

بررسی تأثیر سیاستهای تقسیم سود و توزیع سهام جایزه بر ارزش سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی قلی پور^۱

چکیده مقاله

این تحقیق تأثیر سیاستهای تقسیم سود بر ارزش سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را مورد بررسی قرار می‌دهد. بازدهی هر سهم می‌تواند از طریق افزایش قیمت سهام، سود نقدی، سهام جایزه و یا حق تقدم خرید سهام باشد. در این مقاله سیاستهای تقسیم سود از دیدگاه روش توزیع سود در دو بخش تقسیم سود نقدی و تقسیم سود سهمی بر ارزش بازار سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و ثروت سهامداران با هدف شناساندن تأثیر این روشها مورد بررسی قرار گرفته است.

واژه‌های کلیدی

سیاستهای تقسیم سود - بورس اوراق بهادار - قیمت سهام

مقدمه

تشکیل سرمایه یکی از مهمترین عوامل وارد شدن کشورهای در حال توسعه به فرآیند توسعه اقتصادی است. تشکیل سرمایه مستلزم آن است که قسمتی از G.D.P کشور صرف سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌ای شود. سرمایه‌گذاران ایرانی تاکنون بیشتر به سرمایه‌گذاری در داراییهای فیزیکی رغبت نشان داده‌اند تا سرمایه‌گذاری در داراییهای مالی. یک بررسی از ارزش روز سهام نسبت به تولید ناخالص ملی چند کشور نشان می‌دهد که این نسبت در کشور ژاپن ۹۲ درصد، در انگلستان ۸۰ درصد، در امریکا ۵۸ درصد، در مالزی ۵۸ درصد و در ایران ۶ درصد است^۱. مقایسه این نسبتها نشاندهنده حجم کم سرمایه‌گذاری در ایران است.

یکی از مهمترین اهداف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار کسب «سود سالیانه» به همراه «منفعت سرمایه» می‌باشد. برای اینکه سرمایه‌گذاران ترغیب به سرمایه‌گذاری در داراییهای مالی بشوند باید بازدهی این داراییها از بازدهی سایر داراییها بیشتر باشد.

سود نقدی و سهام جایزه دو نوع از مزایایی است که معمولاً توسط شرکتهای بین سهامداران توزیع می‌شود. انتشار سهام جایزه به عنوان یک خبر مالی می‌تواند روی قیمت سهام تأثیر بگذارد و معمولاً گفته می‌شود این نوع اخبار مالی نشانه‌های خوبی از آینده شرکتهای^۲ است. به همین دلیل سرمایه‌گذاران تمایل دارند مالک سهامی شوند که مدیریت اخبار مربوط به سهام جایزه را پخش کرده است.

از آنجا که سهام جایزه باعث تغییر در داراییها و درآمدهای شرکت نمی‌شود، از نظر تئوری باید ثروت سهامداران پس از مجمع برابر با ثروت آنها قبل از مجمع باشد. به عبارت دیگر

۱- سنایی، حسینی، سنحش کارآیی در بورس اوراق بهادار تهران، رساله دکتری
دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال ۱۳۷۲.

2-Block, Fisher., "Dividend Puzzle". Modern Development in Financial Management,
1976, P. 22.

باید قیمت سهام پس از مجمع به نسبت سهام جایزه کاهش یابد.
سود نقدی یکی از معمولترین طرق توزیع بازده بین سهامداران شرکت می‌باشد. در مورد سود نقدی نیز ثروت سهامداران پس از مجمع باید با ثروت آنان در قبل از مجمع برابر باشد. در نتیجه قیمت پس از مجمع باید برابر با قیمت قبل از مجمع پس از کسر سود تقسیمی هر سهم باشد.

تعریف موضوع تحقیق

موضوع این تحقیق بررسی تأثیر سیاستهای تقسیم سود بر ارزش سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بازدهی هر سهم ناشی از چهار مورد به شرح زیر می‌باشد:

۱ - افزایش قیمت سهام

۲ - سود نقدی

۳ - سهام جایزه

۴ - حق تقدم خرید سهام

هر کدام از موارد فوق به نحوی بر ثروت سهامداران تأثیر می‌گذارد. در این تحقیق سیاستهای تقسیم سود از دیدگاه روش توزیع سود بررسی شده است. به عبارت دیگر سیاستهای تقسیم سود به دو بخش تقسیم می‌گردد:

۱ - سیاست تقسیم سود نقدی

۲ - سیاست تقسیم سود سهمی

موضوع این تحقیق بررسی تأثیر هر کدام از این دو سیاست بر ارزش بازار سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ثروت سهامداران می‌باشد.

اهداف تحقیق

از آنجا که سرمایه‌گذاران خواهان حداکثر منافع می‌باشند و مدیران نیز هدف حداکثر نمودن منافع آتی سهامداران را دنبال می‌نمایند هدف اصلی این تحقیق شناساندن تأثیر

روشهای پرداخت سود بر قیمت سهام و ثروت سهامداران می‌باشد که این موضوع در قالب اهداف زیر تحقق خواهد یافت.

- ۱ - تأثیر روشهای پرداخت سود بر ثروت سهامداران
- ۲ - تأثیر پرداخت سود نقدی بر ارزش سهام
- ۳ - تأثیر توزیع سهام جایزه بر ارزش سهام
- ۴ - مقایسه تأثیر توزیع سود نقدی و سهام جایزه بر ارزش سهام و ثروت سهامداران

قلمرو تحقیق

این تحقیق شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در برمی‌گیرد.

فرضیات تحقیق

- فرضیه اول: ثروت سهامداران شرکتهایی که سهام جایزه داده‌اند از ثروت سهامداران شرکتهایی که سود نقدی داده‌اند افزایش بیشتری یافته است.
- فرضیه دوم: تقسیم سود باعث کاهش ارزش بازار سهام می‌شود.
- فرضیه سوم: سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران سود سهمی را بر سود نقدی ترجیح می‌دهند.

نقش بورس اوراق بهادار در تأمین مالی شرکتها

بورس اوراق بهادار یک بازار متشکل سرمایه است که از آن در جهت متمرکز نمودن سرمایه‌های پراکنده و قرار دادن این سرمایه‌ها در خدمت اهداف توسعه شرکتها استفاده می‌شود. بورس اوراق بهادار از ارکان مهم توزیع سرمایه در اقتصاد کشور است و در واقع سازمانی است که بین پس‌اندازهای مردم و موقعیتهای سرمایه‌گذاری در جامعه پل زده و آنها را به هم پیوند می‌دهد.

چرا شرکتها سود تقسیم می نمایند

سود انباشته یکی از مهمترین منابع تأمین مالی بلند مدت شرکتها می باشد. در سالهای اخیر شرکتهای بزرگ برای تأمین نیازهای مالی خود اغلب از سود انباشته استفاده کرده اند. با توجه به اهمیت سود تقسیم نشده در تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری شرکتها، چرا شرکتها اقدام به توزیع سود بین سهامداران می نمایند؟ این کار دلایل متعددی دارد که برخی از آنها عبارتند از:

- ۱ - سود سهام درآمد با ثباتی برای سهامداران فراهم می کند به طوری که می توانند بر اساس آن هزینه زندگی خود را تنظیم نمایند.
- ۲ - سرمایه گذاران و خریداران سهام به گزارشها و اخبار سود سهام سالانه شرکتها توجه دارند.
- ۳ - تغییرات در سود سهام حاوی اطلاعاتی مفید برای سرمایه گذاران می باشد.
- ۴ - اگر سهامداران شرکتی عادت به دریافت سود سهام داشته باشند، مشکل است به یک باره سود سهام را متوقف نمود.
- ۵ - عدم پرداخت سود ممکن است باعث تبلیغات تهاجمی رقبا علیه شرکت شود.
- ۶ - سهامداران از طریق دریافت سود یا انتظار دریافت سود بازده سرمایه شان را به دست می آورند یا شانس این را پیدا می کنند که سهام خود را به قیمت بالاتری بفروشند.
- ۷ - پرداخت سود باعث کاهش عدم اطمینان سهامداران نسبت به دریافت بازده سرمایه شان می شود.
- ۸ - سود تقسیمی نشاندهنده قدرت شرکت است.

دلایل انتشار سهام جایزه

در توجیه دلایل انتشار سهام جایزه تاکنون فرضیات متعددی ارائه شده است که می توان آنها را به ۴ گروه زیر طبقه بندی نمود^۱.

۱ - عدا، زاده، فرهاد، چرا سرکها سهام جایزه منشر می کنند، تحقیقات مالی، شماره ۱

۱ - فرضیه پیام‌رسانی

این فرضیه بیان می‌دارد که اعلان سهام جایزه برای بازار حاوی اطلاعات جدیدی است. به عبارت دیگر مدیران می‌توانند از سهام جایزه برای علامت دادن و رسانیدن اخبار خوب یا انتظار خوش‌بینانه به سهامداران استفاده کنند. تحقیقات زیادی این فرضیه را ثابت نموده است.

۲ - فرضیه نقدینگی

این فرضیه اعلام می‌دارد که سهام جایزه به دلیل افزایش تعداد سهام مورد معامله و کاهش تفاوت قیمت پیشنهادی خریدار و فروشنده قابلیت نقدینگی سهام را افزایش می‌دهد.

۳ - فرضیه دامنه قیمت معاملات

این فرضیه که با فرضیه نقدینگی مربوط است اظهار می‌دارد که انتشار سهام جایزه موجب می‌شود سهام وارد یک دامنه قیمتی مطلوب‌تر شود و باعث می‌شود که معاملات آن در بازار افزایش یافته و بالطبع قابلیت نقدینگی آن هم بالا می‌رود.

۴ - فرضیه جایگزینی سود نقدی

این فرضیه بیان می‌دارد مدیران می‌توانند با انتشار سهام جایزه به عنوان جانشینی برای سود نقدی، وجوه نقد شرکت را حفظ نمایند و آن را صرف سرمایه‌گذاری در طرحهای شرکت نمایند.

عوامل مؤثر بر سیاستهای تقسیم سود

شرکتها برای تعیین میزان سود تقسیمی خود علاوه بر در نظر گرفتن موارد قانونی، عوامل و محدودیتهای دیگری را نیز باید در نظر بگیرند که مهمترین آنها عبارتند از:

۱ - وضعیت نقدینگی

از آنجا که سود نقدی مبین خروج وجه از شرکت است، هر چه وضعیت نقدینگی شرکت بهتر باشد، شرکت توانایی بیشتری در پرداخت سود خواهد داشت. وجود سود به تنهایی دلیلی برای تقسیم آن نیست بلکه باید نقدینگی کافی نیز وجود داشته باشد.

