط آرام فعالیت می‌کنند. برای آنان به طور کلی $r = k$ بوده و سیاست تقسیم سود تأثیری بر ارزش شرکت بر مبنای مدل گوردون ندارد.

به طور کلی در شرکت‌های رشد یابنده با کاهش سود نگهداری شده، ارزش شرکت نیز کاهش می‌یابد و در شرکت‌هایی نزولی عکس این مطلب صادق می‌باشد. در مورد شرکت‌های معمولی چگونگی پرداخت سود و یا نگهداری عایدات در ارزش شرکت بی‌تأثیر است. قابل توجه است در هر سه شرکت موقعی که هیچگونه سودی نگهداری نمی‌شود، ارزش آنها به دلیل عدم سرمایه‌گذاری برابر می‌باشد و در واقع از رابطه $\frac{E_1}{k}$ به دست می‌آید.

گوردون بر اساس مفروضات خود به این نتیجه رسید که نرخ سودی که سرمایه‌گذار جریان سود خود را با آن تنزیل می‌کند، همراه با اتفاقات آینده مربوط به بنگاه افزایش می‌یابد. وقتی سرمایه‌گذاران سودهای سهام طولانی مدت را با نرخ سودهای سهام کوتاه مدت تنزیل می‌کنند، افزایش نسبت سود نگهداری شده در بنگاه بر افزایش میانگین نرخ تنزیل یعنی K و به همان نسبت کاهش ارزش سهام مؤثر است. از اینرو گوردون بر اثر عدم اطمینان نتیجه می‌گیرد که خط مشی تسهیم سود بر ارزش سهام مؤثر است. فرموله‌سازی مجدد اورفتا سرمایه‌گذاران را که یک واحد پول از درآمد سود سهام را بیش از یک واحد پول درآمد سود سرمایه می‌دانند توجیه می‌کند.

سرمایه‌گذاران مزبور سود سهام را بر منفعت سرمایه ترجیح می‌دهند. زیرا سود سهام آسانتر و راحت‌تر قابل پیش‌بینی است. ریسک و عدم اطمینان کمتری دارد و بنابراین با نرخ پایین‌تری تنزیل می‌گردد. ذکر این نکته لازم است که فرموله‌سازی جدید گوردون عبارتست از

$$P_0 = \frac{(1-b)E}{k - br}$$

که در آن K میانگین نرخ تنزیل است.

برای مدل فوق مفروضات او عبارتند از:

الف - سرمایه‌گذاران از ریسک‌گریزانند.

ب - آنها سودهای طولانی مدت را واجد قطعیت که r است ب - سودهای کوتاه مدت تلقی

۳- نرخ تنزیل مناسب برای شرکت ثابت است.

۴- شرکت دارای عمر نامحدود است.

۵- مالیات وجود ندارد.

۶- نرخ رشد $(g = fr)$ همیشه ثابت است.

۷- رابطه زیر باید همیشه برقرار باشد:

$$k = fr = g$$

اگر $k > g$ باشد، ارزش سهام نامعین خواهد بود.

۸- سیاست تقسیم سود که به وسیله f بیان می‌گردد، همیشه ثابت باقی می‌ماند.

در واقع گوردون با ارائه این فرضیات سه گروه شرکت را از نظر چگونگی تقسیم سود متمایز می‌نماید:

۱- مؤسسات رشد یابنده^(۱)

شرکت‌هایی که وجوه خود را با بازدهی بالاتر از هزینه سرمایه، سرمایه‌گذاری می‌کنند، شرکت‌های رشد یابنده هستند. این شرکت‌ها طبق مدل گوردون با نگهداری تمامی عایدات و سرمایه‌گذاری آن می‌توانند ارزش خود را حداکثر نمایند. در واقع شرکت‌هایی که $r > k$ دارند، اگر چنانچه تمامی عایدات خود را نگه ندارند، اشتباه بزرگی مرتکب شده‌اند. مدل گوردون نشان می‌دهد که پرداخت سود سهام، ارزش چنین شرکت‌هایی را کاهش خواهد داد.

