

मूल्यांकन पर लाभांश नीति का प्रभाव

सी ए हितेन्द्र कुमार गुप्ता

सहायक आचार्य (लेखा एवं सांख्यिकी), राजकीय वाणिज्य कन्या महाविद्यालय, कोटा (राजस्थान)

क्या कम्पनी की लाभांश नीति मूल्यांकन को प्रभावित करती है ?

पिछले 50 वर्षों से अधिक समय से वित्तीय विशेषज्ञों में इस बात पर विवाद चला आ रहा है कि कम्पनी के अंशधारक लाभांश नीति से किस सीमा तक प्रभावित होते हैं। विशेषज्ञों का एक समूह इस बात पर विश्वास करता है कि लाभांश नीति अंशधारकों के लिए महत्वपूर्ण नहीं हैं। ऐसे विशेषज्ञ यह मानते हैं कि अंशधारकों की सम्पत्ति पर चालू एवं स्थायी पूँजी में निवेश से प्रत्यक्ष रूप से जुड़े निर्णय ही प्रभाव डाल सकते हैं। दूसरे विशेषज्ञों का मत है कि लाभांश नीति, एक या अधिक कारणों से, अंशधारकों को प्रभावित करती है। अतः अंशधारकों की सम्पत्ति को कम्पनी अपनी लाभांश नीति के द्वारा प्रभावित कर सकती है। यह इस मान्यता पर आधारित है कि अंशधारक अनिश्चित पूँजी लाभ या एकाधिक बाजार अपूर्णता के कारण लाभांश को अत्यधिक महत्व देते हैं। बाजार अपूर्णता में कई बातें सम्मिलित होती हैं – यथा कर – जिसमें पूँजी लाभ लाभांश की समान राशि की तुलना में भिन्न प्रकार से कर योग्य होता है। सूचना प्राप्त करने के समान अवसर प्राप्त न होना – बाहरी अंशधारकों की बजाय कम्पनी की भावी नीतियों के बारे में कम्पनी के अंदरूनी व्यक्ति यथा संचालक, उच्च स्तरीय प्रबन्धक आदि ज्यादा अच्छी तरह जानते हैं।

लाभांश नीति से कोई अन्तर नहीं पड़ता – मिलर एवं मोदीग्लियानी सिद्धांत

मिलर व मोदीग्लियानी का तर्क है कि कर एवं लेन-देन की लागत शून्य होने पर तथा सभी अंशधारकों को सूचना प्राप्त करने का समान अवसर प्राप्त होने की स्थिति में अर्थात् पूर्ण पूँजी बाजार अवधारणा होने पर कम्पनी की लाभांश नीति का उसकी पूँजी की लागत एवं अंशधारकों की सम्पत्ति पर कोई प्रभाव नहीं पड़ता है। उनका मत इस धारणा पर आधारित है कि कम्पनी के पास पर्याप्त पूँजी है जिससे धनात्मक शुद्ध वर्तमान मूल्य (Positive NPV) वाले सभी प्रोजेक्ट स्वीकार किये जा सकें तथा उसकी पूँजी संरचना अर्थात् पूँजी ऋण अनुपात समुचित हों। इस तर्क को इस तरह भी समझा जा सकता है कि कम्पनी की विनियोग व वित्तीय निर्णयों से लाभांश निर्णय प्रभावित नहीं होता है। उदाहरणार्थ – माना कि कम्पनी अपनी समस्त आय लाभांश के रूप में भुगतान करने का निर्णय लेती है। पूँजी प्रोजेक्ट को वित्त उपलब्ध कराने के लिये अतिरिक्त अंश जारी करती है तथा ऋण प्राप्त करती है (इससे उसकी पूँजी संरचना पर प्रभाव नहीं पड़ना चाहिये)। नये जारी किये गये अंशों की कीमत लाभांश राशि के बराबर होनी चाहिये। अतः यदि कम्पनी लाभांश का भुगतान, जो अंश पूँजी के 5% का प्रतिनिधित्व करता है, करती है तो कम्पनी के अंश की कीमत 5% गिरने की संभावना रहेगी। यदि किसी कम्पनी के अंश की बाजार कीमत 5 रु. लाभांश देने से पहले 100 रु. है तो लाभांश के बाद अंश की नई कीमत 95 रु. होगी। अंशधारकों की सम्पत्ति लाभांश भुगतान न करने पर 100 रु. रहेगी एवं लाभांश भुगतान करने पर भी 100 रु. ही रहेगी जबकि अंश की कीमत 95 रु. तक गिर जायेगी व 5 रु. लाभांश भुगतान किया जायेगा। मिलर व मोदीग्लियानी की मान्यता है कि लाभांश व अंश पुनर्खरीद में मूलतः कोई अन्तर नहीं है – दोनों में अंशधारकों को नकदी लौटाई जाती है। यदि कम्पनी के पास धनात्मक शुद्ध वर्तमान मूल्य (Positive NPV) के प्रोजेक्ट के लिये आवश्यक राशि से अधिक वर्तमान रोकड़ अन्तर्वाह है तो आधिक्य को लाभांश या अंश पुनर्खरीद के लिये वितरण करने में उपयोग किया जा सकता है।