۲ - توانایی شرکت در دستیابی به بازارهای پول و سرمایه

هر چه توانایی شرکت در وام‌گیری و تأمین وجوه از طریق بدهی بیشتر باشد، انعطاف‌پذیری آن در پرداخت سود سهام بیشتر خواهد بود.

۳ - محدودیتهای قراردادهای وام

معمولاً محدودیتهای توسط وام‌دهندگان در مورد توزیع سود بین سهامداران به مورد اجرا گذاشته می‌شود تا توانایی شرکت را در پرداخت اقساط وامهای خود بالا ببرند.

۴ - سودآوری و فرصتهای سرمایه‌گذاری

در صورتی که شرکت فرصتهای سرمایه‌گذاری سودآوری داشته باشد می‌تواند از سود به عنوان تأمین مالی آنها استفاده کند، لذا سود کمتری بین سهامداران توزیع نماید.

۵ - مالیات

در بسیاری از کشورها نرخ مالیات بر درآمد مرتبط با سود سرمایه‌ای و سود سهام یکسان است و کل سود سهام دریافتی توسط اشخاص، در سال دریافت مشمول مالیات می‌شود اما مالیات بر درآمد سرمایه‌ای در سال فروش سهام قابل پرداخت خواهد بود و شرکتها باید سیاستی را اجرا کنند که حداقل بار مالیاتی برای سهامداران داشته باشد.

۶ - هزینه انتشار سهام جدید

پرداخت سود به سهامداران از یک طرف و باز پس گرفتن آن به صورت افزایش سرمایه

مستلزم صرف وقت و هزینه برای شرکت است بدون اینکه منافی نصیب سهامداران شود.

خط‌مشی‌های تقسیم سود

مدیریت شرکت می‌تواند کلیه درآمد کسب شده توسط شرکت را بین سهامداران توزیع نماید، یا مبلغ ثابتی به عنوان سود سهام پردازد یا درصدی از درآمد هر دوره را تقسیم نماید. به طور کلی می‌توان ۴ شیوه برای پرداخت سود بیان نمود:

۱ - خط‌مشی تقسیم سود ثابت

در این روش مبلغ ثابتی سود به هر سهم در سال تعلق می‌گیرد.

۲ - خط‌مشی تقسیم سود متغیر

بعضی از شرکتها به جای اینکه از سیاست تقسیم سود ثابت پیروی نمایند، از سیاست تقسیم سود متغیر (درصدی از سود ویژه قابل تقسیم) استفاده می‌کنند. در این روش درصد سود ثابت است ولی از آنجا که سود از سالی به سال بعد در نوسان است، مبلغ سود هر سهم دچار نوسان خواهد گردید.

۳ - خط‌مشی تقسیم سود ثابت و متغیر

برخی از شرکتها برای اینکه از مزایای دو روش فوق بهره‌مند گردند. از ترکیبی از دو روش فوق استفاده می‌نمایند. مدیریت شرکت در این روش درصد ثابتی سود نسبت به ارزش اسمی اعلام می‌دارد، علاوه بر این در موقع تسهیم سود بر حسب آن که چه مبلغ از سود تقسیم نشده باقی مانده باشد تصمیم به تسهیم سود اضافی می‌گیرد.

۴ - خط‌مشی تقسیم سود باقیمانده

این سیاست طی ۵ مرحله به شرح زیر انجام می‌گیرد:

الف - تعیین و برآورد هزینه‌های سرمایه‌گذاری شرکت

- ب - تعیین منابع مالی جهت تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری شرکت
- ج - اگر هزینه پروژه‌های جدید از جریان‌های نقدی ورودی به شرکت کمتر باشد، تفاوت به عنوان سود پرداخت خواهد شد.
- د - تفاوت نقدینگی باقیمانده و سود پرداختی صرف بازپرداخت بدهیها می‌گردد.
- ه - سود سنواتی شرکت عبارت است از تفاوت درآمدهای شرکت و سود پرداختی به سهامداران.

اثر سیاستهای تقسیم سود بر قیمت سهام^۱

در ارتباط با تأثیر سیاستهای تقسیم سود بر ارزش سهام دو دیدگاه وجود دارد.

- الف - نظریه ارتباط سیاستهای تقسیم سود با قیمت سهام
- از صاحب‌نظران این نظریه می‌توان مایرون گوردون^۲ و جیمز والتر^۳ را نام برد. نظریه والتر و گوردون تقریباً مشابه هم است. این دو، مؤسسات را به ۳ دسته تقسیم می‌نمایند.
- ۱ - مؤسسات در حال رشد. [نرخ بازده داخلی (r) بزرگتر از هزینه سرمایه (K) می‌باشد].
- ۲ - در حال سکون ($K=r$)
- ۳ - در حال سقوط ($K>r$)
- در مؤسسات در حال رشد پرداخت سود باعث کاهش ارزش سهام می‌شود.
- در مؤسسات در حال سکون سیاست تقسیم سود تأثیری بر ارزش سهام ندارد.

1-M. Gardon, Dividends, Earnings and stock Prices, Review of Economics and statistics, May 1959.

2-J. Walter, Dividend policies and common stock prices, Journal of Finance March 1956.

۳-اسلامی، علامرصاص، «مروری بر تئوریه‌ها، سیاستها و خط‌مشی‌های تقسیم سود». دانش مدیریت

- در مؤسسات در حال سقوط پرداخت سود باعث افزایش ارزش سهام می شود.

ب - نظریه بی ارتباطی سیاستهای تقسیم سود با قیمت سهام

مودیلیانی و میلر در مقاله‌ای در سال ۱۹۶۱^۱ ادعا کردند نرخ سود تقسیمی تأثیری روی قیمت سهام ندارد. این دو، ارزش سهام را تابع قدرت در سودآوری شرکت و سیاستهای سرمایه‌گذاری می‌دانند. لذا نحوه تقسیم جریانهای درآمدی شرکت تأثیری بر ارزش شرکت ندارد.

در نظریه M-M سیاستهای تقسیم سود شرکت با قیمت سهام تحت فرضیات زیر بی‌ارتباط است:

- ۱ - بازار اوراق بهادار کامل است؛
- ۲ - هیچگونه مالیات بر سود و مالیات بر افزایش قیمت وجود ندارد؛
- ۳ - هیچگونه کارمزدی توسط سرمایه‌گذاران پرداخت نمی‌شود و آنها منطقی عمل می‌کنند؛
- ۴ - اطلاعات به طور مساوی در اختیار تمامی سرمایه‌گذاران قرار دارد؛
- ۵ - سیاست سرمایه‌گذاری مؤسسه ثابت است؛
- ۶ - ریسک و عدم تعادل وجود ندارد و سهام به اجزاء ریز قابل تقسیم است؛
- ۷ - هیچکدام از سیاستهای تقسیم سود تأثیر تعیین‌کننده‌ای بر قدرت سودآوری شرکت ندارد.

تأثیر سهام جایزه بر ارزش سهام

مروری بر کتابها و مقالات مالی نشان می‌دهد که صاحبانظران مالی عقاید متفاوتی در باره ارزش سهام جایزه دارند. برخی بر این اعتقادند که چنانچه درصد سهام جایزه در حد پایینی

1-Merton, H. Miller and Franco Modigliani, Dividend Policy, Growth and the Valuation fo shares, Journal of Bussiness xxxIV . October 1961- pp. 411- 33.

باشد انتشار سهام جایزه موجب افزایش ارزش سهام شرکت می‌گردد. اما پاره‌ای دیگر بر این باورند که چون سهام جایزه موجب گسترش مالکیت و حفظ نقدینگی شرکت می‌شود، با ارزش است و صدور آن به هر میزان موجب افزایش ثروت سهامداران می‌گردد. گروهی دیگر اظهار می‌دارند که چون صدور سهام جایزه تأثیری بر میزان سوددهی و ریسک شرکت نمی‌گذارد، بنا براین تأثیری بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران نخواهد داشت.

یکی از مقالات مهم در این زمینه را آقایان Fama و Fisher و Janson و Roll (FFJR)^۱ ارائه نمودند. تحقیق آنان نشان می‌دهد که قیمت سهام چندین ماه قبل از انتشار اخبار مربوط به سهام جایزه و تجزیه سهام شروع به افزایش می‌کند و بیشترین افزایش قیمت سهام در ماه‌های نزدیک به مجمع است. آنها این افزایش را ناشی از محتوای اطلاعاتی سهام جایزه می‌دانند.

روش آزمون فرضیه اول

برای اثبات فرضیه اول جریانات نقدی خروجی سهامدار (I) و جریانات نقدی دریافتی سهامدار (C.F) برای یک سهم در طی سالهای ۶۹ تا ۷۴ محاسبه شده و سپس خالص جریانات نقدی سالانه (N.C.F) محاسبه گردیده است. با مساوی قرار دادن خالص جریانات نقدی خروجی و ورودی، نرخ بازده داخلی سهامداران هر شرکت محاسبه شده است.

$$N.C.F_{it} = N_{it} \times D_{it} - I_{it}$$

$$i = ۶۹, ۷۰, ۷۱, ۷۲$$

$N.C.F_{it}$ = خالص جریانات نقدی ورودی و خروجی هر سهم شرکت ا در سال ا.

N_{it} = تعداد سهام شرکت ا در ابتدای سال ا (پایان سال ا-۱).

D_{it} = سود هر سهم شرکت ا در سال ا.

$$i = N_{0,t}$$

1-Fama, Fisher, Jonson and Roll, the Adjustment of stock Price of New Information.

International Economic Review, Feb, 1969.

$I_{it} =$ سرمایه‌گذاری مجدد در سهام شرکت t در سال t

$$N.C.F_{vt} = N_{ivt} \times D_{ivt} - I_{ivt} + N_{ivt} \times P_{ivt}$$

$P_{ivt} =$ اولین قیمت سهام شرکت t در ابتدای سال vt (پایان سال $vt-1$)

$$N_{it} = N_{it-1} - N_{it-1}(\alpha_{1it} + \alpha_{2it})$$

$\alpha_{1it} =$ درصد سهام جایزه شرکت t در سال t

$\alpha_{2it} =$ درصد حق تقدم شرکت t در سال t

نرخ بازده داخلی شرکتها به صورت زیر محاسبه شده است.

$$I = \frac{N.C.F_{y1}}{(1+r)^1} + \frac{N.C.F_{y2}}{(1+r)^2} + \frac{N.C.F_{y3}}{(1+r)^3} + \frac{N.C.F_{y4}}{(1+r)^4} + \frac{N.C.F_{y5}}{(1+r)^5}$$

$$P_{y1} = I = 69$$

$$r = \text{نرخ بازده داخلی}$$

برای محاسبه نرخ بازده داخلی فرض بر این است که سهامدار در ابتدای سال 69 یک سهم شرکت را خریداری نموده و تا ابتدای سال 74 کلیه مزایای سهم مربوطه را دریافت داشته و آن سهم (سهام) را در ابتدای سال 74 به فروش می‌رساند.

