

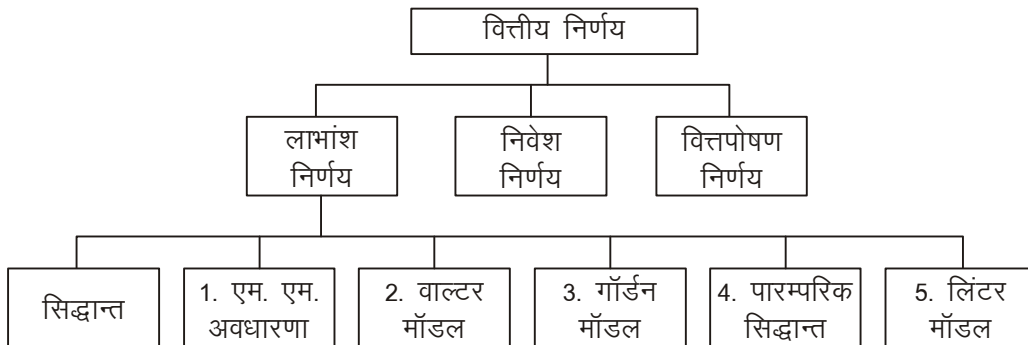
# 9

## लाभांश निर्णय (DIVIDEND DECISIONS)

### अध्ययन परिणाम (Learning Outcomes)

- लाभांश निर्णय के अर्थ को समझें।
- लाभांश निर्णय के महत्व को समझें।
- लाभांश के विभिन्न रूपों पर चर्चा करें।
- लाभांश के विभिन्न निर्धारकों पर चर्चा करें।
- लाभांश फैसले के विभिन्न सिद्धान्तों को समझाओ।

### अध्याय अवलोकन (Chapter Overview)



### 9.1 परिचय (Introduction)

वित्तीय प्रबन्धन वित्तीय निर्णय लेने की प्रक्रिया है वित्तीय निर्णय मोटे तौर पर तीन क्षेत्रों को शामिल करता है :

- (i) वित्तपोषण निर्णय (Financing decision)
- (ii) निवेश निर्णय (Investment decision)
- (iii) लाभांश निर्णय (Dividend decision)।

लाभांश का निर्णय प्रबन्धन निर्णयों के सबसे महत्वपूर्ण क्षेत्रों में से एक है। यह समझना आसान है, लेकिन लागू करना मुश्किल है एक उदाहरण की मदद से समझें, एक कम्पनी, एक्स लिमिटेड का कहना है, जो एक सामान्य विकास दर पर लगातार लाभांश दे रहा है, इस साल भारी मुनाफा कमाता है। अब प्रबन्धन को यह तय करना होगा कि क्या सामान्य दर पर लाभांश का भुगतान जारी रहना है या बढ़ती दर पर भुगतान करना है? क्यों यह दुविधा?

इसका कारण यह है कि यदि प्रबन्धन उच्च लाभांश का भुगतान करने का फैसला करता है, तो सम्भव है कि अगले साल, कम्पनी इस तरह की उच्च वृद्धि दर हासिल नहीं करेगी, जिसके परिणामस्वरूप अगले साल के लाभांश की तुलना में कम होगा। हालांकि, यदि कम्पनी सामान्य दर पर लाभांश पर रहने का फैसला करती है तो निरन्तर कमाई की अतिरिक्त राशि बेकार रहती है, जिसके परिणामस्वरूप पूँजीकरण में अधिकतर नतीजा होगा, यदि धन का उपयोग करने के लिए कोई मौका नहीं है।

इसके अलावा, अधिक कारक हैं जो लाभांश निर्णय को प्रभावित करेंगे (बाद में चर्चा की जाएगी) कुछ सिद्धान्त हैं जो लाभांश निर्णय में शामिल जटिलताओं पर प्रकाश डालते हैं। इन सिद्धान्तों पर दो श्रेणियों के तहत चर्चा की जाएगी।

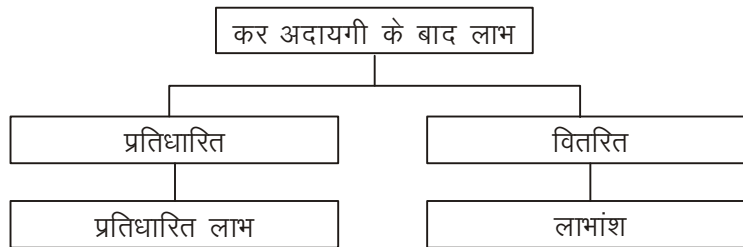
अपरिवर्तनीय सिद्धान्त (Irrelevance theory)—एमएम दृष्टिकोण (MM Approach)

प्रासंगिकता सिद्धान्त (Relevance theories)—वाल्टर मॉडल और गॉर्डन मॉडल (Walter Model & Gordon Model)।

### 9.2 लाभांश का अर्थ (Meaning of Dividend)

लाभांश कम्पनी के शेयरधारकों को वितरित किया जाता है जो कर के बाद लाभ का वह हिस्सा है। दूसरे शब्दों में, करों का भुगतान करने के बाद कम्पनी द्वारा अर्जित लाभ का उपयोग इसके लिए किया जा सकता है :

- (i) लाभांश का वितरण या
- (ii) भविष्य के विकास के लिए अधिशेष के रूप में रखा जा सकता है।



### 9.3 लाभांश नीति का महत्व (Significance of Dividend Policy)

फर्म की लाभांश नीति नियन्त्रित करती है :

#### (i) दीर्घकालिक वित्तपोषण निर्णय (Long-term financing decision)

जैसा कि हम जानते हैं कि वित्तपोषण विकल्प में से एक 'इक्विटी' है। इक्विटी शेयरों के जरिए इक्विटी को बाहरी रूप से उठाया जा सकता है या बनाए रखा आय के जरिये आन्तरिक रूप से तैयार किया जा सकता है। लेकिन बनाए रखा आय बेहतर है क्योंकि इसमें नाव लागत की लागत शामिल नहीं है। लेकिन मुनाफे को बनाए रखने या वितरित करने के लिए इस फैसले का आधार बनता है। नकद

लाभांश के भुगतान से लाभप्रद निवेश के अवसरों को वित्तपोषित करने के लिए आवश्यक धनराशि की मात्रा कम हो जाती है जिससे इसने वित्त के अन्य रास्ते खोजने के लिये इसे प्रतिबन्धित किया।

इस कार्यक्षेत्र के अन्तर्गत, निर्णय निम्न पर आधारित है :

1. क्या संगठन को मुनाफे की राशि का निवेश करने के लिए अवसर मिलते हैं, अगर बनाए रखा जाए ?
2. क्या इस तरह के निवेश पर रिटर्न (आरओआई) शेयरधारकों की अपेक्षाओं से अधिक होगा, अर्थात्  $K_c$ ।

**(ii) धन अधिकतमकरण निर्णय (Wealth maximization decision)**

इस शीर्षक के तहत, हम लाभांश का वितरण की मात्रा की समस्या का सामना कर रहे हैं, अर्थात् शेयर बाजार के मूल्य (MPS) के सम्बन्ध में डिविडेंड पेआउट रेशियो (D/P RATIO)।

1. बाजार की खामियों और अनिश्चितता के कारण, शेयरधारक भविष्य के लाभांश और पूँजीगत लाभ से अधिक लाभांश के निकट उच्च मूल्य देते हैं। लाभांश का भुगतान शेयर के बाजार मूल्य को प्रभावित करता है। उच्च लाभांश शेयरों के मूल्य में वृद्धि और कम लाभांश इसे कम करते हैं दोनों तरीकों के बीच एक उचित सन्तुलन होना चाहिए।
2. जब फर्म बड़ी हुई आय बढ़ाता है, शेयरधारकों का लाभांश घटता है और फलस्वरूप बाजार मूल्य प्रभावित होता है। लाभप्रद निवेशों के वित्तपोषित बनाए रखने की आय का उपयोग भावी आय के प्रति शेयर बढ़ता है।

दूसरी ओर, लाभांश में वृद्धि से फर्म को निवेश छोड़ने का कारण हो सकता है।

धन की कमी के लिए अवसर और इस प्रकार प्रति शेयर भविष्य की आय में कमी।

इस प्रकार, प्रबन्धन को एक लाभांश नीति विकसित करनी चाहिए जो शुद्ध कमाई को लाभांश में विभाजित कर लेती है और कमाई को इष्टतम तरीके से बनाए रखती है ताकि शेयरधारकों के लिए धन के अधिकरण के उद्देश्य को हासिल किया जा सके। ऐसी पॉलिसी शेयरधारकों को पूँजीगत लाभ के मुकाबले फर्म और लाभांश के मूल्य के लिए उपलब्ध निवेश के अवसरों से प्रभावित होगी।

**9.4 लाभांश के रूप (Forms of Dividend)**

आमतौर पर, लाभांश निम्न में से किसी भी रूप में ले सकता है (कुछ कारकों के आधार पर बाद में चर्चा की जाएगी) :

**1. नकद लाभांश (Cash Dividend)**—यह लाभांश का सबसे आम रूप है। यहाँ नकद, नकदी, चेक, वॉरंट, डिमान्ड ड्राफ्ट, पे ऑर्डर या सीधे इलेक्ट्रॉनिक विलयरिंग सर्विस (ईसीएस) के माध्यम से इसका मतलब है, लेकिन किसी तरह से नहीं।

**2. स्टॉक लाभांश (बोनस शेयर्स) (Stock Dividend Bonus Share)**—यह मौजूदा शेयर धारकों को नकद लाभांश के बदले शेयरों का वितरण है। जब कम्पनी बिना किसी विचार के मौजूदा शेयर धारकों को आगे शेयर करती है तो उसे बोनस शेयर कहा जाता है। इस तरह के शेयरों का अनुपात आनुपातिक रूप से वितरित किया जाता है जिससे कम्पनी के आनुपातिक स्वामित्व को बरकरार रखा जाता है। यदि एक शेयरधारक एक समय में 100 शेयरों का मालिक है, तो 10% लाभांश घोषित किया जाता है, उसके पास 10 अतिरिक्त शेयर होंगे, जिससे इक्विटी शेयर पूँजी में वृद्धि होगी और भंडार और अधिशेष (रखी कमाई) को कम करना होगा। कुल शुद्ध सम्पत्ति बोनस निर्गमन से प्रभावित नहीं है।

**स्टॉक लाभांश के फायदे (Advantages of Stock Dividend)**

शेयरधारकों और कम्पनी दोनों के लिए कई फायदे हैं। कुछ महत्वपूर्ण लोगों को निम्नानुसार सूचीबद्ध किया गया है :

(1) शेयरधारकों को—

(A) कर लाभ—वर्तमान में प्राप्त लाभांश पर कोई कर नहीं है।

(B) शेयर लाभांश घोषित होने के बाद भी भविष्य में शेयरधारकों के कुल नकद लाभांश में वृद्धि होगी।

(2) कम्पनी को—

(A) लाभदायक निवेश के अवसरों को पूरा करने के लिए नकद का संरक्षण।

(B) नकद कमी और भुगतान के लिए उधारदाताओं द्वारा लगाए गए प्रतिबन्ध।

**स्टॉक लाभांश की सीमाएँ (Limitations of Stock Dividend)**

शेयरधारकों और कम्पनी के शेयर लाभांश की सीमाएँ निम्नानुसार हैं :

- 1. शेयरधारकों के लिए**—शेयर लाभांश शेयरधारकों के धन को प्रभावित नहीं करता है और इसलिए उनके लिए इसका कोई मूल्य नहीं है। यह इसलिए है क्योंकि शेयर लाभांश की घोषणा शेयरधारकों की पिछली आय को पूँजीकरण करने का एक तरीका है और वह आय का मानने का औपचारिक तरीका है जो शेयरधारक पहले से ही स्वयं के हैं। यह केवल कम्पनी की स्वामित्व को बड़ी संख्या में शेयर प्रमाण पत्र में विभाजित करता है। जेम्स पोर्टरफील्ड शेयर लाभांश को कॉर्पोरेट पाई की एक बड़ी संख्या में टुकड़ों के रूप में माना जाता है। शेयर लाभांश शेयरधारक को कोई अतिरिक्त या विशेष लाभ नहीं देता है। कम्पनी में उनकी समानुपातिक स्वामित्व बिल्कुल भी बदले नहीं हैं। शेयर लाभांश शेयरधारकों पर एक अनुकूल मनोवैज्ञानिक प्रभाव पैदा करता है और उनके द्वारा इस आधार पर स्वागत किया जाता है कि यह कम्पनी के विकास का संकेत देता है।
- 2. कम्पनी के लिए**—नकद लाभांश की तुलना में शेयर लाभांश अधिक महँगा है। अगर कम्पनी द्वारा आय के मुकाबले आवधिक लघु शेयर लाभांश घोषित किए जाते हैं तो यह हानिकारक है। इसका नतीजा यह है कि शेयर लाभांश के छोटे मुद्दों के लिए प्रति शेयर आय के आधार पर प्रति शेयर आय में वृद्धि की गई दर कम नहीं है और केवल महत्वपूर्ण शेयर लाभांश समायोजित किए जाते हैं। इसके अलावा, कम्पनियों को वितरण पर कर का भुगतान करना होगा।

