

## تأثیر زمانی تقسیم سود بر قیمت و بازده سهام

شکرالله خواجه‌جوی<sup>۱</sup>

آنرالفضل گرانی فروزانجه<sup>۲</sup>

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی تفاوت تأثیرپذیری قیمت سهام از تقسیم سود، در زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران نسبت به زمان افزایش آن می‌باشد. همچنین، این پژوهش به بررسی تفاوت بازده سهام در شرکت‌هایی که تقسیم سود داشتند و شرکت‌هایی که تقسیم سود نداشتند، در زمان کاهش شاخص کل بورس نسبت به زمان افزایش آن می‌پردازد. دوره‌ی زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ که ۲۸ ماه آن شاخص کل بورس را به کاهش و ۳۶ ماه آن را به افزایش، می‌باشد. برای رسیدن به اهداف این پژوهش، تعداد ۲۴۴ شرکت در دو گروه (شرکت‌هایی که تقسیم سود داشتند و شرکت‌هایی که تقسیم سود نداشتند) از بین چامه‌ای آماری بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردیدند و با استفاده از فن آماری تی استیوونز خرچه‌های پژوهش مورد بررسی قرار گرفتند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که تقسیم سود اثر متداولی بر قیمت سهام شرکت‌ها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار نسبت به زمان افزایش آن ندارد. علاوه بر این، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، بازده سالانه سهام شرکت‌ها در این دو زمان برای شرکت‌هایی که تقسیم سود داشتند و همچنین برای شرکت‌هایی که تقسیم سود نداشتند، دارای تفاوت معناداری است.

وازگان کلیدی: شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران، تقسیم سود، بازده سالانه سهام، تیوست سهم.

۱. دانشیار گروه حسابداری دانشگاه شیراز (نویسنده‌ی مسئول)

Email: shikhafavi@rose.shirazu.ac.ir

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شیراز

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۰۱/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۰۳/۲۱

## ۱. مقدمه

یکی از تصحیم‌گیری‌های مهمی که در شرکت‌ها انجام می‌شود، مربوط به سیاست تقسیم سود است. در تعیین سیاست تقسیم سود باید به عواملی مانند سودآوری، علاوه‌ی سهامداران، نقدینگی، تعهدات جاری، شرایط جاری بازار، حفظ ساختار سرمایه و ریسک‌های شرکت توجه کرد. اصطلاح سود تقسیمی معمولاً به پرداخت نقدی و با غیرنقدی در آمدۀای شرکت به سهامدارانش گفته می‌شود. سود سهام ممکن است به یکی از دو صورت سود نقدی و سود سهمی پرداخت شود. سود نقدی معمولی ترین نوع انتقال بازده از حرف شرکت‌ها به سهامداران است. شرکت‌ها در توزیع سود نقدی خود به طور یکسان عمل ننموده و در این راه سیاست‌های متعددی اتخاذ می‌نمایند.

عنی رغبۀ اینکه پژوهش‌های متعددی، شوند تجزیی فراوانی در رابطه با عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود فراهم آورده‌اند؛ با این وجود، موضوع سیاست تقسیم سود همچنان حل نشده باقی مانده و رهنمود مشخصی در خصوص سیاست تقسیم سود بهیمه، تعیین نشده است (ناکور<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۶). از پنج دعه پیش شش سوال عمده: «چه کسی، چه چیزی، چه زمانی، کجا، چرا و چه در مورد سود سهام، مورد توجه دانشگاهیان، مدیران و مالکان شرکت‌ها بوده است. در حالی که سوال‌هایی از قبیل «چه چیزی» و «اکجا» در شرکت‌هایی که سود پرداخت کرده‌اند، مورد رسیدگی قرار گرفته است و سوال‌هایی از قبیل لزوم پرداخت سود سهام «چه» و همچنین در مورد اینکه «چه کسی» پرداخت سود سهام را به چه کسانی پرداخت می‌کند و «اچرا» شرکت‌ها سود سهام پرداخت می‌کنند، مورد توجه بیشتری قرار گرفته است، اما در خصوص اهمیت زمانی پرداخت سود سهام پژوهش‌های بسیار اندکی انجام شده است (فولر<sup>۲</sup> و گندشتاین<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱).

سود تقسیمی روی ارزش سهام شرکت و آینده آن تأثیر دارد. آوردن سود و کمب ثروت‌های مشترک تمامی سهامداران است. پژوهش‌هایی بسیار تأثیر سود تقسیمی را روی قیمت و بازده سالانه سهام تأیید کرده‌اند (ایزدینا و همکاران، ۱۳۸۹). همچنین گزارش سودهای علاره بر تبیین محتواهای اطلاعاتی باید دارای زمان‌بندی مناسب برای انتشار نیز باشد، در واقع این اطلاعات‌ها باید از نظر زمان انتشار بهنگام بوده و نیز سودمندی

لازم برای استفاده کنندگان را به واسطه‌ی انتخاب زمانبندی مناسب و سلطقی حفظ کند (فانمی و نظری، ۱۳۹۰).

یکی از مباحث مطرح در مدیریت مالی، تقسیم سود است. اخبار مربوط به تقسیم سود و تغییرات سود نفسی معنی نسبت به سال‌های گذشته برای سهامداران احتجت بسازی خواهد بود. به طوری که در این ارتباط تئوری‌ها و دیدگاه‌های زیادی مطرح شده است. تغییر خواهشی تقسیم سود شرکت به سهامداران و سرمایه‌گذاران پیام می‌دهد که وضعیت مالی شرکت چگونه است (سعیدی و بهنام، ۱۳۸۹). با توجه به اینکه علامت‌دهی اخبار تقسیم سود نیز بر سهامداران و سرمایه‌گذاران در زمان‌های مختلف، اثرهای متفاوتی بر آن‌ها می‌گذارد (فولر و گلندشتین، ۲۰۱۱)؛ می‌توان عنوان کرد که شرکت‌ها می‌توانند با توجه به رفتار متفاوت سهامدار نسبت به تقسیم سود در زمان‌های مختلف می‌باشد سود تقسیمی مناسبی را با در نظر گرفتن این موضوع اعمال کنند. تا موجب پیام‌رسانی مناسبی از وضعیت شرکت به بازار سرمایه شود.

در این خصوص این پژوهش می‌بیند که آن دارد تا با توجه به مطالبات مطرح شده در بالا به بررسی این موضوع پردازد که آیا تقسیم سود در زمان‌های مختلف بر سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی اثر متفاوتی می‌گذارد، یا به عبارت دیگر تقسیم سود در زمانی که شاخص کل بورس اوراق بهادار رو به کاهش است نسبت به زمانی که رو به افزایش است دارای علامت‌دهی متفاوتی بر سرمایه‌گذار و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی است. از این رو این پژوهش، تفاوت تأثیر تقسیم سود بر نیعمت سهام شرکت‌ها و تفاوت اثر تفعیم سود داشتن و نداشتن شرکت‌ها بر بازده سهام‌شان را در زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران نسبت به زمان افزایش آن، مورد بررسی قرار داد.