इस विचारधारा के अनुसार यह स्पष्ट है कि यह विचारधारा अन्तर्निर्मित लाभांश के विचार की पोषक है। कर एवं लेन-देन लागत के शून्य होने पर भी अंशधारक आय प्राप्त करना चाहते हैं या उन्हें धन की आवश्यकता है तो वे आवश्यकतानुसार नकद प्राप्त करने के लिये आवश्यक अंश बेचकर स्वयं की लाभांश नीति बना सकते हैं। वास्तव में बाजार में पूर्णता की अवधारणा लागू होना असंभव है जो इस विचारधारा को लागू करने में सबसे बड़ी बाधा है। सर्वप्रथम कम्पनी व अंशधारकों दोनों को लेन-देन की लागत वहन करनी पड़ती है। कम्पनी नये अंश निर्गमित करते समय एकत्रित पूँजी के सामान्यतः 10% तक लागत (यथा – अभिगोपक का कमीशन, कानूनी व्यय एवं अंश के मूल्य पर संभावित नकारात्मक प्रभाव) वहन करती है जो कम्पनी एवं निर्गमन के आकार पर निर्भर करता है। अन्तर्निर्मित लाभांश नीति अपनाते पर कम्पनी अंश बेचती है तो उसे लेन-देन की लागत के साथ-साथ विभिन्न देशों में लागू पूँजी लाभ कर तथा नकद लाभांश पर कर भी वहन करना पड़ सकता है। साथ ही, लाभांश के रूप में एक निश्चित अवधि पश्चात् आय प्राप्त करने के लिये अंशों को बेचना एक समय बाद समस्या पैदा कर सकता है, यदि अंश मूल्यों में विचलन होता है। यदि अंशों की कीमत गिरती है तो अंशधारकों को पहले जैसा लाभांश पाने के लिये अधिक अंशों को बेचना होगा।

लाभांश नीति समीचीन है – “आधी छोड़ पूरी को धावै विचारधारा के अनुसार”

गॉर्डन एवं लिन्टर का मत है कि पूर्ण पूँजी बाजार की अवधारणा के अन्तर्गत भी अंशधारक लाभांश प्राप्त करने की बजाय कम्पनी के लाभ को पुनर्विनियोजित कर भविष्य में पूँजी लाभ प्राप्त करने को अधिक महत्व देंगे क्योंकि लाभांश कम जोखिम भरा होता है। “आधी छोड़ पूरी को धावै पूरी मिले न आधी पावै” कहावत को यह विचारधारा पोषित करती है। यह मानते हुए कि लाभांश समान राशि के पूँजी लाभ की अपेक्षा कम जोखिमभरा है, यह विचारधारा बताती है कि कम्पनी जो लाभांश का भुगतान नहीं करती है, की तुलना में लाभांश भुगतान करने वाली कम्पनी की पूँजी की लागत कम होती है, अतः पूँजी की कम लागत अंशों के ऊँचे मूल्य के रूप में प्रतिबिम्बित होता है।