**9.5 प्रतिधारित आय और वृद्धि के बीच सम्बन्ध (Relationship Between Retained Earnings and Growth)**

इसे निम्नलिखित समीकरण की सहायता से सचित्र किया जा सकता है :

$$\text{वृद्धि (g)} = b r$$

जहाँ,

(g) = फर्म की वृद्धि दर

(b) = प्रतिधारण अनुपात

(r) = निवेश पर वापसी की दर

आइए एक उदाहरण की सहायता से इस स्थिति की व्याख्या करें—

मान लीजिए, A लिमिटेड और B लिमिटेड की दो कम्पनियाँ हैं, जिनमें ₹ 1,00,000 के इक्विटी शेयरों के मामले में ₹ 50,00,000 का नियोजित पूँजी है, 20% @ कमाई कर रहे हैं। दोनों के पास एक ही पूँजी संरचना और एक ही ROI है लेकिन अलग-अलग लाभांश नीति है।

A लिमिटेड अपनी आय का 100% वितरण करते हुए B लिमिटेड केवल 50%।

अब, अन्य बातों पर विचार करना ही रहता है, अगले साल के दौरान दोनों कम्पनियों की स्थिति होगी—

A लिमिटेड	(₹)	B लिमिटेड	(₹)
<b>पिछला साल</b>		<b>पिछला साल</b>	
कमाई	₹ 10,00,000	कमाई	₹ 10,00,000
लाभांश	₹ 10,00,000	लाभांश	₹ 5,00,000
प्रतिधारित कमाई	Nil	प्रतिधारित कमाई	₹ 5,00,000
<b>वर्तमान साल</b>		<b>वर्तमान साल</b>	
मौजूदा पूँजी	₹ 50,00,000	मौजूदा पूँजी	₹ 50,00,000
प्रतिधारित कमाई	Nil	प्रतिधारित कमाई	₹ 5,00,000
नियोजित कुल पूँजी	₹ 50,00,000	नियोजित कुल पूँजी	₹ 55,00,000
कमाई @ 20%	₹ 10,00,000	कमाई @ 20%	₹ 11,00,000

इसलिए उपर्युक्त उदाहरण की मदद से, यह समझना आसान है कि बनाए रखने वाली आय से विकास बढ़ेगा।

### 9.6 लाभांश निर्णय के निर्धारक (Determinants of Dividend Decisions)

लाभांश नीति निम्नलिखित कारकों से प्रभावित होती है :

- निधियों की उपलब्धता (Availability of Funds)**—यदि व्यापार को निधि की आवश्यकता है, तो रखी हुई कमाई एक अच्छा स्रोत हो सकती है। चूँकि यह फ्लोटेशन लागत को बचाता है और आगे नियंत्रण को शेयर पूँजी के आगे जारी होने के मामले में कम नहीं किया जाएगा।
- पूँजी की लागत (Cost of Capital)**—अगर वित्तपोषण सम्बन्धी आवश्यकताओं को वित्त (वित्त का अपेक्षाकृत सस्ता स्रोत) के जरिए वित्त पोषित किया जा सकता है, तो इसे अधिक लाभांश वितरित करने के लिए प्राथमिकता दी जानी चाहिए, लेकिन अगर इक्विटी शेयरों के नए अंक के माध्यम से वित्तपोषण करना है, तो यह बेहतर है यथासम्भव बरकरार रखा आय का उपयोग करना।
- पूँजी संरचना (Capital Structure)**—लाभांश के निर्णय के लिए एक इष्टतम ऋण इक्विटी अनुपात भी विचाराधीन होना चाहिए।
- स्टॉक की कीमत (Stock Price)**—यहाँ स्टॉक की कीमत शेयरों का बाजार मूल्य है। आमतौर पर, उच्च लाभांश शेयरों के मूल्य में वृद्धि करते हैं और कम लाभांश इसे कम करते हैं।

5. **हाथ में निवेश के अवसर (Investment Opportunities in Hand)**—लाभांश का निर्णय भी प्रभावित होता है, अगर हाथों में निवेश के अवसर हैं, तो कम्पनी कमाई से अधिक बनाए रखने के लिए पसंद कर सकती है।
6. **प्राप्तियों की आन्तरिक दर (Internal Rate of Returns)**—अगर रिटर्न की आन्तरिक दर बरकरार रखा आय की लागत से अधिक है, तो जितना सम्भव हो उतना कमाई वितरित करना बेहतर होगा।
7. **उद्योग का रुझान (Trend of Industry)**—निवेशकों ने नियमित आय के लिए कुछ उद्योगों को देखा है, इसलिए ऐसे मामलों में फर्म को अस्तित्व के लिए लाभांश का भुगतान करना होगा।
8. **शेयरधारकों की अपेक्षा (Expectation of Share Holder)**—शेयरधारकों को दो श्रेणियों में वर्गीकृत किया जा सकता है—(i) जो नियमित आय के लिए निवेश करते हैं, और (ii) जो विकास के लिए निवेश करते हैं आमतौर पर, निवेशक भविष्य के विकास की तुलना में मौजूदा लाभांश को पसन्द करता है।
9. **कानूनी बाधाएँ (Legal Constraints)**—कम्पनी अधिनियम, 2013 की धारा 123, 1 अप्रैल 2014 से लागू हुई है, जो लाभांश की घोषणा के लिए प्रदान करता है। इस खण्ड के अनुसार—
  - (i) किसी कम्पनी द्वारा किसी भी वित्तीय वर्ष के लिए लाभांश घोषित या भुगतान किया जाएगा :
    - (a) उस वर्ष के लिए कम्पनी के मुनाफे से खंड 123 (2) के प्रावधानों के अनुसार अवमूल्यन के लिए उपलब्ध कराने के बाद पहुँचे, या
    - (b) कम्पनी के मुनाफे में से किसी भी पिछले वित्तीय वर्ष या वर्षों के लिए उस उप-धारा के प्रावधानों के अनुसार अवमूल्यन के लिए उपलब्ध कराने के बाद और शेष अव्यवस्थित, या
    - (c) दोनों में से ; या
    - (d) उस सरकार द्वारा दी गई गारंटी के अनुपालन में कम्पनी द्वारा लाभांश के भुगतान के लिए केन्द्र सरकार या राज्य सरकार द्वारा प्रदान किए गए पैसे से बाहर।
10. **कराधान (Taxation)**—धारा 115-ओ के अनुसार, लाभांश कम्पनी के हाथों में लाभांश वितरण कर ;डीडीटीद्ध के अधीन है। आयकर अधिनियम, 1961 की धारा 10 (34) के मौजूदा प्रावधानों के तहत, लाभांश वितरण कर (डीडीटी) को धारा 115-ओ के तहत भुगतान है, जो शेयरधारक के हाथों में छूट है।

इसके अलावा, ₹ 10 लाख से अधिक के लिए लाभांश के रूप में किसी भी आय को 10 प्रतिशत की दर से एक व्यक्ति, एचयूएफ या भारत में रहने वाले एक फर्म के मामले में कर के लिए कर योग्य होगा।

### 9.7 लाभांश नीति में व्यावहारिक विचार (Practical Consideration in Dividend Policy)

आन्तरिक वित्तपोषण पर चर्चा अन्ततः व्यावहारिक विचारों में बदल जाती है जो कि एक कम्पनी की लाभांश नीति निर्धारित करते हैं। लाभांश नीति तैयार करने के सवालों के जवाब पर निर्भर करता है :

- क्या साल में लाभांश का एक स्थिर पैटर्न होना चाहिए, या
- क्या कम्पनी को प्रत्येक लाभांश के फैसले को पूरी तरह से स्वतन्त्र रखना चाहिए। एक कम्पनी की लाभांश नीति में व्यावहारिक विचार नीचे संक्षेप में चर्चा की गई है :

- (a) **कम्पनी की वित्तीय आवश्यकताएँ**—प्रतिधारित कमाई लाभप्रद निवेश के अवसर बनाने के लिए वित्त का एक स्रोत हो सकती है। जैसा कि हम पहले चर्चा करते थे, जब शेयरधारकों द्वारा अपेक्षित वापसी की तुलना में किसी कम्पनी की वापसी की आन्तरिक दर अधिक होती है, तो शेयरधारकों को अपनी कमाई फिर से निवेश करने के लिए यह लाभप्रद होगा।

जोखिम और वित्तीय दायित्वों में वृद्धि हुई है, यदि कोई कम्पनी नई शेयर पूँजी जारी करके ऋण उठाती है, जहाँ फ्लोटेशन की लागतें शामिल हैं।

परिपक्व कम्पनियाँ (Mature Companies)	ग्रोथ कम्पनियाँ (Growth Companies)
1. कुछ निवेश अवसर वाली परिपक्व कम्पनियाँ उच्च भुगतान अनुपात दिखाएंगी;	विकास कम्पनियों, दूसरी ओर, कम भुगतान अनुपात है। तेजी से विकसित अचल सम्पत्ति के वित्तपोषण के लिए उन्हें धन की आवश्यकता होती है।
2. ऐसी कम्पनियों की शेयर कीमतें लाभांश शुल्कों के प्रति संवेदनशील हैं।	आय का वितरण कम्पनी की निधियों को कम कर देता है। वे शेयरधारकों की लाभांश आवश्यकताओं को ऑफसेट करने के लिए सभी कमाई को बरकरार रखते हैं और बोनस शेयर घोषित करते हैं।
3. इसलिए कमाई का एक छोटा-सा हिस्सा आकस्मिक और सामयिक वित्तीय आवश्यकताओं को पूरा करने के लिए रखा जाता है।	ये कम्पनियाँ लाभांश की मात्रा धीरे-धीरे बढ़ाती हैं क्योंकि लाभदायक निवेश के अवसरों में गिरावट आती है।

**(b) लाभांश भुगतान पर रोक**

(i) **कानूनी**—कम्पनी अधिनियम 2013 की धारा 123 के तहत, किसी भी वित्तीय वर्ष के लिए कम्पनी द्वारा लाभांश घोषित या भुगतान किया जाएगा।

(a) उस वर्ष के लिए कम्पनी के मुनाफे में खंड 123 (2) के प्रावधानों के अनुसार अवमूल्यन के लिए उपलब्ध कराने के बाद पहुंचे, या

(b) कम्पनी के मुनाफे में से किसी भी पिछले वित्तीय वर्ष या वर्षों के लिए उस उप अनुभाग के प्रावधानों के अनुसार अवमूल्यन के लिए उपलब्ध कराया गया है और शेष अव्यवस्थित, या

(c) दोनों में से; या

(d) उस सरकार द्वारा दी गई गारंटी के अनुपालन में कम्पनी द्वारा लाभांश के भुगतान के लिए केन्द्र सरकार या राज्य सरकार द्वारा प्रदान किए गए पैसे से बाहर

(ii) **तरलता**—लाभांश के भुगतान का अर्थ है नकदी का बहिर्वाह लाभांश देने की योग्यता फर्म की नकदी और तरलता की स्थिति पर निर्भर करती है। एक परिपक्व कम्पनी के पास ज्यादा निवेश के अवसर नहीं होते हैं, न ही स्थायी कार्यशील पूँजी में बँधे धन हैं और इसलिए एक ठोस नकदी स्थिति है। अच्छे मुनाफे के बावजूद विकास उन्मुख कम्पनी के लिए, इसे विस्तार गतिविधियों

और स्थायी कार्यशील पूँजी के लिए धन की आवश्यकता होगी और इसलिए यह लाभांश घोषित करने की स्थिति में नहीं है।

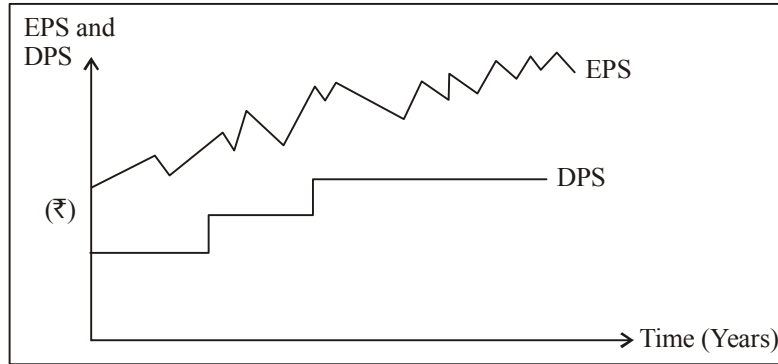
- (iii) **पूँजी बाजार तक पहुँच**—बड़े लाभांश देकर, नकदी की स्थिति प्रभावित होती है। यदि नए शेयरों को निवेश कार्यक्रमों के वित्तपोषण के लिए धन जुटाने के लिए जारी किया जाना है और यदि मौजूदा शेयरधारक अतिरिक्त शेयर नहीं खरीद सकते, तो नियन्त्रण कम हो जाता है लाभांश का भुगतान रोका जा सकता है और फर्म के निवेश के अवसरों के लिए कमाई का उपयोग किया जा सकता है।
- (iv) **निवेश के अवसर**—यदि निवेश के अवसर अपर्याप्त हैं, तो लाभों का भुगतान करना और ऐसे अवसरों के लिए आवश्यक होने पर बाहरी धन जुटाना बेहतर होगा।
- (c) **शेयर धारकों की इच्छा**—शेयरधारकों की इच्छा (चाहे वे लाभांश के जरिए नियमित आय पसन्द करते हैं या शेयरों की बिक्री पर लाभ पाने के जरिए उनकी सम्पत्ति को अधिकतम करते हैं) इस सम्बन्ध में यह ध्यान दिया जाना चाहिए कि आयकर अधिनियम, 1961 के मौजूदा प्रावधानों के मुताबिक लाभांश पर टैक्स कॉरपोरेट द्वारा (डिविडेंड डिस्ट्रीब्यूशन टैक्स) वहन किया जाता है और शेयरधारकों को लाभांश के रूप में प्राप्त आय पर किसी भी टैक्स का भुगतान नहीं करना पड़ता है। घरेलू कम्पनियों से हद तक छोटे शेयरधारक जो नियमित लाभांश आय से सम्बन्धित हैं या जो एक प्रमुख समूह नहीं बनाते हैं या रिटायर होने वाले और पुराने लोगों को अपनी बचत का निवेश नहीं करते हैं, शेयर खरीदने के लिए पेंशन नियमित आय पसन्द कर सकते हैं और इसलिए नियमित और उदारवादी लाभांश देने वाली कम्पनियों के शेयरों का चयन करें।

