

فصل ۱

۱: موضوع تحقیق

۲: اهمیت موضوع

۳: دلیل انتخاب موضوع

۴: مواد و ملزومات مورد نیاز برای تحقیق

موضوع تحقیق :

(۱) تاثیر سود هر سهم بر بازده سهام :

از آنجا که سود هر سهم و بازده سهام از مهمترین معیارهایی هستند که در ارزیابی

عملکرد شرکت نقش بیشتری را ایفا می کنند:

هر شرکتی می تواند با سرمایه گذاری در پروژه هایی با بازده کم ، سود هر سهم خود را

افزایش دهد. مادامی که بازده سرمایه یک پروژه جدید، بیش از هزینه بدهی بلند

مدت بعد از مالیات آن باشد ، باعث افزایش سود هر سهم خواهد شد .

اما اگر بازده پروژه به اندازه کافی بالا نباشد که به سهامداران بازده مناسبی روی سرمایه

آنان بدهد ، باعث کاهش قیمت سهام و ضریب قیمت سهام و ضریب قیمت به سود

خواهد شد .

جذابیت ظاهری سود هر سهم آن است که این روش مبتنی بر چیزی است که می توان

آن را مدل حسابداری ارزش نامید .

در این مدل ، که قیمت سهام شرکت مساوی حاصل ضرب سود هر سهم در ضریب

قیمت به سود می باشد .

ضریب قیمت به سود \times سود هر سهم = قیمت سهام شرکت

معمولاً مهمترین معیار ارزیابی عملکرد مؤسسات در حال حاضر نرخ بازده سهام است .

این معیار به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه گذاران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می گیرد .

وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی دهد .

شاید این معیار دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری در مقایسه با معیارهای عملکرد بر مبنای حسابداری باشد . چون ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار ، اطلاعات سرمایه گذاران را به خوبی منعکس می کند .

– بازده عبارت است از نسبت تغییرات قیمت سهام

(ما به التفاوت قیمت سهام در پایان و ابتدای سال) به علاوه سود سهام تقسیم بر قیمت سهام ابتدای سال .

برای آشنا شدن با این موضوع تحقیق حاضر سعی دارد تا اثر سود هر سهم را بر بازده سهام بررسی و عوامل مرتبط با میزان اثر جنبه های مجهول را شناسایی کند .

اهمیت موضوع :

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 بر آنند 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 گذاریها می باشد

دلیل انتخاب موضوع:

- 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

مواد و ملزومات برای تحقیق:

- ۱- رجوع به کتابخانه ها و استفاده از: مجلات، نشریات، کتابها و پایان نامه ها
- ۲- رجوع به سایتها
- ۳- رجوع به سازمان بورس اوراق بهادار

فصل ۲

پیشینه تحقیق

مبانی نظری

مقدمه

صدها شرکت با انتشار سهام برای اولین بار وارد بازار سرمایه می شوند. معمولاً این شرکت ها آن قدر سریع رشد می کنند که منابع رایج وجوه (نظیر وام های بانکی، سود انباشته و سرمایه مالکان) اغلب برای تامین مالی توسعه شان، کافی نیست. از آن جا که تأمین مالی یک مرحله بسیار مهم در رشد شرکت ها به شمار می آید برای آن هامهم است که قیمت سهام شان، ارزش واقعی دارایی ها و فرصت های رشدشان را نشان دهد.

در زمینه «عرضه اولیه اوراق» بهادار مطالعات و تحقیقات متعددی در سطح جهان صورت گرفته است. یکی از محورهای اصلی تحقیقات در این زمینه، بررسی روند تغییرات بازده سهام جدید در مقایسه با بازده شاخص قیمت بورس در طی زمان و همچنین شناسایی عوامل موثر بر عملکرد بلند مدت سهام جدید است.

علاوه بر آن مطالعات انجام گرفته در کشورهای مختلف حاکی از این است که بازده بلند مدت سهام جدید کمتر از بازده بازار است که از آن تحت عنوان معمای عملکرد کمتر «سهام جدید» نام برده شده است.

مساله اصلی در تحقیق حاضر ، بررسی بازده سهام جدید در مقایسه با بازده شاخص قیمت بورس در طی زمان ، تعیین عوامل موثر بر عملکرد بلند مدت سهام جدید و شناسایی روابط بین این عوامل در بورس اوراق بهادار تهران است .