लाभांश नीति समीचीन है – कर का प्रभाव

कुछ देशों में परम्परागत रूप से पूँजी लाभ की तुलना में लाभांश आय अधिक दर से कर योग्य है। उदाहरणार्थ – 1970 के दशक में अमेरिका में लाभांश आय पर कर की दर 70% थी जबकि दीर्घकालीन पूँजी लाभ पर कर की दर 35% थी। इसी तरह 2002 तक अमेरिका में लाभांश आय तथा दीर्घकालीन पूँजी लाभ पर कर की दर क्रमशः 39% तथा 20% थी। 2003 से अमेरिका में लाभांश तथा दीर्घकालीन पूँजी लाभ पर कर की दर 15% बनी हुई है।

एक तर्क यह भी हो सकता है कि जहाँ लाभांश आय पर पूँजी लाभ से अधिक दर से कर लगाया जाता हो, वहाँ पर कर देने वाले विनियोजक ऐसी कम्पनी को प्राथमिकता देंगे जो कम दर पर लाभांश घोषित करे एवं ऐसे लाभांश को अधिक लाभ वाले अवसरों के लिये पुनर्विनियोजित करेंगे। विनियोग की अवसर लागत से अधिक आय में वृद्धि होने पर अंश की कीमत भी बढ़ने की संभावना होगी। यदि कम्पनी को वार्षिक प्रतिधारित अर्जनों पर पर्याप्त वृद्धि के अवसर प्राप्त नहीं होते हैं तो उसे पुनः अंश पुनर्कय के द्वारा लाभ को वितरित कर देना चाहिये (इस मान्यता के आधार पर कि लाभांश आय पर पूँजी लाभ की तुलना में कर की दर कम होती है)। इस मान्यता को व्यापक दृष्टि से देखें तो यह मान्यता शून्य लाभांश अनुपात का समर्थन करती है।

अन्य मुद्दे जो लाभांश भुगतान नीति को प्रभावित करते हैं

लाभांश नीति की विस्तृत चर्चा के दौरान उठने वाले अन्य महत्वपूर्ण मुद्दे अग्र प्रकार हैं:-

नीति संकेत का प्रभाव : कम्पनी के भावी निष्पादन परिणाम के बारे में प्रबन्ध द्वारा अनुमान व्यक्त करने से भी अंशधारकों को कम्पनी की लाभांश नीति में परिवर्तन के संकेत प्रायः दिखाई देते हैं। दूसरे शब्दों में, कम्पनी के बारे में महत्वपूर्ण सूचना प्राप्त होने पर अंशधारक लाभांश नीति में परिवर्तन को समझ सकता है।

अंशधारकों के समूह का प्रभाव : विभिन्न अंशधारकों के समूह यथा व्यक्ति, संस्था, निगम की लाभांश प्राथमिकता भिन्न-2 होती है। विभिन्न समूह लाभांश के विभिन्न स्तर की अपेक्षा रखते हैं।

निम्न कारणों से विभिन्न समूह भिन्न-2 लाभांश की अपेक्षा रखते हैं:-

कर का ध्यान रखना – ऊँची दर से कर देने वाले अंशधारक निम्न लाभांश दर को प्राथमिकता देते हैं। इसी प्रकार कम दर से कर देने वाले अंशधारक लाभांश की ऊँची दर के पक्षधर होते हैं, यदि लाभांश पर अंशधारकों को कर देना पड़ता है।

संस्थागत निवेशकों की आवश्यकता :- कुछ संस्थागत निवेशक ऐसी कम्पनियों में ही निवेश करते हैं जिनमें एक निश्चित प्रतिशत से ऊँचा लाभांश भुगतान किया जाता है। लाभांश आधारित निधि कोष में निवेश व लाभांश भुगतान करने वाले अंशों में विनियोग को ऐसे निवेशक प्राथमिकता देते हैं।

व्यक्तिगत अंशधारकों की प्राथमिकता :- कुछ व्यक्ति ऐसे अंशों में निवेश करते हैं जिनसे प्राप्त लाभांश को व्यक्तिगत व्यय हेतु प्रयोग ले सकें तथा उनका मूलधन भी सुरक्षित रहे।