## ۲. مبانی نظری

یکی از مهم‌ترین مباحثی که در مورد رزیابی عملکرد شرکت‌ها به کار می‌رود و همچنین از کلیدی‌ترین عناصر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان، اطلاعات مالی مربوط به تقسیم سود صورت گرفته توسط شرکت‌ها است و از سویی دیگر شرکت‌ها نیز با توجه به حساسیت سرمایه‌گذار و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات

مالی از بیزان سود تقسیمی، از سیاست‌های سود تقسیمی متفاوتی با توجه به شرایط بازار و نگرش استفاده کنندگان اطلاعات مالی نسبت به سود تقسیمی استفاده می‌کنند، این مقوله موجب شده تا در مورد سیاست تقسیم سود نظریه‌های متعددی توسط پژوهشگران مالی در زمینه عوامل مؤثر بر تقسیم سود صورت گیرد.

میلر<sup>۱</sup> و مویدگلیانی<sup>۲</sup> (۱۹۶۱) نظریه‌ای درباره‌ی بی‌تأثیر بودن سود تقسیمی انجام شده توسط شرکت‌ها بر ارزش و سرمایه شرکت در بازارهای سرمایه ارائه کردند. این در حالی است که دی‌آنجلو<sup>۳</sup> و دی‌آنجلو (۲۰۰۶) نظریه‌ی بی‌تأثیر بودن سود تقسیمی میلر و مویدگلیانی (۱۹۶۱) را رد کردند، زیرا میلر و مویدگلیانی در نظریه‌ی خود توافقی مدیران برای کاهش سرمایه از طریق اسراف جریان وجه تقد را رد کرد و همچنین آنان فرض کردند، شرکت‌ها تمام وجوه تقد خود را برای پرداخت سود سهام صرف می‌کنند. آنان پس از توضیح نوادران این نظریه، نظریه‌ی جدیدی با نام نظریه‌ی پژوهش عمر مطرح کردند که بیان می‌کند شرکت‌ها بر اساس چرخه‌ی عمر خود، سود پرداخت می‌کنند.

همچنین در نظریه‌ی توسعه یافته باتاجاریا<sup>۴</sup> (۱۹۷۹)، لیتر<sup>۵</sup> (۱۹۵۶)، جان<sup>۶</sup> و ویلماز<sup>۷</sup> (۱۹۸۰) و میلر<sup>۸</sup> و راک<sup>۹</sup> (۱۹۸۵) گفته می‌شود که سود سهام مسکن است علاست‌دهی مدیریت باشد، که از آن برای آشکار کردن اطلاعات خصوصی مدیران در مورد درآمد آینده شرکت، در بازار استفاده می‌شود. طبق این مدل، سیاست سود تقسیمی انتظارات مدیران را درباره‌ی سودهای آین شرکت نشان می‌دهد. مدیران به عنوان افراد درون سازمانی از طریق سیاست تقسیم سود، علاقمندی را درباره‌ی انتظاراتشان از درآمدهای آین شرکت به سرمایه‌گذاران ارسال می‌کنند. آن‌ها این کار را از طریق افزایش یا کاهش در سود تقسیمی انجام می‌دهند. یکی از پیامدهای این فرضیه این است که شرکت‌هایی که سود تقسیمی خود را افزایش می‌دهند باید واکنش فرمت مثبتی را تجربه کنند (ویگند<sup>۱۰</sup> و بیکر<sup>۱۱</sup> ۲۰۰۹).

همچنین، آلن<sup>۱۲</sup> و همکاران (۲۰۰۰) بیان کردند که پرداخت سود سهام بر ارزش سهام و ارزش شرکت تأثیری مثبت دارد و بهتر است شرکت‌ها پرداخت سود سهام داشته باشند. زمانی که سرمایه‌گذاران می‌دانند بیشتر شرکت‌ها فرصت‌های رشد روشنی دارند، سود تقسیمی کم برآختن پذیرفته خواهد شد و زمانی که فرصت‌های

سرمایه‌گذاری کمتر باشد، بقیه‌ی شرکت‌ها، که ارزش فعلی خالص مثبت دارند، سود بیشتری از تحرفات بازار به دست خواهند آورد (استاسکو<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۶). تصمیم‌گیری در مورد اینکه چه درصدی از سود به عنوان سود تقسیمی توزیع شود، موضوع مهمی است که مدیران مائی با آن مواجه هستند، زیرا این تصمیم دچار مشکل استدلال دو طرفه است. از یک طرف دلایل زیادی وجود دارد که باید سود تقسیمی کم پرداخت کرد اما از طرف دیگر نیز دلایل بسیار خوبی وجود دارد که باید سود تقسیمی کمی پرداخت کرد (روسن<sup>۱۷</sup> و همکاران، ۲۰۰۲).

برای اوین بار سلان<sup>۱۸</sup> (۱۹۱۲)، عوامل روان شخصی در بازار سهام را مطرح نمود. او در کتاب خود عنوان کرد که حرکت‌های قیمتی اوراق بهادار، رابستگی فاب ملاحظه‌ای با طرز فکر ذهنی جامعه‌ی سرمایه‌گذاران و معامله‌گران دارد (سیونل<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۰)، پژوهشگرانی مانند هامس<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۶) نشان دادند که سرمایه‌گذاران در مورد بازدهی سهام در آینده غایب ناهمگنی دارند و بر مبنی راهبردی که بیشترین بازدهی را داشته باشند، باورهای خود را تغییر می‌دهند. تئوری پذیرایی بیکر و والگر<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۴)، هم تعبیری از رابطه سیاست تقسیم سود و عملکرد بازار را شان می‌دهد. طبق نینظریه، سرمایه‌گذاران غیر منطقی ممکن است شکافی بین قیمت سهم شرکت‌های پرداخت کننده (پردازها) سود سهام و شرکت‌هایی که سود سهام را نمی‌پردازند (نیز دارها)، ایجاد کنند. ممکن است عکس العمل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بیشتر از حد، یا کمتر از حد مورد انتظار باشد. واکنش سرمایه‌گذاران، مأمور کلیدی در ایجاد بازده است؛ هرچه میزان این واکنش بیشتر باشد، میزان بازده غیر عاجی بیشتر است (دانیل<sup>۲۲</sup> و همکاران، ۱۹۹۸).

دی‌بونت و تالر در تحقیقات خود دریافتند که خرید سهامی که بازده کمتری طی پنج سال گذشته دارد، طی سه تا پنج سال بعد، بازده بالاتری از بازده بازار به دست می‌ورد؛ در حالی که راهبرد سرمایه‌گذاری در سهامی با بازده بالاتر طی پنج سال گذشته، طی سه تا پنج سال آتی بازده پایین‌تری از بازده بازار به دست می‌آورد (دی‌بونت<sup>۲۳</sup> و تالر<sup>۲۴</sup>، ۱۹۸۵). بعضی از مطالعات بعدی هم چون مطالعه‌ی چان<sup>۲۵</sup>، بال<sup>۲۶</sup> و کوئری<sup>۲۷</sup> بیان کردند که یافته‌های دی‌بونت و تالر با عواملی چون اندازه‌ی شرکت، اثرات اولین ماه سال و یا تغییرات موقتی در عوامل ریسکی قابل توجیه است (چان، ۱۹۸۸؛ بال و

کوثری، ۱۹۸۹)، جنگادش<sup>۶۰</sup> و نیتمان<sup>۶۱</sup> در سال ۲۰۰۱ تجزیه و تحلیل قبلی شان را تا سال ۱۹۹۸ برای یک دوره ثابت ماهه (پنج سال) پس از تشکیل پرتفوی ادامه دادند و به شباهت مشابه‌ای دست یافته‌اند؛ برای مثال، آن‌ها مطرح کردند متوسط بازده ماهانه از ماه سپتامبر تا پایان دوره‌ی ثابت ماهه معکوس می‌شود.

