

گزارش آسیب‌شناسی
سیاست تقسیم سود (DPS)



بورس اوراق بهادار تهران
معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار
۱۳۸۹



abcBourse.ir



@abcBourse_ir

مرجع آموزش بورس



باز نشر :

فهرست مطالب

مقدمه	۳
۱. فلسفه تقسیم سود	۴
۲. تئوری‌های تقسیم سود	۵
۲-۱ نظریه عدم ارتباط تقسیم سود	۶
۲-۲ نظریات مربوط بودن تقسیم سود	۸
۳. سیاست تقسیم سود سهام	۱۵
۳-۱ سیاست تقسیم سود منظم	۱۵
۳-۲ سیاست تقسیم سود نامنظم	۲۲
۳-۳ سیاست تقسیم سود باقی مانده	۲۲
۴. عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود	۲۵
۴-۱ عوامل قانونی	۲۵
۴-۲ عوامل ناشی از قراردادها	۲۷
۴-۳ عوامل داخلی	۲۷
۵. زمان پرداخت سود	۳۲
۶. اثر سیاست‌های تقسیم سود بر قیمت سهام	۳۴
۷. اهمیت پایداری در سیاست سود سهام	۳۷
۸. تجربه کشورهای مختلف در مورد سیاست تقسیم سود	۳۸
۸-۱ موارد قانونی اتخاذ سیاست تقسیم سود در کشورهای مختلف	۳۸
۸-۱-۱ هند	۳۸
۸-۱-۲ ترکیه	۴۰
۸-۲-۱ ایالات متحده آمریکا	۴۴
۸-۱-۴ فرانسه	۴۶
۸-۱-۵ بحرین	۴۸
۸-۱-۶ چین	۴۹
۸-۱-۷ انگلستان	۵۰
۸-۲ مقایسه عملکرد	۵۳
۸-۲-۱ نسبت قیمت به سود	۵۳
۸-۲-۲ بازده سود ناخالص	۵۷
۸-۲-۳ بازده کل	۶۰

۹. تقسیم سود در ایران ۶۳
- ۹-۱ موارد قانونی در اتخاذ سیاست تقسیم سود در ایران ۶۳
- ۹-۲ تقسیم سود در بازار سرمایه ایران ۶۷
- ۹-۲-۱ بررسی رابطه بین قیمت و سود ۶۸
- ۹-۲-۲ بررسی نسبت تقسیم سود (D/E) ۷۴
- ۹-۲-۳ بررسی مدت زمان پرداخت سود ۷۷
- ۹-۲-۴ بررسی رابطه بین میزان سود تقسیمی و افزایش سرمایه ۸۰
- ۹-۲-۵ بررسی رابطه بین شاخص قیمت و بازده، شاخص بازده و شاخص کل ۸۱
۱۰. نتیجه‌گیری ۸۳
- منابع ۸۷

مقدمه

شرکت‌های سرمایه‌پذیر با برگزاری مجامع سالانه، اقدام به ارائه گزارش عملکرد و درخواست تصمیم‌گیری در مورد برخی از امور شرکت می‌کنند. در اکثر اوقات، بحث‌برانگیزترین بخش مجمع، تصمیم‌گیری درباره تقسیم سود است، به این دلیل که سهامداران برای دریافت بازده نقدی سرمایه‌گذاری خود، پیشنهاد توزیع حداکثری سود را ارائه می‌کنند و در مقابل مدیران شرکت‌ها برای جبران کمبود نقدینگی و جلوگیری از خروج منابع مالی، تمایلی به تقسیم سود ندارند. لذا مباحث مختلفی در رابطه با تقسیم سود از جمله میزان تقسیم سود و زمان پرداخت بین مدیران و سهامداران مطرح می‌شود که در نهایت تعیین‌کننده سیاست شرکت در مورد تقسیم سود نقدی است.

این پژوهش، در راستای افزایش آگاهی در مورد سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تهیه شده است و در آن پس از بیان مبانی نظری سیاست تقسیم سود، قوانین تجارت برخی از کشورهای منتخب مورد بررسی قرار می‌گیرد و سپس با استفاده از شاخص‌های مورد استفاده فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار در رابطه با سیاست تقسیم سود، گزارش‌های مقایسه‌ای بین کشورهای مختلف ارائه می‌شود. در خاتمه هم گزارشی از سیاست تقسیم سود در بازار سرمایه ایران از جنبه‌های گوناگون، از جمله رابطه بین قیمت و سود، نسبت تقسیم سود (D/E)، مدت زمان پرداخت سود، رابطه بین میزان سود تقسیمی و افزایش سرمایه و رابطه بین شاخص کل و شاخص قیمت ارائه می‌گردد.

۱. فلسفه تقسیم سود

مفهوم منفعت‌گرایی^۱ در ایجاد و اداره امور موسسات در سال‌های اخیر مورد نقد قرار گرفته است و تئوری‌پردازان اقتصادی مفاهیم دیگری از جمله مطلوبیت‌گرایی^۲ را جانشین آن کرده‌اند. به این دلیل منفعت‌گرایی در غالب نقدها مردود اعلام می‌شود که سود تنها انگیزه تاسیس و اداره شرکت‌ها نیست، بلکه اهداف رفاهی، اجتماعی، سیاسی و اقتصادی نیز از اهداف مهم تاسیس شرکت‌ها به شمار می‌روند.

اقتصاددانان همچنین تشکیل سرمایه^۳ را از عوامل موثر رشد و پیشرفت اقتصادی می‌دانند. تشکیل سرمایه یا از طرف دولت 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 و نظامی را مدنظر قرار می‌دهند. اما هدف بخش خصوصی از سرمایه‌گذاری موارد زیر است:

- کسب سود سالانه به عنوان سود سهام^۴
- کسب عایدی سرمایه^۵
- کسب سود سالانه و استفاده از عایدی سرمایه^۶

درعین حال که سرمایه‌گذاران به دریافت سود سالانه حاصل از سرمایه‌گذاری خود علاقه دارند، مدیران موسسات، ارزان‌ترین و مهم‌ترین منبع مالی را برای رشد و توسعه و تامین نیازهای مالی خود در عدم تقسیم سود جستجو می‌کنند، لذا میان این دو گروه تضادی وجود که باید قاعدتاً به یک راه حل بهینه ختم شود.

1. Profit Maximization
2. Utility Maximization
3. Capital Formation
4. Current Profit
5. Capital Gain
6. Current Profit & Capital Gain

۲. تئوری‌های تقسیم سود

سیاست تقسیم سود، یک جنبه مهم از مدیریت مالی است، به دلیل این که که مدیران در قالب این سیاست، تصمیم می‌گیرند که از نتیجه کلی عملیات شرکت یعنی سود، چه مبلغی بین سهامداران توزیع و چه مبلغی به صورت سود سنواتی در شرکت نگهداری شود. بازده کلی سهامدار نیز از عوامل این تصمیم‌گیری یعنی سود سهم دریافتی وی و عایدی سرمایه‌ای (افزایش قیمت سهام طی دوره معین) ناشی می‌شود. بنابراین سود سهام دریافتی سهامدار یک عنصر مهم در بازده سرمایه‌گذاری در شرکت به‌شمار می‌رود. بنابراین مدیران شرکت با تضادی در تلفیق دو جنبه قرینه از تقسیم سود روبرو هستند و ممکن است در این رابطه به یکی از دو صورت زیر عمل کند.

۱. ابتدا پروژه‌های سرمایه‌گذاری مورد قبول شرکت را از طریق سود، تأمین مالی کرده و سپس باقی‌مانده آن را در صورت وجود بین سهامداران توزیع کنند. در این صورت سود سهام به‌عنوان یک باقی‌مانده انفعالی^۱ خواهد بود. این تصمیم مدیران شرکت احتمالاً به نوسات شدید در پرداخت سود سهام از سالی به سال دیگر منجر می‌شود.

۲. ابتدا سود مورد نظر را بین سهامداران تقسیم و سپس باقی‌مانده را برای سرمایه‌گذاری مجدد استفاده کنند. اگر وجوه باقی‌مانده برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها ناکافی باشد، آن را از منابع تأمین مالی خارجی مانند ایجاد بدهی و یا انتشار سهام جدید تأمین کنند. در این حالت، سود سهام به‌عنوان یک متغیر تصمیم فعال^۲ عمل می‌کند و شرکت از این تصمیم، انتظار بازده بیشتری نسبت به نگهداری سود دارد.

انتخاب یکی از راهکارهای فوق توسط شرکت، به میزان تأثیر آن بر بازده سهام عادی بستگی خواهد داشت. در صورت انتخاب مورد اول، بازده سهام تابعی از تقسیم سود نخواهد بود و انتخاب دوم بیانگر این است که بازده سهام تابعی از سود پرداختی است.

1. Passive Residual

2. Active Decision Variable

تئوری پردازان مالی نظریات خود را با توجه به وجود یا عدم ارتباط بین سیاست‌های تقسیم سود و ارزش سهام، ارایه داده‌اند. بعضی از این صاحب‌نظران کوشیده‌اند با توسل به ریاضیات پیچیده و تحت شرایط بازار سرمایه کامل^۱، فرضیات خود درباره عدم ارتباط تقسیم سود و ارزش سهام را به اثبات برسانند. پیروان این مکتب به "پیروان بازار کامل"^۲ معروف هستند. عده‌ای دیگر به وجود نواقص در بازارهای واقعی اشاره می‌کنند و مدعی هستند به دلیل وجود این نواقص سیاست تقسیم سود، ارزش سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. طرفداران این مکتب به "پیروان بازار ناقص"^۳ مشهورند. در متون مالی نظریات این دو گروه به ترتیب تحت عنوان عدم ارتباط تقسیم سود^۴ و مربوط بودن تقسیم سود^۵ آمده است.

۲-۱ نظریه عدم ارتباط تقسیم سود

مودیلیانی و میلر^۶ در سال ۱۹۶۱ در مقاله‌ای بیان کردند که سود پرداختی تأثیری بر قیمت سهام ندارد و فقط سیاست سرمایه‌گذاری عاملی است که می‌تواند درآمد حاصله شرکت و در نتیجه قیمت سهام آن را افزایش دهد. بنابراین در مقابل تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، نحوه تقسیم سود از اهمیت چندانی برخوردار نیست. این نظریه مبتنی بر فرض زیر است:

الف - بازار سرمایه در رقابت کامل قرار دارد یعنی:

۱. هیچ خریدار یا فروشنده‌ای آن قدر بزرگ نیست که تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر قیمت حاکم بر بازار بگذارد.
۲. کلیه سرمایه‌گذاران بدون هیچ‌گونه هزینه‌ای و به‌طور یکسان به اطلاعات مربوط به قیمت و سایر خصوصیات مربوط به سهام دسترسی دارند.
۳. هیچ‌گونه هزینه داد و ستد، مالیات نقل و انتقال سهم و یا سایر هزینه‌های معاملاتی مربوط به خرید و فروش سهام وجود ندارد.
۴. هیچ‌گونه تفاوت مالیاتی از نظر مالیات بر افزایش قیمت و مالیات بر سود سهام وجود ندارد.

1. Perfect Capital Market
2. Perfect Market School
3. Imperfect Market School
4. Irrelevance of Dividend
5. Relevance of Dividend
6. Modigliani & Miller (M-M)



ب - سرمایه‌گذاران در بازار رفتار منطقی و عقلانی دارند (این فرض حاکی از نبود هزینه‌های نمایندگی

است) یعنی:

۱. سرمایه‌گذاران همیشه ثروت بیش‌تر را به ثروت کم‌تر ترجیح می‌دهند.
۲. سرمایه‌گذاران نسبت به افزایش ثروت خود به شکل پرداخت نقدی در قیمت سهام خود بی‌تفاوت هستند.
۳. قیمت اوراق بهادار برابر است با ارزش فعلی جریان‌ات نقدی مورد انتظار.
۴. هیچ تضادی منافی میان سهامداران و مدیران وجود ندارد.

ج - سرمایه‌گذاران نسبت به برنامه آینده سرمایه‌گذاری و سود شرکت اطلاعات کامل دارند.

مودیلیانی و میلر در مقاله‌ای در سال ۱۹۵۸ بحث دیگری را در مورد ساختار سرمایه ارایه دادند که نشانگر این است که ارزش کلی شرکت به ساختار سرمایه آن بستگی ندارد. آنان همچنین اعتقادات خود در مورد ساختار سرمایه را به نوعی به نظریات خود در مورد سیستم‌های تقسیم سود تعمیم می‌دهند. برای توضیح بیشتر این موضوع، فرض کنید شرکتی در مورد تصمیمات سرمایه‌گذاری با دو حالت زیر روبروست:

الف - شرکت می‌تواند عایدات خود را برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود نگه دارد.

ب - عایدات را بین سهامداران به‌عنوان سود سهام توزیع و معادل آن از طریق انتشار سهام جدید برای انجام پروژه‌های سرمایه‌گذاری استفاده کند.

اگر شرکت دومین گزینه را انتخاب کند فرآیند آربیتراژ به‌وجود خواهد آمد که طی آن تأثیر پرداخت سود سهام بر افزایش ثروت سهامداران، کاملاً به‌وسیله انتشار سهام اضافی پوشانده خواهد شد. وقتی که سود سهام بین سهامداران توزیع می‌شود، قیمت بازار سهم افزایش خواهد یافت. از طرف دیگر انتشار سهام اضافی موجب کاهش در ارزش نهایی سهم خواهد شد و در واقع سهامدار در این رابطه چیزی به‌دست نخواهد آورد و قیمت سهام قبل و بعد از پرداخت سود سهام یکسان خواهد بود. به همین دلیل مودیلیانی و میلر معتقدند که سهامداران بین دریافت سود نقدی و یا انباشت آن در شرکت بی‌تفاوت هستند و بنابراین ارزش بنگاه از تصمیمات مربوط به سود پرداختی در حال و آینده متأثر نیست و به درآمد مورد انتظار آتی شرکت بستگی دارد.

اگر شرکت به جای انتشار سهام جدید برای تأمین مالی از ایجاد بدهی استفاده کند باز هم اعتبار فرضیه مطرح شده توسط این دو اقتصاددان برقرار خواهد بود که این به نظریات آنان در مورد یکسانی هزینه سرمایه بنگاه بدون توجه به منابع آن برمی‌گردد که بر اساس آن هزینه ایجاد بدهی بنگاه در واقع با هزینه ایجاد ارزش ویژه یکسان است.

۲-۲ نظریات مربوط بودن تقسیم سود

• مدل گوردون

ام. جی گوردون^۱ 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، نرخ سود سهام پرداختی را افزایش دهند.

گوردون با استفاده از سود سهام پرداختی، مدلی 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 می‌شود، می‌داند:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+k)^t} = \frac{d_1}{1+k} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \frac{d_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{d_{\infty}}{(1+k)^{\infty}}$$

در معادله بالا k عبارت است از نرخ تنزیل متناسب با ریسک شرکت. در این مدل فرض می‌شود که عایدات نگهداری شده، سود سهام آتی شرکت را افزایش می‌دهد. معادل دیگری از این مدل را می‌توان به صورت زیر نوشت:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{e_1(1-f)(1+g)^t}{(1+k)^t} = \frac{d_1}{k-g} = \frac{e_1(1-f)}{k-g}$$

معادله بالا روابط بین عایدات (e_1)، سیاست تقسیم سود (f)، نرخ رشد (g) و هزینه سرمایه شرکت (k) را در تعیین ارزش سهم بیان می‌کند.

1. M.J.Gordon



مدل تقسیم سود گوردون ابزار با ارزشی برای نشان دادن تأثیر سیاست‌های تقسیم سود بر ارزش شرکت فراهم آورده است. وی در مطالعه خود بر روی سیاست‌های تقسیم سود، فروض زیر را ارایه کرده است:

۱- امکان تأمین مالی خارجی وجود ندارد. این مدل شامل هیچ‌گونه متغیر بدهی، هزینه بهره و انتشار سهام جدید نیست و چون عایدات نگهداری شده تنها منبع وجوه برای توسعه هستند، سیاست‌های تقسیم سود و طرح‌های سرمایه‌گذاری باید برای عایدات شرکت رقابت کنند.

۲- نرخ بازده سرمایه‌گذاری (r) ثابت است.

۳- نرخ تنزیل مناسب برای شرکت ثابت است.

۴- شرکت دارای عمر نامحدود است.

۵- مالیات وجود ندارد.

۶- نرخ رشد همیشه ثابت است.

۷- این رابطه باید همیشه برقرار باشد: نرخ تنزیل متناسب با ریسک شرکت = نرخ رشد

(اگر نرخ تنزیل کوچک‌تر نرخ رشد باشد ارزش سهام نامعین خواهد بود.)

۸- سیاست تقسیم سود همیشه ثابت باقی می‌ماند.

در واقع گوردون با ارایه این فروض شرکت را از نظر چگونگی تقسیم سود به سه گروه تقسیم می‌کند.

۱- مؤسسات رشدی^۱: شرکت‌هایی که وجوه خود را با بازده بالاتر از هزینه سرمایه، سرمایه‌گذاری می‌کنند، شرکت‌های رشدی هستند. این شرکت‌ها طبق مدل گوردون با نگهداری تمام عایدات و سرمایه‌گذاری آنها می‌توانند ارزش خود را حداکثر کنند. در واقع شرکت‌هایی که $r > 1$ (نرخ بازده داخلی) دارند باید تمام عایدات خود را نگهداری و از تقسیم آن بین سهامداران اجتناب کنند. مدل گوردون نشان می‌دهد که پرداخت سود سهام ارزش چنین شرکت‌هایی را کاهش خواهد داد.

۲- شرکت‌های دارای رشد نزولی^۱: شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآوری ندارند، مؤسسات دارای رشد نزولی نامیده می‌شوند. فروش چنین شرکت‌هایی روند نزولی دارد و سرمایه‌گذاری سودآوری در آن‌ها وجود ندارد. در واقع در این‌گونه شرکت‌ها هزینه سرمایه از بازده آن بزرگ‌تر ($k > r$ و k نرخ تنزیل) است. در چنین مواردی شرکت‌ها می‌توانند با پرداخت سود نقدی به سهامداران، ارزش خود را حداکثر کنند. در حقیقت، تصمیم بهینه مالی برای آنان نقد کردن شرکت و پرداخت سود سهام نقدی در اسرع وقت است.

۳- شرکت‌های عادی (معمولی)^۲: این شرکت‌ها دارای تعداد معدودی سرمایه‌گذاری هستند که در آن‌ها $r > k$ و در بیشتر پروژه‌ها $r = k$ است. معمولاً چنین شرکت‌هایی در یک محیط آرام فعالیت می‌کنند و سیاست تقسیم سود، تأثیری بر ارزش آنها بر مبنای مدل گوردون ندارد.

بررسی تأثیر ارزش‌های مختلف e, d, k, r در تعیین ارزش شرکت‌ها نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود بهینه دقیقاً بستگی به روابط بین نرخ بازده داخلی (r) و نرخ تنزیل آن (k) دارد. در شرکت‌های رشدی با کاهش سود نگهداری شده ارزش شرکت نیز کاهش می‌یابد و در شرکت‌های نزولی عکس این مطلب صادق است. در مورد شرکت‌های معمولی چگونگی پرداخت سود و یا نگهداری عایدات در ارزش شرکت بی‌تأثیر است.

• مدل پرنده در دست^۳

در مطالعه‌ای دیگر، گوردون تأثیر کاهش مفروضات خود را مورد مطالعه قرار داد و مدل خود را بر روی داده‌های تجربی با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی آزمون کرد. وی نتیجه گرفت که اگر $r = k$ باشد و تمام فروض وی حفظ شده باشند، آن‌گاه سیاست تقسیم سود تأثیری بر قیمت ندارد و هنگامی که این فروض بیش‌تر با واقعیت تطبیق پیدا می‌کنند، سیاست تقسیم سود بر ارزش سهام، حتی اگر $r = k$ باشد تأثیر می‌گذارد. وی با معرفی ریسک و عدم قطعیت، راهی در جهت مربوط بودن سیاست‌های تقسیم سود در دنیای واقعی گشوده است.

1. Declining Firms
2. Normal Firms
3. Bird in the hand

گوردون اعتقاد دارد که ریسک و عدم قطعیت، با طولانی شدن دوره مورد بررسی افزایش می‌یابد و سود سهام قطعیت کم‌تری می‌یابد. بنابراین نرخ بازده مورد انتظار (k) نمی‌تواند ثابت فرض شود بلکه با گذشت زمان k سریع‌تر افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر وی معتقد است که سود سهام آینده باید با نرخ بالاتری نسبت به سود سهام جاری تنزیل شود. به‌طور نمادی به دلیل افزایش ریسک و عدم اطمینان در پرداخت‌های آتی برای دوره زمانی $t=1,2,\dots$ ، $k_t > k_{t-1}$ است. وی مدل تقسیم سود خود را با در نظر گرفتن این که $k_t >$ می‌باشد، دوباره به صورت زیر بیان نمود:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+k_t)^t} = \frac{d_1}{(1+k_1)^1} + \frac{d_2}{(1+k_2)^2} + \frac{d_3}{(1+k_3)^3} + \dots + \frac{d_t}{(1+k_t)^t} + \dots$$

معادله بالا به مدل «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 این جا حکایت از قطعیت بیشتر در دریافتی‌های جاری نسبت به دریافتی‌های آتی می‌کند. گوردون برای نشان دادن تأثیر عدم اطمینان بر روی سیاست تقسیم سود این گونه استدلال می‌کند که فرض کنید اولین سود سهام نقدی برای کسب یک نرخ بازده داخلی ثابت و مستمر، دوباره سرمایه‌گذاری شود. عایدات حاصل از این سرمایه‌گذاری مجدد (rd_1) در طول دوره‌های آتی ادامه خواهد داشت بنابراین ارزش سهم عبارت خواهد بود از:

$$V_0' = \frac{d_1}{(1+k_1)^1} + \frac{d_2 + rd_1}{(1+k_2)^2} + \frac{d_3 + rd_1}{(1+k_3)^3} + \dots + \frac{d_t + rd_1}{(1+k_t)^t} + \dots$$

حتی اگر نرخ بازده داخلی با متوسط نرخ تنزیل‌های متفاوت برابر باشد ($r = k_t$) ارزش سهم در معادله بالا پایین‌تر از ارزش سهم در معادله‌های قبل خواهد بود. به عبارت دیگر $V_0 > V_0'$ خواهد بود زیرا متوسط نرخ‌های تنزیل برای دوره زمانی $t=1, 2, 3, \dots, 1000$ کوچکتر از متوسط نرخ‌های تنزیل برای دوره زمانی $t=2, 3, \dots, 1000$ است. به عبارت دیگر اگر سود سهام پرداختی یکسان باشد و نرخ تنزیل طی زمان ثابت باقی بماند، ارزش شرکت به دلیل انتقال سود سهام در طول زمان بدون تغییر باقی خواهد ماند. معادله زیر بیانگر این وضعیت است:



$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{rd_1}{(1+k)^t} = \frac{rd_1}{k} = d_1 \quad \text{اگر } r = k \text{ باشد}$$

بنابراین اگر در طول زمان $r = k$ باشد، انتقال d_1 از طریق سرمایه‌گذاری مجدد به دوره‌های بعدی تأثیری در V_0 نخواهد داشت. اما اگر $k_t > k_{t-1}$ باشد، درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری مجدد سود سهام (rd_1) با نرخ بالاتری تنزیل خواهد شد، زیرا متوسط نرخ تنزیل در $t=1,2,\dots$ بزرگ‌تر از متوسط آن برای $t=2,3,\dots$ است که باعث خواهد شد $V_0 > V$ باشد. این مسئله نشان می‌دهد که چگونه سیاست تقسیم سود می‌تواند در دنیای عدم قطعیت بر ارزش شرکت تأثیر گذارد.

• مدل والتر

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

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

$$p = \frac{D}{k} + \frac{r(E - D)/k}{k}$$

P = قیمت بازار

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 عبارت است از مجموع ارزش فعلی دو منبع

تامین مالی:

۱- ارزش فعلی یک جریان عایدی سرمایه که تا بی‌نهایت ادامه دارد و از فرمول $\frac{r(E-D)/k}$ محاسبه

می‌شود.

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

می‌شود. وقتی شرکت مجموع سودهای تقسیم نشده $(\sum_{i=1}^{\infty} (E - D))$ 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

سرمایه ناشی از نگهداری عایدات تلقی می‌شود.

اگر عایدات مزبور هر ساله بدست آید، ارزش فعلی تعداد بی‌نهایت سودهای سرمایه یعنی $r(E - D)/k$

برابر با $\frac{r(E-D)/k}{k}$ خواهد بود. از این‌رو ارزش هر سهم عبارت است از ارزش فعلی مقدار بی‌نهایت سودهای

قابل تقسیم به‌علاوه ارزش فعلی تمام سودهای حاصل از سرمایه‌گذاری. این امر در معادله زیر به روشنی

مشخص شده است:

$$p = \frac{D + (r/k)(E - D)}{k}$$

والتر معتقد است که برای حداکثر کردن ثروت سهامداران باید روابط بین r و k مبنای تصمیم‌گیری برای

تقسیم سود قرار بگیرد. بدین صورت که اگر در شرکتی $r > k$ باشد در نتیجه مدیران شرکت برای حداکثر

کردن ثروت سهامداران نباید هیچ‌گونه سودی توزیع کنند. اگر $r < k$ باشد شرکت باید تمام سود خود را

بین سهامداران توزیع کند و اگر $r = k$ باشد، سهامدار نسبت به توزیع یا عدم توزیع سود بی‌تفاوت است.

• تئوری اولویت مالیاتی

بر اساس این تئوری هر چه درصد سود تقسیمی کمتر باشد شرکت مالیات کمتری پرداخت خواهد کرد. بنابراین، تقسیم سود کمتر به نفع شرکت خواهد بود.

سرمایه‌گذار دو نوع مالیات پرداخت می‌کند، مالیات بر سود سهام و مالیات بر فروش سهام. هر چه سود سهام کمتری تقسیم شود، قیمت سهام کمتر کاهش یافته و در نتیجه بهای فروش آن بیش‌تر است. در نتیجه هر چه سود کمتری تقسیم شود، مالیات کمتری پرداخت می‌شود، اما همین امر باعث می‌شود قیمت سهام کمتر کاهش یافته و در زمان فروش سهام این مالیات پرداخت خواهد شد. بر اساس این تئوری با توجه به مواردی که در زیر خواهد آمد، مالیات بر سود تقسیمی (درکل) بیش از مالیاتی است که سهامدار مجبور است در هنگام فروش سهام، در صورت عدم تقسیم سود و عدم کاهش قیمت سهام پرداخت کند.

سه عامل باعث می‌شود که سرمایه‌گذار حس کند مالیات بر سود سرمایه کمتر است:

۱- نرخ مالیات بر سود سرمایه معمولاً خیلی کم است، در حالی که مالیات بر سود تقسیم شده (خصوصاً اگر نرخ مالیاتی تصاعدی باشد) برای کسانی که سهامدار عمده شرکت هستند و سود زیادی دریافت می‌کنند، قابل توجه است.

۲- مالیات بر سود سرمایه در زمان فروش سهم پرداخت می‌شود و با توجه به ارزش زمانی پول، هزینه پرداخت مالیات دارای هزینه مؤثر کمتری است.

۳- اگر هیچ وقت سهام را نفروشید هیچ‌گونه مالیاتی پرداخت نخواهید کرد.

با توجه به موارد فوق این تئوری بیان می‌کند اگر سود بیش‌تری تقسیم شود، سهامدار مالیات بیش‌تری پرداخت خواهد کرد و به همین علت ترجیح می‌دهد سود کمتری تقسیم شود.



۳. سیاست تقسیم سود سهام

سیاست‌های مختلفی در مورد نحوه تقسیم سود مطرح است. تفاوت این سیاست‌ها در ثبات یا متغیر بودن سود پرداختی به سهام‌داران طی سال‌های مختلف است و هر یک از آنها ریسک معینی را به‌همراه خواهد داشت. انواع سیاست‌های تقسیم را می‌توان به شرح زیر برشمرد:

۳-۱ سیاست تقسیم سود منظم^۱

در این روش شرکت از یک سیاست مسنجم و منظم در پرداخت سود پیروی می‌کند و سعی می‌کند با وجود نوسان سود طی سال‌های مختلف، نظم در پرداخت سود سهام حفظ شود. شرکت‌هایی که چنین سیاستی را در پیش می‌گیرند برای استمرار نظم در پرداخت سود سهام، معمولاً در دوره‌هایی که درآمد شرکت بالاست و از نقدینگی خوبی برخوردار است با اندوخته کردن مبالغی از درآمد، کسری وجوه خود در دوره‌های کمبود را جبران می‌کنند. داشتن چنین سیاستی می‌تواند با توجه به دلایل زیر مهم باشد.

- چنین سیاستی باعث افزایش وفاداری سرمایه‌گذاران به شرکت می‌شود. به‌طوری‌که سرمایه‌گذاران به سهام شرکت به‌عنوان یک وسیله سفته‌بازی نگاه نمی‌کنند، بلکه به‌صورت ابزاری برای سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌نگرند.
- پرداخت منظم سود باعث افزایش اعتماد بازار نسبت به شرکت و مدیریت آن می‌شود. به‌طوری‌که امکان تأمین مالی از طریق بازار و از طریق فروش سهام جدید یا اوراق قرضه تسهیل می‌گردد.
- باعث گسترش مالکیت می‌شود و احتمال از دست دادن کنترل شرکت تا حدود زیادی منتفی می‌گردد.
- این سیاست به نفع سرمایه‌گذاران خرد است، زیرا سهم متناسبی از کنترل شرکت را برای آنان حفظ می‌کند.

1. Regularity Dividend Policy

همان‌طور که مشاهده می‌شود یکی از عوامل مهم در اتخاذ استمرار چنین سیاستی، امکان پیش‌بینی درآمدها است. این مسأله به‌ویژه در مورد شرکت‌های جوان مشکل‌تر است. پیش‌بینی درآمدها در شرکت‌های نوظهور با حدس و گمان و عدم قطعیت همراه خواهد بود ولی در مورد شرکت‌های قدیمی بر اساس تجربیات گذشته و ثبات بیش‌تر در عوامل ایجادکننده درآمد، پیش‌بینی‌های مطمئن‌تری می‌توان انجام داد. عامل دیگر در استقرار این سیاست وضعیت درآمدی شرکت است. همان‌طور که می‌دانیم، توانایی درآمدی شرکت‌هایی که تولیدکننده کالاهای مصرفی هستند با ثبات‌تر از شرکت‌هایی است که کالاهای واسطه برای تولیدکنندگان دیگر تولید می‌کنند، زیرا قیمت کالاها و بهای تمام‌شده آن‌ها می‌تواند درآمدهای آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. هر اندازه هزینه‌های تولید پایین‌تر باشد درآمدها با ثبات‌ترند و بالعکس هرچه هزینه‌های تولید بالاتر باشد درآمدها از نوسان بیش‌تری برخوردار خواهند بود. بنابراین اگر بهای تمام‌شده تولیدات پایین باشد و خریدار آن مصرف‌کننده نهایی باشد درآمدهای شرکت منظم‌تر و با ثبات‌تر خواهد بود. اما هرچه درآمدهای شرکت از محل تولیدات پرهزینه به‌دست آید و مشتریان، آن را به‌عنوان کالای واسطه‌ای خریداری کنند درآمدها از قاعده و نظم کم‌تری برخوردار بوده و کم‌تر می‌توان با تکیه بر این درآمدها، سیاست پرداختی منظمی را در پیش گرفت.