लाभांश भुगतान पर प्रतिबन्ध

या तो कानूनी आवश्यकता के कारण व्यवसाय की कार्यशील पूँजी की जरूरत के कारण कम्पनियों लाभांश वितरण एक सीमा तक ही कर सकती हैं। लाभांश भुगतान पर सामान्यतः निम्न प्रतिबन्ध होते हैं:-

-अधिकांश देशों में यह कानूनी बाध्यता है कि लाभांश प्रतिधारित अर्जनों अर्थात् रोकी गई आय से अधिक नहीं हो सकता।

.ऋण प्रतिभूतियाँ :- कुछ ऋण/जमाओं के अनुबन्ध में ऋणदाताओं के हित को सुरक्षित रखने के लिये कम्पनी पर लाभांश भुगतान करते समय एक निश्चित सीमा से अधिक तरलता अनुपात व कवरेज अनुपात बनाये रखने की बाध्यता होती है।

.रोकड़ प्रवाह :- एक कम्पनी सामान्यतः अपनी आय अर्थात् संचालन लाभ से अधिक लाभांश वितरित करने से बचती है। यदि कम्पनी आय से अधिक लाभांश वितरण करती है तो भी संचालन से रोकड़ आय (आय में अन्य गैर – रोकड़ व्यय जोड़कर तथा गैर-रोकड़ आय घटाकर प्राप्त आय) से अधिक लाभांश वितरण नहीं कर सकती है अन्यथा व्यवसाय बन्द करने की स्थिति पैदा हो जायेगी।

+नये उद्योग की स्थापना :- कम्पनी अपनी शुरुआत के कुछ वर्षों तक लाभांश का भुगतान करने के बजाय लाभों को पुनर्नियोजित करने को प्राथमिकता देती है ताकि कम्पनी का विस्तार करने में सुविधा रहे।

नये निर्गम की लागत बनाम प्रतिधारित अर्जन की लागत

जब कम्पनी नये अंश निर्गमित करती है तो निर्गमन हेतु पोर्टफोलियो मैनेजर/बैंकर आदि को भुगतान करने व अन्य निर्गमन संबंधी लागतें निर्गमन लागतों के 10% तक होती हैं। चूंकि प्रतिधारित अर्जनों की ऐसी कोई लागत नहीं होती है, अतः नये निर्गम की लागत सदैव प्रतिधारित अर्जनों की लागत से अधिक होती है। ऐसी कम्पनियों जिनके प्रोजेक्ट का शुद्ध वर्तमान मूल्य धनात्मक होता है, वे प्रतिधारित अर्जनों को पुनर्नियोजित करने को लाभांश भुगतान करने में प्राथमिकता देती हैं। इसी प्रकार, नये अंश निर्गम द्वारा प्राप्त राशि से लाभांश का भुगतान करना निर्गम की उँची लागतों के कारण लाभदायक नहीं होता है।

वित्तीय लचीलापन :- कम्पनियों पर्याप्त कार्यशील पूँजी बनाये रखने के लिये लाभांश का कम भुगतान करने या भुगतान न करने का निर्णय ले सकती है। पर्याप्त कार्यशील पूँजी वाली कम्पनी अपेक्षाकृत अनिश्चितता का बेहतर तरीके से सामना करने में सक्षम होती है तथा विनियोग के अवसरों को शीघ्रता से कम्पनी के हित में दोहन कर सकती है। विशेषकर मंदी के दौर में जब साख सुविधायें प्राप्त करना काफी मुश्किल हो जाता है। जब कम्पनी को लाभांश वितरण पर बड़ी राशि इस हेतु व्यय करनी हो तो नीतिगत निर्णय इस बात को ध्यान में रखकर करना चाहिये कि इससे कम्पनी की तरलता प्रभावित ना हो।

पूँजीगत लाभ की अपेक्षा तुरन्त आय प्राप्त करने को अंशधारकों द्वारा प्राथमिकता देना

