

فصلنامه علمی و پژوهشی «تحقیقات مالی»

سال اول، شماره چهارم، پاییز ۱۳۷۳

ص ص ۱۰۳ - ۸۱

خط مشی تقسیم سود و ارزشگذاری سهام

امیر پوریان نسب^۱

عبدالرضا تالانه^۲

یکی از مهمترین تصمیمات مالی، تخصیص سود هر سهم به دو بخش سود تقسیمی و سود انباشته است. از آنجا که هدف اصلی مدیریت مالی شرکتهای سهامی، بیشینه سازی ارزش سهام در بازار سرمایه است، بنا براین در آغاز این سؤال مطرح می شود که چه ارتباطی بین «خط مشی تقسیم سود» و قیمت بازار سهام وجود دارد؟ این سؤال یکی از بحث انگیزترین مسائل مالی شرکتهای سهامی است که در پاسخ به آن تاکنون اتفاق نظر به وجود نیامده است و به نظر می رسد همچنان بدون پاسخ باقی بماند. به هر حال نمی توان منکر تلاشهای بی وقفه و پیگیر دانشمندان علوم مالی شد. آنان کوشیده اند تا رابطه بین این دو متغیر را، هم در سطح تئوری و هم در سطح تجربی در قالب یک مدل بیان کنند. حاصل این تلاشها فرموله کردن و پیشنهاد مدلهای تئوری و تجربی بوده است. در این مقاله سعی شده است با

۱- کارشناس ارشد مالی و مدرس دانشگاه.

۲- مدرس دانشگاه شهید عباسپور (وزارت نیرو).

بهره‌گیری از متون مالی فقط مدلها و دیدگاههای مطرح در سطح تئوری مورد بحث و نقد قرار گیرد. این دیدگاهها را می‌توان به دو مکتب فکری فراگیر تقسیم کرد:

مکتب اول، مکتب بازار ناقص است که مجموعه چهار دیدگاه زیر را شامل می‌شود:

۱- نظریه سنتی

۲- مدل والترا

۳- مدل گوردون^۱

۴- نظریه رادیکال

پیروان این مکتب معتقدند که خط مشی تقسیم سود شرکت بر ارزش سهام آن تأثیر می‌گذارد. میان دیدگاههای مختلف این مکتب، بر سر اینکه چگونه خط مشی تقسیم سود بر ارزش سهام تأثیر می‌گذارد، تفاوت آشکاری وجود دارد. این مکتب بر خلاف مکتب بازار کامل، نقایص دنیای واقعی را در مدل‌های ارزشگذاری وارد می‌کند.

مکتب دوم، مکتب بازار کامل است که به مودیلیانی و میلر^۲ متعلق است. (از این پس به جای اسامی این دو دانشمند از M, M استفاده می‌شود). براساس این دیدگاه، خط مشی تقسیم سود تأثیری بر ارزش سهام ندارد. مفروضات اساسی این دیدگاه به شرح زیر است:

الف - تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی از یکدیگر مستقلند.

ب - هزینه‌های تأمین مالی داخلی و خارجی یکسانند.

ج - سرمایه‌گذاران و شرکتها آگاه و منطقی‌اند.

در این مقاله ابتدا درباره سه دیدگاه اول مکتب بازار ناقص و سپس درباره مکتب بازار کامل بحث واقع خواهد شد و سرانجام، نظریه رادیکال که در حال حاضر می‌تواند پاسخگوی مشکل ارزشگذاری سهام باشد مطرح خواهد گردید.

1- Walter

2- Gordon

3- Modigliani, Miller

نظریه سنتی

- بر طبق نظریه سنتی، که گراهام و داد آن را مطرح کرده‌اند، بازار سهام برای سود تقسیمی در مقایسه با سود انباشته وزن بیشتری را قائل است. آنان چنین اظهار کرده‌اند: «... بازار سهام قویاً تقسیم سود بیشتر را در مقایسه با تقسیم سود کمتر برتر می‌داند، ...» آنان نظریه خود را به لحاظ مقداری در مدل ارزشگذاری زیر خلاصه کرده‌اند:

$$P = m(D+E/3) \quad (1)$$

$$P = \text{قیمت بازار هر سهم}$$

$$D = \text{تقسیم سود}$$

$$E = \text{سود هر سهم}$$

$$m = \text{یک ضریب محاسباتی}$$

بر طبق این مدل، برای ارزشگذاری سهام، وزن سود تقسیمی، چهار برابر وزن سود انباشته هر سهم است. این موضوع را به سادگی می‌توان با جایگزین کردن عبارت $D+R$ به جای E در معادله (۱) به دست آورد (در معادله زیر حرف R معرف سود باقیمانده هر سهم است):

$$P = m \left(D + \frac{D+R}{3} \right) = m \frac{4D}{3} + \frac{mR}{3} \quad (2)$$

در معادله فوق وزنهایی که به سود تقسیمی و سود انباشته تعلق گرفته بر قضاوت‌های ذهنی گراهام و داد مبتنی است و ابتداً از تحقیقات تجربی و عینی منتج نشده است؛ صرف نظر از ذهنی بودن این وزنها، عمده‌ترین ایراد قضیه سنتی این است که خط مشی پرداخت افراطی سود سهام بر قیمت سهام تأثیر مثبتی بر جای می‌گذارد.

آیا شواهدی وجود دارد که نظریه سنتی را حمایت کند؟ طرفداران این نظریه همواره دلیل می‌آورند که نسبت‌های بالای سود پرداختی (D/E) منجر به صعود نسبت‌های قیمت به سود هر سهم (P/E) و نسبت‌های پایین سود پرداختی باعث کاهش نسبت‌های قیمت به سود هر سهم می‌شوند. مثلاً جدول شماره یک، ظاهراً بر همین قضیه صحه می‌گذارد.

