

## بررسی الگوهای بازدهی و معاملاتی سرمایه گذاران در تاریخ های اعلان سود

### در بورس اوراق بهادار<sup>۱</sup>

بهنام امامی

کارشناس ارشد مدیریت مالی، بورس اوراق بهادار  
behnam.emami90@gmail.com

دکتر محمد علی دهقان تفتی

عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد

چکیده :

بازده سهام یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه گذاری است. افراد حقیقی و حقوقی با انگیزه های مختلف سرمایه گذاری می کنند ، اما به دست آوردن سود و افزایش ثروت در نهایت هدف مشترک تمامی سرمایه گذاری ها می باشد لذا این پژوهش با هدف بررسی الگوهای بازدهی و معاملاتی سرمایه گذاران در تاریخ های اعلان سود در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۹۴-۱۳۹۳ اجرا گردید با استفاده از روش تحلیل همبستگی به آنالیز داده پرداخته ایم و نتایج نشان داد همبستگی بین متغیر سود اعلام شده در بازه یک ساله و بازدهی سهام می باشد بنابراین نتیجه بدست آمده نشان میدهد که زمان اعلام سود یک ساله تاثیر معنی داری در بازدهی سهام شرکت دارد.

بحث و نتیجه گیری: با توجه به یافته ها لازم است محدودیت هایی برای مجامع عمومی در رابطه با میزان تغییر سود تقسیمی پیشنهاد هیئت مدیره اعمال شود. شرکت های پذیرفته شده ملزم شوند که سیاست تقسیم سود خود را به صورت شفاف بیان کنند و اگر تغییر با اهمیتی در میزان سود تقسیمی ایجاد شد، سریعاً به بازار اعلام کنند. به منظور اطمینان از پرداخت به موقع سود، پرداخت سود از طریق حساب شرکت سپرده گذاری مرکزی انجام پذیرد.

کلیدواژه: الگوهای بازدهی، تاریخ های اعلان سود، بورس اوراق بهادار

۱- این مقاله مستخرج از پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد می باشد.

## مقدمه

یکی از مفروضات اصلی در تعریف یک بازار کارا این است که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات دریافتی، واکنش منطقی بروز می‌دهند؛ اما مشاهدات بسیاری وجود دارد که نشان می‌دهد واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات دریافتی عقلایی نمی‌باشد. در بسیاری از مشاهدات، واکنش سهامداران بیش از حد مورد انتظار و در بسیاری دیگر، واکنش سهامداران کمتر از حد مورد انتظار گزارش شده است. مطلب حاضر به بررسی واکنش سهامداران نسبت به دریافت اطلاعات و اخبار مثبت و منفی پیرامون سود سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار می‌پردازد. نتایج به دست آمده نشان‌دهنده واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات دریافتی پیرامون تغییرات سود می‌باشد که برای شرکت‌هایی که تغییر مثبت در سود خود گزارش کرده بودند، واکنش کمتر از حد مثبت و برای شرکت‌هایی که تغییر منفی در سود خود را گزارش کرده بودند، واکنش کمتر از حد منفی مشاهده شد.

بورس یکی از مهمترین موسسات در فعالیتهای تجاری هر کشور است. زیرا بازاری ایجاد میکند که سرمایه‌گذاران میتوانند به وسیله آن سهام صدها شرکت سهامی عام مختلف را خرید و فروش نمایند. سرمایه‌گذاران میدانند که میتوانند سهام را در بورس خریداری کنند، همانطور که میتوانند سهام خود را بفروشند. خرید و فروش سهام به وسیله واسطه‌گران صورت می‌گیرد.

یعنی کارگزاران و بازارسازان که از این معاملات سود کسب میکنند. سهام یک شرکت سهامی عام در بورس خرید و فروش میشود. شرکتها ممکن است متحمل هزینه برآورد قیمت در بورس شوند، بدین ترتیب قیمت سهام آنها در تابلوها در معرض دید معامله‌گران قرار می‌گیرد. برای ایجاد یک شرکت سهامی عام، مدیران باید با مقام ناظر بورسها که گزارشها را با دقت بررسی خواهد کرد، در ارتباط باشند.

برای مثال، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس لندن باید الزامات اطلاعاتی مندرج در "کتاب زرد"، ثبت پذیرش اوراق بهادار در بورس را پاسخ دهند. این کتاب بیان میکند که آنها چگونه باید گزارشهای خود را ارائه دهند. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس باید گزارش نیم ساله یا میان دوره‌های نیز تهیه کنند. بورس اوراق بهادار، تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را ملزم به ارائه گزارش سالانه می‌نماید تا مشخص شود که آیا "قانون بهترین عملکرد در مورد حاکمیت شرکتی" را رعایت کرده اند یا خیر. در حسابداری دست به تحقیقات تجربی زده شد تا نشان دهند که ارزش بازار اوراق بهادار در برابر اطلاعات جدید و مربوط به حسابداری واکنش نشان میدهد و این تحقیقات ثابت کرده که دست کم میتوان مقداری از اطلاعات حسابداری را سودمند دانست. بر مبنای تحقیقات به نظر میرسد اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران سودمند است و به آنان کمک میکند ریسک و ارزش مورد انتظار بازدهی اوراق بهادار را برآورد کنند.

