

# تجزیه سهام و شواهدی بر علیه آن

ابراهیم عباسی<sup>۱</sup>

## چکیده مقاله

هدف مدیران مالی به حداکثر رساندن ثروت سهامداران از طریق افزایش قیمت سهام است. تحقق این هدف وابسته به کم و کیف تصمیمات مالی مدیران است. یکی از تصمیمات مالی در راستای تحقق این هدف اعلان تجزیه سهام است. در گذشته معمولاً شرکتهایی اقدام به تجزیه سهام می‌کردند که قیمت سهام آنها بالا بود در نتیجه مردم تصور می‌کردند که شرکتهایی که اینگونه تصمیمات مالی را می‌گیرند شرکتهایی هستند که بخاطر عملکرد خوب آنها قیمت سهام بالا رفته و لذا تقاضا برای خرید اینگونه سهام افزایش می‌یافت و نرخ بازده این سهام بالا می‌رفت. بعدها تحقیقات بارکر<sup>۲</sup>، فاما<sup>۳</sup> و همکارانش<sup>۴</sup> نشان داد که این افزایش در قیمت سهام بخاطر تجزیه نیست بلکه ناشی از انتظارات از افزایش آتی سود هر سهم می‌باشد. در این مقاله علاوه بر تبیین ماهیت و آثار تجزیه سهام و مقایسه آن با سود سهمی (سهام جایزه) نتایج تحقیقات و شواهد تجربی Copeland بر علیه سه فرضیه: ۱- دامنه

---

۱- عضو هیئت علمی مرکز آموزش مدیریت دولتی

2- Barker

3- Fama

4- Copeland

قیمتی مطلوب سهام، ۲- افزایش نقدینگی سهم، ۳- گسترش مالکیت تشریح می‌شود.

## واژه‌های کلیدی

تجزیه سهام، سهام جایزه، تقسیم سود، سیاستهای تقسیم سود.

### تجزیه سهام چیست؟

تجزیه سهام Stock Split یعنی کاهش ارزش اسمی هر سهم از طریق افزایش تعداد سهام بدون اینکه تغییری در میزان سرمایه شرکت بوجود آید. مثلاً شرکتی که ارزش اسمی سهام آن ۱۰۰۰۰ ریال است اگر اقدام به تجزیه ۱۰ به ۱ نماید این بدان معنی است هر سهم ۱۰۰۰۰ ریالی قبلی به ده سهم جدید با ارزش اسمی ۱۰۰۰ ریالی تبدیل می‌شود. این عمل شبیه به خرد کردن یک اسکناس ده هزار ریالی به ده اسکناس هزار ریالی است. همانطوری که فرقی میان یک اسکناس ده هزار ریالی و یا ۱۰ اسکناس هزار ریالی نیست لذا فرقی نیز میان یک سهم ده هزار ریالی با ده سهم هزار ریالی وجود ندارد در نتیجه سرمایه شرکت بدون تغییر باقی می‌ماند. از طرف دیگر کارایی تولید و عملیات تجاری شرکت تحت تأثیر تجزیه سهام قرار نمی‌گیرد. در نتیجه تأثیری بر جریانات نقدی شرکت ندارد. همچنین بدهیهای شرکت، میزان بهره‌های آن و سهام ممتاز و سود انباشته تحت تأثیر آن واقع نمی‌شود. بنابر این ترکیب سرمایه و ارقام موجود در حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی شرکت بدون تغییر باقی می‌مانند. سرانجام تجزیه سهام نتایج و منافع اقتصادی ملموس و واقعی را به همراه ندارد و لذا یک رویداد مالی از دیدگاه حسابداری محسوب نمی‌شود. بنابر این اگر چه افشاء آن در یادداشتها و پاورقی‌های صورتهای مالی لازم است اما نیازی به ثبت در دفاتر حسابداری ندارد.

مثال ذیل وضعیت شرکت و سهامدار را در قبل و بعد از تجزیه نشان می‌دهد.

فرض کنید شرکتی هر سهم ۱۰۰۰ ریالی خود را ۲ به ۱ تجزیه کرده باشد. شرکت دارای ۱۰۰۰۰۰ سهم عادی است. درآمد هر سهم ۱۰۰۰ ریال و سود تقسیمی هر سهم ۵۰۰ ریال و ضریب  $10 = \frac{P}{E}$  می‌باشد. (جدول شماره ۱)

ارقام جدول شماره ۱ نشان می‌دهد که تجزیه سهام باعث افزایش تعداد سهام هر یک از

سهامداران متناسب با درصد تجزیه می‌شود. تجزیه ۲ به ۱ بدان معنی است که شرکت به ازاء هر سهم ۱۰۰۰ ریالی ۲ سهم ۵۰۰ ریالی توزیع می‌کند. اگر نسبت  $\frac{P}{E}$  ثابت بماند سود هر سهم و ارزش بازار آن متناسب با تجزیه سهام کاهش می‌یابد اما درآمد هر سهامدار از محل کل سود نقدی تغییری نخواهد کرد.

بعد از تجزیه سهام	قبل از تجزیه سهام	
۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰	درآمد فروش - ریال
۲۰۰,۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	تعداد کل سهام
۵۰۰	۱۰۰۰	درآمد هر سهم - ریال
۲۵۰	۵۰۰	سود نقدی هر سهم (۵۰٪)
۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۵۰,۰۰۰,۰۰۰	کل سود پرداختی - ریال
۵۰۰	۱۰۰۰	ارزش اسمی - ریال
۵۰۰۰	۱۰,۰۰۰	ارزش بازار سهام - ریال
۱۰	۱۰	$\frac{P}{E}$ ضریب
۵٪	۵٪	درصد بازده هر سهم (سود نقدی) ارزش بازار

جدول شماره ۱

زیرا اگر چه سود هر سهم ۵۰٪ کاهش یافته است اما نظر به اینکه تعداد سهام هر سهامدار نیز دو برابر شده است نسبت مالکیت و درآمد سهامدار ثابت باقی می‌ماند. تجزیه سهام موجب کاهش ارزش دفتری، ارزش ذاتی و ارزش بازار هر سهم می‌شود اما ارزش کل سهام بدون تغییر باقی می‌ماند. تنها در صورتی سهامدار سود نقدی بیشتری را در مقایسه با قبل از تجزیه سهام دریافت خواهد کرد که سود نقدی هر سهم مانند گذشته باشد یا اینکه به نسبت تجزیه سهام سود نقدی کاهش نیابد. مثلاً اگر سود نقدی پرداختی قبل از تجزیه ۵۰۰ ریال بوده و انتظار این است که سود پس از تجزیه ۲ به ۱ به ۲۵۰ ریال کاهش یابد اما شرکت ممکن

است ۳۰۰ ریال برای هر سهم سود پرداخت کند. بنابراین این سهامداری که دارنده ۱۰۰ سهم باشد بعد از تجزیه ۲ به ۱ مبلغ  $60000 = 200 \times 300$  ریال سود نقدی دریافت می‌کند اما قبل از تجزیه مبلغ  $50000 = 100 \times 500$  ریال سود دریافت می‌کرد. تحت چنین شرایطی است که قیمت بازار سهام می‌تواند افزایش پایداری را داشته باشد اما باید دقت کرد که این افزایش قیمت به دلیل انتظار افزایش در سود نقدی است و نه بخاطر تصمیمات فی‌المنفاه تجزیه سهام.