### ۳. پیشته بژوهش

فولر و گلدشتاین (۲۰۱۱) در پژوهش خود در می‌سال‌های ۱۹۷۰ تا ۲۰۰۷ به بررسی اهمیت تقسیم سود در بازارهای رو به کاهش پرداختند. نتایج پژوهش آنان بر روی شرکت‌های آمریکایی موجود در بورس‌های نزد ک<sup>۶۲</sup>، آمکس<sup>۶۳</sup> و نیویورک<sup>۶۴</sup> نشان داد که سود سهام در بازارهای رو به کاهش از اهمیت بیشتری برخوردار است و تقسیم سود برای سهامداران در زمانی که شاخص بورس رو به کاهش می‌باشد، ثابت به زمانی که شاخص بورس رو به افزایش می‌رود، از اهمیت بیشتری برخوردار است، که این امر را بینگر این موضوع می‌داند که رفتار سهامداران در این دو زمان نسبت به تقسیم کردن یا نکردن سود به وسیله شرکت‌ها، متفاوت خواهد بود.

چن<sup>۶۵</sup> و همکاران (۲۰۰۹) نتایج اعلام در تغییر تقسیم سود نقدی را بر قیمت سهام طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۴ مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که اعلام تغییرات در تقسیم سود نقدی بر قیمت سهام تأثیر مثبت دارد، همچنین این مطالعه نشان داد که عدم تجانس کمی بین تأثیرات تغییر در تقسیم سود نقدی بازارهای سهام مختلف در چنین وجود دارد. جزئیه و تحلیل مقطعی نشاندهای این ایست که هم سود نقدی و هم سود سهام غیر شناور، قادر توضیح اعلام تغییر در سود نقدی را دارند.

ظفر<sup>۶۶</sup> و عیشاده<sup>۶۷</sup> (۲۰۰۸) در پژوهشی با استفاده از داده‌های ۱۰۰ شرکت ملی سازمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۵ به بررسی رابطه‌ی جریان‌های نقدی و تغییرات سود پرداختند. آنها در پژوهش خود عنوان کردند، زمانی که کاهش در رشد آینده مورد انتظار است، احتمال سرمایه‌گذاری کاهش می‌باید و شرکت‌ها نمایل بیشتری به پرداخت سود تقویتی دارند. این بدین معناست که بین سرمایه‌است پرداخت سود تقسیمی و چشم‌انداز رشد رابطه‌ای منفی وجود دارد.

بنر<sup>۷۷</sup> (۲۰۰۱) در پژوهش خود نشان داد که سیاست سود تقسیمی، می‌تواند اطلاعاتی را درباره‌ی عملکرد شرکت فراهم کند و بر قیمت سهام و رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد. به همین دلیل در دنیای واقعی مدیران مالی شرکت هنگام تدوین سیاست سود تقسیمی، باید با بررسی فرصت‌های سرمایه‌های آتی شرکت نسبت به منابع داخلی سرمایه تصمیم‌گیری نمایند تا در آینده رشد و تعادل برقرار رکنند تا ثروت سهامداران به حد کثر پرسد.

کورمندی<sup>۷۸</sup> و زریین<sup>۷۹</sup> (۱۹۹۶)، با تحلیل بر اساس "مدل سود دائمی" به این نتیجه رسیدند که تغییرات سود سهام در درجه‌ی اول به تغییرات دائمی در سود یستگی دارد و سودهای موقتی، اثر کمی روی سود سهام تقسیمی دارند یا اصلاً تأثیری ندارند؛ یعنی در چارچوب سودهای دائمی، جزو دائمی سود، عامل غالب ارجگذار روی پرداخت سود است و امکان دارد یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر تقسیم سود باشد.

مرور پژوهش‌های پیشین مربوط به سود سهام در ایران نشان می‌دهد تأثیر احتمالی برخی از متغیرها، همچون منفعت سرمایه، بزرگی شرکت سرمایه، چو حاکم بر بازار، اهمیت زمانی برداخت سود سهام، شاخص سازه بازار بر تقسیم سود و سهامدار هنوز به خوبی مورد بررسی قرار نگرفته است.

اما پژوهش‌های زیادی در مورد اثر و اهمیت سود سهام در ایران صورت گرفته که از نهادهای می‌توان به پژوهش‌های قائمی و همکاران (۱۳۹۰)، کردستانی (۱۳۸۸)، مجتبهدزاده و نظری‌نها (۱۳۸۷)، خواجه‌ی و الهیاری ابرهی (۱۳۸۵) و خوش حبیت و ساربان‌نها (۱۳۸۲) نام برد.

قائمی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر محترای اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی طی سال‌های ۱۳۸۳ تا سه ماهه‌ی اول سال ۱۳۸۶ پرداختند. نتایج پژوهش آنها با استفاده از داده‌های ۹۴ شرکت نشان می‌دهد هرچه سودهای فصلی زودتر اعلان شود، محترای اطلاعاتی بیشتری خواهد داشت. نوع صنعت و تعداد سایر اطلاعیه‌ها در دوره‌ی رویداد بر محترای اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی مؤثر است. همچنین هرچه تعداد اعلان‌های سود توسط شرکت‌ها کمتر باشد، بار اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی کمتر خواهد بود.

کردستانی (۱۳۸۸) در پژوهشی به آزمون تجزیی فرضیه پیام رسانی سود اطلاعاتی در بورس اوراق بپادار تهران تز طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ با استفاده از اطلاعات ۶۰ شرکت پرداخت، نتایج این پژوهش، فرضیه پیام رسانی سود سهام نقدی را در بورس اوراق بپادار تهران تایید می‌کند. این یافته، پیش‌بینی سودآوری آئی شرکتها را برای سرمایه‌گذاران تسهیل می‌کند، زیرا فرض بر این است که افزایش سود اقدی از افزایش سودآوری آئی خبر می‌دهد.

مجتبه‌زاده و نظری‌تبا (۱۳۸۷) در پژوهش خود به بررسی رابطه‌ی بین تغییرات عایدی پیش‌بینی شده هر سهم با تغییرات قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش با استفاده از داده‌های ۲۲۶ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ نشان می‌دهد، رابطه‌ای معنادار بین تغییرات عایدی پیش‌بینی شده هر سهم و تغییرات قیمت سهام وجود دارد؛ بدین صورت که با افزایش میزان تغییر در عایدی پیش‌بینی شده هر سهم، غایبی‌پذیری قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد.

حوابحری و الهباری ابهری (۱۳۸۵) در پژوهشی به بررسی محتمای اطلاعاتی سود تقسیمی، ارزش دفتری و سود خالص بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بپادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۲ پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیرهای ارزش دفتری و سود تقسیمی تقریباً قدرت توضیح دهنگی مشابهی با متغیرهای ارزش دفتری و سودهای گزارش شده دارند. همچنین نتایج آنان نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که سود نقدی پرداخت کرده‌اند، سود قدرت توضیح دهنگی بالاتری نسبت به ارزش دفتری و سود تقسیمی داشته ولی ترکیب ارزش دفتری و سود تقریباً قدرت توضیح دهنگی مشابهی با ترکیب ارزش دفتری و سود تقسیمی دارند.