لازم به توضیح است که در ایران «عرضه اولیه اوراق بهادار» با مفهوم رایج در کشورهای دیگر نداریم زیرا در کشورهای دیگر منظور از عرضه اولیه اوراق بهادار سهام جدیدی است که در بازار اولیه عرضه می شود .

اما در ایران بازار اولیه ، کارا و قانونمند نبوده و از نظم و مقررات خاصی پیروی نمی کند . به هر حال در ایران بر اساس اصلاحیه قانون تجارت مصوب اسفند ۱۳۴۷ ، بازار اولیه سهام با اجازه صدور اعلامیه پذیره نویسی به شرکت سهامی عام ایجاد گردید . از همین رو در این تحقیق سهام جدید فقط به سهامی اطلاق می گردد که برای اولین بار به بازار عرضه می گردد و پیش از این ، سهام این شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران وجود نداشته است .

در این تحقیق به منظور بررسی عوامل موثر بر عملکرد بلند مدت سهام جدید از متغیرهای عملکرد بلند مدت بازار ، حجم انتشار سهام جدید در سال اول ، اندازه شرکت ، عملکرد کوتاه مدت تعدیل شده سهام جدید و نوع صنعت استفاده شده است .

همچنین شواهد مبنی بر وجود دوره های به اصطلاح اوراق بهادار داغ عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران و گرایشات و علائق زود گذر و یا خوش بینی زیاد سرمایه گذاران بررسی می شود.

در ضمن با توجه به بررسی اثر عملکرد کوتاه مدت تعدیل شده سهام جدید بر عملکرد بلند مدت آن، تاثیر عملکرد کوتاه مدت بازار بر عملکرد کوتاه مدت سهام جدید به دلیل ارتباط موضوعی، مورد بررسی قرار گرفته است^۱.

قیمت هر سهم به سود هر سهم و سایر معیارهای ارزشگذاری:

استفاده از نسبت قیمت هر سهم به سود هر سهم، به عنوان معیار اصلی ارزشگذاری توسط مدیران صنعت یکی از چالش های حسابداری و صنعت می باشد. استفاده از این روش به دلیل سادگی محاسبه و پیچیده نبودن در میان مدیران صنعت بسیار رایج شده است اما به رغم سادگی این الگو روش مذکور نتایج و اثرات منفی بسیاری را نیز برای مدیران در پی دارد.

مدیران مالی نسبت قیمت هر سهم به سود هر سهم را به عنوان الگویی مکمل در کنار سایر روشهای ارزیابی نظیر ارزش افزوده اقتصادی و جریان های نقد آزاد می شناسند

^۱ - تحقیقات مالی - شماره ۱۵ (شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام)

و در تصمیم گیری معتقد به استفاده و تمرکز مطلق بر الگوی قیمت هر سهم به سود هر سهم نمی باشند.^۱

^۲طبق نظریه انتظارات عقلایی، سهامداران انتظارات خاصی را از شرکت در مورد سود دارند.

اگر اعلان سود مطابق آن چیزی باشد که بازار انتظار دارد، قیمت‌ها تغییر نخواهند کرد ولی اگر سهامدار در بازار یک تغییر غیر منتظره در سود تقسیمی ببیند از خود خواهد پرسید که منظور مدیران از این تغییر چه بوده است. (جهانخانی ۱۳۷۲)

شرح فوق اهمیت سیاست تقسیم سود و تاثیر روانی میزان سود تقسیمی را در قیمت سهام و انتظارات سهامدار بیان می کند.

شرکتها سیاستهای مختلفی را برای تقسیم سود دارند ولی صرف نظر از سیاست خاص هر شرکت، مدیران سعی می کنند با توجه به اطلاعاتی که از آینده شرکت دارند میزان سود تقسیمی را طوری تنظیم کنند که از تاثیرات منفی تغییرات سود تقسیمی بر روی سهامداران احتراز نمایند.

تفاوت عمده بین سود تقسیمی و سود شرکت این است که مدیران می توانند - دست کم در کوتاه مدت - در میزان سود تقسیمی اعمال نفوذ کنند.

۱- انجمن حسابداری ایران- فصلنامه دانش پژوهش حسابداری سال اول

۲- تحقیقات مالی شماره ۱۵ (محاسبه سرعت تعدیل تقسیم سود در شرکت های ..)