उन शेयरों धारकों की तुलना में, जो आय के स्रोत के रूप में नियमित लाभांश पसन्द करते हैं, ऐसे शेयरधारक हैं जो शेयरों की बिक्री के समय शेयरों को हासिल करना पसन्द करते हैं, जब शेयरों को बाजार में उच्च मूल्य मिलते हैं। ऐसे शेयरों के लिए जो शेयरों की बिक्री पर हासिल करना पसन्द करते हैं, आयकर अधिनियम 1961 के प्रावधानों के अनुसार, पूँजीगत लाभ (15% लघु अवधि) पर कर आकर्षित होते हैं। यदि वे एक साल से कम समय पर शेयर बेचते हैं और लम्बी अवधि की बिक्री पर कोई कर नहीं है (यदि एक वर्ष से अधिक समय तक आयोजित किया जाता है हालांकि, शेयरधारकों को शेयरों की बिक्री पर प्रतिभूति लेन-देन कर (एसटीटी) का भुगतान करना पड़ता है। इस प्रकार कम्पनी द्वारा जारी किए गए लाभांश नीति को इच्छाओं पर सन्तुलन शेयरधारक जो ऊपर बताए गए समूह के हैं या साथ में हो सकते हैं। इसके अलावा, एक बार स्थापित लाभांश नीति तब तक जारी रहनी चाहिए, जब ग्राहक को प्रभाव पैदा करने के लिए कम्पनी की जरूरतों के बिना दखल दिए।

(d) **लाभांश की स्थिरता**—लाभांश की नियमित रूप से लाभांश की वार्षिक राशि वर्ष-दर-वर्ष में भी बढ़ सकती है, भले ही कमाई से सम्बन्धित न हो।

- (i) **प्रति शेयर लगातार लाभांश**—कमाई में उतार-चढ़ाव के बावजूद, कम्पनियाँ प्रति शेयर एक निश्चित राशि प्रति शेयर लाभांश के रूप में हर वर्ष भुगतान करने की नीति का पालन कर सकती हैं। अगर कम्पनी को नए स्तर की कमाई हो रही है और इसे बनाए रखने की उम्मीद है तो प्रति शेयर वार्षिक लाभांश बढ़ सकता है।





**Fig. 1 : Constant Dividend Per Share Policy**

कमाई के पैटर्न में व्यापक उतार-चढ़ाव के साथ, औसत आय से नीचे के वर्षों में लाभांश बनाए रखने के लिए औसत आय से अधिक के वर्षों में अधिशेष बनाने के लिए आवश्यक है। इससे खराब वर्षों में लाभांश देने के समय नकदी के लिए आसान रूपान्तरण के लिए मार्केटबल सिक्वोरिटीज द्वारा निर्धारित लाभांश समतावधि रिजर्व फंड के निर्माण को जन्म देता है। यह नीति सामान्य शेयरधारकों को वरीयता शेयरधारकों के समतुल्य मानती है ताकि वे फर्म के भीतर कोई भी पसन्दीदा अवसर न दे।

इसे व्यक्तियों और संस्थानों द्वारा पसन्द किया जाता है जो लाभांश आय पर निर्भर करते हैं जो कि जीवन और परिचालन व्यय को पूरा करते हैं।

**(ii) कुल कमाई का लगातार प्रतिशत**—लाभांश से कमाई का अनुपात पेआउट अनुपात के रूप में जाना जाता है। कुछ कम्पनियाँ लगातार भुगतान राशि की नीति का पालन करती हैं, अर्थात् प्रतिवर्ष शुद्ध आय पर निर्धारित प्रतिशत का भुगतान करते हैं। इन्फोसिस टेक्नोलॉजीज लिमिटेड की वार्षिक रिपोर्ट 2011 के पृष्ठ 74 से उद्धृत करने के लिए,

“लाभांश नीति लाभांश के रूप में इन्फोसिस ग्रुप के कर (पीएटी) के बाद समेकित लाभ का 30% तक वितरित है।”

वॉरेन बफेट को पेआउट रेशियो घोषित करने के बारे में कहने के लिए इसके विपरीत करें।

वह कहता है “हम या तो बड़े लाभांश या कोई भी भुगतान नहीं करेंगे, अगर हम फिर से निवेश के माध्यम से अधिक धन नहीं प्राप्त कर सकते हैं (उन फंडों के) नियमित रूप से 10% या 20% कमाई हर साल लाभांश के रूप में भुगतान करने के लिए कोई तर्क नहीं है।”

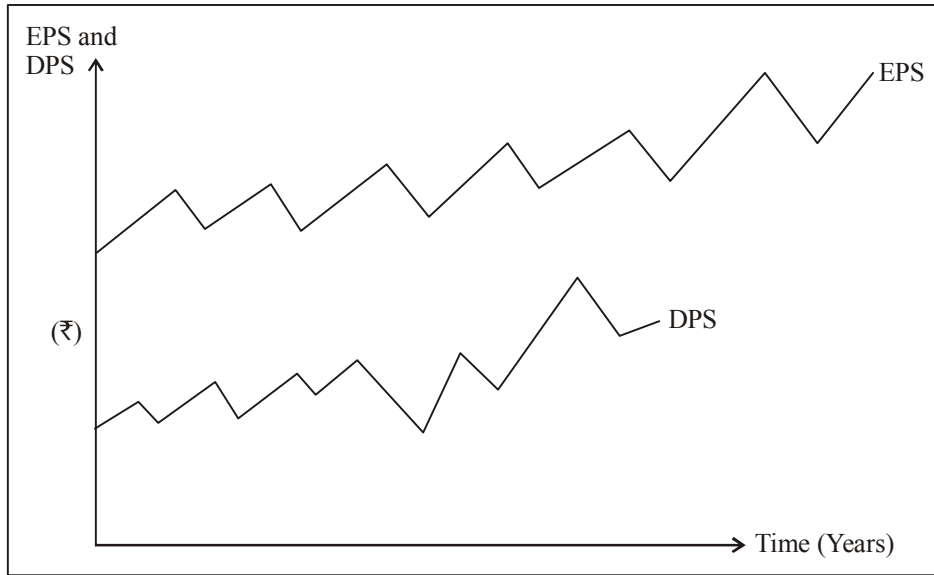
इस तरह की नीति में अनुमान लगाया गया है कि लाभांश की राशि आय के प्रत्यक्ष अनुपात में घट जाती है। यदि कोई कम्पनी 40% पेआउट अनुपात को गोद देती है, तो शुद्ध कमाई के प्रत्येक रुपये का 40% का भुगतान किया जाएगा। यदि कोई कम्पनी ₹2 प्रति शेयर कमाता है, तो लाभांश प्रति शेयर 80 पैसे होगा और अगर वह ₹1.50 प्रति शेयर कमाता है, तो लाभांश प्रति शेयर 60 पैसे होगा।

ऐसी पॉलिसी लाभांश का भुगतान करने की कम्पनी की क्षमता से सम्बन्धित है। किए गए नुकसान के लिए, कोई भी लाभांश का भुगतान नहीं किया जाएगा। बनाए रखा आय के साथ आन्तरिक वित्तपोषण स्वचालित है। किसी भी दिए गए भुगतान अनुपात में, लाभांश की राशि और बनाए रखा आय के लिए कोई भी अतिरिक्त आय में बढ़ोतरी के साथ बढ़ोतरी और कमी हुई आय के साथ में कमी। इस नीति का रूढ़िवादी दृष्टिकोण है और ओवर/ओवर पेमेंट के खिलाफ गारंटी प्रदान करता है। यदि चालू वर्ष

में लाभ न कमाया जाता है और उसी समय प्रबन्धन को लाभांश का भुगतान करने की अनुमति नहीं है, तो मुनाफा अर्जित होने पर लाभांश को छोड़ने की अनुमति नहीं है।

(iii) लघु लगातार लाभांश प्रति शेयर और अतिरिक्त लाभांश—लाभांश की राशि उच्च स्तर पर निर्धारित की जाती है और स्थिर आय के साथ कम्पनियों के लिए नीति अपनाई जाती है। उतार-चढ़ाव वाली आय वाले कम्पनियों के लिए, पॉलिसी एक स्टेप अप फीचर के साथ प्रति शेयर न्यूनतम लाभांश का भुगतान करना है। लाभांश की लापरवाही की सम्भावना को कम करने के लिए लाभांश की छोटी राशि तय की गई है। समृद्धि की अवधि में अतिरिक्त लाभांश देकर, यह कम्पनी को बिना किसी डिफॉल्ट के लगातार नियमित लाभांश का भुगतान करने देता है और शेयरधारकों की आमदनी के पूरक के लिए लचीलापन की अनुमति देता है, जब कम्पनी की आमदनी सामान्य से अधिक होती है, और अधिक निश्चित लाभांश के हिस्से के रूप में बड़े भुगतान करने के लिए। यह नीति कुछ शेयरधारकों को नकदी की निर्धारित राशि पर योजना बनाने की अनुमति देती है और साथ में अतिरिक्त लाभांश घोषित किए जाने पर प्रसन्न हो जाता है।

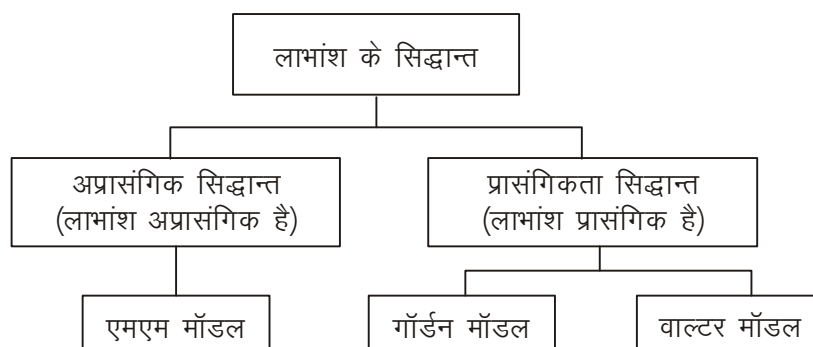
चित्र 1 में स्थिर लाभांश की एक फर्म निम्नलिखित नीति फर्म की तुलना में शेयरों के लिए उच्च बाजार मूल्य कमाना देगी जो कि चित्र 2 के रूप में आय में चक्रीय उतार-चढ़ाव के साथ लाभांश बदलता है।



**Fig. 2 : Dividend Policy at Constant Payout Ratio**

हालांकि, स्थिर लाभांश के पैटर्न वाली एक कम्पनी का खतरा एक साल में लाभांश का भुगतान नहीं करता है क्योंकि इस ब्रेक के कारण निवेशकों पर असर नहीं होने की वजह से कम्पनी द्वारा अस्थिर लाभांश नीति के साथ लाभांश का भुगतान नहीं किया जा सकता है। दुर्बल अवधि के दौरान कम्पनियाँ लाभांश की स्थिरता बनाए रखने के लिए विवेकपूर्ण हैं। लाभांश की दर को एक रूढ़िवादी आँकड़ा पर तय किया जाना है, ताकि इसे ऐसे समय में भी बनाए रखा जा सके। कम्पनी की समृद्धि के अतिरिक्त लाभांश को लाभांश देने के लिए घोषित किया जा सकता है जब कम्पनी अतिरिक्त लाभांश का भुगतान करने में विफल रहता है, तो निवेशकों पर इसका निराशाजनक प्रभाव नहीं होता है।

## 9.8 लाभांश के सिद्धान्त (Theories of Dividend)



### 9.8.1 लाभांश के अप्रासंगिक सिद्धान्त (Dividend's Irrelevance Theory)

1. मोडिग्लियानी और मिलर (एम. एम.) हाइपोथिस (Modigliani & Miller (M.M) Hypothesis)—