نام شرکت	DPS	EPS	P	D/E×100 درصد	P/E مرتب
آبسال	۷۱۶	۳۲۱۳/۳	۱۲۰۰۰	۲۲/۳	۳/۷
ایران پوپلین	۵۰	۶۹۱/۲	۶۲۰۰	۷/۲	۸/۹
ایران ترانسفو	۲۲	۵۹۴/۱	۲۵۰۰	۳/۷	۴/۲
ایران گچ	۶۲۰	۲۳۰۵	۲۶۰۰	۲۶/۹	۱/۱
ایرانیت	۴۹۷۰	۹۳۸۸/۷	۱۸۸۰۰	۵۲/۹	۲/۰
بسته بندی پارس	۶۰۰	۱۳۵۹/۱	۵۲۵۰	۴۴/۱	۳/۹
بیسکویت گرجی	۶۰۷	۱۱۸۰	۶۰۱۰	۵۱/۴	۵/۱
بین المللی محصولات پارس	۱۸۰	۱۸۲/۸	۱۰۰۰۲	۹۸/۵	۵۴/۷
پارس الکتریک	۱۴۲۰	۱۸۹۴/۹	۷۱۰۰	۷۴/۹	۳/۷
پارس سرام	۲۵۰۰	۲۶۴۰/۸	۹۰۰۰	۹۴/۷	۳/۶
پارس مینو	۱۵۰۰	۱۸۸۷/۴	۶۰۰۱	۷۹/۵	۳/۲
پریمیت	۱۶۹	۱۸۹	۲۰۰۰	۸۹/۴	۱۰/۶
پشمبافی ایران مریوس	۳۹۸	۷۷۱	۶۵۰۰	۵۱/۶	۸/۴
پشم شیشه ایران	۱۲۱۰	۴۳۴۹/۱	۵۲۱۹	۲۷/۸	۱/۲

جدول شماره ۱- رابطه سود تقسیمی و قیمت سهم در چهارده شرکت نمونه: ۱

۱- شرکتیابی که در جدول آمده از آمار نامه بورس تهران، منتشر شده در ۲۲/۴/۳۱ استخراج شده است. نام شرکتها به ترتیب الفبایی آورده شده و همگی دارای نسبت

تا چه اندازه می‌توان به مدرکی چون جدول شماره یک متکی بود؟ بررسی دقیقتر نشان خواهد داد که اطلاعات مندرج در جدول مذکور نقایص بسیاری دارند. به یکی از موارد این نقیصه، که در جدول فوق ملحوظ نشده است، توجه کنید. زمانی که سود هر سهم موقتاً کاهش می‌یابد، این کاهش دوگونه اثر کاملاً آشکار و مستقل به شرح زیر بر جای می‌گذارد (که این آثار از جدول شماره یک استنباط نمی‌شود):

- ۱- نسبت سود پرداختی (D/E) رو به افزایش می‌رود. زیرا به طور معمول وقتی سود هر سهم (E) کاهش یابد، شرکتها میزان سود تقسیمی را مانند گذشته حفظ می‌کنند یا فقط اندکی از آن را کاهش می‌دهند. به عبارت دیگر چون منجر کسر (E) کاهش می‌یابد و صورت تغییر نمی‌کند، اگر هم تغییر کند، بسیار ناچیز است. بنابراین نسبت سود پرداختی افزایش می‌یابد.
- ۲- نسبت قیمت به سود هر سهم افزایش می‌یابد، زیرا کاهش موقتی در سود هر سهم اثر معنی‌داری بر قیمت بازار هر سهم نخواهد گذاشت؛ به عبارت دیگر چون صورت کسر (P) ثابت باقی می‌ماند همین امر باعث خواهد شد تا نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E) افزایش یابد.

با توجه به این دو اثر مستقل، ممکن است شخصی نتیجه‌گیری کند که نسبت بالای سود پرداختی (D/E) منجر به افزایش نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E) می‌شود. اما چنین استنباطی هرگز از اعتبار تجربی و علمی برخوردار نبوده و صحیح هم نیست.

حال جنبه دیگر نقص جدول شماره یک را بررسی می‌کنیم. اگر ریسک فعالیت شرکتی زیاد باشد، نسبت سود پرداختی (D/E) آن تمایل به پایین بودن را نشان می‌دهد. چرا؟ زیرا وجود ریسک باعث می‌گردد که مدیریت شرکت محافظه کار شده و بر اساس همین ویژگی، سود کمتری پرداخت کند (به دنبال آن، نسبت سود پرداختی کاهش می‌یابد). افزون بر این، عملیات ریسک‌آور منجر به کاهش نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E) می‌شود زیرا سرمایه‌گذاران عموماً از ریسک‌گریزانند. به بیان دیگر پایین بودن نسبت سود پرداختی و نیز

→ پرداخت سود سهام مثبت هستند و حدوداً $\frac{1}{8}$ کل شرکتهای بورس تهران را تشکیل

می‌دهند.

پایین بودن نسبت قیمت به سود هر سهم ناشی از ریسکی بودن فعالیت است. اما با این اوصاف ممکن است امر بر یک نفر مشتبه شود که پایین بودن نسبت سود پرداختی سبب کاهش نسبت قیمت به سود هر سهم شده است. شکی نیست که چنین استنباطی از پشتوانه منطقی برخوردار نیست و توجیه پذیر هم نمی باشد همانطور که در جدول شماره یک در مورد بعضی از شرکتها، علی رغم پایین بودن نسبت سود پرداختی نسبت قیمت به سود سهام آنها، بالاست و یا بالعکس.

مدل والتر

جیمز والتر مدلی را برای ارزشگذاری سهام پیشنهاد کرده است که بر اساس آن خط مشی تقسیم سود بر ارزش سهام تأثیر می گذارد. مدل وی بر مفروضات کلیدی زیر مبتنی است:

- ۱- سودهای انباشته، تنها منبع تأمین مالی به شمار می آیند.
- ۲- بازده روی سرمایه گذارهای شرکت ثابت باقی می ماند.
- ۳- هزینه سرمایه شرکت همواره ثابت باقی می ماند.
- ۴- شرکت دارای عمر نامحدود است.

فرمول ارزشگذاری والتر

والتر بر اساس مفروضات چهارگانه فوق فرمول ارزشگذاری زیر را ارائه کرده است:

$$P = \frac{D + (E - D) r/k}{k} \quad (۳)$$

به گونه ای که:

$$P = \text{قیمت هر سهم}$$

$$D = \text{سود تقسیمی هر سهم}$$

$$E = \text{سود هر سهم}$$

$$(E-D) = \text{سود انباشته هر سهم}$$

$$r = \text{نرخ بازده داخلی}$$

$k =$ نرخ هزینه سرمایه

با ساده‌سازی معادله شماره (۳) به صورت زیر، مشخص می‌شود که قیمت هر سهم از حاصل دو جزء به شرح زیر به دست می‌آید:

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

جزء اول معرف ارزش فعلی جریانهای نامحدود سود تقسیمی است و جزء دوم ارزش فعلی جریانهای نامحدود بازده حاصل از سرمایه‌گذاری سودهای انباشته را نشان می‌دهد. با یک مثال ساده عددی، درک و تحلیل مدل والتر ساده‌تر خواهد شد. جدول شماره (۲) راه حلی عددی برای مدل والتر به دست می‌دهد. در این جدول سه شرکت قوی (رشد یافته) - معمولی و ضعیف (تحلیل یافته) مشاهده می‌شود.