۲- شرکت‌های دارای رشد نزولی (در حال افول)^(۲)

شرکت‌هایی که فرصتهای سرمایه‌گذاری سودآوری ندارند، مؤسسات دارای رشد نزولی نامیده می‌شوند. چنین شرکت‌هایی تنزیل نموده و سرمایه‌گذاری سودآوری در شرکت وجود ندارد. در واقع در اینگونه شرکت‌ها هزینه سرمایه از بازده آن بزرگتر ($K > r$) می‌باشد. در چنین مواردی شرکت‌ها با پرداخت همه آن چیزی که به صورت عایدات به دست آورده‌اند به صورت نقدی به سهامداران، می‌توانند ارزش شرکت را حداکثر نمایند. در حقیقت تصمیم بهینه مالی برای آنان نقد کردن شرکت و پرداخت سود سهام نقدی در اسرع وقت می‌باشد. در سیستم سرمایه‌گذاری وجوه پرداخت شده به سهامداران می‌تواند در سرمایه‌گذاری‌های بهتری استفاده گردد.

ate: 7/5/2014

ime: 8:13.27

age 1 of 7

Deposit Number : 800-1257705-2 For : Short Term Deposit
Account-Short Term Deposit Account_Real Person

Customer(s) Name: Elmira Asadi

Currency:IRR

IBAN : IR50 0540 1049 8000 1257 7050 02

Deposit Open Date : 2011/06/07

Remained in Begin Of Course : 193,583,805

Row	Date	Time	Voch No	Desc	Cheq/Sheet	Debit	Credit	Balance	Branch
1	2013/10/02	02:36	147834	None	0	0	1,038,406	194,622,211	0
2	2013/10/1	13:31	11138	NONE	2689450	0	25,000,000	219,622,211	0
3	2013/10/2	13:29	30917	NONE	994027	0	11,000,000	230,622,211	0
4	2013/10/2	13:29	40550	None	0	640,000	0	229,982,211	5010
5	2013/10/2	13:29	50113	NONE	993542	0	10,000,000	239,982,211	0
6	2013/11/0	12:38	79779	None	0	950,000	0	239,032,211	5010
7	2013/11/0	05:00	153648	None	0	0	1,301,125	240,333,336	0
8	2013/11/1	13:20	86131	NONE	2688101	0	15,500,000	255,833,336	0
9	2013/11/1	11:42	96973	None	0	1,750,000	0	254,083,336	5010
10	2013/11/1	11:42	96973	None	0	5,000	0	254,078,336	5010
11	2013/11/2	11:13	17757	None	0	0	38,000,000	292,078,336	5010
12	2013/11/2	13:40	17976	NONE	992953	0	17,000,000	309,078,336	0
13	2013/12/0	13:38	39756	NONE	992431	0	30,000,000	339,078,336	0
14	2013/12/0	15:46	49257	None	0	5,000,000	0	334,078,336	5010
15	2013/12/0	15:57	49273	None	0	330,000	0	333,748,336	5010
16	2013/12/0	12:32	51296	None	0	1,500,000	0	332,248,336	5010
17	2013/12/0	05:14	159448	None	0	0	1,632,249	333,880,585	0
18	2013/12/1	17:29	73634	None	0	676,000	0	333,204,585	5010
19	2013/12/1	12:45	74728	NONE	915229	0	25,000,000	358,204,585	0
20	2013/12/2	15:44	92016	None	0	1,280,000	0	356,924,585	5010
21	2013/12/2	13:36	2328	None	0	1,350,000	0	355,574,585	5010
22	2014/01/0	14:23	21754	None	0	298,000	0	355,276,585	5010
Sum						13,779,000	175,471,780		

سود سهام نقدی برای کسب یک نرخ بازده داخلی ثابت بطور دائم دوباره سرمایه‌گذاری شود. عایدات اصلی از این سرمایه‌گذاری مجدد rdI در طول دوره‌های آتی ادامه خواهد داشت بنابراین ارزش سهم عبارت خواهد بود از:

$$V'0 = \frac{0}{(1+k_1)} + \frac{d_2 + rd_1}{(1+k_2)^2} + \frac{d_3 + rd_1}{(1+k_3)^3} + \dots + \frac{d_t + rd_1}{(1+k_t)^t} \quad (21-2)$$