روش مبتنی بر اطلاعات بر پایه ی فرض کارآبودن بازار اوراق بهادار قرار دارد و به این واقعیت توجه می‌شود که بازار در برابر اطلاعات سودمند از هر منبعی باشد (که شامل صورتهای مالی هم میشود) واکنش نشان خواهد داد.

یکی از پایه های اساسی نظریه مدرن مالی طی سالهای دهه ۵۰، نظریه بازار کارآ می باشد. همانگونه که در اکثر متون مالی و سرمایه گذاری اشاره شده است، شاه بیت این نظریه اطلاعات است به نحوی که بازار کارآ را بازاری اطلاق می کنند که در آن قیمت اوراق بهاداری همچون سهام عادی منعکس کننده تمام اطلاعات موجود بازار باشد.

تاریخچه فرضیه بازار کارآ و مطالعات پیرامون آن بسیار کهن می باشد و به سالهای ابتدایی دهه ۱۹۳۰ بر می گردد. تمرکز اصلی تحقیقات اولیه، بر تصادفی بودن رفتار قیمت ها بوده است و اینکه قیمت ها از روند خاصی پیروی نمی کنند. نتایج این مطالعات به صورت جریان فکری و نظری قوی در مباحث اقتصاد و سرمایه گذاری وارد گردید و نظریه رفتار تصادفی قیمتها یا مکتب گشت تصادفی شکل گرفت. شاید بتوان گفت که نظریه بازار کارآ، نظریه ای است که در میان تمام نظریه های علوم اجتماعی بیشترین توجه و بررسی روی آن صورت گرفته است. مطالعات دهه ۱۹۸۰ به سازگاری نظریه بازارهای کارآ برای کل بازار سهام با استفاده از مدل های اقتصاد سنجی با بررسی خواص سری های زمانی قیمت ها، سودهای نقدی و عایدات پرداختند. هنگامی که پولی وارد بازار مالی می شود، هدف کسب سود از سرمایه گذاری است. بسیاری از سرمایه گذارها نه تنها مایلند سودی در حد دیگر سرمایه گذارها کسب کنند بلکه تلاش می کنند متوسط سود سرمایه گذاری شان بالاتر از حد متوسط سود بازار سرمایه باشد. که از سوی اویگنه فاما در سال ۱۹۷۰ مطرح شد در هر EMH یا «کارایی بازار» با این حال طبق نظریه سرمایه گذاری زمان، قیمت ها تحت تاثیر اطلاعات موجود درباره سهام و بازار است. به این ترتیب طبق این نظریه هیچ سرمایه گذاری از لحاظ پیش بینی سود سهام نسبت به سرمایه گذار دیگر مزیتی ندارد زیرا هیچ سرمایه گذاری به اطلاعاتی بیش از دیگر سرمایه گذارها دسترسی ندارد. طبق نظریه کارایی بازار سهام همواره بر مبنای قیمت منصفانه و ارزش واقعی شان داد و ستد می شوند و غیرممکن است یک سرمایه گذار بتواند سهامی را با قیمت پایین تر از ارزش واقعی اش بخرد یا با قیمتی بالاتر از ارزش واقعی اش بفروشد. بدین ترتیب کسب سودی بالاتر از سود متوسط بازار غیرممکن و تنها راه کسب سود بالاتر، خرید سهامی با ریسک بیشتر است. متأسفانه یکی از مشکلات عمده ای که بازار سرمایه ی اکثر کشورهای دارای اقتصاد نوظهور با آن مواجه هستند، مناسب نبودن تخصیص منابع مالی است. در حال حاضر بازار سرمایه ایران هم دارای چنین وضعیتی است. افشای سود پیش بینی شده سالانه توسط شرکتها یکی از موضوعات مورد توجه سرمایه گذاران است. دقت، واقع بینی، مطلوبیت سرمایه گذاری و تایید مستقل این پیش بینی ها، از جمله موضوعاتی می باشد که در پژوهش های مختلف مورد آزمون واقع شده اند (پاتل، ۱۹۷۶). از لحاظ نظری تغییرات قیمت سهام شرکتها ناشی از عوامل مختلف از جمله عوامل اقتصادی، اجتماعی و سیاسی می باشد یکی از عوامل موثر بر روند قیمت سهام یک شرکت نشانه ها و علایمی است که به صورت پیش بینی های مختلف از داخل شرکت انعکاس یابد و در دسترس سهامداران و سرمایه گذاران قرار می گیرد.