شرکت رو به رشد $r > K$	شرکت معمولی $r = K$	شرکت رو به تحلیل $r < K$
$r = 20\%$	$r = 15\%$	$r = 10\%$
$k = 15\%$	$k = 15\%$	$k = 15\%$
$E = 400$ ریال	$E = 400$ ریال	$E = 400$ ریال
چنانچه $D = 400$ ریال، آنگاه	چنانچه $D = 400$ ریال، آنگاه	چنانچه $D = 400$ ریال، آنگاه
$P = \frac{400 + (0) \times \frac{20}{15}}{\frac{15}{15}}$	$P = \frac{400 + (0) \times \frac{15}{15}}{\frac{15}{15}}$	$P = \frac{400 + (0) \times \frac{10}{15}}{\frac{15}{15}}$
ریال ۲۶۶۷ =	ریال ۲۶۶۷ =	ریال ۲۶۶۷ =
اگر $D = 200$ ریال، آنگاه	اگر $D = 200$ ریال، آنگاه	اگر $D = 200$ ریال، آنگاه
$P = \frac{400 + (200) \times \frac{20}{15}}{\frac{15}{15}}$	$P = \frac{400 + (200) \times \frac{15}{15}}{\frac{15}{15}}$	$P = \frac{400 + (200) \times \frac{10}{15}}{\frac{15}{15}}$
ریال ۳۱۱۱ =	ریال ۲۶۶۷ =	ریال ۲۲۲۲ =

جدول شماره ۲ - راه حل عددی برای مدل والتر

با بررسی جدول شماره ۲ درمی‌یابیم که موارد زیر در خصوص مدل والتر صدق می‌کند:

۱- وقتی نرخ بازده داخلی بزرگتر از هزینه سرمایه باشد، ($r > k$) به محض کاهش نسبت

سود پرداختی، قیمت هر سهم افزایش می‌یابد.

۲- وقتی نرخ بازده داخلی با هزینه سرمایه برابر باشد ($r = k$)، قیمت هر سهم متأثر از تغییرات نسبت سود پرداختی نخواهد شد.

۳- وقتی نرخ بازده داخلی کمتر از هزینه سرمایه باشد ($r < k$)، آنگاه به محض افزایش نسبت سود پرداختی، قیمت هر سهم کاهش می‌یابد.

بنابر این مدل والتر متضمن این است که:

۱- نسبت بهینه پرداخت سود سهام برای یک شرکت رو به رشد ($r > k$) صفر می‌باشد
($D/E = 0$).

۲- نسبت سود پرداختی برای یک شرکت معمولی ($r = k$) اهمیتی ندارد.
($0 \leq \frac{D}{E} \leq 1$)

۳- نسبت بهینه سود پرداختی برای یک شرکت تحلیل یافته ($r < k$) برابر با یک است
($D \frac{E}{= 1}$)

واضح است که به کارگیری این خط مشی‌ها منجر به اعمال روشهای مختلفی می‌شود که در شرایط واقعی استفاده از آنها عملاً محدود و نادر است؛ شرکت تحلیل رفته مثلاً، عملاً به منابع داخلی خود اتکا می‌کند، حال آنکه طبق مدل والتر این کار به صلاح نیست. به هر حال علی‌رغم ساده‌انگاری، مدل والتر ابزاری مفید برای نشان دادن آثار خط مشی تقسیم سود تحت شرایط متفاوت است.

مدل گوردون

گوردون با استفاده از روش سرمایه‌گذاری سود انباشته، مدلی را برای ارزشگذاری سهام پیشنهاد کرده است. مدل وی بر مفروضات زیر مبتنی است:

۱- سودهای انباشته تنها منبع تأمین مالی شرکت هستند (به همین جهت گوردون، تقسیم سود و تصمیمات سرمایه‌گذاری را مانند مدل والتر فرض می‌کند).

۲- نرخ بازده سرمایه‌گذاری شرکت ثابت باقی می‌ماند.

۳- نرخ رشد شرکت تابعی از نرخ انباشته کردن سود و نرخ بازدهی آن است. این فرض

تابع دو فرض اول است.

۴- هزینه سرمایه برای شرکت ثابت و بزرگتر از نرخ رشد آن است.

۵- شرکت دارای عمر ابدی و پایدار است.

۶- مالیات بردرآمد وجود ندارد.

گوردون ابتدا فرمول زیر را برای ارزشگذاری سهام پیشنهاد کرد ولی بعدها آن را از بابت ریسک تجدید نظر کرد.

فرمول ارزشگذاری اولیه گوردون به شرح زیر است:

$$P_0 = \frac{E_0 (1-b)}{k-br} \quad (۴)$$

به گونه‌ای که:

P_0 = قیمت هر سهم در آغاز سال صفر

E_0 = سود هر سهم در پایان سال صفر

$(1-b)$ = نسبتی از سود هر سهم که شرکت از طریق تقسیم سود توزیع می‌کند.

b = نسبتی از سود هر سهم که شرکت اندوخته می‌نماید.

k = نرخ بازده مورد توقع سهامداران

r = نرخ بازده روی سرمایه‌گذاری انجام شده توسط شرکت

br = نرخ رشد سود هر سهم و سود تقسیمی

مدل گوردون نیز با مثال تشریحی، مانند مدل والتر بهتر درک و تحلیل خواهد شد. جدول

شماره ۳ راه حل عددی برای سه شرکت قوی (رو به رشد)، معمولی و ضعیف (رو به تحلیل) را نشان می‌دهد.

با بررسی جدول شماره ۳ در می‌یابیم که مدل اولیه گوردون گویای موارد زیر است:

۱- وقتی نرخ بازده بزرگتر از نرخ تنزیل باشد ($r > k$)، به مجرد اینکه نسبت سود

پرداختی (D/E) کاهش می‌یابد، قیمت هر سهم هم افزایش می‌یابد.

۲- وقتی نرخ بازده با نرخ تنزیل برابر باشد ($r = k$)، قیمت هر سهم از تغییرات نسبت

سود پرداختی متأثر نخواهد شد.

۳- وقتی نرخ بازده از نرخ تنزیل کمتر باشد ($r < k$) به محض افزایش نسبت سود

شرکت روبه رشد $r > k$	شرکت معمولی $r = k$	شرکت روبه تحلیل $r < k$
$\%20 = r$	$\%15 = r$	$\%10 = r$
$\%15 = k$	$\%15 = k$	$\%15 = k$
$400 = E$ ریال	$400 = E$ ریال	$400 = E$ ریال
چنانچه $b = 0/25$ ، آنگاه	چنانچه $b = 0/25$ ، آنگاه	چنانچه $b = 0/25$ ، آنگاه
$P = \frac{0/75 \times 400}{0/15 - (0/75 \times 0/20)}$	$P = \frac{0/75 \times 400}{0/15 - (0/75 \times 0/15)}$	$P = \frac{0/75 \times 400}{0/15 - (0/75 \times 0/10)}$
= ۳۰۰۰ ریال	= ۲۶۶۷ ریال	= ۲۴۰۰ ریال
چنانچه $b = 0/50$ ، آنگاه	چنانچه $b = 0/50$ ، آنگاه	چنانچه $b = 0/5$ ، آنگاه
$P = \frac{0/50 \times 400}{0/15 - (0/75 \times 0/40)}$	$P = \frac{0/50 \times 400}{0/15 - (0/75 \times 0/15)}$	$P = \frac{0/50 \times 400}{0/15 - (0/75 \times 0/10)}$
= ۴۰۰۰ ریال	= ۲۶۶۷ ریال	= ۲۰۰۰ ریال

جدول شماره ۳- راه حل عددی برای مدل گوردون

پرداختی قیمت هر سهم کاهش می‌یابد.