حتی اگر نرخ بازده داخلی برابر با متوسط نرخ تنزیل‌های متفاوت باشد $(r=kt)$ ارزش سهام در معادله $(21-2)$ پائین‌تر از ارزش سهم در معادله‌های $(1-2)$ و $(20-2)$ خواهد بود. به عبارت دیگر $V'0 > V0$ خواهد بود. به دلیل اینکه متوسط نرخ‌های تنزیل برای دوره زمانی... و 2 و 3 و t کوچکتر از متوسط نرخ‌های تنزیل برای دوره زمانی... و 3 و 2 و t می‌باشد. به عبارت دیگر اگر سود سهام پرداختی یکسان باشد و نرخ تنزیل مانند معادله $(1-2)$ طی زمان ثابت باقی بماند، ارزش شرکت به واسطه سال سود سهام در طول زمان بدون تغییر باقی خواهد ماند. معادله $(22-2)$ بیانگر چنین چیزی است:

$$\sum_{i=1}^{\infty} \frac{rd_1}{(1+k_i)} = \frac{rd_1}{k} = d_1 \quad \text{اگر } r=k \quad (22-2)$$

بنابراین اگر $r=k$ در طول زمان باشد انتقال d_t از طریق سرمایه‌گذاری مجدد به دوره‌های بعدی تأثیر در $V0$ نخواهد داشت. اما اگر $k_t > k_{t-1}$ باشد. آنگاه درآمد حاصله از سرمایه‌گذاری مجدد سود سهام (rd_1) با نرخ بالاتری تنزیل خواهد داشت. به دلیل اینکه متوسط... و 3 و 2 و t بزرگتر از متوسط برای... و 3 و 2 است که باعث خواهد شد $V0 > V$ گردد. این مسئله نشان می‌دهد که چگونه سیاست تقسیم سود می‌تواند در دنیای عدم حتمیت بر ارزش شرکت تأثیر گذارد.

معرفی ریسک در مدل گوردون نشان می‌دهد که چگونه بعضی از سرمایه‌گذاران به یک دلار سود دریافتی بیشتر از یک دلار عایدات سرمایه (سود نگهداری شده) ارزش می‌دهند دلیل این نحو ارزیابی از طرف سرمایه‌گذاران آن است که سود تقسیم شده به راحتی قابل پیش‌بینی است، از عدم اطمینان کمتری برخوردار است و به با ریسک کمتری همراه است.

می‌کند.

مدل پرنده در دست^(۱)

گوردون تأثیر کم کردن مفروضات خود را مورد مطالعه قرار داده و مدل خود را بر روی داده‌های تجربی با توسل به تستهای اقتصادسنجی آزمون نموده است. وی نتیجه گرفت که اگر $r=k$ باشد و تمامی فرضهای وی حفظ گردیده باشد، آنگاه سیاست تقسیم سود نامربوط است. اگرچه این فرضیات وقتی بیشتر با واقعیت تطبیق پیدا می‌کند که گوردون نتیجه می‌گیرد که سیاست تقسیم سود بر ارزش سهام، حتی اگر $r=k$ باشد تأثیر می‌گذارد. وی با معرفی ریسک و عدم حتمی بودن آن، راهی در جهت ارتباط سیاستهای تقسیم سود در دنیای واقعی گشوده است.