کمیته تدوین رویه‌های حسابداری CAP<sup>۱</sup> انجمن حسابداران رسمی آمریکا AICPA<sup>۲</sup> هدف از تجزیه سهام را چنین بیان می‌دارد:

«افزایش تعداد سهام به منظور کاهش ارزش بازار هر سهم تا سهام از قابلیت نقدینگی و فروش بیشتری برخوردار شود.»<sup>۳</sup>

از نظر این مؤسسه هدف از تجزیه سهام وقتی تحقق می‌یابد که تعداد سهام به میزانی بیش از ۲۵٪ افزایش یابد. به عبارت دیگر اگر درصد تجزیه سهام کمتر از ۲۵٪ باشد این امر باعث رقیق شدن سود هر سهم و ارزش سهام به طور قابل توجهی نخواهد شد. بنابراین اگر شرکت قصد کاهش ارزش بازار و در نتیجه گسترش معاملات سهام خود را دارد این هدف وقتی تحقق می‌یابد که تعداد سهام شرکت بیش از ۲۵٪ از طریق کاهش ارزش اسمی (تجزیه) افزایش یابد.

### دلایل تجزیه سهام

دلیل اصلی تجزیه سهام عبارت است از کاهش ارزش بازار سهام به سطحی که حجم معاملات افزایش یابد. تصمیم به تجزیه سهام وقتی اتخاذ می‌شود که ارزش بازار سهام و یا

1- Committee on Accounting Procedures.

2- American Enstitute of Certified Public Accounting

3- S. Chattiner and A. Young "Atest of the AICPA differen Tiation Between Stock Dividends and Stock Splits", *Journal of Accounting Research* Autumn 1971, P. 368.

ارزش اسمی آن بالا می‌باشد به طوری که همه ائشار و سطوح سهامداران و سرمایه‌گذاران قادر به خرید آن نمی‌باشند. بنابر این به منظور کاهش ارزش بازار و برای اینکه بازار سهام از نقدینگی و قابلیت خرید و فروش بیشتری برخوردار باشد مدیریت اقدام به تجزیه سهام می‌نماید.

سهامی که ارزش بازار بالایی دارد معمولاً توسط تعدادی از سرمایه‌گذاران خریداری نمی‌شوند. زیرا سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند در ازاء سرمایه معین خود تعداد سهام زیادی را با قیمت متوسط بخرند تا سهامی با تعداد کم اما با قیمت بالا. عده‌ای تصور می‌کنند که اگر ارزش سهام در اثر تجزیه کاهش یابد این امر افزایش بعدی قیمت را تسهیل می‌کند. به عبارت دیگر فرض این عده چنین است که اگر قیمت واقعی سهام یک شرکت کمتر از قیمت متوسط بازار باشد این امر باعث می‌شود که ارزش هر سهم به راحتی خود را به سطح متوسط بازار برساند. البته درست است که خریداران سهام معمولاً خرید صد سهم ۴۰۰۰ ریالی را به خرید ۵۰ سهم ۸۰۰۰ ریالی ترجیح می‌دهند اما در بازارهای کارا آنجایی که ارزش سهام مبین کلیه اطلاعات واقعی در باره اوضاع شرکتهاست و تغییرات ارزش سهام مستقل از تغییرات پیاپی ارزش سایر اوراق بهادار است لذا ترجیحات سرمایه‌گذاران در خرید صد سهم به جای ۵۰ سهم بدان معنی نیست که افزایش ارزش سهام ۴۰۰۰ ریالی راحتتر از سهم ۸۰۰۰ ریالی است. بلکه این ترجیح صرفاً حالت صوری و روانی دارد.

معمولاً تجزیه سهام توسط شرکت‌های موفق انجام می‌گیرد شرکت‌هایی که تجربیات و عملیات گذشته آنها باعث افزایش ارزش بازار سهام شده و در نتیجه همین ذهنیت و تصور از شرکت‌های تجزیه‌کننده باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات و اخبار مربوط به تجزیه سهام واکنش مثبت نشان دهند و به عبارت دیگر نسبت به واقعی بودن موفقیت شرکت اطمینان حاصل کرده و امیدوار باشند.

باید توجه داشت که زمانی که ارزش سهام در بازار خیلی پایین است از اتخاذ سیاست تجزیه سهام باید خودداری شود. از طرف دیگر عقلانی نیست که سهام بیش از حد تجزیه Over-Split شود. زیرا در این حالت ارزش سهام بشدت کاهش می‌یابد. همچنین وقتی که شرکت توان درآمدی بالایی را ندارد تجزیه سهام کار درستی نیست. زیرا درآمد هر سهم

شرکت را بیش از حد پایین می‌آورد و اعتبار و شهرت شرکت را تضعیف می‌کند. وقتی که ارزش بازار و یا ارزش اسمی سهام خیلی پایین است شرکت می‌تواند از مکانیزم تجزیه معکوس Reverse Stock Split استفاده نماید. یعنی وقتی که ارزش سهام شرکت خیلی پایین است به منظور افزایش ارزش بازار، تعداد سهام هر سهامدار برحسب درصد تجزیه معکوس سهام کاهش می‌یابد. در این صورت تعداد سهام هر سهامدار برحسب درصد تجزیه معکوس سهام کاهش می‌یابد. سهامدار تعداد سهام کمتری اما با ارزش اسمی بالاتر دریافت می‌کند. تجزیه معکوس سهام مانند تجزیه سهام رواج ندارد. زیرا این کار از دیدگاه سهامدار یک عمل منفوری تلقی می‌شود. غالباً تجزیه معکوس سهام مبین این است که شرکت در تحقق اهداف و انجام عملیات گذشته خود ناموفق بوده است. مدیریت به ندرت تصمیمات تجزیه معکوس سهام را اتخاذ می‌کند زیرا افزایش ارزش سهام در اثر تجزیه معکوس موقتی است و سهامداران به زودی متوجه می‌شوند که چیزی را بدست نمی‌آورند لذا همین ذهنیت تأثیر معکوس را روی شرکت می‌گذارد. لازم به ذکر است که امروزه افزایش ارزش بازار سهام از طریق بالا بردن ارزش اسمی آن در بازارهای کارا نمی‌تواند سیاست موفقی باشد زیرا ارزش سهام بر مبنای انتظارات آتی سرمایه‌گذاران از جریان نقدی شرکت تعیین می‌شود.