**मोडिग्लियानी-मिलर सिद्धान्त** का प्रस्ताव 1961 में फ्रेंको मोडिग्लियानी और मर्टन मिलर ने किया था। एमएम दृष्टिकोण लाभांश की अप्रासंगिकता के समर्थन में है। फर्म की लाभांश नीति का सम्पत्ति के मूल्य पर कोई प्रभाव नहीं पड़ता है।

**एम. एम. अवधारणा की धारणाएँ—**

एमएम की अवधारणा निम्नलिखित मान्यताओं पर आधारित है :

- **परफेक्ट कैपिटल मार्केट**—फर्म एक बाजार में चल रही है जिसमें सभी निवेशक तर्कसंगत हैं और जानकारी सभी के लिए स्वतन्त्र रूप से उपलब्ध है।
- **लाभांश आय और पूँजीगत मूल्य (पूँजी लाभ) के बीच कोई कर या कोई कर भेदभाव नहीं**—सिद्धान्त की सार्वभौमिक प्रयोज्यता के लिए यह धारणा आवश्यक है, क्योंकि टैक्स की दर या टैक्स आय के प्रावधान विभिन्न देशों में भिन्न हो सकते हैं।
- **फिक्स्ड इनवेस्टमेंट पॉलिसी**—यह मानना जरूरी है कि सभी निवेश केवल इक्विटी के माध्यम से वित्तपोषित होने चाहिए, क्योंकि वित्त के स्रोत के रूप में ऋण का इस्तेमाल करने के बाद निहितार्थ समझना मुश्किल हो सकता है। इसके अलावा, अलग-अलग मामलों में प्रभाव अलग होगा।
- **कोई फ्लोटेशन या लेन-देन लागत नहीं**—इसी तरह, ये लागत देश को बाजार या बाजार के लिए देश में भिन्न हो सकती हैं।
- **अनिश्चितता का जोखिम मौजूद नहीं** है निवेशक भविष्य की कीमतों और निश्चितता के साथ लाभांश की भविष्यवाणी कर सकते हैं और एक छूट दर सभी प्रतिभूतियों और सभी समय-अवधि के लिए उपयुक्त है।

**एमएम अवधारणा के अनुसार**

- अपनी फर्म के इक्विटी शेयरों का मार्केट वैल्यू पूरी तरह से अपनी कमाई की शक्ति पर निर्भर करता है और उस तरीके से प्रभावित नहीं होता है जिसमें उसकी कमाई लाभांश और बनाए रखी आय के बीच विभाजित होती है।

- इक्विटी शेयरों का बाजार मूल्य लाभांश आकार से प्रभावित नहीं है।

एमएम की अवधारणा मुख्यतः मध्यस्थता तर्क पर आधारित है। आर्बिट्रेज प्रक्रिया के माध्यम से, एमएम की अवधारणा के बारे में चर्चा की गई है कि फर्म का मूल्य वही रहता है चाहे फर्म द्वारा लाभांश दिया जाता है या नहीं। यहाँ

$$P_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + K_e}$$

$P_0$  = अवधि की शुरुआत में मूल्य

$P_1$  = अवधि के अन्त में मूल्य

$D_1$  = अवधि के अन्त में लाभांश

$K_e$  = इक्विटी की लागत / पूँजीकरण दर / छूट दर

एमएम की अवधारणा के अनुसार, लाभांश के निर्णय के कारण फर्म का मूल्य अपरिवर्तित रहेगा। यह निम्न सूत्र की मदद से गणना की जाती है :

$$V_f \text{ or } nP_0 = \frac{(n + \Delta n) P_1 - I + E}{(1 + K_e)}$$

जहाँ,

लाभांश निर्णय

$V_f$  = अवधि की शुरुआत में फर्म का मूल्य

$n$  = अवधि की शुरुआत में शेयरों की संख्या

$\Delta n$  = अपेक्षित धन जुटाने के लिए जारी किए गए शेयरों की संख्या

$I$  = निवेश के लिए आवश्यक राशि

$E$  = अवधि के दौरान कुल आय

उद्देश्य को समझने के लिए :

$$P_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + K_e}$$

उपर्युक्त शिखा एक हिस्से के लिए है। आइए इसे एन अर्थात् मौजूदा दोनों पक्षों के शेयर के साथ गुणा करें :

$$nP_0 = \frac{nP_1 + nD_1}{1 + K_e}$$

अब दायें हाथ के समीकरण के अंश पर  $\Delta n P_1$  जोड़ें तथा  $\Delta n P_1$  घटाएँ—

$$nP_0 = \frac{nP_1 + nD_1 + \Delta n P_1 - \Delta n P_1}{1 + K_e}$$

प्रतिधारित आय निम्न की मदद से व्यक्त की जा सकती है—

$$\text{प्रतिधारित आय} = E - nD_1$$

$\Delta n$  अर्थात् आवश्यक धन जुटाने के लिए जारी किए गए शेयरों की संख्या निम्न रूप में प्रदर्शित की जा सकती है—

$$\Delta n = \frac{\text{Funds Required}}{\text{Price at end (P}_1)} = \frac{1 - (E - nD_1)}{P_1}$$

$$\Delta n P_1 = 1 - (E - nD_1)$$

अब समीकरण के लिए इसका उपयोग करते हैं—

$$nP_0 = \frac{nD_1 + (NP_1 + \Delta n P_1) - [1 - (E - nD_1)]}{(1 + K_e)}$$

$$nP_0 = \frac{nD_1 + (n + \Delta n)P_1 - 1 + E - nD_1}{(1 + K_e)}$$

$$nP_0 = \frac{(n + \Delta n)P_1 - 1 + E}{(1 + K_e)}$$

#### एमएम हाइपोथीसिस के फायदे (Advantages of MM Hypothesis)

एमएम हाइपोथीसिस के विभिन्न फायदे इस प्रकार हैं :

1. यह मॉडल तर्कसंगत अनुरूप है।
2. यह आर्बिट्रेज प्रक्रिया की अवधारणा के साथ लाभांश नीति पर एक संतोषजनक ढाँचा प्रदान करता है।

#### एमएम हाइपोथीसिस की सीमाएँ (Limitations of MM Hypothesis)

एमएम हाइपोथीसिस की विभिन्न सीमाएँ इस प्रकार हैं :

1. विभिन्न मान्यताओं की वैधता संदिग्ध है।
2. यह मॉडल अनिश्चितता के तहत वैध नहीं हो सकता है।

#### उदाहरण (Illustration) 1

AB इंजीनियरिंग लिमिटेड एक जोखिम वर्ग के लिए है जिसके लिए पूँजीकरण दर 10% है। इसमें वर्तमान में ₹ 100 में 10,000 शेयरों की बिक्री हुई है। फर्म चालू वित्त वर्ष के अन्त में ₹ 5 प्रति शेयर के लाभांश की घोषणा पर विचार कर रहा है। यह उम्मीद करता है कि ₹ 1,00,000 की शुद्ध आय होगी और ₹ 2,00,000 के नए निवेश करने का प्रस्ताव है। फर्म का मूल्य की गणना करना जब लाभांश का (i) भुगतान नहीं किया गया हो, (ii) भुगतान किया गया हो।

#### हल (Solution)

**मामले 1**—फर्म का मूल्य जब लाभांश का भुगतान नहीं किया जाता है।

**चरण 1**—अवधि के अन्त में मूल्य की गणना करें—

$$K_e = 10\%, P_0 = 100, D_1 = 0$$

$$P_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + K_e}$$

$$100 = \frac{P_1 + 0}{1 + 0.10} \Rightarrow P_1 = 110$$

**चरण 2**—निवेश के लिए आवश्यक धन की गणना—

कर्माई	₹ 1,00,000
लाभांश वितरित	Nil
निवेश के लिए उपलब्ध फंड	₹ 1,00,000
कुल निवेश	₹ 2,00,000
आवश्यक बैलेंस फंड	₹ 2,00,000 – ₹ 1,00,000 = ₹ 1,00,000

**चरण 3**—बैलेंस फंड के लिए आवश्यक शेयरों की संख्या—

$$\text{No. of Shares} = \frac{\text{Funds Required}}{\text{Price at end (P}_1\text{)}}$$

$$\Delta n = \frac{1,00,000}{110}$$

**चरण 4**—फर्म के मूल्य की गणना करना—

$$nP_0 = \frac{(n + \Delta n)P_1 - 1 + E}{1 + K_e}$$

$$nP_0 = \frac{\left(10,000 + \frac{1,00,000}{110}\right) \times 110 - 2,00,000 + 1,00,000}{1 + 0.10}$$

$$\Rightarrow 10,00,000$$

**मामले 2**—फर्म का मूल्य जब लाभांश का भुगतान किया जाता है।

**चरण 1**—अवधि के अन्त में मूल्य की गणना करें—

$$K_e = 10\%, P_0 = 100, D_1 = 5$$

$$P_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + K_e}$$

$$100 = \frac{P_1 + 5}{1 + 0.10} \Rightarrow P_1 = 105$$

चरण 2—निवेश के लिए आवश्यक धन की गणना—

कमाई	₹ 1,00,000
लाभांश वितरित	₹ 50,000
निवेश के लिए उपलब्ध फंड	₹ 50,000
कुल निवेश	₹ 2,00,000
आवश्यक बैलेंस फंड	₹ 2,00,000 – 50,000 = ₹ 1,50,000

चरण 3—बैलेंस फंड के लिए आवश्यक शेयरों की संख्या—

$$\text{No. of Shares} = \frac{\text{Funds Required}}{\text{Price at end (P}_1\text{)}}$$

$$\Delta n = \frac{1,50,000}{105}$$

चरण 4—फर्म के मूल्य की गणना करना—

$$nP_0 = \frac{(n + \Delta n)P_1 - 1 + E}{1 + K_e}$$

$$nP_0 = \frac{\left(10,000 + \frac{₹1,50,000}{₹105}\right) \times ₹105 - ₹2,00,000 + ₹1,00,000}{(1 + 0.10)}$$

$$\Rightarrow ₹10,00,000$$

इस प्रकार, यह उदाहरण से देखा जा सकता है कि फर्म का मूल्य एक ही रहता है दो में से कोई भी मामला हो।

### 9.8.2 लाभांश के प्रासंगिक सिद्धान्त (Dividend's Relevance Theory)

1. वाल्टर मॉडल (Walter's Model)—

वाल्टर की धारणाएँ—

वाल्टर दृष्टिकोण निम्नलिखित मान्यताओं पर आधारित है—

- फर्म के सभी निवेश प्रस्तावों को केवल बनाए रखा आय के माध्यम से वित्तपोषित करना है।
- रिटर्न की 'r' दर और 'K<sub>e</sub>' पूँजी की लागत निरन्तर है।
- परफेक्ट कैपिटल मार्केट—फर्म एक बाजार में चल रहा है जिसमें सभी निवेशक तर्कसंगत हैं और जानकारी सभी के लिए स्वतंत्र रूप से उपलब्ध है।
- लाभांश आय और पूँजीगत मूल्य (पूँजी लाभ) के बीच कोई कर या कोई कर भेदभाव नहीं—सिद्धान्त के सार्वभौमिक प्रयोज्यता के लिए यह धारणा आवश्यक है, क्योंकि टैक्स की दर या टैक्स आय के प्रावधान विभिन्न देशों में भिन्न हो सकते हैं।
- कोई फ्लोटेशन या लेनदेन लागत नहीं—इसी तरह, ये लागत देश को बाजार या बाजार के लिए देश में भिन्न हो सकती हैं।
- फर्म का अनन्त जीवन है।

वाल्टर के फार्मूले पर आधारित लाभांश और शेयर की कीमत के बीच का रिश्ता नीचे दिखाया गया है—

$$\text{Market Price (P)} = \frac{D + \frac{r}{K_e}(E - D)}{K_e}$$

जहाँ,

P = शेयर के बाजार मूल्य

E = प्रति शेयर कमाई

D = डिविडेंड प्रति शेयर

$K_e$  = इक्विटी की लागत / पूँजीकरण दर / छूट दर

r = निवेश पर वापसी / वापसी की आन्तरिक दर

प्रो. जेम्स ई. वाल्टर द्वारा दिए गए उपर्युक्त फार्मूले से पता चलता है कि इक्विटी धारकों की सम्पत्ति की स्थिति को अधिकतम करने के लिए लाभांश कैसे इस्तेमाल किया जा सकता है। उनका तर्क है कि लम्बे समय में, शेयर की कीमतें केवल लाभांश के वर्तमान मूल्य को दर्शाती हैं। रेटेन्टेंस केवल शेयरों की कीमतों को और अधिक लाभांश पर प्रभाव के जरिए प्रभावित करते हैं।

सूत्र का एक करीबी अध्ययन यह दर्शाता है कि प्रोफेसर वाल्टर दो कारकों पर जोर देता है जो शेयर के बाजार मूल्य को प्रभावित करते हैं।

(1) शेयर प्रति शेयर लाभांश

(2) आन्तरिक वापसी दर (IRR) और पूँजी की लागत ( $K_e$ ) / बाजार पूँजीकरण दर के बीच सम्बन्ध।