بنابر موارد فوق، مدل گوردون با منطقی دیگر عملاً به کارگیری خط مشی‌هایی مشابه با

مدل والتر را تجویز می‌کند.

۱- نسبت بهینه پرداخت سود سهام برای یک شرکت روبه رشد ($r > K$) صفر است

$$(b = 0)$$

۲- نسبت سود پرداختی برای یک شرکت معمولی تأثیری بر ارزش سهام ندارد.

$$(0 \leq b \leq 1)$$

۳- نسبت بهینه سود پرداختی برای یک شرکت رو به تحلیل ($r < k$) صد در صد، یا یک است ($b = 1$).

مدل تجدید نظر شده گوردون

بعدها گوردون مدل اولیه خود را با وارد کردن ریسک اصلاح کرد. مدل تجدید نظر شده بر این پیش فرض مبتنی است که هر چقدر سود تقسیمی به آینده‌ای دورتر تعلق داشته باشد، ریسک و عدم قطعیت آن بیشتر است. به همین دلیل نرخ تنزیل سود سهام، همگام با افزایش زمان، افزایش می‌یابد، مدل تجدید نظر شده گوردون به شرح زیر است:

$$P_0 = \frac{D_0}{(1+k_1)_0} + \frac{D_1}{(1+k_2)_1} + \dots + \frac{D_t}{(1+k_t)_t} \quad (5)$$

در این معادله رابطه زیر بین نرخهای تنزیل سالهای مختلف برقرار است:

$$K_1 < K_2 \dots K_{t-1} < K_t \dots$$

با فرض چنین رفتاری از نرخهای تنزیل، گوردون دلیل می‌آورد که خط مشی تقسیم سود فقط زمانی مهم است که بازده روی سرمایه‌گذارها (r) با متوسط همه k_t ها برابر باشد. او نظرش را به صورت زیر اثبات می‌کند:

فرض کنید که D_0 از کل سود سهام اندوخته و با نرخ بازده ثابت r سرمایه‌گذاری می‌شود، به علاوه وی می‌گوید فرض کنید که سود حاصل از این سرمایه‌گذاری (rD_0) افزون بر سود سهام مقرر (D_1, D_2, \dots) پرداخت می‌شود. بنابراین با در نظر گرفتن این مفروضات اکنون ارزش فعلی هر سهم با معادله زیر محاسبه می‌شود:

$$P'_0 = \frac{D_0}{(1+k_1)} + \frac{D_1+rD_0}{(1+k_2)^2} + \frac{D_2+rD_0}{(1+k_2)^3} + \dots + \frac{D_t+rD_0}{(1+k_2)^{t+1}} \quad (6)$$

اکنون P_0 کوچکتر از P'_0 است ($P_0 < P'_0$) زیرا با فرض برقرار بودن رابطه $K_1 < K_2 < \dots < K_{t-1} < K_t$ ، حتی اگر r برابر با متوسط همه k_t ها باشد ($t=1, 2, 3, \dots$) بدون شک از متوسط همه k_t ها از سال دوم تا سال آخر ($t=1, 2, 3, \dots$) کوچکتر است.

قضیه میلر و مودیلیانی

M, M نظریه‌ای را به وجود آوردند که براساس آن، ارزش یک شرکت فقط به قدرت سودآوری آن وابسته است. به نظر آنان ارزش شرکت مطلقاً به خط مشی تقسیم سود سهام به دو بخش سود تقسیمی و سود انباشته بستگی ندارد. بر همین اساس این نظریه، که برای اولین بار در مقاله‌ای در سال ۱۹۶۱ مطرح شد، به «ثوری نامربوط بودن سود تقسیمی M, M » نزد اهالی علم مالی معروف شده است. در مقاله مزبور M, M منطق خودشان را براساس مفروضات زیر بنا کرده‌اند:

۱- بازارهای سرمایه، از نوع بازارهای کامل و سرمایه‌گذاران نیز از نوع سرمایه‌گذاران منطقی هستند. ویژگیهای یک بازار کامل عبارتند از: اطلاعات به طور آزاد در دسترس همگان باشد معاملات، آتی و بدون تحمل هزینه انجام می‌شود (همواره برای هر عرضه‌ای، تقاضایی وجود دارد) اوراق بهادار قابل تقسیم‌اند و هیچ یک از سرمایه‌گذاران نمی‌توانند بر قیمت‌های بازار اثر بگذارند (تعداد خریداران و فروشندگان بسیار است و هیچ یک اثر انحصاری بر قیمت‌ها اعمال نمی‌کند).

۲- انتشار اوراق بهادار بدون تحمل هزینه صورت می‌پذیرد.

۳- مالیات وجود ندارد.

۴- فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نیز مبلغ سودهای آینده شرکتها معلوم و شناخته شده است (بعدها M, M این فرض را از مفروضات خود کنار گذاشتند).

خلاصه منطق M, M چنین است، چنانچه شرکتی سودهای به دست آمده را به جای توزیع بین سهامدارانش، در شرکت نگهداری کند، آنگاه سهامداران از افزایش سرمایه به میزان مبلغ سودهای نگهداشته شده بهره‌مند می‌شوند. از طرف دیگر، چنانچه شرکت سودهای به دست آمده را به جای آنکه نگهدارد از طریق پرداخت سود سهام توزیع کند، آنگاه سهامداران از دریافت سود سهام نقدی همان قدر بهره می‌برند که ممکن بود از محل افزایش سرمایه در صورت عدم تقسیم سود بهره‌مند شوند. به همین دلیل آنان نتیجه‌گیری می‌کنند که از نظر سهامداران تفکیک سود به دو بخش سود تقسیمی و سود انباشته نامربوط است.

M, M برای اثبات نظریه خود، ابتدا مدل ساده ارزشگذاری زیر را مطرح کردند:

$$P_0 = \frac{1}{1+r} (D_1 + P_1) \quad (V)$$

P_0 = قیمت هر سهم در زمان صفر

D_1 = سود هر سهم در زمان یک

P_1 = قیمت هر سهم در زمان یک

r = نرخ تنزیل مختص به آن طبقه از ریسک که شرکت به آن تعلق دارد (فرض بر این است

که این نرخ ثابت باقی می ماند).