گوردون اعتقاد دارد که ریسک و عدم حتمی بودن بازمان و امتداد آن افزایش می‌یابد و سود سهام هر قدر که به طرف آینده حرکت نماییم، قطعیت کمتری می‌یابد. بنابراین k نمی‌تواند ثابت فرض شود بلکه با گذشت زمان k سریعتر افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر وی معتقد است که سود سهام آینده می‌باید با نرخ بالاتری از سود سهام جاری تنزیل شود. به طور نمادی به دلیل افزایش ریسک و عدم اطمینان در پرداختهای آتی t k $t-1$ برای دوره زمانی... و 2 و 1 می‌باشد. وی مدل تقسیم سود خود را که در معادله $(1-2)$ نمایش داده شده است با اضافه نمودن یک زیرنویس به نرخ‌های تنزیل برای بیان عدم اطمینان ویا در نظر گرفتن اینکه k $t-1$ k می‌باشد، دوباره به صورت زیر بیان نمود:

$$V0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+k_t)^t} \\ = \frac{d_1}{(1+k_1)} + \frac{d_2}{(1+k_2)^2} + \frac{d_3}{(1+k_3)^3} + \dots + \frac{d_t}{(1+k_t)^t} \quad (20-2)$$

معادله $(20-2)$ به «پرنده در دست» معروف است و اشاره به یک ضرب‌المثل دارد که می‌گوید: یک پرنده در دست بهتر از دو پرنده بر بالای درخت است که در اینجا حکایت از حتمیت بیشتر در دریافت‌های جاری نسبت به دریافت‌های آتی می‌کند. گوردون برای نشان دادن تأثیر عدم اطمینان بر روی سیاست تقسیم سود اینطور استدلال می‌کند که: فرض کنید اولین

Row	Date	Time	Voch No	Desc	Cheq/Sheet	Debit	Credit	Balance	Branch
23	2014/01/01	11:44	25031	None	0	160,000	0	355,116,585	5010
24	2014/01/01	13:03	25464	None	0	1,380,000	0	353,736,585	5010
25	2014/01/01	15:30	25374	NONE	669940	0	43,000,000	396,736,585	0
26	2014/01/01	15:32	24611	None	0	0	56,000,000	452,736,585	5010
27	2014/01/01	03:17	165448	None	0	0	2,052,274	454,788,859	0
28	2014/01/11	12:59	58858	None	0	0	186,000,000	640,788,859	0
29	2014/01/12	13:40	74696	None	0	0	27,000,000	667,788,859	5010
30	2014/01/12	14:04	74834	NONE	31021	0	22,000,000	689,788,859	0
31	2014/01/12	12:17	88489	None	0	0	16,000,000	705,788,859	5010
32	2014/01/12	12:22	88101	NONE	667087	0	38,000,000	743,788,859	0
33	2014/01/12	16:31	92038	None	0	1,233,000	0	742,555,859	5010
34	2014/01/20	14:14	92480	None	0	1,900,000	0	740,655,859	5010
35	2014/02/01	14:11	1465	None	0	0	20,000,000	760,655,859	5010
36	2014/02/01	14:15	1609	NONE	172275	0	20,000,000	780,655,859	0
37	2014/02/01	14:32	1614	None	172276	750,000,000	0	30,655,859	0
38	2014/02/01	02:41	171297	None	0	0	2,868,162	33,524,021	0
39	2014/02/01	13:51	13992	None	0	1,680,000	0	31,844,021	5010
40	2014/02/01	12:48	17818	None	0	3,500,000	0	28,344,021	5010
41	2014/02/01	12:48	17818	None	0	5,000	0	28,339,021	5010
42	2014/02/10	09:37	25278	None	0	0	7,448,000	35,787,021	5010
43	2014/02/11	17:24	36286	None	0	2,600,000	0	33,187,021	5010
44	2014/02/11	17:24	36286	None	0	5,000	0	33,182,021	5010
Sum									
						776,242,000		615,840,216	

