

چرا شرکتها سهام جایزه منتشر می کنند؟

فرهاد عبدالله زاده^۱

سهام جایزه، سود شرکت است که در قالب سهام، بین سهامداران توزیع می شود. آ اینکه چرا شرکتها به انتشار سهام جایزه اقدام می کنند، سؤالی است که سالهاست محققان با آن مواجهند. عقاید مرسوم، حاکی از آن است که سهامداران هیچ نفع واقعی از سهام جایزه نمی برند. سهام جایزه بر ارزش حقوق صاحبان سهام نمی افزاید بلکه تنها ترکیب آن را به هم می زند، به طوری که در غالب موارد، سرمایه و سود انباشته درست به اندازه یکدیگر تغییر متقابل می کنند. با وجودی که تعداد سهام افزایش می یابد لیکن برای شرکت هیچ گونه وجه جدیدی به دنبال ندارد. از جنبه نظری نیز ارزش اقتصادی کل شرکت تغییر نمی کند زیرا با انتشار سهام جایزه، ارزش هر سهم به تناسب کاهش می یابد. اما اگر انتشار سهام جایزه، تنها تغییری صوری محسوب می شود، پس چرا شرکتها به توزیع آن اقدام می کنند؟ بویژه اینکه چنین عملی برای شرکت، هزینه واقعی نیز به دنبال دارد.

۱- مدرس دانشگاه هوایی

۲- از جنبه تئوری، انتشار سهامی که کمتر از ۲۵٪ باشد، سهام جایزه یا سود سهمی (Stock Dividend) و انتشاری که بیش از ۲۵٪ باشد، تجزیه سهام (Stock Split) تلقی

می شود.

مقاله حاضر که تلخیصی است، از تحقیق اچ. کنت بیکر^۱ و آتروان ال فیلیپس^۲ (۱)، تا حدودی دیدگاه و انگیزه انتشار سهام جایزه را روشن می‌سازد. البته قبل از این تحقیق نیز مطالعاتی در رابطه با انتشار سهام جایزه و تجزیه سهام صورت گرفته بود. تمرکز مطالعه حاضر، بر سهام جایزه می‌باشد زیرا اگر چه بین سهام جایزه و تجزیه سهام ظاهراً شباهت وجود دارد، لیکن، نخست، بر اساس برخی مطالعات، این دو، کاملاً متفاوت از یکدیگر می‌باشند، [لکونیشوک و لو^۳ (۲)؛ دوم اینکه، خصوصیات شرکت‌هایی که اقدام به انتشار سهام جایزه کرده‌اند با شرکت‌های تجزیه کننده سهام بسیار متفاوتند؛ سوم، بازار نیز اخبار مربوط به سهام جایزه و تجزیه سهام را به صورتی متفاوت تفسیر می‌کند.

مطالعه بیکر و فیلیپس با توجه به دو سؤال اساسی انجام گردید. اول، چرا برخی از مدیران، از سهام جایزه حمایت می‌کنند؟ و دوم، آیا دیدگاه و انگیزه مدیران در رابطه با سهام جایزه، متأثر از بازار مبادلاتی سهام (برای مثال بازار رسمی در مقابل غیر رسمی)، میزان سهام جایزه (کمتر از ۱۰٪ در مقابل ۱۰ تا ۲۵٪) و یا دفعات انتشار سهام جایزه (اعطای منظم سهام جایزه در مقابل انتشار مقطعی آن)، می‌باشد.

مروری بر مطالعات گذشته در رابطه با سهام جایزه

محققان تاکنون در مطالعه سهام جایزه، از دو روش متفاوت استفاده کرده‌اند که عبارتند از: استفاده از اطلاعات بازار؛ و تحقیق از مدیرانی که به انتشار سهام جایزه مبادرت می‌کنند. برای تحقیق در خصوص سهام جایزه، متداولترین روش، کمی کردن عکس‌العمل بازار نسبت به سهام جایزه است. مطالعات تجربی نشان می‌دهد که بعد از تاریخ اعلان سهام جایزه، معمولاً بازده فوق‌العاده‌ای عاید سهامدار می‌شود. برای مثال، گرین بالت و دیگران^۴ (۳) در

1- H. Kent Baker.

2- Aaron L. Phillips.

3- Lakonishok & Lev.

4- Grinbalt et al.