تحت دو شرط دیگر نیز سهام می‌تواند تجزیه شود:

- ۱- وقتی که ادغام و ائتلافی میان شرکتها در حال تحقق است.
- ۲- وقتی که شرکت در حال تبدیل از سهامی خاص به سهامی عام باشد.

### تشابه تجزیه سهام و سهام جایزه

- ۱- افزایش تعداد سهام.
- ۲- سود هر سهم کاهش می‌یابد.
- ۳- ارزش دفتری هر سهم کاهش می‌یابد.
- ۴- داراییها تغییری نمی‌یابند.
- ۵- بدهیها افزایش نمی‌یابند.
- ۶- سرمایه در گردش کاهش نمی‌یابد.

۷- کل حقوق صاحبان سهام تغییر نمی‌یابد.

۸- تأثیری بر اهرم مالی ندارد.

### تفاوت تجزیه سهام و سهام جایزه

۱- سهام جایزه باعث کاهش سود انباشته و اندوخته‌ها می‌شود اما تجزیه سهام بر این حسابها تأثیری ندارد.

۲- در تجزیه سهام ارزش اسمی کاهش می‌یابد اما در سهام جایزه ارزش اسمی تغییر نمی‌کند.

۳- سهام جایزه یک رویداد مالی است و لذا ثبت حسابداری دارد اما تجزیه سهام نیازی به ثبت ندارد.

۴- در سهام جایزه ترکیب و بافت حقوق صاحبان سهام تغییر می‌کند اما در تجزیه ترکیب تغییر نمی‌کند.

۵- در سهام جایزه پستوانه بستانکاران تقویت می‌شود اما در تجزیه چنین نیست.

۶- مبلغ کل حساب سرمایه (سهام سرمایه‌ای) در انتشار سهام جایزه افزایش می‌یابد اما در تجزیه افزایش نمی‌یابد.

### مروری بر مطالعات گذشته

یکی از افسانه‌هایی که در وال استریت توسط بانکهای سرمایه‌گذار و تحلیل‌گران مالی مطرح می‌شود این است که: تجزیه سهام به دلیل افزایش قیمت سهام برای سهامداران ارزشمند است. در نتیجه برای مدیران مالی که هدف غایی آنها حداکثرسازی ثروت سهامداران در بلندمدت است تجزیه سهام یک ابزار سهل‌الوصول به این هدف می‌باشد. در مجله فورچون ۱۹۷۹ مقاله‌ای تحت عنوان «افسانه تجزیه سهام» چاپ شده بود که این مقاله با معرفی سه مورد تجزیه سهام به صورت زیر شروع می‌شد:

روزی IBM برنامه‌های خود را برای تجزیه ۴ به ۱ در دسامبر، آینده افشاء کرد سهامش به ۱۲/۷۵ دلار افزایش یافت. وقتی که Dupant تجزیه ۳ به ۱ را اعلان کرد قیمت سهامش به

۱۱/۷۵ دلار رسید. تجزیه ۲ به ۱ سهام موبایل قیمت سهم را به ۲/۵ دلار رساند و در نتیجه شاخص کل بازار افزایش یافت.

این شواهد دو عیب داشت: اول اینکه شواهد پراکنده و غیر سیستماتیک (نامنظم) بود. دوم اینکه در مطالعات گذشته به غلط تصور می‌شد تجزیه سهام علت افزایش قیمت می‌باشد. اما تحقیقات و مطالعات دانشگاهی نشان می‌دهد که هیچ توجیه تئوریکِ درستی در دست نیست که بگوید چرا بازار واکنش مثبت نسبت به اعلان تجزیه سهام نشان می‌دهد. همچنین شواهد قابل اعتمادی نیست که نشان دهد تجزیه سهام منافی برای سهامداران به ارمغان می‌آورد. صرفاً وقتی که تجزیه سهام همراه با اعلان خبر واقعی سود سهام (چه قبل و چه بعد از تجزیه) بوده‌اند افزایش قیمت سهام مشاهده شده است. نتیجه اینکه رابطه مثبت میان تجزیه سهام و افزایش قیمت سهام وقتی قابل استناد است که در ارتباط با عملکرد شرکت قبل از تجزیه و مقدار افزایش در سود همراه با تجزیه باشد. زیرا سود بالاتر علائمی از اعتماد بالای مدیریت از سودآوری و جریان نقدی آتی شرکت از دیدگاه سرمایه‌گذاران است. پس تجزیه فی‌المنه باعث افزایش قیمت نمی‌شود.

به طور تاریخی دیده شده است که شرکتهایی که مبادرت به تجزیه می‌کنند مدیران آنها اعتقاد دارند که در آینده سودآوری شرکت افزایش خواهد یافت بنابراین این درصد رقیق شدن سود هر سهم کمتر از درصد تجزیه سهام است که در نتیجه مابه‌التفاوت باعث افزایش ثروت سهامداران می‌شود. حال عده‌ای از مدیران از این باور تاریخی ممکن است سوء استفاده کرده و اقدام به تجزیه سهام نمایند اگرچه قیمت ابتدا ممکن است افزایش یابد اما تداوم و ثبات قیمت و بازده اضافی ناشی از تصمیمات تجزیه بستگی به اطلاعات واقعی از شرکت است. اگر پس از انتشار اخبار مالی بعد از تجزیه سود شرکت نسبت به قبل از تجزیه بالاتر را نشان دهد افزایشی که قبلاً در قیمت روی داده بود حفظ خواهد شد اما اگر سود هر سهامدار نسبت به قبل از تجزیه کاهش یابد قیمت نیز کاهش می‌یابد.

قبل از مطالعات بارکر در سالهای ۱۹۳۳ تفکر غالب این بود که: به دنبال تصمیمات تجزیه سهام ارزش افزایش می‌یابد لذا علت افزایش قیمت سهام اقدامات تجزیه سهام است.