شرکت‌ها برای رعایت سیاست تقسیم سود منظم از روش‌های متفاوتی استفاده می‌کنند که مهم‌ترین آن‌ها عبارتند از:

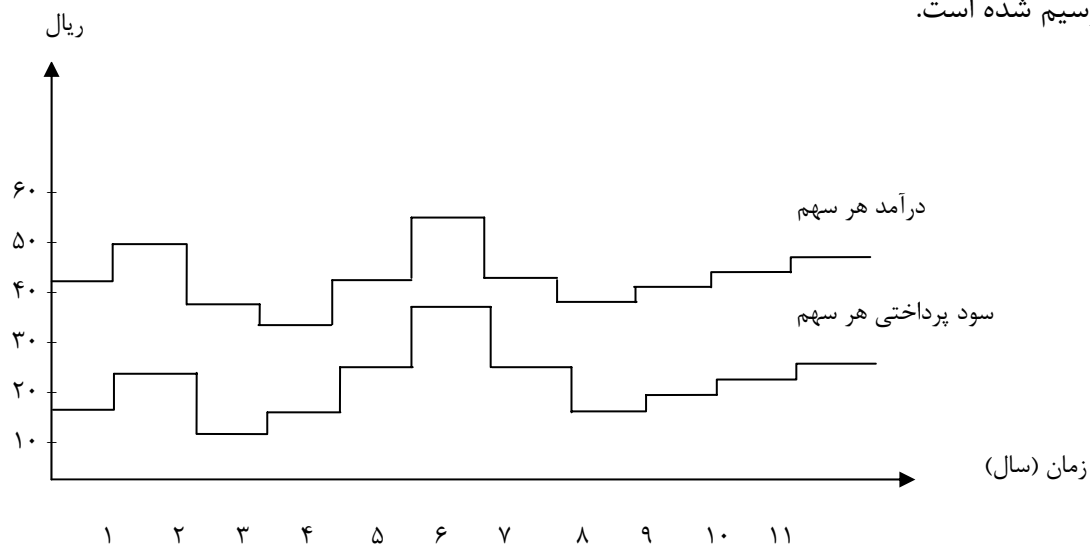
- روش درصد ثابتی از درآمد هر سهم^۱

در این روش شرکت درصد ثابتی از درآمد خالص خود را به‌عنوان سود سهام می‌پردازد. سود سهام ثابت به این معنی است که درصد عایدات پرداخت شده در هر سال ثابت است و بنابراین سود سهام پرداختی به تناسب تغییر در درآمدهای شرکت نوسان می‌یابد. به‌عبارت دیگر براساس این سیاست، سود مستقیماً به درآمد خالص شرکت نسبت داده می‌شود. به روش پرداخت سود به‌عنوان نسبتی ثابت از درآمد هر سهم،

1. Constant pay out Ratio



نسبت پرداختی گفته می‌شود. روابط بین درآمد هر سهم و سیاست درصد ثابتی از درآمد هر سهم در نمودار زیر ترسیم شده است.



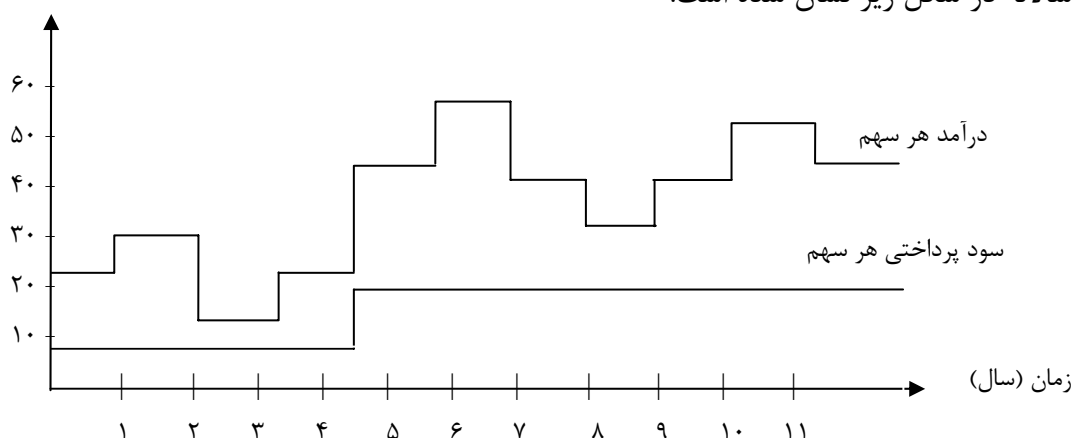
این روش توزیع سود، یک سیاست محافظه‌کارانه است به دلیل این‌که در این سیاست، پرداخت سود به درآمدهای مؤسسه وابسته است و ریسک نوسان درآمد بر سود پرداختی تاثیر می‌گذارد. در چنین شرایطی اگر درآمدهای شرکت بسیار کاهش یابد، مدیریت در عمل، خود را تنها ملزم به پرداخت فقط درصدی از همان درآمد می‌داند. به نظر می‌آید این نوع سیاست برای اکثر سرمایه‌گذاران به‌ویژه آن دسته که به درآمدهای جاری وابسته‌اند، رضایت‌بخش نباشد.

• روش مبلغی ثابت^۱

بر اساس این سیاست، شرکت مبلغ مشخصی را به‌عنوان سود سهام بدون توجه به نوسان سود سالانه، برای هر سهم می‌پردازد. در حقیقت با پیروی از این سیاست شرکت مبلغ ثابتی را بین سهامداران توزیع خواهد کرد، حتی اگر در سال مزبور زیان داشته باشد. باید توجه داشت پیروی از این سیاست بدین معنی نیست که سود پرداختی برای تمام سال‌های آینده بدون تغییر باقی می‌ماند بلکه وقتی درآمدهای شرکت افزایش می‌یابد و انتظار می‌رود که سطح جدید درآمد در آینده نیز استوار و پابرجا بماند، مبلغ پرداختی افزایش خواهد یافت. البته اگر پیش‌بینی شود که این افزایش در درآمد موقتی است، تغییری در سطح سود

1. Constant Dividend Per Share , Stability Of dividend

پرداختی به وجود نخواهد آمد. با این که شرکت‌های باثبات، راحت‌تر و مطمئن‌تر می‌توانند این سیاست را دنبال کنند، ولی نوسان درآمد، پیروی از این سیاست را برای شرکت‌های مطلوب جلوه نمی‌دهد. در این سیاست شرکت‌ها برای امکان پرداخت مبلغ ثابت سالانه باید در سال‌هایی که عایدات بیش از سود سهام پرداختی است، مبالغی را در دفاتر خود برای پرداخت سود سهام در سال‌های درآمدی پایین ذخیره کنند. حتی بعضی از شرکت‌ها حسابی تحت عنوان ذخیره متعادل‌سازی سود تقسیمی^۱ ایجاد می‌نمایند که در نهایت می‌تواند به ثبات سود تقسیمی کمک کند. روابط بین درآمد هر سهم و پرداخت مبلغ ثابتی به عنوان سود سهام سالانه در شکل زیر نشان شده است.



این سیاست از نظر سرمایه‌گذاران کم‌ریسک تلقی می‌شود و برای سرمایه‌گذارانی که مایلند حجم معینی از وجوه نقد را برای اداره امور زندگی و هزینه‌های عملیاتی به دست آورند، مناسب است. این سرمایه‌گذاران حاضرند مبلغ بیش‌تری برای هر سهم شرکتی که دارای سیاست تقسیم مبلغ ثابت است، در صورت تساوی سایر شرایط، بپردازند. سیاست تقسیم سود با ثبات دارای مزایای متنوعی است که به برخی از آن‌ها در ادامه اشاره می‌شود:

۱. محتوای اطلاعاتی سود سهام^۲: سیاست تقسیم سود یک شرکت و تغییر این سیاست می‌تواند شامل اطلاعاتی باشد که به آن محتوای اطلاعاتی سود سهام گویند. ادامه سیاست تقسیم سود باثبات، افزایش یا کاهش در روند آن، اطلاعاتی درباره انتظارات مدیران شرکت در مورد آینده شرکت در اختیار سرمایه‌گذاران

1. Reserve for dividend equalization
2. Information content

قرار می‌دهد. سهامداران نسبت به ۳ حالتی که ممکن است اتفاق بیافتد، اطلاعاتی را از انتظارات مدیران درباره آینده شرکت کسب می‌کنند.

حالت اول: ادامه تقسیم سود به صورت فعلی. در این حالت سرمایه‌گذار نسبت به ادامه روند درآمدی شرکت اطمینان دارد و یا حداقل عدم اطمینان وی کاهش می‌یابد. حتی اگر درآمدهای شرکت کاهش یابد، ولی سیاست باثبات تقسیم سود ادامه پیدا کند، سرمایه‌گذار وضعیت مزبور را بدین صورت تفسیر می‌کند که انتظارات مدیران شرکت نسبت به آینده شرکت بهتر از آن است که وضع موجود نشان می‌دهد و در نتیجه اطمینان بیشتری نسبت به سهام این شرکت در مقایسه با سهام شرکتی که همزمان با کاهش درآمد، سود تقسیمی خود را نیز کاهش می‌دهد، خواهد داشت.

حالت دوم: افزایش مقطعی سود تقسیمی و استمرار ثبات. این حالت از نظر سرمایه‌گذار نشان‌دهنده بهبود وضعیت سودآوری شرکت است و وی اطمینان می‌یابد که علاوه بر بهبود وضعیت سودآوری جاری شرکت، مدیران نسبت به ادامه و یا تثبیت این سودآوری اطمینان دارند. به همین دلیل ممکن است عکس‌العمل بازار به این شرکت مثبت بوده و قیمت سهام شرکت افزایش یابد.

حالت سوم: کاهش در سود تقسیمی. محققان معتقدند که مدیران شرکت‌هایی با سیاست تقسیم سود باثبات، به خاطر عکس‌العمل شدیدتر قیمت‌ها نسبت به کاهش سود تقسیمی، انعطاف کم‌تری در این مورد نشان می‌دهند. بنابراین زمانی که شرکت‌ها سود تقسیمی خود را کاهش می‌دهند، در عمل به سهامدار اعلام می‌کنند که درآمدهای شرکت کاهش یافته است. بنابراین، سهامدار کاهش در سود تقسیمی را نشانه‌ای بر وجود مشکلات جدی در شرکت تفسیر می‌کند. چون مدیران شرکت نمی‌توانند برای همیشه بازار را گمراه کنند و با وجود کاهش در درآمدها به‌طور مستمر به سیاست تقسیم سود باثبات ادامه دهند.



۲. تمایل به درآمد جاری^۱: بعضی از سرمایه‌گذاران به سود نقدی سهام به‌عنوان وسیله‌ای برای تأمین هزینه‌های زندگی خود توجه می‌کنند و در رفع نیازهای مصرفی و جاری خود به سود نقدی حاصل از سهام وابسته‌اند. برخی دیگر از سرمایه‌گذاران مایلند فرصت‌های سرمایه‌گذاری در سایر گزینه‌ها را برای خود حفظ کنند و بدین ترتیب برای سرمایه‌گذاری نیازمند وجوه نقد مستمر هستند زیرا فروش سهم، مستلزم صرف وقت و تحمل هزینه‌های معاملاتی است. سرمایه‌گذارانی با مشخصات بالا ترجیح می‌دهند که در شرکت‌هایی با تقسیم سود باثبات که درصد بالایی از سود خود را تقسیم می‌کنند، سرمایه‌گذاری کنند. بنابراین هر شرکت می‌تواند برحسب سیاست تقسیم سود، سهامداران خاصی را جذب کند.

• روش حجم ریالی ثابت به‌علاوه یک منبع اضافی^۲

در این حالت، شرکت حداقل سود پرداختی پایه را تعیین می‌کند و سعی می‌کند در هر شرایط اقتصادی و درآمدی، حداقل تعیین‌شده را پرداخت کند. در صورت بهبود وضعیت درآمدی هم شرکت مبلغ متغیری از سود را به‌عنوان مبلغی اضافی بین سهامداران خود توزیع می‌کند. البته این مبلغ اضافی نباید به‌صورتی باشد که انتظارات سهامداران را از دریافت سود نقدی تغییر دهد. اگر پرداخت مبلغ اضافی به بخشی از انتظارات سرمایه‌گذاران تبدیل شود، ممکن است در صورت عدم پرداخت آن، به کاهش قیمت سهم مورد نظر منجر گردد. سودهای فوق‌العاده به سهامداران این امکان را می‌دهد که نوسان کوتاه‌مدت و تغییرات بلندمدت درآمدهای شرکت را تشخیص دهند. اعلان سود فوق‌العاده به عواملی از جمله: نیازهای نقدی مورد انتظار، سطح مطلوب نقدینگی و انتظارات در مورد درآمدهای آتی بستگی دارد. بنابراین باید در نظر داشت که شرکت نباید از مکانیزم پرداخت مبلغی ثابت به‌علاوه یک مبلغ اضافی برای فریب سرمایه‌گذاران و تحریک ایشان به خرید سهام استفاده کند. نکته دیگر این است که پرداخت سود ثابت به‌عنوان نرخ حداقل، مبین وجود وجه نقد کافی در شرکت یا ثبات سودآوری شرکت نیست. این سیاست یک سیاست محافظه‌کارانه است و برای شرکت‌هایی که درآمد آن‌ها با نوسان همراه است، مناسب خواهد بود. زیرا این شرکت‌ها از انعطاف لازم برای

1. Current Income Desire
2. Regular Dividend Plus Extras



مواجه با نوسان درآمدها برخوردار هستند. شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و مؤسسات سرمایه‌گذاری می‌توانند سهام این شرکت‌ها را در پرتفولیوی خود داشته باشند.

• روش پرداخت درصدی از ارزش بازار^۱

تأکید این روش بر حجم بازده سهامداران است. چون نرخ بازده براساس قیمت بازار سهام محاسبه می‌شود. شرکت سود سالانه را بر اساس درصدی از قیمت بازار پرداخت می‌کند. درصد پرداختی سود سهام در این روش تا اندازه زیادی به قیمت سهم شرکت بستگی دارد. چنانچه قیمت سهم بسیار بالا باشد درصد پرداختی کم تعیین می‌شود و بالعکس.

نظر به این‌که قیمت سهام در طول زمان تغییر می‌کند شرکت مایل است این نسبت را به‌طور ثابت تعیین و پرداخت نماید. به‌طور مثال اگر این نسبت در شرکتی $\frac{1}{40}$ تعیین شود نشان‌گر این است که این شرکت همه ساله $\frac{1}{40}$ قیمت بازار را بدون توجه به نوسان درآمد به‌عنوان سود سهام پرداخت می‌کند. در این حالت چنانچه برای سال به‌خصوصی قیمت سهام ۵۰,۰۰۰ ریال باشد آن‌گاه شرکت مایل است به اندازه $\frac{1}{40}$ قیمت سهم یعنی: ۱۲۵۰ ریال سود پرداخت کند. به‌عبارت دیگر شرکت سعی می‌کند رابطه‌ی $\frac{1}{40} = \frac{\text{قیمت بازار سهام}}{\text{سود پرداختی}}$ را در پرداخت سود برقرار کند.

شرکت‌ها با اتخاذ این سیاست سعی می‌کنند بازده مورد انتظار سهامداران را افزایش دهند و در نتیجه تأثیر مثبتی بر روی قیمت سهام بگذارند. زیرا هر قدر قیمت بازار سهم افزایش یابد سود دریافتی هر سهامدار نیز افزایش خواهد یافت. در این سیاست به تأثیر سود سهام بر شرایط سرمایه‌گذاری داخلی در پیش‌بینی‌های تأمین مالی آتی شرکت توجه نمی‌شود. اساس این سیاست ناشی از این اعتقاد عمومی است که مدیریت خود را در برابر سهامداران متعهد می‌داند تا پرداخت سود سهام را با نرخ‌های پرداختی توسط رقبا در این صنعت و در کل بازار منطبق کند.

1. Time Dividend Earned Ratio



• روش درصدی از قیمت اسمی

یکی از سیاست‌هایی که کم‌تر مورد توجه است، پرداخت درصدی از قیمت اسمی به‌عنوان سود سهام است. این سیاست به‌تنهایی نمی‌تواند اطلاعات مفیدی در اختیار سهامداران قرار دهد. ولی می‌تواند به توزیع سود قابل توجه در شرکت‌هایی منجر شود که درآمد و ارزش اسمی سهم‌شان اندک است.

۳-۲ سیاست تقسیم سود نامنظم^۱

در این سیاست، شرکت روش مشخصی در پرداخت سود سالانه ندارد و از هیچ قاعده‌ای استفاده نمی‌کند. بنابراین، پرداخت سود رابطه مشخصی با درآمدهای سالانه شرکت ندارد. برای نمونه، شرکت ممکن است به‌منظور اجتناب از جرایم ناشی از وجود اندوخته‌های زیاد و سود سنواتی، مقداری از سود خود را توزیع کند یا با وجود درآمدهای قابل توجه از توزیع آن خودداری نماید. به عبارت دیگر، عوامل زیادی در سیاست توزیع سود این شرکت‌ها دخیل هستند که از جمله می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- الف - شرکت دارای درآمدهای نامنظم و غیرقابل پیش‌بینی است.
- ب - محیط شرکت و شرایط درونی و خارجی آن متغیر و متلاطم است.
- ج - شرکت دارای سهامداران معدود و متجانس است.
- د - ضعف‌های ناشی از مدیریت محافظه‌کارانه منجر به اتخاذ تصمیم برای تقسیم سود شود.
- ه - بورس اوراق بهادار غیرفعال بوده و نقش کمی در سرمایه‌گذاری ملی داشته باشد.

۳-۳ سیاست تقسیم سود باقی‌مانده^۲

شرکت‌ها به‌طور کلی به تقسیم سود از دو دیدگاه متفاوت می‌نگرند:

در دیدگاه اول، تقسیم سود به‌عنوان یک متغیر فعال در جهت افزایش قیمت سهام و در نتیجه حداکثر کردن ثروت سهامداران است. از این دیدگاه، امکان دسترسی آسان به بازار اوراق بهادار برای شرکت وجود

1. Erratic Dividend Policy
2. Residual Dividend Policy

دارد و در صورت نیاز مالی، شرکت می‌تواند به راحتی از طریق صدور سهام جدید یا اوراق قرضه این نیاز را تأمین کند.

از دیدگاه دوم، دسترسی شرکت‌ها به بازارهای اوراق بهادار محدود است و شرکت‌های برای تأمین نیازهای مالی خود با مشکلاتی مواجه هستند. بنابراین سود شرکت به عنوان یک وسیله مهم و راحت برای تأمین مالی نیازهای سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شود و در گام بعد و در صورت وجود مازاد، نسبت به تقسیم آن تصمیم‌گیری می‌گردد. بنابراین، اگر پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت بازدهی بیش از بازده مورد انتظار داشته باشند؛ سرمایه‌گذار از عدم تقسیم سود توسط شرکت، استقبال خواهد کرد. در غیر این صورت، سرمایه‌گذار توزیع سود را ترجیح خواهد داد.

نظریه سود سهام به عنوان یک تصمیم باقی‌مانده بدین معنی نیست که سود سهام از دوره‌ای به دوره دیگر و همراه با تغییر پروژه‌های سرمایه‌گذاری تغییر می‌کند. بلکه شرکت می‌تواند با کنار گذاشتن وجوه در سال‌هایی که سود کمتری را به تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها اختصاص می‌دهد برای سال‌هایی که برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها با کسری وجه روبرو است، پرداخت‌های سود سهام خود را یکنواخت کند. به هر حال این واقعیت که سود سهام هر دوره تناسبی با وجوه باقی‌مانده همان دوره نداشته باشد، اصل نظریه باقی‌مانده را نفی نمی‌کند. انواع سیاست‌های تقسیم سود باقی‌مانده به شرح زیر است:

(۱) سیاست تقسیم کامل سود باقی‌مانده^۱: در این روش شرکت پس از تأمین نیازهای مالی خود از درآمدها، بقیه آن را به صورت سود سهام توزیع می‌کند.

(۲) سیاست پرداخت درصد ثابتی از سود باقی‌مانده^۲: در این سیاست هم تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری در اولویت قرار دارند ولی شرکت درصدی از سود باقی‌مانده را به جای توزیع کامل آن، تقسیم می‌کند.

1. Pure Residual dividend policy
2. Fined Payout Residual dividend Policy



۳) سیاست تقسیم سود باقی مانده یکنواخت؛ در این روش پرداخت سود از یک الگوی ثابت پیروی می کند. بدین صورت که مبالغ پرداختی سود در بلندمدت با مجموع درآمدها منهای نیازهای مالی شرکت برابر است. بنابراین اگر در بلندمدت متوسط نیازهای مالی شرکت بیش از درآمدها باشد؛ هیچ سودی توزیع نخواهد شد.

1. Smoothed Residual dividend Policy



۴. عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود

عوامل متعددی بر سیاست توزیع سود شرکت‌ها اثر می‌گذارند و گاه تقسیم سود را محدود می‌کنند. این عوامل یا در چارچوب قوانین و مقررات و به‌صورت اجباری برای شرکت‌ها تعیین می‌شوند یا این‌که شرکت به اختیار خود را ملزم به رعایت این عوامل می‌کند. بطور کلی این عوامل به سه دسته قانونی، قراردادی و داخلی تقسیم می‌شوند.

۴-۱ عوامل قانونی

قوانین و مقررات معمولاً شرکت‌ها را به پرداخت سود سهام مجبور نمی‌کند بلکه بیش‌تر به شرایط و مواردی را که در آن سود سهام نباید پرداخت شود، اشاره دارند. عمده‌ترین مباحث مطرح شده در قوانین در رابطه با تقسیم سود عبارتند از:

- محدودیت‌های مربوط به سرمایه

گرچه ممکن است قوانین تجارت کشورهای مختلف متفاوت باشند، اما در اغلب موارد این قوانین، پرداخت سود سهام را در صورتی که باعث نقصان سرمایه شود ممنوع دانسته‌اند. برخی از قوانین، سرمایه را نیز ارزش اسمی سهام عادی اعلام کرده‌اند. برای مثال، اگر سرمایه شرکتی ۲۰۰ میلیون ریال و ارزش ویژه آن ۲۱۰ میلیون ریال باشد، شرکت نمی‌تواند ۲۰ میلیون ریال سود سهام توزیع کند. مگر این‌که اقدام به کاهش سرمایه کند.

- سود خالص

الزام سود خالص، تضمینی برای رعایت عدم ایجاد خسارت‌های سرمایه‌ای است. طبق قوانین برخی کشورها، سود سهام پرداختی نباید از سود جاری بنگاه به‌علاوه سود سنواتی تجاوز کند و اگر چنان‌چه زیان سنواتی وجود داشته باشد، ابتدا باید زیان مزبور با سود جاری جبران شده و سپس سود پرداخت گردد.



- مشکل نقدینگی

در قوانین تجاری برخی کشورها، پرداخت سود سهام نقدی برای شرکت‌هایی که با کمبود نقدینگی روبرو هستند، ممنوع است. در این شرایط، بدهی‌های شرکت بیش از دارایی‌های آن است و شرکت قادر به انجام تعهدات خود به بستانکاران نیست. بنابراین پرداخت سود به سهامداران به دلیل حمایت از بستانکاران منع می‌شود.

- افزایش بی‌رویه سود انباشته

قوانین مالیاتی بعضی از کشورها، سود تقسیم نشده بیش از حد را هم منع می‌کند. اگرچه تعریف سود تقسیم نشده بی‌رویه تا حدی مبهم است، اما معمولاً آن را نگهداری سود مازاد بر نیازهای سرمایه‌گذاری حال و آینده شرکت تعریف می‌کنند. هدف قانون مالیات آن است که شرکت‌ها را از عدم تقسیم سود به دلیل اجتناب از پرداخت مالیات منع کنند. چنانچه اداره وصول مالیات بتواند مقدار قابل توجهی از سود تقسیم نشده مربوط را تشخیص دهد، جریمه‌ای برای شرکت وضع خواهند شد. بنابراین هرگاه شرکتی موقعیت نقدی قابل توجهی برای خود بوجود آورد، باید دلایل محکمی برای ابقای این وجوه به مسئولان مالیاتی ارائه دهد، در غیر این صورت باید وجوه اضافی را به شکل سود سهام بین سهامداران توزیع کند.

همچنین ممکن است قوانین، محدودیتهای دیگری برای پرداخت سود ایجاد کنند. این محدودیت‌ها ممکن است در حداقل سود تقسیمی منعکس شده و یا به صورت محدودیت‌های مربوط به وام‌های دریافتی که مبتنی بر تعیین میزان سود تقسیمی است، مطرح شوند. محدودیت قانونی دیگر در مورد سهام ممتاز است که سهامداران ممتاز در گرفتن سود اولویت دارند و تا زمانی که سودهای معوق سهامداران ممتاز پرداخت نشود، شرکت نمی‌تواند اقدام به تقسیم سود کند.



۲-۴ عوامل ناشی از قراردادهای

ممکن است شرکت در ازای دریافت سرمایه خارجی، محدودیتهایی را در پرداخت سود سهام تقبل کند. این محدودیتها معمولاً در اثر قراردادهای وام، اجاره یا انتشار سهام ممتاز ایجاد می‌شوند و می‌توانند به یکی از صورت‌های زیر، پرداخت سود سهام شرکت را محدود روبرو کنند:

۱. شرکت ممکن است از پرداخت سود افزون بر درصد معینی از درآمدها منع شود.
۲. فقط بتواند مقدار معینی به عنوان سود سهام بپردازد.
۳. ممکن است شرکت ملزم شود مقداری از سود را نگهداری کند.
۴. ممکن است شرکت از تقسیم سود انباشته و اندوخته‌ها منع شود.

این محدودیتها در مجموع باعث می‌شود شرکت به جای پرداخت سود سهام، درآمدهای خود را دوباره سرمایه‌گذاری کند و با کاهش نسبت بدهی، حاشیه ایمنی بستانکاران را افزایش دهد.

۳-۴ عوامل داخلی

علاوه بر محدودیتها و الزامات قانونی و قراردادی عوامل دیگری هم بر پرداخت سود شرکت اثر می‌گذارند. برخی از این عوامل در ادامه مورد بررسی قرار می‌گیرند.

• اهداف توسعه‌ای

شرکتها سعی می‌کنند برای توسعه فعالیت‌های خود یا ارتقای ظرفیت‌های موجود، منابع مورد نیاز خود را از محل سود، تامین کرده و سود کمتری تقسیم کنند، زیرا غالب بنگاه‌های اقتصادی حیات خود را در توسعه پایدار می‌بینند و معتقدند که بدون توسعه، بنگاه محکوم به فناست. طبیعی است که بخشی از منابع مالی جدید برای دستیابی به اهداف توسعه‌ای باید از سوی سهامداران تامین شود (بین ۲۰ تا ۳۰ درصد)، بنابراین، سهامداران باید این مبلغ را به از طریق آورده نقدی یا با خودداری از دریافت سود تامین کنند.

در این حالت، این فرصت برای مدیران مالی فراهم می‌شود که در صورت برخورد با پروژه‌های سودآور، از سود تقسیم نشده به عنوان منبع تامین مالی استفاده کنند. البته باید توجه داشت که هزینه سرمایه "سود

انباشته" بیشتر از هزینه سرمایه سهام ممتاز و بدهی است و دوم این که سود انباشته اگرچه جانشین سهام عادی است و هر دو در زیر مجموعه حقوق صاحبان سهام قرار دارند. اما تفاوت‌هایی هم بین آن‌ها وجود دارد برای مثال، تامین مالی از طریق سهام عادی دارای هزینه انتشار است یا این که تامین مالی از طریق سود انباشته مشکلات مربوط به مالکیت و کنترل شرکت که در اثر انتشار سهام عادی ایجاد می‌شود را با خود ندارد.

- حفظ ساختار سرمایه

ساختار سرمایه به اجزای تشکیل‌دهنده سرمایه اشاره دارد و بر اساس آن باید این ترکیب به گونه‌ای تعیین شود که حداکثر شدن ثروت سهامداران را در پی داشته باشد.

الف) انعطاف‌پذیری در تأمین مالی: یعنی این که شرکت‌ها تا حد معینی می‌توانند از طریق بدهی تأمین مالی کنند. اگر شرکت‌ها بیش از اندازه از این طریق تأمین مالی کنند، نسبت بدهی و ریسک مالی شرکت افزایش خواهد یافت. به عبارت دیگر، تأمین مالی از طریق اوراق قرضه، انعطاف‌پذیری در تأمین مالی را کاهش می‌دهد. در حالی که تأمین مالی از طریق سود انباشته منجر به افزایش انعطاف‌پذیری شرکت خواهد شد و شرکت می‌تواند در آینده برای تأمین مالی از بدهی نیز استفاده کند.

ب) سیاست تقسیم سود باقی‌مانده: در این سیاست، ابتدا نیازهای تأمین مالی مشخص و سپس تعیین می‌شود که چقدر از این نیاز را باید از طریق سود انباشته تامین کرد و باقی‌مانده سود بین سهامداران تقسیم خواهد شد. در تعیین طرح‌های مطلوب سرمایه‌گذاری، طرح‌هایی به اجرا در می‌آید که نرخ بازده آن‌ها از نرخ هزینه نهایی سرمایه بیشتر باشد. در نتیجه اگر نرخ تنزیل طرح‌ها، هزینه نهایی سرمایه باشد، پروژه‌هایی اجرا می‌شوند که ارزش فعلی بیش‌تری دارند. با توجه به موارد فوق باید مقدار معینی از سود سال جاری را برای تعیین ترکیب بهینه ساختار سرمایه تعیین و انباشته و بقیه سود را بین سهامداران تقسیم کرد. با اجرای این سیاست میزان سود تقسیمی هر سال متفاوت خواهد بود. اگر سود تقسیم شده مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود، موجب افزایش در سود سهام سال‌های آینده خواهد شد و در صورتی که نرخ بازده

سرمایه‌گذاری بیش‌تر از نرخ بازده مورد انتظار سهامداران باشد، عدم تقسیم سود موجب افزایش ثروت سهامداران می‌شود.