خوش طینت و ساراباها (۱۳۸۲) در پژوهشی به بررسی اثر سود تقسیمی بر قیمت سهام شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۷۳ تا ۱۳۸۰ پرداختند. نتایج پژوهش آنان با استفاده از داده‌های ۶۰ شرکت، نشان می‌دهد، سود تقسیمی و قیمت سهام همبستگی مستقیم درند.

#### ۴. نحوه اندازه‌گیری و تعریف متغیرها

در این پژوهش با توجه به هدف و سوال پژوهش، میزان سود تقسیمی هر سهم شرکت‌ها به عنوان متغیر مستقل در زمان‌های کاهش و افزایش شاخص کل بورس و راک بهادر تهران می‌باشد.

متغیر وابسته که در این پژوهش مورد مطالعه فرار گرفته است، بازده و نسبت تغییرات قیمت سهام می‌باشد.

منظور از بازده سالانه سهام، عبارت است از تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره‌ی سهام، به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهم، مانند مزایای ناشی از حق تقاضا، سهام جایزه و سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره.

بازده سالانه‌ی مهام شرکت‌ها با استفاده از فرمول زیر محاسبه شده است:

(۱)  $\text{بازده کل سهام} = [(\text{قیمت سهم در انتهای سال مالی} - \text{قیمت سهم در ابتدای سال مالی}) + \text{سود نقدی ناخالص هر سهم}] + ((\text{تعداد سهام افزایش یافته از جردن اندوخته یا سود ابانته} \times \text{قیمت سهم در انتهای سال مالی}) / \text{تعداد سهام قبل از افزایش سرمایه}) + ((\text{قیمت سهم در انتهای سال مالی} - \text{ارزش اسمی سهم}) \times \text{تعداد سهام افزایش یافته از طریق آورده‌ی نقدی}) / \text{تعداد سهام فیل از افزایش سرمایه}) / \text{قیمت سهم در ابتدای سال مالی}.$

برای به دست آوردن اثر تقسیم سود بر قیمت سهام، قیمت قبل از مجمع، قیمت سهام بعد از مجمع و سود تقسیمی هر سهم تعیین شده توسط مجمع، جمع آوری گردید و سپس نسبت تغییرات قیمت سهام با استفاده از فرمول زیر محاسبه شده است:

(۲)  $\text{نسبت تغییرات قیمت سهام} = (\text{قیمت هر سهم بعد از مجمع} - \text{سود تقسیمی هر سهم} - \text{آخرین قیمت قبل از مجمع}) / \text{آخرین قیمت قبل از مجمع}.$

#### ۵. مسئله‌ای پژوهش

۱. آیا اثر تقسیم سود بر روی قیمت سهام در زمانی که شاخص کل بورس اوراق بهادر رو به کاهش است نسبت به زمان افزایش آن متفاوت است یا خیر؟
۲. آیا تقسیم سود سبب می‌شود، بازده سهام شرکت‌ها در زمانی که شاخص کن بازار بورس رویه کاهش است تسبیت به زمان افزایش آن متفاوت باشد یا خیر؟

در این راستا فرضیه‌ی اول برای پاسخ به سؤال اول و فرضیه‌ی دوم و سوم برای پاسخ به سؤال دوم طراحی شده است.

#### ۶. فرضیه‌های پژوهش

- در راستای دستیابی به هدف پژوهش، با توجه به مبانی نظری، پیشنهادی پژوهش مطرح شده و سؤال‌های پژوهش، فرضیه‌ی پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:
۱. بین تأثیر تقسیم سود بر قیمت سهام در زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار نسبت به زمان افزایش آن، تفاوت معناداری وجود دارد.
  ۲. بین میانگین بازده سالانه سهام شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام، در زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار نسبت به زمان افزایش آن، تفاوت معناداری وجود دارد.
  ۳. بین میانگین بازده سالانه سهام شرکت‌هایی که پرداخت سود سهام ندارند، در زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار نسبت به زمان افزایش آن، تفاوت معناداری وجود دارد.

#### ۷. روش پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های شبه‌تجربی است؛ که به لحاظ هدف در زمرة‌ی پژوهش‌های کاربردی، قرار می‌گیرد. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار ندیبر پرداز و سابت رسمی مازمان بورس اوراق بهادار گردآوری شده‌اند. داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار اکسل آماده شدند و می‌باشد با استفاده از نرم‌افزار ام‌پی‌اس اس<sup>۱۹</sup> نسخه‌ی ۱۹، تجزیه و تحلیل نهایی انجام گرفته است.

#### ۸. جامعه و نمونه‌ی آماری

شرکت‌های پذیرفته بورس اوراقی بهادار تهران، جامعه‌ی آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهند. به علت وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه‌ی آماری قرار داده شده و نمونه‌ی با توجه به شرایط زیر انتخاب شده است:

- ۱) شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹، تغییر سال مانی نداده باشد.
- ۲) اطلاعات مانی مورد نیاز به منظور استخراج داده‌های مورد نیاز در دسترس باشد.
- ۳) تا پایان سال مانی ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- ۴) جزو بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هدینگ و ایزینگ‌ها) باشد؛ زیرا افشاگری اطلاعات مالی و ساختارهای راهبری شرکتی در آنها متفاوت است.
- با توجه به شرایط یاد شده، تعداد ۲۵۶ شرکت که در دو گروه شرکت‌هایی که تقسیم سود داشتند و شرکت‌هایی که تنفسی سود نداشته‌اند، در طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ که ۳۴ ماه دوره پژوهش، شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران رو به افزایش و ۲۸ ماه دوره پژوهش، شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران رو به کاهش می‌باشد؛ انتخاب گردید.

## ۹. پژوهش‌های پژوهش

به منظور بررسی هدف پژوهش در این مقاله فرضیه‌های پژوهش طراحی و مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آماری حاصل از آزمون این فرضیه‌های در نگاره‌های ۱ الی ۴ ارائه شده است.

### ۹.۱ آمار توصیفی

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده، در این پژوهش مربوط به دوره‌ی کاهش و