استدرول بارکر<sup>۱</sup> در مطالعاتش در ۱۹۵۶ این بود که تجزیه ۲ به ۱ سهام شبیه به نصف کردن یک قرص نان است لذا غیرمنطقی است که تجزیه سهام بر ارزش اثر داشته باشد. زیرا نصف کردن یک قرص نان تأثیری بر حجم کل نان ندارد. تجزیه علت یا معلول افزایش ارزش و سود سهام نیست. بارکر سعی کرد تا تأثیر واقعی تجزیه سهام را از تأثیر افزایش در سود که توأم با تجزیه سهام اتفاق می افتد را از هم تفکیک نماید. وی دو نمونه ۹۰ تایی از شرکتهایی که بین سالهای ۳-۱۹۵۱ تجزیه سهام کرده بودند را انتخاب کرد:

الف - شرکتهایی که تصمیمات تجزیه سهام آنها همزمان یا توأم با افزایش در سود شرکت بوده است.

ب - شرکتهایی که تصمیمات تجزیه سهام آنها همزمان (توأم) با افزایش در سود شرکت نبوده است.

مطالعات نشان داد که قیمت سهام شرکتهای گروه الف افزایش غیرعادی داشته اما عملکرد شرکتهای گروه ب بهتر از متوسط عملکرد بازار نبوده است. نتیجه گیری بارکر این بود که:

۱- تقسیم سود دلیل اصلی افزایش ارزش سهامی است که تجزیه می شود. در حالی که ظاهراً و به اشتباه عده ای فکر می کنند که تجزیه باعث افزایش بازده و سودآوری می شود.

۲- هرگاه تصمیمات و اقدامات تجزیه سهام توأم با افزایش سود سهام باشد این نوع تصمیمات مالی ابزار اثربخش افزایش ارزش سهام است.

Barker<sup>۲</sup> برای سالهای ۳-۱۹۵۱ مطالعه ای را در باره تجزیه سهام انجام داد. وی مشاهده کرد که شرکتهایی که تجزیه سهامشان همراه با افزایش در سود نقدی بوده قیمت های تعدیل یافته<sup>۳</sup> آنها در تاریخ تجزیه نسبت به قیمت های یک سال قبل از تجزیه (تاریخ مبنا) به طور

1- C. A. Barker., "Evaluation of Stock Dividend", *Harvard Business Review*, July - August, 1958, PP. 99 - 171.

2- C. A. Barker, "Evaluation of Stock Dividend", *Harvard Business Review*, July - August, 1958, PP. 99 - 141.

۳- نظر به اینکه ممکن است قسمتی از سود غیرعادی ناشی از تغییرات سطح عمومی

متوسط ۱۸٪ بالاتر بوده است. همچنین قیمت‌های تعدیل یافته در ۶ ماه پس از تجزیه نسبت به تاریخ مبنا ۱۸٪ بالاتر بوده است. ضمناً در ۳۵ مورد افزایش قیمتی معادل ۱۵٪ بیشتر از سطح قیمت‌ها در تاریخ مبنا مشاهده شد. این افزایش قیمت تا ۶ ماه پس از تجزیه نیز ادامه داشته است. از طرف دیگر در مورد شرکت‌هایی که تجزیه سهامشان همراه با افزایش در سود نقدی نبوده قیمت‌های تعدیل یافته آنها در زمان تجزیه به طور متوسط ۵٪ بیشتر از قیمت‌های پایه بوده است و در ۶ ماه پس از تجزیه قیمت‌های تعدیل یافته به طور متوسط ۱۸٪ کمتر از قیمت‌های پایه می‌باشد. ضمناً در ۵۵ مورد از این دسته از نمونه‌ها هیچگونه درآمد پایدار و افزایش قیمتی دیده نشد. وی ثابت کرد که در یک بازار پررونق آنگاه که تجزیه سهام همراه با افزایش در سود نقدی نیست این کار عملاً منجر به کاهش قیمت‌ها می‌شود.<sup>۱</sup>

مطالعه‌ای دیگر در ۱۹۶۹ توسط فاما، فیشر، جنسن و رول (FFJR) انجام گرفت. آنها ۹۴۰ شرکت شامل ۶۲۲ شرکت گوناگون از بورس نیویورک را که در سالهای ۵۹-۱۹۲۷ تجزیه سهام کرده بودند انتخاب کردند. هدف آنها بررسی رفتار و تغییرات قیمت سهام پیرامون اخبار تجزیه سهام بود. آنها در تحقیقات خود دو مسأله را حل و فصل کردند:

- ۱- نظر به اینکه در بازارهای بزرگ و پررونق تغییرات ارزش سهام رابطه زیادی با تغییرات در شاخص سطح عمومی قیمت‌ها (مانند S.P. 500) دارد لذا آنها تأثیر تجزیه سهام را از اثر شرایط کلی بازار که روی ارزش سهام شرکت اثر دارد تفکیک کردند.
- ۲- تأثیر افزایش سود نقدی را بر ارزش سهام از تأثیر واقعی تجزیه سهام تفکیک کردند.

→ قیمت سهام در بورس باشد و نه ناشی از تجزیه سهام لذا قیمت تعدیل یافته برابر است با حاصلضرب قیمت شئورک در نسبت شاخص قیمت سهام در قبل از تجزیه به شاخص بعد از تجزیه.

1- C. A. Barker, "Price Changes of Stock Dividend Shares at Ex - dividend Dates", *The Journal of Finance*, PP. 373 - 8.

2- C. A. Barker, "St, CK Splits in a bull Market", *Harward Business Review*, May - June 1957, PP. 72 - 9.

FFJR شرکتها را به دو گروه تقسیم کردند:

الف - سهامی که در زمان تجزیه افزایش سودی بیش از متوسط اعلان کردند.

ب - سهامی که در زمان تجزیه افزایش سودی کمتر از متوسط اعلان کرده بودند.

فاما و همکارانش در مقاله ۱۹۶۹ به دنبال پاسخگویی به این سؤال بودند که آیا بازده در ماههای پیرامون سهام تجزیه شده دارای نرخ بازده غیرعادی است. برای این کار ابتدا بازدههای ماهانه غیرعادی را برای ۹۴۰ سهم تجزیه شده به مدت ۳۰ ماه قبل و بعد از تاریخ تجزیه محاسبه کردند. از نظر فاما نرخ بازده ماهانه یک سهم برابر است با:

$$\text{LnRjt} = \alpha_j + \beta_j \text{LnLT} + \text{Lijt}$$

$\text{LnRjt}$ : لگاریتم طبیعی قیمت نسبی سهم  $j$  در زمان  $t$

$\alpha_j, \beta_j$ : پارامترهایی هستند که بر حسب انواع سهام متفاوت اند

$\text{LnLT}$ : نرخ بازده ماهانه پرتفولیوی بازار در زمان  $t$

$\text{Lijt}$ : مقادیر تصادفی (نرخ بازده غیرعادی)