جدا از شیوه هزینه یابی و سیستم حسابداری که مدیران می توانند بدان وسیله در میزان سود شرکت اعمال نفوذ کنند ، سطح و میزان سود شرکت به مقدار زیادی به وسیله شرایط عرضه و تقاضا در رابطه با محصولات شرکت در بازار تعیین می شود و مدیران نمی توانند روی متغیرهای بازار و عوامل عرضه و تقاضا هیچ کنترلی اعمال کنند .

ولی تازمانی که شرکت دارای پول نقد یا توان گرفتن وام باشد ، میزان سود تقسیمی به وسیله مدیریت تعیین می شود .

بدیهی است ، در بلندمدت میزان پول نقد موجود برای پرداخت سود تقسیمی به وسیله سود آوری شرکت تعیین می گردد .

ولی در کوتاه مدت وضع بدین منوال نیست . در بعضی مواقع سود شرکت ممکن است ، با گذشت زمان کاهش یابد و مدیر سعی کند میزان سود تقسیمی را در سطح پیشین نگه دارد و یا آن را افزایش دهد (سالمون ۱۹۶۳)

جان لینتزر در اواسط دهه ۵۰ طی تحقیقاتی مفهوم جدیدی به نام «سرعت تعدیل سود تقسیمی» را وارد ادبیات مالی نمود و آن را حاصل تقسیم تغییرات واقعی سود تقسیمی بر تغییرات مورد انتظار سود تقسیمی ، تعریف نمود .

سپس سعی کرد از طریق این نسبت رابطه بین سود تقسیمی یک سال و میانگین وزنی سود سالهای قبل را تبیین کند .

تلاشهای وی کمک زیادی به روشن شدن زوایای جدیدی از تقسیم سود و عوامل موثر بر آن علی الخصوص تاثیر دیدگاه و انتظارات سرمایه گذاران نمود ولی در آزمونهای تجربی به عمل آمده توسط خود لیتنر و محققین پس از او نتایج متناقض و مختلفی در این راستا حاصل گردید.

فاما و بابی یاک ضمن تکمیل کار جان لیتنر این موضوع را که آیا شرکتهای می کوشند درصد سود تقسیمی را بر مبنای سود عادی حفظ کنند یا خیر، مورد مطالعه قرار دادند (آرچر، ۱۹۹۸).

با توجه به مطالب بیان شده، می توان مسئله اصلی این تحقیق را ارزیابی سیستمهای تقسیم سود در ایران با مبنای قرار دادن نظریه جان لیتنر دانست.

لیتنر در پی یافتن الگویی برای فرمول بندی سود سهام بود و پس از بررسی دقیق متون و منابع دانشگاهی و غیر دانشگاهی، فهرستی از حدود ۱۵ عامل و خصوصیت که ظاهراً ارتباط مهمی را با پرداختها و سیاست سود سهام دارا می باشند منعکس نمود.

سپس اطلاعات موجود در خصوص بیش از ۶۰۰ شرکت معتبر را مورد بررسی و نهایتاً ۲۸ شرکت را برای تحقیقات خود برگزید.

روش ایشان از طریق مصاحبه با مدیران این شرکت و تکنیک مورد استفاده OLS بوده است (شارپ ۱۹۹۹).

لینتنر در بررسی ۲۸ شرکت به مدت ۷ سال (۱۹۵۳-۱۹۴۷) توجه خود را به این نکته

معطوف می دارد که آیا نرخ موجود در پرداخت سود سهام باید تغییر یابد یا خیر؟

او در بررسی خود هیچ نمونه ای یافت نکرد که در آن میزان پرداخت در یک فصل یا

سال معین بدون توجه به نرخ موجود مورد ملاحظه قرار گرفته باشد.

یعنی نرخ جدید از تغییر در نرخ موجود تعیین می شود و اینطور نیست که برای آن که

میزان جدید به طور مستقل تعیین شود.

از طرف دیگر این نکته نیز روشن شد که سهامداران یک نرخ ثابت و معقول را ترجیح

میدهند و امتیازی که بازار برای ثبات یا رشد تدریجی نرخ قائل می شود آن قدر

نیرومند است که بیشتر مدیران به دنبال اجتناب از تغییر در نرخ سود سهامشان هستند.