पूँजीगत लाभ की तुलना में लाभांश पर कर की कम दर होने से यह आवश्यकता नहीं है कि कम्पनी अपने लाभांश भुगतान को बढ़ा देगी। अंशधारक लाभांश पर कर की दर उनके पक्ष में होने पर भी अग्र कारणों से उँचा लाभांश देने को प्राथमिकता नहीं देंगे:-

लाभांश प्राप्ति पर ही कर चुकाना पड़ता है जबकि अंश बेचने पर पूँजी लाभ देय होता है

कुछ देशों में अंशधारक की मृत्यु पर अंश की तत्कालीन लागत उत्तराधिकारी की लागत के रूप में स्वीकार की जाती है। ऐसी स्थिति में पूँजी लाभ पर कोई कर दायित्व नहीं बनता है।

कर मुक्त संस्थायें जैसे- पेंशन कोष एवं वार्षिकी कोष पर लाभांश या पूँजी लाभ से कोई प्रभाव नहीं पड़ता है।

लाभांश नीतियों के प्रकार

लाभांश नीति से तात्पर्य ऐसी नीति से है जिसमें कम्पनी लाभांश भुगतान का समय व राशि निर्धारित करती है। आमतौर पर तीन तरह की लाभांश नीति होती है :- नियमित लाभांश नीति, स्थिर लाभांश प्रतिशत नीति, अवशेष आय लाभांश नीति।

नियमित लाभांश नीति में नियमित रूप से लाभांश का भुगतान किया जाता है जो सामान्यतः आय में अल्पकालीन उच्चावचन नहीं होने पर संभव है।

स्थिर लाभांश प्रतिशत नीति शुद्ध आय पर एक निश्चित प्रतिशत से लाभांश भुगतान किया जाता है।

अवशेष आय लाभांश नीति में धनात्मक शुद्ध वर्तमान मूल्य (Positive NPV) वाले प्रोजेक्ट में अर्जित आय को विनियोजित करने के बाद शेष बची आय को लाभांश वितरण में प्रयोग किया जाता है।

लाभांश नीतियों : सारांश

लाभांश वितरण एवं उसका अंशधारकों की सम्पत्ति पर प्रभाव पर उक्त अध्ययन के बाद यह निष्कर्ष निकालना अत्यन्त कठिन है कि इनके बीच कोई प्रत्यक्ष सम्बन्ध है क्योंकि मूल्यांकन को कई तत्व प्रभावित करते हैं। सैद्धांतिक रूप से यदि बाजार अपूर्णता नहीं होने पर मिलर एवं मोदीग्लियानी के अनुसार कम्पनी में विनियोग करने वाले व्यक्तियों को लाभांश नीति से कोई फर्क नहीं पड़ता है। लेकिन वास्तव में बाजार अपूर्णता के कारण इसका हल आसान नहीं है। कुछ अंशधारक परम्परागत रूप में लाभांश वितरण के समर्थक होते हैं। विभिन्न अध्ययनों में यह बात सामने आई है कि पूरे विश्व में पुनर्नियोजन अवसर वास्तव में सबसे महत्वपूर्ण कारण होते हैं, छोटी व विकासशील कम्पनियों उनकी आय का काफी कम भाग लाभांश के रूप में वितरित करती हैं जबकि पुरानी व अपेक्षाकृत कम विकास की संभावना वाली कम्पनियों तुलनात्मक रूप से आय का अधिक भाग लाभांश वितरित करने में प्रयोग करती हैं।

सारांश में लाभांश भुगतान अनुपात तय करने में कानून, परम्परा, स्वामित्व, पूँजी संरचना, कर दायित्व आदि महत्वपूर्ण भूमिका निभाते हैं।

संदर्भ

1. D.E.Allen Dividend Policy: The Issues 1992 Barmarick Publications, Washington.
2. BGeorge M. Frankfurter and Bob G. Wood Dividend Policy: Theory and Practice March 2003 Academic Press, London.
3. Luis Correia Da Silva and Marc Goergen Dividend Policy and Corporate Governance 2004 Oxford University Press, Oxford.