روش آزمون فرضیه دوم

برای تست این فرضیه آخرین قیمت قبل از مجمع (P_B) و اولین قیمت بعد از مجمع (P_A) جمع‌آوری گردید و شاخص بازار در قبل از مجمع ($\ln B$) و شاخص بازار پس از مجمع ($\ln A$) نیز تهیه گردید و سپس قیمت تئوریک پس از مجمع از طریق فرمول زیر محاسبه گردید:

$$T_p = P_B \cdot \frac{D}{(1-r)^{k+1}}$$

$$T_p = \text{قیمت تئوریک}$$

$$P_B = \text{آخرین قیمت قبل از مجمع}$$

$D =$ سود تقسیمی هر سهم

$r =$ نرخ بهره

از آنجا که معمولاً سود سهام اعلام شده بلافاصله پس از مجمع پرداخت نمی‌گردد و از نظر قانونی شرکت موظف است ۸ ماه پس از مجمع سود را پرداخت نماید، برای یکنواختی فرض شده است کلیه شرکتها سود سهام را پس از ۸ ماه پرداخت نموده‌اند.

برای خشتی نمودن سطح عمومی قیمت‌های سهام در بورس، قیمت تثوریک را بر اساس شاخص بازار به صورت زیر تعدیل می‌نماییم.

$$ATp = TP \left(\frac{INA}{INB} \right)$$

$ATp =$ قیمت تثوریک تعدیل شده

$$= \left(\frac{INA}{INB} \right) = \text{نسبت شاخص پس از مجمع به شاخص قبل از مجمع}$$

برای محاسبه تغییرات قیمت از نرخ بازده غیر عادی استفاده می‌نماییم.

$$AR = \frac{PA - ATP}{ATP}$$

چنانچه AR مثبت باشد می‌توان نتیجه گرفت که سود نقدی از نظر سهامداران چیز با ارزشی است. به عبارت دیگر تقسیم سود قیمت سهام را کمتر از میزان تثوریک کاهش داده است.

چنانچه AR کوچکتر از صفر باشد، نشان می‌دهد که تقسیم سود باعث کاهش قیمت بازار بیش از قیمت تثوریک شده است به عبارت دیگر تقسیم سود باعث کاهش ارزش بازار شده است.

چنانچه AR صفر باشد، نشان می‌دهد تقسیم سود تأثیری بر ارزش سهام نداشته است و قیمت پس از مجمع به میزان تثوریک کاهش یافته است. برای آزمون این فرضیه می‌توان تغییرات قیمت سهام را با تغییرات شاخص بازار مقایسه نمود.

$$\Delta P = \frac{PA - PB}{PB}$$

$$\Delta \ln = \frac{\ln A - \ln B}{\ln B}$$

$$di = \Delta P - \Delta \ln$$

چنانچه $di < 0$ باشد ارزش سهام بعد از مجمع افزایش یافته است.

چنانچه $d_i > 0$ باشد ارزش سهام بعد از مجمع کاهش یافته است.
 چنانچه $d_i = 0$ باشد ارزش سهام بعد از مجمع تغییری نداشته است.

روش آزمون فرضیه سوم

برای آزمون فرضیه سوم از نتایج تحقیقات آقای ابراهیم عباسی^۱ استفاده شده است. ایشان در تحقیقات خود نرخ بازده غیرعادی پیرامون ۳۸ مجمع منتشرکننده سهام جایزه را محاسبه نموده‌اند. برای نتیجه‌گیری نرخ بازده غیرعادی محاسبه شده در فرضیه دوم را با نرخ بازده غیرعادی محاسبه شده توسط آقای ابراهیم عباسی مقایسه خواهیم کرد.

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول عبارت بود از «ثروت سهامداران شرکتهایی که سهام جایزه داده‌اند از ثروت سهامداران شرکتهایی که سود نقدی داده‌اند افزایش بیشتری داشته است».
 برای آزمون این فرضیه نرخ بازده داخلی سهامداران شرکتها مطابق روش ارائه شده قبلی محاسبه گردید. برای تقسیم شرکتها به دو گروه شرکتهای توزیع‌کننده سود نقدی و شرکتهای توزیع‌کننده سهام جایزه شرکتها براساس میانگین سود پرداختی طی ۵ سال و میزان افزایش سرمایه^۲ مرتب‌گردیدند.
 از آنجا که بعضی از شرکتها دارای نرخ سود پرداختی بالا و سهام جایزه بالا می‌باشند و

۱- ابراهیم عباسی، انصار سهام جاریه و تأثیر آن بر قیمت سهام شرکتهای سدرآمد سده در بورس اوراق بهادار تهران، رساله کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ۱۳۷۰.

۲- از آنجا که انصار سهام به سبب اثر ارزش اسمی در اسرار ممنوع می‌باشد، کلید اهراس سرمایه شرکتها سهام جاریه در نظر گرفته شده است. البته برای محاسبه نرخ بازده داخلی مبلغ پرداختی ثابت ارزش اسمی سهام به صورت جریان نقدی خروجی در نظر گرفته شده است.

نمی‌توان آنها را در یک گروه جای داد ابتدا ۱۰ شرکت با بالاترین سود تقسیمی و ۱۰ شرکت با بالاترین سهام جایزه انتخاب گردید و از بین این دو گروه شرکت‌هایی که در هر دو گروه قرار داشتند حذف شدند و نهایتاً ۶ شرکت با بیشترین سود تقسیمی و ۶ شرکت با بالاترین افزایش سرمایه به شرح جداول ۱ و ۲ انتخاب گردیدند.

ردیف	نام شرکت	۱۹۹	N.C.F. _{۹۹}	N.C.F. _{۷۰}	N.C.F. _{۷۱}	N.C.F. _{۷۲}	N.C.F. _{۷۳}	IRR
۱	ایرانیت	۵۵۳۱	۱۹۵	۲۵۰۰	۳۱۵۰	۴۸۵۰	۵۵۵۵۱	۰/۷۴
۲	سپینا	-۴۵۲۰	۰	۷۱۷۵	۶۱۵۰	۳۰۰۰	۱۷۱۸۱	۰/۷۹
۳	پارس سرام	-۳۰۰۰	۳۸۰۰	۲۶۷۵	۶۱۴۰	۱۰۰۰۰	۹۲۸۰۰	۱/۶۷
۴	چینی ایران	-۴۵۵۰	۱۵۰	۱۱۵۵	۸۰۹۲	۶۱۴۸	۳۱۶۰۵	۰/۷۵
۵	لامبران	-۴۲۲۵	۰	۲۰۱۳	۳۲۷	۲۹۷۴	۴۵۴۲۳	۰/۷۱
۶	نفت بهران	-۵۰۲۵	۴۹۸	۳۲۶	۱۹۵۴	۲۷۰۱	۳۱۴۲۰	۰/۵۵
	جمع	-۲۶۸۵۱	۴۶۴۳	۱۵۸۶۴	۲۵۸۱۳	۲۹۶۷۳	۲۷۳۸۰	۰/۸۴

جدول شماره ۱- نرخ بازده داخلی سهامداران ۶ شرکت از بین ۱۰ شرکت با بالاترین سود نقدی

همانطور که در جداول شماره ۱ و ۲ نشان داده شده است: نرخ بازده داخلی سهامداران شرکت‌هایی که بیشترین سود نقدی داده‌اند ۸۴ درصد و نرخ بازده داخلی سهامداران شرکت‌هایی که بیشترین سهام جایزه داده‌اند ۷۵ درصد می‌باشد. این نتایج حکایت از دو فرضیه اول دارد. برای حصول اطمینان از نتایج بدست آمده همین کار در مورد ۲۰ شرکت با بالاترین سود نقدی و ۲۰ شرکت با بالاترین سهام جایزه به شرح جداول شماره ۳ و ۴ انجام گرفت. نتایج کسب شده نرخ بازده داخلی سهامداران شرکت‌هایی که سود نقدی بیشتری داده‌اند را ۶۸ درصد و نرخ بازده داخلی سهامداران شرکت‌هایی که سهام جایزه بیشتری داده‌اند را ۶۵ درصد نشان

می‌دهد. این نتایج نیز حکایت از رد فرضیه اول دارد.

ردیف	نام شرکت	۱۶۹	N.C.F _{۶۹}	N.C.F _{۷۰}	N.C.F _{۷۱}	N.C.F _{۷۲}	N.C.F _{۷۳}	IRR
۱	قد بیستون	-۱۲۶۰۱	۱۰۰۰	۱۸۰۰۰	-۱۰۰۲/۵	۷۵۰۰	۴۴۵۰۰۰	۱/۲۲
۲	قد مردشت	-۱۲۷۰۰	۱۵۰۰	۱۲۰۰	۱۷۵۰	۱۲۵۴۰	۲۳۹۰۶۴	۰/۸۸
۳	سیمان فارس و خوزستان	-۱۰۰۰۰	۰	۰	۴۶۵۰۰	۱۹۳۷۵	۱۱۷۸۱۲/۵	۱/۱۴
۴	ایران مریئوس	-۳۰۷۰۷	۴۱۵۴	۳۷۸۱/۲	۵۱۰۳/۱	۸۱۹۸/۸	۱۲۹۶۰۰	۰/۴۲
۵	ایران و عرب	-۱۵۰۰۰	۱۴۵۰	۱۷۰۰	۱۰۰۰	۶۲۵	۶۰۵۰۰	۰/۳۷
۶	دوجرخه و موتور سبکت ایران	-۱۵۰۰۰	۰	۷۳۸	۵۶۱۹۴	۰	۲۶۰۰۰	۰/۱۹
	جمع	-۹۶۰۰۸	۸۱۰۲	۲۵۶۱۹/۲	۵۸۶۲۰/۶	۲۸۳۳۹	۱۰۹۷۹۷۷	۰/۷۵

جدول شماره ۲ - برج بارده داخلی سهامداران ۶ شرکت از بین ۱۰ شرکت با بالاترین سهام جایزه

برای اطمینان بیشتر از نتایج حاصله ۲۰ شرکت با کمترین سود نقدی و ۲۰ شرکت با کمترین سهام جایزه انتخاب و شرکتهای تکراری حذف گردید و نرخ بازده داخلی سهامداران هر گروه محاسبه شد. نتایج مربوطه در جداول ۵ و ۶ ارائه گردیده است و نشان دهنده این است که این نرخ در مورد شرکتهایی که سود نقدی کمتری داده‌اند ۵۹ درصد و در شرکتهایی که سهام جایزه کمتری داده‌اند ۶۲ درصد می‌باشد که این نتایج نشان می‌دهد ثروت سهامداران شرکتهایی که سود نقدی کمتری داده‌اند از ثروت سهامداران شرکتهایی که سهام جایزه کمتری داده‌اند، افزایش کمتری یافته است و این نتایج نیز دال بر رد فرضیه اول می‌باشد.