از نظر فاما قیمت یک سهم برابر است با مقادیر ثابت  $\alpha_j$  به علاوه حاصلضرب پارامتر  $\beta_j$  در نرخ بازده ماهانه بازار به علاوه مقادیر باقی مانده، آنها معتقدند که این مقادیر باقی مانده (Residuals) همان انحرافات از بازده عادی بازار است. به طوری که  $\text{Lijt}$  انحرافات و ماندههای سهم  $j$  در زمان  $t$  است که به صورت خطی توزیع شدهاند. بدان معنی که اولاً امید ریاضی  $\text{Lijt}$  صفر است و واریانس آن مستقل از  $t$  می باشد. ثانیاً مستقل از نرخ بازده بازار می باشد. فاما سهام تجزیه شده را به دو گروه تقسیم کرد: به سهامی که نسبت سود نقدی پس از تجزیه بزرگتر از نرخ مشابه سود بازار باشد آن را افزایش سود سهام  $\text{dividend increases}$  سود نقدی قبل از تجزیه و به سهامی که نسبت سود نقدی پس از تجزیه به سود قبل از تجزیه آنها کمتر از نرخ مشابه سود بازار بود  $\text{dividend decreases}$  کاهش سود سهام نامید. وی مشاهده کرد که این انحرافات و ماندهها ( $\text{Lijt}$ ) در آن دسته از سهام تجزیه شدهای که سود پس از تجزیه افزایش یافته بود مثبت است. به طوری که بالاترین نرخ بازده غیرعادی در سه الی چهار ماه قبل از ماه تجزیه روی می دهد و پس از آن به طور تصادفی پراکنده می شود و تا ۷ ماه پس از تجزیه بازدههای غیرعادی هنوز مثبت بودند. از طرف دیگر در آن دسته از

نمونه‌هایی که سود پس از تجزیه کاهش یافته است اگر چه قبل از ماه تجزیه شاهد بازده‌های غیرعادی هستیم ولی بلافاصله از اولین ماه پس از تجزیه نه تنها بازده مثبت غیرعادی ناپدید می‌شود بلکه مواجه با انحرافات و مانده‌های منفی می‌شویم. این اطلاعات نشان می‌دهد که هنگامی تجزیه سهام دارای بازده غیرعادی مثبت در قبل و بعد از تجزیه خواهد بود که سرمایه‌گذاران انتظار افزایش سود را پس از تجزیه داشته باشند. منفی بودن بازده‌های غیرعادی در ماه‌های پس از تجزیه در گروه دوم به این دلیل است که حجم سود نقدی پرداختی پس از تجزیه نسبت به دوره قبل کاهش یافته است.

فاما که از پیروان مکتب بازارهای کامل می‌باشد و سیاستهای تقسیم سود را مستقل از ارزش سهام می‌داند معتقد است که این بازده‌های غیرعادی در قبل از تجزیه سهام بخاطر خود عمل تجزیه نیست بلکه به دلیل پیش‌بینی بازار از افزایش درآمد و سود هر سهم در آینده می‌باشد. در گذشته تجزیه سهام همراه با افزایش در سود نقدی بود یعنی شرکتها معمولاً به دنبال یک افزایش در سود نقدی اقدام به تجزیه سهام می‌کردند و لذا بازار به این کار عینیت می‌بخشید و اعلان تجزیه سهام را برای ارزیابی مجدد جریان درآمدهای مورد انتظار به کار می‌برد. بنابراین وی به این نتیجه رسید که هنگامی که محتوای اطلاعاتی سود سهام را در نظر می‌گیریم اثرات فی‌المنفسه تجزیه سهام ناپدید می‌شود.

FFJR دریافتند که : سهام تجزیه شده از بازده غیرعادی در ماه‌های قبل از تجزیه برخوردارند اما این بازده‌ها رابطه‌ای با خود عمل تجزیه ندارند زیرا این بازده‌های غیرعادی از ۲ سال قبل از تصمیمات تجزیه نیز آغاز شده‌اند یعنی زمانی که حتی پیشنهاد تجزیه از سوی هیأت مدیره به مجمع عمومی نشده است یا حتی فکر تجزیه در مدیران شرکت مطرح نبوده است. توجیه بر وجود بازده‌های غیرعادی قبل از تجزیه این است که اوراق بهادار مورد مطالعه در این تحقیقات اوراقی بودند که روی آنها تجزیه صورت گرفته است. اما اینکه چرا تجزیه روی این اوراق انجام می‌شود یک دلیل آن است که قیمت آنها قبل از تجزیه بالا رفته است زیرا وضعیت شرکت قبل از تجزیه سودآور بوده است. پس انتخاب اوراق تجزیه شده در این تحقیقات بیانگر این است که این سهام از بازده بالاتر از متوسط در قبل از تجزیه برخوردار بودند. نتیجه اینکه افزایش ارزش سهام در قبل از تجزیه به دلیل عملکرد بالای

درآمدی شرکت بوده است نه صرفاً به دلیل پیش‌بینی تجربه سهام در ماههای آتی. آنها همچنین دریافتند که عملکرد غیرعادی در قیمت سهام در تاریخ اعلان تجزیه در ۳۰ ماه بعد از انتشار چیز دیگر وجود ندارد. بنابر این سرمایه‌گذاری روی همه اوراق تجزیه شده و نگهداری آن به مدت ۳۰ ماه عملکردی بهتر از بازار نمی‌توان کسب کرد. پس تجزیه تأثیری روی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ندارد. اگر چنین است پس چرا قیمت سهام همراه با تجزیه افزایش می‌یابد؟ پاسخ این است که تغییر قیمت ارتباطی با تجزیه ندارد. بلکه اعلان اخبار تغییر سود سهام و تجزیه سهام به طور همزمان اتفاق افتاده است. در مطالعات فاما سهامی که قدرت سودآوری بالایی دارند قیمت آنها بیش از بقیه سهام افزایش می‌یابد لذا در این حالت مدیران تمایل دارند تا سهام خود را تجزیه نمایند. پس سهام خوب معمولاً تجزیه می‌شوند در حالی که عده‌ای به غلط تصور می‌کنند که هر سهم تجزیه شده سهم خوبی است.