افزایش شاخص کل بورس اوراق بهادار

متغیرها	زمان	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	تعداد
نسبت تغیرات					-۰/۹۵۸	۵۷۸
کاهش		۱/۰۱۹۵۲	۱/۰۱۹۵۲	۰/۹۱۱۶	۰/۹۵۸	۵۷۸
قیمت سهام پس از					-۰/۹۸۳	۴۸۹
فرایش		۰/۰۱۷۶	۰/۰۱۷۶	۰/۰۱۷۲	۰/۰۱۷۲	۴۸۹
مقدار تقسیمی					-۰/۹۳۵	۱/۰۰۳۹۳۰
پایا		۰/۰۰۹۶	۰/۰۰۹۶	۰/۰۰۹۴	۰/۰۰۹۴	۱/۰۰۹۳۱۳
کاهش		۰/۰۰۹۴	۰/۰۰۹۴	۰/۰۰۹۲	۰/۰۰۹۲	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۳۳۲	۰/۰۳۳۲	۰/۰۳۲۹	۰/۰۳۲۹	۰/۰۰۷۲۹
فرایش		۰/۰۰۳۲	۰/۰۰۳۲	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۷۲۹
پایا		۰/۰۰۹۴	۰/۰۰۹۴	۰/۰۰۹۲	۰/۰۰۹۲	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۹۲	۰/۰۰۹۲	۰/۰۰۹۱	۰/۰۰۹۱	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۹۱	۰/۰۰۹۱	۰/۰۰۹۰	۰/۰۰۹۰	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۹۰	۰/۰۰۹۰	۰/۰۰۸۹	۰/۰۰۸۹	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۸۹	۰/۰۰۸۹	۰/۰۰۸۸	۰/۰۰۸۸	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۸۸	۰/۰۰۸۸	۰/۰۰۸۷	۰/۰۰۸۷	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۸۷	۰/۰۰۸۷	۰/۰۰۸۶	۰/۰۰۸۶	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۸۶	۰/۰۰۸۶	۰/۰۰۸۵	۰/۰۰۸۵	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۸۵	۰/۰۰۸۵	۰/۰۰۸۴	۰/۰۰۸۴	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۸۴	۰/۰۰۸۴	۰/۰۰۸۳	۰/۰۰۸۳	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۸۳	۰/۰۰۸۳	۰/۰۰۸۲	۰/۰۰۸۲	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۸۲	۰/۰۰۸۲	۰/۰۰۸۱	۰/۰۰۸۱	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۸۱	۰/۰۰۸۱	۰/۰۰۸۰	۰/۰۰۸۰	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۸۰	۰/۰۰۸۰	۰/۰۰۷۹	۰/۰۰۷۹	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۷۹	۰/۰۰۷۹	۰/۰۰۷۸	۰/۰۰۷۸	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۷۸	۰/۰۰۷۸	۰/۰۰۷۷	۰/۰۰۷۷	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۷۷	۰/۰۰۷۷	۰/۰۰۷۶	۰/۰۰۷۶	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۷۶	۰/۰۰۷۶	۰/۰۰۷۵	۰/۰۰۷۵	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۷۵	۰/۰۰۷۵	۰/۰۰۷۴	۰/۰۰۷۴	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۷۴	۰/۰۰۷۴	۰/۰۰۷۳	۰/۰۰۷۳	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۷۳	۰/۰۰۷۳	۰/۰۰۷۲	۰/۰۰۷۲	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۷۲	۰/۰۰۷۲	۰/۰۰۷۱	۰/۰۰۷۱	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۷۱	۰/۰۰۷۱	۰/۰۰۷۰	۰/۰۰۷۰	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۷۰	۰/۰۰۷۰	۰/۰۰۶۹	۰/۰۰۶۹	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۶۹	۰/۰۰۶۹	۰/۰۰۶۸	۰/۰۰۶۸	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۶۸	۰/۰۰۶۸	۰/۰۰۶۷	۰/۰۰۶۷	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۶۷	۰/۰۰۶۷	۰/۰۰۶۶	۰/۰۰۶۶	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۶۶	۰/۰۰۶۶	۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۶۴	۰/۰۰۶۴	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۶۴	۰/۰۰۶۴	۰/۰۰۶۳	۰/۰۰۶۳	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۶۳	۰/۰۰۶۳	۰/۰۰۶۲	۰/۰۰۶۲	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۶۲	۰/۰۰۶۲	۰/۰۰۶۱	۰/۰۰۶۱	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۶۱	۰/۰۰۶۱	۰/۰۰۶۰	۰/۰۰۶۰	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۶۰	۰/۰۰۶۰	۰/۰۰۵۹	۰/۰۰۵۹	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۵۹	۰/۰۰۵۹	۰/۰۰۵۸	۰/۰۰۵۸	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۵۸	۰/۰۰۵۸	۰/۰۰۵۷	۰/۰۰۵۷	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۵۷	۰/۰۰۵۷	۰/۰۰۵۶	۰/۰۰۵۶	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۵۶	۰/۰۰۵۶	۰/۰۰۵۵	۰/۰۰۵۵	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۵۵	۰/۰۰۵۵	۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۵۳	۰/۰۰۵۳	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۵۳	۰/۰۰۵۳	۰/۰۰۵۲	۰/۰۰۵۲	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۵۲	۰/۰۰۵۲	۰/۰۰۵۱	۰/۰۰۵۱	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۵۱	۰/۰۰۵۱	۰/۰۰۵۰	۰/۰۰۵۰	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۵۰	۰/۰۰۵۰	۰/۰۰۴۹	۰/۰۰۴۹	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۴۹	۰/۰۰۴۹	۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۴۷	۰/۰۰۴۷	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۴۷	۰/۰۰۴۷	۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۴۵	۰/۰۰۴۵	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۴۵	۰/۰۰۴۵	۰/۰۰۴۴	۰/۰۰۴۴	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۴۴	۰/۰۰۴۴	۰/۰۰۴۳	۰/۰۰۴۳	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۴۳	۰/۰۰۴۳	۰/۰۰۴۲	۰/۰۰۴۲	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۴۲	۰/۰۰۴۲	۰/۰۰۴۱	۰/۰۰۴۱	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۴۱	۰/۰۰۴۱	۰/۰۰۴۰	۰/۰۰۴۰	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۴۰	۰/۰۰۴۰	۰/۰۰۳۹	۰/۰۰۳۹	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۳۹	۰/۰۰۳۹	۰/۰۰۳۸	۰/۰۰۳۸	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۳۸	۰/۰۰۳۸	۰/۰۰۳۷	۰/۰۰۳۷	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۳۷	۰/۰۰۳۷	۰/۰۰۳۶	۰/۰۰۳۶	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۳۶	۰/۰۰۳۶	۰/۰۰۳۵	۰/۰۰۳۵	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۳۵	۰/۰۰۳۵	۰/۰۰۳۴	۰/۰۰۳۴	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۳۴	۰/۰۰۳۴	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۳۲	۰/۰۰۳۲	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۳۲	۰/۰۰۳۲	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۳۰	۰/۰۰۳۰	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۳۰	۰/۰۰۳۰	۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۲۷	۰/۰۰۲۷	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۲۷	۰/۰۰۲۷	۰/۰۰۲۶	۰/۰۰۲۶	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۲۶	۰/۰۰۲۶	۰/۰۰۲۵	۰/۰۰۲۵	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۲۵	۰/۰۰۲۵	۰/۰۰۲۴	۰/۰۰۲۴	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۲۴	۰/۰۰۲۴	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۲۲	۰/۰۰۲۲	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۲۲	۰/۰۰۲۲	۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۱۸	۰/۰۰۱۸	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۱۸	۰/۰۰۱۸	۰/۰۰۱۷	۰/۰۰۱۷	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۱۷	۰/۰۰۱۷	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۸۲۹
نسبت سود داشتند		۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۸۲۹
پایا		۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۸۲۹
کاهش		۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۸۲۹

به عنصور تجزیه و تحلیل، ولیه‌ی داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش که نشان‌دهنده‌ی میانگین، حدکثر، حداقل، انحراف معیار و تعداد مشاهدات متغیرهای پژوهش در زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار و در زمان افزایش آن هستند. در نگاره‌ی (۱) اوانه شده است. میزان میانگین مشاهده شده در مورد تسبیت تغییرات قیمت سهام بعد از سود تقسیمی و بازده سالانه سهام شرکت‌ها نشان می‌دهد، زمانی که شاخص کل بورس رو به افزایش است این متغیرها ز میانگینی پیشتری نسبت به زمانی که شاخص کل بورس رو به کاهش است، بر تغییرات می‌باشد.