نهایتاً این محافظه کاری و تلاش برای اجتناب از تغییرات فاحش در نرخها به طور کلی

موجب توسعه الگوهای رفتاری یکسان در تصمیمات سود سهام می شود.

بنابراین این سیاست مستمر «تطبيق جزئی» و میل به ثابت نگه داشتن توزیع سود سهام

باعث می گردد تا واکنشهای مخالف و زیان آور سهامداران به حداقل برسد و در عین

حال مدیریت را قادر می سازد تا با رویدادهای نامعین و غیر قابل اجتناب در

خصوص توسعه و برنامه های آینده راحت تر بسربرد، بخصوص در زمانی که سود

جاری کاهش یافته است و مدیریت علاقه ای به کاهش تقسیم سود خود ندارد)

هامپتون ۱۹۹۰).

به نظر لینتر مهمترین عامل در تصمیمات تقسیم سود، عواید سال جاری می باشد به

ویژه اینکه در مصاحبه با مدیران دریافت که سطح سود جاری تقریباً به طور ثابت نقطه

آغاز در ملاحظات مدیریت بوده او همچنین دریافت که رابطه بین سود جاری و نرخ

موجود سود سهام عامل مهمی بوده که میزان هر گونه تغییر در سودهای سهام را تعیین

می نماید .

خلاصه نتایج مطالعات لینتر را می توان به صورت زیر بیان کرد :

۱- مدیران بیشتر شرکتهایی که توسط لینتر مورد مطالعه قرار گرفته بودند، اعتقاد داشتند

که به سیاست تقسیم سود از زاویه پرداخت به سهامداران باید ارجحیت بیشتری قایل

شد تا سیاست نگهداشتن سود به عنوان یک منبع مالی برای سرمایه گذاریها .

۲- با فرض ثبات نسبت پرداخت سود سهام ، سود قابل پرداخت سال آینده ، معادل

نسبت ثابتی از عایدی هر سهم (EPS) خواهد بود .

۳- شرکتهایی که همیشه نسبت پرداخت سود سهام مورد نظر خود را رعایت کنند با

تغییر سود سالیانه سود سهامشان را تغییر می دهند.

اما مدیران مورد مصاحبه در مطالعات لینتر علاقه ای به این تغییرات نشان ندادند .

۴- مدیران مورد مصاحبه در مطالعات لینتر ابراز کرده بودند که سهامداران یک نرخ رشد ثابت در پرداخت سود سهام را ترجیح می دهند.

۵- جان لینتر مدعی است که تسهیم سود از طرفی به عایدات جاری شرکت و از طرف دیگر به روند تسهیم سود سال های قبل بستگی دارد.

به عبارت دیگر در این مدل تسهیم سود تابعی از عایدات سال جاری و عایدات و سودهای تسهیم شده سالهای قبل است (کلارک و ویلسون ۱۹۹۰).

مدل لینتر در واقع در پی بیان محتوای اطلاعاتی نسبت پرداخت بلند مدت است

در این مدل فرض می شود که هدف شرکت پرداخت یک نسبت ثابت سود b^* در بلند مدت است.

$$D_t^* = b^* . E_t$$

D_t^* بیان کننده میزان سود تقسیم شده مورد انتظار در سال t و E_t عایدی سال t می

باشد.

اگر از دو طرف معادله فوق سود تقسیمی واقعی سال قبل را کسر کنیم به صورت زیر در

می آید:

$$D_t^* - D_{t-1} = b^* . E_t - D_{t-1}$$

هر چند شرکتها تمایل دارند که سود تقسیمی خود را از D_{t-1} به D_t^* تغییر دهند، ولی فقط تعداد اندکی واقعا آن را به این میزان تغییر می دهند و معمولا تغییرات واقعی به صورت نسبتی از تغییرات دلخواه است.

$$D_t - D_{t-1} = P(b^* \cdot E_t - D_{t-1})$$

معادله فوق را مدل ساده لینتر می نامند که در آن P ضریب سرعت تعدیل است. مثلا اگر شرکتی ۵ میلیون عایدی داشته باشد ($E_t = 5$) و نرخ سود بلند مدت آن ۶۰٪ باشد. ($b^* = 0.6$) تمایل دارد که حدود ۳ میلیون سود پردازد.