- نیاز سهامداران

یکی از عوامل مؤثر در تقسیم سود، خواست سهامداران از سرمایه‌گذاری بر روی سهام شرکت است. با وجود آن‌که سرمایه‌گذاران نیازهای خود را از دو طریق (سود سرمایه و سود سهام) رفع می‌کنند اما در برخی موارد از جمله قدرت مالی شرکت و نیاز به درآمد جاری، سهامداران دریافت سود سهام را به سود سرمایه ترجیح می‌دهند. برای تأمین نیاز سهامداران، باید موارد زیر مورد توجه قرار گیرد:

- *بازده حقوق صاحبان سهام*: تورم یکی از عواملی است که در ثبات تقسیم سود مؤثر است. در شرایط تورمی، شرکت‌ها میزان سود تقسیمی را افزایش می‌دهند تا ارزش واقعی یا قدرت خرید سودها حفظ شود.
- *سلیقه سهامداران*: با توجه به شرایط زندگی سهامداران و نوع و سلیقه حضور آنان در بازار سرمایه، گروهی از سهامداران با هدف دریافت سود مشخص و مستمر سالانه سهام می‌خرند و برخی دیگر توجه بیش‌تری به تغییر قیمت سهام دارند. لذا نگرش‌های مختلف می‌تواند در تصمیم‌گیری چگونگی تقسیم سود نیز مؤثر باشد.
- *محتوای اطلاعاتی سود سهام*: چگونگی تقسیم سود می‌تواند حامل اطلاعاتی در مورد نگرش هیئت‌مدیره در سودآوری شرکت باشد. به‌طور مثال اگر شرکتی همیشه ۶۰ درصد سود خود را تقسیم می‌کرده و امسال تصمیم بگیرد ۷۰ درصد سود را تقسیم کند، این تصور ایجاد می‌شود که سودآوری شرکت افزایش یافته است.



- وضعیت نقدینگی:

برخی از شرکت‌ها اگرچه سود قابل توجهی دارند، اما نوع فعالیت آن‌ها به گونه‌ای است که برای ادامه فعالیت به نقدینگی مستمر نیاز دارند- برای نمونه، شرکت‌هایی که مجبور به خرید مواد اولیه به صورت نقدی هستند، اما محصولاتشان به صورت اعتباری به فروش می‌رسد و در شرایطی هستند که نمی‌توانند از تسهیلات بانکی بیش‌تر استفاده کنند- در این حالت سهامداران تلاش می‌کنند با توزیع سود کمتر، نقدینگی کافی در اختیار شرکت بگذارند. بنابراین مدیران این‌گونه شرکت‌ها به بهانه کاهش هزینه‌های تولید و متناسب شدن قیمت تمام‌شده، پیشنهاد تقسیم سود کمتری را ارائه می‌کنند تا منابع مالی کافی داشته باشند.

- استفاده از مزایای مالیاتی

گاه دیده شده است که سیاست‌های مالیاتی دولت به گونه‌ای است که شرکت‌ها را تشویق به سرمایه‌گذاری می‌کند، بدین ترتیب که به جای تقسیم سود سعی می‌کنند سود کسب شده را صرف توسعه کنند تا بتوانند از معافیت مالیاتی دولت نیز برخوردار شود، بنابراین بخشی از سود اندوخته تقسیم نمی‌شود.

- تاثیر دوره‌های تجاری

شرکت‌ها در زمان رکود سود کمتری توزیع می‌کنند. برای حل این معضل، مدیران در دوره تورم سودهای شرکت را انباشته می‌کنند تا بتوانند با هرگونه کسری و کمبود نقدینگی در دوران رکورد مقابله کنند. باید توجه داشت که در بازاری که با رکورد مواجه است، نرخ بالای سود سهام یکی از مکانیزم‌های مهم بازاریابی برای اوراق بهادار است. بنابراین مدیریت شرکت باید در این مورد نسبت به پرداخت سود سهام شرکت دید بلندمدت داشته باشد.

- نوع شرکت

در شرکت‌هایی که تعداد سهامداران آن محدود و متجانس است می‌توان رضایت سهامداران را مبنی بر عدم توزیع سود و حفظ و نگهداری آن به صورت سود سنواتی جلب کرد. اما در شرکت‌هایی که مالکیت آن



گسترده و سهام در دست عده کثیری از سهامداران است که دارای نقطه نظرات متفاوتی هستند، اجماع نظر در مورد چگونگی پرداخت سود سهام بسیار مشکل است.

• عمر شرکت

شرکت‌های جدیدالتاسیس که هزینه ثابت سنگینی را متحمل می‌شوند؛ به درآمدهایشان برای توسعه و رشد نیازمند هستند. اما شرکت‌هایی که به حد بلوغ رسیده‌اند و شهرت و اعتبار خوبی در بازار سرمایه کسب کرده‌اند؛ نسبت به شرکت‌های جدیدالتاسیس وابستگی کمتری به درآمدهای‌شان دارند و بنابراین می‌توانند از سیاست تقسیم سود آزادتری استفاده کنند.

علاوه بر موارد ذکر شده، عوامل دیگری نیز بر تقسیم سود شرکت‌ها موثرند که از آن جمله می‌توان به رسیدن به سود پیش‌بینی شده در شرکت‌های مادر، موارد بازدارنده، هزینه‌های نقل و انتقال و تقسیم‌بندی سهام، هزینه‌های مربوط به انتشار سهام جدید، توانایی استقراض، بازپرداخت بدهی، کنترل، تورم، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سایر مواردی که تحت تاثیر حرکت‌های بازار سرمایه هستند، اشاره کرد.



۵. زمان پرداخت سود

به طور معمول، فرآیند پرداخت سود سهام در شرکت‌های سهامی عام، دارای چهار تاریخ مشخص زیر است:

- تاریخ اعلام^۱

تاریخ اعلام سود، روزی است که هیئت‌مدیره و یا مجمع عمومی عادی صاحبان سهام در مورد سود پرداختی تصمیم می‌گیرند و نتیجه تصمیمات خود را اعلام می‌کنند. مثلاً مجمع عمومی در تاریخ اول تیر در مورد سود تقسیمی تصمیم می‌گیرد، از این‌رو، تاریخ اعلام همان اول تیر ماه است. در این روز یک بدهی ایجاد می‌شود و شرکت آن را به عنوان بدهی در حساب‌های خود ثبت می‌کند. در روز اعلام، تاریخ ثبت در دفاتر و تاریخ پرداخت را نیز مشخص می‌شود.

- تاریخ ثبت در دفاتر^۲

سود سهام مصوب هیئت‌مدیره یا مجمع عمومی به کسی پرداخت می‌شود که در تاریخ معینی به عنوان صاحب سهم در دفاتر سهام شرکت به ثبت رسیده باشد.

- تاریخ موثر^۳

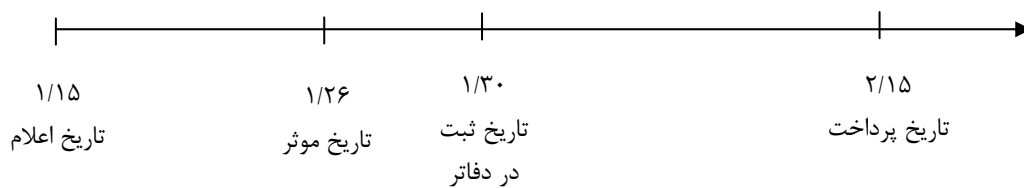
روزی است که در آن سهام خریداری شده یا فروخته شده بدون حق دریافت سود خواهد بود. این تاریخ برای شرکت‌هایی که تعداد سهامداران آن‌ها زیاد است و سهام آن‌ها در بورس معامله می‌شود، مهم است. به عبارت دیگر، اگر سهام دارای سود تقسیمی باشد و در روز قبل از تاریخ موثر خریداری شود، خریدار حق دریافت سود را دارد، اما اگر این سهام در تاریخ موثر خریداری شود، خریدار حق دریافت سود سهام را ندارد. در تاریخ موثر، قیمت سهام به طور معمول به اندازه میزان سود تقسیمی کاهش می‌یابد. این کاهش در نتیجه کاهش دارایی‌ها به دلیل خروج سود تقسیمی از ارزش دارایی است. کاهش قیمت سهام به دلیل توزیع سود به صورت خودکار انجام می‌شود و شرکت‌ها فعالیت‌های تعدیل قیمت انجام نمی‌دهند.

1. Declaration Date
2. Date Of Record
3. Ex-date or Ex-dividend Date



• تاریخ پرداخت^۱

شرکت پس از اعلام سود تقسیمی و اعلام نام کسانی که مطابق دفاتر شرکت مستحق دریافت سود هستند، اقدام به پرداخت سود به سهامداران می‌کند. با توجه به این‌که شرکت باید زمان کافی برای پرداخت سود به تمام سهامداران ثبت‌شده را داشته باشد، این تاریخ معمولاً یک هفته یا بیش‌تر، از تاریخ ثبت در دفاتر است.



همانطور که نمودار بالا نشان می‌دهد، اگر سهامی در تاریخ موثر خریداری شود، که حداقل سه روز قبل از تاریخ ثبت در دفاتر است، خریدار سود سهام را دریافت نمی‌کند زیرا نام خریدار در دفاتر شرکت تا تاریخ ۱/۳۰ ثبت نشده است. اگر خریدار خواهان خرید سهام و دریافت سود آن باشد؛ باید سهام را قبل از تاریخ موثر خریداری کند و اگر سهامداری خواهان فروش سهام خود باشد و همچنین بخواهد سود سهام را دریافت کند، باید بعد از تاریخ موثر سهام اقدام به فروش سهام خود کند.

در ایران، تاریخ موثر زمان بسته شده سهام و تاریخ ثبت در دفاتر شرکت، همزمان با روز مجمع است.

1. Date Of Payment



۶. اثر سیاست‌های تقسیم سود بر قیمت سهام

در این قسمت، اثر روش‌های مختلف توزیع سود سهام بر قیمت سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد. این اثرات از دو جنبه قابل بررسی هستند.

۱- تقسیم همزمان سود سهمی و سود نقدی

این سیاست معمولاً به دو دلیل مورد استفاده قرار می‌گیرد.

الف: گاهی ممکن است شرکت از لحاظ سودآوری در وضعیت خوبی قرار داشته باشد. در چنین مواقعی شرکت‌ها برای جلوگیری از خروج وجه نقد از شرکت بخشی از سود تقسیمی خود را به شکل سود سهمی توزیع می‌کنند.

ب: توزیع سود سهمی به تنهایی، باعث می‌شود سهامدارانی که نیازهای جاری خود را از محل سود نقدی تامین می‌کنند مجبور شوند سهام خود را در بازار عرضه کنند که این امر موجب افزایش عرضه سهام نسبت به تقاضا می‌شود، و با کاهش قیمت سهام، ارزش شرکت افت می‌کند. بنابراین شرکت برای جلوگیری از کاهش قیمت سهام، اقدام به توزیع سود سهمی و سود نقدی به صورت همزمان می‌کند.

۲- ثبات و پایداری در توزیع سود سهام

برای انتخاب نهایی سیاست تقسیم سود با توجه به عوامل مختلفی که قبلاً مورد بحث قرار گرفت و همچنین شرایط شرکت از نظر مالی و عملیاتی، شرکت چارچوب کلی امکان انتخاب روش‌های مختلف سود سهام را پیش‌بینی می‌کند که در این بخش به آن‌ها می‌پردازیم.

الف: پرداخت سود سهام ثابت (بدون تغییر)

شاید بتوان گفت که تعیین سیاست تقسیم سود غالباً بر اساس سیاست تقسیم سود سال‌های قبل انجام می‌گیرد. این کار انتظارات سهامداران را در دریافت میزان معینی سود بطور مداوم برآورده می‌کند و تاثیر چندانی بر قیمت سهام در بازار نمی‌گذارد. این خط‌مشی ممکن است در سال‌هایی که درآمد کاهش پیدا



می‌کند، موجب کمبود نقدینگی شرکت شود. اگر شرکت دارای نقدینگی احتیاطی کافی باشد در صورت کاهش درآمد نیز با مشکل جدی روبرو نخواهد شد.

ب: کاهش پرداخت سود سهام

تصمیم برای کاهش سود سهام نسبت به سال قبل در مواردی اتخاذ می‌شود که شرکت فرصت سرمایه‌گذاری با سود بالا را داشته باشد و برای برنامه‌ریزی نیازمند وجه نقد باشد. این کار ممکن است در تحلیل سهامداران که در انتظار درآمد دائمی هستند، تاثیر گذاشته و قیمت بازار سهام را کاهش دهد. برای به حداقل رساندن این تاثیر منفی، شرکت ممکن است اعلام کند که سطح سود سهام در آینده تثبیت خواهد شد و هیئت‌مدیره کاهش بیش‌تری را در سود سهام پیش‌بینی نمی‌کند. اعلام چنین نظراتی از طرف هیئت‌مدیره، به سهامداران در مورد عدم کاهش سود اطمینان می‌دهد. حتی در شرایطی که شرکت اعلام می‌کند در صورت ایجاد فرصت، به سرمایه‌گذاری‌های جدید اقدام خواهد کرد و در نتیجه موجب افزایش سود سهام خواهد شد.

ج: پرداخت سود سهام پایدار در سطح بالاتر

معمولا افزایش سود سهام شرکت وقتی اتفاق می‌افتد که درآمد شرکت رشد قابل‌ملاحظه‌ای داشته باشد و شرکت هم نیازی به وجه نقد برای توسعه نداشته باشد. به‌طور معمول، اعلام این تصمیم به نحو مطلوبی بر قیمت سهام عادی تاثیر می‌گذارد و باعث افزایش قیمت سهام می‌شود.

د: تغییرات سود سهام متناسب با تغییرات درآمد

نامطلوب‌ترین سیاست‌گذاری سود سهام، تغییرات سود سهام متناسب با تغییرات درآمد است. این سیاست اگرچه باعث برخورداری مدیریت از بیش‌ترین انعطاف در استفاده از وجوه نقد توزیع نشده برای سرمایه‌گذاری می‌شود. ولی نوسان و بی‌ثباتی حاصل در پرداخت سود که باعث کاهش نسبی قیمت سهام عادی شرکت می‌شود، مزیت بالا را خنثی و بی‌تاثیر می‌کند.



و: عدم پرداخت سود سهام برای یک دوره بلند مدت

این روش معمولاً آخرین روشی است که یک شرکت به آن متوسل می‌شود. دو دلیل برای این تصمیم

وجود دارد:

- ۱- شرکت با مشکلات مالی جدی مواجه است و توان پرداخت سود سهام را ندارد.
- ۲- برای شرکت امکان سرمایه‌گذاری با سودآوری بالا ایجاد شده است و شرکت به سود سهام توزیع نشده برای تامین مالی این سرمایه‌گذاری نیاز دارد. در این حالت شرکت می‌تواند اثرات منفی بر قیمت سهام را با توضیح دقیقی در مورد عدم پرداخت سود سهام، خنثی کند.





۷. اهمیت پایداری در سیاست سود سهام

اکثر شرکت‌های موفق و توسعه‌یافته از سیاست‌هایی که مبتنی بر اعلام سود سهام پایدار و منظم است، پیروی می‌کنند. در این شرکت‌ها، درآمد ممکن است سال به سال در نوسان باشد اما سود سهام اعلام شده، بدون تغییر می‌ماند تا باعث ایجاد حس ثبات و پایداری شود. دلایل اهمیت ثبات و پایداری در پرداخت سود سهام عبارتند از:

۱- احساس ثبات و پایداری

سرمایه‌گذاران تداوم و ثبات اعلام سود را حاکی از ادامه روند عادی عملیات شرکت تلقی می‌کنند. در مقابل، کاهش سود سهام یا تغییرات مداوم آن باعث می‌شود سهامداران آن را علامتی از وجود یک مشکل بالقوه یا امکان ایجاد مشکل در آینده بدانند. لذا بسیاری از سرمایه‌گذاران بدون بررسی بیشتر، اقدام به فروش سهام در بازار می‌کنند که خود سبب کاهش ارزش بازار سهام می‌شود.

۲- خط مشی ثابت تقسیم سود سهام

استفاده از خط‌مشی پایدار برای تقسیم سود سهام باعث جلوگیری از اتلاف بیهوده وقت هیئت‌مدیره در بحث‌های دوره‌ای در مورد تقسیم سود می‌شود. به‌طور معمول، سود سهام بطور منظم قابل اعمال است، مگر در موارد خاصی که اعمال تغییرات الزامی است. بدین ترتیب، هیئت‌مدیره فرصت می‌یابد به مسایل مهم‌تری که شرکت با آن‌ها مواجه است، بپردازد.

۳- انعطاف‌پذیری در مورد سود سهام مازاد

با وجود خط‌مشی منظم و ثابت تقسیم سود سهام، شرکت می‌تواند درآمدهای مازاد را طی اعلام تقسیم سود سهام به‌صورت فوق‌العاده، بین سهامداران تقسیم کند. بدین ترتیب خارج از انتظار سرمایه‌داران عمل می‌کند و پرداخت سود سهام مازاد نشانگر ثبات بیشتر در شرکت و احتمالاً سبب افزایش قیمت بازار سهام خواهد شد.



۸. تجربه کشورهای مختلف در مورد سیاست تقسیم سود

۸-۱ موارد قانونی اتخاذ سیاست تقسیم سود در کشورهای مختلف

به منظور بررسی بیشتر قوانین سیاست تقسیم سود، قانون تجارت کشورهای هند، ترکیه، ایالات متحده آمریکا، فرانسه، بحرین و چین مورد بررسی قرار گرفت. بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد که در اغلب کشورها، سهامداران بر اساس قانون تجارت حق دریافت سود را دارند و مرجع تصمیم‌گیر برای سیاست تقسیم سود عموماً هیئت‌مدیره شرکت است و مجمع عمومی نیز در جلسه سالانه خود صورت‌های مالی و میزان کل سود تقسیمی را تصویب می‌کند. همچنین هیئت‌مدیره شرکت‌ها می‌توانند بیش از یکبار در سال، سود پرداخت کنند.

در ادامه به صورت مختصر نکات مهم قوانین این کشورها بیان می‌شود.

۸-۱-۱ هند

هند علاوه بر قانون تجارت، قوانین و مقرراتی را به صورت مشخص در مورد سود تقسیمی با عنوان "قانون شرکت‌ها سال ۱۹۷۴ (محدودیت‌های موقتی بر سود تقسیمی)"^۱ وضع کرده است. در اینجا برخی از موارد مهم مطرح شده در این قانون بررسی می‌شود.

بر طبق قوانین و مقررات هند، دارندگان اوراق بهاداری که اسمشان در دفتر ثبت شرکت وجود دارد، قانوناً این حق را دارند که از سود باقیمانده شرکت در پایان سال مالی، مبلغی را به عنوان سود تقسیمی دریافت کنند. شرکت پس از تشکیل، باید برنامه تقسیم سود خود را برای هر سال مالی و میزان سود قابل توزیع و میزان سود دوره‌ای پرداختی برای آن سال را افشاء کند. همچنین شرکت باید سالانه روند تقسیم سود خود در ۱۰ سال گذشته را به سهامداران گزارش کند.

1. The Companies (Temporary Restrictions On Dividends) ACT, 1974, ACT NO. 35 Of 1974

میزان سود قابل توزیع در قوانین هند عبارت است از: یک سوم سود خالص شرکت یا مبلغ مورد نیاز برای پرداخت سود (سودی که هیئت‌مدیره پیشنهاد می‌کند) یا دوازده درصد ارزش اسمی سهام شرکت به‌علاوه سود قابل پرداخت برای سهام ممتاز (هر کدام که پایین‌تر باشد).

شرکت‌های مشمول این قانون می‌توانند براساس سود همان سال مالی، برنامه تقسیم سود خود را اعلام و از آن محل، سود پرداخت کنند و نیز این سود تقسیمی نباید از سود قابل توزیع شرکت برای آن سال بیشتر باشد.

در محاسبه کل سود، باید تمام مقادیر پرداخت شده یا تضمین شده یا بخش نقدی و بخشی تضمین شده از طرف شرکت و همچنین سودهای پرداخت شده قبل از تاریخ تصویب (سود میان دوره‌ای)، در نظر گرفته شود. در صورتی که مقدار سود دوره‌ای پرداخت شده توسط شرکت قبل از تاریخ تصویب، بیشتر از میزان سود قابل توزیع برای آن سال باشد، سود بیشتری برای آن سال مالی افشا یا پرداخت نمی‌شود. شرکت‌ها نباید بیش از میزان سود قابل تقسیم خود برای آن سال مالی سود پرداخت کنند و همچنین در کل نباید میزان سود پرداختی از مجموع میزان سود و سود معوق همراه با بهره ۸٪ بیشتر باشد.

بر اساس قوانین اگر سود افشا شده یا پرداخت شده تا تاریخ مجمع، بیشتر از سود قابل توزیع برای آن سال باشد، این میزان افزایش باطل اعلام می‌شود و مقدار اضافی‌ای که به سهامدار پرداخت شده باید برگشت داده شود و هیچ عدم برگشتی قابل چشم‌پوشی نیست. در صورتی که این برگشت عملی نباشد، میزان سود اضافی باید از سود قابل پرداخت سال بعد تعدیل شود.

شرکت باید تا ۴۲ روز پس از تاریخ افشای سود، برای هر یک از سهامداران که مستحق دریافت سود است، گواهی اجازه پرداخت سود ارسال کند. لازم به ذکر است که این گواهی هیچ حقی مبنی بر دریافت مبلغی بیش از سود قابل تقسیم شرکت برای سال مالی مذکور و همچنین الزامی مبنی بر پرداخت سود معوق ایجاد نمی‌کند.



براساس قانون مالیاتی، تمام سودهای پرداختی اعم از سود پرداختی دوره و سود پرداختی معوق، مشمول مالیات بر درآمد می‌شود. مالیات بر درآمد باید بین سود تقسیمی دوره و بخشی از سود معوق تقسیم شود تا این اطمینان حاصل شود که مالیات بر درآمد شامل مالیات سود ناخالص دوره و مالیات بخشی از سود معوق است، در نتیجه مالیات بر درآمد، کل سود ناخالص افشا شده شرکت را شامل می‌شود.

سودهایی که به صورت دوره‌ای پرداخت می‌شود نباید به صورت توزیع دارایی یا تعهدی برای توزیع دارایی شرکت باشد یا از محل آن سود به سهامداران وام داده شود.

قوانین هند جرایمی را نیز برای اشخاص تخطی‌کننده از شرایط این قوانین در نظر گرفته است. این جرایم بسته به میزان تخلف می‌تواند به صورت مالی تا میزان دو برابر تخلفی که صورت گرفته یا به صورت حبس تا سه سال باشد.

زمانی که تخلفی در چارچوب این قوانین صورت می‌گیرد، هر شخص که در زمان تخلف مسئول بوده است باید جوابگو باشد. در هنگام تخلف، مسؤولین شرکت و نیز خود شرکت متهم هستند و در صورت اثبات جرم باید در مقابل تنبیهات و مجازات‌ها مسؤول باشند، مشروط بر این‌که شرکت نتواند مدارکی دال بر مجرم بودن شخص مسئول ارایه کند و همچنین شخص مسئول نتواند ثابت کند که تخلف بدون آگاهی او انجام شده یا اینکه او تمام تلاش خود را برای جلوگیری از تخلف انجام داده است.

۸-۱-۲ ترکیه

در ترکیه قانون بازار سرمایه^۱ و قانون چگونگی توزیع سود^۲ ناظر بر نحوه تقسیم سود در شرکت‌ها هستند. بر اساس قوانین این کشور، مجمع عمومی سالانه سهامداران تعیین‌کننده میزان سود تقسیمی است و این مجمع می‌تواند به هیئت‌مدیره اختیار تخصیص سود دوره‌ای را نیز بدهد. عموماً قبل از تشکیل مجمع عمومی سالانه، هیئت‌مدیره شرکت باید در مورد توزیع سود یا عدم پرداخت آن و نرخ توزیع سود گزارش و پیشنهاد

1. Capital Market Law No: 2499

2. Communique On Principles Regarding Distribution Of Dividendds And Interim Dividends To Be Followed By The Publicly Held Joint Stock Corporations Subject To Capital Market Law Published in dated 13 November 2001 No:24582

خود را به مجمع عمومی ارایه کند. این گزارش باید از طریق روزنامه‌ها در چارچوب بیانیه‌های رسمی مقررات افشا، به اطلاع عموم برسد. در مواقعی که مجمع عمومی تصمیم به عدم پرداخت سود می‌گیرد، میزان سود تقسیمی به ذخایر فوق‌العاده اضافه می‌شود.

شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس می‌توانند از روش‌های زیر برای پرداخت سود استفاده کنند:

- توزیع سود به صورت نقدی،
- توزیع سود به صورت سهام جایزه،
- توزیع سود به صورت ترکیبی از نقدی و سهام جایزه و نگهداری مقداری سود باقیمانده در شرکت،
- نگهداری سود در شرکت بدون توزیع آن (با رعایت حداقل تقسیم سود)

البته میزان تقسیم سود نباید کمتر از ۲۰ درصد سود قابل توزیع که بعد از کسر ذخایر، مالیات، وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری و پرداخت‌های مالی و زیان دوره‌های قبل از سود خالص بدست می‌آید، باشد. سود تقسیمی باید به تمام سهامداران شرکت در پایان سال مالی پرداخت شوند.

شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس باید برای پرداخت سود و به منظور تسهیل دسترسی سهامداران سه مرکز را مشخص کنند که حداقل یکی از آنها دفتر مرکزی شرکت یا تاکاس بانک^۱ باشد. این شرکت‌ها باید میزان سود قابل توزیعی را که قرار است از طریق تاکاس بانک پرداخت شود، سه روز بعد از اعلام تاکاس بانک (بدون منتظر ماندن برای ارائه کوپن‌های مربوط به پرداخت سود) به حساب توزیع سود منظور کنند.

تاکاس بانک، نیمی از کوپن‌های سود را برای ناشران نگهداری می‌کند و در پایان سال به دنبال فرآیند توزیع سود به ناشر برمی‌گرداند. تاکاس بانک اطلاعات مربوط به تعداد کوپن‌های سود همراه با زمان افشای آنها را منتشر می‌کند و مسؤولیت اطلاعاتی را که افشا می‌کند نیز برعهده می‌گیرد.

1. Takasbank

توزیع سود هم باید تا پایان ماه پنجم بعد از پایان سال مالی انجام گیرد. برای تکمیل پرداخت سود:

- اگر توزیع سود به صورت نقدی باشد، پرداخت به صورت پول یا واریز به حساب سهامداران - همراه با کوپن‌های مربوط به جمع‌آوری سود - انجام می‌گیرد.

- اگر توزیع سود به صورت سهام جایزه باشد، سهام منتشر شده باید در هیئت بازار سرمایه^۱ ثبت شود و فرآیند بعد از ثبت نیز انجام شود. همچنین شرکت‌هایی که این سهام را در بورس منتشر می‌کنند باید:

- آمادگی توزیع این سهام بین سهامداران را تا پایان ماه پنجم بعد از پایان سال مالی ای که شرکت سهام را در سیستم ثبت سرمایه^۲ ثبت می‌کند، داشته باشند،

- آمادگی ثبت افزایش سرمایه را تا پایان ماه پنجم بعد از پایان سال مالی ای که شرکت سهام را در سیستم ثبت سرمایه ثبت می‌کند، داشته باشند،

- اگر توزیع سود به صورت ترکیبی از نقدی و سهام صورت گیرد، تکمیل فرآیند تعیین‌شده در بندهای قبل باید به صورت جداگانه تا پایان ماه پنجم بعد از پایان سال مالی تکمیل شود.

درخواست ثبت سرمایه به دلیل پرداخت سود سهمی برای شرکت‌هایی که در بورس پذیرفته شده‌اند، باید تا پایان ماه چهارم بعد از پایان سال مالی به هیئت بازار سرمایه ارائه شود. در طول دوره قانونی پرداخت، شرکت موظف است سود سهامدارانی را که بعد از شروع دوره توزیع سود، درخواست دریافت سود می‌کنند، بپردازد.

شرکت‌ها ممکن است سود دوره‌ای را به صورت نقدی از سودی که در بیانیه‌های مالی میان دوره‌ای ۳، ۶ و ۹ ماهه نشان داده شده و بر اساس مقررات بازار سرمایه و تایید حسابرس مستقل، توزیع کنند. هیئت بازار سرمایه می‌تواند در مورد صورت‌های مالی میان دوره‌ای شرکتی که سود دوره‌ای تقسیم می‌کند، از یک حسابرس مستقل نظرخواهی کند.

1. Capital Markets Board
2. registered capital system

اجازه توزیع سود دوره‌ای باید در اساسنامه شرکت قید شده باشد و همچنین مجمع عمومی نیز اختیار انجام آن را به هیئت‌مدیره برای آن سال واگذار کرده باشد. در مواردی که در پایان سال مالی، سود به اندازه کافی وجود ندارد یا زیان حاصل شده است، مجمع عمومی فوق العاده باید تصمیم بگیرد که از محل ذخایر فوق العاده در نظر گرفته شده در ترازنامه سال مالی قبل، سود توزیع کند یا اگر میزان ذخایر فوق العاده برای پوشش زیان کافی نباشد، ضمانت اخذشده برای توزیع سود دوره‌ای را به نقد تبدیل کند و زیان را کاهش دهد.

اگر هیئت‌مدیره اختیار توزیع سود دوره‌ای را از طرف مجمع عمومی داشته باشد، هیئت‌مدیره تا ۶ هفته بعد از دوره تعیین‌شده، باید در مورد توزیع سود دوره‌ای تصمیم بگیرد. تصمیم هیئت‌مدیره در مورد توزیع سود دوره‌ای باید به صورت ابلاغیه‌های رسمی بر اساس قوانین افشای عمومی رویدادهای با اهمیت، به اطلاع عموم برسد. سود دوره‌ای به تمام سهامداران موجود که در تاریخ توزیع سهامدار بوده‌اند، پرداخت می‌شود و نباید بیش از نیمی از میزان سود باقیمانده بعد از کسر ذخایر مورد نیاز (بر اساس قوانین و اساسنامه) به‌علاوه وجوه مورد نیاز برای مالیات، هزینه‌های مالیاتی و زیان‌های سال قبل باشد.