### چرا تجزیه؟

#### شواهدی بر علیه آن

اگر تجزیه سهام اطلاعات واقعی و مفیدی در باره عملکرد آتی شرکتها اظهار نمی‌دارد پس چرا این افسانه سحرآمیز در بازار عمل می‌کند؟ برای پاسخ به این سؤال سه فرضیه در باره اهمیت و چرایی تجزیه گفته می‌شود:

#### ۱ - دامنه معاملاتی بهینه (مطلوب) برای قیمت اوراق بهادار وجود دارد.

یکی از دلایل اقدام و تصمیم به تجزیه سهام بالا بودن قیمت سهام در بازار است. تجزیه سهام توسط شرکت‌هایی اتخاذ می‌شود که درآمدها و قیمت سهام آنها رشد زیادی دارد. هدف از تجزیه سهام این است که ارزش سهام به سطح معمولی برسد. این سطح معمولی بین ۲۰ الی ۴۰ دلار برای هر سهم است. این دامنه قیمتی نقطه تعادل میان منافع سرمایه‌گذاران بزرگ و کوچک را فراهم می‌کند. سرمایه‌گذاران بزرگ سهام با قیمت بالاتر را به سهام با قیمت پایین ترجیح می‌دهند زیرا هزینه کمیسیون کارگزاری درصدی از کل مبلغ سرمایه است. در حالی که

بالا بودن ارزش سهام باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران کوچک نتوانند سهام را با ضریبی از صد سهم (Round Lots) بخرند و لذا از صرفه‌جوییهای ناشی از خرید سهام R.L. از نظر هزینه‌های معاملاتی و کمیسیون کارگزاری بهره‌مند نمی‌شوند.

بالا بودن قیمت سهام باعث می‌شود که همه اқشار سهامداران قادر به خرید سهام نباشند. از طرف دیگر قیمت بالا انگیزه خرید سهام توسط سرمایه‌گذاران کوچک را کاهش می‌دهد. بنابراین بهتر است قیمت سهام در دامنه‌ای قرار گیرد که همه اқشار سرمایه‌گذاران قادر به خرید باشند. فرضیه دامنه قیمتی بهینه ادعا می‌کند که اگر قیمت سهام شرکتها در سطح مطلوبی معامله شود اولاً باعث حفظ شهرت و اعتبار شرکت می‌شود و ثانیاً حجم معاملات را افزایش می‌دهد. ثالثاً دامنه قیمتی مطلوب سهام شرکتها تحت تأثیر انواع متفاوت سهامداران می‌باشد.

طبق این فرضیه هدف از تجزیه سهام عبارت است از: «کاهش قیمت سهام (یا افزایش قیمت سهام در تجزیه معکوس) وقتی که قیمت خیلی بالاست به دامنه معاملاتی بهینه لذا باعث جذب سرمایه‌گذاران کوچک، گسترش مبنای مالکیت و بهبود نقدینگی و افزایش قیمت سهام می‌شود.»

### انتقادات بر این جریان فکری

۱- حجم معاملات انجام شده توسط معامله‌گران خرده‌پا (زیر صد سهم) کم اهمیت است.  
 ۲- اگر سرمایه‌گذار مایل است از هزینه‌های بالای کارگزاری در معاملات زیر صد سهم اجتناب نماید می‌تواند دو کار را انجام دهد تا از تخفیف در خریدهای بالای صد سهم برخوردار باشد:

الف - خریدن سهام صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری

ب - یک کاسه کردن و جوجه از طریق سرمایه‌گذاری در کلیوهای سرمایه‌گذاری که هدف آنها تجمیع سرمایه‌های ریز سرمایه‌گذاران کوچک است.

۳- اگر قیمت سهام از نظر بازار خیلی بالا باشد خود بازار از طریق انجام معاملاتی ضریبی از ده سهم نیاز به تجزیه و یا کاهش قیمت سهام را حل و فصل و برطرف می‌نماید.

شواهد بازار نشان می‌دهد که هزینه‌های کمیسیون پرداخت شده به کارگزاران پس از تجزیه سهام افزایش می‌یابد. در نتیجه کارمزد کارگزاران بالا رفته و درآمد بنگاه‌های کارگزاری افزایش می‌یابد. اغلب شرکتهای کارگزاری کمیسیون معاملات روند (صد سهمی) را براساس دو چیز محاسبه می‌کنند.

۱- تعداد سهام معامله شده

۲- مبلغ دلاری معاملات

مثلاً سرمایه‌گذاری که ۱۰۰ سهم شرکت Dupont را به قیمت هر سهم ۱۳۵ دلار خرید می‌کند تقریباً ۸۵ دلار حق کمیسیون می‌پردازد حال اگر این سهم تجزیه ۳ به ۱ شود برای خرید همان مبلغ معامله یعنی ۳۰۰ سهم ۴۵ دلاری هزینه کمیسیون ۲۱۵ دلار خواهد شد. یعنی حق کمیسیون نسبت به مبلغ سرمایه‌گذاری در خرید سهامی با قیمت پایین بیشتر از خرید سهامی با قیمت‌های بالاست. حتی در معاملات زیر صد سهم (Odd Lots) سرمایه‌گذاران پس از تجزیه متضرر می‌شوند. در اغلب بنگاه‌های کارگزاری هزینه معاملات زیر صد سهم قبل از تجزیه کمتر از معاملات یکصد سهمی با سرمایه مشابه بعد از تجزیه می‌باشد.

مثلاً سرمایه‌گذاری که ۵۰ سهم شرکت IBM را قبل از تجزیه به قیمت ۳۰۰ دلار خریداری می‌کند ۸۵ دلار بابت کمیسیون به علاوه ۱۲/۵ دلار (یعنی به ازاء هر ۴ سهم یک دلار) در معاملات زیر یکصد سهم پرداخت می‌کند. اما پس از تجزیه ۴ به ۱ چون تعداد سهام او به ۲۰۰ سهم افزایش می‌یابد که ارزش هر یک ۷۵ دلار است لذا بابت حق کمیسیون بخاطر معاملات روند وی باید ۱۷۰ دلار بپردازد.

تأثیر تجزیه روی درصد شکاف قیمت خرید و فروش خود بیانگر شکل دیگری از هزینه‌های معاملاتی پرداخت شده توسط سرمایه‌گذاران است. جدول شماره ۲ درصد شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش را برای ۱۶۲ نمونه از شرکتهای خارج از بورس در فاصله زمانی ۱۹۶۸-۷۶ در قبل و بعد از تجزیه سهام نشان می‌دهد.<sup>۱</sup>

1- E. F. Fama and et al., "The Adjustment of Stock Prices to New Information".

این شکاف به صورت درصدی از قیمت پیشنهادی خرید است که نشان می‌دهد پس از تجزیه این درصد افزایش یافته است. مثلاً اگر قبل از تجزیه قیمت خرید سهام ۱۰۰ تومان و قیمت فروش ۱۰۲ تومان بوده است پس از تجزیه ۲ به ۱ قیمت خرید ۵۰ تومان و قیمت فروش ۵۲ تومان می‌باشد یعنی درصد شکاف قیمت خرید و فروش در قبل از تجزیه ۲٪ و بعد از تجزیه به ۴٪ افزایش یافته است و این به معنی تحمیل هزینه‌های معاملاتی برای سرمایه‌گذاران پس از تجزیه است.