From Before Page

Row	Date	Time	Voch No	Desc	Cheq/Sheet	Debit	Credit	Balance	Branch
23	2014/01/01	11:44	25031	None	0	160,000	0	355,116,585	5010
24	2014/01/01	13:03	25464	None	0	1,380,000	0	353,736,585	5010
25	2014/01/01	15:30	25374	NONE	669940	0	43,000,000	396,736,585	0
26	2014/01/01	15:32	24611	None	0	0	56,000,000	452,736,585	5010
27	2014/01/01	03:17	165448	None	0	0	2,052,274	454,788,859	0
28	2014/01/11	12:59	58858	None	0	0	186,000,000	640,788,859	0
29	2014/01/12	13:40	74696	None	0	0	27,000,000	667,788,859	5010
30	2014/01/12	14:04	74834	NONE	31021	0	22,000,000	689,788,859	0
31	2014/01/12	12:17	88489	None	0	0	16,000,000	705,788,859	5010
32	2014/01/12	12:22	88101	NONE	667087	0	38,000,000	743,788,859	0
33	2014/01/12	16:31	92038	None	0	1,233,000	0	742,555,859	5010
34	2014/01/20	14:14	92480	None	0	1,900,000	0	740,655,859	5010
35	2014/02/01	14:11	1465	None	0	0	20,000,000	760,655,859	5010
36	2014/02/01	14:15	1609	NONE	172275	0	20,000,000	780,655,859	0
37	2014/02/01	14:32	1614	None	172276	750,000,000	0	30,655,859	0
38	2014/02/01	02:41	171297	None	0	0	2,868,162	33,524,021	0
39	2014/02/01	13:51	13992	None	0	1,680,000	0	31,844,021	5010
40	2014/02/01	12:48	17818	None	0	3,500,000	0	28,344,021	5010
41	2014/02/01	12:48	17818	None	0	5,000	0	28,339,021	5010
42	2014/02/10	09:37	25278	None	0	0	7,448,000	35,787,021	5010
43	2014/02/11	17:24	36286	None	0	2,600,000	0	33,187,021	5010
44	2014/02/11	17:24	36286	None	0	5,000	0	33,182,021	5010

سرمایه ناشی از نگهداری عایدات در شرکت تلقی می‌گردد.

اگر عایدات مزبور هر ساله به دست آید، ارزش فعلی تعداد بی‌نهایت سودهای سرمایه یعنی $r(E-D)/k$ برابر با $\frac{r(E-D)}{k}$ خواهد بود. از اینرو ارزش هر سهم عبارت است از ارزش فعلی مقدار بی‌نهایت سودهای قابل تقسیم به علاوه ارزش فعلی تمام سودهای حاصله سرمایه‌گذاری. این امر در معادله زیر به روشنی مشخص گردیده است:

$$P = \frac{D}{k} + \frac{r(E-D)}{k} \quad (24-2)$$

والتر معتقد است که برای حداکثر کردن ثروت سهامداران بایستی روابط بین r و k مینا تصمیم‌گیری برای تقسیم سود قرار گیرد. بدین صورت اگر در شرکتی $r > k$ باشد در نتیجه مدیران شرکت برای حداکثر کردن ثروت سهامداران نیایستی هیچگونه سودی توزیع نمایند. اگر $r < k$ باشد شرکت بایستی تمام سود را بین سهامداران توزیع نماید و اگر $r = k$ باشد سهامدار نسبت به توزیع سود یا عدم توزیع سود بی‌تفاوت است.

مدل‌های قیمت‌گذاری سرمایه

برآورد و محاسبه هزینه تأمین مالی مرتبط با ساختار مالی بر اساس مدل‌های مختلفی برای قیمت‌گذاری سرمایه کاربرد دارد دقیق‌تر و منطقی‌تر خواهد بود. از جمله این مدل عبارتند از:

۱- **مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای** ^(۱) (CAPM)

CAPM ارتباط بین خطر - بازده و دارایی‌ها را در ارتباط با بازده بازار تبیین می‌کند. به کم این مدل نرخ بازده سهام عادی در یک دوره زمانی در مواقعی که قیمت سهام در دستر است، اندازه‌گیری می‌شود و از نتیجه این مدل به عنوان شاخص‌های بازار برای اندازه‌گیری عملکرد سهام استفاده می‌شود. در روش CAPM همه دارایی‌ها سه فئ قرار می‌گیرد. اما عمل برای اندازه‌گیری بازده همه دارایی‌ها (انواع دارایی‌ها) و یا دستیابی به شاخص بازار عام، مشکلاتی وجود دارد و برای تحقق مقاصد از سهام عادی برای تبیین مدل استفاده می‌شود. فرض اولیه CAPM در این است که نوعی رابطه خطی بین بازده سهام هر فعالیت