اگر پرداخت سود دوره‌ای بیشتر از یکبار در دوره حسابداری باشد، سودهای دوره‌ای پرداخت شده از سود دوره‌ای تخصیص داده شده برای دوره بعد کسر می‌شود. در واقع، سود دوره‌ای اضافه‌ای نمی‌تواند به سهامداران پرداخت شود.

اگر شرکت پذیرفته شده در بورس بخواهد سود دوره‌ای توزیع کند، باید جزئیات صورت‌های مالی خود و جدول توزیع سود دوره‌ای را همراه با نظر حسابرس مستقل به هیئت بازار سرمایه و بورس، در طول ۶ هفته بعد از دوره مالی مربوط گزارش دهد. همچنین باید این مدارک را در روزنامه‌های منتشره در محلی که دفتر مرکزی شرکت در آنجا واقع شده است، انتشار دهد. تعهدات افشا در روزنامه محلی می‌تواند به واسطه افشاء در روزنامه سراسری نیز برطرف شود.

توزیع سود دوره‌ای باید حداقل ۴ تا حداکثر ۶ هفته بعد از تاریخ ارسال صورت‌های مالی میان دوره‌ای و جدول توزیع سودهای دوره‌ای و گزارش حسابرس مستقل به هیئت بازار سرمایه شروع شود. در هر صورت، هیئت بازار سرمایه می‌تواند زمان سود دوره‌ای را در چارچوب نظارت (به دلیل اصلاح ترازنامه و صورت‌های مالی یا در مواردی که شرکت سود سهمی توزیع می‌کند) به تعویق اندازد.

در مورد ذخایر فوق‌العاده هم همواره محدودیت‌هایی اعمال می‌شود مگر این‌که درآمد قبل از مالیات شرکت در گزارش‌های مالی سالانه دو سال قبل همراه با ضمانت‌نامه‌های شرکت که بر اساس نظر هیئت بازار سرمایه تعیین می‌شود، بتوانند کل میزان سود دوره‌ای که توزیع می‌شود را پوشش دهد. اگر زبانی در پایان سال مالی وجود داشته باشد و میزان آن نتواند از طریق ذخایر فوق‌العاده سال مالی قبل پوشش داده شود و یا اگر درآمد پایان سال مالی برای پوشش سود دوره‌ای کافی نباشد، این محدودیت‌ها اعمال می‌شود.

توزیع سود در شرکت‌هایی که در بورس پذیرفته نشده باشند به صورت نقدی است. همچنین شرکت‌هایی که از الزامات ارائه گزارش حسابرسی معاف هستند، می‌توانند سود خود را به صورت نقدی یا سهام جایزه پرداخت کنند. شرکت‌هایی که ترجیح می‌دهند، بخشی یا تمام سود را به صورت سهام جایزه پرداخت کنند، باید میزان تقاضای سهامداران را از طریق انتشار ابلاغیه‌ای رسمی در دو روزنامه (که یکی از آنها باید در تمام کشور منتشر شود) در حداقل یک ماه قبل از شروع دوره دعوت به مجمع عمومی، جمع‌آوری کنند. دوره جمع‌آوری میزان تقاضای سهامداران نباید کمتر از ۱۵ روز باشد. سود سهامدارانی که تمایلی به دریافت سهام جایزه ندارند و یا به دلایلی تمایل خود را اعلام نکنند، به صورت نقدی پرداخت می‌شود.

۸-۲-۳ ایالات متحده آمریکا

سود سهام بخشی از منافع شرکت است که عمدتاً براساس تعداد سهام و نرخ پرداخت تصویب شده توسط هیئت‌مدیره یا هیئت‌مدیران تعیین می‌شود و به سهامداران پرداخت می‌گردد. این سود سهام می‌تواند به صورت نقدی یا سهام پرداخت شود. البته سود سهمی ممکن است سهام مازاد شرکت یا سهام شرکت‌های زیر مجموعه باشد و اغلب برای حفظ نقدینگی برای انجام پروژه‌های شرکت استفاده می‌شود.

سه تاریخ مهم در مورد سود تقسیمی وجود دارد.

تاریخ افشا: تاریخی که هیئت‌مدیره تمایل خود را برای پرداخت سود اعلام می‌کند. در این روز شرکت بدهی‌ای را در حساب‌ها ایجاد می‌کند که نشان‌دهنده بدهی به سهامداران است.

تاریخ ثبت: روزی است که در آن سهامداری که سهام شرکت را در اختیار داشته باشد، مشمول پرداخت سود می‌شود.

تاریخ پرداخت: در این تاریخ پرداخت واقعی به سهامداران صورت می‌گیرد.

پرداخت سود تقسیمی در آمریکا اغلب بر مبنای فصول به صورت چهار دفعه در سال پرداخت می‌شود. زمانی که شرکتی تمایل به پرداخت سود سهام دارد، هیئت‌مدیره شرکت اطلاعیه‌ای برای پرداخت سود سهام شامل میزان سود تقسیمی، تاریخ ثبت در دفاتر و تاریخ پرداخت منتشر می‌کند. تاریخ اعلام این اطلاعیه به عنوان تاریخ افشا در نظر گرفته می‌شود.

تاریخ ثبت برای سهامداران اهمیت زیادی دارد. تمام سهامدارانی که نام‌شان در تاریخ ثبت در دفاتر شرکت موجود باشد، سود دریافت می‌کنند. به عبارت دیگر، تمام سهامی که قبل از تاریخ موثر (اولین روز معاملاتی سهم بدون حق دریافت سود) معامله می‌شوند، سود سهام دریافت می‌کنند. تاریخ موثر هم معمولاً چند روز کاری قبل از تاریخ ثبت در دفاتر در نظر گرفته می‌شود و در این روز معمولاً قیمت معاملاتی سهام کاهش پیدا می‌کند.

سود تقسیمی و بازخرید سهام دو راهی است که شرکت‌ها می‌توانند پول نقد را به سهامداران خود پرداخت کنند. همچنین سود تقسیمی می‌تواند به صورت سهام (سود سهمی و تجزیه سهام)، رسید موقت (توافق برای پرداخت سود در آینده) یا دارایی (کالای موجود شرکت) باشد. قوانین، اعتباردهندگان شرکت را نیز حمایت می‌کند و به صراحت ذکر شده است که پرداخت سود تقسیمی نباید از سود انباشته شرکت که در ترازنامه نشان داده شده است، بیشتر باشد.



سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در آمریکا در برخی موارد عنصری از استراتژی و برنامه‌های مالی شرکت است. تعمیم یک سیاست تقسیم سود برای تمام شرکت‌های آمریکایی مشکل است زیرا تعیین این سیاست بستگی به شرکت یا صنعتی دارد که شرکت در آن فعالیت می‌کند. برخی از این سیاست‌ها عبارتند از:

- پرداخت نقدی به سهامداران،
- مدیریت موثر بر وجه نقد شرکت و ساختار سرمایه،
- آگاهی دادن به سهامداران در مورد چشم‌انداز آتی سودآوری شرکت.

در عمل، زمانی که یک شرکت سیاست تقسیم سود خود را تنظیم می‌کند، باید تصمیم بگیرد که آیا میزان مشخصی از سود را بین سهامداران خود توزیع کند یا این سود را برای سرمایه‌گذاری مجدد در شرکت نگه دارد. سیاست تقسیم سود از عواملی مانند محدودیت‌های قانونی مختلف بر روی افشای سود تقسیمی، ماهیت فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت و اثر سیاست تقسیم سود بر هزینه سرمایه سهام عادی تاثیر می‌پذیرد. بیشتر شرکت‌ها سیاست تقسیم سود ثابتی را دنبال می‌کنند یا میزان سود تقسیمی خود را افزایش می‌دهند. تعداد کمی از شرکت‌ها نیز تقسیم سود منظمی دارند و با افزایش میزان سود سالانه میزان بیشتری را تقسیم می‌کنند.

۸-۱-۴ فرانسه

بر اساس مقررات تقسیم سود در قانون تجارت فرانسه^۱، سهامداران شرکت حق دارند بخشی از سود خالص حاصل از فعالیت سالانه شرکت را دریافت کنند.

بر اساس قانون، سود قابل تقسیم شامل سود بدست آمده طی دوره بعد از کسر زیان‌های دوره و مجموع ذخایر اشاره شده در قانون یا یادداشت‌های قانونی یا اساسنامه، به‌علاوه سود سال‌های قبل است. ترازنامه تهیه‌شده که به تأیید حسابرس می‌رسد، نشان می‌دهد که شرکت از انتهای سال مالی قبل تاکنون بعد از اخذ استهلاک و ذخایر ضروری و کاهش زیان‌های قبلی و همچنین ذخایری که بر اساس قانون یا یادداشت‌های

1. Commercial Code, France, 2006



قانونی یا اساسنامه باید نگهداری شود، به علاوه سودهای سالهای قبل، چه میزان سود بدست آورده است. لازم به ذکر است که منافع ثابت و موقتی افراد نمی‌تواند مشروط باشد.

پس از مشخص شدن حساب‌های سالانه و مجموع میزان سود قابل تقسیم، مجمع عمومی سالانه میزان سود متعلق به سهامداران را مشخص می‌کند. مجمع عمومی باید میزان سود بدست آمده و سود قابل توزیع در کل دوره را تصویب و توزیع تمام یا بخشی از آن را به صورت نقد و یا سهام تعیین کند. مجمع همچنین می‌تواند پرداخت سود به صورت دوره‌ای را تصویب کند. اگر شرکت دارای انواع مختلفی از سهام باشد، مجمع باید میزان سود متعلق به هر سهم را تعیین کند.

میزان سود تقسیمی که توسط مجمع عمومی، هیئت‌مدیره یا مدیران تعیین می‌شود باید ثابت باشد و در یک دوره حداکثر ۹ ماهه بعد از پایان سال پرداخت شود. همچنین پیشنهادات پرداخت سود کل دوره و سود دوره‌ای باید برای تمام سهامداران یکسان باشد و فرآیند پرداخت مجدد سود بعد از گذشت سه سال از تاریخی که سود پرداخت شده است، مشمول مرور زمان می‌شود.

از میزان سود خالص مبلغی به عنوان ذخایر کسر می‌شود، بدین صورت که در شرکت‌های با مسئولیت محدود و سهامی، $\frac{1}{12}$ از سود پایان سال مالی (در صورتی که شرکت سودآور باشد) باید به حساب ذخایر قانونی تخصیص یابد و هر تصمیمی مخالف با آن باطل است. این میزان تا زمانی که ذخایر به $\frac{1}{10}$ کل سرمایه شرکت برسد ادامه می‌یابد. همچنین مجمع عمومی ممکن است ذخایر خاصی را نیز در نظر بگیرد. در چنین مواردی باید ذخیره‌ای که در نظر گرفته شده است صریحاً بیان شود. مبلغ اختصاص یافته به این ذخایر عمدتاً باید از سودهای توزیع شده ناشی از دوره باشد.

یادداشت‌های قانونی و اساسنامه شرکت می‌توانند برای سهامداری که در طول دو سال گذشته و در تاریخ پرداخت سود همچنان سهامدار شرکت باشد، افزایشی را در سود تا سقف ۱۰ درصد تعیین کنند که نرخ آن توسط مجمع عمومی فوق العاده تعیین می‌شود. در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، تعداد سهام واجد شرایط برای این افزایش در سود برای هر سهامدار نمی‌تواند از ۵،۰ درصد سرمایه شرکت بیشتر باشد.



در مواردی که ممکن است سرمایه به کمتر از میزان سرمایه به علاوه ذخایری که بر اساس قانون یا یادداشت‌های قانونی یا اساسنامه باید نگهداری شود، کاهش یابد یا احتمال کاهش آن وجود داشته باشد، هیچ سودی بین سهامداران توزیع نمی‌شود.

۸-۱-۵ بحرین

بنا بر قانون تجارت بحرین^۱، مجمع عمومی سهامداران به دعوت هیئت‌مدیره و به صورت سالانه و طی ۶ ماه از پایان سال مالی، تشکیل می‌شود. این مجمع وظایف مجمع زیر را به عهده دارد:

- ۱- تعیین یا برکناری اعضای هیئت‌مدیره،
- ۲- تعیین میزان پاداش هیئت‌مدیره،
- ۳- تصویب و بررسی گزارش هیئت‌مدیره در مورد فعالیت‌های شرکت و موقعیت مالی آن در طول دوره،
- ۴- پرداخت یا امتناع از پرداخت حقوق به هیئت‌مدیره،
- ۵- تعیین حسابرس برای صورت‌های مالی و تعیین حق الزحمه وی،
- ۶- بررسی گزارش حسابرس در مورد صورت‌های مالی دوره،
- ۷- تصویب صورت سود و زیان و ترازنامه و تعیین سود تقسیمی.

هیئت‌مدیره در پایان سال مالی گزارشی در مورد میزان سودهای بدست آمده در آن سال به مجمع ارائه می‌کند. میزان سود تقسیمی به سهامداران نمی‌تواند از ۵ درصد سرمایه بیشتر باشد و شرکت باید ۱۰ درصد از سود خالص هر سال را به حساب ذخایر قانونی منظور نماید، مگر اساسنامه مورد دیگری را مشخص کرده باشد. این وضعیت تا رسیدن ذخایر به ۵۰ درصد از سرمایه ادامه می‌یابد. البته مجمع عمومی می‌تواند به هیئت‌مدیره توصیه کند بخشی از سود خالص را در ذخایر احتیاطی نگه‌داری کند. از این ذخایر احتیاطی برای جبران استهلاک دارایی یا جبران ارزش آنها بنا به تصمیم مجمع استفاده می‌شود.

با تصویب مجمع، درصدی از میزان فروش دارایی ثابت می‌تواند بین سهامداران تقسیم شود. این پرداخت نباید به صورتی باشد که شرکت در خرید دارایی جدید و بازگشت به شرایط کنونی ناتوان شود.

اگر اساسنامه شرکت، میزان سود یا زیان هر یک از سهامداران را مشخص نکند، میزان سود متناسب با میزان سهام آنان در سرمایه تعیین خواهد شد. اگر اساسنامه میزان مشخصی برای هر یک از سهامداران در مورد سود در نظر بگیرد، برای زیان نیز همان میزان در نظر گرفته می‌شود. اگر سود سهام شرکا مطابق با اساسنامه شرکت پرداخت نشود، هر سهامدار می‌تواند تقاضای ارزیابی میزان سود خود را مطرح کند و میزان سود وی بر اساس این ارزیابی تعیین خواهد شد، مگر اینکه شرایط دیگری برقرار باشد.

۸-۱-۶ چین

بر طبق قانون شرکت‌های چین^۱، سهامداران می‌توانند بخشی از درآمدهای شرکت را دریافت کنند. البته در حال حاضر به دلیل ناقص بودن سازوکارهای دولتی، برخی از شرکت‌های پذیرفته‌شده مشکلاتی در پرداخت سود را دارند و به سهامداران خود سود اندک و حتی عدم پرداخت سود را پیشنهاد می‌دهند یا سیاست شفافی برای توزیع سود در اختیار ندارند. از این رو کمیسیون اوراق بهادار چین^۲، تلاش کرده است که از طریق تکمیل سازوکارهای پرداخت سود بر اساس چارچوب بازار، پرداخت‌های سود نقدی شرکت‌های پذیرفته‌شده را نظام‌مند کند. نکات اصلی راهنمایی‌های کمیسیون اوراق بهادار چین در مورد سیاست تقسیم سود به شرح زیر است:

(۱) شرکت‌های پذیرفته‌شده باید سیاست خود را در مورد پرداخت نقدی در قالب گزارش سالانه به سرمایه‌گذاران ارائه کنند. شرکت‌های پذیرفته‌شده، به‌ویژه اگر توانایی توزیع سود به صورت نقدی را داشته باشند ولی آن را تقسیم نکنند، باید برنامه کاربردی برای این عدم تقسیم سود را ارائه دهند، تا سرمایه‌گذاران بتوانند چشم‌انداز آتی شرکت را ترسیم کنند. همچنین این شرکت‌ها باید در گزارش سالانه خود زمان‌های تاریخی سودهای نقدی را برای مقایسه درج کنند،

1. Company Law of the People's Republic of China
2. China Securities Regulatory Commission (CSRC)



۲) شرکت‌های پذیرفته‌شده باید برنامه‌ها و اهداف شرکت خود را با تصریح سیاست‌های پرداخت تقسیم سود نقدی و پوشش توافقات و شرایط بلندمدت مانند تغییر در سیاست تقسیم سود به اطلاع سرمایه‌گذاران برسانند.

۳) شرکت‌های پذیرفته‌شده باید هر شش ماه یکبار سود توزیع کند، و در این ارتباط نیازی به تائید صورت‌های مالی توسط حسابرس نیست.

۴) شرکت‌های پذیرفته‌شده که نیازمند تامین مالی مجدد هستند، باید پرداخت سود تقسیمی خود را افزایش دهند. آیین‌نامه "اوراق بهادار انتشار یافته شرکت‌های پذیرفته‌شده" به این مورد اشاره می‌کند که سود توزیع شده شرکت‌هایی که تامین مالی مجدد می‌کنند باید به صورت نقدی یا سهام باشد و کمتر از ۳۰ درصد میانگین سود توزیع شده در ۳ سال قبل باشد.

۸-۱-۷ انگلستان

در انگلستان، قانون شرکت‌ها^۱ هدایت‌کننده تقسیم سود شرکت‌ها است. بر اساس این قانون، شرکت‌ها به صورت سالانه در مجمع عمومی سود را افشا و برای پرداخت آن تصمیم‌گیری می‌کنند. هیچ سودی افشا یا پرداخت نمی‌شود مگر اینکه بر اساس حقوق سهامداران باشد. از این‌رو، به هر سهامدار که در تاریخ مجمع سهم داشته باشد، سود تعلق می‌گیرد، مگر اینکه تصمیم دیگری در مجمع وضع شود. همچنین افشای سود نباید بدون گزارش توجیهی انجام شود و پرداخت سود نباید از میزان مورد نظر مدیران بیشتر باشد.

شرکت تنها می‌تواند سود موجود یعنی مجموع سودهای توزیع نشده منهای زیان‌های تشخیص داده شده را بین سهامداران تقسیم کند. شرکت‌ها می‌توانند براساس تصمیم مجمع عمومی، به پرداخت تمام یا بخشی از سود یا سایر منافع قابل توزیع از طریق انتقال دارایی غیر نقد برابر با میزان سود، تصمیم بگیرند. همچنین مدیران شرکت ممکن است سیاست تقسیم سود ثابتی را دنبال کنند، به عبارتی اگر برای آنها مشخص شود که برای مدت معینی سود قابل توزیع مشخصی موجود است، می‌توانند سود ثابتی را پرداخت کنند.

1. Company act 2006

بر اساس این قانون، مدیران شرکت می‌توانند به صورت دوره‌ای سود پرداخت کنند. در این حالت، اگر سرمایه شرکت به طبقات مختلف تقسیم شده باشد، سود دوره‌ای در صورت وجود سود معوق یا خاص (اگر در زمان پرداخت، سود خاصی به صورت معوق موجود باشد) پرداخت نمی‌شود.

این قانون اشخاص زیر را به عنوان دریافت‌کنندگان سود در نظر می‌گیرد:

۱. دارندگان سهام،
 ۲. اگر سهام بین دو یا چند نفر مشترک باشد، هر کدام از آنها که اسم وی اول نوشته شده است،
 ۳. اگر سهام به علت مرگ یا ورشکستگی یا مسایل دیگر، به نام شخص معینی نباشد، نماینده قانونی وی، دریافت‌کننده در نظر گرفته می‌شود.
- شرکت‌ها نمی‌توانند منافی را غیر از سود پرداخت کنند مگر اینکه در شرایط انتشار سهام قید شده باشد و یا توافقات دیگری بین دارنده سهام و شرکت برقرار باشد.

تمام سودها یا منافع دیگری که برای سهام قابل پرداخت است و یا سودهایی که ادعایی بر روی آنان وجود ندارد، می‌تواند مجدداً سرمایه‌گذاری شود یا بنا به نظر مدیران تا زمان تعیین تکلیف در راستای منافع شرکت استفاده شوند. اگر ۱۲ سال از تاریخ اعلام سود یا سایر مبالغ گذشته باشد و دریافت‌کنندگان ادعایی نکنند، آنها دیگر نمی‌توانند مالک سود باشند و این مبلغ به شرکت باز می‌گردد. لازم به ذکر است که به طور کلی، شرکت پرداخت سود و سایر مبالغ را تضمین نمی‌کند.

شرکت‌ها می‌توانند به طرق زیر به پرداخت سود سهام اقدام کنند.

۱. انتقال به حساب بانکی.
۲. ارسال چک پرداخت از طریق پست به آدرس دریافت‌کنندگان.
۳. ارسال چک به اشخاص بابت سایر منافع حاصل شده.
۴. هر روش پرداخت دیگری که مدیران و سهامداران موافق آن باشند.

صاحبان سهام می‌توانند از دریافت سود یا سایر منافع قابل توزیع خود چشم‌پوشی کنند، در این صورت

این امر را باید کتباً به شرکت اطلاع دهند.

مدیران اجازه دارند در مورد انتقال بخشی از سود توزیع نشده یا بخشی از سود که در حساب صرف سهام شرکت یا ذخیره انباشته سرمایه موجود است به حساب سرمایه، تصمیم‌گیری کنند. در این صورت باید اختیار انجام این کار را از طرف مجمع عمومی داشته باشند. هر تخصیص سرمایه‌ای باید با پرداخت سهام جدید برابر با ارزش اسمی‌ای که به منافع سرمایه‌ای تخصیص پیدا کرده است، انجام شود.

بر اساس این قانون سهام نمی‌تواند به کسر فروخته شود و هر صرفی باید متناسب با سهام منتشر شده باشد. اگر سهامی بر خلاف این قانون به کسر فروخته شد، دریافت‌کننده موظف است معادل مقدار کسر را همراه با بهره آن در یک نرخ معین، به شرکت پرداخت کند.

جدول شماره (۱): مقایسه کشورهای بررسی شده از لحاظ قوانین سود تقسیمی

کشور	قانون حاکم	مرجع تصمیم‌گیر	سود میان دوره‌ای	مدت زمان پرداخت	میزان سود
هند	قانون تجارت - قانون شرکت‌ها (محدودیت‌های سود تقسیمی)	مجمع عمومی	وجود دارد	۴۲ روز	$\frac{1}{3}$ سود خالص یا $\frac{1}{12}$ ارزش اسمی سهام + سود قابل پرداخت سهام ممتاز
ترکیه	قانون بازار سرمایه قانون چگونگی توزیع سود	مجمع عمومی	وجود دارد	۵ ماه	بیش از ۲۰٪ سود قابل توزیع بعد از کسر ذخایر و مالیات
ایالات متحده آمریکا	قانون تجارت	هیات مدیره	وجود دارد (۴ دفعه در سال)	یک هفته تا یک ماه	-
فرانسه	قانون تجارت	مجمع عمومی	وجود دارد	۹ ماه بعد از پایان سال مالی	سود طی دوره بعد از کسر زیان‌ها و ذخایر + سودهای معوق سال‌های قبل
بحرین	قانون تجارت	مجمع عمومی	-	-	کمتر از ۵ درصد سرمایه
چین	قانون شرکت‌ها	هیات مدیره	وجود دارد (۲ دفعه در سال)	۶ ماه	برای شرکت‌هایی که تامین مالی مجدد دارند باید کمتر از ۳۰٪ میانگین سود توزیع شده در ۳ سال قبل باشد
انگلستان	قانون شرکت‌ها	مجمع عمومی	وجود دارد	-	سود خالص + سود توزیع نشده سال‌های قبل - زیان‌ها



۸-۲ مقایسه عملکرد

فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار^۱ هر ساله گزارشی از عملکرد نماگرهای مختلف بورس‌ها منتشر می‌کند که شاخص‌هایی نیز در مورد میزان سود تقسیمی از جمله، نسبت قیمت به سود، سود ناخالص تقسیمی و بازده کل در آن‌ها وجود دارد.

۸-۲-۱ نسبت قیمت به سود^۲

نسبت قیمت به سود از تقسیم کل ارزش بازار به کل درآمد بازار بدست می‌آید. این شاخص شامل سهام شرکت‌هایی است که در شاخصهای اصلی بورس‌ها استفاده می‌شوند. در مورد یک شرکت اگر MV ارزش بازار و E درآمد بر مبنای آخرین حساب‌های منتشر شده شرکت باشد، نسبت قیمت به سود به صورت زیر محاسبه می‌شود.

$$PER = \frac{MV}{E}$$

به منظور محاسبه نسبت قیمت به سود کل بازار، فدراسیون جهانی بورس‌ها فرمول زیر را پیشنهاد می‌کند:

$j = 1, \dots, n$ شرکت‌های عضو شاخصهای اصلی

$MV_j =$ ارزش بازار شرکت j در پایان سال T

$E_j =$ درآمد (زیان) شرکت j بر مبنای آخرین حساب‌های منتشر شده

1. World Federation Of Exchanges
2. Price Earning Ratio (PER)



جدول زیر نسبت قیمت به سود بورس‌ها را در یک دوره زمانی ۱۹ ساله از سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۸ نشان می‌دهد.

جدول شماره (۲): نسبت قیمت به سود بورس‌ها (درصد)