यदि बनाए रखा आय का आन्तरिक लाभ बाजार पूँजीकरण दर से अधिक है, तो लाभांश कम होने पर भी साधारण शेयरों का मूल्य अधिक होगा। हालाँकि, यदि व्यापार के अन्दर आन्तरिक रिटर्न बाजार की अपेक्षा की तुलना में कम है, तो शेयर का मूल्य कम होगा। ऐसे मामले में, शेयरधारक एक उच्च लाभांश को पसन्द करेंगे, ताकि वे कहीं अधिक लाभदायक अवसरों में प्राप्त फंडों का उपयोग कर सकें।

वाल्टर मॉडल बताते हैं कि विकास कम्पनियों के शेयरों की बाजार कीमतें बहुत अधिक हैं, हालाँकि लाभांश का भुगतान कम है। यह यह भी बताता है कि कुछ कम्पनियों के शेयरों का बाजार मूल्य जो उच्च लाभांश का भुगतान करते हैं और बहुत कम मुनाफे को बरकरार करते हैं, वह भी उच्च है।

जैसा कि ऊपर बताया गया है, बाजार मूल्य दो कारकों पर निर्भर है; सबसे पहले, लाभांश की मात्रा और दूसरी, कम्पनी के लिए आय में निवेश करने के लिए उपलब्ध लाभदायक अवसर बनाए रखा। यह स्पष्ट है कि जब कोई कम्पनी अपने मुनाफे का हिस्सा बरकरार रखती है, तो उसे इस तरह की अवधारणा की लागत के सन्दर्भ में सोचना होगा। मुनाफे का प्रतिधारण यह निर्भर करता है कि क्या कम्पनी के शेयरधारकों के लिए यह सस्ता और अधिक फायदेमंद है कि कम्पनी को व्यवसाय में बनाए रखा गया हो या नकदी लाभांश के रूप में इसे प्राप्त करें। इसमें बनाए रखा आय की लागत और उन्हें वितरित करने की लागत के बीच की तुलना शामिल है। इसलिए, बनाए रखी आय की लागत में एक मौका लागत शामिल है अर्थात् व्यापार में निधियों को छोड़ने के मामले में शेयरधारक इससे वंचित होते हैं।



**आईआरआर (IRR), केई ( $K_e$ ) और इष्टतम भुगतान**

जैसा कि हम जानते हैं कि वाल्टर दृष्टिकोण दो कारकों पर विचार करता है, निम्नलिखित वाल्टर मॉडल का निष्कर्ष है—

कम्पनी	$r$ बनाम $K_e$ की स्थिति	लाभांश का आकार और शेयर के बाजारी मूल्य के बीच सहसम्बन्ध	इष्टतम लाभांश भुगतान अनुपात
वृद्धि (Growth)	$r > K_e$	नकारात्मक	शून्य
स्थिर (Constant)	$r = K_e$	कोई सहसम्बन्ध नहीं	हर भुगतान अनुपात इष्टतम है
पतन (Decline)	$r < K_e$	सकारात्मक	100%

**वृद्धि (Growth) कम्पनी**—इस हालत में कम्पनी बेहतर तरीके से फंड का निवेश/उपयोग कर सकती है। इस मामले में शेयरधारक, कम लाभांश स्वीकार कर सकते हैं क्योंकि शेयर का उनका मूल्य अधिक होगा।

**पतन (Decline) कम्पनी**—इस मामले में कम्पनी पूँजी की लागत को कवर करने की स्थिति में नहीं है, ऐसे में शेयरहोल्डर्स एक उच्च लाभांश पसंद करेंगे ताकि वे और अधिक लाभदायक अवसरों में अपने धन का उपयोग कर सकें।

**वाल्टर मॉडल का लाभ (Advantages of Walter Model)**

1. सूत्र को समझना सरल और गणना करने में आसान है।
2. यह विभिन्न स्थितियों में अलग-अलग सम्भावित बाजार मूल्यों की कल्पना कर सकता है और शेयरों के बाजार मूल्य के निर्धारण में वापसी की आन्तरिक दर, बाजार पूँजीकरण दर और लाभांश भुगतान अनुपात मानता है।

**वाल्टर मॉडल की सीमाएँ (Limitations of Walter Model)**

1. सूत्र लाभांश नीति को प्रभावित करने वाले सभी कारकों और शेयर की कीमतों पर विचार नहीं करता है। इसके अलावा, बाजार पूँजीकरण दर का निर्धारण मुश्किल है।
2. इसके अलावा, फॉर्मूला करों, विभिन्न कानूनी और संविदात्मक दायित्वों, प्रबन्धन नीति और लाभांश नीति के प्रति रवैया जैसे कारकों पर ध्यान नहीं देता है।

**उदाहरण (Illustration) 2**

XYZ लि. जो ₹ 10 / शेयर कमाता है 10% पर पूँजीकृत है और 12% के निवेश पर वापसी है। इष्टतम लाभांश भुगतान अनुपात और भुगतान पर शेयर की कीमत का निर्धारण करें।

**हल (Solution)**

क्योंकि  $r > K_e$ , इष्टतम लाभांश भुगतान अनुपात 'जीरो' है (*i.e.*  $D = 0$ )

तदनुसार, शेयर का मूल्य

$$P = \frac{D + \frac{r}{K_e}(E - D)}{K_e}$$

$$P = \frac{0 + \frac{0.12}{0.10}(10 - 0)}{0.10} = 120$$

ऊपर दिए गए भुगतान अनुपात की इष्टतम को 25%, 50%, 75% और 100% उपयोग करके साबित किया जा सकता है।

**25% भुगतान अनुपात पर**

$$P = \frac{205 + \frac{0.12}{0.10}(10 - 2.5)}{0.10} = 115$$

**50% भुगतान अनुपात पर**

$$P = \frac{5 + \frac{0.12}{0.10}(10 - 5)}{0.10} = 110$$

**75% भुगतान अनुपात पर**

$$P = \frac{7.5 + \frac{0.12}{0.10}(10 - 7.5)}{0.10} = 105$$

**100% भुगतान अनुपात पर**

$$P = \frac{10 + \frac{0.12}{0.10}(10 - 10)}{0.10} = 100$$

### उदाहरण (Illustration) 3

एक्सवार्डजेड लिमिटेड की वार्षिक रिपोर्ट से निम्नलिखित आँकड़े एकत्रित किए गए हैं :

शुद्ध लाभ	₹ 30 लाख
बकाया 12% वरीयता शेयर	₹ 100 लाख
इक्विटी शेयरों की संख्या	₹ 3 लाख
निवेश पर प्रतिफल	20%
पूँजी की लागत अर्थात् ( $K_e$ )	16%

वाल्टर मॉडल का प्रयोग करके ₹ 42 में शेयर की कीमत को रखने के लिए अनुमानित लाभांश भुगतान-पेआउट अनुपात क्या होना चाहिए?

**हल (Solution)**

	₹ लाखों में
शुद्ध लाभ	30
घटाएँ : वरीयता लाभांश	12
इक्विटी शेयरधारकों के लिए कमाई	18
इसलिए प्रति शेयर कमाई	18/3 = ₹ 6.00

आइए, लाभांश भुगतान अनुपात D होगा शेयर मूल्य 42 प्राप्त करने के लिए

$$P = \frac{D + \frac{r}{K_e}(E - D)}{K_e}$$

$$42 = \frac{D + \frac{0.20}{0.16}(6 - D)}{0.16}$$

$$6.72 = \frac{0.16D + 1.2 - 0.20D}{0.16}$$

$$0.04D = 1.2 - 1.0752$$

$$D = 3.12$$

$$D/P \text{ Ratio} = \frac{DPS}{EPS} \times 100 = \frac{3.12}{6} \times 100 = 52\%$$

तो, आवश्यक लाभांश भुगतान अनुपात 52% होगा।

**2. गॉर्डन मॉडल (Gordon's Model)**

गॉर्डन मॉडल के अनुसार लाभांश प्रासंगिक है और किसी कम्पनी की लाभांश नीति उसके मूल्य को प्रभावित करती है।

**गॉर्डन मॉडल की धारणाएँ**

यह मॉडल निम्नलिखित मान्यताओं पर आधारित है—

- फर्म एक सभी इक्विटी फर्म है, अर्थात् कोई ऋण नहीं
- आईआरआर (IRR) स्थिर रहेगा, क्योंकि आईआरआर में परिवर्तन विकास दर को बदल देगा और परिणामस्वरूप मूल्य प्रभावित होगा। इसलिए यह धारणा आवश्यक है।
- केई ( $K_e$ ) स्थिर बने रहेंगे, क्योंकि छूट दर में परिवर्तन वर्तमान मूल्य को प्रभावित करेगा।
- प्रतिधारण अनुपात (b), एक बार फ़ैसला करता है, निरन्तर होता है। निरन्तर लाभांश भुगतान अनुपात का पालन किया जाएगा।
- विकास दर ( $g = br$ ) भी स्थिर है, क्योंकि प्रतिधारण अनुपात और आईआरआर अपरिवर्तित रहेगा और विकास होगा, जो इन दो चर के कार्य को प्रभावित नहीं करेगा।

- केई ( $K_e$ ) >  $g$ , यह धारणा आवश्यक है और 'n' वर्षों के लिए ज्यामितीय प्रगति के योग की शृंखला के सिद्धान्तों पर आधारित है।
- फर्म के सभी निवेश प्रस्तावों को केवल बनाए रखा आय के माध्यम से वित्तपोषित करना है। गॉर्डन के द्वारा निम्नलिखित सूत्र का उपयोग प्रति शेयर मूल्य निकालने के लिए किया जाता है—

$$P_0 = \frac{E_1(1-b)}{K_e - br}$$

जहाँ,

$P_0$  = प्रति शेयर मूल्य

$E_1$  = प्रति शेयर कमाई

$b$  = प्रतिधारण अनुपात; ( $1 - b$  = भुगतान अनुपात)

$K_e$  = पूँजी की लागत

$r$  = वापसी की अपेक्षित दर (IRR)

$br$  = विकास दर ( $g$ )

गॉर्डन मॉडल (Gordon's Model) द्वारा दिए गए फॉर्मूले से पता चलता है कि जब वापसी की अपेक्षित दर पूँजी की लागत से अधिक होती है तो प्रति शेयर की कीमत बढ़ जाती है तथा लाभांश भुगतान अनुपात घटता है और दूसरी ओर अगर वापसी की अपेक्षित दर पूँजी की लागत से कम है, तो प्रति शेयर का मूल्य घटती है और लाभांश भुगतान अनुपात बढ़ जाती है।

निम्नलिखित गॉर्डन मॉडल (GORDON'S MODEL) का निष्कर्ष है :

कम्पनी	$r$ बनाम $K_e$ की स्थिति	लाभांश का आकार और शेयर के बाजारी मूल्य के बीच सहसम्बन्ध	इष्टतम लाभांश भुगतान अनुपात
वृद्धि (Growth)	$r > K_e$	नकारात्मक	शून्य
स्थिर (Constant)	$r = K_e$	कोई सह सम्बन्ध नहीं	कोई भुगतान अनुपात इष्टतम नहीं है
पतन (Decline)	$r < K_e$	सकारात्मक	100%

#### उदाहरण (Illustration) 4

XYZ लिमिटेड की वार्षिक रिपोर्ट से निम्नलिखित आँकड़े एकत्रित किए गए हैं—

शुद्ध लाभ	₹ 30 लाख
बकाया 12% वरीयता शेयर	₹ 100 लाख
इक्विटी शेयरों की संख्या	₹ 3 लाख
निवेश पर प्रतिफल	20%
पूँजी की लागत अर्थात् ( $K_e$ )	16%

गॉर्डन मॉडल (Gordon's Model) का प्रयोग करके, प्रति शेयर मूल्य की गणना कीजिये, जब लाभांश भुगतान अनुपात (1) 25%, (2) 50%, (3) 100% हो।

**हल (Solution)**

	₹ लाखों में
शुद्ध लाभ	30
घटाएँ : वरीयता लाभांश	12
इक्विटी शेयरधारकों के लिए कमाई	18
इसलिए प्रति शेयर कमाई	18/3 = ₹ 6.00

गॉर्डन मॉडल (Gordon's Model) का प्रयोग करके, प्रति शेयर मूल्य की गणना इस प्रकार है—

$$P = \frac{E_1(1-b)}{K_e - br}$$

यहाँ  $E_1 = 6, K_e$

(1) जब लाभांश भुगतान अनुपात 25% हैं

$$P_0 = \frac{6 \times 0.25}{0.16 - (0.75 \times 0.2)} = \frac{1.5}{0.16 - 0.15} = 150$$

(2) जब लाभांश भुगतान अनुपात 50% हैं

$$P_0 = \frac{6 \times 0.5}{0.16 - (0.5 \times 0.2)} = \frac{3}{0.16 - 0.10} = 50$$

(3) जब लाभांश भुगतान अनुपात 100% हैं

$$P_0 = \frac{6 \times 1}{0.16 - (0 \times 0.02)} = \frac{6}{0.16} = 37.50$$

**बर्ड-इन-हैंड सिद्धान्त (The Bird-In-Hand Theory)**

2. मायरोन गॉर्डन ने अपने लाभांश मॉडल को संशोधित किया और अपने मॉडल में जोखिम और अनिश्चितता पर विचार किया। गॉर्डन के बर्ड-इन-हैंड सिद्धान्त के दो तर्क हैं—