مطالعات خود به این نتیجه رسیدند که قیمت سهام، بطور متوسط، نسبت به پخش اخبار مربوط به توزیع سهام جایزه، واکنش مثبت نشان می‌دهد. فوستر و ویکری^۱ (۴)، نیکولز^۲ (۵) و ولریج^۳ (۶) نیز به این نتیجه رسیده بودند. گرچه کسب بازده فوق‌العاده، مبین این است که از نظر بازار، سهام جایزه دارای یک ارزش اقتصادی است، لیکن تاکنون هیچ توضیح رضایت‌بخشی برای چنین یافته‌هایی به دست نیامده است.

در توضیح انگیزه انتشار سهام جایزه، تاکنون فرضیات متعددی ارائه شده است که می‌توان آنها را به چهار گروه عمده طبقه‌بندی کرد - فرضیه پیام‌رسانی (Signaling Hypothesis)، نقدینگی (Liquidity H.)، دامنه قیمت مبادلاتی (Trading Range H.) و جایگزین سودنقدی (Cash Substitution H.).

فرضیه پیام‌رسانی - می‌گوید که اعلان سهام جایزه، برای بازار، حاوی اطلاعات جدیدی است. به بیانی دیگر، مدیران می‌توانند از سهام جایزه برای علامت دادن و رسانیدن اخبار خوب یا انتظار خوشبینانه به سهامداران و مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه استفاده کنند. طبیعی است که مدیران به عنوان کسانی که درون شرکت هستند، اطلاعات و تخمین‌های بهتری نسبت به چشم‌انداز آتی شرکت دارند و بنابر این می‌توانند از طریق تصمیمات مالی، بطور عمدی، انتقال دهنده اطلاعات داخلی به سرمایه‌گذاران خارج از شرکت باشند.

تحقیقات متعددی، فرضیه پیام‌رسانی را حمایت می‌کنند. مثلاً، گرین بالت، در مطالعه خود، یک واکنش قیمتی مثبت نسبت به سهام جایزه پیدا کرد. این مطالعه از این نظریه که سرمایه‌گذاران بعد از اعلان سهام جایزه، چشم‌انداز آتی یک شرکت را به نحو مطلوبتری تفسیر می‌کنند، حمایت می‌کند. دوران و ناختمن^۴ (۷) و مک نیکولز و دراوید^۵ (۸) نیز اظهار

1- Foster & Vickrey.

2- Nichols.

3- Woolridge.

4- Doran & Nachtmann.

5- Mc Nichols & Dravid.

داشته‌اند که بعد از انتشار سهام جایزه، سود شرکتها بطور قابل توجهی افزایش یافته است. تمام نتیجه‌گیریها، این عقیده را که سهام جایزه حاوی اطلاعاتی در باره درآمد آتی بیشتر است، تأیید می‌کند. لکونیشوک و لو به این نتیجه رسیده‌اند که متعاقب اعلان سهام جایزه، میزان سود تقسیمی شرکتها افزایش یافته است. نهایتاً الگروز و موری^۱ (۹) نتیجه گرفته‌اند که تمایل مدیران به انتشار اخبار خوش بینانه، آنان را وادار به انتشار سهام جایزه می‌کند.

فرضیه نقدینگی - اعلام می‌دارد که سهام جایزه، به دلیل افزایش تعداد سهام مورد معامله و کاهش تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش معامله‌گران، قابلیت نقدینگی سهام را افزایش می‌دهد. تحقیقات زیادی در تأیید این فرضیه انجام نشده است. برای مثال، موری در مطالعات خود نتیجه گرفت که شرکت‌هایی که یک بار سهام جایزه را تجربه کرده‌اند، هم در کوتاه مدت و هم در بلند مدت، حجم مبادلاتی سهامشان بطور نسبی کاهش یافته است. وی همچنین اظهار داشت که سهام جایزه بر تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش معامله‌گران سهام، تأثیری ندارد.