بورس‌ها	۱۹۹۰	۱۹۹۱	۱۹۹۲	۱۹۹۳	۱۹۹۴	۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	میانگین
آمریکا																				
بورس آمریکا	۶.۱	-	-	-	-	۲۹.۸	۲۰.۱	۲۱.۷	۳۲.۵	۳۶.۲	۲۷.۱	۳۰.۸	۳۱.۲	۴۱.۶	۱۸.۵	۱۴.۷	۴۵.۴	۴۶.۲	-	۲۸.۷
بورس برمودا	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۰.۲	۷.۶	۱۰.۱	۱۰.۵	۱۰.۹	۱۵.۳	۷.۹	۱۲.۶	۱۰.۳	۷.۷	۷.۹	۱۰.۱
بورس برزیل	۳.۶	۷.۸	۸.۸	۸.۴	۱۲.۶	۲۶.۹	۳۴.۰	۱۲.۵	۱۶.۹	۳۷.۸	۱۱.۰	۱۳.۱	۷.۰	۱۰.۹	۱۰.۲	۱۰.۵	۱۰.۹	۱۵.۶	۳۲.۷	۱۵.۲
بورس آرژانتین	-	-	-	۴۰.۴	۶۱.۴	۱۴.۲	۲۸.۹	۱۶.۰	۱۳.۰	۲۳.۳	۲۳.۸	۱۵.۳	-	۳۲.۱	۲۳.۳	۱۰.۳	۱۵.۷	۱۶.۲	۶.۱	۲۲.۲
بورس کلمبیا	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۲۹.۲	۲۶.۲	۲۷.۹	۲۸.۶	۱۷.۴	۲۷.۶
بورس پرو	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
بورس مکزیک	۱۱.۲	۱۴.۶	۱۳.۵	۱۸.۸	۱۸.۹	۲۰.۶	۱۳.۵	۱۷.۹	۱۶.۲	۱۷.۲	۱۲.۲	۱۵.۶	۱۲.۲	۱۷.۹	۱۴.۶	۱۷.۳	۱۷.۷	۱۸.۶	۱۴.۶	۱۶.۰
نزدک امکس	۱۱.۱	۴۳.۰	۳۷.۴	۳۹.۸	۲۹.۷	۳۵.۳	۲۶.۳	۲۶.۴	۱۰.۵۶	۲۰.۵۵	۱۲.۶۹	-	-	-	-	-	-	-	-	۶۲.۵
نیویورک یورونکس	۱۴.۸	۲۵.۸	۲۲.۷	۲۳.۴	۱۸.۲	۱۹.۲	۲۰.۶	۲۳.۹	۲۷.۲	۳۱.۳	۲۵.۲	-	-	-	-	-	-	-	-	۲۲.۹
بورس شیلی	۶.۵	۱۴.۷	۱۴.۳	۲۱.۶	۲۱.۵	۱۹.۱	۱۳.۳	۱۳.۶	۱۲.۷	۱۶.۲	۱۷.۰	۱۵.۵	۲۰.۶	۲۲.۹	۲۰.۰	۱۹.۸	۱۹.۷	۱۹.۷	۱۳.۲	۱۷.۰
گروه بورس تورنتو	۱۶.۱	۴۵.۸	۱۵۶.۵	۱۲۴.۶	۱۲۴.۶	-	۱۲۴.۶	۲۲.۹	۲۸.۵	۴۰.۰	۲۳.۰	-	-	۴۲.۴	۱۹.۷	۱۸.۸	۱۵.۸	۱۸.۴	۱۰.۸	۴۴.۲
میانگین	۹.۹	۲۵.۲	۴۱.۹	۴۲.۶	۳۴.۵	۲۳.۶	۱۹.۴	۲۹.۲	۲۹.۲	۴۶.۱	۳۰.۷	۱۶.۸	۲۰.۸	۲۴.۶	۱۷.۸	۱۶.۴	۲۰.۶	۲۱.۴	۱۴.۷	۲۵.۲
آسیا و اقیانوسیه																				
بورس استرالیا	۱۱.۰	۱۹.۱	۱۸.۸	۲۱.۶	۱۴.۸	۱۶.۳	۱۷.۲	۱۹.۵	۲۰.۸	۲۱.۱	۲۱.۳	۲۵.۰	۳۷.۰	۲۳.۹	۲۰.۵	۱۷.۰	-	-	-	۲۰.۳
بورس بمبئی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۵.۰	۱۷.۳	۱۶.۲	۱۹.۲	۲۷.۷	۱۲.۴	۱۷.۶
بورس مالزی	۲۵.۵	۲۴.۲	۲۲.۸	۴۸.۲	۲۸.۵	۲۴.۵	۲۸.۶	۱۰.۳	-۱۳.۰	-۳۲.۴	۲۲.۱	۶۵.۴	۳۳.۱	۳۱.۷	۱۹.۰	۱۵.۲	۲۴.۲	۱۸.۱	۸.۵	۱۵.۱
بورس کلمبو	-	-	-	-	-	-	-	۹.۰	۶.۶	۵.۲	۷.۵	۱۲.۱	۱۱.۱	۱۰.۸	۱۲.۴	۱۴.۰	۱۱.۶	۵.۴	۵.۴	۹.۹
بورس هنگ‌کنگ	۹.۹	۱۳.۰	۱۳.۱	۲۱.۶	۱۰.۷	۱۱.۴	۱۶.۷	۱۲.۱	۱۰.۷	۲۶.۷	۱۲.۸	۱۲.۲	۱۴.۹	۱۹.۰	۱۸.۷	۱۵.۶	۱۷.۴	۲۲.۵	۷.۳	۱۵.۱
بورس اندونزی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۸.۷	۹.۱	۱۲.۵	۱۴.۷	۱۶.۹	۱۲.۲	۱۴.۰
نزدک (فرا بورس ژاپن)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
بورس کره	۱۲.۲	۱۰.۴	۱۰.۸	۱۶.۰	۲۱.۸	۱۶.۰	۱۶.۰	-	۲۷.۸	۳۴.۶	۱۵.۴	۲۹.۳	۱۵.۴	۱۰.۱	۱۵.۸	۱۱.۰	۱۱.۴	۱۶.۸	۹.۰	۱۶.۷
بورس ملی هند	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۴.۶	۱۶.۳	۱۷.۲	۲۱.۳	۲۱.۳	۱۱.۸	۱۷.۱
بورس نیوزیلند	۷.۰	۱۴.۰	۱۳.۶	۲۳.۶	۱۳.۲	۱۱.۷	۱۴.۸	۱۵.۳	۳۷.۶	۱۶.۸	۱۵.۰	۱۳.۱	۱۸.۴	۱۶.۸	۲۲.۳	۱۵.۵	۲۷.۰	۱۵.۹	۱۲.۸	۱۷.۱
بورس اساکا	۳۹.۸	۳۷.۸	۳۶.۷	۶۴.۹	۷۹.۵	۸۶.۵	۷۹.۳	۴۱.۶	۱۲۲.۱	-	۴۴۴.۲	۵۳۴.۷	-	۳۱۶.۵	۴۴.۱	۳۷.۷	۲۹.۲	۲۳.۵	۲۰.۵	۱۲۱.۱
بورس فیلیپین	۱۴.۷	۱۳.۱	۱۲.۴	۲۳.۶	۲۳.۶	۱۹.۱	۲۶.۱	۹.۵	۱۵.۸	۱۶.۲	۱۴.۲	۱۸.۲	۱۴.۴	۱۹.۲	۱۸.۳	۱۴.۸	۱۴.۶	۱۴.۲	۹.۰	۱۶.۸
بورس شانگهای	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۳۷.۷	۳۴.۴	۳۶.۵	۳۴.۲	۵۹.۲	۱۴.۹	۳۲.۱
بورس شنزن	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۳۷.۰	۳۶.۲	۳۴.۶	۳۲.۷	۶۹.۷	۱۵.۰	۳۳.۹
بورس سنگاپور	۱۵.۸	۲۰.۳	۱۹.۵	۳۷.۳	۲۶.۲	۲۴.۰	۲۱.۷	۱۵.۲	۹۹.۲	۱۹.۰	۲۰.۹	۱۶.۸	۲۱.۲	۲۴.۹	۱۶.۶	۱۵.۴	۱۹.۴	۱۸.۰	۶.۲	۲۴.۱
بورس تایوان	۳۱.۱	۳۲.۱	۳۲.۹	۳۹.۷	۳۳.۵	۲۱.۳	۲۹.۰	۲۷.۰	۴۷.۷	۲۶.۱	۱۴.۸	۴۱.۶	۴۱.۶	۴۱.۸	۲۴.۸	۱۲.۶	۱۷.۶	۱۵.۳	۹.۸	۲۶.۷
بورس تایلند	۱۳.۸	۱۵.۶	۱۶.۳	۲۶.۱	۱۹.۵	۱۹.۸	۱۲.۰	۶.۶	۱۴.۷	۵.۵	۴.۹	۷.۰	۱۳.۷	۹.۴	۹.۴	۸.۱	۱۷.۰	۱۷.۰	۷.۰	۱۲.۴
بورس توکیو	۳۹.۸	۳۷.۸	۳۶.۷	۶۴.۹	۷۹.۵	۸۶.۵	۷۹.۳	۳۷.۶	۱۰۳.۱	(loss)	۸۵.۵	۶۱.۴	-	۱۲۲.۱	۵۲.۴	۵۰.۴	۳۲.۸	۲۸.۳	۱۶.۴	۵۹.۷
میانگین	۲۰.۱	۲۱.۶	۱۹.۸	۳۵.۴	۳۱.۹	۲۹.۹	۳۰.۰	۱۸.۲	۲۱.۲	۲۳.۷	۵۹.۵	۵۱.۷	۲۱.۶	۴۴.۲	۲۰.۷	۱۸.۳	۲۱.۱	۲۴.۸	۱۱.۱	۲۷.۶
اروپا - آفریقا - خاورمیانه																				
بورس آلمان	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۲۱.۲
بورس یونان	۲۰.۴	۱۳.۸	۱۲.۹	۱۶.۷	۱۱.۱	۱۲.۳	۱۱.۹	۱۲.۴	۲۷.۲	۴۷.۹	۲۷.۵	۲۴.۹	۲۲.۶	۲۸.۰	۲۶.۷	۲۹.۴	۳۰.۵	۲۷.۷	۱۲.۵	۲۱.۹
بورس اسپانیا	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۵.۴
بورس ایتالیا	۱۶.۵	۱۶.۹	۲۵.۸	۵۸.۶	۱۳۶.۹	۳۰.۲	۱۸.۹	۲۴.۷	۲۵.۰	۲۵.۸	۲۲.۴	۲۱.۳	۱۶.۸	۱۵.۷	۲۲.۱	۱۷.۹	۱۴.۰	۱۳.۲	۶.۴	۲۷.۸
بورس بوداپست	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۱.۵
بورس قبرس	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
بورس آلمان	۱۱.۶	۱۴.۱	۲۲.۰	۲۴.۵	۲۵.۲	۲۲.۳	۲۰.۷	۲۷.۸	۳۰.۶	۵۵.۰	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۲۵.۴



بورس ها	۱۹۹۰	۱۹۹۱	۱۹۹۲	۱۹۹۳	۱۹۹۴	۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	میانگین سه ساله
بورس مصر	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۴.۷
بورس ایرلند	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۵.۴
بورس ترکیه	۲۳.۳	۱۳.۶	۱۱.۴	۲۴.۸	۲۵.۸	۹.۲	۲۴.۸	۲۴.۴	۸.۸	۳۷.۵	۱۶.۱	۸۲۴.۴	۲۷.۰	۱۲.۳	۱۲.۳	۱۶.۰	۱۶.۳	۱۲.۰	۱۲.۰	۵۹.۸
بورس آفریقای جنوبی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۶.۱
بورس اسلوانی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۸.۸
بورس انگلستان	۱۰.۶	۱۴.۲	۱۷.۵	۲۴.۸	۱۷.۴	۱۵.۶	۲۴.۸	۱۹.۲	۲۳.۳	۳۰.۵	۲۳.۳	۲۰.۳	۱۷.۷	۱۸.۳	۱۴.۷	۱۶.۰	۱۳.۴	۱۱.۸	۸.۹	۱۷.۴
بورس لوکزامبورگ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۹.۲
بورس مالت	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۳۷.۴
بورس موریتانی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۹.۹
نزدک امکس دانمارک	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
نزدک امکس فنلاند	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۸.۷
نزدک امکس سوئد	۱۱.۰	۲۲.۰	۶۰.۰	۳۱.۰	۱۴.۰	۱۱.۰	۱۷.۰	۲۲.۰	۲۱.۰	۳۷.۰	۲۶.۰	۳۲.۰	۲۵.۶	۲۴.۱	۱۶.۳	۱۷.۵	۱۵.۴	-	-	۲۳.۷
نیویورک یورونکس (هلند)	۱۰.۲	۱۰.۹	۱۰.۹	۱۳.۴	۱۴.۶	۱۳.۱	۱۷.۸	۲۰.۲	۲۲.۴	۳۱.۸	۲۱.۳	۱۵.۶	۱۲.۹	۱۴.۹	۱۱.۴	۱۳.۳	۱۲.۲	۱۱.۱	۵.۴	۱۴.۹
نیویورک یورونکس (بلژیک)	۹.۹	۱۱.۳	۱۳.۹	۱۷.۱	۱۸.۵	۱۴.۳	۱۵.۴	۱۷.۳	۲۳.۳	۲۲.۰	۱۴.۵	۱۱.۰	۱۰.۰	۱۳.۶	۱۴.۷	۱۶.۰	۱۴.۶	۱۰.۹	۵.۲	۱۴.۴
نیویورک یورونکس (پرتغال)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۹.۵
نیویورک یورونکس (فرانسه)	۱۰.۲	۱۳.۸	۱۵.۴	۱۹.۰	۱۴.۰	۱۶.۰	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۴.۴
بورس اسکاتلندی	۱۲.۹	۹.۹	۱۴.۱	۱۲.۱	۱۱.۲	-	۱۶.۷	۱۶.۷	۱۶.۸	۲۶.۲	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱۵.۲
بورس سوئیس	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۲۱.۱
بورس ایران	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۷.۹
بورس اسرائیل	۲۷.۴	۲۱.۷	۲۲.۳	۲۴.۰	۲۳.۴	۲۱.۸	۱۶.۸	۱۳.۶	۱۳.۴	۱۷.۰	۱۶.۲	-	۶۶.۹	۳۳.۵	۱۶.۳	۱۵.۹	۱۷.۲	۱۱.۸	۱۲.۱	۲۱.۲
بورس لهستان	-	۳.۵	۳.۱	۳۳.۲	۸.۸	۷.۸	۱۴.۸	۱۶.۱	۱۶.۳	۳۶.۲	۱۵.۹	۶۵.۹	۳۱.۲	۴۹.۹	۱۷.۱	۱۴.۳	۱۷.۷	۱۸.۸	۸.۴	۲۱.۱
بورس وین	۲۰.۰	۱۷.۸	۱۵.۷	۲۷.۰	۱۸.۴	۱۴.۵	۱۵.۵	۱۳.۷	۱۲.۷	۱۵.۰	۱۱.۶	۱۶.۹	۱۵.۶	۱۵.۰	۱۶.۱	۱۷.۰	۱۶.۷	۱۴.۹	۵.۱	۱۵.۷
میانگین	۱۵.۳	۱۴.۱	۱۸.۵	۲۴.۷	۲۲.۹	۱۶.۱	۱۷.۵	۱۸.۳	۲۷.۵	۳۰.۶	۱۷.۴	۶۴.۷	۲۰.۰	۱۹.۲	۱۵.۹	۱۶.۵	۱۶.۴	۱۶.۱	۸.۳	۲۰.۴
میانگین کل	۱۵.۸	۱۹.۱	۲۳.۸	۳۲.۲	۲۸.۱	۲۲.۵	۲۲.۷	۱۸.۵	۲۱.۹	۳۰.۶	۲۴.۵	۵۲.۳	۲۰.۷	۲۹.۶	۱۸.۰	۱۷.۲	۱۸.۸	۲۰.۱	۱۰.۴	۲۴.۰

منبع: فدراسیون جهانی بورس های اوراق بهادار

براساس جدول (۲) شاخص قیمت به سود برای بورس های آمریکایی ۲۵/۲، آسیا ۲۷/۶، اروپا، آفریقا و خاورمیانه ۲۰/۴ است. همچنین میانگین کل این شاخص در طی دوره مزبور در حدود ۲۴ است. در میان بورس های مورد بررسی بورس اوساکا^۱ با میانگین در حدود ۱۲۱/۱ واحد بیشترین و بورس تهران با میانگین در حدود ۷/۹ واحد کمترین میزان را دارا هستند. نمودار زیر میانگین این شاخص را به تفکیک منطقه آمریکا، آسیا، اروپا، آفریقا و خاورمیانه در طی دوره مورد بررسی نشان می دهد.

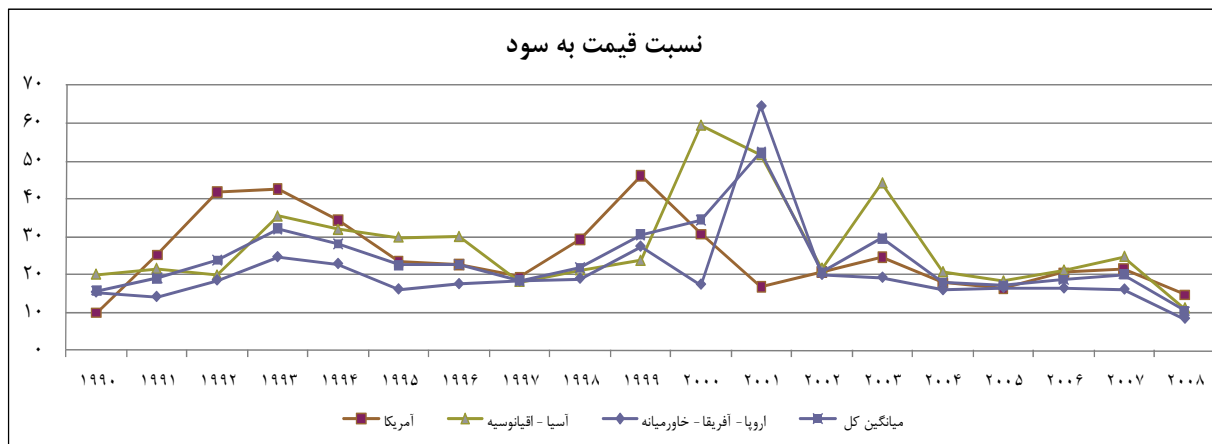
1. Osaka SE



جدول شماره (۳): میانگین نسبت قیمت به سود بورس‌ها

بورس‌ها	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴	۱۴۰۵	۱۴۰۶	۱۴۰۷	۱۴۰۸	میانگین
آمریکا	۹.۹	۲۵.۳	۴۱.۹	۴۲.۶	۳۴.۵	۲۳.۶	۲۲.۶	۱۹.۴	۲۹.۲	۴۶.۱	۳۰.۷	۱۶.۸	۲۰.۸	۲۴.۶	۱۷.۸	۱۶.۴	۲۰.۶	۲۱.۴	۱۴.۷	۲۵.۲
آسیا اقیانوسیه	۲۰.۱	۲۱.۶	۱۹.۸	۳۵.۴	۳۱.۹	۲۹.۹	۳۰.۰	۱۸.۲	۲۱.۲	۲۳.۷	۵۹.۵	۵۱.۷	۲۱.۶	۴۴.۲	۲۰.۷	۱۸.۳	۲۱.۱	۲۴.۸	۱۱.۱	۲۷.۶
اروپا - آفریقا خاورمیانه	۱۵.۳	۱۴.۱	۱۸.۵	۲۴.۷	۲۲.۹	۱۶.۱	۱۷.۵	۱۸.۳	۱۹.۰	۲۷.۵	۱۷.۴	۶۴.۷	۲۰.۰	۱۹.۲	۱۵.۹	۱۶.۵	۱۶.۴	۱۶.۱	۸.۳	۲۰.۴
میانگین کل	۱۵.۸	۱۹.۱	۲۳.۸	۳۲.۲	۲۸.۱	۲۲.۵	۲۲.۷	۱۸.۵	۲۱.۹	۳۰.۶	۳۴.۵	۵۲.۳	۲۰.۷	۲۹.۶	۱۸.۰	۱۷.۲	۱۸.۸	۲۰.۱	۱۰.۴	۲۴.۰

نمودار (۱): میانگین نسبت قیمت به سود بورس‌ها (درصد)



همان‌گونه که در نمودار (۱) مشخص است بورس‌های آمریکایی و آسیایی جز در موارد محدودی (سال‌های ۲۰۰۰ و ۲۰۰۱) عموماً دارای شاخص نسبت قیمت به سود بالاتر از میانگین جهان بوده‌اند و منطقه اروپا، آفریقا، خاورمیانه عموماً نزدیک به شاخص حرکت کرده‌اند. همچنین ملاحظه می‌شود که این شاخص در کشورهای مختلف در سال‌های اخیر (از سال ۲۰۰۴ به بعد) به یکدیگر نزدیک شده و در سال ۲۰۰۸ با بروز بحران جهانی در اکثر کشورهای مورد بررسی، کاهش یافته است.



۲-۲-۸ بازده سود ناخالص

بازده سود از تقسیم کل سود تقسیم شده توسط شرکت‌های داخلی به ارزش بازار حاصل می‌شود. فرمول‌های زیر برای محاسبه بازده سود خالص و بازده سود ناخالص استفاده می‌شود.

$$\text{Gross Dividend Yield at Year end } T = \frac{\sum_{j=1}^{j=n} q_j * GDiv_j}{\sum_{j=1}^{j=n} q_j * c_j * p_j}$$

$$\text{Dividend Yield at Year end } T = \frac{\sum_{j=1}^{j=n} q_j * Div_j}{\sum_{j=1}^{j=n} q_j * c_j * p_j}$$

$j = 1, \dots, n$ شرکت‌های عضو شاخصهای اصلی

$GDiv_j$ = سود ناخالص هر سهم شرکت پرداخت شده در تاریخ t_j

Div_j = سود خالص هر سهم شرکت پرداخت شده در تاریخ t_j

q_j = تعداد سهام شرکت که سود سال مالی T را دریافت می‌کنند

p_j = قیمت شرکت در پایان سال T

c_j = ضریب تعدیل قیمت برای زمان t_j

لازم به ذکر است که سود خالص اغلب به عنوان سود تقسیمی شناخته می‌شود. همچنین رابطه بین سود

خالص و سود ناخالص به صورت زیر است.

مالیات + سود خالص هر سهم = سود ناخالص هر سهم

c_j ضریب تعدیلی است که عملکرد شرکت بین زمان t_j (زمان پرداخت سود) و T (زمان پایان سال)

اصلاح می‌کند.

از آن جا که اخذ مالیات در کشورهای مختلف متفاوت است، به نظر می‌رسد مقایسه بین بازده سود

ناخالص مطلوب‌تر است. از این رو در جدول زیر بازده سود ناخالص بورس‌ها در یک دوره زمانی ۱۹ ساله از

سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۸ نشان داده شده است.



جدول شماره (۴) : بازده سود ناخالص بورس‌ها (درصد)

بورس‌ها	۱۹۹۰	۱۹۹۱	۱۹۹۲	۱۹۹۳	۱۹۹۴	۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	متوسطین
آمریکا																				
بورس آمریکا	۲.۴	-	-	-	-	۲.۱	۱.۵	۱.۲	۱.۳	-	-۰.۹	۲.۵	۱.۹	۱.۰	۱.۹	۱.۴	۱.۷	۱.۹	-	۱.۷
بورس برمودا	-	-	-	-	-	-	-	-	۴.۰	۴.۷	۳.۳	۳.۲	۴.۲	۵.۴	۴.۶	۴.۱	۳.۷	۳.۹	۵.۰	۴.۲
بورس برزیل	۱۴.۳	۱۴.۷	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۳.۶	۴.۲	۴.۳	۳.۲	۳.۵	۲.۹	۱.۸	۴.۷	۵.۳
بورس آرژانتین	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۳.۴	۲.۶	۳.۲	۳.۴	۳.۵	۲.۵	۲.۴	۴.۶	۳.۱
بورس کلمبیا	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۶.۹	۲.۲	۲.۲	۳.۶	۴.۵	۴.۵
بورس پرو	-	-	-	-	-	-	-	-	۳.۸	۴.۳	۲.۹	۲.۹	۲.۶	۳.۲	۴.۶	۴.۶	۵.۳	۵.۳	۸.۰	۳.۸
بورس مکزیک	۳.۷	۱.۴	۱.۳	۱.۴	۲.۳	۱.۶	۱.۴	۱.۴	۲.۹	۲.۹	۱.۰	۲.۰	۲.۰	۱.۹	۱.۷	۱.۹	۱.۷	۲.۴	۲.۲	۱.۸
نزدک امکس	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
نیویورک یورونکس	۳.۷	۲.۴	۳.۰	۲.۵	۲.۹	۲.۴	۲.۱	۱.۷	-	۱.۱	۱.۲	-	-	-	-	-	-	-	-	۲.۳
بورس شیلی	۷.۹	۴.۱	۴.۵	۵.۲	۳.۶	۳.۶	۳.۹	۳.۸	۵.۴	۳.۹	۶.۲	۳.۶	۴.۲	۳.۲	۳.۷	۳.۸	-	۳.۰	۴.۱	۴.۳
گروه بورس تورنتو	۳.۸	۳.۲	۳.۱	۲.۳	۲.۳	۱.۸	۱.۶	۱.۶	۱.۷	۱.۳	۱.۵	۱.۳	۱.۶	۱.۶	۱.۷	۱.۶	۲.۴	۲.۵	۴.۰	۲.۲
میانگین	۶.۰	۵.۲	۲.۷	۲.۸	۲.۷	۲.۸	۲.۳	۲.۳	۲.۳	۲.۷	۲.۰	۳.۱	۳.۰	۳.۵	۳.۵	۳.۰	۲.۸	۳.۱	۴.۶	۳.۲
آسیا و اقیانوسیه																				
بورس استرالیا	۶.۸	۳.۸	۳.۸	۳.۰	۴.۰	۳.۷	۳.۹	۳.۵	۳.۲	۳.۲	۳.۴	۳.۳	۴.۰	۳.۸	۳.۴	۳.۷	۳.۷	-	-	۳.۸
بورس بمبئی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱.۷
بورس مالزی	۲.۶	۲.۶	۲.۰	۱.۲	۱.۶	۱.۴	۳.۱	۲.۷	۱.۶	۲.۲	۲.۵	۲.۷	۲.۷	۲.۹	۲.۷	۴.۱	۳.۲	۲.۷	۶.۳	۲.۶
بورس کلمبو	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۵.۲	۶.۵	۶.۸	۴.۳	۳.۱	۳.۲	۲.۷	۲.۷	۲.۵	۵.۶	۴.۲
بورس هنگ کنگ	۵.۳	۴.۲	۴.۱	۲.۳	۴.۱	۳.۶	۳.۵	۳.۷	۲.۲	۲.۲	۲.۹	۲.۹	۲.۹	۲.۹	۲.۹	۲.۹	۲.۲	۲.۲	۵.۴	۳.۳
بورس اندونزی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
نزدک(فرا بورس ژاپن)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
بورس کره	۲.۴	۲.۸	۲.۰	۱.۲	۱.۰	۱.۲	۱.۶	۲.۸	-۰.۵	-۰.۸	۲.۴	۱.۷	۲.۴	۱.۸	۲.۱	۲.۱	۱.۷	۱.۴	۲.۶	۱.۸
بورس ملی هند	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱.۶
بورس نیوزیلند	۷.۶	۵.۴	۴.۹	۳.۱	۴.۲	۴.۳	۴.۷	۴.۰	۳.۸	۳.۸	۴.۶	۳.۸	۴.۶	۶.۰	۵.۷	۷.۰	۶.۰	۴.۶	۵.۹	۵.۱
بورس اساکا	۰.۷	۰.۸	۱.۰	۰.۹	۰.۸	۰.۹	۱.۲	۱.۱	۰.۸	۰.۸	-۰.۹	-	-	-	-	-	-	-	-	۰.۹
بورس فیلیپین	۳.۷	۴.۹	۱.۲	۰.۳	۰.۴	۰.۷	۱.۳	۰.۵	۰.۷	۰.۷	۱.۳	۱.۳	۱.۲	-	۱.۷	۱.۵	۲.۱	۲.۶	۵.۷	۱.۸
بورس شانگهای	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱.۳	۱.۳	۱.۲	۰.۸	۰.۹	۱.۲
بورس شنزن	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱.۰	۱.۰	۱.۰	۱.۱	-	۱.۳
بورس سنگاپور	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۰.۹	۲.۶	۲.۶	۲.۴	۲.۶	۲.۸	۲.۹	۲.۹	۲.۹	۶.۲	۲.۹
بورس تایوان	۱.۱	۲.۶	۴.۳	۲.۲	۲.۳	۳.۹	۳.۴	۲.۹	۴.۵	۲.۷	۵.۴	۴.۹	۳.۷	۳.۱	۴.۴	۵.۴	۴.۲	۴.۲	۹.۸	۳.۹
بورس تایلند	۳.۶	۳.۶	۲.۹	۲.۰	۲.۳	۳.۵	۲.۳	۶.۰	۱.۳	۰.۶	۱.۸	۲.۱	۲.۷	۱.۸	۲.۸	۱.۸	۲.۷	۳.۳	۶.۶	۳.۰
بورس توکیو	۰.۶	۰.۷	۰.۹	۰.۸	۰.۸	۰.۸	۰.۸	۱.۰	۰.۸	۰.۹	۱.۲	۱.۳	۱.۳	۱.۳	۱.۱	۱.۱	۱.۱	۱.۴	۲.۷	۱.۱
میانگین	۳.۴	۳.۱	۲.۸	۱.۷	۲.۲	۲.۶	۲.۵	۳.۱	۲.۵	۱.۹	۲.۸	۲.۶	۲.۸	۲.۶	۲.۷	۳.۰	۲.۵	۲.۳	۴.۷	۲.۷
اروپا - آفریقا - خاورمیانه																				
بورس امان	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۲.۲
بورس یونان	۴.۵	۶.۹	۸.۲	۳.۶	۶.۴	۵.۸	-	۲.۹	۲.۱	۰.۸	۱۰.۳	۴.۱	۶.۳	۴.۶	۴.۰	۳.۶	۲.۴	۲.۹	۷.۳	۴.۸
بورس اسپانیا	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۳.۳
بورس ایتالیا	۳.۳	۳.۸	۴.۱	۲.۵	۱.۶	۱.۷	۲.۴	۱.۷	۱.۴	۱.۷	۱.۷	۲.۱	۳.۸	۳.۴	۳.۴	۳.۳	۳.۷	۳.۷	۸.۰	۳.۰
بورس بوداپست	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۳.۰
بورس قبرس	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
بورس آلمان	۳.۸	۳.۸	۴.۰	۲.۹	۳.۳	۲.۸	۱.۸	۱.۷	۱.۳	۲.۶	-	-	-	-	-	-	-	-	۴.۱	۲.۸
بورس مصر	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۶.۹	۳.۸	۳.۸	۱۴.۸	۱۴.۷	۱۱.۴
بورس ایرلند	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱.۹	۲.۲	۲.۲	۲.۰	۴.۰	۲.۱
بورس ترکیه	۲.۶	۴.۷	۷.۲	۱.۹	۲.۸	۳.۶	۲.۹	۱.۶	۳.۴	۰.۷	۱.۰	۱.۳	۱.۰	۰.۹	۱.۴	۱.۷	۲.۱	۱.۹	۴.۹	۲.۵
بورس آفریقای جنوبی	۴.۱	۳.۳	۳.۶	۲.۴	۲.۲	۲.۳	۲.۷	۲.۵	۳.۳	۲.۰	۲.۶	۲.۹	۴.۰	۳.۴	۲.۸	۲.۵	۲.۴	۲.۴	۴.۶	۲.۹
بورس اسلوانی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱.۸	۱.۶	۱.۴	۱.۰	۲.۷	۲.۳



بورس ها	۱۹۹۰	۱۹۹۱	۱۹۹۲	۱۹۹۳	۱۹۹۴	۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	میانگین
بورس انگلستان	۵.۷	۵.۰	۴.۳	۳.۹	۴.۳	۳.۹	۳.۹	۳.۲	۲.۸	۲.۰	۲.۲	۲.۶	۲.۶	۳.۲	۳.۲	۳.۱	۳.۱	۳.۱	۴.۴	۳.۵
بورس لوکزامبورگ	۴.۰	۳.۹	۴.۰	۲.۰	۳.۲	۳.۳	۳.۰	۲.۲	۲.۳	۲.۱	۲.۰	۲.۹	۲.۹	۲.۸	۲.۴	۱.۴	۱.۲	۱.۸	۲.۳	۲.۷
بورس مالت	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۱.۹	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
بورس موریتانی	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۴.۹	۳.۷	۲.۸	۵.۱	۴.۲
نزدک امکس دانمارک	-	-	۲.۸	۱.۴	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۲.۱
نزدک امکس فنلاند	۴.۵	۲.۶	۱.۴	۱.۱	۱.۹	۲.۹	۲.۰	۲.۷	۲.۲	۱.۰	۲.۵	۲.۶	۳.۱	۳.۱	۴.۰	۴.۱	-	-	-	۲.۶
نزدک امکس سوئد	۳.۶	۳.۲	۲.۷	۱.۴	۲.۰	۲.۸	۲.۴	۲.۱	۲.۲	۱.۴	۱.۷	۱.۶	۱.۹	۲.۴	۲.۵	۲.۶	۲.۵	-	-	۲.۳
نیویورک یورونکس (هلند)	۵.۰	۴.۵	۳.۸	۲.۹	۳.۱	۳.۴	۲.۷	۲.۳	۲.۰	۱.۶	۱.۹	۲.۹	۳.۹	۳.۷	۴.۱	۵.۰	۳.۷	۳.۳	۴.۳	۳.۳
نیویورک یورونکس (بلژیک)	۳.۶	۳.۵	۵.۴	۴.۰	۴.۲	۴.۴	۳.۷	۳.۱	۱.۹	۲.۴	۲.۹	۳.۵	۴.۸	۳.۷	۳.۴	۳.۰	۲.۷	۲.۱	-	۳.۵
نیویورک یورونکس (پرتغال)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۲.۷
نیویورک یورونکس (فرانسه)	۴.۰	۳.۸	۳.۸	۲.۷	۳.۲	۳.۳	۲.۷	۲.۲	۲.۱	۱.۴	۱.۶	۲.۳	۳.۳	۳.۳	۳.۸	۳.۱	۳.۲	۲.۷	-	۲.۹
بورس اسکاتلندیناوی	۱.۹	۲.۰	۱.۸	۱.۳	۱.۷	۲.۳	۲.۲	۲.۵	۲.۱	۱.۷	۱.۹	۲.۰	۲.۹	۲.۸	۲.۱	۲.۵	۲.۷	۳.۱	۷.۷	۲.۶
بورس سوئیس	۳.۰	۲.۶	۲.۲	۱.۵	۱.۵	۱.۵	۱.۵	۱.۱	۱.۵	۱.۶	۱.۷	۱.۹	۱.۷	۲.۱	-	-	-	-	-	۱.۹
بورس ایران	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۲۰.۲	۱۷.۶	۱۴.۶	۱۱.۹	۷.۱	۷.۳	۱۱.۱	۸.۳	۱۱.۱	۱۴.۰	۱۳.۲
بورس اسرائیل	۱.۹	۱.۶	۰.۹	۱.۳	۱.۹	۲.۲	-	۲.۴	۵.۵	۴.۰	۲.۵	۱.۹	۱.۹	۱.۸	۲.۵	۳.۴	۳.۴	۳.۸	-	۲.۶
بورس لهستان	-	-	-	-	-	-	-	-	-	۰.۹	۰.۹	۱.۳	۱.۳	۱.۳	۱.۶	۱.۳	۲.۹	۲.۶	۴.۶	۱.۷
بورس وین	۱.۵	۲.۰	۲.۲	۱.۴	۱.۵	۱.۹	۲.۰	۱.۹	۲.۱	۲.۱	۲.۳	۲.۷	۲.۱	۲.۱	۲.۲	۱.۹	۱.۸	۱.۹	۱.۹	۲.۰
میانگین	۳.۶	۳.۶	۳.۷	۲.۲	۳.۸	۳.۰	۲.۲	۲.۳	۲.۳	۲.۷	۳.۲	۳.۰	۳.۶	۳.۰	۳.۲	۳.۴	۳.۴	۳.۵	۵.۷	۳.۲
میانگین کل	۴.۰	۳.۷	۳.۲	۲.۱	۲.۸	۲.۴	۲.۵	۲.۶	۲.۵	۲.۵	۲.۸	۲.۹	۲.۸	۲.۸	۳.۰	۳.۲	۳.۰	۳.۱	۵.۲	۳.۱

منبع: فدراسیون جهانی بورس های اوراق بهادار

بررسی ها نشان می دهد که بورس تهران با میانگینی بالغ بر ۱۳/۳ درصد بیشترین میزان این شاخص را در اختیار دارد و بورس مصر با میانگین ۱۱/۴ درصد دومین رتبه را دارا است. این نسبت برای بورس های منطقه اروپا، آفریقا و خاورمیانه، ۳/۷ درصد، آمریکا ۳/۲ درصد و آسیا ۲/۷ درصد است.