ردیف	نام شرکت	۱۶۹	N.C.F ۶۹	N.C.F ۷۰	N.C.F ۷۱	N.C.F ۷۲	N.C.F ۷۳	IRR
۱	ایرانیت	-۵۵۳۱	۱۹۵	۲۵۰۰	۳۱۵۰	۴۸۵۰	۵۵۵۵۱	۰/۷۴
۲	سپنتا	-۴۵۲۰	۰	۷۱۷۵	۶۱۵۰	۳۰۰۰	۱۷۱۸۱	۰/۷۹
۳	چینی ایران	-۴۵۵۰	۱۵۰	۱۱۵۵	۸۰۹۲	۶۱۴۸	۳۱۶۰۵	۰/۷۵
۴	لامیران	-۴۲۲۵	۰	۲۰۱۳	۳۲۷	۲۹۷۴	۴۵۴۲۳	۰/۷۱
۵	نفت بهران	-۵۰۲۵	۴۹۸	۳۴۶	۱۹۵۴	۲۷۰۱	۳۱۳۲۰	۰/۵۵
۶	سرمایه گذاری البرز	-۷۲۰۰	۱۷۶۵	۱۸۰۲	۱۰۷۹	۲۷۳۲	۵۸۲۱۰	۰/۶۳
۷	پارس پامچال	-۶۰۰۰	۲۱۹۵	۳۰۹۶	۲۲۱۴	-۲۸۸	۲۶۶۱۰/۵	۰/۵۵
۸	سیمان کرمان	-۱۱۳۰	۰	۰	۴۷۲۰	۱۰۰۰	۱۱۰۳۰	۰/۹۳
۹	تولیدی تیم	-۳۸۰۰	۳۱۰	۳۲۰	۱۳۹۳	۲۲۰۰	۲۰۸۰۴	۰/۵۱
۱۰	ساسان	-۴۸۱۸	۳۱۲	۵۰۰	۱۲۵۰	۲۷۵۰	۴۳۷۵۰	۰/۶۳
۱۱	مخمل و ابریشم کاشان	-۳۰۶۰	۸۷	۱۷۰۰	۶۰۰	۱۸۱۰	۱۰۵۰۰	۰/۴۶
۱۲	قند لرستان	-۲۵۰۱	۱۰۰	۸۸۰	۷۷۰	۲۸۲۸	۶۱۶۲۹	۰/۹۹
۱۳	افت	-۱۳۵۰	۱۰۰	۲۵۲/۹۳	۱۹۸۵/۶	۱۴۶۱/۷	۱۵۵۷۳/۹	۰/۸۳
	جمع	-۵۳۹۱۰	۵۷۱۲	۲۱۷۴۰	۳۳۴۸۵	۳۴۱۶۷	۴۲۷۱۸۷	۰/۶۸

جدول شماره ۳- نرخ بازده داخلی سهامداران ۱۳ شرکت از بین ۲۰ شرکت با بالاترین سود نقدی

ردیف	نام شرکت	۱۹۹	N.C.F _{۹۹}	N.C.F _{۹۷}	N.C.F _{۹۶}	N.C.F _{۹۵}	N.C.F _{۹۴}	IRR
۱	فند بیستون	-۱۲۶۰۱	۱۰۰۰	۱۸۰۰۰	-۱۰۰۲/۵	۷۵۰۰	۴۴۵۰۰۰	۱/۲۲
۲	فند مرودشت	-۱۲۷۰۰	۱۵۰۰	۱۲۰۰	۱۷۵۰	۱۴۵۴۰	۲۳۹۰۶۴	۰/۸۸
۳	ایران مریئوس	-۳۰۷۰۷	۴۱۵۴	۳۷۸۱/۲	۵۱۰۳/۲	۸۱۹۸/۸	۱۲۹۶۰۰	۰/۴۲
۴	ایران و غرب	-۱۵۰۰۰	۱۴۵۰	۱۷۰۰	۱۰۰۰	۶۲۵	۶۰۵۰۰	۰/۳۷
۵	دوچرخه و مونورسیکلت ایران	-۱۵۰۰	۰	۷۳۸	۵۶۱۹	۰	۲۶۰۰۰	۰/۱۹
۶	ارج	-۱۳۵۰	۹۳	۰	۷۷۸۴	۸۰۰۰	۵۰۰۴۰	۱/۴۵
۷	صنعتی آما	-۲۰۰۰	۲۵۰	۳۳۲/۵	۶۶۷/۵	۲۴۴۴	۶۰۲۰۰	۱/۰۷
۸	فند ثابت	-۵۰۰۰	۱۰۵	۹۸	۱۳۰۵	۱۴۹۸/۵	۸۶۱۰۷	۰/۸۰
۹	سیمان شرق	-۳۱۷۳	۸۹/۱	۲۶۰	-۹۵۴/۲	-۱۸۱/۴	۲۶۹۲۴	۰/۵۲
۱۰	ایران تایر	-۱۲۵۰	۱۸/۳	۲۰۶	-۹۸۳	۵۸۴۴	۴۷۸۲۰	۱/۱۶
۱۱	ریسندگی و بافندی کاشان	-۲۵۵۰۰	۱۲۰۰	۶۰۰۰	۶۰۰	۶۰۰	۱۴۱۶۶	۰/۰۳
۱۲	سرمایه گذاری ملی ایران	-۱۴۸۰	۱۳۹/۶	۴۴۴/۴	۱۴۶۱/۶	-۵۶	۳۱۵۶۶	۰/۸۹
۱۳	فیبر ایران	-۱۲۰۰	-۵۰۰	-۵۰۰	۱۰۰۰	۱۹۲۰	۳۶۲۵۰	۰/۹۴
	جمع	-۱۳۰۶۱۱	۹۵۱۱	۳۱۱۶۷/۳	۱۶۸۷۱/۵	۲۴۴۴۱	۱۲۸۹۳۰۳	۰/۶۵

جدول شماره ۴ - نرخ بازده داخلی سهامداران ۱۳ شرکت از بین ۲۰ شرکت با بالاترین سهام جابزه

ردیف	نام شرکت	۱۹۹	N.C.F _{۶۹}	N.C.F _{۷۰}	N.C.F _{۷۱}	N.C.F _{۷۲}	N.C.F _{۷۳}	IRR
۱	ایران و غرب	-۱۵۰۰۰	۱۴۵۰	۱۷۰۰	۱۰۰۰	۶۲۵	۶۰۵۰۰	۰/۳۷
۲	دوجرخه و مونورسیکلنت ایران	-۱۵۰۰۰	۰	۷۳۸	۵۶۱۹	۰	۲۶۰۰۰	۰/۱۹
۳	نساجی مازندران	-۱۵۵۱	۱۴۶	۳۶۰	۱۷۹	۴۱۴	۲۶۳۸/۶	۰/۲۳
۴	پرمیت	-۱۰۰۰	-۵۰۰	۳۵۱	-۱۰۰۱	۶۵۴	۱۰۲۸۴	۰/۵۰
۵	سیمان شرق	-۳۱۷۳	۸۹/۱	۲۶۰	۲۵۶/۲	-۱۸۱/۴	۲۶۹۲۴	۰/۵۲
۶	آبسال	-۳۳۵۰	۱۵۰	۲۵۰	۱۱۲۵/۷	۴۰۵/۳	۴۷۸۲۹/۳	۰/۷۵
۷	پلاستیران	-۵۰۵۱	۲۵۰	۲۵۰	۵۲۱	۵۹۹	۱۵۵۷۰	۰/۳۰
۸	قند شیرین	-۵۰۰۰	۱۰۰	۱۵/۴	۸۷۵/۲	۶۷۹	۳۵۱۳۷/۳	۰/۵۱
۹	قند مرودشت	-۱۲۷۰۰	۱۵۰۰	۱۲۰۰	۱۷۵۰	۱۲۵۴۰	۳۳۹۰۶۴	۰/۸۸
۱۰	سرمایه گذاری علی ایران	-۱۴۸۰	۱۳۹/۶	-۴۴۶/۴	۱۴۴۱/۶	-۶۶	۳۱۵۶۶	۰/۸۹
۱۱	قوه پارس	-۱۵۰۰۰	۰	-۱۳۱۵	۲۸۳۲	۰	۱۲۰۰	۰/۵۶
۱۲	صنعتی آما	-۲۰۰۰	۲۵۰	۳۳۲/۵	۶۶۷/۵	۲۴۶۴	۶۰۲۰۰	۱/۰۷
۱۳	ایران مریئوس	-۳۰۷۰۷	۴۱۵۲	۳۷۸۱/۲	۵۱۰۳/۱	۸۱۹۸/۸	۱۲۹۶۰۰	۰/۴۲
۱۴	نفت پارس	-۱۳۰۰۰	۶۳	۵۰۰	۳۱۳۵	۵۰۰	۱۴۷۶۳۰	۱/۷۰
۱۵	شیمیایی رنگین	-۴۰۰۰	۲۰۰	۲۶۰	۹۱۲/۶	۹۰۶	۲۰۹۷۹	۰/۴۵
	جمع	-۱۰۲۸۱۳	۷۹۹۱/۷	۸۲۳۶/۷	۲۳۲۲۷	۲۷۷۳۷/۷	۸۶۶۲۲۲/۴	۰/۵۹

جدول شماره ۵- نرخ بازده داخلی سهامداران شرکتهایی که کمترین سود نقدی را توزیع کرده‌اند