از معادله شماره ۷ عبارت زیر برای تعیین ارزش سهام شرکت در زمان صفر به دست می آید:

$$nP_0 = \frac{1}{1+r} (nD_1 + (n+m) P_1 - mP_1) \quad (A)$$

n = تعداد سهامی که در زمان صفر پذیره نویسی و منتشر شده اند.

nP_0 = ارزش کل سهام در زمان صفر.

nD_1 = کل سود سهام نقدی قابل پرداخت به سهامداران سهام موجود در سال صفر.

m = تعداد سهامی که در زمان یک (t_1) به قیمت (P_1) [قیمت بازار در زمان یک (t_1)]،

منتشر شده اند ولی پذیره نویسی نشده اند.

$(n+m)P_1$ = ارزش کل سهام در بازار در زمان یک (t_1)

mP_1 = ارزش سهام منتشره در زمان یک در بازار و در همان زمان یک (t_1)

r = نرخ تنزیل

سؤال این است که مبلغ کل سهام انتشار یافته در زمان یک (t_1) یا (mP_1) با چه مبلغی

برابر است؟ این مبلغ برابر با کل افزایش در خالص داراییها در زمان یک (کل سرمایه گذاریها

در t_1) پس از کسر مبلغ سودهای انباشته شده از عملکرد همان سال است. این رابطه را

می توان به صورت زیر بیان کرد:

$$mP_1 = I - (X - nD_1) \quad (9)$$

I = کل سرمایه گذاری انجام شده در زمان یک (t_1)

X = کل سود خالص شرکت

M, M با جایگزینی طرف راست رابطه فوق [به جای (mP_1)] در معادله شماره (۸) معادله

زیر را ارائه کرده اند:

$$nP_0 = \frac{1}{1+r} [(n+m)P_1 - I + X] \quad (10)$$

از آنجا که (D_1) در این معادله جایی ندارد و چون $(n+m)P_1$ ، X ، I ، P مستقل از D_1 می‌باشند، لذا M, M به این نتیجه رسیدند که ارزش شرکت به تصمیم تقسیم سود بستگی ندارد.

در اینجا لازم است دو نکته خیلی مهم را خاطر نشان سازیم: نخست، تئوری «نامربوط بودن تقسیم سود M, M » متکی بر تئوری «نامربوط بودن ساختار سرمایه» آنهاست. تئوری اخیر را M, M برای اولین بار در مبحث ساختار سرمایه مطرح کردند. در تحلیل فوق فرض شده بود که تأمین مالی خارجی فقط از طریق صدور سهام جدید انجام می‌شود. از آنجا که براساس «تئوری نامربوط بودن ساختار سرمایه» هزینه واقعی بدهی و هزینه حقوق سهامداران یکسان است. چنانچه شرکت، نیاز مالی خود را از طریق صدور اسناد بدهی یا ترکیبی از اسناد بدهی و سهام تأمین کند باز هم منطق حاکم در تحلیل فوق پا برجا خواهد بود و رد نخواهد شد. ثانیاً، برای ارزشگذاری سهام، هیچ‌گونه اختلافی بین روش تنزیل سود سهام نقدی آینده و قضیه نامربوط بودن سود سهام نقدی M, M وجود ندارد. «نظریه نامربوط بودن تقسیم سود M, M » نمی‌خواهد بگوید که ارزش یک سهم، برابر ارزش فعلی جریانهای منتظره سود تقسیمی آینده نیست، بلکه به خودی خود می‌گوید که اگر خط مشی تقسیم سود شرکت بر زمان‌بندی و مبلغ پرداخت سود سهام نقدی اثر بگذارد، باز هم نخواهد توانست ارزش فعلی کل جریانهای سود تقسیمی را تغییر بدهد.

انتقادات وارد به نظریه M, M

همه منتقدان M, M اذعان می‌کنند که بر اساس مفروضاتی که M, M ارائه کرده‌اند، تقسیم سودها در ارزشگذاری سهام، نقشی ایفا نمی‌کنند و نامربوطند، اما آنان اعتبار نظریه نامربوط بودن سود تقسیمی را به واسطه مخالفت با مفروضاتی که M, M به کار گرفته‌اند منکر می‌شوند. مخالفان معتقدند که سود تقسیمی به لحاظ مواردی چون عدم قطعیت آینده، نقایص موجود در بازار سرمایه و وجود مالیاتها، حائز اهمیت است و به ارزشگذاری سهام مربوط است. هر

یک از این موارد در آینده و به تفصیل نقد خواهد شد. اما انتقاد هر یک از موارد مذکور این فرض که سایر مفروضات در اختیار است انجام خواهد شد.

الف - اطلاعات مربوط به آینده

در دنیایی که عدم قطعیت حکمفرماست، هنگامی که شرکتی سود سهام را می‌پردازد، چنین پرداختی، بر قضاوت مدیریت در مورد آینده آن شرکت مبتنی است (از طریق دستیابی به اطلاعاتی در مورد آینده).

نسبت بالای سود پرداختی ممکن است مؤید این باشد که مدیریت نسبت به آینده شرکت مطمئن و خوشبین است. در حالی که نسبت پایین سود پرداختی ممکن است دلالت کند که مدیریت آینده شرکت را نامطمئن ارزیابی کرده است. البته این فرضیه توسط گوردون با استادی هر چه تواتر تشریح شده است. استدلال ساده‌تر این است که گفته شود سهامداران دریافته‌اند که تقسیم سود، عدم اطمینان آنان را کاهش می‌دهد و بر همین اساس نتیجه‌گیری شود که سهامداران به همین علت، تقسیم سود را به سودهای ناشی از سرمایه‌گذاری مجدد سود ترجیح می‌دهند و به تبع آن، هر چه نسبت سود پرداختی بالاتر رود، در صورت ثابت ماندن سایر شرایط، قیمت سهام در بازار نیز بالاتر می‌رود.

M, M منکر نمی‌شوند که تقسیم سود دارای مضمون اطلاعاتی است، آنان مدعی هستند که تقسیم سود به عنوان جانشینی برای سودهای منتظره آینده (که حقیقتاً ارزش سهام را تعیین می‌کنند) ایفای نقش می‌کنند. از این رو آنان استدلال می‌کنند که خط مشی تقسیم سود به خودی خود امری نامربوط است.