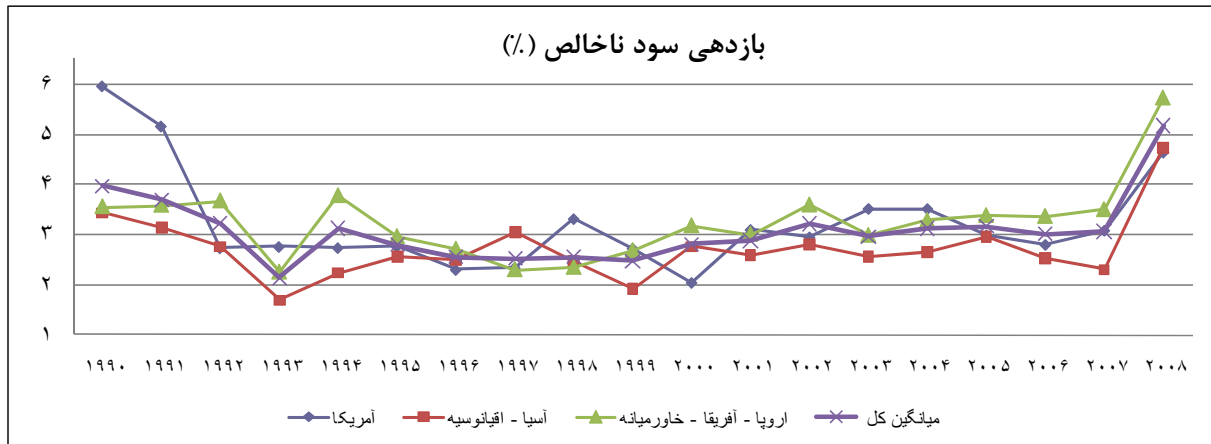
جدول زیر میانگین این شاخص را برای مناطق مختلف طی دوره مورد بررسی نشان می دهد.

جدول شماره (۵): میانگین بازده ناخالص بورس ها (درصد)

بورس ها	۱۹۹۰	۱۹۹۱	۱۹۹۲	۱۹۹۳	۱۹۹۴	۱۹۹۵	۱۹۹۶	۱۹۹۷	۱۹۹۸	۱۹۹۹	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	میانگین
آمریکا	۶.۰	۵.۲	۲.۷	۲.۸	۲.۷	۲.۸	۲.۳	۲.۳	۳.۳	۲.۷	۲.۰	۳.۱	۳.۰	۳.۵	۳.۵	۳.۰	۲.۸	۳.۱	۴.۶	۳.۲
آسیا اقیانوسیه	۳.۴	۳.۱	۲.۸	۱.۷	۲.۲	۲.۶	۲.۵	۲.۵	۳.۱	۱.۹	۲.۸	۲.۶	۲.۸	۲.۶	۲.۷	۳.۰	۲.۵	۲.۳	۴.۷	۲.۷
اروپا - آفریقا - خاورمیانه	۳.۶	۳.۶	۳.۷	۲.۲	۳.۸	۳.۰	۲.۷	۲.۳	۲.۳	۲.۷	۳.۲	۳.۰	۳.۶	۳.۰	۳.۳	۳.۴	۳.۴	۳.۵	۵.۷	۳.۳
میانگین کل	۴.۰	۳.۷	۳.۲	۲.۱	۲.۸	۲.۴	۲.۵	۲.۶	۲.۵	۲.۵	۲.۸	۲.۹	۲.۸	۳.۰	۳.۱	۳.۲	۳.۰	۳.۱	۵.۲	۳.۱



نمودار (۲): میانگین بازده ناخالص بورس‌ها (درصد)



میانگین کل این شاخص در دوره یاد شده ۳/۱ درصد است. همان‌گونه که نمودار (۲) نشان می‌دهد میانگین بیش‌تر بورس‌ها نزدیک به میانگین کل حرکت می‌کند. نکته قابل توجه دیگر، افزایش این شاخص در سال ۲۰۰۸ است. در سال ۲۰۰۸ به دلیل وجود بحران مالی جهانی، شرکت‌ها کوشیدند برای پایداری خود و افزایش رضایت سهامداران به دلیل کاهش امید به آینده شرکت‌ها، اقدام به توزیع سود بیشتر کنند. افزایش شاخص بازده سود ناخالص در سال ۲۰۰۸ این موضوع را تأیید می‌کند.

۸-۲-۳ بازده کل

بازده کل از مجموع عملکرد بازده شاخص قیمت به صورت سالانه و بازده سود ناخالص پرداخت شده در طول همان سال بدست می‌آید. در مورد بورس‌هایی که شاخص بازده سهام را (که پرداخت سود را نیز در بر می‌گیرد) گزارش می‌کنند، بازده کل همان عملکرد بازده شاخص سهام است. این رابطه را می‌توان به صورت زیر نشان داد.

بازده سود ناخالص + بازده عملکرد شاخص قیمت به صورت سالانه = بازده کل

جدول زیر بازده کل بورس‌های منتخب را از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۸ نشان می‌دهد.



جدول شماره (۶): بازده کل بورس‌ها (درصد)

بورس‌ها	۲۰۰۰	۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	میانگین
آمریکا										
بورس برمودا	۵۵.۵	۲۰.۵	-۱۳.۲	۳۸.۹	۱۲.۸	۲۵.۲	۲۸.۸	۴.۹	-۲۵.۴	۱۶.۴
بورس برزیل	-	-	-	-	-	-	-	۴۳.۷	-۴۱.۲	۱.۳
بورس آرژانتین	-۲۲.۵	-۱۴.۹	۹۳.۸	۸۹.۲	۱۷.۴	۲۱.۵	۴۹.۹	۱۷.۹	-۴۸.۹	۲۲.۶
بورس کلمبیا	-	-	-	-	۹۳.۱	-	۱۹.۵	-	-۲۴.۸	۲۹.۳
بورس پرو	-۳۴.۲	-۲.۶	۰.۲	۸۱.۳	۵۲.۴	۲۹.۴	۱۶۸.۳	۳۶.۰	-۵۹.۸	۳۰.۱
بورس مکزیک	-۱۹.۷	۱۴.۷	-۱.۸	۴۵.۴	۴۸.۶	۳۹.۷	۵۰.۳	۱۴.۱	-۲۲.۰	۱۸.۸
بورس شیلی	-۲.۲	۱۷.۱	-۲.۸	۴۹.۰	۲۶.۲	۶.۵	-	۱۶.۸	-۱۵.۵	۱۱.۹
گروه بورس تورنتو	۷.۵	-۱۲.۴	-۱۲.۱	۲۵.۹	۱۴.۲	۲۳.۹	۱۶.۹	۹.۷	-۳۱.۰	۴.۷
میانگین	-۲.۶	۳.۷	۱۰.۷	۵۵.۰	۳۷.۸	۲۴.۴	۵۵.۶	۲۰.۴	-۲۳.۶	۱۹.۰
آسیا و اقیانوسیه										
بورس استرالیا	۳.۵	۹.۸	-۷.۳	۱۴.۹	۲۶.۰	۱۹.۹	-	-	-	۱۱.۱
بورس بمبئی	-	-	-	-	-	۴۲.۹	۴۸.۰	۴۷.۸	-۵۶.۳	۲۰.۹
بورس مالزی	-۱۴.۱	-	-	۲۵.۵	۱۷.۲	۳.۳	۲۵.۰	۳۴.۵	-۳۵.۳	۸.۰
بورس کلمبو	-۱۵.۳	۴۵.۵	۳۵.۶	-	-	۳۰.۳	۴۳.۸	-۴.۲	-۳۵.۲	۱۴.۴
بورس هنگ کنگ	-۱۲.۴	-۱۷.۱	-۱۲.۴	۴۳.۲	۱۸.۳	۱۱.۱	۴۵.۴	۴۰.۵	-۴۱.۵	۸.۴
بورس کره	-۴۸.۵	۳۹.۲	-۷.۷	۳۱.۳	۱۲.۶	۵۵.۷	۵.۷	۳۳.۷	-۳۸.۱	۹.۳
بورس ملی هند	-	۱.۵	۵.۷	۷۳.۴	۱۹.۶	۳۷.۹	۳۵.۲	۶۳.۷	-۵۵.۱	۲۲.۷
بورس نیوزیلند	-۹.۱	۱۶.۷	۴.۲	۲۶.۵	۲۸.۰	۹.۰	۱۸.۷	-۰.۳	-۳۳.۷	۶.۷
بورس فیلیپین	-۲۹.۰	-۲۰.۷	-	-	-	۱۶.۵	۴۴.۴	۲۴.۰	-۴۲.۷	-۱.۲
بورس شانگهای	-	۰.۸	-۱۶.۳	۱۱.۶	-۱۳.۷	-۵.۷	۱۳۱.۲	۹۶.۹	-۶۴.۵	۱۷.۶
بورس شنزن	-	۱.۰	-۱۶.۰	۲۷.۱	-۱۵.۲	-۹.۵	۹۸.۶	-	-	۱۴.۳
بورس سنگاپور	-۲۲.۵	-۱۲.۵	-۱۵.۶	۳۹.۳	۱۴.۶	۱۶.۳	۳۳.۸	۲۶.۷	-۴۳.۲	۴.۱
بورس تایوان	-۳۸.۵	۲۲.۰	-۱۶.۱	۳۲.۳	۴.۲	۶.۷	۱۹.۵	۱۲.۹	-۳۶.۲	۰.۸
بورس تایلند	-۴۲.۳	۱۵.۰	۲۰.۰	۱۱۸.۴	-۱۰.۸	۱۰.۲	-۰.۵	۲۹.۵	-۴۱.۰	۱۰.۹
بورس توکیو	-۲۴.۵	-۱۸.۳	-۱۶.۹	۲۴.۷	۱۱.۲	۴۴.۳	۳.۰	-۱۰.۸	-۳۹.۲	-۲.۹
میانگین	-۲۳.۰	۶.۴	-۳.۶	۳۹.۰	۹.۳	۱۹.۳	۳۹.۴	۳۰.۴	-۴۳.۲	۸.۲
اروپا - آفریقا - خاورمیانه										
بورس امان	-	-	-	-	-	-	-	-	-۲۲.۴	-۲۲.۴
بورس یونان	-۲۸.۵	-۱۹.۴	-۲۶.۲	۳۴.۱	۲۷.۱	۳۵.۱	۲۲.۲	۲۰.۸	-۵۸.۲	۰.۸
بورس اسپانیا	-	-۴.۴	-۲۰.۴	۳۰.۵	۲۱.۷	۲۳.۵	۳۷.۵	۸.۷	-۳۴.۰	۷.۹
بورس ایتالیا	-	-۲۳.۰	-۲۰.۹	۱۸.۲	۲۰.۹	۱۷.۲	۲۲.۲	-۴.۲	-۴۰.۷	-۱.۳
بورس بوداپست	-	-۳.۹	۱۳.۳	۲۴.۰	۶۱.۹	۴۱.۰	۱۹.۵	۵.۶	-۵۳.۳	۱۳.۵
بورس آلمان	-	-	-	-	-	-	-	۱۹.۴	-۴۰.۳	-۱۰.۴
بورس مصر	-	-	-	-	-	-	-	۶۸.۳	-۴۱.۷	۱۳.۳
بورس ایرلند	۱۴.۳	۱.۴	-۲۷.۲	۲۵.۱	۲۸.۳	۲۱.۰	۲۹.۸	-۲۳.۴	-۶۲.۲	۰.۸
بورس ترکیه	-۳۶.۶	۴۷.۰	-۲۳.۶	۸۰.۵	۳۵.۵	۶۱.۰	۰.۴	۴۳.۹	-۴۶.۷	۱۷.۹
بورس آفریقای جنوبی	۰.۱	-	-	-	-	-	-	۱۸.۶	-۲۱.۱	-۰.۸
بورس اسلوانی	۳.۵	۲۲.۱	۵۷.۲	۱۹.۵	۲۶.۴	-۴.۰	۳۹.۳	۷۹.۱	-۶۴.۸	۱۹.۸
بورس انگلستان	-۵.۸	-۱۲.۸	-۲۱.۵	۱۹.۸	۱۲.۴	۲۱.۲	۱۶.۳	۵.۱	-۲۸.۴	۰.۷
بورس لوکزامبورگ	-۱۲.۶	-۲۸.۵	-۲۰.۲	۲۲.۵	۲۰.۶	۲۹.۳	۴۶.۲	۲۳.۰	-۵۷.۲	۲.۶
بورس موریتانی	-	-	-	-	-	۱۷.۷	۵۳.۵	۵۶.۶	-۳۱.۰	۲۴.۲
بورس اسکانديناوی	-۳.۵	-۱۶.۲	-۳۲.۷	۴۲.۵	۳۲.۰	۳۷.۷	۳۱.۱	۱۱.۲	-۴۸.۰	۶.۰
بورس سوئیس	-۱۰.۳	-۲۲.۰	-۲۶.۰	۲۲.۱	۶.۹	۳۵.۶	۲۰.۷	-۰.۱	-۳۴.۰	-۰.۸



میانگین	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۶	۲۰۰۵	۲۰۰۴	۲۰۰۳	۲۰۰۲	۲۰۰۱	۲۰۰۰	بورس ها
۳۱.۱	۱۴.۰	۷.۷	۶.۵	-۱۳.۲	۳۱.۷	۱۲۲.۹	۴۱.۹	۲۳.۴	۴۴.۸	بورس ایران
۱۰.۷	-۴۶.۴	۲۲.۹	۵.۸	۳۲.۸	-	۵۵.۴	-	-۶.۶	-	بورس اسرائیل
۹.۹	-۵۱.۱	۱۰.۴	۴۱.۶	۳۳.۷	۲۷.۹	۴۴.۹	۳.۲	-۲۶.۷	۵.۰	بورس لهستان
۱۱.۴	-۵۹.۱	۰.۵	۲۸.۴	۴۴.۶	۵۱.۰	۳۲.۳	۵.۲	۴.۴	-۵.۱	بورس وین
۹.۶	-۴۱.۳	۱۹.۷	۲۶.۳	۲۷.۱	۲۸.۹	۳۹.۶	-۷.۰	-۴.۳	-۲.۹	میانگین
۱۰.۸	-۴۰.۴	۲۳.۴	۳۶.۳	۲۳.۵	۲۳.۷	۴۲.۲	-۲.۴	۱.۲	-۱۰.۵	میانگین کل

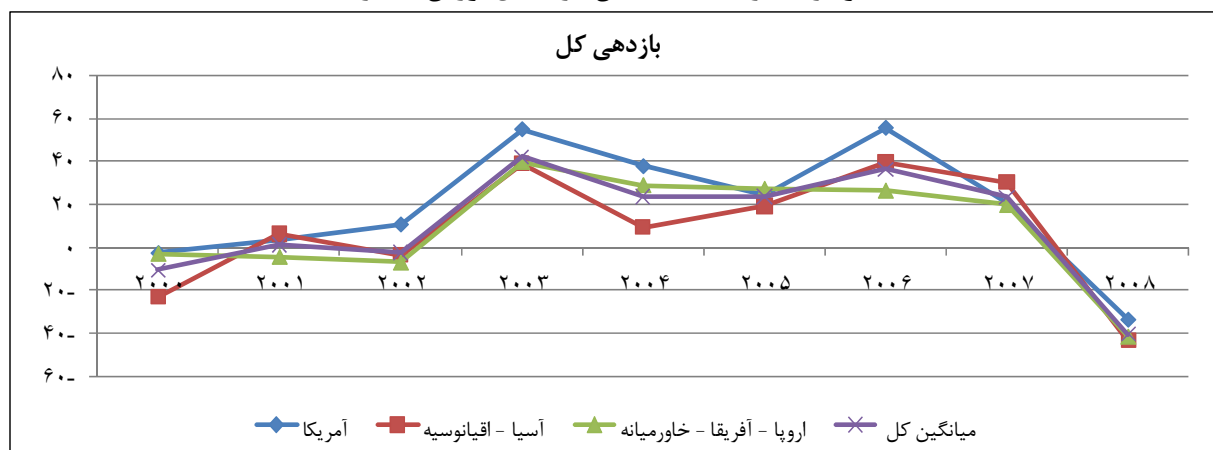
همان‌گونه که از جدول (۶) پیداست، بورس تهران با میانگینی بالغ بر ۳۱/۱ درصد از بیش‌ترین میزان بازده در میان بورس‌ها برخوردار است و پس از آن بورس پرو و کلمبیا به ترتیب ۳۰/۱/۱ و ۲۹/۳ درصد قرار دارند. همچنین میانگین این شاخص در طی دوره مورد نظر بالغ بر ۱۰/۸ درصد است.

نمودار زیر میانگین این شاخص را با توجه به تفکیک جغرافیایی نشان می‌دهد.

جدول شماره (۷): میانگین بازده کل بورس‌ها (درصد)

میانگین	۲۰۰۸	۲۰۰۷	۲۰۰۶	۲۰۰۵	۲۰۰۴	۲۰۰۳	۲۰۰۲	۲۰۰۱	۲۰۰۰	بورس ها
۱۹.۰	-۳۳.۶	۲۰.۴	۵۵.۶	۲۴.۴	۳۷.۸	۵۵.۰	۱۰.۷	۳.۷	-۲.۶	آمریکا
۸.۲	-۴۳.۲	۳۰.۴	۳۹.۴	۱۹.۳	۹.۳	۳۹.۰	-۳.۶	۶.۴	-۲۳.۰	آسیا - اقیانوسیه
۹.۶	-۴۱.۳	۱۹.۷	۲۶.۳	۲۷.۱	۲۸.۹	۳۹.۶	-۷.۰	-۴.۳	-۲.۹	اروپا - آفریقا - خاورمیانه
۱۰.۸	-۴۰.۴	۲۳.۴	۳۶.۳	۲۳.۵	۲۳.۷	۴۲.۲	-۲.۴	۱.۲	-۱۰.۵	میانگین کل

نمودار شماره (۳): میانگین بازده کل بورس‌ها (درصد)



نمودار (۳) نشان می‌دهد که بورس‌های منطقه آمریکا دارای میانگین بازده ۱۹ درصد هستند و از این‌نظر، همواره بالاتر از میانگین جهانی حرکت کرده‌اند. نکته دیگر، کاهش میانگین این شاخص در سال ۲۰۰۸ است.

۹. تقسیم سود در ایران

۹-۱ موارد قانونی در اتخاذ سیاست تقسیم سود در ایران

در قانون تجارت ایران به هفت نوع شرکت اشاره شده است. در قوانین بعدی هم انواع دیگری از شرکتها به این مجموعه اضافه شدند که به عنوان مثال می‌توان به شرکت‌های سهامی زراعی، شرکت‌های پس‌انداز مسکن و شرکت‌های کشت و صنعت اشاره کرد. در مجموع می‌توان این شرکت‌ها را از لحاظ تقسیم سود به شرکت‌هایی که سود آن‌ها بر اساس سهام شرکا تقسیم می‌شود و شرکت‌هایی که مفاد اساسنامه و شرکت‌نامه در تقسیم سود بین شرکا حاکم است تقسیم‌بندی کرد. احراز سود و مبلغ سود قابل تقسیم از وظایف خاص مجامع عمومی شرکت‌هاست. این موضوع در ماده ۲۴۰ لایحه قانون اصلاحی قسمتی از قانون تجارت مصوب اسفند ماه ۱۳۴۷ تصریح شده است. براساس این ماده «مجمع عمومی پس از تصویب حساب‌های سال مالی و احراز این‌که سود قابل تقسیم وجود دارد مبلغی از آن را که باید بین صاحبان سهام تقسیم شود، تعیین خواهند کرد. هر سودی که بدون رعایت مقررات این قانون تقسیم شود منافع موهوم تلقی خواهد شد». در ماده ۲۳۹ نیز سود قابل تقسیم این چنین تعریف می‌شود: «سود قابل تقسیم عبارت است 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». اندوخته‌های اشاره شده در ماده ۲۳۸ نیز شامل یک بیستم سود خالص (سود خالص پس از وضع زیان‌های وارده در سال‌های قبل) به عنوان اندوخته قانونی است.

اتخاذ تصمیم در مورد چگونگی پرداخت سود سهام نیز با مجامع عمومی صاحبان سهام است. اگر صاحبان سهام در مورد چگونگی پرداخت سود تصمیمی نگرفته باشند، هیئت‌مدیره چگونگی این پرداخت را تعیین خواهد کرد. براساس ماده ۲۴۰ «... در هر حال، پرداخت سود به صاحبان سهام باید ظرف هشت ماه پس از تصمیم مجمع عمومی راجع به تقسیم سود انجام پذیرد». در ماده ۹۰ قانون فوق تصریح شده است «در صورتی که شرکت سود داشته باشد ملزم است که حداقل ۱۰٪ آن را بین صاحبان سهام تقسیم کند. لذا

به طور خلاصه مقررات قانونی (در شرکت‌های سهامی) در مورد تقسیم سود را می‌توان به شرح زیر عنوان کرد:

- هیئت‌مدیره شرکت موظف است حساب‌های شرکت را حداکثر ظرف چهارماه پس از پایان سال مالی بر اساس قانون مالیات‌های مستقیم تهیه کند.
- حساب‌های مزبور باید مورد رسیدگی و تأیید بازرس قانونی شرکت قرار گیرد.
- احراز سود، باید پس از تصویب حساب‌ها مورد تأیید مجمع عمومی صاحبان سهام شرکت باشد.
- اگر شرکت سود ویژه داشته باشد، باید حداقل ۱۰٪ آن را بین صاحبان سهام تقسیم کند.
- پرداخت سود سهام به سهامداران باید حداکثر ظرف هشت ماه از تاریخ تصمیم مجمع عمومی انجام پذیرد.

در ماده ۲۵۸ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت برای رئیس و اعضای هیئت‌مدیره و مدیر عامل شرکت که بدون صورت دارایی و ترازنامه و یا به استناد صورت دارایی و ترازنامه مزبور 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 تقسیم می‌شود مگر این‌که بین شرکا در اساسنامه و یا شرکت‌نامه ترتیب دیگری مقرر شده باشد.

علاوه بر مواد قانون تجارت، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس ملزم به رعایت قوانین و مقررات بورس نیز هستند. ماده ۱۲ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، شرکت‌های پذیرفته‌شده را ملزم می‌کند که «جدول زمان‌بندی پرداخت سود نقدی پیشنهادی توسط هیئت‌مدیره را قبل از برگزاری مجمع عمومی عادی افشا کنند. در صورتی که مجمع عمومی عادی سود نقدی بیشتری را نسبت به پیشنهاد هیئت‌مدیره تصویب نماید، جدول زمان‌بندی پرداخت سود نقدی باید متناسب با آن اصلاح و حداکثر ظرف ۳۰ روز پس از تاریخ مجمع افشا گردد.» همچنین ماده ۱۳ قسمت «ب» این دستورالعمل اشاره می‌کند که ناشر (شرکت‌های پذیرفته‌شده) باید تغییر در سیاست تقسیم سود خود را فوراً افشا کنند.

در دستورالعمل انطباقی ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، وظایف ناشر در مورد ارسال

اطلاعات و رعایت حقوق سهامداران در مورد سود تقسیمی به صورت زیر بیان شده است:

«ماده ۵: ناشر مکلف است سود تقسیم شده مصوب مجمع عمومی را طبق برنامه اعلام شده و با رعایت مهلت قانونی، به سهامداران پرداخت نماید.

تبصره ۱: ناشر موظف است خطمشی تقسیم سود را مطابق مقررات، همزمان با اطلاعات پیش‌بینی درآمد هر سهم به سازمان اعلام نماید.

تبصره ۲: ناشر موظف است جدول زمان‌بندی پرداخت سود نقدی پیشنهادی توسط هیئت‌مدیره را حداقل ۱۰ روز قبل از برگزاری مجمع عمومی عادی افشا نماید. در صورتی که مجمع عمومی عادی سود نقدی بیشتری را نسبت به پیشنهاد هیئت‌مدیره تصویب نماید، جدول زمان‌بندی پرداخت سود نقدی می‌بایست متناسب با آن اصلاح و حداکثر ظرف ۳۰ روز پس از تاریخ مجمع افشا گردد.

تبصره ۳: ناشر موظف است جهت تسهیل امور سهامداران، انجام کلیه اقدامات شرکتی خود از جمله توزیع سود را در صورت قبول شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، به آن شرکت واگذار نماید. در صورت عدم قبول شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، ناشر مکلف است سود سهامداران را از طریق واریز به حساب بانکی اعلام شده از سوی آنها و یا از طریق حساب بانکی واسطه پرداخت نماید و با درخواست سهامدار، صوت حساب نحوه محاسبه مطالبات و را در اختیار او قرار دهند.»

در قسمت وظایف ناشر در مورد برگزاری مجامع عمومی ماده ۱۷ در این دستور آمده است که «ناشر مکلف است با توجه به وضعیت نقدینگی و توان پرداخت سود و با ارائه دلایل و توضیحات کافی، «حداکثر سود قابل تقسیم» را در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی حسابرسی شده سالانه، افشا و حسابرس معتمد نیز موظف است در مورد آن اظهارنظر کند. در شرکت‌هایی که ملزم به تهیه صورت‌های مالی تلفیقی هستند، اعلام «حداکثر سود قابل تقسیم» و تصمیمات تقسیم سود باید مبتنی بر صورت‌های مالی تلفیقی باشد. ناشر موظف است «حداکثر سود قابل تقسیم» را بر اساس «سود قابل تقسیم طبق صورت سود و زیان تلفیقی یا صورت سود و زیان شرکت اصلی، هر کدام که کمتر باشد» و با لحاظ کردن توان پرداخت سود، محاسبه و افشا کند.

در ماده ۱۸ این دستور العمل تصریح شده است «در صورتی که بندهای گزارش حسابرس/بازرس قانونی در مورد صورت‌های مالی، ناشی از عدم انجام تعديلات با اهمیت در سود یا زیان و یا سود قابل تقسیم ناشر

باشد، مجمع باید با لحاظ نمودن پیشنهادات حسابرس/بازرس قانونی و در نظر گرفتن الزامات ماده ۲۴۰ قانون تجارت و ماده ۱۷ این دستورالعمل، در خصوص تقسیم سود تصمیم‌گیری نماید.» همچنین تبصره این ماده در مورد رعایت حداقل ۱۰ درصد تقسیم سود بیان می‌کند که «در صورتی که حداکثر سود قابل تقسیم با لحاظ نمودن مواد ۱۷ و ۱۸ این دستورالعمل، کمتر از ده درصد سود خالص شرکت اصلی باشد به‌منظور رعایت ماده ۹۰ قانون تجارت، تقسیم سود ده درصد از سود خالص شرکت اصلی بین صاحبان سهام الزامی است.»

تنبیهاتی که در دستورالعمل انطباقی ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در مورد عدم رعایت مواد آن برای ناشر در نظر گرفته شده است به شرح زیر است:

ماده ۲۴: تخلفاتی که موجب تذکر کتبی به ناشر و مدیران ارشد آن با درج در پرونده می‌شود:

۱- تاخیر در افشای اطلاعات موضوع دستورالعمل افشا و این دستورالعمل.

- جدول زمان‌بندی پرداخت سود نقدی پیشنهادی توسط هیئت‌مدیره حداقل ۱۰ روز قبل از برگزاری مجمع عمومی عادی.

- جدول زمان‌بندی پرداخت سود نقدی اصلاح شده، در صورتی که مجمع عمومی عادی سود نقدی بیشتری را نسبت به پیشنهاد هیئت‌مدیره تصویب نماید.

۲- عدم اعلام خط‌مشی تقسیم سود تبصره ۱ ماده ۵ این دستورالعمل.

۳- عدم رعایت الزامات مربوط به انجام اقدامات شرکتی از جمله توزیع سود موضوع تبصره ۳ ماده ۵ این دستورالعمل.

ماده ۲۵: تخلفاتی که موجب اخطار کتبی به ناشر و مدیران ارشد آن با درج در پرونده و اعلام به عموم می‌گردد:

۱- عدم افشای حداکثر سود قابل تقسیم در صورت‌های مالی سالانه، طبق الزامات ماده ۱۷ این دستورالعمل.

۲- عدم پرداخت سود نقدی مطابق جدول زمان‌بندی پرداخت سود نقدی اعلام شده توسط ناشر، موضوع ماده ۵ این دستورالعمل.



ماده ۲۸: تخلفاتی که موجب اخطار کتبی به سهامدار/سهامدار عمده ناشر و مدیران ارشد آن با درج در پرونده و اعلام به عموم می‌گردد:

۱- عدم رعایت الزامات مربوط به حداکثر میزان تقسیم سود موضوع ماده ۱۷ و ۱۸ این دستورالعمل.

در ماده ۳۵ دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران آمده است که «در صورتی که ناشر ۵ اخطار کتبی با درج در پرونده یا معادل آن را دریافت نموده باشد، مشمول "لغو پذیرش" می‌گردد.»

۹-۲ تقسیم سود در بازار سرمایه ایران

در این بخش و برای بررسی بیشتر سیاست تقسیم سود در بازار سرمایه ایران، مطالعه‌ای در رابطه با میزان تقسیم سود و تاثیر آن بر بازار سرمایه از زوایای مختلف انجام گرفته است. مواردی که در این قسمت مورد بررسی قرار می‌گیرند عبارتند از:

۱. رابطه بین قیمت و سود،
۲. نسبت تقسیم سود $(\frac{D}{E})$ ،
۳. مدت زمان پرداخت سود،
۴. رابطه بین میزان سود تقسیمی و افزایش سرمایه،
۵. رابطه بین شاخص قیمت و بازده، شاخص بازده و شاخص قیمت.