مدل والتر

پروفسور جیمز والتر چنین استدلال می‌کند که خطمشی تقسیم سود تقریباً همیشه بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. مدل وی یکی از نخستین کارهای تئوریک است که رابطه بین نرخ بازده داخلی شرکت r و هزینه سرمایه آن (k) را در تعیین خطمشی تقسیم سود با هدف حداکثر کردن ارزش فعلی ثروت سهامداران، نشان می‌دهد. مدل والتر بر فرضهای زیر مبتنی است:

- ۱- تمام عایدات شرکت به منزله عایدات قابل تقسیم میان سهامداران بوده و یا صرف سرمایه‌گذاری داخلی می‌گردد.
 - ۲- تمام وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری از محل سود نگهداری شده در شرکت تأمین می‌گردد و در نتیجه بدهی جدید ایجاد نمی‌گردد.
 - ۳- نرخ بازده داخلی (r) و هزینه سرمایه (k) ثابت است.
 - ۴- عمر شرکت بسیار طولانی و نامحدود است.
- فرمول والتر برای تعیین ارزش بازار هر سهم به قرار زیر است:

$$P = \frac{D}{k} + \frac{r(E-D)}{k} \quad (23-2)$$

P = قیمت بازار هر سهم

E = سود هر سهم

D = سود پرداختی به هر سهم

r = میانگین نرخ بازده داخلی

k = هزینه سرمایه (نرخ بازده مورد انتظار سهامدار)

معادله بالا به روشنی نشان می‌دهد که قیمت بازار هر سهم عبارتست از مجموع ارزش فعلی دو منبع مالی:

۱- ارزش فعلی یک جریان منفعت سرمایه‌که تا بی‌نهایت ادامه دارد و از فرمول $\frac{r(E-D)}{k}$ محاسبه می‌گردد.

۲- ارزش فعلی یک جریان سود قابل تقسیم ثابت است که تا بی‌نهایت ادامه دارد و از محاسبه $\frac{D}{k}$ حاصل می‌گردد.

وقتی شرکت مجموع سودهای تقسیم نشده $(E-D)$ را با نرخ بازده r نگهداری می‌کند، ارزش فعلی آنها عبارت از $r(E-D)/k$ خواهد بود. این مقدار در واقع به عنوان سود

Deposit Number : 800-1257705-2 For : Short Term Deposit
Account-Short Term Deposit Account Real Person
Customer(s) Name: Elmira Asadi

Currency:IRR

IBAN : IRR50 0540 1049 8000 1257 7050 02

Deposit Open Date : 2011/06/07

From Date 2013/10/03 To Date 2014/07/02

Row	Date	Time	Voch	Desc	Cheq/ Sheet	Debit	Credit	Balance	Branch
45	2014/02/18	18:52	52343	None	0	2,450,000	0	30,732,021	5010
46	2014/02/18	18:52	52343	None	0	5,000	0	30,727,021	5010
47	2014/02/12	12:44	55382	NONE	173275	0	42,000,000	72,727,021	0
48	2014/02/12	12:52	56503	None	0	0	39,000,000	111,727,021	5010
49	2014/02/19	19:29	57739	None	0	3,500,000	0	108,227,021	5010
50	2014/03/13	13:14	80374	None	0	0	21,000,000	129,227,021	5010
51	2014/03/04	04:13	82418	None	0	0	12,328,767	141,555,788	0
52	2014/03/03	03:30	97211	None	0	0	403,233	141,959,021	0
53	2014/03/12	12:29	97897	NONE	171703	0	45,000,000	186,959,021	0
54	2014/03/12	12:32	98410	None	0	0	39,000,000	225,959,021	5010
55	2014/03/14	14:35	12375	None	0	2,500,000	0	223,459,021	5010
56	2014/03/12	12:39	14908	None	0	2,000,000	0	221,459,021	5010
57	2014/03/18	08:41	19462	NONE	148776	0	10,000,000	231,459,021	0
58	2014/03/18	08:45	18933	None	0	0	82,000,000	313,459,021	5010
59	2014/03/19	09:00	19241	None	1	0	342,235,616	655,694,637	0
60	2014/03/19	09:01	19244	None	0	640,000,000	0	15,694,637	0
61	2014/04/04	04:57	19412	None	0	0	11,917,808	27,612,445	0
62	2014/04/10	10:46	26686	None	0	500,000	0	27,112,445	5010
63	2014/04/10	10:46	26686	None	0	5,000	0	27,107,445	5010
64	2014/04/10	10:52	26699	None	0	0	51,000,000	78,107,445	5010
65	2014/04/04	04:42	29210	None	0	0	360,214	78,467,659	0
66	2014/04/10	10:33	38018	None	0	0	1,290,000	79,757,659	5010
Sum						1,427,202,000	1,313,375,854		
From Before Page						776,242,000	615,840,216	33,182,021	