## ۹.۲ آمار استباطی

نگاره‌ی (۲) تابع حاصل از تجزیه و تحلیل آماری فرضیه اول را نشان می‌دهد. در خصوص آزمون فرضیه اول نیز از آنجا که دو گروه مورد آزمایش (زمان افزایش شاخص کل بورس اوراق بهادار و زمان کاهش آن) از تحافظ تعداد مشاهدات یکسان نمی‌باشد از فن آماری تی استفاده<sup>۴</sup> از نوع غیرهمبسته استفاده شده است.

نگاره‌ی (۲) تابع تفاوت میانگین نسبت تغییرات قیمت سهام شرکت‌های پرداخت گشته‌ی سود

		شاخص آماری		
		فرآواتی	میانگین	گروه‌ها
متغیر	متغیرهای متغیری	انحراف	سطع	
		متغیرهای متغیری	متغیرهای متغیری	
				نسبت تغییرات قیمت سهام در
				زمان کاهش شاخص کل بورس
				۵۶۷
				۰/۰۹۵۲۳
				۱،۴۹۶۹۸۹
				اوراق بهادار
				۰/۰۵۹۱
				-۱/۰۰۵
				نسبت تغییرات قیمت سهام در
				زمان افزایش شاخص کل بورس
				۱۸۹
				۰/۰۹۲۹۰۴
				۱،۰۷۶۹۵۷
				اوراق بهادار
				۰/۰۳۹۳۰۴

در نگاره‌ی (۲) میانگین نسبت تغییرات قیمت سهام در زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار نهران و در زمان افزایش آن به ترتیب برابر با (۰/۰۹۵۲۳) و (۰/۰۳۹۳۰۴) و انحراف استاندارد نسبت تغییرات قیمت سهام در زمان کاهش شاخص کل بورس و در زمان افزایش آن به ترتیب برابر با (۰/۰۲۱۶۹۸۶) و (۰/۰۱۷۹۵۷).

می‌باشد. نتایج آماره  $t$  غیرهمبسته و اندازه  $P$  برای این فرضیه به ترتیب برابر با  $(-1/005)$  و  $(-1/091)$  که نشان دهنده معنادار نبودن این فرضیه می‌باشد. نتایج این فرضیه نشان می‌دهد، میانگین نسبت تغییرات قیمت سهام شرکت‌های پرداخت کننده سود در زمان افزایش شاخص کل بورس اوراق بهادار نسبت به زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار بیشتر می‌باشد، اما دارای تفاوت آماری معناداری نمی‌باشد.

نگاره‌ی (۳) نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری فرضیه دوم را نشان می‌دهد. در خصوص آزمون فرضیه دوم از آنجا که دو گروه مورد آزمایش (زمان افزایش شاخص کل بورس اوراق بهادار و زمان کاهش آن) از لحاظ نوع شرکت‌ها یکسان می‌باشد از فن آماری تی استیودنت از نوع همبسته استفاده شده است.

نگاره‌ی (۳): نتایج تفاوت میانگین بازده سالانه‌ی سهام شرکت‌های پرداخت کننده سود

گروه	شاخص آماری				
	فرآوانی	فرآوانی	میانگین	انحراف	نمایه
	استاندارد	مقدار	میانگین	مشاهده	سطح
بازده در زمان کاهش					
شاخص کل بورس	-۰/۰۹۴۰۴۳	۲۱۰	۰/۰۹۴۷۱۸	۰/۰۹۴۷۱۸	
اوراق					
بازده در زمان افزایش	-۰/۰۰۱	-۳/۳۷۹			
شاخص کل بورس	۰/۰۵۴۷۵۱۹	۲۱۰	۰/۰۵۴۷۵۱۹	۰/۰۵۴۷۵۱۹	
اوراق					

در نگاره‌ی (۳) میانگین بازده سالانه‌ی سهام در زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار نهران و در زمان افزایش آن به ترتیب برابر با  $(-0/094043)$  و  $(-0/094718)$  و انحراف استاندارد بازده سالانه‌ی سهام در زمان کاهش شاخص کل بورس و در زمان افزایش آن به ترتیب برابر با  $(-0/094718)$  و  $(-0/094719)$  می‌باشد. نتایج آماره  $t$  همبسته با اندازه  $P$  برای این فرضیه به ترتیب برابر با  $(-3/379)$  و  $(-0/001)$  که نشان دهنده معنادار بودن این فرضیه می‌باشد. نتایج تفاوت میانگین بازده سالانه‌ی سهام شرکت‌های پرداخت کننده سود در زمان افزایش شاخص کل بورس اوراق بهادار نسبت به زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار، بر طبق نتایج این فرضیه، نشان دهنده‌ی تفاوت آماری معناداری می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که

در زمان افزایش شاخص کل بورس اوراق بهادار شرکت‌های پرداخت کننده‌ی سود، بازده سالانه‌ی سهام پیشتری نسبت به زمان کاهش آن داردند. نگاره‌ی (۴) نتایج حاصل از تعزیه و تحلیل آماری فرضیه‌ی سوم را نشان می‌دهد. در خصوص آزمون فرضیه‌ی سوم از آنجا که دو گروه مورد آزمایش، (زمان افزایش شاخص کل بورس اوراق بهادار و زمان کاهش آن) از لحاظ نوع شرکت‌ها یکان تمی باشد از فن آماری تی استیوشت از نوع غیرهمبسته استفاده شده است.

**نگاره‌ی (۴): نتایج تفاوت میانگین بازده سالانه‌ی سهام شرکت‌هایی که پرداخت سود نداشتند**

بازده سالانه در زمان کاهش	بازده سالانه در زمان افزایش	بازده سالانه در زمان افزایش شاخص کل بورس اوراق بهادار	بازده سالانه در زمان افزایش شاخص کل بورس اوراق بهادار
۰/۱۱۸۱۴۳۵	۰/۱۱۸۱۴۹۰۹	۰/۱۱۸۱۴۹۰۹	۰/۱۱۸۱۴۹۰۹
۱۱۸	۸۹	۸۹	۸۹
۳۹۳۱	۴۰۰۵	۴۰۰۵	۴۰۰۵

در نگاره‌ی (۴) میانگین بازده سالانه‌ی سهام در زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران و در زمان افزایش آن به ترتیب برابر با (۰/۱۱۸۱۴۹۰۹) و (۰/۱۱۸۱۴۳۵) و انحراف استاندارد بازده سالانه‌ی سهام در زمان کاهش شاخص کل بورس و در زمان افزایش آن به ترتیب برابر با (۰/۱۱۸۱۴۹۰۹) و (۰/۱۱۸۱۴۳۵) می‌باشد. نتایج آماره  $t$  غیر همبسته و اندازه  $P$  برای این فرضیه به ترتیب برابر با (۰/۰۰۵) و (۰/۰۰۵) که نشان دهنده‌ی معنادار بودن این فرضیه می‌باشد. نتایج تفاوت میانگین بازده سالانه‌ی سهام شرکت‌هایی که پرداخت سود نداشتند، در زمان افزایش شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران نسبت به زمان کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار، بر طبق نتایج این فرضیه، نشان دهنده‌ی تفاوت آماری معناداری می‌باشد. همچنین نتایج این فرضیه نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که پرداخت سود سهام انجام نمی‌دهند تیز در زمانی که شاخص کل بازار بورس اوراق بهادار رو به رشد است، از بازده سالانه‌ی سهام پیشتری نسبت به زمانی که شاخص کل بورس رو به انفول است، برخوردارند.