تعداد مطالعات زیادی در زمینه بررسی شواهدی بر مغایرت های بازار از تئوری بازار کارآ صورت پذیرفته است. بی قاعدگی ها را می توان به صورت زیر تعریف کرد: استثناءها یا بی قاعدگی ها، رویداد و وقایعی هستند که نمی توان با تئوری غالب آنرا توضیح داد. در علوم طبیعی می توان تعداد زیادی از این بی قاعدگی ها را نام برد. مثلاً تمامی فلزات جامد هستند و این جامد بودن خاص تمام فلزات است. اما جیوه فلز است اما جامد نیست و مغایر نظر غالب می باشد. در مورد بازار سهام، بی قاعده گی ها در مواجهه با تئوری بازار کارآ قرار می گیرند به طوری که در صورت وجود الگوهای از پیش تعیین شده شرایط را جهت استراتژی معامله سهام با بازده های اضافی (بیش از مقدار ریسک معین) فراهم می آورد.

استثناءها یا بی قاعدگی ها، رویداد و وقایعی هستند که نمی توان با تئوری غالب آنرا توضیح داد. در علوم طبیعی می توان تعداد زیادی از این بی قاعدگی ها را نام برد. مثلاً تمامی فلزات جامد هستند و این جامد بودن خاص تمام فلزات است. اما جیوه فلز است اما جامد نیست و مغایر نظر غالب می باشد. در مورد بازار سهام، بی قاعده گی ها در مواجهه با تئوری بازار کاراً قرار می گیرند به طوری که در صورت وجود الگوهای از پیش تعیین شده شرایط را جهت استراتژی معامله سهام با بازده های اضافی (بیش از مقدار ریسک معین) فراهم می آورد.

فاما در سال ۲۰۰۲ طی مقاله ای اشاره کرد، افرادی که با در اختیار داشتن تعدادی سهام و انتخاب چند سهم مشخص طی یک دوره طولانی توانسته اند بازده ای غیر نرمال و بالاتر از بازار کسب کنند کارآیی بازار را زیر سؤال می برند و این خود شاهی غلبه تئوری بازار کاراً است.

سهامی با بازده نقدی و یا سود نقدی بالا دارای عملکردی بالاتر و مناسب تر از میانگین بازار می باشند. این اثر در شرکت های کوچک به دلیل اینکه چنین شرکت هایی سود نقدی بالاتری جهت جبران ریسک اندازه خود پرداخت می نمایند بیشتر به چشم می خورد. و آنها عموماً عملکرد بهتری نسبت به شرکت های بزرگتر از خود نشان می دهند. بنز در مقاله ای نشان داد که، شرکتهای با ارزش کمتر در بورس اوراق بهادار نیویورک بازدهی بالاتر از بازدهی مدل مورد انتظار قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای دارند. بنابراین در این تحقیق به دنبال آن هستیم تا الگوهای بازدهی و معاملاتی سرمایه گذران در زمان اعلام سود بیشتر بر روی چه مواردی است؟

برخی بر این باورند که ثروت جز مقدار معینی پول چیز دیگری نیست. زیرا پول وسیله بازرگانی و سوداگری است. جمعی دیگر در مخالفت با این نظر برآنند که پول چیزی بر ساخته و اعتباری است. زیرا اگر کسانی که آن را به کار می برند از رواجش بیندازند دیگر ارزشی نخواهد داشت. ارسطو- کتاب سیاست قرن چهارم پیش از میلاد. بازار سرمایه در ایران یک بازار ناشناخته است و در این بازار روزانه هزاران سرمایه گذار پول خود را به امید دستیابی به ثروت بیشتر سرمایه گذاری می نمایند در این میان برخی به هدف خود دست می یابند و برخی دیگر سرمایه خود را از دست می دهند.

بازده سهام یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه گذاری است.

افراد حقیقی و حقوقی با انگیزه های مختلف سرمایه گذاری می کنند، اما به دست آوردن سود و افزایش ثروت در نهایت هدف مشترک تمامی سرمایه گذارها می باشد. لذا دلیل انتخاب موضوع توسط محقق در این پژوهش عبارتند از (۱) کمی اطلاعات در این زمینه و جستجو و تلاش برای به دست آوردن منابع لازم (۲) بررسی شناخت ارتباط بین سود هر سهم و بازده سهام (۳) تاثیر سود هر سهم بر بازده سهام (۴) به دلیل اهمیت داشتن موضوع می باشد.