یادآور می‌شود، این بررسی برای دوره ۵ ساله ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ انجام شده است و اطلاعات ارائه شده سالانه در هر یک از جداول بر اساس سال مالی و تصمیمات مجمع برای آن سال است. از آنجا که که اطلاعات سال مالی منتهی به ۱۳۸۷ برای اغلب شرکت‌ها در سال ۱۳۸۸ ارائه می‌شود، از این‌رو در جداول، اطلاعات مجمع منتهی به پایان آن سال مالی ارایه شده است.

۹-۲-۱ بررسی رابطه بین قیمت و سود

قیمت سهم، پس از تصویب تقسیم سود در مجمع، ممکن است رفتار متفاوتی داشته باشد، در واقع ممکن است افزایش یا کاهش یابد یا بدون تغییر باقی بماند. از لحاظ تئوریک، قیمت سهم پس از مجمع تقسیم سود به میزان سود تقسیمی کاهش می‌یابد. به قیمت حاصل شده در این حالت قیمت تئوریک گفته می‌شود.

سود تقسیمی - قیمت قبل از مجمع = قیمت تئوریک

به منظور بررسی رابطه بین قیمت و سود، ابتدا رابطه بین قیمت تئوریک و قیمت بعد از مجمع، از طریق آزمون برابری میانگین این دو قیمت، مورد بررسی قرار گرفت و سپس همبستگی بین سود تقسیمی و قیمت بعد از مجمع بررسی شد. همچنین بررسی دیگری در مورد واکنش قیمت بعد از مجمع نسبت به سود تقسیمی بدون توجه به ارزش ریالی آنها انجام شد. نتایج حاصل به شرح زیر است.

• بررسی رابطه بین قیمت تئوریک و قیمت بعد از مجمع

برای بررسی رابطه بین قیمت تئوریک و قیمت بعد از مجمع از آزمون تی/استیودنت برابری میانگین استفاده شد. نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که به طور متوسط رابطه بین قیمت تئوریک سهم و قیمت بعد از مجمع آن در سال‌های مورد بررسی، به جز سال مالی منتهی به ۱۳۸۶ برابرند. در سال ۱۳۸۶ به‌طور متوسط قیمت بازار سهم بالاتر از قیمت تئوریک قرار دارد و نشان می‌دهد که در این سال سهامداران با انتظار افزایش قیمت، اقدام به معامله سهام پس از مجامع کرده‌اند. در ادامه نتایج حاصل از این بررسی به تفکیک سال بیان می‌شود.

- سال ۱۳۸۷

نتایج آزمون‌های آماری صورت گرفته نشان می‌دهد که در سال ۱۳۸۷ به طور متوسط، قیمت سهام پس از بازگشایی با قیمت تئوریک برابر بوده است. علاوه بر این در ۹۵٪ موارد اختلاف میان این دو قیمت در فاصله ۷۲۰- تا ۳۷۶ ریال قرار گرفته است. همچنین در این سال، از میان ۳۶ صنعت حاضر در بورس اوراق بهادار، صنایع "انبوه‌سازی املاک و مستغلات" و "قند و شکر" به‌طور متوسط دارای قیمت تئوریک بیشتر از قیمت بازار و در مقابل در سه صنعت "استخراج کانه‌های فلزی"، "سرمایه‌گذاری‌ها" و "ماشین‌آلات و

تجهیزات" قیمت تئوریک به طور متوسط کمتر از قیمت بازار بوده است. در ۲۱ صنعت، این دو قیمت با یکدیگر برابر بوده و در ۱۰ صنعت به دلیل ناکافی بودن اطلاعات، آزموننی صورت نگرفته است.

- سال ۱۳۸۶

براساس نتایج آزمون‌های آماری صورت گرفته برای سال ۱۳۸۶، به طور متوسط، قیمت سهام پس از تقسیم سود، بیش از قیمت تئوریک بوده است. علاوه بر این در ۹۵٪ مواقع اختلاف میان این دو قیمت در فاصله ۱۰۲ تا ۹۸۴ ریال قرار گرفته است. همچنین از میان ۳۵ صنعت حاضر در بورس اوراق بهادار تهران، در صنایع "انبوه‌سازی املاک و مستغلات"، "خودرو و ساخت قطعات" و "سرمایه‌گذاری‌ها" در سطح معنی‌داری ۵٪، قیمت بازار بیش از قیمت تئوریک بوده است و در سه صنعت "سیمان، گچ و آهک"، "ماشین‌آلات دستگاه‌های برقی" و "فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای" این رابطه در سطح اطمینان ۱۰٪ حفظ شده است. در ۲۰ صنعت دیگر نیز این دو قیمت با یکدیگر برابر بوده و در ۹ صنعت به دلیل ناکافی بودن اطلاعات آزموننی صورت نگرفته است.

- سال ۱۳۸۵

نتایج آزمون‌های آماری صورت گرفته برای سال ۱۳۸۵ نشان می‌دهد که به طور متوسط در این سال، قیمت سهام برابر با قیمت تئوریک بوده است. نتایج آزمون نشان می‌دهد که تساوی بین این دو قیمت در این سال نسبت به سال‌های قبل پایدارتر بوده است. علاوه بر این در ۹۵٪ موارد، اختلاف میان این دو قیمت در فاصله ۹۵۳- تا ۸۴۲ ریال قرار گرفته است. همچنین تحلیل جداگانه صنایع حاکی از آن است که رابطه برابری بین این دو قیمت در تمام ۲۵ صنعت حاضر در بورس اوراق بهادار حفظ شده است و در ۱۰ صنعت دیگر نیز بدلیل ناکافی بودن اطلاعات آزموننی صورت نگرفته است.

- سال ۱۳۸۴

برای نتایج آزمون‌های آماری صورت گرفته برای سال ۱۳۸۴ به طور متوسط در بورس اوراق بهادار قیمت بازار برابر با قیمت سهام در تئوریک بوده است. علاوه بر این در ۹۵٪ موارد اختلاف میان این دو قیمت در فاصله ۴۴۶- تا ۱۶۷۶ ریال قرار گرفته است. همچنین در این سال، از میان ۳۵ صنعت حاضر در بورس،

صنایع "انبوه‌سازی املاک و مستغلات" و "کاشی و سرامیک" به طور متوسط قیمت بازار کمتر از قیمت تئوریک بوده و در مقابل در چهار صنعت "سرمایه‌گذاری‌ها"، "فلزات اساسی"، "ماشین‌آلات و تجهیزات" و "مواد و محصولات دارویی" قیمت بازار بیش از قیمت تئوریک بوده است. در ۱۹ صنعت نیز این دو قیمت با یکدیگر برابر بوده و در ۱۰ صنعت باقیمانده به دلیل ناکافی بودن اطلاعات آزمونی صورت نگرفته است.

- سال ۱۳۸۳

نتایج آزمون‌های آماری صورت گرفته در سال ۱۳۸۳ نشان می‌دهد که به طور متوسط در این سال، قیمت سهام پس از بازگشایی برابر قیمت تئوریک بوده است. علاوه بر این در ۹۵٪ موارد، اختلاف میان این دو قیمت در فاصله ۱۳۰۵- تا ۱۲۹۶ ریال قرار گرفته است. همچنین از میان ۳۵ صنعت حاضر در بورس اوراق بهادار، در صنایع "خودرو و ساخت قطعات" و "سرمایه‌گذاری‌ها" و "شرکت‌های چندرشته‌ای" به طور متوسط قیمت سهام، اندکی از قیمت تئوریک کمتر بوده و در مقابل در صنعت "سیمان، گچ و آهک" قیمت بازار با اختلاف بسیار اندکی بیش از قیمت تئوریک بوده است. در ۲۲ صنعت دیگر نیز این دو قیمت با یکدیگر برابر بوده و در ۹ صنعت بدلیل ناکافی بودن اطلاعات آزمونی صورت نگرفته است.

• بررسی همبستگی بین سود تقسیمی و قیمت تئوریک و قیمت بعد از مجمع

به منظور بررسی جهت حرکت سود تقسیمی و قیمت، همبستگی میان سود تقسیمی و قیمت بعد از مجمع شرکت‌ها بررسی شد. می‌دانیم که اگر همبستگی مثبت و نزدیک به یک باشد، نشان می‌دهد که همگام با افزایش سود تقسیمی قیمت سهم نیز افزایش می‌یابد و اگر همبستگی منفی و نزدیک به یک باشد، نشان می‌دهد که با افزایش سود تقسیمی قیمت سهم کاهش می‌یابد و یا برعکس. جدول زیر همبستگی بین سود تقسیمی و قیمت بعد از مجمع را به تفکیک صنایع فعال در بورس تهران نشان می‌دهد:



جدول شماره (۸) : بررسی رابطه همبستگی بین سود تقسیمی و قیمت بازار

صنعت	همبستگی سود تقسیمی و قیمت بازار
حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات	۹۹.۸٪
بانک ها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی	۹۹.۶٪
فرآورده های نفتی، کک و سوخت هسته ای	۹۹.۶٪
قند و شکر	۹۹.۵٪
وسایل اندازه گیری، پزشکی و اپتیکی	۹۸.۴٪
خدمات فنی و مهندسی	۹۵.۶٪
ساخت محصولات فلزی	۹۲.۳٪
مبلمان و مصنوعات دیگر	۹۱.۰٪
محصولات کاغذی	۸۷.۴٪
فلزات اساسی	۸۶.۵٪
ماشین آلات دستگاه های برقی	۸۵.۱٪
ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاهها و وسایل ارتباطی	۸۱.۳٪
سرمایه گذاریها	۸۱.۰٪
سیمان، آهک و گچ	۷۴.۹٪
کشاورزی، دامپروری و خدمات وابسته به آن	۶۸.۴٪
محصولات غذایی و آشامیدنی بجز قند و شکر	۶۷.۰٪
مواد و محصولات دارویی	۵۹.۳٪
استخراج سایر معادن	۵۸.۶٪
استخراج کانه های فلزی	۵۴.۸٪
لاستیک و پلاستیک	۵۳.۴٪
شرکتهای چند رشته ای صنعتی	۳۵.۵٪
ماشین آلات و تجهیزات	۳۳.۲٪
سایر وسایل حمل و نقل	۳۲.۸٪
انبوه سازی املاک و مستغلات	۳۰.۰٪
خودرو و ساخت قطعات	۲۹.۲٪
پیمانکاری صنعتی	۲۳.۰٪
رایانه و فعالیتهای وابسته به آن	۱.۴٪
انتشار، چاپ و تکثیر	۱.۴٪
کاشی و سرامیک	-۲.۰٪
محصولات شیمیایی	-۳۰.۵٪
سایر واسطه گری های مالی	-۶۳.۳٪
استخراج ذغال سنگ	-۷۲.۰٪
محصولات چوبی	-۷۲.۷٪
سایر محصولات کانی غیر فلزی	-۸۶.۵٪
منسوجات	-۹۰.۰٪



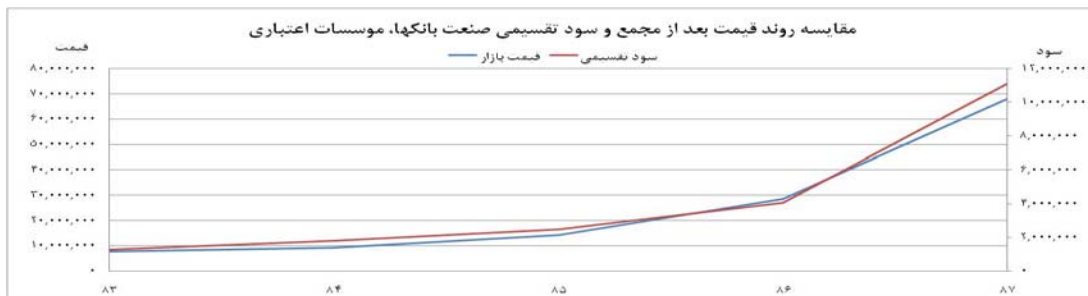


همانگونه که در جدول (۸) مشاهده می‌شود، همبستگی این دو عامل در صنعت "حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات" در حدود ۹۹,۸ درصد است که نشان می‌دهد سود تقسیمی و قیمت سهم هم‌جهت حرکت می‌کنند. این موضوع را می‌توان برای صنایع با همبستگی مثبت نیز بیان کرد ولی شدت تاثیرپذیری آنها با یکدیگر متفاوت است. همچنین همبستگی میان این دو عامل در میان صنعت "منسوجات" در حدود منفی ۹۰ درصد است که نشان می‌دهد سود تقسیمی و قیمت سهم در خلاف جهت یکدیگر حرکت می‌کنند.

به منظور بررسی بیشتر این موضوع، نمودار قیمت و سود تقسیمی برای برخی از صنایع به صورت زیر نشان داده شده است.

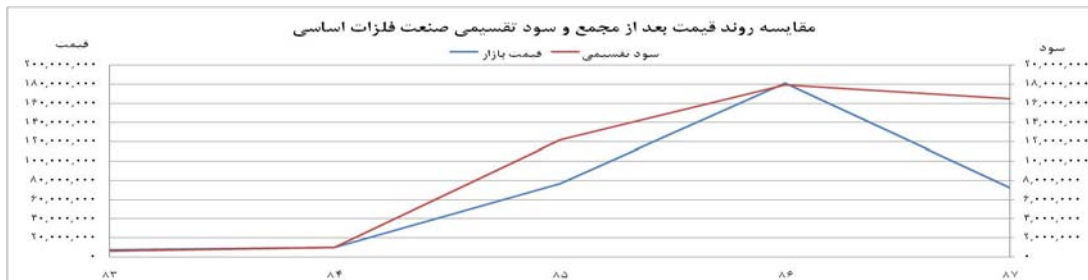
ضریب همبستگی = ۹۹,۸٪

صنعت بانکها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای مالی



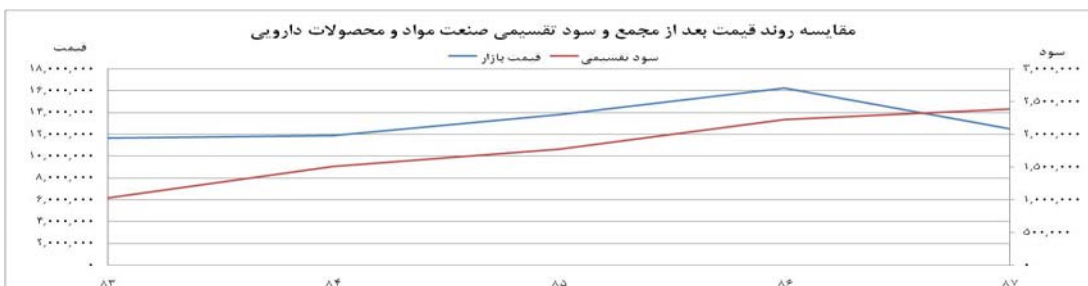
ضریب همبستگی = ۸۶,۵٪

صنعت فلزات اساسی



ضریب همبستگی = ۵۹,۳٪

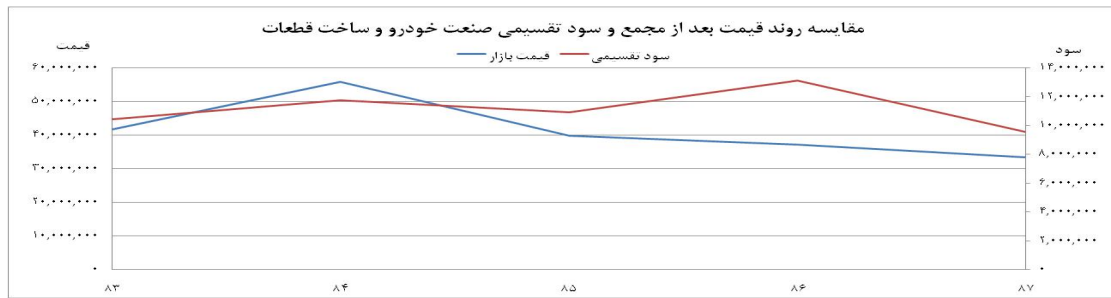
صنعت مواد و محصولات دارویی





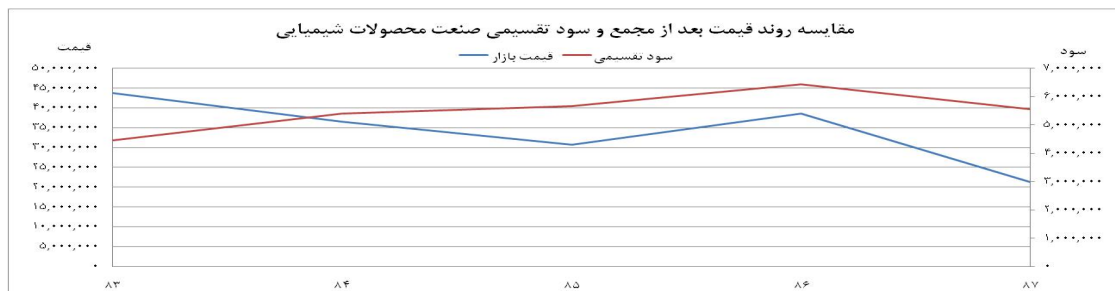
ضریب همبستگی = ۰,۲۹,۲٪

صنعت خودرو و ساخت قطعات



ضریب همبستگی = ۰,۳۰,۵٪

صنعت محصولات شیمیایی



• بررسی واکنش قیمت بعد از مجمع نسبت به سود تقسیمی

به منظور بررسی بیشتر رابطه بین قیمت و سود تقسیمی، مقایسه‌ای بین قیمت بعد از مجمع و قیمت تئوریک از جنبه دیگری صورت گرفت. به این صورت که ابتدا تفاوت بین این دو قیمت محاسبه شد؛ سپس تعداد شرکت‌هایی که این تفاوت در آنها، بدون توجه به ارزش ریالی مثبت، منفی یا صفر بود، استخراج و درصد شرکت‌هایی که قیمت بعد از مجمع آنها بیشتر یا کمتر از قیمت تئوریک یا مساوی آن بود، تعیین شد. نتایج حاصل از این بررسی به شرح جدول زیر است:

جدول شماره (۹) : بررسی واکنش قیمت بعد از مجمع نسبت به سود تقسیمی

میانگین	۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	درصد شرکتها با
۵۶٪	۵۴٪	۶۵٪	۵۳٪	۵۸٪	۴۸٪	قیمت بیشتر از قیمت تئوریک
۳۸٪	۳۶٪	۳۰٪	۴۲٪	۳۸٪	۴۳٪	قیمت کمتر از قیمت تئوریک
۷٪	۹٪	۵٪	۵٪	۴٪	۹٪	قیمت مساوی با قیمت تئوریک

همانگونه که ملاحظه می‌شود، به صورت میانگین حدود ۵۶ درصد از شرکت‌ها، بعد از مجمع با قیمتی بالاتر از قیمت تئوریک بازگشایی می‌شوند. همچنین حدود ۷٪ از شرکت‌ها با قیمتی مساوی با قیمت تئوریک و حدود ۳۸ درصد با قیمتی پایین‌تر از قیمت تئوریک بازگشایی شده‌اند.



بررسی این نسبت در طی سالهای مختلف نشان می‌دهد که در سال ۱۳۸۶، سهام حدود ۶۵ درصد از شرکتها، بعد از مجمع با قیمتی بیشتر از قیمت تئوریک معامله شد. این نتیجه نتایج حاصل شده در قسمت قبل "بررسی رابطه بین قیمت تئوریک و قیمت بعد از مجمع" را تایید می‌کند. در این قسمت بیان شد که به طور متوسط در بورس اوراق بهادار، قیمت سهام در بازار بیش از قیمت تئوریک است.

۹-۲-۲ بررسی نسبت تقسیم سود (D/E)

در این بخش نسبت تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس مورد بررسی قرار می‌گیرد. همان‌طور که می‌دانیم، نسبت تقسیم سود یکی از عوامل مهم مدنظر مدیران و سهامداران است. برای مدیران، این نسبت تعیین‌کننده میزان وجود باقیمانده در شرکت برای تامین مالی پروژه‌های آتی و برای سهامداران نشان‌دهنده میزان بازده آنها از شرکت است. این نسبت از تقسیم میزان سود تقسیمی هر سهم بر میزان سود هر سهم حاصل می‌شود.

بررسی میزان سود تقسیمی، در دو بخش صورت گرفت: ابتدا نسبت سود تقسیمی برای کل بازار به تفکیک صنایع محاسبه شد و سپس با استفاده از میانگین موزون این نسبت برای کل بازار به تفکیک سال بدست آمد.

• بررسی نسبت تقسیم سود به تفکیک صنایع

جدول زیر نسبت تقسیم سود و میانگین آن را به تفکیک صنایع در یک دوره ۵ ساله (از سال ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷) نشان می‌دهد.



جدول شماره (۱۰) : بررسی نسبت تقسیم سود به تفکیک صنایع

میانگین	سود تقسیم درصد					صنعت
	۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	۱۳۸۳	
۷۳.۵۶٪	۹۰.۴۰٪	۷۹.۰۹٪	۶۰.۵۰٪	۵۷.۰۶٪	۸۰.۷۶٪	استخراج ذغال سنگ
۸۲.۳۶٪	۶۸.۹۷٪	۸۱.۸۰٪	۷۵.۱۹٪	۱۰۱.۴۷٪	۸۴.۳۹٪	استخراج سایر معادن
۶۵.۳۳٪	۵۷.۲۰٪	۶۲.۹۵٪	۶۲.۴۳٪	۷۶.۹۷٪	۶۷.۰۳٪	استخراج کانه های فلزی
۱۰.۲۰٪	۵۱.۰۲٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	استخراج نفت گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف
۶۹.۸۱٪	۶۸.۹۱٪	۵۱.۳۷٪	۷۷.۳۸٪	۶۲.۶۹٪	۸۸.۶۹٪	انبوه سازی املاک و مستغلات
۹۸.۳۸٪	۱۱۵.۳۰٪	۱۰۹.۲۰٪	۷۰.۲۶٪	۹۵.۴۲٪	۱۰۱.۷۱٪	انتشار، چاپ و تکثیر
۷۴.۲۰٪	۶۵.۴۰٪	۷۵.۵۴٪	۷۵.۶۸٪	۷۴.۸۶٪	۷۹.۵۳٪	بانک ها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی
۴۷.۹۸٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۵۴.۰۵٪	۹۵.۴۲٪	۹۰.۴۲٪	پیمانکاری صنعتی
۷۳.۷۳٪	۸۳.۰۸٪	۶۷.۵۱٪	۷۷.۱۱٪	۹۳.۰۵٪	۴۷.۹۱٪	حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات
۵۹.۶۱٪	۴۷.۸۵٪	۵۰.۰۳٪	۹۳.۵۷٪	۱۰.۲۶٪	۹۶.۳۴٪	خدمات فنی و مهندسی
۶۶.۹۸٪	۵۲.۵۷٪	۶۹.۱۵٪	۷۱.۷۲٪	۶۶.۶۴٪	۷۴.۸۴٪	خودرو و ساخت قطعات
۶۷.۴۱٪	۷۰.۶۹٪	۷۸.۰۲٪	۵۵.۱۷٪	۷۰.۷۸٪	۶۲.۳۹٪	رایانه و فعالیتهای وابسته به آن
۱۸.۲۳٪	۱۶.۷۱٪	۷.۳۵٪	۵.۸۶٪	۱۴.۴۸٪	۴۶.۷۰٪	ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاهها و وسایل ارتباطی
۱۴.۲۷٪	۶.۴۷٪	۷.۵۰٪	۹.۵۳٪	۱۰.۴۱٪	۳۷.۴۳٪	ساخت محصولات فلزی
۵۰.۰۷٪	۶۶.۵۴٪	۷.۵۰٪	۶۷.۶۰٪	۶۲.۰۲٪	۴۶.۷۰٪	سایر محصولات کانی غیر فلزی
۷۷.۴۰٪	۵۸.۲۱٪	۷۵.۰۷٪	۸۰.۲۱٪	۸۶.۹۳٪	۸۶.۶۰٪	سایر واسطه گری های مالی
۳۷.۱۴٪	۶۵.۷۹٪	۹۰.۹۱٪	۲۸.۹۹٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	سایر وسایل حمل و نقل
۸۳.۷۷٪	۴۵.۶۸٪	۶۶.۰۳٪	۹۸.۳۶٪	۱۳۶.۰۷٪	۷۲.۷۰٪	سرمایه گذارها
۸۲.۸۴٪	۸۶.۳۱٪	۸۰.۲۸٪	۸۶.۹۴٪	۸۵.۴۸٪	۷۵.۱۹٪	سیمان، آهک و گچ
۵۰.۷۱٪	۵۷.۲۴٪	۶۱.۹۷٪	۵۳.۵۲٪	۴۳.۱۵٪	۳۷.۶۹٪	شرکتهای چند رشته ای صنعتی
۶۲.۵۹٪	۵۶.۸۶٪	۵۴.۵۸٪	۶۴.۸۴٪	۶۸.۶۱٪	۶۸.۰۵٪	فرآورده های نفتی، کک و سوخت هسته ای
۶۹.۴۶٪	۷۸.۱۰٪	۷۳.۳۳٪	۷۶.۹۰٪	۵۰.۸۴٪	۶۸.۱۳٪	فلزات اساسی
۵۳.۳۳٪	۳۹.۲۱٪	۵۸.۹۹٪	۶۸.۹۳٪	۵۸.۷۳٪	۴۰.۸۱٪	قند و شکر
۶۹.۴۴٪	۶۹.۱۸٪	۵۳.۱۵٪	۶۲.۸۰٪	۸۹.۵۷٪	۷۲.۵۱٪	کاشی و سرامیک
۹۲.۰۵٪	۹۹.۳۲٪	۹۹.۵۰٪	۹۹.۵۴٪	۱۰۰.۲۵٪	۶۱.۶۱٪	کشاورزی، دامپروری و خدمات وابسته به آن
۶۱.۴۸٪	۴۰.۲۳٪	۷۷.۸۰٪	۵۱.۱۸٪	۵۰.۴۳٪	۸۷.۷۴٪	لاستیک و پلاستیک
۶۲.۲۷٪	۶۲.۴۳٪	۵۶.۲۸٪	۵۷.۴۱٪	۵۲.۹۷٪	۸۲.۲۵٪	ماشین آلات دستگاه های برقی
۵۹.۱۲٪	۵۸.۲۴٪	۵۶.۲۸٪	۵۸.۴۲٪	۶۳.۵۷٪	۵۹.۰۶٪	ماشین آلات و تجهیزات
۵۶.۶۱٪	۲۴.۴۹٪	۳۰.۶۵٪	۷۰.۳۸٪	۶۳.۲۰٪	۹۴.۳۳٪	محصولات چوبی
۴۸.۸۱٪	۵۳.۱۵٪	۳۹.۴۷٪	۵۶.۹۲٪	۹۴.۵۳٪	۰.۰۰٪	محصولات شیمیایی
۶۹.۱۳٪	۴۷.۸۶٪	۵۹.۶۹٪	۷۵.۷۴٪	۷۱.۵۱٪	۹۰.۸۲٪	محصولات غذایی و آشامیدنی بجز قند و شکر
۴۷.۹۳٪	۰.۰۰٪	۳۰.۶۵٪	۴۲.۳۹٪	۶۶.۵۴٪	۱۰۰.۰۶٪	محصولات کاغذی
۳۰.۱۸٪	۸۵.۸۹٪	۶۵.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	۰.۰۰٪	مخابرات
۶۶.۱۱٪	۵۳.۵۰٪	۴۸.۳۷٪	۷۶.۲۵٪	۷۸.۶۸٪	۷۳.۷۴٪	منسوجات
۷۶.۳۸٪	۷۹.۳۵٪	۸۳.۸۸٪	۸۲.۶۶٪	۷۴.۷۲٪	۶۱.۲۸٪	مواد و محصولات دارویی
۸۰.۹۵٪	۸۵.۲۳٪	۱۰۲.۰۴٪	۹۶.۹۴٪	۵۴.۲۳٪	۶۶.۳۳٪	وسایل اندازه گیری، پزشکی و اپتیکی
۶۱.۳۸٪	۵۸.۵۴٪	۵۸.۶۴٪	۶۲.۳۷٪	۶۳.۳۸٪	۶۳.۹۹٪	میانگین ساده
۶۹.۶۳٪	۶۵.۵۸٪	۶۴.۲۹٪	۷۳.۴۵٪	۷۶.۵۳٪	۶۸.۳۲٪	میانگین موزون





براساس اطلاعات جدول (۱۰) صنعت انتشار، چاپ و تکثیر با ۹۷/۸۳ درصد، صنعت کشاورزی، دامپروری و خدمات وابسته با ۹۲/۰۵ درصد، صنعت سرمایه‌گذاری با ۸۳/۷۷ درصد، صنعت سیمان، آهک و گچ با ۸۲/۸۴ درصد، و صنعت استخراج سایر معادن با ۸۲/۳۶ درصد بیشترین درصد تقسیم سود را دارا هستند.

جدول شماره (۱۱): صنایع با بیشترین درصد تقسیم سود

صنایع	درصد
انتشار، چاپ و تکثیر	۹۸.۳۸٪
کشاورزی، دامپروری و خدمات وابسته به آن	۹۲.۰۵٪
سرمایه گذاریها	۸۳.۷۷٪
سیمان، آهک و گچ	۸۲.۸۴٪
استخراج سایر معادن	۸۲.۳۶٪

همچنین صنعت استخراج نفت، گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف با ۱۰/۲۰ درصد، صنعت ساخت محصولات فلزی ۱۴/۲۷ درصد، صنعت ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاهها و وسایل ارتباطی با ۱۸،۲۲ درصد، صنعت مخابرات با ۳۰/۱۷ درصد و سایر وسایل حمل و نقل با ۳۷/۱۴ درصد نسبت به سایر صنایع بخش کمتری از سود خود را تقسیم کرده‌اند.