خلاصه فصل

در این فصل، مهم‌ترین موضوعات مرتبط با تقسیم سود، نظریه‌های تقسیم سود، روش‌های تقسیم سود، عوامل مؤثر بر تقسیم سود و همچنین تعامل انکارناپذیر بین سیاست تقسیم سود و ارزش‌آفرینی مورد بررسی قرار گرفته و به طور جامع تبیین گردید.

در این فصل با بررسی ارتباط بین تقسیم سود و ارزش‌آفرینی به جایگاه سیاست تقسیم سود در مدیریت مالی راهبردی پرداخته شد و به این نتیجه دست یافتیم که سیاست تقسیم سود با تأثیر کوتاه‌مدت و بلندمدت می‌تواند ثروت سهامداران و ارزش سهام شرکت را تحت تأثیر مثبت قرار دهد.

در این فصل رابطه بین سیاست تقسیم سود و تأمین مالی داخلی نیز بررسی گردید و به طور جامع روش‌های تقسیم سود نظیر تقسیم سود نقدی اعم از روش تقسیم مبلغ ثابت، روش تقسیم مبلغ متغیری از سود و روش تقسیم سود ثابت + حاشیه متغیر و در نهایت سیاست تقسیم سود مازاد به عنوان روش‌های تقسیم سود و تبیین سهام جایزه و تجزیه سهام پرداخته شده است که هر یک از این روش‌ها خود می‌تواند تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر ارزش شرکت داشته باشد.

تبیین نظریه‌های تقسیم سود از جمله مدل «گوردون و والتر» نظریه عدم اطمینان «کریشمیر و نظریه بی‌ارتباطی سیاست تقسیم سود با ارزش شرکت میلرو مدیلیانی به عنوان نظریه‌ها و تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته است.

محاسبه ضرایب مدل‌های CAPM و DCAPM

جهت محاسبه ضرایب مدل‌های CAPM و DCAPM، بازده‌های سهام و شاخص کل صورت روزانه در آذرماه ۱۳۸۴ برای شرکت، به‌رغم گامی نوسعه صنعتی ایران، پذیرفته شده در بورس تهران، از نرم‌افزار «ره‌آورد» استخراج گردیده‌اند. در این نرم‌افزار جهت محاسبه بازده‌های دارایی روزانه از رابطه زیر استفاده شده است:

$$R_i = \frac{(1 + \alpha) P_0 + DPS - P_1}{P_0}$$

که در آن:

رابطه بین تقسیم سود و ارزش‌آفرینی

ارزش‌آفرینی، فرآیند راهبردی است که از طریق افزایش ثروت سهامداران آشکار می‌شود. شاخص ارزش‌آفرینی، ارتقاء ثروت سهامداران و افزایش قیمت سهام، به تعبیر دیگر افزایش ارزش سهام شرکت است.