### روش تحقیق

این تحقیق از لحاظ تجزیه و تحلیل یک تحقیق کمی است زیرا در پی اثبات فرضیات می باشد و از لحاظ طبقه بندی تحقیق بر مبنای هدف از نوع تحقیق کاربردی است. این پژوهش، از لحاظ هدف کاربردی و یک پژوهش توصیفی و در حوزه تحقیقات همبستگی و رگرسیونی است، که مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم است. در این تحقیق از روش های کمی تجزیه و تحلیل آماری استفاده خواهد شد.

**جامعه آماری:** جامعه آماری به مجموعه ای از اشخاص، اشیاء، مکان ها، رویدادها و اموری اطلاق می شود که در یک یا چند صفت مشترک باشند. هرچه جامعه آماری کوچکتر باشد می توان آنرا دقیقتر از یک جامعه آماری بزرگتر مطالعه نمود در این مطالعه، جامعه آماری تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشند

**روش نمونه گیری:** نمونه مورد بررسی شامل ۲۰ شرکت فعال دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۹۴ بورس اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران می باشد.

**ابزار گردآوری داده ها:** در این تحقیق از طریق جمع آوری اطلاعات گردآوری شده در داده های بورسی مورد بررسی قرار می گیرد. بنابراین برای جمع آوری اطلاعات کلیه شرکتهای بورسی مورد توجه قرار می گیرد. که این اطلاعات با استفاده از نرم افزارهای موجود جمع آوری می گردد.

**قلمرو تحقیق (الف):** قلمرو موضوعی: بررسی بررسی الگوهای بازدهی و معاملاتی سرمایه گذاران در تاریخ های اعلان سود در بورس اوراق بهادار تهران

ب: قلمرو مکانی: تحقیق حاضر در کشور جمهوری اسلامی ایران انجام می شود

ج: دوره زمانی از سال ۱۳۹۳ تا سال ۱۳۹۴ بوده اما زمان تهیه گزارش تحقیق زمستان ۱۳۹۴ می باشد و داده ها بصورت فصلی گردآوری شده است.

روش تجزیه و تحلیل اطلاعات: پس از توزیع و گردآوری پرسشنامه و استخراج متغیرهای مورد نظر برای تجزیه و تحلیل داده ها از معادله های رگرسیونی استفاده می شود. به منظور تجزیه و تحلیل آماری داده ها از نرم افزار spss 22 استفاده می شود. در این تحقیق از آمار استنباطی استفاده شده است. با استفاده از آمار استنباطی می توان درباره کل جمعیت آماری بر اساس نتایجی که از نمونه به دست می آید قضاوت و اظهار نظر نمود.

### یافته ها

بین سود اعلام شده در بازه یک ساله و بازدهی سهام رابطه وجود دارد.

فرضیه های آماری:

$$H_0 : p = 0$$

$$H_1 : p \neq 0$$

در فرض صفر، فرض بر این است که بین سود اعلام شده در بازه یک ساله و بازدهی سهام رابطه وجود ندارد و در فرض مقابل (تحقیق) فرض بر این است که بین سود اعلام شده در بازه یک ساله و بازدهی سهام رابطه وجود دارد..

جدول شماره یک: آزمون ضریب همبستگی برای بررسی رابطه بین سود اعلام شده در بازه یک ساله و بازدهی سهام

۰/۳۷	همبستگی پیرسون
۰/۱۳	ضریب تعیین
۰/۰۰	سطح معنی داری

نتایج جدول نشان می دهد که ضریب همبستگی پیرسون برابر با ۰/۳۷ است و چون سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین این ضریب با صفر تفاوت معنا دار دارد و میزان ضریب بدست آمده ناشی از شانس یا خطای نمونه گیری نیست و به دلیل رابطه واقعی بین سود اعلام شده در بازه یک ساله و بازدهی سهام است، پس فرضیه صفر مبنی بر عدم رابطه بین دو متغیر رد میشود و فرضیه تحقیق پذیرفته می شود. بنابراین نتیجه بدست آمده را با ۰/۹۵ اطمینان به جامعه آماری تعمیم می دهیم. مقدار ضریب همبستگی ۰/۳۷ نشان دهنده همبستگی متوسط بین متغیر سود اعلام شده در بازه یک ساله و بازدهی سهام می باشد همچنین بر مبنای ضریب محاسبه می شود که ۰/۱۳ از واریانس و یا پراکندگی متغیر روابط سود اعلام شده در بازه یک ساله و بازدهی سهام می باشد. بنابراین نتیجه بدست آمده نشان میدهد که زمان اعلام سود یک ساله تاثیر معنی داری در سهام شرکت دارد.