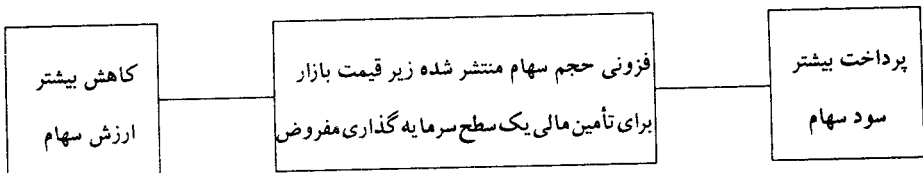
ب - عدم قطعیت ونوسانات ناشی از آن در قیمت‌های سهام

در شرایط عدم قطعیت، قیمت‌های سهام دچار نوسان می‌شوند که البته در بعضی موارد دامنه این نوسانات فوق‌العاده گسترده است. هنگامی که قیمت‌های سهام نوسان می‌کنند، برای سرمایه‌گذاران تبدیل سود جاری به ارزش سرمایه و یا بالعکس آسان نیست. در یک بازار متلاطم، سرمایه‌گذارانی که مایلند از سود جاری بهره‌مند شوند، به فروش سهام تحت تملک

خود تمایلی ندارند. طبیعتاً این عده نسبت بالای سود پرداختی را ترجیح می‌دهند و برای آن «ارزش» بیشتری قائلند. اما از طرف دیگر، در چنین بازاری آن عده از سهامداران که مایلند کمتر از محل سودهای جاری دریافت کنند، ممکن است نسبت به خرید سهام مردد باشند. این عده درصد سود تقسیمی کمتر را ترجیح می‌دهند.

ج - پیشنهاد و عرضه سهام اضافی (جدید) به قیمت‌هایی زیر قیمت‌های بازار

M,M فرض می‌کنند که شرکت می‌تواند سهام جدید خود را همواره به قیمت‌های جاری بازار عرضه کند. اما شرکتها به ناچار عملاً سهام جدید خود را به قیمتی کمتر از قیمت جاری بازار عرضه می‌کنند. این شیوه عمل (قیمت‌گذاری زیر قیمت جاری بازار) که غالباً براساس نظر و صلاحدید مدیر مالی اعمال می‌شود و ندرتاً به الزامات بازار متکی است. این امر در صورت ثابت ماندن سایر شرایط، باعث می‌شود تا ریالهای سودهای انباشته، با ارزشتر از ریالهای تقسیم سود باشند این امر به دلیل زنجیره علت و معلولی زیر صادق است:



به هر حال زنجیره علت و معلولی فوق مؤید رد نظریه نامربوط بودن تقسیم سود M,M است.

د - هزینه انتشار سهام

نظریه نامربوط بودن تقسیم سود M,M بر این پیش فرض مبتنی است که ریالهای تقسیم سود را می‌توان از طریق ریالهای تأمین مالی خارجی جایگزین ساخت (به عبارت دیگر می‌گوید که شرکت بین عدم تقسیم سود و تقسیم سود، بی تفاوت است). این قضیه زمانی صادق است که شرکتها برای عرضه سهام متحمل هزینه انتشار آنها نشوند. در شرایط واقعی که هزینه انتشار و فروش سهام وجود دارد به شرط ثابت ماندن سایر شرایط، مبلغ تأمین مالی

خارجی بیشتر از مبلغ تقسیم سود خواهد بود، به این معنی که سودهای انباشته نسبت به سود تقسیمی و نیز تأمین مالی خارج از شرکت برای ذخیره مجدد سود سهام‌های پرداخت شده برتر است. بنا براین در این حالت هم نمی‌توان نسبت به تقسیم سود بی تفاوت بود و آن را در ارزشگذاری سهام نامربوط دانست.

ه - هزینه معاملات

در دنیایی که هیچ‌کس متحمل هزینه معاملات نمی‌شود، ارزش سود جاری (تقسیم سود) و سودهای سرمایه‌ای با هم برابرند؛ به عبارت دیگر ارزش یک ریال منفعت سرمایه‌ای را می‌توان به ارزش یک ریال سود جاری تبدیل کرد و بالعکس. در چنین وضعیتی اگر یک سهامدار تشخیص بدهد که سود جاری (از محل سهام) بیشتر از سود سهام قابل دریافت در آینده مطلوبیت دارد، بدون شک او حصه‌ای از سرمایه‌اش را که برابر با ارزش سود جاری اضافی مورد نظرش است به فروش می‌رساند. مثلاً، اگر او بخواهد از سود جاری کمتر از سود سهام پرداختنی در آینده لذت ببرد، بدون شک تعدادی سهام خریداری خواهد کرد که ارزش آن با تفاوت بین سود سهام دریافتنی و سود جاری مورد نظرش برابر است. اما در شرایط واقعی هزینه معاملات وجود دارد و بازار شاهد وقوع آن است. در این صورت، ارزش سود سرمایه‌ای را نمی‌توان به ارزشی برابر با ارزش سود جاری تبدیل کرد یا برعکس؛ مثلاً، سهمی که ۱۰۰۰ ریال ارزش دارد ممکن است به مبلغ خالص ۹۸۰ ریال (پس از کسر هزینه معاملات نظیر حق‌العمل کارگزار بورس) فروخته شود و همین سهم برای کسی که آن را می‌خرد به مبلغ خالص ۱۰۲۰ ریال تمام شود. با وارد کردن هزینه معاملات به مدل تصمیم‌گیری، سهامدارانی که سود جاری را ترجیح می‌دهند، نسبت سود پرداختی بالاتر را نیز برتر می‌دانند و سهامدارانی که سودهای انباشته را ترجیح می‌دهند، برای نسبت سود پرداختی پایینتر نیز برتری قائلند.

و - نرخهای تفاضلی مالیات

M, M فرض کرده‌اند که سرمایه‌گذاران بین یک ریال تقسیم سود و یک ریال افزایش

سرمایه بی تفاوتند. این فرضیه زمانی صحت دارد که نرخ مالیات مختص به سودهای جاری با نرخ مالیات متعلق به سودهای سرمایه‌ای (اندوخته‌ها و سودهای انباشته) برابر باشد. عملاً در بیشتر کشورها نرخ مالیات سودهای سرمایه‌ای از نرخ مالیات سودهای جاری کمتر است با علم به این مهم، سرمایه‌گذاران سودهای سرمایه‌ای را نسبت به سودهای جاری ترجیح می‌دهند.