ردیف	نام شرکت	۱۶۹	N.C.F ۶۹	N.C.F ۷۰	N.C.F ۷۱	N.C.F ۷۲	N.C.F ۷۳	IRR
۱	کارتن ایران	-۱۶۰۱	۰	۰	۴۸۹/۷	۱۳۸۸/۷	۹۷۵۱/۵	-۰/۵۲
۲	سیمان شمال	-۱۰۷۰	۰	۰	۳۶۰۰	۱۰۰۰	۸۲۰۷	-۰/۸۳
۳	مخمل و ابریشم کاشان	-۳۰۶۰	۸۷	۱۷۰۰	۶۰۰	۱۸۱۰	۱۰۵۰۰	-۰/۴۶
۴	سپنتا	-۴۵۲۰	۰	۷۱۷۵	۶۱۵۰	۳۰۰۰	۱۷۱۸۱	-۰/۷۹
۵	افست	-۱۳۵۰	۱۰۰	۲۵۲/۹۳	۱۹۸۵/۶	۱۴۶۱/۷	۱۵۵۳۳/۹	-۰/۸۳
۶	شیشه قزوین	-۳۰۶۱	۱۰۰	۱۹۰	۲۱۰۰	۲۱۰۰	۸۹۹۵	-۰/۴۱
۷	سیمان کرمان	-۱۱۳۰	۰	۰	۴۷۲۰	۱۰۰۰	۱۱۳۰	-۰/۹۳
۸	سپهر رنگ	-۲۵۰۰	۲۹۶/۷	۲۳۳	۱۰۸۷	۹۳۲	۷۷۹۰	-۰/۳۹
۹	ساسان	-۴۸۱۸	۳۱۲	۵۰۰	۱۲۵۰	۲۷۵۰	۴۳۷۵۰	-۰/۶۳
۱۰	رادیو الکتریک	-۱۸۰۰	۱۵	۱۰۰۰	۱۰۰۳	۷۲۴	۶۲۶۴	-۰/۴۸
۱۱	پارس مینو	-۱۳۵۰	۷۱۹/۳	۱۰۷۰	۹۷۰	۳۰۰۰	۲۰۰۹۲	۱/۰۹
۱۲	نولیدی تیم	-۳۸۰۰	۳۱۰	۳۲۰	۱۳۹۳	۲۲۰۰	۲۰۸۰۴	-۰/۵۱
۱۳	سرمایه گذاری البرز	-۷۴۰۰	۱۷۶۵	۱۸۰۲	۱۰۷۹	۲۷۳۲	۵۸۲۱۰	-۰/۶۳
۱۴	کاشی اصفهان	۳۶۶۵	۲۰۰	۴۷۴	۸۸۰	۱۴۰۵/۶	۱۵۱۳۸/۲	-۰/۴۲
۱۵	کارتن پارس	-۲۵۰۰	۰	۱۵۰	۱۴۵۳/۷	۱۵۵۷/۵	۲۲۶۹۵	-۰/۶۴
	جمع	-۴۳۶۲۵	۳۸۷۵	۱۴۸۶۷	۲۸۷۶۱	۲۷۰۵۷	۲۷۵۹۸۲	-۰/۶۲

جدول شماره ۶- نرخ بازده داخلی سهامداران شرکتهایی که کمترین سهام جایزه را داده‌اند

این نتایج نشان می‌دهد که سهام جایزه در بلندمدت باعث افزایش ثروت سهامداران نمی‌شود و دلیل بازده غیرعادی پیرامون مجامع اعلام سهام جایزه عدم اطلاع سهامدار ایرانی از ماهیت سهام جایزه و همچنین عدم کارآیی بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. این نتایج به کسانی که قصد سرمایه‌گذاری بلندمدت در سهام شرکتی را دارند کمک می‌کند تا با دیدن بازده غیرعادی پیرامون مجمع اعلام سهام جایزه گمراه شوند و به سمت خرید سهام شرکتی که سیاست توزیع سود سهمی را دنبال می‌نمایند، نروند. گروهی از محققان بازده بالاتر پیرامون مجمع توزیع سود سهمی را به منزله با ارزش بودن سهام جایزه تلقی کرده و گروهی دیگر بر این باورند که بازده بیشتر این گونه سهام ناشی از محتوای اطلاعاتی سهام جایزه است و سهام جایزه بخودی خود ارزشی ندارد. اگر چه بعد از انتشار سهام جایزه تعداد سهام هر یک از سهامداران افزایش می‌یابد ولی درصد مالکیت آنها در شرکت ثابت باقی می‌ماند و در نسبت مشارکت آنها در سود و کنترل شرکت تغییری حاصل نمی‌شود.

چنانچه سهام جایزه همراه با نسبت تقسیم سود بالا باشد، یعنی انتشار سهام جایزه باعث کاهش نسبت تقسیم سود نشود ثروت سهامداران را افزایش خواهد داد. جدول شماره ۷ شرکتهایی را نشان می‌دهد که دارای نسبت تقسیم سود نقدی بالا و سهام جایزه بالا می‌باشند. همانطور که در این جدول نشان داده شده نرخ بازده داخلی سهامداران اکثر این شرکتها بیش از ۱۰۰ درصد می‌باشد و این نرخ برای این گروه از شرکتها ۱۳۵ درصد می‌باشد. نرخ فوق بیانگر این موضوع است که این شرکتها توانسته‌اند از وجوه باقیمانده در شرکت برای پروژه‌های سودآور استفاده کنند و نسبت تقسیم سود خود را حفظ نمایند.

نتایج آزمون فرضیه دوم

جدول شماره ۸ نام شرکتها، تاریخ مجمع، میزان سود نقدی و قیمت سهام را در قبل و بعد از مجمع و درصد بازده غیرعادی این سهام را نشان می‌دهد. همانطور که در جدول مزبور نشان داده شده است در اکثر موارد نرخ بازده غیرعادی منفی می‌باشد، البته درصد بازده غیرعادی زیاد نمی‌باشد و بطور متوسط در ۳۸ مورد اعلام سود نقدی بازده غیرعادی $4/37$ - درصد می‌باشد.

ردیف	نام شرکت	۱۹۹	N.C.F ۶۹	N.C.F ۷۰	N.C.F ۷۱	N.C.F ۷۲	N.C.F ۷۳	IRR
۱	کف	-۶۰۰۰۰	۱۰۰۰۰	۹۲۷۵۳	۲۱۴۴۰	۲۴۰۰۰۰	۲۳۰۰۰۰	۱/۴۳
۲	پرست	-۱۱۴۲۵	۱۵۰۰	۱۵۰۰	۹۰۳۱۰	۱۶۰۰	۲۷۳۵۸۰	۱/۳۷
۳	پاک	-۱۳۰۰۰	۱۰۴۵۳	۱۶۰۰۰	۲۹۶۶۷	۸۲۰۸۸	۴۹۰۴۲۵	۱/۶۷
۴	پلاستیک شاهین	-۱۵۰۰۰	۱۴۳۴۸	۲۵۴۹۳	۲۵۰۰۰	۱۷۸۲۰	۲۳۴۶۴۰	۱/۴۵
۵	پارس سرام	-۳۰۰۰	۳۸۰۰	۲۶۷۵	۶۱۴۰	۱۰۰۰۰	۹۲۸۰۰	۱/۶۷
۶	سیمان فارس و خوزستان	-۱۰۰۰۰	۰	۰	۴۶۵۰۰	۱۹۳۷۵	۱۹۷۸۱۲/۵	۱/۱۴
۷	توسعه صنایع بهشهر	-۱۲۳۰	۰	۴۵۳	۲۲۵۰	۴۸۷۵	۱۶۶۱۴۷	۱/۷۹
۸	ایرانیت	-۵۵۳۱	۱۹۵	۲۵۰۰	۳۱۵۰	۴۸۵۰	۵۵۵۵۱	۰/۷۴
۹	قند بیستون	-۱۲۶۰۱	۱۰۰۰	۱۸۰۰۰	-۱۰۰۲/۵	۷۵۰۰	۴۴۵۰۰۰	۱/۲۲
۱۰	چینی ایران	-۴۵۵۰	۱۵۰	۱۱۵۵	۸۰۹۲	۶۱۴۸	۳۱۶۰۵	۰/۷۵
۱۱	پارس پامجال	-۶۰۰۰	۲۱۹۵	۳۰۹۶	۲۲۱۴	-۲۸۸	۲۴۶۱۰/۵	۰/۵۵
۱۲	قند لرستان	-۲۵۰۱	۱۰۰	۸۸۰	۷۷۰	۲۸۲۸	۶۱۶۲۹	۰/۹۹
۱۳	ایران تایر	-۱۲۵۰	۱۸/۳	۲۰۶	-۹۸۳	۵۸۴۴	۴۷۸۲	۱/۱۶
۱۴	بسته بندی ایران	-۱۷۰۲	۳۱۱/۴	۶۰۶	۲۲۲۶	-۲۹۰	۲۵۶۵۲	۰/۸۹
	جمع	-۱۴۷۷۹	۴۴۰۷۱	۱۶۵۳۱۷	۲۳۵۷۷۲	۴۰۲۳۵۰	۴۸۷۷۳۷۲	۱/۳۵

جدول شماره ۷- نرخ بارده داخلی سهامداران ۱۴ شرکت از ۳۰ شرکت با بیشترین سود نقدی و سهام جاریه