#### برآزش مدل رگرسیونی بین سود اعلام شده در بازه یک ساله و بازدهی سهام

در این بخش، برای بررسی دقیق تر و بهتر رابطه بین سود اعلام شده در بازه یک ساله و بازدهی سهام محقق برآن است تا مدلی را به کمک رگرسیون برای نسبت سود اعلام شده در بازه یک ساله و بازدهی سهام پیدا کند، بنابراین در ابتدا آزمون فرض زیر مطرح می گردد:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 : \text{سود اعلام شده در بازه یک ساله و اثر خطی معنی داری روی بازدهی سهام ندارد} \\ H_1 : \text{سود اعلام شده در بازه یک ساله و اثر خطی معنی داری روی بازدهی سهام دارد} \end{array} \right.$$

به کمک جدول آنالیز واریانس ارائه شده در ذیل، می توان نسبت به نتیجه آزمون فرض فوق تصمیم گیری نمود.

جدول ۴-۱۵ آنالیز واریانس رابطه خطی بین سود اعلام شده یک سال و بازدهی سهام

منبع تغییرات	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره ی آزمون	P-value
رگرسیون	۳۴۱/۳	۱	۳۴۱/۲۸	۱۹/۲۰	۰/۰۰۰

خطا	۱۱۷۳/۳	۳۹	۱۷/۷۸
کل	۱۵۱۴/۶		

با توجه به جدول فوق مشاهده می گردد که مقدار احتمال (P-value) به دست آمده برابر با ۰/۰۰۰ می باشد که از سطح معناداری آزمون که ۰/۰۵ در نظر گرفته شده کوچکتر می باشد

( $P\text{-value} = 0.000 < \alpha = 0.05$ ) بنابراین فرض صفر رد می شود، بنابراین با ضریب اطمینان ۹۵ درصد می توان بیان داشت که یک رابطه خطی معنی دار بین سود اعلام شده یک ساله در شرکت های مورد مطالعه با بازدهی آنان وجود دارد. بعد از انجام آزمون فوق و حصول اطمینان از وجود یک رابطه خطی، با استفاده از روش کمترین مربعات خطا، پارامترهای مدل رگرسیونی برآورد، و در جدول ذیل گزارش شده است.

جدول ۴-۱۶ خلاصه مدل رگرسیون

برآورد پارامتر	انحراف استاندارد	آماره ی آزمون	درجه آزادی	P-value
ثابت رگرسیون	۰/۹۵	۱۴/۳۵	۳۹	۰/۰۰۰
شیب رگرسیون	۰/۲۵	۴/۳۸	۳۹	۰/۰۰۰

$\hat{\sigma}^2 = 4/22$  ،  $R_{adj}^2 = 0/21$  ،  $R^2 = 0/23$  ،  $R = 0/47$

با توجه به جدول فوق مدل مذکور را می توان به صورت زیر نشان داد:

$$\text{سود} = \frac{11/6}{(0/95)} + \frac{1/1}{(0/25)} x.$$

که در آن  $x$  نسبت سوه یک ساله هر سهم می باشد. همچنین در جدول فوق مقدار ضریب تشخیص (تعیین) رگرسیون  $R^2$  نیز برابر با ۰/۲۳ گزارش شده است و این بیانگر آنست که ۰/۲۳ از تغییرات سود را می توان به کمک متغیر بازده هر سهم تبیین نمود.

اینک پس از انجام رگرسیون به بررسی مفروضات اساسی آن پرداخته می شود. همان طور که در قبل نیز بیان شد، این فرضیات اساسی در رگرسیون شامل نرمال بودن باقیمانده ها و ثابت بودن واریانس آنان می باشد. دو مفروضه ی فوق توسط ترسیم نمودار احتمال نرمال باقیمانده ها و نمودار مقادیر برازنده شده بر علیه باقیمانده ها مورد بررسی قرار گرفت، که چون در نمودار احتمال نرمال باقیمانده ها نقاط تقریباً حول و حوش یک خط راست قرار گرفته اند، بنابراین یکی از فرضیات اساسی رگرسیون که نرمال بودن مانده ها است رعایت گردیده است. در بررسی نمودار مقادیر برازش یافته علیه باقیمانده ها نیز چون نقاط به طور تصادفی در اطراف خط صفر پراکنده شده اند و روش یا حالت خاصی را از خود نشان نمی دهند، پس فرضیه ثابت بودن واریانس باقیمانده ها هم مخاطره نمی افتد. بنابراین می توان مدل فوق را هر چند با ضریب تعیین پایین ولی با اعتماد کامل مورد توجه قرار داد.

### بحث و نتیجه گیری

نتیجه گیری کلی حاصل از این تحقیق و مقایسه آن با سایر مطالعات نشانگر این است که الگوی رفتار بازده سهام جدید (بازده اضافی کوتاه مدت و بازده بلند مدت کمتر از بازار) در بورس اوراق بهادار تهران مشابه سایر کشورهای جهان است و پذیرش فرضیه تحقیق تاییدی بر این مطلب است.