فرضیه دامنه قیمت معاملاتی - که با فرضیه نقدینگی مربوط است، اظهار می‌دارد که انتشار سهام جایزه، موجب می‌شود سهام، وارد یک دامنه قیمتی مطلوبتر شود. از بُعد نظری، ورود سهام به چنین دامنه قیمت مطلوبتر باعث می‌شود معاملات آن در بازار افزایش یافته و طبعاً قابلیت نقدینگی آن هم بالا رود. به گمان الگروز و موری، شرکت‌هایی که قیمت سهامشان پایین است، کمتر راغب هستند که سهام جایزه منتشر کنند و یا اگر هم چنین کاری می‌کنند، درصد سهام جایزه آنها خیلی کم خواهد بود. لکونیشوک و لو نتیجه‌گیری کرده‌اند که عامل تعدیل قیمت، در توزیع سهام جایزه، انگیزه مهمی شمرده نمی‌شود.

فرضیه جایگزینی سود نقدی - بیان می‌کند که مدیران می‌توانند با انتشار سهام جایزه به عنوان جانشینی برای سود نقدی، وجوه نقد شرکت را حفظ، و آن را صرف سرمایه‌گذاری در طرحها بنمایند. شرکتها ممکن است به دلایل متعدد از جمله نداشتن منابع مالی کافی که ممکن است ناشی از مشکلات نقدینگی و یا ضرورت توسعه داراییها باشد، وجوه نقد را در شرکت

نگهداری کنند. لیکن مطالعات تجربی، این فرضیه را تأیید نمی‌کند. برای مثال الگروز و موری به این نتیجه رسیده‌اند که موقعیت مالی ضعیف، عامل چندانی در تصمیم‌گیری انتشار سهام جایزه نیست. گرین بالت نیز از همبستگی بین سهام جایزه و افزایش سود نقدی در سالهای بعد گزارش می‌دهد. لکونیشوک و لو نیز دریافته‌اند سود نقدی بیشتر اوقات بعد از اعلان سهام جایزه، افزایش زیادی می‌یابد. با این اوصاف، به نظر نمی‌رسد سهام جایزه بتواند وجوه نقد را در شرکت حفظ کند.

شیوه دوم در مطالعه سهام جایزه، بررسی فرآیند تصمیم‌گیری مدیران از طریق تکنیک‌های علوم رفتاری است. گرچه محققین متعددی، پدیده سهام جایزه را بررسی کرده‌اند اما در این ارتباط، تنها ایزمن و موززا (۱۰) بودند که در این مطالعه، مدیران شرکتها را هدف قرار دادند. آنها شرکتهای مورد بررسی خود را به دو دسته شرکتهایی که سهام جایزه توزیع کرده‌اند، و شرکتهایی که سهام جایزه توزیع نکرده‌اند تقسیم کرده‌اند و از هر یک خواستند که نظر خود را به شکل «موافق، مخالف و بی‌نظر» نسبت به ۱۷ سؤال مشخص اعلان کنند. شرکتهایی که سهام جایزه پرداخت کرده بودند، قویاً اعتقاد داشتند که سهام جایزه، مدیریت را به بیان اعتماد و اطمینان خود در شرکت قادر می‌سازد. در مقابل، اکثر مدیران شرکتهایی که سهام جایزه نپرداخته بودند مخالف این نظر بودند.

قسمتی از تحقیق ایزمن و موزز، سؤال تشریحی در زمینه انگیزه انتشار سهام جایزه بود، که در پاسخ شرکتهایی که سهام جایزه منتشر کرده بودند، دلایل اصلی را حفظ روال گذشته در توزیع سهام جایزه، حفظ وجوه نقد در شرکت و افزایش بازده سهامداران را ذکر کردند. مدیران شرکتهایی که سهام جایزه توزیع نکرده بودند انگیزه اصلی خود را هزینه‌های اداری زیاد عنوان کردند.

مطالعه بیکر و فیلیپس در زمینه سهام جایزه

بیکر و فیلیپس در مطالعه خود در زمینه سهام جایزه، از میان شرکتهای پذیرفته شده در

بورس و خارج از بورس، ۳۶۰ شرکت را انتخاب کرده و طی سالهای ۹۰-۱۹۸۸ به آنها رسیدگی کردند. این دو برای شرکتهای مورد بررسی، پرسشنامه‌هایی حاوی جملاتی مشخص طراحی کردند که هدفشان، آزمون فرضیات پیام رسانی، نقدینگی، دامنه قیمت و جایگزین سود نقدی، و همچنین انگیزه‌های انتشار سهام جایزه بود. در این بررسی، از پرسش شوندگان خواسته شد که نظر موافق خود را با درجات ۱، ۲، ۳، بی‌نظر و نظر مخالف خود را با درجات ۱-، ۲-، ۳- نسبت به هر یک از جملات مطروحه بیان کنند. نتیجه پاسخها به شرح زیر است:

۹۵٪ اظهار نمودند که سهام جایزه دارای تأثیر روانی مثبت بر سرمایه‌گذارانی است که آن را دریافت می‌کنند. این یافته منطبق با نظری است که در اکثر متون مطرح شده است. به عنوان مثال راثوا (۱۱) اظهار می‌کند: «اکثر استدلالهایی که ارائه شده، تا اندازه‌ای متکی بر یک تأثیر روانی بر دریافت‌کننده سهام جایزه است» کولی و رودن^۲ (۱۲) می‌گویند: «بسیاری از مدیران مالی معتقدند که سهام جایزه و تجزیه سهام، تأثیر روانی مطلوبی بر سرمایه‌گذاران دارند».

پاسخهای دریافتی، موافق این دیدگاه است که سهام جایزه، تأثیری روانی بر سرمایه‌گذار دارد. مثلاً، ۶۸٪ پاسخ دهندگان معتقد بودند که قیمت سهام، کلاً نسبت به اعلان سهام جایزه، واکنش مثبت نشان می‌دهد. نتایج مطالعات تجربی دیگران نیز مؤید این دیدگاه می‌باشد.

بسیاری از پاسخ دهندگان، با این نظر موافق بودند که قیمت سهام، در صورت انتشار سهام جایزه به میزان کم (کمتر از ۲۵٪) و مقطعی، بطور کامل تعدیل نمی‌شود (یعنی به نسبت سهام جایزه کاهش نمی‌یابد). چنین نظری متضمن این مفهوم است که به عقیده مدیران شرکتهای سهام جایزه کم، دارای یک ارزش اقتصادی است. نیکولز در تحقیقات خود، در ماه اعلان سهام جایزه یک بازده غیر عادی مشاهده کرد. با وجود این، بازده مثبت حاصله در طی سه ماه بعد، با یک کاهش قیمت جبران شد. از آنجایی که کاهش قیمت، در طول زمان تحقق پیدا

1- Rao

2- Cooley & Rodon

می‌کند این مدرک، عقیده اخیر را مبنی بر اینکه سهام جایزه به صورت مقطعی و کم، دارای ارزش اقتصادی است حمایت نمی‌کند.

از چهار فرضیه‌ای که قبلاً در باره سهام جایزه بیان شد، فرضیه پیام رسانی بیشترین حمایت را کسب کرد. بیش از ۷۸٪ پاسخ دهندگان موافق این نظر بودند که سهام جایزه، حاوی اطلاعات مطلوبی در رابطه با چشم‌انداز آتی شرکت است. بیش از ۵۴/۶٪ با فرضیه دامنه قیمت معاملاتی موافق بودند، به گمان آنان، سهام جایزه، قیمت بازار سهام شرکت را به یک دامنه مطلوب قیمت سوق می‌دهد. پاسخ دهندگان در رابطه با فرضیه نقدینگی و جایگزینی سود نقدی، دیدگاه‌های متفاوتی داشتند.

انگیزه‌های انتشار سهام جایزه

بخشی از پرسشها با انگیزه انتشار سهام جایزه مربوط بودند؛ مانند: حفظ روال گذشته شرکت، انعکاس انتظارات خوش بینانه مدیریت، ارتباط با آینده، افزایش حجم مبادلاتی، افزایش مجموع ارزش بازار سهام شرکت، جلب توجه جامعه سرمایه‌گذاری، حفظ وجه نقد، سوق دادن قیمت سهام به یک دامنه مطلوب قیمت، جذب سرمایه‌گذاران بیشتر و ... پاسخهایی که از طرف پرسش شونده‌گان ارائه شد، دو انگیزه را مهمتر از سایر انگیزه‌ها معرفی کرد. مهمترین انگیزه از طرف این گروه، حفظ روال گذشته شرکت در پرداخت سهام جایزه عنوان شد. تقریباً ۴۳٪ از پرسش شونده‌گان، این عامل را انگیزه اصلی دانستند. دومین انگیزه مهم نیز اعلان انتظارات خوش بینانه مدیران در رابطه با آینده بود.