ردیف	نام شرکت	تاریخ مجمع	ID	PA	PB	IA	IB	TP	PA-ATP	ATP	ARR
۱	رشدگی و بافندگی کاشان	۶۹/۹/۲	۱۲۰۰	۳۵۰۰۷	۳۵۰۰۲	۱۳۹/۸	۱۳۹/۸	۱۵۰/۳۳	۳۹۳۹/۲	۳۹۳۹/۲	-۲/۱
۲	نفت تهران	۶۹/۹/۲۷	۹۹۸	۷۶۱۲	۷۶۱۱	۱۵۲/۶	۱۵۲/۶	۷۱۷	۷۱۸/۵	۷۱۷	-۹/۷
۳	نفت تهران	۷۱/۹/۲۹	۱۹۵۴	۱۱۰۰۰	۱۱۵۱۱	۹۸۰/۷	۹۸۰/۷	۴۶۷/۹۱	۱۰۰۸۱/۰	۱۰۰۷۸۰/۶	۵
۴	نفت تهران	۷۳/۹/۲۶	۱۶۲۰	۹۰۵۱	۷۰۰۰	۹۲۸/۶	۹۲۸/۶	۵۵۶/۹۱	۵۲۱۲/۲	۵۵۶/۹۱	-۳/۸
۵	چینی ایران	۶۹/۹/۳۱	۱۵۰	۷۱۷	۷۱۵۰	۱۶۳	۱۶۳	۷۰۱۷/۱۷	۱۷/۱۷	۱۷/۱۷	۲/۲
۶	چینی ایران	۷۱/۹/۲۹	۹۰۹۶	۸۵۰۰	۱۱۲۲۷	۹۸۹/۱	۹۸۹/۱	۴۵۲/۳۳	۸۱۱۶/۶۴	۴۵۲/۳۳	۹/۷
۷	ایزانت	۶۹/۹/۳۱	۱۹۵	۵۷۲۱	۵۷۲۱	۱۵۷/۱۶	۱۵۷/۱۶	۱۶۳/۰۸	۵۷۵۷/۳	۵۵۶۸/۳۲	-۰/۳
۸	کاشی اصفهان	۶۹/۹/۳۰	۲۰۰	۶۱۶۲	۶۱۶۲	۱۵۲/۶	۱۵۲/۶	۵۸۹۲/۸	۶۲۹۲/۴	۵۸۹۲/۸	-۳/۶
۹	نقد نیشابور	۶۹/۷/۱۵	۳۵۰	۹۶۰۰	۹۶۰۰	۱۷۲/۷	۱۷۲/۷	۴۱۹۰/۶	۹۱۸۳/۶۱	۴۱۹۰/۶	-۰/۲
۱۰	نقد نیشابور	۷۳/۸۰/۲۵	۳۰۰۰	۱۹۹۰۰	۱۹۹۰۰	۵۹۱/۲۹	۵۹۱/۲۹	۱۱۷۹۳	۱۲۲۶۹/۳	۱۱۷۹۳	-۱۸/۵
۱۱	ثابت خراسان	۶۹/۸/۲۹	۲۰۵	۵۵۰۰	۶۱۰۳	۱۷۲/۸۹	۱۷۲/۸۹	۱۷۲/۸۹	۵۹۲۸/۹	۵۹۲۸/۹	-۷/۵
۱۲	کارش بارس	۷۰/۱/۲۶	۱۵۰	۶۵۰۲	۶۵۰۲	۱۹۹/۷	۱۹۹/۷	۲۲۶۹/۱۷	۲۲۶۹/۱۷	۲۲۶۹/۱۷	۹/۳
۱۳	سیمان شرق	۷۰/۹/۶	۲۰۰	۸۰۰۰	۶۷۱۰	۲۸۰/۵	۲۸۰/۵	۳۱۸/۲۱	۷۲۱۱/۱۸	۶۵۲/۸۹	۷/۸
۱۴	نشینه و گاز	۷۰/۷/۸	۲۶۰	۶۷۲۵	۶۷۲۵	۲۱۹/۸	۲۱۹/۸	۲۲۳/۶۶	۶۵۰۱/۶	۶۹۹/۷۶	-۹/۶
۱۵	نماچی مازندران	۷۰/۱۱/۲۰	۳۰۰	۸۴۶۱	۸۴۶۱	۳۸۹	۳۸۹/۲	۳۸۹	۱۹۸۱۷/۲۱	۸۰۹۵/۳۹	-۱/۹
۱۶	بارس مینو	۷۱/۹/۳۱	۹۸۵	۱۲۰۰۰	۱۲۰۰۰	۹۸۰/۷	۹۸۰/۷	۱۱۵۷/۵۱	۱۰۷۲/۶	۱۱۵۷/۵۱	-۶/۷
۱۷	پلاستیران	۷۱/۳/۱۶	۵۲۱	۹۰۱۱	۸۵۵۰	۹۰۹/۶	۹۰۹/۶	۸۵۲/۶۳	۳۰۹/۶	۸۵۲/۶۳	۰
۱۸	بارس سرام	۷۱/۹/۲۹	۱۵۳۵	۹۰۰۰	۱۲۲۱۶	۹۸۳	۹۸۳	۱۰۰۳۶/۶	۳۰۰۳۶/۳	۱۰۰۳۶/۶	-۱۰/۳
۱۹	نفت بارس	۷۱/۱۱/۱۲	۱۰۰	۱۱۰۰۰	۱۱۰۰۰	۹۹۱/۷	۹۹۱/۷	۹۹۱/۸	۱۰۸۹۷/۳	۱۰۹۱۱/۶۵	-۳/۶
۲۰	نفت بارس	۷۳/۹/۲۸	۱۳۲۶	۹۰۰۰	۱۲۰۱۱	۹۲۸/۶	۹۲۸/۶	۱۰۲۰۳/۷	۱۰۲۰۳/۷	۱۰۶۶۶	-۱۱/۸

جدول شماره ۸- نرخ بازده بازده غیرعادی پیرامون مجمع اعلان سود نقدی

ARR	PA-ATH	ΔTP	IP	I _A	I _B	PA	P _B	D	تاریخ مجمع	نام شرکت	زادینف
۸/۲	۳۳۳/۸	۹۰۹۶/۱۵	۳۳۳۷/۲	۹۲۰/۹۶	۹۲۸	۹۲۳۰	۵۰۰۰	۷۰۸	۷۱/۱۲/۱۵	فولاد پارس	۲۱
۱۰/۵	۹۵۱/۷۳	۹۲۹۸/۱۷	۳۳۶۹/۱۵	۹۲۸/۶	۹۳۵/۲	۹۷۵۰	۳۱۵۰	۱۰۰۰	۷۱/۱/۲۲	پسته بندای پارس	۲۲
-۱۸/۵	-۹۰۷/۱۹	۹۹۰۷/۲۹	۹۹۱۱/۱۵	۹۲۱/۹	۹۲۳/۲	۹۰۰۰	۵۰۰۰	۱۰۰	۷۲/۹/۱	رساندگی و بافندگی کاشان	۲۳
-۱۸/۶	-۸۵/۸	۹۳۵۷/۸	۹۹۵/۵	۳۸۸/۱	۹۱۲/۹	۳۸۰۰	۵۵۰۰	۵۱۶	۷۲/۹/۲۳	صنعتی آما	۲۴
-۵/۶	-۱۸۶/۱۹	۳۳۶۶/۱۹	۳۶۸/۲۹	۹۰۲/۱۵	۹۲۰/۱۵	۳۳۳۰	۳۹۵۰	۳۰۰	۷۲/۹/۲۸	ناهنی پروچرد	۲۵
۱۷/۱	۵۶۶/۸	۳۲۰۳/۶	۳۳۸۸/۷	۹۰۲/۱۵	۹۱۲/۹	۳۷۵۰	۹۹۹۰	۱۳۰۰	۷۲/۹/۲۸	نورمه صنایع پهنهر	۲۶
۹/۱	۹۱۸/۵۲	۲۵۸۱/۲۶	۲۶۷۲/۲۸	۹۰۹/۸	۹۲۸	۵۰۰۰	۶۰۰۱	۱۵۰۰	۷۲/۹/۲۹	پارس منیر	۲۷
۷/۱	۳۳۰/۵	۹۶۶۸/۹	۹۸۹۰/۹۹	۹۲۸/۵	۱۵۳	۵۰۰۰	۶۲۶۰	۱۵۶۶	۷۳/۹/۲۱	پارس منیر	۲۸
۳/۹	۱۹۰	۹۸۱۰	۵۲۸۲	۳۹۶/۱۳	۹۳۵/۰۷	۵۰۰۰	۶۰۰۱	۸۱۲	۷۱/۱۲/۲۰	سرمایه گذاری ملی	۲۹
-۲۰۲	-۷۹/۲۶	۳۱۹۵/۲۶	۳۲۳۵/۱۵	۹۲۸/۵	۹۲۳/۹	۳۱۲۱	۹۱۲۱	۱۹۵	۷۳/۹/۲۶	فیبر ایران	۳۰
۸/۲	۳۷۸/۸	۹۶۲۱/۱۲	۹۶۶۰/۱	۹۲۰/۳۲	۹۲۳/۹	۵۰۰۰	۶۱۰۰	۱۶۲۶	۷۳/۹/۲۷	پسته بندای ایران	۳۱
-۰/۵	۱۱/۸۲	۹۲۸۸/۱۸	۹۴۰۵/۶۸	۹۲۸/۶	۹۲۸	۱۵۰۰	۳۰۲۱	۹۶۹	۷۳/۹/۲۷	پارس پامچال	۳۲
۱۷/۶	۵۲۱/۹۱	۳۰۱۸/۰۹	۳۱۶۰/۹۱	۹۲۸/۵	۹۲۸	۳۵۵۰	۹۰۵۰	۱۰۰۶	۷۳/۹/۲۸	پلاستیک شاهین	۳۳
-۱۸/۹	-۲۰۹/۵/۶	۱۱۰۹/۵/۶	۱۰۹۶۷	۶۰۲/۹	۵۹۵/۹۱	۹۰۰۰	۱۲۵۶۱	۱۸۰۰	۷۳/۱۰/۲۸	فقد بستون	۳۴
-۳۲/۵	-۹۱۶/۵	۱۱۲۲۰	۱۱۶۷۰	۶۰۵/۳۶	۵۷۸/۰۸	۸۰۰۶	۱۳۵۱۰	۲۰۷۸	۷۳/۱۰/۱۷	لبیان پاک	۳۵
-۰/۲	۲۸/۸	۱۹۱۷/۲	۱۳۷۵۷	۹۹۹/۱۱	۳۸۹/۵۳	۱۹۲۰۰	۱۹۲۰۰	۵۰۰	۷۳/۷/۲۱	شیرینی خراسان	۳۶
-۰/۲	-۱۲۲۷	۹۵۵۷/۲	۳۷۶۶/۳	۹۸۹/۵۳	۹۵۰/۲۹	۲۸۳۰۰	۲۸۳۰۰	۹۹۶	۷۳/۷/۱۱	روغن نباتی پارس	۳۷
۱۷/۸	۸۳۲	۹۶۶۸/۸	۹۰۳۲	۵۷۰/۵۳	۹۲۱/۷	۵۵۰۱	۶۶۰۰	۲۹۰۰	۷۳/۸/۱۸	فقد لرسان	۳۸
-۰/۳	-۳۹۹/۰/۵	۳۸۱۰/۵/۵									

ادامه جدول شماره ۸ - برح بازرده بارده غیرعادی پیرامون مجمع اعلان سود نقدی

همانطور که در روش آزمون فرضیه دوم گفته شد، نرخ بازده غیرعادی منفی نشان دهنده کاهش قیمت سهام می‌باشد. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که در بیشتر موارد قیمت پس از مجمع از قیمت تثوریک کمتر می‌باشد و در نتیجه فرضیه دوم اثبات می‌شود.

برای تجزیه و تحلیل بهتر نتایج خالص تغییرات قیمت پس از مجمع نسبت به قیمت قبل از مجمع در جدول شماره ۹ ارائه شده است که نشان می‌دهد متوسط کاهش قیمت سهام بعد از مجمع نسبت به قبل از مجمع ۱۳ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد قیمت‌ها پس از مجمع به طور متوسط ۱۳ درصد نسبت به قیمت‌های قبل از مجمع کاهش داشته است.

محاسبه میانگین سود پرداختی به قیمت سهام قبل از مجمع $\frac{D}{PB}$ نشان می‌دهد که این نسبت نیز ۱۳ درصد است، این نتایج نشان می‌دهد که تغییرات قیمت دقیقاً به میزان سود پرداختی می‌باشد. این بدین معنا است که قیمت پس از مجمع برابر است با قیمت قبل از مجمع منهای سود پرداختی و این بیانگر این موضوع است که ماهیت سود نقدی برای سهامدار ایرانی شناخته شده است و بازده غیرعادی پیرامون مجمع ناشی از فاصله زمانی بین اعلام و دریافت سود سهام می‌باشد.