### ۱۰. نتیجه‌گیری

پنجم از سهی ترین مباحثی که در مورد ارزیابی عملکرد شرکت‌ها به کار می‌زود و همچنین از کنیدی ترین عناصر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان، اطلاعات مالی مربوط به تقسیم سود صورت گرفته توسط شرکت‌ها است، از این رو تتابع این پژوهش ما را در تشخیص چنگزنگی استفاده از این اطلاعات توسط نصیب‌گیرندگان مالی در زمان‌های مختلف بازار باری می‌رساند.

نتایج حاصل از فرضیه‌ی اول این پژوهش نشان می‌دهد که بین اثر تقسیم سود بر قیمت سهام، در زمانی که شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران روی کاهش است، نسبت به زمانی که رو به افزایش است، تفاوت آماری معناداری وجود ندارد. نتایج فرضیه‌ی اول نشان می‌دهد با افزایش شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران، تقسیم سود موجب اثر متفاوتی بر روی قیمت سهام نسبت به زمانی که شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران رو به کاهش است نمی‌شود، این امر می‌تواند نشی از این باشد که رفتار سرمایه‌گذاران نسبت به تقسیم سود در این دو زمان متفاوت نمی‌باشد، همچنین می‌توان عنوان کرد، تقسیم سود نمی‌تواند دیدگاه سرمایه‌گذاران را نسبت به بازار بورس، در زمانی که شاخص کل بازار بورس رو به کاهش است؛ بهبود پیشنهاد.

نتایج حاصل از فرضیه‌ی دوم این پژوهش نشان می‌دهد که بین بازده سالانه‌ی سهام شرکت‌های پرداخت کننده سود سهام، در زمانی که شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران روی کاهش است نسبت به زمانی که رو به افزایش است؛ تفاوت آماری معناداری وجود ندارد. به عبارت دیگر بازده سالانه‌ی سهام، نسبت به وضعیت‌های مختلف بازار نتایج متفاوتی دارد؛ به بیان دقیق‌تر با رشد شاخص کل بورس اوراق بهادار، بازده سالانه‌ی سهام برای شرکت‌هایی که پرداخت سود دارند، نسبت به زمان گهش شاخص کل بورس، افزایش می‌یابد.

نتایج آزمون فرضیه‌ی سوم بیانگر معنادار بودن فرضیه است، نتایج حاصل از فرضیه‌ی سوم نشان می‌دهد، بازده سالانه‌ی سهام شرکت‌هایی که پرداخت سود ندارند، در زمان کاهش شاخص بورس اوراق بهادار تهران نسبت به زمان افزایش دارای تفاوت آماری معناداری می‌باشد. نتایج این فرضیه نیز نشان می‌دهد بازده سالانه‌ی شرکت‌هایی که تقسیم سود ندارند مانند شرکت‌هایی که پرداخت سود دارند، با رشد شاخص کل

بورس اوراق بهادار، افزایش می‌باشد. با توجه به این موضوع که بازده سهام شرکت‌هایی که تقسیم سود نداشتند مانند شرکت‌هایی که تقسیم سود داشتند در زمانی که شاخص کل بورس اوراق بهادار رو به افزایش است، دارای رشد نسبتاً برابری است، می‌توان نتیجه گرفت افزایش یا کاهش بازده سهام شرکت‌های پرداخت‌کننده‌ی سود سهام در زمان افزایش یا کاهش شاخص کل بورس اوراق بهادار به دلیل انجام تقسیم سود نمی‌باشد. به بیان دقیق‌تر انجام تقسیم سود توسط شرکت‌ها اهمیتی از نظر موقعیت زمانی بازار ندارد.

به طور کلی نتایج فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد، اثر تقسیم سود یا عدم آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران علی دوره‌ای که شاخص بورس رو به کاهش است، نسبت به زمانی که رو به افزایش است بر بازده و قیمت سهام، دارای تفاوت معناداری از نحاط آماری نمی‌باشد، این نتیجه می‌تواند ما توجه به در نظر گرفتن فرضیه‌ی علامت‌دهی تقسیم سود ناشی از این باشد که علامت‌دهی تقسیم سود در این دوره زمان بر روی استفاده کنندگان و تصمیم‌گیرندگان اطلاعات مانی دارای اثر مشابهی است. این نتیجه کلی که تقسیم سود در زمانی که شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران رو به کاهش است نسبت به زمانی که رو به افزایش است، بر روی استفاده کنندگان اطلاعات مالی دارای تفاوت معناداری از نحاط آماری نمی‌باشد. با نتیجه‌ی کلی پژوهش فولر و گلدلستاین (۲۰۱۱) در بازارهای بورس آمریکا که بیانگر این است که تقسیم سود در زمانی که بازارهای بورس آمریکا رو به کاهش است از اهمیت پیشتری برخوردار است؛ مغایرت دارد این اثر می‌تواند به دلیل تفاوت بودن شرایط سیاسی و اقتصادی دو کشور و هچین ممکن است ناشی از تفاوت بودن نوع دیدگاه سرمایه‌گذاران این دو کشور باشد.

### ۱۱. محدودیت‌های پژوهش

وجود نداشتن اطلاعات مورد نیاز و قابل انکا برای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش، در مورد برخی از شرکت‌هایی که تقسیم سود نداشتند و عدم ساخته زیاد شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، منجر به محدودیت نمونه آماری گردید.

### ۱۲. پیشنهادهای ناشی از یافته‌های پژوهش

۱. با توجه به اینکه یکی از موارد مهم در خصوص سرمایه‌گذاری و معیارهای ارزیابی شرکت‌ها، میزان سود تقسیمی شرکت‌ها است، پیشنهاد می‌شود، سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری، مسیر شاخص کل بورس اوراق بهادار را به عنوان یک عامل تأثیرگذار بر عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در نظر داشته باشند.
۲. با توجه به اینکه ارائه اطلاعات کامل و شفاف در زمینه سیاست تقسیم سود برای ارزیابی سرمایه‌گذاران از عملکرد شرکت مؤثر است، پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار و سایر نهادهای تدوین کنندگی قوانین و مقررات، قوانین و مقرراتی را در خصوص ارائه اطلاعات مربوط به مسیر شاخص کل بورس اوراق بهادار را در زمان تصویب سود تقسیمی از سوی شرکت‌ها وضع کنند.

### ۱۳. پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

۱. با توجه به اینکه در این پژوهش از شاخص کل بورس اوراق بهادار استفاده شده است؛ لذا پیشنهاد می‌شود پژوهشگران اثر زمانی تقسیم سود را با توجه به شاخص هر صنعت مورد بررسی قرار دهند.
۲. با توجه به تأثیر پذیری قیمت سهام و بازده سهام از سایر متغیرها همچون عملکرد مالی شرکت‌ها، لذا به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود، ارتباط قیمت و بازده سهام را با سایر متغیرها در زمانی که شاخص کل بورس رو به کاهش است نسبت به زمانی که رو به افزایش است؛ مورد بررسی قرار دهد.
۳. با توجه به اهمیت تقسیم سود برای سهامداران و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود، دفاتر سهامداران و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی را نسبت به شرکت‌هایی که پرداخت سود دارند، در زمانی که شاخص کل بورس رو به افزایش است نسبت به زمانی که رو به کاهش است؛ با توجه به معیارها و مدل‌های دیگر مورد بررسی قرار دهند.