خلاصه نتایج

نخست اینکه مدیران قویاً موافق این قضیه‌اند که سهام جایزه، دارای یک تأثیر مثبت روانی بر سرمایه‌گذاران است. این یافته از آن جهت مهم است که تاکنون در تحقیقات تجربی چنین نتیجه‌گیری حاصل نشده بود.

دوم، از چهار فرضیه مطرحه در باب سهام جایزه (پیام رسانی، نقدینگی، دامنه مطلوب قیمت و جایگزینی سود نقدی)، فرضیه پیام رسانی بیشتر از بقیه مورد حمایت قرار گرفت.

مدیران معتقدند که سهام جایزه، آنان را قادر می‌سازد تا اطمینان خود را نسبت به چشم‌انداز آتی شرکت بیان کنند. این خود، بدان معناست که سهام جایزه می‌تواند دارای مضامین اطلاعاتی باشد.

سوم، انگیزه پرداخت سهام جایزه، غالباً حفظ و تداوم روال گذشته شرکت در پرداخت سهام جایزه است. گرچه ایزمن و موزز ۱۵ سال پیش نیز به چنین انگیزه‌ای اشاره کردند اما اهمیت آن در طول زمان افزایش یافته است. اینکه هنوز برخی از شرکتها بطور منظم سهام جایزه می‌پردازند به این دلیل است که مدیرانشان از عکس‌العمل سهامداران نسبت به تغییر روال گذشته شرکت بیمناکند.

و در پایان باید گفت این تحقیقات نشان داده است که نوع بازار معاملاتی سهام (بورس اوراق بهادار و یا بازار خارج از بورس) تأثیری بر انگیزه مدیران در انتشار سهام جایزه نداشته است. همچنین یکی دیگر از نتایج تحقیقات این بود که شرکتهایی که به طور منظم سهام جایزه منتشر می‌کنند انگیزه زیادی دارند که این سنت خود را حفظ کنند. آنها معتقدند که در صورت تغییر این رویه عمل، عکس‌العمل سهامداران نامطلوب خواهد بود.

منابع و مآخذ

- 1- H. Kent. Baker & Aaron L. Phillips, Why Companies Issue Stock Dividends. *FPE (Financial Practice & Education)*, (Fall 1993), PP. 29-37.
- 2- J. Lakonishok & B. Lev, Stock Split & Stock Dividend: Why, Who, & When, *Journal of Finance*, (September 1987), PP. 913-932.
- 3- M. S. Grinbaltt, R.W. Masulis & S. Titman, "The Valuation Effects of Stock Splits & Stock Dividends, *Journal of Financial Economics*, (December 1984), PP. 461-490.
- 4- T.W. Foster & D. Vickrey, The Information Content of Stock Dividend Announcements, *Accounting Review* (April 1978), PP. 360-370.
- 5- W.D. Nichols, Security Price Reactions to Occasional Small Stock

Dividends, **Financial Review**, (February 1981), PP. 54-62.

6- J.R. Woolridge, Stock Dividends as Signals, **Journal of Financial Research**(Spring 1983), PP. 1-12.

also: J.R. Woolridge, "Ex - date Stock Price Adjustment to Stock Dividends: A Note, **Journal of Finance**, (March 1983), PP. 247-255.

7- D. T. Doran & R. Nachtmann, "The Association of Stock Distribution Announcements & Earning Performance, "**Journal of Accounting, Auditing & Finance**, (Spring 1988), PP. 77-80.

8- M. Mc Nichols X A. Dravid, "Stock Dividends, Stock Splits, X Signaling", **Journal of Finance**, (July 1990), PP. 857-879.

9- P.t. Elgers & D. Marray, "Financial Characteristics Related to Managements, Stock Split and Stock Dividend Desicions, **Journal of Business Finance & Accounting**, (winter 1985), PP. 543-551.

10- P.C. Eisemann and E.A. Moses, "Stock Dividends: Management's View, **Financial Analysts Journal**, (July - Auguot 1978), PP. 77-80.

11- R. K. S. Rao, **Financial Management: Concepts & Applications**, New York, NY, Macdlillan Pubilshing Company, 1987.

12- P.L. Cooley & P.F. Roden, **Business Financial Management**, Chicago, IL, The Drgden Press, 1988.