(i) निवेशक जोखिम से प्रतिकूल हैं और

(ii) निवेशकों ने निश्चित प्रतिफल पर पारितोषिक तथा अनिश्चित प्रतिफल पर छूट लगाई।

गॉर्डन का तर्क है कि वर्तमान में जो उपलब्ध है वह भविष्य में उपलब्ध हो सकता है। जैसा कि निवेशक चैतन्य हैं, वे जोखिम और अनिश्चितता से बचना चाहते हैं। वे उन शेयरों के लिये उच्च मूल्य का भुगतान करना पसन्द करेंगे, जिन पर वर्तमान लाभांश का भुगतान किया जाता है। इसके विपरीत वे एक फर्म के शेयरों के मूल्य में छूट देते हैं जो लाभांश को स्थगित करता है। छूट दर प्रतिधारण दर के साथ अलग-अलग होगी।

गॉर्डन के सिद्धान्त के आधार पर लाभांश और शेयर की कीमत के बीच के सम्बन्ध को निम्नानुसार दिखाया गया है—

$$\text{बाजार मूल्य प्रति शेयर (P}_0\text{)} = \left[ \frac{D_0(1+g)}{K_e - g} \right]$$

जहाँ,

$P_0$  = बाजार मूल्य प्रति शेयर (पूर्व लाभांश)

$O_0$  = वर्तमान वर्ष लाभांश

$g$  = लाभांश की लगातार वार्षिक वृद्धि दर

$K_e$  = समता पूँजी की लागत (अपेक्षित प्रतिफल दर)।

गॉर्डन द्वारा दिये गये सिद्धान्त से पता चलता है कि जब प्रतिफल की दर (R) छूट दर ( $K_e$ ) से अधिक है, लाभांश अनुपात घटने पर प्रति शेयर की कीमत बढ़ जाती है और यदि प्रतिफल (R) छूट दर ( $K_e$ ) से कम है तो यह इसके विपरीत है। प्रति शेयर मूल्य अपरिवर्तित रहता है जहाँ प्रतिफल की दर और छूट की दर समान रहती है।

#### लाभांश छूट मॉडल [Dividend Discount Model (DDM)]

यह एक वित्तीय मॉडल है जो भविष्य के लाभांश भुगतान के रियायती मूल्य पर शेयर का मूल्य निर्धारित करता है। इस मॉडल के तहत, एक शेयर की कीमत की सक्रिय गणना, उचित जोखिम समायोजित दर से छूट प्राप्त भविष्य के सभी लाभांश भुगतान के PV द्वारा की जाती है।

आन्तरिक मूल्य = भविष्य नकद प्रवाह के PV का योग

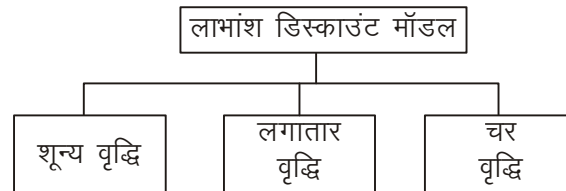
आन्तरिक मूल्य = लाभांशों के PV का योग + स्टॉक विक्रय मूल्य का PV

$$\text{स्टॉक आन्तरिक मूल्य} = \frac{D_1}{(1+K_e)^1} + \frac{D_2}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K_e)^n} + \frac{RV_n}{(1+K_e)^n}$$

उपरोक्त समीकरण में, यह माना जाता है कि लाभांश का भुगतान प्रत्येक वर्ष के अन्त में किया जाता है और स्टॉक को वर्ष के अन्त में बेचा जाता है।

#### लाभांश छूट मॉडल (DDM) (Dividend Discount Model (DDM))

यहाँ तीन सम्भावित परिस्थिति हो सकती हैं—



(a) **शून्य वृद्धि दर**—माना एक स्टॉक द्वारा दिये गये प्रत्येक लाभांश परस्पर हैं। इस मामले में स्टॉक मूल्य बराबर होगा।

$$\text{स्टॉक का आन्तरिक मूल्य} = \frac{\text{वार्षिक लाभांश}}{\text{प्रतिफल की आवश्यक दर}}$$

$$i.e. \quad P_0 = \frac{D}{K_e}$$

जहाँ,

$D$  = वार्षिक लाभांश

$K_e$  = पूँजी की लागत

$P_0$  = शेयर का वर्तमान बाजार मूल्य

**उदाहरण (Illustration) 5**

X लिमिटेड एक शून्य वृत्ति कम्पनी है, जो ₹ 5 प्रति शेयर लाभांश देती है। यदि पूँजी की लागत 10% है, शेयर के वर्तमान बाजार मूल्य की गणना करें ?

**हल (Solution) :**

$$P_0 = \frac{D}{K_e} = \frac{5}{0.10} = ₹ 50$$

**(b) स्थिर वृद्धि दर (गॉर्डन ग्रोथ मॉडल) (Constant Growth Rate (Gordan's Growth Model)**—गॉर्डन के सूत्र के आधार पर लाभांश और शेयर की कीमत के बीच सम्बन्ध इस प्रकार हैं—

$$\text{प्रति शेयर बाजार मूल्य (P)} = \frac{D_0(1+g)}{K_e - g}$$

जहाँ,

$P$  = शेयर प्रति बाजार मूल्य

$D_0$  = चालू वर्ष लाभांश

$g$  = लाभांश की वृद्धि दर

$K_e$  = इक्विटी पूँजी की लागत / वापसी की अपेक्षित दर की लागत

नोट्स—

$$g = b \times r$$

$b$  = प्रतिधारित आय का अनुपात या  $(1 - \text{लाभांश भुगतान अनुपात})$

**उदाहरण (Illustration) 6.**

XYZ ₹ 10 की ₹ 10 लाख की शेयर पूँजी वाली कम्पनी है। यह प्रतिवर्ष 20% के वर्तमान लाभांश को वितरित किया। अपेक्षित लाभांश में वार्षिक वृद्धि दर 2% है इसकी इक्विटी पूँजी पर वापसी की अपेक्षित दर 15% है। गॉर्डन ग्रोथ मॉडल (Gordon's Growth Model) का प्रयोग करके, शेयर की मूल्य गणना कीजिये।

**हल (Solution)**

$$P = \frac{D_0(1+g)}{K_e - g}$$

$$D_0 = 10 \times 20\% = ₹ 2$$

$$g = 2\% \text{ or } 0.02$$

$$K_e = 15\% \text{ or } 0.15$$

$$P = \frac{2(1+0.02)}{0.15-0.02}$$

$$= ₹ 15.69$$

(c) **परिवर्तनीय विकास दर (Variable Growth Rate)**—परिवर्तनीय-विकास दर मॉडल (बहु-स्तरीय विकास मॉडल) कई रूप ले सकते हैं, यहाँ तक कि यह भी मानते हुए कि विकास दर प्रत्येक वर्ष के लिए अलग-अलग है। हालाँकि, सबसे सामान्य रूप वह है जो विकास की 3 अलग दरों को मानता है—विकास की प्रारम्भिक उच्च दर, धीमी वृद्धि के लिए संक्रमण, और अन्त में, एक स्थायी, स्थिर विकास दर। असल में, निरन्तर वृद्धि दर मॉडल बढ़ाया जाता है, निरन्तर वृद्धि विधि का उपयोग करके गणना की गई विकास की प्रत्येक चरण के साथ, लेकिन 3 चरणों की 3 अलग-अलग विकास दरों का उपयोग कर। प्रत्येक चरण के वर्तमान मूल्यों को आन्तरिक मूल्य प्राप्त करने के लिए एक साथ जोड़ा जाता है।

कभी-कभी, यहाँ तक कि पूँजीकरण दर या वापसी की अपेक्षित दर अलग-अलग हो सकती है, जब दर में परिवर्तन का अनुमान हो।

#### उदाहरण (Illustration) 7

एक फर्म को पिछले वर्ष ₹ 2 प्रति शेयर पर लाभांश का भुगतान किया गया था। कम्पनी से लाभांश की अनुमानित वृद्धि 5% p.a होने का अनुमान है। यदि अनुमानित लाभांश की वृद्धि दर (i) बढ़कर 8% हो जाती है, और (ii) 3% तक गिरती है तो इक्विटी शेयर का अनुमानित बाजार मूल्य निर्धारित करें। इसके बाद शेयर के वर्तमान बाजार मूल्य का पता लगाएँ, जब इक्विटी निवेशकों की वापसी आवश्यक दर 15% हो तो।

#### हल (Solution)

वर्तमान स्थिति में, वर्तमान MPS (बाजार मूल्य प्रति शेयर) निम्नानुसार है—

$$P = \frac{D_0(1+g)}{K_e - g}$$

$$P = \frac{2(1+0.05)}{0.15-0.05} = ₹ 21$$

(i) MPS पर 8% की वृद्धि दर में परिवर्तन का प्रभाव इस प्रकार होगा—

$$P = \frac{2(1+0.08)}{0.15-0.08} = ₹ 30.86$$

(ii) MPS पर 3% की वृद्धि दर में परिवर्तन का प्रभाव इस प्रकार होगा—

$$P = \frac{2(1+0.03)}{0.15-0.03} = ₹ 17.17$$



इसलिए, अपेक्षित विकास दर में बदलाव के जवाब बाजार का मूल्य अलग-अलग होने की सम्भावना लाभांश है—

#### गॉर्डन मॉडल के फायदे (Advantages of Gordon's Model)

1. लाभांश डिस्काउंट मॉडल एक उपयोगी अनुमानी मॉडल है जो वर्तमान स्टॉक मूल्य को उसके भविष्य के नकदी प्रवाह के वर्तमान मूल्य से सम्बन्धित करता है।
2. यह मॉडल समझना आसान है।

#### गॉर्डन मॉडल की सीमाएँ (Limitations of Gordon's Model)

1. लाभांश डिस्काउंट मॉडल, कम्पनी के विकास दर और शेष नकदी प्रवाह की भविष्य पूँजीकरण दरों के अनुमानों पर निर्भर करता है, जो कि सही तरीके से गणना करना मुश्किल हो सकता है।
2. स्टॉक का असली आन्तरिक मूल्य अनभिज्ञ है।

#### 9.8.3 पारम्परिक मॉडल (Traditional Model)

1. ग्राहम और डोड मॉडल (Graham and Dodd Model)—ग्राहम और डोड द्वारा व्यक्त की गई पारम्परिक स्थिति के अनुसार, शेयर बाजार में आय के मुकाबले लाभांश पर काफी अधिक प्रभाव होता है। उनका मूल्यांकन निम्नलिखित मूल्यांकन मॉडल में मात्रात्मक रूप से व्यक्त किया गया है—

$$P = m \left( D + \frac{E}{3} \right)$$

जहाँ,

P = शेयर प्रति बाजार मूल्य

D = लाभांश प्रति शेयर

E = प्रति शेयर कमाई

m = एक गुणक

#### उदाहरण (Illustration) 8

एक कम्पनी की प्रति शेयर कमाई ₹ 30 है और लाभांश भुगतान अनुपात 60% है। गुणक 2 है। (ग्राहम और डोड मॉडल) (Graham & Dodd Model) का प्रयोग करके, प्रति शेयर की मूल्य गणना कीजिये।

#### हल (Solution)

$$\text{प्रति शेयर मूल्य (P)} = m \left( D + \frac{E}{3} \right)$$

$$P = 2 \left( 30 \times 0.6 + \frac{30}{3} \right)$$

$$P = 2(18 + 10) = 56$$

**उदाहरण (Illustration) 9**

एम. लिमिटेड के इक्विटी शेयरों के बारे में निम्नलिखित जानकारी दी हुई है—

बाजार मूल्य	58.33
प्रति शेयर लाभांश	5
गुणक	7

लाभांश नीति के लिए ग्राहम एंड डोड दृष्टिकोण के अनुसार, ईपीएस की गणना करें।

**हल (Solution)**

$$\text{प्रति शेयर मूल्य (P)} = m \left( D + \frac{E}{3} \right)$$

$$₹ 58.33 = 7 \left( 5 + \frac{E}{3} \right)$$

$$105 + 7E = 175$$

$$\text{Or} \quad 7E = 175 - 105 = ₹ 10$$

$$\text{Therefore,} \quad \text{EPS} = ₹ 10$$

**2. लिंगर्स मॉडल (Linter's Model)**

लिंगर्स मॉडल में दो मापदंड हैं—

- लक्ष्य भुगतान अनुपात,
- जिस फ़ैलाव पर वर्तमान लाभांश लक्ष्य को समायोजित करते हैं।

जॉन लिंगर्स ने 1950 के दशक के मध्य में कॉर्पोरेट मैनेजर्स के साथ साक्षात्कार की एक शृंखला पर अपने मॉडल पर आधारित अपने मॉडल के आधार पर मॉडल बनाते समय, वह निम्नलिखित मान्यताओं पर विचार करता है—