در فرآیند ارزش‌آفرینی، از منظر مدیریت مالی، اتخاذ تصمیمات راهبردی بسیار بااهمیت است. سیاست تقسیم سود از جمله تصمیمات راهبردی مدیریت مالی است که بر ارزش سهام شرکت تأثیر بسزایی دارد. اگر بپذیریم که یکی از شاخص‌های افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت، کسب بازده بالا یعنی سود حاصل از سرمایه‌گذاری (Capital gain) و عایدات نقدی سرمایه‌گذاری یعنی سود نقدی (DPS) باشد، آنگاه می‌توان به تأثیر سیاست تقسیم سود که آثار کوتاه‌مدت و بلندمدت را توأم به همراه دارد، اعتماد نمود. تأثیر سیاست تقسیم سود از منظر دیگر نیز قابل تأمل است. این دیدگاه، تأثیر سیاست تقسیم سود بر ساختار سرمایه را بیان می‌کند.

از آنجا که سیاست تقسیم سود، از طریق تأثیر بر نگهداشت سود یعنی سود تقسیم نشده، به عنوان منبع مالی بلندمدت، بر ساختار سرمایه مؤثر است و ساختار سرمایه کارآمد و اقتصادی با فراهم نمودن بستر فعالیت‌های اقتصادی شرکت، موجب می‌شود که دارایی‌های مالی شرکت نه تنها از ارزش لازم برخوردار باشند بلکه از تضمین رشد آتی نیز بهره‌مند گردند، این امر بر ارزش شرکت و ایجاد ارزش آتی فعالیت‌های شرکت مؤثر خواهد بود. بنابراین تأثیر نکارناپذیر سیاست تقسیم سود به دلیل ارتباط بین تقسیم سود و ارزش‌آفرینی، بر ایجاد ارزش آتی فعالیت‌های شرکت بدیهی و آشکار است و تأمل آن در مدیریت مالی راهبردی ضروری است.

Deposit Number : 800-1257705-2 For : Short Term Deposit
Account-Short Term Deposit Account_Real Person
Customer(s) Name: Elmira Asadi

Currency:IRR

IBAN : IRR50 0540 1049 8000 1257 7050 02

Deposit Open Date : 2011/06/07

From Date 2013/10/03 To Date 2014/07/02

Row	Date	Time	Voch	Desc	Chq/Sheet	Debit	Credit	Balance	Branch
111	2014/06/07	11:37	98971	NONE	709420	0	28,000,000	73,188,109	0
112	2014/06/07	11:38	99679	None	0	0	31,000,000	104,188,109	5010
113	2014/06/07	12:17	99787	None	0	870,000	0	103,318,109	5010
114	2014/06/07	19:26	1259	None	0	6,190,000	0	97,128,109	5010
115	2014/06/07	19:26	1259	None	0	5,000	0	97,123,109	5010
116	2014/06/09	09:54	6024	None	0	800,000	0	96,323,109	5010
117	2014/06/14	14:10	21245	None	0	1,650,000	0	94,673,109	5010
118	2014/06/14	22:14	22435	None	0	578,000	0	94,095,109	5010
119	2014/06/17	17:45	24791	None	0	1,200,000	0	92,895,109	5010
120	2014/06/19	09:41	36394	None	0	1,200,000	0	91,695,109	5010
121	2014/06/19	10:57	42204	None	0	4,260,000	0	87,435,109	5010
122	2014/06/19	10:57	42204	None	0	5,000	0	87,430,109	5010
123	2014/06/21	11:02	41542	NONE	50633	0	22,000,000	109,430,109	0
124	2014/06/21	11:04	42218	None	0	0	91,000,000	200,430,109	5010
125	2014/06/23	13:33	49713	None	0	0	20,580,000	221,010,109	5010
126	2014/06/24	04:59	52029	None	0	0	8,221,370	229,231,479	0
127	2014/06/25	15:53	57284	None	0	0	8,000,000	237,231,479	5010
128	2014/06/25	12:23	59916	None	0	3,580,000	0	233,651,479	5010
129	2014/06/25	12:23	59916	None	0	5,000	0	233,646,479	5010
130	2014/06/25	12:27	59938	None	0	0	25,000,000	258,646,479	5010
Sum						1,943,140,000	2,008,202,674		

Final Balance: 258,646,479