از آنجا که ارزش زمانی پول در تعیین قیمت سهام پس از مجمع در نظر گرفته نمی‌شود. هر چه میزان سود پرداختی بیشتر باشد، بازده غیرعادی نیز بیشتر خواهد بود. برای اثبات این موضوع شرکتها را در چهار گروه به شرح جدول شماره ۱۰ طبقه‌بندی نموده و نرخ بازده غیرعادی برای این گروه‌ها محاسبه شده است. نتایج حاصله نشان می‌دهد که در گروه اول که نسبت پرداخت سودشان کمتر از ۳۰ درصد می‌باشد نرخ بازده غیرعادی ۲/۴- درصد و در گروه چهارم که نسبت تقسیم سودشان بیش از ۱۷۵ درصد می‌باشد، این نرخ ۱۱/۶۳- درصد است. این موضوع باید در قیمت‌گذاری سهام در بورس تهران مد نظر قرار گیرد و در تعیین قیمت پس از مجمع محاسبات مربوط به ارزش زمانی پول را مد نظر قرار دهند تا باعث زیان سهامداران نشود، توجه به این نکته نیز ضروری است که نرخ بهره مورد استفاده برای آزمون فرضیه دوم ۲۰ درصد می‌باشد و چنانچه خواسته باشیم با نرخهای رایج در بازار (۴۰ یا ۵۰ درصد) سودها را تنزیل نماییم، مغایرتها بیشتر خواهد شد و این احتمال وجود دارد که سهامداران قبل از مجمع نسبت به فروش سهام خود اقدام نمایند.

ردیف	نام شرکت	PB	PA	InB	InA	$\Delta \rho$	$\Delta \ln$	%d
۱	ریسندگی وبافندگی کاشان	۳۵۰۰۲	۳۵۰۰۷	۱۳۹/۸	۱۵۰/۳۳	۰	%۸	-۸
۲	نفت بهران	۷۶۱۱	۷۶۱۳	۱۵۲/۶	۱۷۰/۱۱	۰	%۱۱	-۱۱
۳	نفت بهران	۱۲۵۱۱	۱۱۰۰۰	۴۸۰/۷	۴۶۷/۴۱	-%۱۲	-%۳	-۹
۴	نفت بهران	۷۰۰۰	۴۰۵۱	۴۴۸	۴۲۸/۶	-%۴۲	-%۴	-۳۸
۵	چینی ایران	۷۱۵۰	۷۱۷۰	۱۶۳	۱۶۳/۰۸	۰	۰	۰
۶	چینی ایران	۱۲۲۷۰	۸۵۰۰	۴۸۴/۱	۴۵۲/۳۳	-%۳۱	-%۷	-۲۴
۷	ایرانیت	۵۷۲۱	۵۷۴۲	۱۵۷/۱۶	۱۶۳/۰۸	۰	%۴	-۴
۸	کاشی اصفهان	۶۱۶۲	۶۱۶۲	۱۵۲/۶	۱۶۳/۰۸	۰	%۷	-۷
۹	قند نیشابور	۴۵۰۰	۴۲۰۰	۱۷۴/۷	۱۷۴/۸	-%۷	۰	-۷
۱۰	قند نیشابور	۱۴۴۰۰	۱۰۰۰۱	۵۹۱/۲۴	۶۱۷/۷۲	-%۳۰	%۴	-۲۶
۱۱	ثابت خراسان	۶۱۰۳	۵۵۰۰	۱۷۲	۱۷۲/۸۹	-%۱۰	۰	-۱۰
۱۲	کارتن پارس	۴۵۰۲	۵۰۰۰	۱۹۹/۷	۲۱۹/۳	%۱۱	%۱۰	۱
۱۳	سیمان شرق	۶۷۲۰	۸۰۰۰	۲۸۰/۵	۳۱۸/۲۱	%۱۹	%۱۳	۶
۱۴	شیشه و گاز	۶۷۲۵	۶۳۰۰	۲۱۹/۸	۲۲۳/۴۶	-%۶	%۲	-۴
۱۵	نساجی مازندران	۸۳۶۱	۸۰۶۰	۳۸۳/۲	۳۸۹	-%۴	%۱	-۳
۱۶	پارس مینو	۱۲۰۰۰	۱۰۰۰۰	۴۸۰/۷	۴۴۵/۵	-%۱۷	%۷	-۱۰
۱۷	پارس مینو	۶۰۰۱	۵۰۰۰	۴۱۲/۹	۴۰۴/۸	-%۱۷	-%۲	-۱۵
۱۸	پارس سرام	۱۲۲۱۴	۹۰۰۰	۴۸۳	۴۴۷/۳	-%۲۶	-%۷	-۱۹
۱۹	نفت پارس	۱۱۰۰۰	۱۰۵۰۰	۴۴۱/۷	۴۴۱/۱۸	-%۴	۰	-۴
۲۰	نفت پارس	۱۲۰۱۱	۹۰۰۰	۴۴۸/۸	۴۲۸/۶	-%۲۵	-%۴	-۲۱

جدول شماره ۹- تغییرات قیمت پیرامون مجمع اعلام سود نقدی

ردیف	نام شرکت	PB	PA	InB	InA	$\Delta \rho$	$\Delta \ln$	%d
۲۱	قوه پارس	۵۰۰۰	۴۴۳۰	۴۴۸	۴۲۰/۴۶	-٪۱۱	-٪۶	-۵
۲۲	بسته بندی پارس	۵۲۵۰	۴۷۵۰	۴۳۵/۲	۴۲۸/۶	-٪۹	-٪۱	-۸
۲۳	ریسندگی و بافندگی کاشان	۵۰۰۰	۴۰۰۰	۴۱۳/۲	۴۱۲/۹	-٪۲۰	۰	-۲۰
۲۴	صنعتی آما	۵۵۰۰	۳۸۰۰	۴۱۲/۹	۳۸۹/۰۱	-۰/۳۱	-۰/۰۶	-۲۵
۲۵	نساجی بروجرد	۳۹۵۰	۳۳۳۰	۴۲۰/۱۵	۴۲۰/۱۵	-۰/۱۶	-۰/۰۴	-۱۲
۲۶	توسعه صنایع بهشهر	۴۴۴۰	۳۷۵۰	۴۱۲/۹	۴۰۲/۱۵	-۰/۱۵	-۰/۰۳	-۱۲
۲۷	پارس مینو	۶۲۶۰	۵۰۰۰	۴۴۸۰	۴۰۲۸/۵	-۰/۲۰	-۰/۰۴	-۱۶
۲۸	پلاستیران	۹۰۱۱	۸۵۵۰	۴۰۹/۴	۴۰۹/۶	-۰/۰۵	۰	-۵
۲۹	سرمایه گذاری ملی	۶۰۰۱	۵۰۰۰	۴۳۵/۰۷	۳۹۶/۲۳	-۰/۱۷	-۰/۰۹	-۸
۳۰	فیبر ایران	۴۱۲۱	۳۱۲۱	۴۳۳/۹	۴۲۸/۵	-۰/۲۴	-۰/۰۱	-۲۳
۳۱	بسته بندی ایران	۶۱۰۰	۵۰۰۰	۴۳۳/۹	۴۳۰/۳۲	-۰/۱۸	-۰/۰۱	-۱۷
۳۲	پارس باعجال	۳۰۲۱	۲۵۰۰	۴۴۸	۴۲۸/۶	-۰/۱۷	-۰/۰۴	-۱۳
۳۳	پلاستیک شاهین	۴۰۵۰	۳۵۵۰	۴۴۸	۴۲۸/۵	-۰/۱۲	-۰/۰۴	-۸
۳۴	فند بیستون	۱۲۵۶۱	۹۰۰۰	۵۹۵/۹۱	۶۰۲/۹	-۰/۲۸	+۰/۰۱	-۲۹
۳۵	لبنیات پاک	۱۳۵۱۰	۸۰۰۴	۵۷۸/۰۸	۶۰۵/۳۶	-۰/۴۹	+۰/۰۵	-۴۶
۳۶	شیرین خراسان	۱۴۲۰۰	۱۴۲۰۰	۲۸۴/۵۳	۲۹۹/۱۱	۰	-۰/۰۳	-۳
۳۷	روغن نباتی پارس	۲۸۳۰۰	۲۸۳۰۰	۲۵/۰۳۴	۲۸۴/۵۳	۰	+۰/۰۷	-۷
۳۸	فند لرستان	۶۶۰۰	۵۵۰۱	۴۹۲/۷	۵۷۰/۵۲	-۰/۱۷	+۰/۱۶	-۳۳
	میانگین							-۱۳

ادامه جدول شماره ۹- تغییرات قیمت پیرامون مجمع اعلام سود نقدی

فرضیه اول نشان داد ثروت سهامداران شرکتهایی که سود نقدی داده‌اند از ثروت سهامداران شرکتهایی که سهام جایزه بیشتری داده‌اند افزایش بیشتری یافته است. از مقایسه نتایج این دو فرضیه نتیجه می‌گیریم که شرکتهایی که سود بیشتری پرداخت می‌نمایند قبل از مجمع ارزش سهامشان رشد بالایی دارد و کاهش قیمت پس از مجمع نسبت به افزایش قیمت سهام تا تاریخ مجمع ناچیز است و نرخ بازده غیر عادی پیرامون مجمع تأثیری چندانی بر ثروت سهامداران ندارد.

گروه	درصد سود تقسیمی	تعداد	متوسط نرخ بازده غیر عادی
۱	۱-۳۰	۱۱	-۲/۴٪
۲	۳۰-۱۰۰	۱۱	-۲/۵۱٪
۳	۱۰۰-۱۷۵	۱۰	-۲/۷۲٪
۴	۱۷۵-۴۱۰	۶	-۱۱/۶۳٪

جدول شماره ۱۰ - رابطه بین درصد سود تقسیمی و نرخ بازده غیر عادی

نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم عبارت بود از: «سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سود سهمی (سهام جایزه) را بر سود نقدی ترجیح می‌دهند».

برای آزمون این فرضیه از میانگین نرخ بازده غیر عادی پیرامون مجمع ۳۸ مورد توزیع سود سهمی و ۳۸ مورد توزیع سود نقدی استفاده شده است. آقای ابراهیم عباسی^۱ نرخ بازده غیر عادی پیرامون مجمع ۳۸ شرکت توزیع کننده سود سهمی را محاسبه نموده‌اند. ایشان نرخ

۱- ابراهیم عباسی، همان منبع.

بازده غیرعادی پیرامون این مجامع را $37/5$ درصد محاسبه نموده‌اند. در این تحقیق فرمول مورد استفاده ایشان که عبارت بود از $ARR = \frac{\sum ARR}{N}$ به فرمول زیر تغییر داده شده جهت قابل مقایسه نمودن نتایج این تحقیقات با تحقیقات ایشان نرخ بازده غیرعادی به صورت زیر محاسبه گردد.

$$\frac{\sum (PA - ATP)}{\sum ATP}$$

بعد از تغییر فرمول فوق نرخ بازده غیرعادی 23 درصد محاسبه گردید. از مقایسه نرخ بازده غیرعادی پیرامون مجامع توزیع سود سهمی (23 درصد) با نرخ بازده غیرعادی پیرامون مجامع سود نقدی ($4/37$ - درصد) نتیجه می‌گیریم که سهامداران سهام جایزه را بر سود نقدی ترجیح می‌دهند و فرضیه سوم نیز اثبات می‌گردد.