سال	تعداد تجزیه	بعد ۴۰ روز قبل	بعد ۲۰ روز قبل	بعد یک روز قبل
۱۹۶۸	۲۰	—	—	۳/۶۲
۱۹۶۹	۲۰	۵/۶۸	۶/۰۱	۴/۶۴
۱۹۷۰	۱۳	۶/۹۶	۵/۵	۵/۵۵
۱۹۷۱	۱۸	۳/۲۴	۳/۳	۲/۳۴
۱۹۷۲	۲۰	۳/۸	۳/۵۶	۳/۶۴
۱۹۷۳	۲۰	۶/۳۴	۵/۸۵	۳/۸۱
۱۹۷۴	۱۱	۹	۸/۹۵	۵/۲۷
۱۹۷۵	۲۰	۱۳/۱۹	۱۳/۳۸	۹/۵۲
۱۹۷۶	۲۰	—	—	۶/۴۵
	متوسط	۶/۷۹	۶/۵۴	۴/۸۵

جدول شماره ۲ - درصد شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش برای ۱۶۲ شرکت در فاصله زمانی ۱۹۶۸-۱۹۷۶

شکاف قیمت خرید و فروش به صورت درصدی از ارزش معامله شده پس از تجزیه افزایش می‌یابد و این افزایش حداقل برای مدت ۴۰ روز پس از تجزیه در حال افزایش است. مثلاً متوسط شکاف قیمت خرید و فروش ۴۰ روز قبل از تجزیه ۴/۹۵٪ و ۴۰ روز پس از



تجزیه به ۶/۷۹٪ می‌رسد.

## ۲- افزایش قابلیت نقدینگی

یعنی امکان خرید و فروش سهام در بازار. باید توجه داشت که قابلیت نقدینگی وابسته به تعداد دفعات خرید و فروش سهام است و نه صرفاً حجم معاملات انجام شده. یعنی به صرف اینکه سهمی به تعداد و حجم زیادی خرید و فروش شود نمی‌توان گفت قابلیت خرید و فروش بالاست بلکه نکته اصلی در قابلیت نقدینگی دفعات خرید و فروش در هر زمان است. هر قدر سهمی قدرت نقدینگی‌اش بالا باشد این بدان معنی است که هر وقت سرمایه‌گذار بخواهد می‌تواند سهم خود را به نقد تبدیل کند و هر وقت مایل به خرید بود می‌تواند موجودی نقد خود را به سهم تبدیل کند.

یک سهم وقتی از قدرت خرید و فروش بالایی برخوردار است که حداقل چهار شرط ذیل را دارا باشد:

الف - سرعت قابلیت خرید و فروش به طوری که سهامدار بتواند در کمترین زمان اوراق خود را به نقد تبدیل کند.

ب - بتوان سهام را به نرخ بازار و به قیمت واقعی و روز در حجم پیشنهادی فروخت. البته قدرت نقدینگی سهام ضامن فروش سهام به قیمت خریداری شده و یا بالاتر از آن نیست. مثلاً اگر قیمت سهام در زمان پیشنهاد فروش آن ۱۰۰۰۰ ریال باشد و سهامدار ۵۰۰ سهم به قیمت ۱۲۰۰۰ ریال را خریداری کرده باشد این سهام وقتی از قدرت نقدینگی کافی برخوردار است که بتوان کلیه ۵۰۰ سهم را به قیمت ۱۰۰۰۰ ریال به محض پیشنهاد فروش بفروش رساند.

ج - تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران مایل باشند روی آن سهم معامله کنند. یعنی هر قدر سهام جذابیت سرمایه‌گذاران را به خرید و فروش آن بالا ببرد آن سهم از قابلیت نقدینگی و فروش بیشتری برخوردار خواهد بود.

د- بالا بودن تعداد سهام شرکت و گسترده بودن ترکیب مالکیت. هر قدر تعداد سهام شرکت زیاد باشد و آن سهام در دست عده زیادی از سهامداران باشد به طوری که متوسط تعداد سهامی که در دست هر سهامدار است کم باشد آن سهام نقدینگی زیادتری را دارد.

در مطالعه‌ای که در سال ۱۹۷۹ منتشر شده بود ۲۵ نمونه تصادفی از سهام تجزیه شده میان سالهای ۷۳-۱۹۶۳ اثرات مستقیم تجزیه روی نقدینگی مورد بررسی قرار گرفت. در این مطالعه سه جنبه نقدینگی مورد بررسی قرار گرفت:

الف - اثرات تجزیه روی حجم معاملات نسبی

ب - تأثیر تجزیه روی درآمدهای کارگزاران که در سرمایه‌گذاری‌هایی با ضریبی از صد سهم دریافت می‌شود.

ج - تأثیر تجزیه روی شکاف قیمت خرید و فروش برای نمونه‌ای از شرکت‌هایی که سهام آنها در خارج از بورس معامله می‌شد.

اگر پس از تجزیه سهام هر یک از این سه متغیر اندازه‌گیری شود مشاهده می‌شود که حجم معاملات کاهش یافته، هزینه‌های کارگزاری افزایش یافته و یا درصد شکاف قیمت خرید و فروش بالا رفته است و این به معنی کاهش نقدینگی به دنبال تجزیه سهام است.

در تجزیه ۲ به ۱ قاعداً باید تعداد سهام معامله شده پس از تجزیه دو برابر شود اگر حجم معاملات قبل از تجزیه را در دست داشته باشیم تحقیقات Thomas Copeland<sup>۱</sup> نشان می‌دهد که افزایش در حجم سهام معامله شده به اندازه افزایش تعداد سهام پس از تجزیه نبوده است به طوری که حجم معاملات دلاری پس از تجزیه کاهش یافته است.

اما باید توجه داشت که کاهش نقدینگی را صرفاً به دنبال کاهش حجم معاملات نمی‌توان نتیجه‌گیری کرد و این ادعای قطعی نیست زیرا سایر عوامل دیگری ممکن است روی حجم معاملات مؤثر باشد مانند تغییر در سهامداران نرخ اطلاعات جدیدی که وارد بازار می‌شود و هزینه‌های معاملاتی. در هر حال اگر نسبت تعداد سهام معامله شده به کل تعداد سهام شرکت پس از تجزیه کاهش یابد، این کاهش بیانگر کاهش نقدینگی است.

نتیجه مطالعات Copeland در باره نقدینگی به صورت زیر است:

الف - نقدینگی قبل از تجزیه به طور غیر عادی بالاست و پس از تجزیه شکل عادی تری

1- Thomas Copeland., "The Revolution in Corporate Finance", The Evidence Against Stock Splits, 1992. PP. 12 - 16.