ز - جیره‌بندی سرمایه‌گذاری، تحمیل بازار یا خود تحمیلی

M,M فرض کرده‌اند که خط مشی سرمایه‌گذاری شرکتها از خط مشی تأمین مالی آنها مستقل است و نیز فرض کرده‌اند که شرکتها آگاه و منطقی‌اند، زیرا آنها تا جایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که نرخ بازده داخلی با هزینه سرمایه برابر گردد. اما در شرایط واقعی خط مشی سرمایه‌گذاری شرکتها تابع وضعیت خاص، نظیر وضع تحمیلی از سوی شرکت و موقعیت تحمیلی از جانب بازار است. بعضی از شرکتها به عنوان یک خط مشی عمومی، بیش از مبلغ سود باقیمانده خود اقدام به سرمایه‌گذاری نمی‌کنند؛ به بیان دیگر میزان سرمایه‌گذاری آنها در گروه خط مشی تقسیم سود آنهاست. بعضی شرکتها در تحصیل سرمایه مورد نیازشان برای سرمایه‌گذاری در طرحهای پیشنهادی ناتوانند، زیرا این شرکتها باب طبع سرمایه‌گذاران نیستند؛ به بیان دیگر شرکتی که بسیاری از فرصتهای سرمایه‌گذاری فوق‌العاده سودآور را پیش رو دارد، اما سهام آن در لیست سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران قرار نمی‌گیرد و یا نمی‌تواند وجوه مورد نیاز خود را از منابع مالی خارجی دیگر تأمین کند، بدون شک علاقه سهامداران آن نسبت به دریافت سود سهام کمتر افزایش خواهد یافت. با در نظر گرفتن این محدودیتها باید اعتراف کرد که خط مشی سود سهام مربوط به حساب می‌آید.

ح - سرمایه‌گذاریهای غیر عقلایی

M,M فرض کرده‌اند که شرکتها منطقاً بیش از نقطه‌ای که نرخ بازده داخلی با هزینه سرمایه برابر می‌گردد اقدام به سرمایه‌گذاری نمی‌کنند. اما در عمل، بسیاری از شرکتها به علت دسترسی آسان به وجوه داخلی، فراتر از تلاقی هزینه سرمایه نهایی و بازده داخلی، سرمایه‌گذاری می‌کنند. چنانچه شرکتی چنین تمایلی داشته باشد، خط مشی تقسیم سود

مربوط به حساب می‌آید و حائز اهمیت است. سهامداران این شرکت در صورت بالا بودن سود تقسیمی بهره‌مند و در صورت پایین بودن نسبت سود پرداختی، متضرر خواهند شد. با استناد به این انتقادات می‌توان گفت که علی‌رغم ادعای M, M، خط مشی تقسیم سود حائز اهمیت است، مسائلی چون برتر بودن سود جاری برای سرمایه‌گذاران، تبدیل ارزش سود سرمایه‌ای به سود جاری و نیز موضوع سرمایه‌گذارهای بدون تدبیر معرف آنند که نسبت سود پرداختی بالاتر برای ارزشگذاری سهام دارای مطلوبیت است. از طرف دیگر، مسائلی چون برتر بودن سودهای سرمایه‌ای با توجه به قانون مالیاتی، هزینه کمتر سودهای انباشته در مقایسه با تأمین مالی خارجی (قیمت گذاری کردن سهام جدید به دلیل زیر قیمت بازار) و جیره‌بندی غیر عقلایی سرمایه بیانگر آنند که نسبت پرداخت پایینتر بیشتر مورد علاقه سهامداران است.

قضیه رادیکال

همانطور که قبلاً گفته شد از نظر مالیاتی، سودهای سرمایه‌ای بلند مدت مطلوبتر از تقسیم سود تلقی می‌شوند. نظریه رادیکال بر اساس همین مهم شکل گرفته است. به جهت اینکه این نظریه بر اساس رفتار مالیاتی در کشورهای پیشرفته خصوصاً آمریکا پا گرفته است لذا در اینجا آن را با توجه به خاستگاهش بررسی می‌کنیم.

در بیشتر کشورها معافیت مالیاتی سودهای سرمایه‌ای (اندوخته‌ها و سود تقسیم نشده) بیشتر از معافیت مالیاتی سود تقسیمی است. لذا با این شرایط انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران سهامی را که افزایش سرمایه بیشتری فراهم می‌کند و یا سهامی را که سود تقسیمی کمتری به همراه می‌آورد، ترجیح دهند؛ به عبارت دیگر آنان سهامی را طالبند که معمولاً نرخ اندوخته کردن سود بالا و نرخ پرداخت سود سهام پایین دارند. بر اساس همین استدلال، برنان و بسیاری دیگر از طرفداران نظریه رادیکال (یا نظریه مطلوبیت نسبت پرداخت سود سهام پایین) معتقدند که خط مشی نسبت سود پرداختی پایین باعث افزایش ثروت سهامداران

است.

به نظر می‌رسد درک قضیه رادیکال با بیان مثال عددی ساده‌تر باشد. فرض کنید در کشور X سودهای سرمایه‌ای (اندوخته‌ها و سود تقسیم نشده) به میزان ۴۰ درصد از معافیت مالیاتی برخوردار باشند.

جدول شماره ۴ نشان می‌دهد که چگونه خط مشی عدم تقسیم سود بر ارزش سهام تأثیر می‌گذارد. سهام A, B دارای ریسک برابرند و سهامداران متوقع هستند ۲۵ درصد بازده پس از مالیات را از این سهام به دست آورند. چون سهم A که سود سرمایه‌ای ایجاد می‌کند مشمول نرخ پایین مالیات، و سهم B که سود نقدی ایجاد می‌کند مشمول نرخ بالاتر مالیات است، لذا سرمایه‌گذاران ارزش بیشتری برای سهم A قائل‌اند.^۱

نظریه رادیکال تا چه اندازه از اعتبار برخوردار است؟ به نظر می‌رسد تحقیقات تجربی بر این نظریه (در کشورهای غربی) صحه می‌گذارند. اما با وجود مشکلاتی که ماهیتاً مبتلابه آزمون فرضیات تجربی است احساس می‌شود که هنوز نمی‌شود چنین ادعایی را نتیجه گرفت.

۱- در ایران از زمان تشکیل سازمان بورس اوراق بهادار تهران تا به حال چون همواره سیاستهای مالیاتی مشوق توزیع سود نقدی بوده و می‌باشد، عکس این قضایا صادق است. مطابق با بند (ت) اصلاحیه (مصوب ۱۳۵۲/۱۲/۱۴ قانون مالیاتهای مستقیم سال ۱۳۴۵، نرخ مالیات تقسیم سود ۱۰٪ کمتر از نرخ مالیات سودهای سرمایه‌ای بود. در حال حاضر و براساس ماده ۱۴۳ قانون مالیاتهای مستقیم مصوب ۱۳۶۶/۱۲/۲ و قانون اصلاح کننده آن مصوب ۱۳۷۱/۲/۷)، به صلاح سرمایه‌گذاران است که سود نقدی دریافت کنند، البته برای احراز این صلاحیت، قانونگذار شرایطی قائل شده است که خوانندگان می‌توانند با مراجعه به کتابهای قانونی از کم و کیف آن مطلع شوند. با این وصف به نظر می‌رسد که با اتکا بر نظریه رادیکال برای سهامداران ایرانی برتر بودن سود نقدی بیش از سود سرمایه‌ای است و به عبارت دیگر سهامی که تقسیم سود بیشتری برای آنان به همراه آورد، مطلوبتر است.