این موضوع با نتایج سایر تحقیقات از جمله ریتر (۱۹۹۱)، لیواس (۱۹۹۳) و لوفران و ریتر (۱۹۹۵)، هماهنگ است. همانند ریتر (۱۹۹۱) ما نیز در تحقیق خود هیچ ارتباط معنی داری بین تخفیف اولیه (بازده کوتاه مدت سهام جدید) و عملکرد بلند مدت سهام در تحلیل رگرسیون پیدا نکردیم. این مطلب با تحقیق بردن وها (۱۹۹۳) که در آن رابطه بین تخفیف اولیه با عملکرد بلند مدت سهام جدید معنی دار گزارش شده است، هماهنگ نیست.

همچنین در تحقیق ریتر (۱۹۹۱) بین این حجم انتشار سالانه سهام با عملکرد بلند مدت آن رابطه منفی وجود دارد اما در تحقیق لیواس (۱۹۹۳) بین حجم انتشار سالانه سهام جدید و عملکرد بلند مدت آن رابطه ای وجود ندارد. در مجامع شرکت های بورسی، به طور معمول گرایشی عمومی در سهامداران نسبت به دریافت هرچه بیش تر سود نقدی به چشم می خورد. در اکثر اوقات بحث برانگیزترین بخش مجمع تصمیم گیری درباره تقسیم سود است. گاهی اعتراض شدید سهامداران کوچک باعث تغییر سیاست تقسیم سود هیئت مدیره و توزیع بخش عمده ای از سود هر سهم در مجمع می شود.

مطالعات انجام شده نشان می دهد که در شرکت های پذیرفته شده در بورس به طور میانگین ۷۰ درصد سود در مجامع تقسیم می شود و محاسبه آزمون برابری میانگین از برابری قیمت تئوریک سهام و قیمت آن در بازار بعد از مجمع خبر می دهد. صرف نظر از ارزش ریالی بصورت متوسط ۵۶ درصد شرکت ها پس از مجمع با قیمتی بیش از قیمت تئوریک معامله می شوند. همچنین محاسبه همبستگی بین قیمت سهم و سود تقسیمی در بیشتر صنایع بیانگر مثبت بودن رابطه بین این دو متغیر است. از این نتایج می توان چنین استنباط کرد که سهامداران شرکت ها بصورت میانگین دارای دید مثبتی نسبت به تقسیم سود هستند و دریافت آن را ضروری می پندارند. به نظر می رسد منشا این رویکرد در سرمایه گذاران ایرانی غلبه دیدگاه کوتاه مدت آنان به سرمایه گذاری باشد به نحوی که اغلب سهامداران تصور می کنند باقی ماندن سود در شرکت و عدم توزیع آن در حقیقت نوعی صرف نظر از منافع آنان است این در حالی است که براساس آمار موجود در کشورهای توسعه یافته در حال حاضر به طور متوسط بیش از ۵۰ درصد تامین مالی شرکت ها از طریق سود انباشته صورت می گیرد که نشان دهنده دیدگاه کاملا متفاوت سرمایه گذاران درباره تقسیم سود نسبت به سرمایه گذاران ایرانی است. براساس تحقیق انجام شده شرکت های فعال در بورس تهران بصورت میانگین حداقل ۴ ماه پس از مجمع و در یک دوره سه ماه اقدام به پرداخت سود می کنند با توجه به اینکه براساس قانون تجارت شرکت ها باید تا ۴ ماه پس از پایان سال مالی شرکت ها به منظور بستن حسابهای مالی شرکت و تایید حسابرس مجمع را تشکیل دهند، از این رو با لحاظ کردن مدت زمان برگزاری مجمع و مدت زمان پرداخت سود، شرکت ها در مدت زمانی در حدود ۷ تا ۱۱ ماه پس از پایان سال مالی اقدام به پرداخت سود می کنند. در واقع بیش از نیمی از سال مالی بعد نیز سپری شده است. این اقدام با توجه به مدت زمان عدم استفاده از مزایای دریافت سود نقدی و با در نظر گرفتن تورم کنونی نمی تواند برای سرمایه گذاران مطلوب باشد.