جدول شماره (۱۲): صنایع با کمترین درصد تقسیم سود

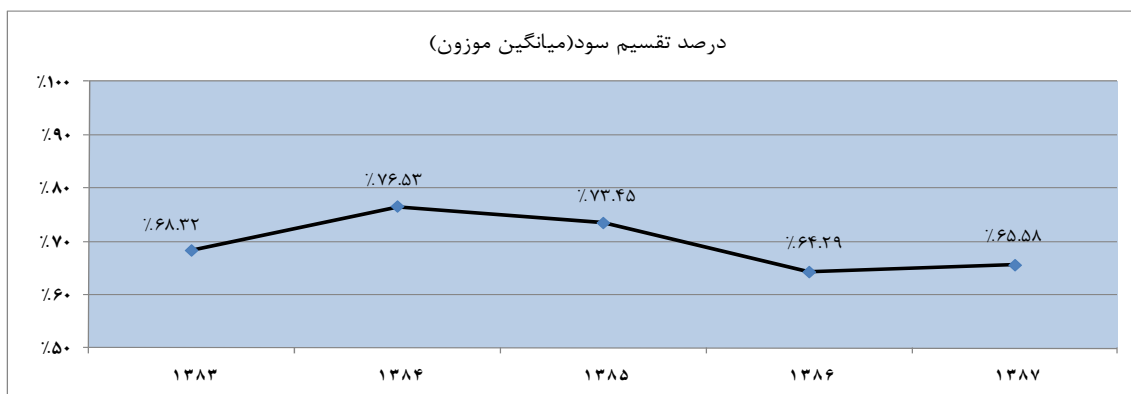
صنایع	درصد
استخراج نفت گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف	۱۰.۲۰٪
ساخت محصولات فلزی	۱۴.۲۷٪
ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاهها و وسایل ارتباطی	۱۸.۲۲٪
مخابرات	۳۰.۱۸٪
سایر وسایل حمل و نقل	۳۷.۱۴٪

• بررسی نسبت تقسیم سود به تفکیک صنایع

به منظور بررسی بیشتر نسبت تقسیم سود، با استفاده از میانگین موزون بر اساس مجموع سرمایه شرکت‌های هر صنعت، این نسبت برای کل بازار به تفکیک سال محاسبه شد. نمودار زیر روند تغییرات این نسبت را برای کل بازار نشان می‌دهد.



نمودار شماره (۴) : میانگین موزون درصد تقسیم سود



همان گونه که از نمودار (۴) مشاهده می شود نسبت تقسیم سود تا سال ۱۳۸۴ دارای روند افزایشی بوده و به بالاترین میزان خود یعنی ۸۶٫۵۳ درصد رسیده است. پس از آن تا سال ۱۳۸۶ روند کاهشی در پیش گرفته و با بیش از ۱۰ درصد کاهش، در این سال به پایین ترین میزان خود یعنی ۶۴/۲۹ رسیده است. میانگین درصد تقسیم سود در طی این سال ها برای کل بازار سرمایه ۶۹/۶۳ درصد بوده است. در واقع می توان چنین نتیجه گیری کرد که "شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به صورت میانگین حدود ۷۰ درصد از سود خود را بین سهامداران توزیع می کنند."

۹-۲-۳ بررسی مدت زمان پرداخت سود

بر اساس قانون تجارت، شرکت ها ۸ ماه بعد از مجمع فرصت دارند تا سود سهامداران را پرداخت کنند. به منظور بررسی بیشتر این موضوع و اینکه در عمل شرکت های پذیرفته شده در بورس چه مدت پس از مجمع، سود را به سهامداران پرداخت می کنند، بررسی های زیر صورت گرفت.

به منظور انجام این هدف، برنامه زمان بندی پرداخت سود شرکت ها برای سال ۱۳۸۷ بررسی و تاریخ مجمع و نزدیک ترین و دورترین زمان پرداخت سود مشخص شد. جدول زیر دوره زمانی بین تاریخ مجمع و نزدیکترین و دورترین زمان پرداخت سود یا از طرفی کمترین یا بیشترین مدت زمان انتظار برای دریافت سود و طول دوره پرداخت را بر حسب روز نشان می دهد. لازم به ذکر است که دورترین زمان پرداخت سود آخرین زمان اعلام شده برای پرداخت سود است و مدت آن مشخص نیست. این زمان اغلب برای سهامداران عمده مطرح می شود.



جدول شماره (۱۳): دوره پرداخت یا مدت زمان انتظار (روز)

طول دوره	بیشترین	کمترین	صنعت
۲۲۰	۲۳۳	۱۳	استخراج ذغال سنگ
۱۴	۲۳۵	۲۲۱	استخراج سایر معادن
۹۳	۲۷۷	۱۸۴	استخراج کانه های فلزی
۴	۵۴	۵۰	استخراج نفت گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف
۱۰۶	۲۷۲	۱۶۶	انبوه سازی املاک و مستغلات
۸۲	۲۳۹	۱۵۷	انتشار، چاپ و تکثیر
۴۹	۱۳۵	۸۶	بانک ها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی
۴۰	۴۳۴	۳۹۴	پیمانکاری صنعتی
۱۱۰	۲۲۱	۱۱۱	حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات
۱۸۱	۲۴۰	۵۹	خدمات فنی و مهندسی
۸۵	۲۱۲	۱۲۷	خودرو و ساخت قطعات
۱۷۵	۲۶۵	۹۰	رایانه و فعالیتهای وابسته به آن
۱۴۹	۲۰۱	۵۲	ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاهها و وسایل ارتباطی
۳۶	۲۰۴	۱۶۸	ساخت محصولات فلزی
۱۰۹	۲۳۰	۱۲۱	سایر محصولات کانی غیر فلزی
۱۵۷	۲۸۸	۱۳۱	سایر واسطه گری های مالی
۳۵	۱۳۴	۹۹	سایر وسایل حمل و نقل
۸۳	۱۵۹	۷۷	سرمایه گذاریها
۱۰۴	۲۳۲	۱۲۸	سیمان، آهک و گچ
۷۲	۱۱۲	۳۹	شرکتهای چند رشته ای صنعتی
۱۳۹	۱۶۸	۲۹	فرآورده های نفتی، کک و سوخت هسته ای
۹۸	۲۰۶	۱۰۸	فلزات اساسی
۹۳	۲۲۹	۱۳۶	قند و شکر
۱۲۷	۲۲۷	۱۰۱	کاشی و سرامیک
۹۰	۲۱۰	۱۲۰	کشاورزی، دامپروری و خدمات وابسته به آن
۶۰	۱۹۴	۱۳۴	لاستیک و پلاستیک
۹۶	۲۴۱	۱۴۶	ماشین آلات دستگاه های برقی
۶۲	۲۲۷	۱۶۵	ماشین آلات و تجهیزات
۱۲۹	۲۴۱	۱۱۲	محصولات چوبی
۷۷	۱۶۸	۹۱	محصولات شیمیایی
۹۵	۲۷۶	۱۸۱	محصولات غذایی و آشامیدنی بجز قند و شکر
۶۷	۱۷۷	۱۱۱	محصولات کاغذی
۱۷۰	۱۹۹	۲۹	مخابرات
۴۸	۲۰۵	۱۵۸	منسوجات
۹۹	۲۲۳	۱۲۴	مواد و محصولات دارویی
۸۳	۲۴۰	۱۵۷	وسایل اندازه گیری، پزشکی و اپتیکی
۹۵	۲۱۷	۱۲۱	میانگین (روز)
۳	۷	۴	میانگین (ماه)

همانگونه که ملاحظه می‌شود، میانگین نزدیکترین و دورترین مدت زمان پرداخت سود در کل بازار در حدود ۴ تا ۷ ماه است. در واقع شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران به صورت میانگین، حداقل ۴ ماه پس از مجمع اقدام به پرداخت سود می‌کنند و این دوره به‌طور میانگین سه ماه طول می‌کشد.

بررسی‌های بیشتر نشان می‌دهد که نزدیک‌ترین زمان پرداخت سود بعد از مجمع را صنعت استخراج ذغال سنگ با ۱۳ روز دارد. همچنین بیشترین زمان پرداخت سود بعد از مجمع مربوط به صنعت پیمانکاری صنعتی با ۳۹۴ روز دارا است.

جدول شماره (۱۴): نزدیکترین زمان پرداخت سود (روز)

بیشترین	صنعت	کمترین	صنعت
۳۹۴	پیمانکاری صنعتی	۱۳	استخراج ذغال سنگ
۲۲۱	استخراج سایر معادن	۲۹	فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای
۱۸۴	استخراج کانه‌های فلزی	۲۹	مخابرات
۱۶۸	ساخت محصولات فلزی	۳۹	شرکت‌های چند رشته‌ای صنعتی
۱۶۶	انبوه‌سازی املاک و مستغلات	۵۰	استخراج نفت گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف
		۵۲	ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاه‌ها و وسایل ارتباطی

در رابطه با دورترین زمان پرداخت سود، صنعت استخراج نفت، گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف با ۵۴ روز کمترین و صنعت پیمانکاری صنعتی با ۴۳۴ روز دورترین زمان پس از مجمع را در اختیار دارند.

جدول شماره (۱۵): دورترین زمان پرداخت سود (روز)

بیشترین	صنعت	کمترین	صنعت
۴۳۴	پیمانکاری صنعتی	۵۴	استخراج نفت گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف
۲۸۸	سایر واسطه‌گری‌های مالی	۱۱۲	شرکت‌های چند رشته‌ای صنعتی
۲۷۷	استخراج کانه‌های فلزی	۱۳۴	سایر وسایل حمل و نقل
۲۷۶	محصولات غذایی و آشامیدنی به‌جز قند و شکر	۱۳۵	بانک‌ها، موسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی
۲۶۵	رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن	۱۵۹	سرمایه گذاری‌ها

همچنین صنعت استخراج نفت و گاز با ۴ روز کمترین دوره پرداخت سود و صنعت استخراج ذغال سنگ با ۲۲۰ روز بیشترین دوره پرداخت سود را دارا هستند. دوره پرداخت دوره‌ای است که در آن سود همه سهامداران بر اساس برنامه اعلام‌شده پرداخت می‌شود.



جدول شماره (۱۶): دوره پرداخت (روز)

بیشترین	صنعت	کمترین	صنعت
۲۲۰	استخراج ذغال سنگ	۴	استخراج نفت گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف
۱۸۱	خدمات فنی و مهندسی	۱۴	استخراج سایر معادن
۱۷۵	رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن	۳۵	سایر وسایل حمل و نقل
۱۷۰	مخابرات	۳۶	ساخت محصولات فلزی
۱۴۹	ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاه‌ها و وسایل ارتباطی	۴۰	پیمانکاری صنعتی

۹-۲-۴ بررسی رابطه بین میزان سود تقسیمی و افزایش سرمایه

در صورتی که شرکتی دارای پروژه سرمایه‌گذاری توجیه‌پذیری باشد که در چند سال آینده به بهره‌برداری می‌رسد و یا شرکتی پیش‌بینی می‌کند که در سال آینده نیاز مالی خواهد داشت، پیشنهاد عدم تقسیم یا تقسیم سود کم را به مجمع عمومی صاحبان سهام ارایه می‌کند. در صورتی که مجمع با نظر هیئت‌مدیره موافق باشد سود میان سهامداران تقسیم نمی‌شود و به حساب اندوخته‌ها یا سود انباشته انتقال می‌یابد و پس از بهره‌برداری پروژه به صورت سهام جایزه به سهامدار داده می‌شود. در غیر این صورت، سود بین سهامداران تقسیم می‌شود و بعد از آن اگر مدیریت شرکت تشخیص دهد که برای تامین مالی نیاز به وجد نقد دارد، پس طی کردن مراحل قانونی، اقدام به افزایش سرمایه می‌کند. برای روشن شدن بحث کارا بودن سیاست تقسیم سود و افزایش سرمایه‌های شرکت در بازار سرمایه، مطالعه‌ای صورت گرفت که در آن ابتدا ارزش ریالی میزان سود تقسیمی و میزان افزایش سرمایه هر سال برای کل شرکت‌ها محاسبه شد، سپس رابطه بین میزان افزایش سرمایه ناشی از مطالبات و آورده و میزان کل افزایش سرمایه با سود تقسیمی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول شماره (۱۷): بررسی سیاست تقسیم سود و افزایش سرمایه

جمع	۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	۱۳۸۴	شرح
۲۴۸,۳۸۸,۰۸۴	۸۴,۲۹۲,۸۱۸	۷۳,۴۴۹,۰۸۱	۵۰,۶۵۴,۶۷۷	۳۹,۹۹۱,۵۰۹	تقسیم سود (میلیون ریال)
۲۸,۶۱۱,۴۶۶	۴,۵۶۴,۳۷۲	۹,۷۴۸,۴۹۰	۸,۷۳۸,۸۵۲	۵,۵۵۹,۷۵۳	مطالبات و آورده
۱۴,۴۰۱,۸۹۰	۱,۳۵۰,۱۱۶	۱,۶۲۲,۷۳۶	۵,۴۰۳,۷۶۴	۶,۰۲۵,۲۷۵	اندوخته‌ها
۴۳,۰۱۳,۳۵۷	۵,۹۱۴,۴۸۸	۱۱,۳۷۱,۲۲۶	۱۴,۱۴۲,۶۱۶	۱۱,۵۸۵,۰۲۷	جمع
۸.۷	۱۸.۵	۷.۵	۵.۸	۷.۲	نسبت سود تقسیمی به افزایش سرمایه (مطالبات و آورده) (مرتب‌ه)
۵.۸	۱۴.۳	۶.۵	۳.۶	۳.۵	نسبت سود تقسیمی به کل افزایش سرمایه (مرتب‌ه)



تقسیم میزان سود تقسیمی بر میزان افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نشان می‌دهد که سود تقسیمی چند برابر افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده است. حاصل این نسبت نشان می‌دهد که شرکت‌ها به صورت متوسط نزدیک به ۹ برابر میزان افزایش سرمایه خود از محل مطالبات، سود تقسیم می‌کنند. نکته جالب توجه افزایش این نسبت به میزان زیاد در سال ۱۳۸۷ است.

به منظور بررسی بیشتر، فرض شد که اگر کل میزان افزایش سرمایه از محل سود باشد، سود تا چند درصد آن را پوشش می‌دهد. نتایج حاصل نشان داد که سود می‌تواند تا نزدیک به ۶ برابر میزان کل افزایش سرمایه در وضعیت موجود را در بازار سرمایه پوشش دهد.

۹-۲-۵ بررسی رابطه بین شاخص قیمت و بازده، شاخص بازده و شاخص کل

یکی از راه‌های بررسی تاثیر سود تقسیمی بر کل بازار، استفاده از شاخص‌ها و بررسی تغییرات آنها و اثرپذیری‌شان از یکدیگر است. از جمله شاخص‌های مورد استفاده برای بررسی این موضوع، شاخص قیمت و بازده، شاخص قیمت و شاخص بازده نقدی می‌باشد. متاسفانه شاخص بازده نقدی از ۱۳۸۷/۰۹/۱۳ به بعد محاسبه نشده است. از این رو دامنه مورد بررسی از سال ۱۳۸۰ تا این تاریخ در نظر گرفته شد. نتایج حاصل به شرح جدول زیر است.

جدول شماره (۱۸): رابطه بین شاخص قیمت و بازده، شاخص بازده و شاخص کل

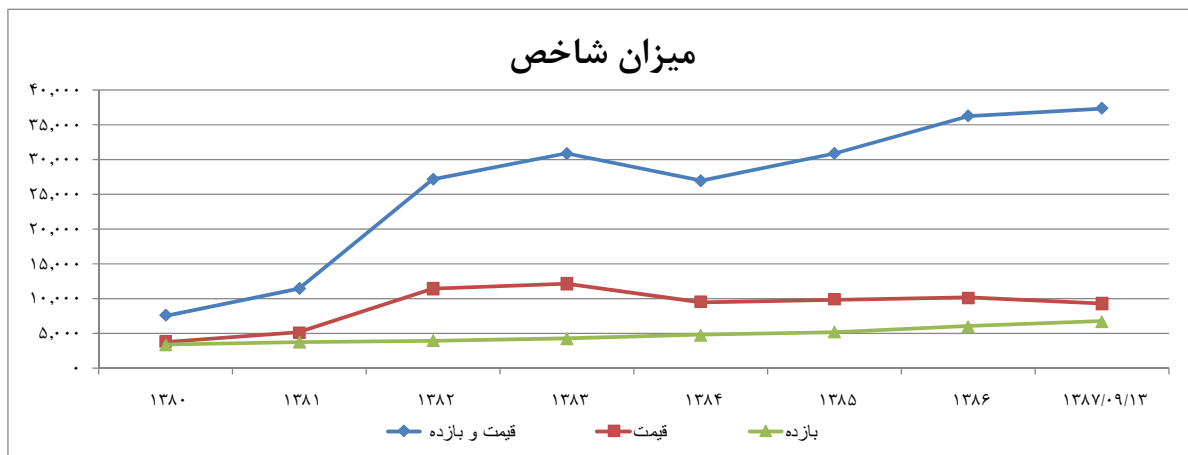
سال	شاخص مقدار			شاخص تغییرات			شاخص تغییرات درصد		
	بازده	قیمت	قیمت و بازده	بازده	قیمت	قیمت و بازده	بازده	قیمت	قیمت و بازده
۱۳۸۰	۳,۲۹۹	۳,۷۵۸	۷,۵۰۱	۳۹۱	۷۴۸	۲,۲۰۴	۱۳.۴۵٪	۲۴.۸۵٪	۴۱.۶۱٪
۱۳۸۱	۳,۷۰۴	۵,۰۶۲	۱۱,۳۴۵	۴۰۵	۱,۳۰۴	۳,۸۴۴	۱۲.۲۸٪	۳۴.۷۰٪	۵۱.۲۵٪
۱۳۸۲	۳,۹۳۳	۱۱,۳۷۹	۲۷,۰۷۴	۲۲۹	۶,۳۱۷	۱۵,۷۲۹	۶.۱۸٪	۱۲۴.۷۹٪	۱۳۸.۶۴٪
۱۳۸۳	۴,۱۹۸	۱۲,۱۱۳	۳۰,۷۶۲	۲۶۵	۷۳۴	۳,۶۸۸	۶.۷۴٪	۶.۴۵٪	۱۳.۶۲٪
۱۳۸۴	۴,۶۹۲	۹,۴۶۰	۲۶,۸۵۱	۴۹۴	-۲,۶۵۳	-۳,۹۱۱	۱۱.۷۷٪	-۲۱.۹۰٪	-۱۲.۷۱٪
۱۳۸۵	۵,۱۸۲	۹,۸۲۱	۳۰,۷۸۶	۴۹۰	۳۶۱	۳,۹۳۵	۱۰.۴۴٪	۳.۸۲٪	۱۴.۶۶٪
۱۳۸۶	۵,۹۳۴	۱۰,۰۸۲	۳۶,۱۹۳	۷۵۲	۲۶۱	۵,۴۰۷	۱۴.۵۲٪	۲.۶۶٪	۱۷.۵۶٪
۱۳۸۷/۰۹/۱۳	۶,۶۶۴	۹,۲۴۹	۳۷,۲۸۷	۷۳۰	-۸۳۳	۱,۰۹۴	۱۲.۳۰٪	-۸.۲۶٪	۳.۰۲٪



در تحلیل اثرپذیری شاخص‌ها از یکدیگر، می‌توان چنین استنباط کرد که تغییرات شاخص قیمت و بازده حاصل برآیند تغییرات شاخص قیمت و شاخص بازده است، از این رو تغییرات آن را می‌توان از تحلیل تغییرات این دو شاخص استنباط کرد.

بررسی جدول (۱۸) نشان می‌دهد که سال ۱۳۸۳ را می‌توان به عنوان نقطه عطفی در تاثیرپذیری شاخص قیمت و بازده از شاخص قیمت و شاخص بازده دانست. در واقع می‌توان گفت که تا سال ۱۳۸۳ تاثیرپذیری شاخص قیمت و بازده از شاخص قیمت بیشتر است. در سال ۱۳۸۳ تاثیرپذیری این شاخص از دو شاخص قیمت و شاخص بازده به صورت یکسان است و از سال ۱۳۸۳ به بعد با نمایان شدن حباب قیمتی از میزان تاثیرپذیری از شاخص قیمت کاسته شد و شاخص بازده در این میان نقش مهمتری بازی کرد. این تاثیرپذیری تا سال ۱۳۸۷ نیز ادامه پیدا کرده است.

نمودار شماره (۵): روند حرکت شاخص‌ها



نمودار (۵) به خوبی بحث مطرح شده در قسمت قبل را تایید می‌کند. روند تغییرات و حرکت شاخص قیمت و بازده تا سال ۱۳۸۳ همانند روند حرکت شاخص قیمت است، پس از آن در سال ۱۳۸۴ با توجه به کاهش شاخص قیمت، شاخص بازده با شیب کمتری کاهش می‌یابد و بعد از این سال با توجه به ثابت بودن شاخص قیمت، بازار شاهد افزایش شاخص بازده و قیمت به دلیل افزایش شاخص بازده است.

۱۰. نتیجه‌گیری

در مجامع شرکت‌های بورسی، به‌طور معمول گرایشی عمومی در سهامداران نسبت به دریافت هر چه بیش‌تر سود نقدی به چشم می‌خورد. در اکثر اوقات، بحث‌برانگیزترین بخش مجمع، تصمیم‌گیری درباره تقسیم سود است. گاهی اعتراض شدید سهامداران کوچک باعث تغییر سیاست تقسیم سود هیئت‌مدیره و توزیع بخش عمده‌ای از سود هر سهم در مجمع می‌شود.

مطالعات انجام شده نشان می‌دهد که در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس به‌طور میانگین ۷۰ درصد سود در مجامع تقسیم می‌شود و محاسبه آزمون برابری میانگین، از برابری قیمت تئوریک سهام و قیمت آن در بازار، بعد از مجمع خبر می‌دهد. علاوه بر این، صرف‌نظر از ارزش ریالی، به صورت متوسط ۵۶ درصد شرکت‌ها پس از مجمع با قیمتی بیش از قیمت تئوریک معامله می‌شوند. همچنین محاسبه همبستگی بین قیمت سهم و سود تقسیمی در بیشتر صنایع بیانگر مثبت بودن رابطه بین این دو متغیر است. از این نتایج می‌توان چنین استنباط کرد که سهامداران شرکت‌ها به صورت میانگین دارای دید مثبتی نسبت به تقسیم سود هستند و دریافت آن را ضروری می‌پندارند.

به نظر می‌رسد منشا این رویکرد در سرمایه‌گذاران ایرانی غلبه دیدگاه کوتاه‌مدت آنان به سرمایه‌گذاری باشد، به نحوی که اغلب سهامداران تصور می‌کنند باقی ماندن سود در شرکت و عدم توزیع آن در حقیقت نوعی صرف نظر از منافع آنان است. این در حالی است که بر اساس آمار موجود، در کشورهای توسعه یافته در حال حاضر به طور متوسط بیش از ۵۰ درصد تامین مالی شرکت‌ها از طریق سود انباشته صورت می‌گیرد که نشان‌دهنده دیدگاه کاملاً متفاوت سرمایه‌گذاران درباره تقسیم سود نسبت به سرمایه‌گذاران ایرانی است.

مطالعات انجام شده نشان می‌دهد که در بازارهای مالی پیشرفته، وضعیت آینده شرکت‌ها به مراتب مهم‌تر از کسب سودهای آنی است و درصد تقسیم سود بالا، غالباً این پیام را به سرمایه‌گذاران مخابره می‌کند که شرکت افق جدیدی برای رشد و توسعه پیش رو ندارد و به فعالیت فعلی اکتفا کرده است. این مساله به صورت کاهش P/E در سهام مزبور نمایان می‌شود. بدین ترتیب مشاهده می‌شود که شرکت‌های معتبر و بزرگ در دوره زمانی بلندمدت (به عنوان مثال ده‌ساله) کوچکترین تغییری در سیاست‌های تقسیم سود خود

ایجاد نمی‌کنند. زیرا تغییر ناگهانی سیاست تقسیم سود شرکت‌ها اغلب با عکس‌العمل سریع بازار مواجه می‌شود و سرمایه‌گذاران نسبت به علت تغییر سیاست‌های توزیع سود شرکت‌ها کاملاً حساس و پی‌گیر هستند.

علاوه بر توضیحات فوق، از منظر تحلیل بنیادی، سود تقسیمی بالا به تنهایی نمی‌تواند معیاری برای تعیین مرغوبیت سهام یک شرکت باشد. واقعیت این است که سود تقسیمی تنها یکی از اجزای تشکیل‌دهنده سود هر سهم است و برای تحلیل سهام شرکت‌ها باید به جزء دیگر سود یعنی سود تقسیم نشده نیز توجه کرد.

در واقع سود انباشته، یک منبع تامین مالی ارزان و سهل‌الوصول برای شرکت‌ها محسوب می‌شود، اما پرداخت سود سهام از آنجا که بر نقدشونده‌ترین جزء دارایی‌های جاری در ترازنامه؛ یعنی «موجودی نقد» اثر کاهنده دارد، بر مجموعه دارایی‌های شرکت اثر منفی می‌گذارد. به همین دلیل شرکت‌هایی که بخش عمده سود خود را طی دوره‌های مالی متوالی تقسیم می‌کنند، به منظور تامین سرمایه در گردش و انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید، احتمالاً باید وجوه مورد نیاز را از طریق انتشار سهام جدید یا بدهی تامین کنند. در چنین وضعیتی اگر نسبت بدهی بالا باشد، توانایی تامین مالی خارجی برای شرکت وجود نخواهد داشت و این مساله در بلندمدت باعث ایجاد مشکلات نقدینگی و کاهش رشد شرکت و در نهایت کاهش ثروت سهامداران می‌شود. بنابراین با توجه به نکات مورد اشاره می‌توان گفت، سیاست تقسیم سود یک شرکت باید همواره دو هدف را تامین کند؛ اول تهیه نقدینگی لازم برای تداوم رشد شرکت و دوم افزایش ثروت سهامداران.

وضعیت برخی شرکت‌ها در بورس تهران نیز با توجه به مسائل مطرح شده قابل توضیح است. شرکت‌هایی که به رغم سود تقسیمی پایین، رشد قیمتی مناسبی را در سال‌های اخیر تجربه کرده‌اند، اغلب طرح‌های توسعه مناسبی را در دستور کار داشته و از اندوخته‌ها و سود انباشته بالایی نیز برخوردار بوده‌اند. مثال این ادعا را می‌توان در صنعت بانکداری مشاهده کرد.

متاسفانه علی‌رغم مزایای استفاده از سود انباشته به عنوان منبع تامین مالی، در بسیاری از شرکت‌های فعال در بورس تهران، ابتدا سود تقسیم می‌شود، سپس شرکت‌ها اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند. همان‌گونه که قبلاً نیز اشاره شد، به صورت متوسط، میزان سود تقسیم شده شرکت‌های فعال در بورس می‌تواند تا میزان نزدیک به ۹ برابر مبلغ افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی و نزدیک به ۶ برابر مبلغ کل افزایش سرمایه را پوشش دهد.

از جمله مشکلات دیگر بازار سرمایه مدت زمان پرداخت سود است. براساس تحقیق انجام شده شرکت‌های فعال در بورس تهران به صورت میانگین حداقل ۴ ماه پس از مجمع و در یک دوره ۳ ماهه اقدام به پرداخت سود می‌کنند. با توجه به اینکه بر اساس قانون تجارت شرکت‌ها باید تا ۴ ماه پس از پایان سال مالی شرکت‌ها به منظور بستن حسابهای مالی شرکت و تایید نظر حسابرس، مجمع را تشکیل دهند، از این رو با لحاظ کردن مدت زمان برگزاری مجمع و مدت زمان پرداخت سود، شرکت‌ها در مدت زمانی در حدود ۷ تا ۱۱ ماه پس از پایان سال مالی اقدام به پرداخت سود می‌کنند. در واقع بیش از نیمی از سال مالی بعد نیز سپری شده است. این اقدام با توجه به مدت زمان عدم استفاده از مزایای دریافت سود نقدی و با در نظر گرفتن تورم کنونی نمی‌تواند برای سرمایه‌گذاران مطلوب باشد.

بررسی روند حرکت و تغییرات شاخص‌ها نیز نتایج حاصل شده در مطالب قبل را تایید می‌کند. بررسی روند تغییرات شاخص‌ها نشان می‌دهد که در سال‌های اخیر به‌ویژه از سال ۱۳۸۴ تاکنون، میزان تاثیرگذاری شاخص بازده بر شاخص قیمت و بازده نسبت به شاخص قیمت بیشتر شده است.

به طور کلی، به منظور بهره‌گیری از مزایای سود انباشته و کمک به تامین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و همچنین افزایش مطلوبیت سهامداران از طریق دریافت به موقع سود و افزایش مزایای رشد شرکتها، می‌توان موارد زیر را برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس مطرح کرد.

- مدت زمان پرداخت سود برای شرکت‌های پذیرفته‌شده کمتر شود.
- محدودیتهایی برای مجامع عمومی در رابطه با میزان تغییر سود تقسیمی پیشنهاد

هیئت‌مدیره، اعمال شود.



- شرکت‌های پذیرفته شده ملزم شوند که سیاست تقسیم سود خود را به صورت شفاف بیان کنند و اگر تغییر با اهمیتی در میزان سود تقسیمی ایجاد شد، سریعاً به بازار اعلام کنند.
- این امکان برای شرکت‌های پذیرفته شده فراهم آید که بتوانند بیش از یکبار در سال، سود بپردازند.
- به منظور اطمینان از پرداخت به موقع سود، پرداخت سود از طریق حساب شرکت سپرده‌گذاری مرکزی انجام پذیرد.





منابع

۱. "بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و تغییرات قیمت سهام در شرکت‌ها پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، علی اکبر خادم موخرشهر رضا، دانشگاه تربیت مدرس، کارشناسی ارشد، ۱۳۸۰.
۲. "مروری بر تئوری‌ها، سیاستها و خط‌مشی تقسیم سود (۱) و (۲)"، غلامرضا اسلامی بیدگلی، دانش مدیریت.
۳. "مدیریت مالی"، تهرانی، رضا، نگاه دانش، ۱۳۸۷.
۴. "معمای تقسیم سود در شرکت‌های ایرانی"، حسین عبده تبریزی.
۵. "نش پارامتر تاثیرگذار بر تقسیم سود شرکت‌ها (DPS)" ، احمد مهجوری.
۶. "اهمیت افشای سیاست تقسیم سود"، عباسعلی حقانی نسب،
7. Bahrain, Commercial Companies Law 2001,
8. India, The Companies (Temporary Restrictions On Dividends) ACT, 1974, ACT NO. 35 Of 1974.
9. Turkey, Communique On Principles Regarding Distribution Of Dividendds And Interim Dividendds To Be Followed By The Publicly Held Joint Stock Corporations Subject To Capital Market Law Published in dated 13 November 2001 No:24582.
10. France, Commercial Code, 2006.
11. Bahrain, Commercial Companies Law 2001.
12. China, Company Law of the People's Republic of China, 2005.
13. England, Company act 2006.