B ریال	A ریال	شرح
۱۰۰۰	۱۰۰۰	سود هر سهم
۱۰۰۰	۰	سود نقدی هر سهم
۰	۱۰۰۰	سود سرمایه‌ای هر سهم
۴۰۰	۰	مالیات بر سود نقدی به نرخ ۴۰٪
۰	۲۴۰	مالیات بر سود سرمایه‌ای به نرخ ۲۴٪*
۶۰۰	۷۶۰	سود خالص بعد از مالیات
۲۴۰۰	۳۰۴۰	قیمت هر سهم (با فرض اینکه بازده مورد توقع سرمایه‌گذاران ۲۵٪ پس از کسر مالیات است)

جدول شماره ۴ - اثر تقسیم سود بر قیمت بازار سهام

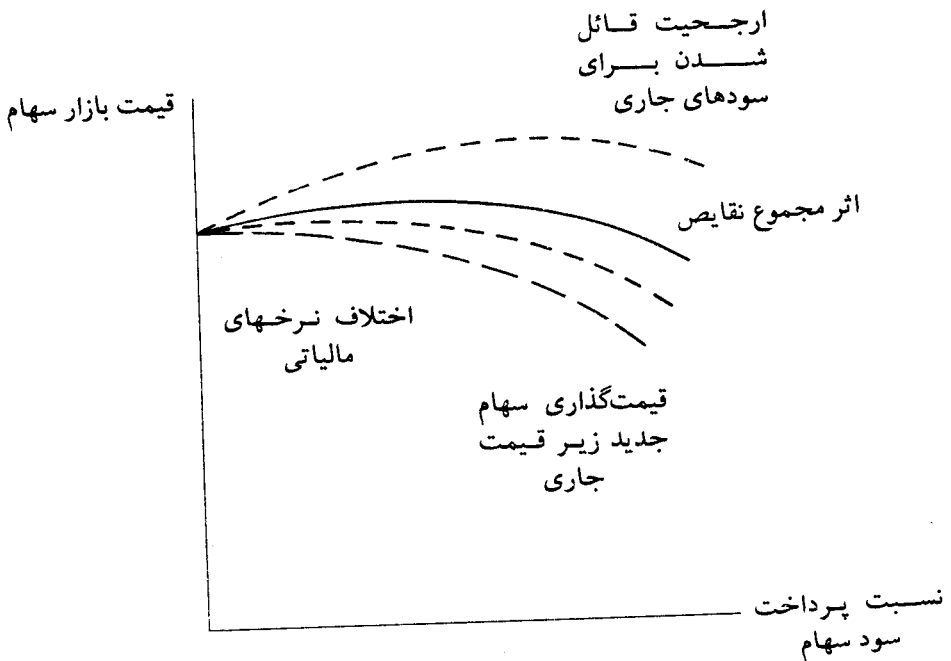
* برای محاسبه مالیات، فرض شده است که نرخ حاشیه‌ای مالیات ۴۰٪ است، چون فقط ۶۰٪ سودهای سرمایه‌ای مشمول مالیات است، نرخ مؤثر مالیات برای سودهای سرمایه ۲۴٪ است ($۶۰\% \times ۴۰\%$).

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در خلال این مقاله چندین دیدگاه مختلف در باره رابطه بین خط مشی تقسیم سود و ارزش سهام بررسی شد. این دیدگاهها به دو مکتب فکری فراگیر تقسیم شدند. یکی از این مکاتب، مکتب بازار کامل بود که به M, M متعلق است. براساس این دیدگاه خط مشی تقسیم سود، نامربوط است زیرا تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی از یکدیگر مستقلند، هزینه‌های تأمین مالی مشابهند و سرمایه‌گذاران و شرکتهای عقلایی و مطلع هستند. مکتب دیگر، مکتب بازار ناقص است، که مجموعه چهار دیدگاه دیگر را، که از نظر خوانندگان گذشت، شامل می‌شود. براساس این دیدگاهها خط مشی تقسیم سود شرکت بر ارزش سهام مؤثر است. اما هر یک از این دیدگاهها منطق خاصی را برای تأثیر تقسیم سود بر ارزش سهام بیان می‌کنند. این

مکتب بر خلاف مکتب اول نقایصی را که در واقعیت وجود دارند در مدل‌های ارزش‌گذاری وارد می‌کند - نقایصی نظیر برتر بودن سود جاری از نظر سرمایه‌گذاران، ارتباط بین تصمیمات تقسیم سود و سرمایه‌گذاری در داخل شرکت - موجودیت غیر قابل انکار هزینه‌های معاملاتی و انتشار سهام، رفتار غیر عقلایی سرمایه‌گذاران و شرکتها، وجود اختلاف بین نرخهای مالیاتی سود تقسیمی و سودهای سرمایه‌ای و انتشار و عرضه سهام جدید به قیمتی زیر قیمت جاری بازار.

تا وقتی شواهد کافی جمع‌آوری نشود و نیز شواهد واقعی در هاله‌ای از ابهام باقی بمانند (همانگونه که در مورد بیشتر پدیده‌های اقتصادی صادق است)، واضح است که «نظریه بازار ناقص» از حمایت تجربی بیشتری برخوردار خواهد بود. رابطه فرضی بین نرخ پرداخت سود سهام و قیمت سهام با در نظر گرفتن برخی از نقائص مهم مطرح شده در دیدگاههای بازار ناقص در نمودار شماره ۱ نشان داده شده است:



منابع و ماخذ:

- 1- Bar-Yosef, S. and Kolodny, R. "Dividend Policy and Capital Market Theory", **Review of Economics and Statistics**, Vol. 58, (May 1976), 181-90.
- 2- Black, F. and M. Scholes, "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns", **Journal of Financial Economics**, Vol. 1, (May 1974), 1-22.
- 3- Brennan, M., "A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model", **Journal of Finance**, Vol. 26, (December 1971), 1115-23.
- 4- Fama, E.F., " The Empirical Relationships between the Dividend and Investment Decisions of Firms", **American Economic Review**, Vol. 64, (June 1974), 304-18.
- 5- Gordon, M.J. and L.I. Gould, " The Cost of Equity Capital with Personal Income Taxes and Flotation Costs", **Journal of Finance**, Vol. 33, (September 1978), 1201- 12.
- 6- Graham, B. and D.L.Dodd, "Security Analysis: Principles and Techniques", New York, Mc Grow-Hill Book Company, 1951.
- 7- Gordon, M.J., *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, Homewood, Ill- Richard D, Irwin, 1962.
- 8- Miller, M, H. and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", **Journal of Business**, Vol. 34, (October 1961), 411-33.
- 9- Walter, J. E., "Dividend Policies and Common Stock Prices", **Journal of Finance**, Vol. 11, (March 1456), 29-44.
- 10- ----- "The Information Content of Dividends", **Journal of Business**, Vol. 46 (April 1973), 191-211.