### پیشنهادات حاصل از نتایج آزمون به سرمایه گذاران در ارتباط با خرید سهام جدید

- محدودیت هایی برای مجامع عمومی در رابطه با میزان تغییر سود تقسیمی پیشنهاد هیئت مدیره اعمال شود.  
- شرکت های پذیرفته شده ملزم شوند که سیاست تقسیم سود خود را به صورت شفاف بیان کنند و اگر تغییر با اهمیتی در میزان سود تقسیمی ایجاد شد، سریعاً به بازار اعلام کنند.  
- این امکان برای شرکت های پذیرفته شده فراهم آید که بتوانند بیش از یک بار در سال سود بپردازند.  
- به منظور اطمینان از پرداخت به موقع سود، پرداخت سود از طریق حساب شرکت سپرده گذاری مرکزی انجام پذیرد.  
**موضوعات پیشنهادی برای تحقیقات آتی:** طی مراحل مختلف این تحقیق، به تدریج نکات مبهم جدیدی یافت شد و بررسی آنها نیازمند تحقیقات بیشتر می باشد که به صورت زیر پیشنهاد می شود:

بررسی اینکه آیا عملکرد سهام از حیث سود پس از یک سال معامله در بورس مقدار ریسک را کاهش می دهد پیشنهاد می شود برای محاسبه بازده غیر عادی سهام، علاوه بر شاخص قیمت کل بورس از سایر معیارها مانند شاخص قیمت و بازده نقدی کل و هم چنین ۵۰ شرکت فعال تر استفاده شود.  
طبق فرضیه علامت دهی، شرکت های انتشار دهنده سهام از عرضه زیر قیمت سهام جدید به عنوان یک استراتژی برای فائق آمدن بر عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت های انتشار دهنده سهام جدید و سرمایه گذاران، استفاده می کنند.  
علاوه بر آن هر چه سهمی بهتر باشد عرضه اولیه سهام آن نسبت به سهام بد، بیشتر زیر قیمت می باشد زیرا عرضه زیر قیمت سهام جدید، هزینه ای است که شرکت های خوب متحمل می شوند و این هزینه به وسیله منافع ناشی از عرضه بعدی سهام به قیمتی بالاتر در بازار ثانویه (افزایش سرمایه)، جبران می گردد.  
برای همین، پیشنهاد می شود که رابطه میان بازده کوتاه مدت و بازده بلند مدت سهام جدید با افزایش سرمایه آنها پس از اولین عرضه سهام شان در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرار گیرد.  
بررسی اینکه سهام جدیدی که در جریان خصوصی سازی واگذار می شود نیز دارای بازده غیر عادی است.  
در نهایت موضوعی که هم چنان لاینحل باقی مانده است عملکرد کوتاه مدت بیشتر از بازار و عملکرد بلند مدت کمتر از بازار سهام جدید است که در ادبیات مالی به این موضوع تحت «عنوان معما» اشاره می کنند.  
از همین رو پیشنهاد می شود با توجه به نظریات و فرضیات مختلفی که در زمینه سود سهام مطرح شده است تحقیقات بیشتری در مورد سود سهام صورت گیرد.

### منابع فارسی:

- سعیدی علی، بهنام کیهان بررسی عوامل موثر بر خط مشی تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پژوهشگر (مدیریت): تابستان ۱۳۸۹، دوره ۷، شماره ۱۸، از صفحه ۶۱ تا صفحه ۷۱
- پورحیدری امید، محمدی امیر، رحیمی علیرضا ۱۳۸۸ بررسی پایداری خط مشی تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تحقیقات حسابداری: بهار ۱۳۸۸، دوره ۱، شماره ۱، از صفحه ۹۶ تا صفحه ۱۱۱.
- عرب صالحی مهدی، گوگردچیان احمد، هاشمی مجید (۱۳۹۴) بررسی تاثیر کیفیت گزارشگری مالی بر شدت اثر تقسیم سود بر تصمیمات سرمایه گذاری فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی): تابستان ۱۳۹۴، دوره ۸، شماره ۲۶، از صفحه ۶۳ تا صفحه ۷۸.