- फर्म में दीर्घकालिक लाभांश भुगतान अनुपात है। वे एक दीर्घ अवधि के दौरान निश्चित लाभांश भुगतान को बनाए रखते हैं। स्थिर आय वाले परिपक्व कम्पनियों में उच्च भुगतान हो सकते हैं और विकास कम्पनियों में आमतौर पर कम भुगतान होते हैं।
- लाभांश की पूर्ण मात्रा से लाभांश में परिवर्तन के साथ प्रबन्धक ज्यादा चिन्तित हैं। अगर मैनेजर पिछले साल भी ₹ 2 प्रति शेयर का लाभांश चुकाने का निर्णय कर सकता है, तो पिछले साल का लाभांश ₹ 2 का होगा, लेकिन पिछले साल का लाभांश ₹ 2 का है, जो एक महत्वपूर्ण वित्तीय प्रबन्धन निर्णय है।
- लाभांश परिवर्तन दीर्घकालिक टिकाऊ आय में परिवर्तन का अनुसरण करता है।
- प्रबन्धक लाभांश के परिवर्तनों को प्रभावित करने के लिए अनिच्छुक हैं जो कि उलट हो सकते हैं।

लिंगर्स के मॉडल के तहत, चालू वर्ष का लाभांश चालू वर्ष की आय और पिछले साल के लाभांश पर निर्भर है।

	$D_1 = D_0 + [(EPS \times \text{Target Payout}) - D_0] \times A_f$
जहाँ,	$D_1$ = वर्ष 1 में लाभांश
	$D_0$ = वर्ष 0 में लाभांश (पिछले साल का लाभांश)
	EPS = प्रति शेयर आय
	$A_f$ = समायोजन कारक या समायोजन की गति

**उदाहरण (Illustration) 10**

पिछले साल का लाभांश ₹ 9.80 है, समायोजन की गति = 45% है, लक्ष्य भुगतान अनुपात 60% और चालू वर्ष के लिए ईपीएस 20 है। लिंटरस मॉडल (Linter's Model) का प्रयोग करके चालू वर्ष के लाभांश की गणना करें।

**हल (Solution)**

$$D_1 = D_0 + [(EPS \times \text{Target Payout}) - D_0] \times A_f$$

$$D_1 = 9.80 + [(20 \times 60\%) - 9.80] \times 0.45$$

$$D_1 = 9.80 + 0.99 = 10.79$$

**लिंटरस मॉडल (Linter's Model) की आलोचना**

- यह मॉडल शेयरों के लिए बाजार मूल्य की पेशकश नहीं करता है।
- समायोजन कारक एक मनमानी संख्या है और किसी वैज्ञानिक मानदंड या विधियों पर आधारित नहीं है।

**9.9 शेयर विभाजन (Stock Splits)****9.9.1 शेयर विभाजन का मतलब (Meaning of Stock Splits)**

शेयर विभाजन का मतलब विभाजन में एक हिस्से को कई में विभाजित करना है, कहते हैं, ₹ 100 के 5 शेयरों में ₹ 500 में एक शेयर। शेयर विभाजन कम्पनी के द्वारा शेयरों की कीमतों को विनियोजित करने के लिए उपयोग किया जाता है, यानी अगर शेयर की कीमत सीमा से अधिक हो जाती है, तो यह कम व्यापार योग्य हो सकता है, उदाहरण के लिए, मान लीजिए कि एक सालों में कम्पनी की शेयर की कीमत ₹ 50 से ₹ 1,000 तक बढ़ जाती है, तो सम्भव है कि वह कई निवेशकों से बाहर निकल जाए।

**9.9.2 शेयर विभाजन के फायदे (Advantages of Stock Splits)**

शेयर विभाजन के विभिन्न लाभ इस प्रकार हैं :

1. यह छोटे निवेशकों के लिए शेयर को सस्ता बनाता है।
2. शेयरों की संख्या शेयरधारकों की संख्या में वृद्धि कर सकती है।

इसलिए निवेश की सम्भावना बढ़ सकती है।

**9.9.3 स्टॉक विभाजन की सीमाएँ (Limitations of Stocks Splits)**

स्टॉक विभाजन की विभिन्न सीमाएँ निम्नानुसार हैं :-

1. स्टॉक विभाजन की प्रक्रिया पर अतिरिक्त व्यय किए जाने की आवश्यकता है।

2. कम शेयर की कीमत सट्टेबाजों या लघु अवधि के निवेशकों को आकर्षित कर सकती है जो आमतौर पर किसी भी कम्पनी द्वारा पसन्द नहीं किया जाता है।

**विविध उदाहरण** [Miscellaneous Illustration)

**उदाहरण (Illustration) 11**

आरएसटी लिमिटेड की ₹ 100 प्रत्येक के इक्विटी शेयरों में ₹ 10,00,000 की पूँजी है। शेयर वर्तमान में बराबर पर उद्धृत कर रहे हैं। कम्पनी ने ₹ 10 प्रति शेयर का लाभांश घोषित करने का प्रस्ताव दिया है। मौजूदा वित्तीय वर्ष के अन्त में शेयर जोखिम वर्ग के लिए पूँजीकरण दर जो कम्पनी का 12% है। साल के अन्त में शेयर का बाजार मूल्य क्या होगा, यदि

- एक लाभांश घोषित नहीं किया गया है?
- एक लाभांश घोषित किया गया है?

(iii) यह मानते हुए कि कम्पनी लाभांश का भुगतान करती है और इस अवधि के दौरान ₹ 5,00,000 का मुनाफा कमाता है और इस अवधि के दौरान ₹ 10,00,000 का नया निवेश करता है, कितने नए शेयर जारी किए जाने चाहिए, एमएम मॉडल का उपयोग करें।

**हल (Solution)**

इक्विटी की लागत ( $K_e$ )	12%
शुरुआत में शेयरों की संख्या ( $n$ )	10,000
वर्तमान बाजार मूल्य ( $P_0$ )	₹ 100
शुद्ध लाभ (E)	₹ 5,00,000
अनुमानित लाभांश	₹ 10 प्रति शेयर
निवेश (I)	₹ 10,00,000

प्रति शेयर बाजार मूल्य की गणना, जब

(i) लाभांश घोषित नहीं किया गया है :

$$P_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + K_e}$$

$$100 = \frac{P_1 + 0}{1 + 0.12}$$

$$P_1 = 112 - 0 = 112$$

(ii) लाभांश घोषित किया गया है :

$$P_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + K_e}$$

$$100 = \frac{P_1 + 10}{1 + 0.12}$$

$$P_1 = 112 - 10 = 102$$

(iii) निवेश के लिए आवश्यक धन की गणना

कमाई	5,00,000
वितरित लाभांश	1,00,000
निवेश के लिए उपलब्ध निधियाँ	4,00,000
कुल निवेश	10,00,000
आवश्यक शेष निधियाँ	10,00,000 – 4,00,000
	₹ 6,00,000

$$\text{शेयरों की सं.} = \frac{\text{आवश्यक निधियाँ}}{\text{अन्त में मूल्य (P}_1\text{)}}$$

$$\Delta n = \frac{6,00,000}{102} = 5882.35 \text{ या } 5883 \text{ अंश}$$

**उदाहरण (Illustration) 12**

निम्नलिखित सूचना मैसर्स एक्सवाई लिमिटेड से है:-

कम्पनी की कमाई	₹ 5,00,000
लाभांश भुगतान अनुपात	60%
बकाया शेयरों की संख्या	1,00,000
इक्विटी पूँजीकरण दर	12%
निवेश पर दर की वापसी	15%

(i) वाल्टर के मॉडल के मुताबिक प्रति शेयर बाजार मूल्य क्या होगा ?

(ii) वाल्टर के मॉडल के अनुसार इष्टतम लाभांश भुगतान अनुपात और उस भुगतान अनुपात पर कम्पनी के शेयर का बाजार मूल्य क्या होगा?

**हल (Solution)**

मैसर्स एक्सवाई लिमिटेड

(i) वाल्टर के मॉडल द्वारा दिया हुआ है,

$$P = \frac{D + (E - D) \times r / k_e}{K_e}$$

जहाँ,

P = बाजार मूल्य प्रति शेयर

E = कमाई प्रति शेयर = ₹ 5

D = लाभांश प्रति शेयर = ₹ 3

r = निवेश पर अर्जित वापसी = 15%

K<sub>e</sub> = इक्विटी पूँजी की लागत = 12%

$$P = \frac{3 + \frac{0.15}{0.12}(5 - 3)}{0.12} = ₹ 45.83$$

(ii) वाल्टर के मॉडल के मुताबिक जब निवेश पर इक्विटी वापसी पूँजी की लागत से अधिक होता है, तो प्रति शेयर की कीमत बढ़ जाती है क्योंकि लाभांश भुगतान अनुपात घटता है। इसलिए, इस मामले में इष्टतम लाभांश भुगतान अनुपात शून्य है। तो, शून्य के एक भुगतान अनुपात में कम्पनी के शेयर का बाजार मूल्य होगा :

$$P = \frac{0 + \frac{0.15}{0.12}(5-0)}{0.12} = ₹ 52.08$$

### उदाहरण (Illustration) 13

फिर से तीन अलग-अलग फर्मों का एक उदाहरण लेना, अर्थात् विकास, सामान्य और घटती फर्म, गॉर्डन मॉडल को निम्नलिखित उदाहरण की मदद से लागू किया जा सकता है :

कारक	वृद्धि फर्म $r > K_e$	सामान्य फर्म $r = K_e$	घटती फर्म $r < K_e$
$r$ (प्रतिधारित कमाई पर वापसी की दर)	15%	10%	8%
$K_e$ (पूँजी की लागत)	10%	10%	10%
$E$ (प्रति अंश कमाई)	₹ 10	₹ 10	₹ 10
$b$ (प्रतिधारित कमाई)	0.6	0.6	0.6
$1 - b$	0.4	0.4	0.4

हल (Solution) :

$$P_0 = \frac{E_1(1-b)}{K_e - b_r}$$

(i) परिस्थिति 1 : बढ़ती फर्म  $r > K_e$

$$P_0 = \frac{10(1-0.6)}{0.10-0.15 \times 0.6} = \frac{4}{0.10-0.09} = ₹ 400$$

(ii) परिस्थिति 2 : साधारण फर्म  $r > K_e$

$$P_0 = \frac{10(1-0.6)}{0.10-0.10 \times 0.06} = \frac{4}{0.10-0.09} = ₹ 100$$

(iii) परिस्थिति 2 : साधारण फर्म  $r > K_e$

$$P_0 = \frac{10(1-0.6)}{0.10-0.08 \times 0.6} = \frac{4}{0.10-0.048} = ₹ 76.92$$

यदि स्मरण अनुपात (b) 0.6 से 0.4 तक परिवर्तित होता है, नये शेयर मूल्य अग्रलिखित होंगे :  
बढ़ती फर्म

$$P_0 = \frac{10(1-0.4)}{0.10-0.15 \times 0.4} = \frac{6}{0.10-0.06} = ₹ 150$$

साधारण फर्म

$$P_0 = \frac{10(1-0.4)}{0.10-0.10 \times 0.4} = \frac{6}{0.10-0.04} = ₹ 100$$

घटती फर्म

$$P_0 = \frac{10(1-0.4)}{0.10-0.08 \times 0.4} = \frac{6}{0.10-0.032} = ₹ 88.24$$

उपरोक्त विश्लेषण से यह निष्कर्ष निकाला जा सकता है कि जब  $r > k$ , बाजार मूल्य स्मरण अनुपात के साथ बढ़ता है। जब  $R < k$ , शेयर का बाजार मूल्य घटने लगता है। जब  $R = k$ , बाजार मूल्य लाभांश पॉलिसी द्वारा प्रभावित नहीं होता है। गॉर्डन के मॉडल का निष्कर्ष वाल्टर के मॉडल के समान है।

### सारांश (SUMMARY)

लाभांश का निर्णय प्रबन्धन निर्णयों के सबसे महत्वपूर्ण क्षेत्रों में से एक है। यह समझना आसान है, लेकिन लागू करना मुश्किल है। आमतौर पर, लाभांश पूँजी लाभांश और स्टॉक लाभांश के रूप में हो सकता है।

लाभांश नीति आमतौर पर दीर्घकालिक वित्तपोषण निर्णय और धन के अधिकतम समायोजन निर्णय द्वारा शासित है। इस फैसले में कुछ अन्य कारक भी प्रमुख भूमिका निभाते हैं जैसे विकास के अवसर, अंशधारकों की अपेक्षा, उद्योग के रुझान, कानूनी बाधाएँ आदि।

लाभांश के तीन प्रमुख सिद्धान्तों को अप्रासंगिकता (एम.एम. हाइपोथीसिस) और प्रासंगिकता श्रेणी (वाल्टर मॉडल और गॉर्डन मॉडल) के अन्तर्गत वर्गीकृत किया गया है।

हालांकि, इस अध्याय में अध्ययन किए गए कुछ अन्य सिद्धान्त ग्राहम और डोड मॉडल, लिंगर मॉडल और अवशिष्ट भुगतान नीति हैं। इसके अलावा, हमने मूल्य सीमा बनाए रखने के लिए एक उपकरण के रूप में स्टॉक विभाजन का अध्ययन किया ताकि यह बहुत अधिक निवेशकों के लिए एक विस्तृत रेंज के लिए अपरिवर्तनीय न हो।

### आपके ज्ञान का परीक्षण

MCQs पर आधारित प्रश्न [MCQs Based Questions]

1. निम्न में से कौन-सा गॉर्डन मॉडल की अवधारणा है ?