ولی اگر پرداختی شرکت در سال پیش حدود ۱/۵ میلیون باشد معمولا مدیریت این افزایش ناگهانی پرداخت معادل ۱/۵ میلیون دلار را به دلایل متعددی صلاح نمی داند و ترجیح می دهد به جای ۳ میلیون ۲/۵ میلیون سود پردازد. یعنی سود پرداختی سال گذشته را نیز مد نظر قرار می دهد و سود پرداختی امسال عبارت می شود از سود پرداختی سال گذشته به علاوه نسبتی از افزایش امسال.

محاسبات به صورت زیر است:

$$D_t = P(b^* \cdot E_t - D_{t-1}) + D_{t-1}$$

$$D_t = P[(0.6)(5) - 1.5] + 1.5$$

$$D_t = 1.5P + 1.5$$

اگر P معادل ۱ باشد یعنی شرکت به نسبت تقسیم سود بلند مدت خود وفادار مانده و هامن ۳ میلیون را تقسیم نموده است .

به عبارت دیگر می توان گفت که شرکت با همان نسبت که E افزایش یافته است D را نیز افزایش داده است و اگر P معادل ۰ باشد یعنی شرکت همان میزان سال پیش را توزیع کرده است و سیاست شرکت پرداخت مقدار ثابت سود می باشد ، یعنی بدون توجه به تغییرات عایدی سالیانه مقدار ثابت را توزیع می کند .
معمولا شرکتها نسبتی بین صفر و ۱ را برای P اتخاذ می کند. مثلا شرکت فوق در این نسبت معادل ۶۷٪ است .

یعنی این شرکت ۶۷٪ تغییرات در E را در توزیع سود لحاظ کرده است . یا به عبارتی سود تقسیمی فرد را تا ۶۷٪ با تغییرات عایدی ، تغییر می دهد .
مشاهده می شود که اتخاذ هر کدام از روشهای تسهیم سود در ارزش سهام شرکت بی تاثیر نیست . به اعتقاد لینتر شرکتهای محافظه کار تر بسیار آهسته تر از شرکتهای جسورتر به طرف نسبت پرداخت سود بلند مدت حرکت می نمایند . لذا دارای نرخ تعدیل کوچکتری هستند .

مدل لینتر را می توان به صورت زیر نوشت : (لینتر ۱۹۶۳):

$$D_t = p.b^*(E_t) + (1-p)D_{t-1}$$

پس برای سود تقسیمی سال قبل هم می توان معادله زیر را نوشت:

$$D_{t-1} = p.b^*(E_{t-1}) + (1-p)D_{t-2}$$

با جایگزینی D_{t-1} در معادله اول داریم:

$$D_t = p.b^*(E_t) + p.b^*(1-p)(E_{t-1}) + (1+p)^2 D_{t-2}$$

با جایگزینی D_{t-2} و D_{t-3} و... داریم:

$$D_t = p.b^*(E_t) + p.b^*(1-p)(E_{t-1}) + p.b^*(1-p)^2(E_{t-2}) + \dots p.b^*(1-p)^n(D_{t-n})$$

مدل فوق به مدل پیشرفته لیتنر مشهور است.

در این مدل سود سهام پرداختی بر حسب متوسط وزنی عایدات گذشته توضیح داده می

شود و در آن لیتنر اشاره می کند که احتمال افزایش در نسبت تقسیم سود سهام

پرداختی وقتی که عایدات جاری شرکت افزایش یافته باشد، بیشتر از زمانی است که

عایدات سال گذشته افزایش داشته باشد.^۱

^۱- تحقیقات مالی شماره ۱۵ (محاسبه سرعت تعدیل تقسیم سود در شرکتهای ...)

پیشینه تحقیق

شرکت هایی که سهام شان عرضه عمومی می شوند به دلیل پدیده عدم تقارن اطلاعاتی

بین عرضه کنندگان سهام جدید ، موسسات تامین سرمایه و سرمایه گذاران بیرونی با

مشکلات زیادی مواجه می شوند . همچنین شواهد حاکی است از این که سه پدیده

غیر عادی در سهام جدید وجود دارد که عبارتند از :

۱- عرضه اولیه زیر قیمت (بازده کوتاه مدت بیشتر از بازار)

۲- بازده بلند مدت کمتر از بازار که به الگوی بازده های کمتر سهام جدید نسبت به

سایر شرکت ها (بازار) در سال های بعد از عرضه عمومی اشاره دارد .