- رضایی فرزین، عیدان ترک زاده خدیجه، نصیری ناصر ۱۳۹۰ بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران فصلنامه بورس اوراق بهادار : زمستان ۱۳۹۰، دوره ۴، شماره ۱۶؛ از صفحه ۷۹ تا صفحه ۹۹.
- مشایخ شهناز، بهزادپور سمیرا (۱۳۹۳): تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی : زمستان ۱۳۹۳، دوره ۲۱، شماره ۴؛ از صفحه ۴۸۵ تا صفحه ۵۰۴.
- بنی مهد بهمن، اصغری علی (۱۳۹۰) بررسی اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی): تابستان ۱۳۹۰، دوره ۴، شماره ۱۰؛ از صفحه ۱ تا صفحه ۱۸.
- گلستانی شهرام، دلدار مصطفی، سیدی سیدجلال، جعفری شورش سیدحبيب (۱۳۹۳) رابطه نرخ موثر مالیاتی با سیاست تقسیم سود و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران عنوان پژوهش ها و سیاست های اقتصادی : تابستان ۱۳۹۳، دوره ۲۲، شماره ۷۰؛ از صفحه ۱۸۱ تا صفحه ۲۰۴.
- ستایش محمدحسین، ذوالفقاری مهدی (۱۳۹۰) تاثیر جریان های نقدی آزاد و فرصت های سرمایه گذاری بر نسبت های بدهی و تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشریه: بورس اوراق بهادار : پاییز ۱۳۹۰، دوره ۴، شماره ۱۵؛ از صفحه ۷۱ تا صفحه ۸۷.
- جبارزاده کنگرلویی سعید، متوسل مرتضی (۱۳۹۱) تئوری ارضای سهامدار و شناسایی عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رگرسیون توییت دانش سرمایه گذاری : پاییز ۱۳۹۱، دوره ۱، شماره ۳؛ از صفحه ۸۱ تا صفحه ۱۰۴.
- عرب صالحی مهدی، اخلاقی حسنعلی (۱۳۹۰) تاثیر فرصت های سرمایه گذاری، منابع تامین مالی و مالیات بر خط مشی تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بورس اوراق بهادار : زمستان ۱۳۹۰، دوره ۴، شماره ۱۶؛ از صفحه ۱۰۱ تا صفحه ۱۱۸.
- اعتمادی حسین، چالاک پری (۱۳۸۴) رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۱ - ۱۳۷۷ بررسیهای حسابداری و حسابرسی : بهار ۱۳۸۴، دوره ۱۲، شماره ۳۹؛ از صفحه ۳۱ تا صفحه ۴۷.
- خدادادی ولی، نیک کار جواد، رشیدی باغی محسن (۱۳۹۳) تاثیر رقابت بازار محصول بر سیاست تقسیم سود پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی): زمستان ۱۳۹۳، دوره ۶، شماره ۲۴؛ از صفحه ۲۱ تا صفحه ۳۲.
- راعی، رضا، شیرزادی، سعید (۱۳۸۷) "بی قاعدگی های تقویمی و غیر تقویمی در بازارهای مالی"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره ۱.
- رامودار، گجراتی (۱۹۸۵) "مبانی اقتصاد سنجی". ترجمه حمید ابریشمی (۱۳۳۷) چاپ دوم، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- سلیمی، م، ج؛ (۱۳۸۳)، "شناسایی متغیرهای حسابداری تأثیرگذار بر بازده سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.
- شریفی، محمد (۱۳۸۸) "مدل فاما و فرنج روشی برای پیش بینی قیمت سهام"، پایگاه اطلاع رسانی صنعت.
- شماخی، حمیدرضا، پور احمد، علیرضا (۱۳۸۹) "بررسی رفتار سرمایه گذاران در زمان اعلام و پیش بینی سود شرکتهای حاضر در بازار سرمایه"، باشگاه کارشناسان مناقصه.
- فدایی نژاد، م؛ ا؛ صادقی، م؛ (۱۳۸۵)، "بررسی سودمندی استراتژی های مومنتوم و معکوس"، چشم انداز مدیریت بازرگانی (چشم انداز مدیریت)، پیام مدیریت؛ شماره ۱۷، صفحات ۳۱-۷.

قائمى، محمد حسين، معصومى، جواد و آزادى، محمد رضا. (۱۳۹۰) "سنجش بازده غير عادى سهام در شرايط وقفه معاملاتى"، مجله پژوهش هاى حسابدارى مالى، سال سوم، شماره سوم، شماره پيائى ( ۹ )، پاييز ۱۳۹۰.  
معصومى، جواد، حميديان، حميده. (۱۳۹۲) " بررسى اثر اعلان تعديل سود پيش بينى شده بر قيمت سهام"، پژوهشهاى کاربردى در گزارشگرى مالى، سال دوم، شماره ۲، بهار و تابستان ۱۳۹۲.  
- ريموند پى نوو ، ترجمه و اقتباس جهانخانى ، ع و پارسائيان . ع ف مديريت مالى ، جلد اول ، تهران ، انتشارات سمت ، ۱۳۷۳

Earnings Announcements. journal of finance, 2007.

Kaniel, R. Liu, Sh, Saar, and Titman, Sh. (2007). Investor Trading and Return Patterns around

Lipson, Marc L. Sandra Mortal, and Michael J. Schill. (2011). On the Scope and Drivers of the Asset Growth Effect. JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS. Vol. 46, No. 6. pp. 1651-1682

Lucey , B.M. (2000). Anomalous daily seasonality in Ireland?. Applied Economics Letters, 7, 637-40.

Maditinos, D., Sevic, Z. and Theriou, N. G., (2009). " Modeling traditional Accounting and Moder Value-Based Performance Measures to Explain Stock Market Return in Athens Stock Exchang", Journal of Modelling in Management, Vol. 4, PP 182.

Archive of SID