- $K_e > g$
- अवधारण अनुपात (b), एक बार तय करते हैं स्थिर है
- फर्म एक सभी इक्विटी फर्म है
- इनमें से सभी

2. इष्टतम लाभांश भुगतान अनुपात क्या होना चाहिए, जहाँ  $r = 15\%$  और  $K_e = 12\%$ 
  - (a) 100%
  - (b) 50%
  - (c) शून्य
  - (d) इनमें से कोई नहीं
3. निम्नलिखित में से कौन अप्रासंगिकता सिद्धान्त है?
  - (a) वाल्टर मॉडल
  - (b) गॉर्डन मॉडल
  - (c) एम. एम. हाइपोथीसिस
  - (d) लिन्टर मॉडल
4. यदि कम्पनी का D/P अनुपात 60% है और ROI 16% है, वृद्धि दर क्या होनी चाहिए ?
  - (a) 5%
  - (b) 7%
  - (c) 6.4%
  - (d) 9.6%
5. यदि शेयरधारकों को नियमित आय पसन्द है, तो यह लाभांश निर्णय को कैसे प्रभावित करेगा ?
  - (a) इससे लाभांश का भुगतान हो जाएगा।
  - (b) अधिक कमाई रखने के लिए यह सूचक है
  - (c) इसका लाभांश के निर्णय पर कोई प्रभाव नहीं है
  - (d) कह नहीं सकते
6. कुछ निवेश अवसर वाले परिपक्व कम्पनियों में उच्च भुगतान अनुपात दिखाई देंगे, यह कथन है :
  - (a) असत्य
  - (b) सत्य
  - (c) अर्द्ध सत्य
  - (d) इनमें से कोई नहीं
7. निम्न में से कौन सी लिन्टर के मॉडल की सीमा है :
  - (a) यह मॉडल शेयरों के लिए बाजार मूल्य की पेशकश नहीं करता है
  - (b) समायोजन कारक एक मनमानी संख्या है और किसी पर आधारित नहीं है।
  - (c) (a) और (b) दोनों
  - (d) इनमें कोई नहीं

#### सैद्धान्तिक प्रश्न (Theoretical Questions)

1. लाभांश के निर्णय से आप क्या समझते हैं? संक्षेप में कारकों की व्याख्या करते हैं जो इस निर्णय नियन्त्रित करें।



2. अंश लाभांश के लाभ और हानियों को संक्षेप में बताएँ?
3. लाभांश नीति में व्यावहारिक विचार क्या हैं?
4. अपरिवर्तनीय सिद्धान्त की धारणाओं को सूचीबद्ध करें।
5. लाभांश नीति के लिंटर मॉडल का पैरामीटर्स संक्षेप में बताएँ। इसकी आलोचना के कारणों को भी समझाएँ।

**व्यावहारिक प्रश्न (Practical Problems)**

1. एम लिमिटेड एक जोखिम वर्ग के लिए है जिसके लिए पूँजीकरण दर 10% है। इसमें 25,000 बकाया शेयर हैं और मौजूदा बाजार मूल्य 100 है। इसमें उम्मीद है कि इसका शुद्ध लाभ होगा वर्ष के लिए ₹ 2,50,000 और बोर्ड 5 प्रति शेयर के लाभांश पर विचार कर रहा है। एम लिमिटेड को अनुमोदित निवेश व्यय के लिए ₹ 5,00,000 जुटाने की आवश्यकता है। दिखाएँ, कैसे एमएम दृष्टिकोण एम लिमिटेड के मूल्य को प्रभावित करता है। अगर लाभांश का भुगतान किया जाता है या भुगतान नहीं किया जाता है।
2. निम्नलिखित जानकारी आपको दी गई है :

कुल कमाई	2,00,000
इक्विटी अंशों की संख्या (100 प्रति)	20,000
लाभांश भुगतान	1,50,000
लागत/कमाई अनुपात	12.5

वाल्टर के मॉडल को लागू करना

- (i) सुनिश्चित करें कि कम्पनी एक इष्टतम लाभांश नीति का पालन कर रही है या नहीं।
  - (ii) पता करें कि P/E अनुपात क्या होना चाहिए, जिस पर लाभांश नीति का शेयर के मूल्य पर कोई असर नहीं होगा।
  - (iii) क्या आपका निर्णय बदल जाएगा, यदि P/E अनुपात 12.5 के बजाय 8 है?
3. निम्नलिखित आँकड़ों की मदद से एक के शेयर के बाजार मूल्य की गणना उपयोग करके करें :

(i) वाल्टर सूत्र	
(ii) लाभांश वृद्धि मॉडल (गॉर्डन सूत्र)	
प्रति अंश कमाई (EPS)	₹ 10
प्रति अंश लाभांश (DPS)	₹ 6
पूँजी की लागत ( $K_e$ )	20%
निवेश पर वापसी की आन्तरिक दर	25%
अवधारण अनुपात	60%

4. एच लिमिटेड का लाभांश भुगतान अनुपात 40% है। यदि कम्पनी 9 के गुणक के साथ लाभांश नीति के पारंपरिक दृष्टिकोण का पालन करती है, तो P/E अनुपात क्या होगा ?

### उत्तर/संकेत

MCQs पर आधारित प्रश्नों के उत्तर

1. (d)      2. (c)      3. (c)      4. (c)      5. (a)      6. (b)  
7. (c)

सैद्धान्तिक प्रश्नों के उत्तर :

- कृपया पैराग्राफ 10.2 देखें
- कृपया पैराग्राफ 10.4 देखें
- कृपया पैराग्राफ 10.3 देखें
- कृपया पैराग्राफ 10.8.1 देखें
- कृपया पैराग्राफ 10.8.3(2) देखें

व्यवहारिक प्रश्नों के उत्तर :

- दिया हुआ है,

इक्विटी की लागत ( $K_e$ )	10%
शुरुआत में अंशों की संख्या (n)	25,000
वर्तमान बाजार मूल्य ( $P_0$ )	₹ 100
शुद्ध लाभ (E)	₹ 2,50,000
अनुमानित लाभांश	₹ 5 प्रति अंश
निवेश (I)	₹ 5,00,000

केस-1 जब लाभांश का भुगतान हुआ हो      केस-2 जब लाभांश का भुगतान नहीं हुआ हो

<p>चरण 1 :</p> $P_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + k_e}$ $100 = \frac{P_1 + 5}{1 + 0.10}$ $P_1 = 110 - 5 = 105$	<p>चरण 1 :</p> $P_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + k_e}$ $100 = \frac{P_1 + 0}{1 + 0.10}$ $P_1 = 110 - 0 = 110$
---	---

<p><b>चरण 3 :</b> शेष राशि के लिए जारी किए जाने वाले अंशों की संख्या</p> $\text{अंशों की संख्या} = \frac{\text{आवश्यक निधि}}{\text{अंत में लागत (P}_1)}$ $\Delta n = \frac{3,75,000}{105}$ $= 3,571.4285$ <p><b>चरण 4 :</b> फर्म की लागत की गणना</p> $Vf = \frac{(n + \Delta n)P_1 - 1 + E}{(1 + K_e)}$ $Vf = \left( 25,000 + \frac{3,75,000}{105} \right) 105 - \frac{5,00,000 + 2,50,000}{(1 + .10)}$ $= ₹ 25,00,000$	<p><b>चरण 3 :</b> शेष राशि के लिए जारी किए जाने वाले अंशों की संख्या</p> $\text{अंशों की संख्या} = \frac{\text{आवश्यक निधि}}{\text{अंत में लागत (P}_1)}$ $\Delta n = \frac{2,50,000}{110}$ $= 2,272.73$ <p><b>चरण 4 :</b> फर्म की लागत की गणना</p> $Vf = \frac{(n + \Delta n)P_1 - 1 + E}{(1 + K_e)}$ $Vf = \left( 25,000 + \frac{2,50,000}{110} \right) 110 - \frac{5,00,000 + 2,50,000}{(1 + 0.10)}$ $= ₹ 25,00,000$
---	--

2. (i) फर्म की EPS ₹ 10 (यानि ₹ 2,00,000/20,000) है। P/E अनुपात 12.5 दिया हुआ है और पूँजी की लागत ( $K_e$ ) P/E अनुपात के व्युत्क्रम पर लिया जा सकता है। इसलिए,  $K_e$  8 (यानि, 1/12.5) है। फर्म कुल वितरण कर रहा है 20,000 अंशों के बीच ₹ 1,50,000 का लाभांश जिससे ₹ 7.50 का प्रति अंश लाभांश दे रहा है। वाल्टर के अनुसार अंश का मूल्य निम्नानुसार पाया जा सकता है :

$$P = \frac{D}{K_e} + \frac{(r/K_e)(E-D)}{K_e} = \frac{7.50}{.08} + \frac{(.10/.08)(10-7.5)}{.08} = ₹ 132.81$$

फर्म के पास ₹ 2,00,000 की कुल कमाई से 75% (यानि ₹ 1,50,000) का लाभांश भुगतान है। चूँकि फर्म की वापसी की दर 10% है और यह 8% की दर से अधिक है, इसलिए आय का 75% वितरण करके फर्म एक इष्टतम लाभांश नीति का पालन नहीं कर रहा है। फर्म के लिए इष्टतम लाभांश नीति को शून्य लाभांश देना होगा और ऐसी स्थिति में, बाजार की कीमत होगी :

$$P = \frac{D}{K_e} + \frac{(r/K_e)(E-D)}{K_e} = \frac{0}{.08} + \frac{(.10/.08)(10-0)}{.08} = ₹ 156.25$$

इसलिए, सैद्धान्तिक रूप से अंश का बाजार मूल्य शून्य भुगतान को बढ़ाकर बढ़ाया जा सकता है।

- (ii) P/E अनुपात जिस पर लाभांश नीति का अंश के मूल्य पर कोई असर नहीं पड़ेगा, जिस पर वह फर्म के वापसी ( $r$ ) के बराबर होगा।  $K_e$  10% ( $= r$ ) होगा, P/E अनुपात में। इसलिए, 10 के P/E अनुपात में, लाभांश नीति का अंश के मूल्य पर कोई असर नहीं पड़ेगा।

(iii) यदि P/E 12.5 के बजाय 8 है, तो  $K_e$  जो P/E अनुपात के व्युत्क्रम है 12.5 होगा और ऐसी स्थिति में  $K_e > r$  और वाल्टर के मॉडल के अनुसार बाजार मूल्य होगा :

$$P = \frac{D}{K_e} + \frac{(r/K_e)(E-D)}{K_e} = \frac{7.50}{.125} + \frac{(.1/.25)(10-7.5)}{.125} = ₹ 76$$

### 3. बाजार मूल्य प्रति अंश द्वारा

#### (i) वाल्टर का सूत्र

$$P = \frac{D + (E - D) \times r / K_e}{K_e}$$

$$P = \frac{6 + 25}{20} (10 - 6)$$

$$P = ₹ 55$$

(ii) गॉर्डन का सूत्र (लाभांश वृद्धि मॉडल) : जब कमाई और लाभांश में वृद्धि शामिल होती है, तो प्रति अंश बाजार मूल्य का वर्तमान मूल्य ( $P_0$ ) निम्नानुसार निर्धारित होता है :

गॉर्डन का सिद्धान्त :

$$\text{वर्तमान बाजार मूल्य प्रति अंश } (P_0) = \frac{E(1-b)}{K-br}$$

जहाँ,

$P_0$  = वर्तमान बाजार मूल्य प्रति अंश

$E$  = कमाई प्रति अंश

$b$  = अवधारण अनुपात (यानि प्रतिधारित कमाई का %)

$r$  = आन्तरिक वापसी की दर

संकेत :

$$\text{वृद्धि दर } (g) = br$$

$$P_0 = \frac{10(1-0.40)}{0.20 - (0.40 \times 0.25)} = \frac{6}{0.1} = 60$$

4. P/E अनुपात यानि मूल्य कमाई अनुपात की गणना इस सूत्र की मदद से की जा सकती है :

$$\text{P/E अनुपात} = \frac{\text{MPS}}{\text{EPS}}$$

चूँकि D/P अनुपात 40% है,

$$D = E \text{ का } 40\% \text{ यानि } 0.4 E$$

अतः

$$\text{बाजार मूल्य प्रति अंश } (P) = m(D + E/3)$$

जहाँ,

$P_0$  = बाजार मूल्य प्रति अंश

$D$  = लाभांश प्रति अंश

$E$  = कमाई प्रति अंश

$m$  = एक गुणक

$$P_0 = 9 (0.4E + E/3)$$

$$P_0 = 9 \left( \frac{1.2E + E}{3} \right) = 3 (2.2E)$$

$$P_0 = 6.6 E$$

$$\frac{P}{E} = 6.6 \text{ i.e.}$$

P/E अनुपात 6.6 है।

□□