به خود می‌گیرد.

ب - نقدینگی قبل از تجزیه غیرعادی است و پس از تجزیه به طور غیرعادی کاهش یافته است.

بنابر این اخبار مربوط به تجزیه سهام حاوی این پیام است که نقدینگی به طور نسبی در آینده کاهش خواهد یافت. حال سؤال این است که اگر نقدینگی به دنبال تجزیه کاهش می‌یابد پس چرا مدیران سهام را تجزیه می‌کنند و چه کسی از تجزیه سهام سود و چه کسانی زیان می‌کنند. شواهد نشان می‌دهد که درآمدهای بالای کارگزاران به دنبال تجزیه سهام این‌گونه تصمیمات مالی را برای کارگزاران سودمند می‌سازد اما برای سهامداران و سرمایه‌گذاران پرهزینه می‌نماید. اگر چه ممکن است تجزیه سهام به عنوان پیش‌بینی از تغییرات سود سهام مهم باشد اما گسترش مالکیت به دنبال تجزیه سهام باعث می‌شود که مدیریت جهت رفع مسأله قبضه مالکیت و کنترل شرکت برای مدیران مفید باشد.

### ۳- گسترش مالکیت

عده‌ای اثرات تجزیه سهام روی قیمت بازار را از طریق طرح تئوری گسترش مالکیت بیان می‌کنند. این تئوری ادعا می‌کند که یک بازار گسترده‌تر پس از تجزیه برای سهام شرکت‌های تجزیه‌کننده بوجود خواهد آمد. این بدان معنی است که تقاضا افزایش یافته و این افزایش ناشی از ارتباط و تناسب قیمت بازار با سود نقدی هر سهم در آینده است. اما بارکر<sup>۱</sup> مخالف این تفکر است. وی می‌گوید تا وقتی که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای Professional investors تقاضای نهایی را در بازار در دست دارند این تقاضای نهایی است که قیمت سهام را با توجه به درآمد و سودهای مورد انتظار و با توجه به ریسک آنها یقین می‌کند. بنابر این بالا بودن قیمت بازار برای سهام مانع از خریدن آن نمی‌شود. در نتیجه تجزیه سهام صرفاً یک عامل جذاب برای سهامداران نیست. در بازاری که قیمت‌ها منعکس‌کننده نظرات و انتظارات سرمایه‌گذاران حرفه‌ای است در این صورت سرمایه‌گذاران صرفاً با اعلان اخبار و اطلاعات

1- C. A. Barker., "Stock Splits in a Bull Market", P. 76.

مربوط به تجزیه هر سهمی از خود واکنش نشان نمی‌دهند. از نظر بارکر تجزیه سهام در صورتی باعث گسترش مالکیت می‌شود که سهام تجزیه شده به قیمتی بیش از ارزش واقعی‌اش معامله نشود. به عبارت دیگر اثر کاهش قیمت سهام به دنبال تجزیه باعث افزایش قیمت بدون توجه به درآمدها و سودهای مورد انتظار گردد در این صورت تجزیه نمی‌تواند منجر به افزایش تعداد سهامداران شود. زیرا سرمایه‌گذاران حرفه‌ای که مطلع از جریان‌ات نقدی آتی شرکت می‌باشند حاضر به خرید چنین سهامی صرفاً به دلیل تجزیه نخواهند بود. به همین جهت است که اعلام تجزیه سهام ممکن است به سهامداران این پیام را منتقل کند که مدیریت انتظار دارد درآمدهای شرکت به رشد خود ادامه دهد. در نتیجه قیمت بازار سهام در قبل از تجزیه رو به افزایش می‌گذارد.

علت اساسی این افزایش عامل رشد است نه تجزیه فی‌الذمه سهام. البته اگر چه کمتر شرکتی است که حجم سود نقدی هر سهم خود را پس از تجزیه به اندازه قبل از تجزیه حفظ کند اما بعد از تجزیه سهام کل سود نقدی هر سهامدار به طور مؤثر افزایش می‌یابد.

### نتیجه‌گیری

- ۱- تجزیه سهام پدیده‌ای سیکلی است. تجزیه سهام در طول اوراق پر رونق بازار اتفاق می‌افتد.
- ۲- قابلیت نقدینگی سهام پس از تجزیه کاهش می‌یابد. به دلیل هزینه‌های معاملاتی (به صورت کارمزد و شکاف قیمت خرید و فروش) بالا حجم نسبی معاملات کاهش می‌یابد.
- ۳- ثروت هیچ سهامداری تحت تأثیر تجزیه سهام واقع نمی‌شود.
- ۴- دلیل اساسی‌تر برای افزایش قیمت سهام متقارن با اعلان تجزیه این است که اعلان خبر همراه با افزایش در سود مورد انتظار سهام بوده است، و احتمال افزایش سود مورد انتظار ناشی از اطلاعاتی در باره جریان‌ات نقدی بهتر شرکت در آینده می‌باشد.
- ۵- سهام جایزه (تجزیه سهام کمتر از ۲۵٪) احتمالاً اتلاف وقت بیهوده است. بازار آنها را با تغییرات سود سهام به اشتباه نمی‌گیرد. آنها ممکن است حتی به عنوان علائمی از اخبار بد در باره آینده شرکت تفسیر شوند.

۶- گسترش مالکیت به دنبال تجزیه سهام وقتی صورت می‌گیرد که قیمت بازار سهام پس از تجزیه بیش از ارزش واقعی‌اش نباشد.

### منابع و مأخذ

- 1- S. Chattiner and A. Young., "A test of the AICPA differentiation Between Stock Dividends and Stock Splits", **Journal of Accounting Research**, Autumn 1971, P. 368.
- 2- C. A. Barker., "Evaluation of Stock Dividend", **Harvard Business Review**, July - August, 1958, PP. 99 - 171.
- 3- C. A. Barker., "Price Changes of Stock Dividend Shares at Ex - dividend Dates", **The Journal of Finance**, PP. 373 - 8.
- 4- C. A. Barker., "Stock Splits in a Bull Market", **Harvard Business Review**, May-June, 1957 , PP. 72 - 9.
- 5- E. F. Fama and et at., "The Adjustment of Stock Prices to New Information", **Economic Review**, 10 February 1969, PP. 177 - 97.
- 6- Thomas Copeland., "The Revolution in Corporate Finance", The Evidence Against Stock Splits, 1992, PP. 12 - 16.
- 7- C. A. Barker "Stock Splits in a Bull Market", **Op. Cit.** P. 79.