۳- و جوه دوره هایی هم در حجم معاملات و هم در میانگین بازده های اولیه سهام

جدید

تئوری های گوناگونی که روی ابعاد مختلف روابط بین سرمایه گذاران ، انتشار

دهندگان سهام جدید و موسسات تامین سرمایه تمرکز کرده اند دلایلی را برای وجود

پدیده های غیر عادی در عملکرد کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید ارائه کرده اند .

در ضمن هر چند این تئوری ها مانع الجمع نیستند اما یک تئوری ممکن است برای

بعضی از سهام جدید نسبت به سایر سهام جدید مهم تر و قابل توجه تر باشد .

بنابراین در حالی که هیچ مدلی نمی تواند تعریف جامعی از این پدیده های غیر عادی تجربی را فراهم کند اما مجموعه ای از این تئوری ها برای خیلی از این الگوهای مشاهده شده در بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید جوابگو هستند .

به طور کلی در مورد بازده کوتاه مدت سهام جدید فرضیات بیشتری (در مقایسه با بازده بلند مدت سهام جدید) مطرح گردیده است . به علاوه بعضی از فرضیات سعی در توضیح توأم بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید دارند و این دو را با یکدیگر مرتبط می دانند .

فرضیات و نظریات مطرح شده راجع به بازده سهام جدید به شرح ذیل می باشد:

۱- فرضیه ریسک گریزی تضمین کننده فروش اوراق بهادار

یک توضیح مشهور برای عرضه زیر قیمت سهام جدید مبتنی بر ریسک گریزی تضمین کننده فروش اوراق بهادار است .

یعنی موسسه تامین سرمایه معمولاً سهام جدید را به منظور کم کردن ریسک ها و هزینه

هایش ، زیر قیمت می فروشد . شواهد تجربی تهیه شده به وسیله ریتز (۱۹۸۴) و

چانگ و پیوی (۱۹۸۷) عکس این مطلب را نشان می دهد .

۲- فرضیه بیمه ضمنی در مقابل مسئولیت های قانونی

دومین دلیل اینکه تضمین کنندگان فروش اوراق بهادار، سهام جدید را زیر قیمت می

فروشدند ترس آنها از مشکلات قانونی بالقوه ناشی از انتشار سهام جدید به قیمت گران

است.

بعضی از محققان مانند تینیک (۱۹۸۸) معتقدند تنبیهات قانونی برای اشتباهات در

رسیدگی دقیق موجب ایجاد انگیزه در موسسات تامین سرمایه می شود تا سهام جدید

را زیر قیمت عرضه کنند.

۳- فرضیه قدرت انحصاری

بعضی محققین مانند ریتر (۱۹۸۴) پیشنهاد کرده اند که عرضه زیر قیمت ممکن است

نتیجه قدرت انحصاری موسسات تامین سرمایه در تضمین فروش سهام شرکت های

کوچک پرخطر باشد.

۴- فرضیه شهرت (اعتبار) موسسات تامین سرمایه

عقیده رایج در بازاریابی این است که نحوه انتخاب موسسات تامین سرمایه بر قیمت

سهام جدید اثر می گذارد.

۵- فرضیه حباب سفته بازی

بر طبق این فرضیه، بازده اضافی بزرگ سهام جدید به امیال سفته بازی سرمایه گذارانی نسبت داده می شود که نتوانسته اند سهام جدید را از تضمین کنندگان فروش اوراق بهادار به قیمت های عرضه اولیه بخرند.

۶- فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی

فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی دلالت بر این دارد که میانگین عرضه زیر قیمت برای سهامی که با ابهام قبلی بیشتر در مورد ارزش واقعی شرکت، زیادتر می شود. مشهورترین مدلهای مبتنی بر فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی مربوط به بارون (۱۹۸۲) و راک (۱۹۸۶) است.

۷- فرضیه علامت دهی

ولچ (۱۹۸۹)، گرینبلت و هوانگ (۱۹۸۹) و آلن و فولهابر (۱۹۸۹) پیشنهاد کردند که عدم تقارن اطلاعاتی باعث می شود شرکت ها، کیفیت خود را به وسیله عرضه زیر قیمت، علامت بدهند.