## بادداشت‌ها:

- |                 |                  |
|-----------------|------------------|
| 1. Naccar et.al | 22. Wurgler      |
| 2. Fuller       | 23. Daniel et.al |
| 3. Goldstein    | 24. DeBondt      |
| 4. Miller       | 25. Thaler       |
| 5. Modigliani   | 26. Chan         |
| 6. DeAngelo     | 27. Ball         |
| 7. Bhattacharya | 28. Kothari      |
| 8. Lintner      | 29. Jegadeesh    |
| 9. John         | 30. Titman       |
| 10. Williams    | 31. Nasdaq       |
| 11. Miller      | 32. AMEX         |
| 12. Rock        | 33. NYSE         |
| 13. Weigand     | 34. et.al Chen   |
| 14. Baker       | 35. Zafar        |
| 15. Allen et.al | 36. Ali shah     |
| 16. Stacescu    | 37. Beiner       |
| 17. Ross et.al  | 38. Kormendi     |
| 18. Sirdn       | 39. Zarowin      |
| 19. Sewell      | 40. SPSS ۱۹      |
| 20. Lechner     | 41. T-TES        |
| 21. Hommes      |                  |

### منابع و مأخذ

۱. ایردی یعنی ناصر اسطانی، اصغر و علیقیان، ترین (۱۳۸۹). "ارزیابی عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." *فصلنامه مطالعات حسابداری*, شماره ۲۶، صص ۱۵۰-۱۳۹.
۲. خواجهی، شکرانه و اینجیاری شهری، حمید (۱۳۸۵). "بررسی محتواي اطلاعاتي سود تقسيمي ارزش دفتری و سود خالص بر قيمت سهام شرکت های پذيرfته شده در بورس اوراق بهادر تهران." *تحقیقات مالي*, شماره ۲۲، صص ۶۵-۴۳.
۳. خوش طبیت، محسن و سازابانلو، محمدرضا (۱۳۸۲). "ثر سود تقسيمي بر قيمت سهام شرکت ها." *فصلنامه مطالعات حسابداری*, شماره ۲، صص ۱۰۷-۱۲۹.
۴. سعیدی، علی و کیهان، بهنام (۱۳۸۸). "بررسی عوامل موثر بر خاطر مشی تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران." *فصلنامه مدیریت*, شماره ۱۸، صص ۷۱-۶۱.
۵. ظنه، محمد حسین، رحیم پور، محمد، نژادی، روح الله و روحی، پیزاد (۱۳۹۰). "اعلان سود هاي فصلی و عدم تغافل اطلاعاتي." *محله پيشروfت های حسابداری*, شماره ۵۹، صص ۵۰-۳۱.
۶. قائم، محمد حسن، نظری، هرم (۱۳۹۰). "تغییرهای نوین حسابداری انتشار گزارش های سود و زیان در بورس اوراق بهادر تهران." *تغییرهای نوین حسابداری*, شماره ۱، صص ۱۴۷-۱۶۶.
۷. کردستکی، شلامرضا (۱۳۸۸). "ازمون تجزیی فرضیه پیام رسانی سود تقدی در بورس اوراق بهادر تهران." *محله پيشروfت های حسابداری*, شماره ۵۷، صص ۱۴۴-۱۲۹.
۸. مجتبه‌زاده، ریدا و نظری‌نها، ترگیس (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین تغییرات عایدات پیش‌بینی شده هر ماه با تغییرات قیمت سهام." *پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی*, شماره ۲۵، صص ۱۱۷-۱۱۲.
9. Allen, F., Bernardo, A.E., and Welch, I. (2000). "A theory of dividends based on tax clientele". *The Journal of Finance*, Vol. 55, No.6, pp. 2499-2536.
10. Baker, M., and Wurgler, J. (2004). "A catering theory of dividends". *The Journal of Finance*, Vol. 59, No.3, pp. 1125-1165.
11. Ball, R., and Kothari, S. P. (1989). "Nonstationary expected returns: implication for tests of market efficiency and serial correlations of returns". *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No.1, pp. 51-74.
12. Beiner S (2001). "Theories and Determinants of Dividend Policy", *Journal Corporate Finance*, Vol. 7, No.1, pp. 77-99.
13. Bhattacharya, S. (1979). "Imperfect information, dividend policy, and, The bird in the hand, fallacy". *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No.1, pp. 255-270.
14. Chan, K.C. (1988). "On the contrarian investment strategy". *Journal of Business*, Vol. 61, No.2, pp. 147-172.
15. Chen, H., Liu, H., and Huang, T. (2009). "The Announcement Effect of Cash Dividend Changes on Shares: An Empirical Analysis of China". *The Chinese Economy*, Vol. 42, No. 1, pp. 62-85.

16. Daniel K., Hirshleifer, D., and Subrahmanyam, A. (1998). "Investor psychology and security market under- and overreactions". *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, pp. 1839-1885.
17. De Bondt, W.F.M., and Thaler, R. (1985). "Does the Stock Market Overreact?", *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3, pp. 793-805.
18. DeAngelo, H., and DeAngelo, L. (2006). "The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem". *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, No. 2, pp. 293-315.
19. John, K., and Williams, J. (1985). "Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium". *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, pp. 1053-1070.
20. Jegadeesh, N., and Titman, S. (2001). Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations evaluation of alternative explanations", *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 2, pp. 699-720.
21. Fuller, K.P., and Goldstein, M.A. (2011). "Do dividends matter more in declining markets?". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, No. 3, pp. 457-473.
22. Hommes (2006). "Heterogeneous Agent Models In Economics and Finance". In: Tesfatsion L., Judd, K.L., (EDs.). *Handbook of Computational Economics*, Vol. 2, Agent-Based Computational Economics, North-Holland, Amsterdam
23. Kormendi, R., and Zarowin, P. (1996). "Dividend Policy and Permanence of Earnings". *Review of Accounting Studies*, Vol. 1, No. 2, PP. 141 - 160.
24. Lintner, J. (1956). "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes". *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, pp. 97-113.
25. Miller, M.H., and Modigliani, F. (1961). "Dividend policy, growth and the valuation of shares". *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, pp. 411-433.
26. Miller, M.H., and Rock, K. (1985). "Dividend policy under asymmetric information". *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, pp. 425-442.
27. Naeur, S.B., Gcaied, M., and Belaies, A. (2006). "On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy". *International Review of Finance*, Vol. 6, No. 1, pp. 1 - 23.
28. Ross, S., Westerfield, R., and Jaffe, J. (2002). "Corporate Finance", New York, McGraw-Hill College.
29. Sewell, M. (2010). "Behavioural Finance". Available at: [www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf](http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf), Available Online: [2Jan.2013].
30. Stacescu, B. (2006). "Dividend and Investment Decisions Under Managerial Discretion". Available at: <http://www.neerfiurisk.uzh.ch/media/pdf/workshop/stacescu.pdf>, Available Online: [2Jan.2013].
31. Weigand, R.A., and Baker, H.K. (2009). "Changing Perspectives on Distribution Policy". *Managerial Finance*, Vol. 35, No. 6, pp. 479-492.
32. Zafar, N., and Ali shah S.Z. (2008). "An Empirical Analysis of Association between Operating Cash Flows and Dividend Changes in Pakistan". *The Business Review*, Vol. 10, No. 2, pp. 192-19