از آنجا که در یک بازار بورس کاراً متوسط نرخ بازده غیرعادی باید صفر باشد، این نتایج نشان دهنده این است که بورس تهران از ماهیت سود نقدی شناخت بیشتری نسبت به ماهیت سهام جایزه دارد و این رفتار بورس باعث گمراهی سهامداران نیز شده است، بطوری که سهامداران ایرانی نه تنها برای سهام جایزه ارزش قائل هستند بلکه هر چه درصد سهام جایزه بیشتر باشد، ارزیابی آنها از ارزش شرکت نیز بیشتر می‌شود. به عبارت دیگر نتایج کسب شده نشان می‌دهد که سهامداران ایرانی کمتر متوجه آثار نامطلوب سهام جایزه که رقیق شدن مالکیت هر سهم است می‌شود.

مقایسه این نتایج با نتایج فرضیه اول می‌تواند زنگ خطری باشد برای سهامداران و دست‌اندرکاران بورس تهران، برای اینکه در فرضیه اول دیدیم ثروت سهامداران شرکت‌های توزیع کننده سود نقدی افزایش بیشتری از ثروت سهامداران شرکت‌های توزیع کننده سهام جایزه داشته است ولی سهامداران دقیقاً عکس‌العمل معکوسی نسبت به اعلام این دو نوع سود نشان می‌دهند.

خلاصه و نتایج تحقیق

۱- ثروت سهامداران شرکت‌هایی که سود نقدی داده‌اند از ثروت سهامداران شرکت‌هایی که

سهام جایزه توزیع نموده‌اند، در دوره ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۳ افزایش بیشتری یافته است. همانطوری که در آزمون فرضیه اول نشان داده شد، متوسط نرخ بازده داخلی سهامداران ۶ شرکت با بالاترین سود نقدی ۸۴ درصد و این نرخ برای ۶ شرکت با بالاترین سهام جایزه ۷۵ درصد بود.

برای حصول اطمینان از نتیجه فوق نرخ بازده برای ۱۴ شرکت به ترتیب ۶۸ درصد و ۶۵ درصد و برای ۱۶ شرکت به ترتیب ۶۴ درصد و ۵۸ درصد بود. این نتایج نشانگر این است که سود نقدی باعث افزایش بیشتری در ثروت سهامداران می‌گردد. البته باید به این نکته توجه داشت که سود نقدی معمولاً پس از دریافت، سرمایه‌گذاری نمی‌شود و به مصرف مخارج جاری می‌رسد و به همین دلیل سهامداران علاقه‌مند به دریافت سهام جایزه نیز می‌باشند چون این سهام به سرمایه‌گذاری آنها اضافه می‌گردد.

یکی از مواردی که باید به آن توجه داشت این است که چنانچه سهام جایزه همراه با حفظ یا افزایش سود نقدی باشد باعث افزایش چشمگیری در ثروت سهامداران خواهد گردید. و همانطور که قبلاً گفته شد نرخ بازده داخلی سهامداران شرکت‌هایی که سود نقدی و سهام جایزه بالایی داشته‌اند، ۱۳۵ درصد بود. پس سهامداران چنانچه علاقه‌مند به سهام جایزه می‌باشند باید سهام شرکت‌هایی را خریداری نمایند که سیاست ترکیبی (سود نقدی و سهام جایزه) را اجرا می‌نماید.

۲- توزیع سود نقدی باعث کاهش ارزش سهام می‌شود. این کاهش قیمت از میزان مزایای دریافتی سهامدار بیشتر است. نرخ بازده غیرعادی پیرامون مجامع توزیع سود نقدی بطور متوسط ۴/۳۲ - درصد می‌باشد (نتیجه فرضیه دوم).

مقایسه نتیجه فرضیه دوم با فرضیه اول شاید کمی گمراه‌کننده باشد. چون در فرضیه اول گفته شد، سود نقدی باعث افزایش ثروت سهامداران می‌گردد و در فرضیه دوم گفته شد سود نقدی ارزش سهام را کاهش می‌دهد. باید به این نکته توجه داشت که سهامداران انتظارات خود را در قبل از مجمع تعیین نموده و این انتظارات تأثیر خود را بر قیمت سهام گذاشته است به عبارت دیگر قبل از مجمع قیمت‌ها افزایش یافته است و کاهش قیمت در تاریخ مجمع به اندازه‌ای نیست که در بلند مدت باعث کاهش ثروت سهامداران شود.

۳- میزان کاهش قیمت سهام بعد از مجمع نسبت به قیمت قبل از مجمع (۱۳ درصد) برابر است با نسبت سود تقسیمی به ارزش سهام قبل از مجمع و این نشان می‌دهد که ماهیت سود نقدی تا اندازه‌ای برای سهامداران شناخته شده است. تنها مسأله قابل توجه در نظر نگرفتن ارزش زمانی پول می‌باشد. سهامداران فکر می‌کنند سود را در تاریخ مجمع دریافت می‌نمایند و قیمت‌ها را بر این اساس تعیین می‌نمایند در صورتی که در واقع چند ماه طول می‌کشد تا سود اعلام شده به سهامداران پرداخت شود.

۴- بین درصد سود نقدی و نرخ بازده غیرعادی رابطه مثبت وجود دارد که این موضوع نیز به در نظر نگرفتن ارزش زمانی پول توسط سهامداران برمی‌گردد. باید با برنامه‌ریزی و تلاش بیشتر سهامداران را با مسائل مالی آشنا نمود تا در زمان تصمیم‌گیری تمامی عوامل را در نظر بگیرند و بعد تصمیم‌گیری نمایند.

۵- سهام جایزه از نظر سهامداران دارای ارزش بیشتری نسبت به سود نقدی است. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که نرخ بازده غیرعادی پیرامون مجامع اعلام سود نقدی $4/37$ - درصد و نرخ بازده غیرعادی پیرامون مجامع توزیع سهام جایزه ۲۳ درصد می‌باشد. این موضوع نشان می‌دهد که سهامداران سهام جایزه را بر سود نقدی ترجیح می‌دهند.

۶- وجود نرخ بازده غیرعادی پیرامون مجامع توزیع سهام جایزه باعث می‌شود سهامداران به سمت خرید این سهام روی آورند و با توجه به نتایج فرضیه اول می‌بینیم سهامداران از ماهیت سهام جایزه اطلاع چندانی ندارند و چنانچه این روند ادامه داشته باشد، و باعث متضرر شدن سهامداران خواهد شد.

۷- مقایسه نتایج فرضیه اول با فرضیه سوم این حقیقت را آشکار می‌کند که سهامدار ایرانی از ماهیت سهام جایزه اطلاع چندانی ندارد و متوجه رقیق شدن سهام خود نمی‌شود و می‌بینیم اگر چه سود نقدی ثروت وی را افزایش بیشتری می‌دهد به دریافت سهام جایزه تمایل بیشتری دارد.

۸- لازم است دست‌اندرکاران بورس مردم را از ماهیت سهام جایزه، تجزیه سهام و حق تقدم آگاه سازند تا در زمان انتشار سهام جایزه شاهد رفتاری عقلایی از سهامداران باشیم و با این کار زمینه کارآیی بورس اوراق بهادار را فراهم نمایند.

۹- چنانچه وضعیت به همین صورت ادامه یابد سهامداران و سرمایه‌گذاران واقعی که برای بلند مدت سرمایه‌گذاری می‌نمایند، بیشتر از همه متضرر خواهند شد و برای اعتماد سهامدار لازم است از وجود بازده‌های غیرعادی پیرامون مجامع اعلام سود نقدی و سهام جایزه جلوگیری می‌شود و این کار انجام نمی‌شود مگر اینکه اولاً سهامداران از ماهیت این دو نوع بازده اطلاع حاصل نمایند و ثانیاً تمامی اطلاعات مربوط به شرکتها به صورت مساوی در اختیار کلیه سهامداران قرار گیرد تا آنها قبل از مجمع بتوانند انتظارات خود را تعیین نمایند و این انتظارات قبل از مجمع تأثیر خود را بر قیمت سهام بگذارد و به صرف تشکیل مجمع بازده‌ای نصیب کسی نشود.

منابع و مأخذ

- ۱- حمر سی، ون هورن، رحمة محسن دستگیر، «مدیریت مالی»، مرکز حاب و شرکت داسگاهی حورسنان.
- ۲- اسلامی، علامرضا، «مروزی بر شورشها خط مسی‌های تقسیم سود»، دانش مدیریت، شماره‌های ۱۴ و ۱۵.
- ۳- جهانحایی، علی، «آثار پرداخت سود بر ارزش شرکتها»، حسابدار، شماره ۹۳ - ۹۴.
- ۴- مصطفوی مقدم، علیرضا، «مدیریت مالی»، اسرار مدرس عالی بازرگانی.
- ۵- عباسی، ابراهیم، «انتشار سهام جایزه و تأثیر آن بر قیمت سهام شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، رساله کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال ۷۵.
- ۶- سینایی، حسعلی، «سنجش کارایی در بورس اوراق بهادار تهران»، رساله دکتری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال ۷۲.
- ۷- جهانحایی، علی، «سودهای نامشروع مالی شرکتها در شرایط کسوف بازار سرمایه ایران»، حسابدار، شماره ۱۰۷ - ۱۰۸.
- ۸- فدایی براد، محمد اسماعیل، «آثار مدیریت می‌تواند با استفاده از سود سهام ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد»، تحقیقات مالی، شماره ۱.
- ۹- عبدا... راده، فرهاد، «حرا شرکتها سهام حاره منتشر می‌کند»، تحقیقات مالی.

شماره ۴.

۱۱- جهاحایی، علی، «سنگسنگهای بورس اوراق بهادار تهران و طرف رفیع آنها»، حسابدار،

شماره ۷۶ - ۷۵.

۱۲- نارسائیان، علی، «سیاست تقسیم سود، رسد و تعیین ارزش»، تحقیقات مالی، شماره ۳.

۱۳- گزارشات همگی بورس اوراق بهادار تهران.

۱۴- سالنامههای بورس اوراق بهادار تهران.

15- Black, Fisher., "Dividend Puzzle", **Modern Development in Financial Management**, 1976.

16- John, Hampton., "Financial Decision Making, Concept, Problems and Cases", Prentice - Hall of India, 1990.

17- M. Gordon., "The Investment, Financing and Valuation of the Corporation", Hom Wood III Richard, D Irwin, 1967.

18- Merton H. Miller and Franco Modigliani., "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", **Journal of Bussiness**, XXXIV, October 1967.

19- Fama, Fisher, Janson and Roll., "The Adjustment of Stock Price to New Information", **International Economic Review**, Feb 1969.