اما مطالعات بعدی که توسط جیگادش، وین استین و ولچ (۱۹۹۳) و گارفینگل (۱۹۹۳) انجام گردیده است فرضیه علامت دهی را مورد تردید قرار داد.

۸- فرضیه بازارهای « سهام جدید داغ »

« سهام داغ » سهام جدیدی است که تقاضا برای خرید آن بیشتر از عرضه اش است و در نتیجه قیمت این سهام به طور موقت افزایش می یابد. در همین رابطه ایبوتسن و جف (۱۹۷۵) دریافتند که پدیده عرضه زیر قیمت فقط در بعضی دوره های ویژه اتفاق می افتد.

۹- فرضیه « گرایشات و علائق زود گذر » و فرضیه « عکس العمل بیش از

اندازه » سرمایه گذاران

این فرضیه ها بازده سهام جدید را در کوتاه مدت و بلند مدت با هم در ارتباط می دانند. بر مبنای فرضیه « گرایشات و علائق زود گذر » آگاروال و ریولی (۱۹۹۰) معتقدند که سرمایه گذاران نسبت به سهام جدید به طور نامعقولی بیش از حد خوش بین هستند و همین امر قیمت سهام جدید را موقتا افزایش می دهد.

همچنین فرضیه «عکس العمل بیش از اندازه» به وسیله دی بونت و تالر (۱۹۸۵) مورد مطالعه قرار گرفته است.

این فرضیه بیانگر این است که افراد به انتشار اطلاعات مهم و غیر منتظره، بیش از اندازه عکس العمل نشان می دهند.

۱۰- فرضیه انتشار سهام جدید طی دوره های حجم بالای انتشار

این فرضیه به دنبال توضیح رفتار بازده سهام جدید در بلند مدت است. طبق این فرضیه

شرکت های انتشار دهنده سهام جدید طی دوره های حجم بالای انتشار سهم در بازار، در بلند مدت نقصان بازده نشان می دهند.

مطالعات اولیه عملکرد بلند مدت سهام جدید در آمریکا انجام شده است ایبوتسن (۱۹۷۵) اولین مطالعه اصلی عملکرد بلند مدت را انجام داد.

او دریافت که عملکرد بازار ثانویه در سال اول مثبت، در سه سال بعدی منفی و در سال پنجم نیز مثبت بوده است.

شیوه متداول ارزیابی عملکرد بلند مدت سهام جدید از طریق محاسبه «بازده های غیر عادی تجمعی» است. در این روش میانگین بازده هر ماه محاسبه شده است و (از نظر معنی دار بودن آزمایش می شود. ریتز (۱۹۹۱) بازده ها را با استفاده از شرکت های

مشابه تعدیل کرد و لیواس (۱۹۹۳) از یک معیار بازده قرینه استفاده کرد. بازده های غیر عادی تجمعی هر دوی این محققین به طور ثابتی کاهش می یافته است و از نظر اقتصادی و آماری معنی دار بودند .

بازده های غیر عادی در طی ۳۶ ماه در بررسی ریتز ۲۹/۱۳- درصد است و در تحقیق لیواس ۲۲/۹۶- درصد است . همچنین لوفران و ریتز عملکرد پایین را برای بازار آمریکا (۱۹۷۰-۱۹۸۹)، ۱۷ درصد گزارش کردند^۱.

^۱ - تحقیقات مالی شماره ۱۵ (شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام ...)

روش تحقیق و آزمون فرضیات

فرضیات تحقیق

فرضیه های تحقیق عبارتند از:

فرضیه اول: عملکرد کوتاه مدت کل (تعدیل نشده) سهام جدید بیشتر از عملکرد کوتاه مدت بازار است.

فرضیه دوم: عملکرد بلند مدت کل (تعدیل نشده) سهام جدید کمتر از عملکرد بلند مدت بازار است.

فرضیه سوم: رابطه میان عملکرد بلند مدت سهام جدید با حجم معامله سالانه آن منفی است.

فرضیه چهارم: رابطه میان عملکرد بلند مدت سهام جدید با اندازه شرکت مثبت است.

فرضیه پنجم: رابطه میان عملکرد بلند مدت سهام جدید با عملکرد کوتاه مدت تعدیل شده سهام جدید منفی است.

لازم به ذکر است که در فرضیات سوم، چهارم و پنجم منظور از عملکرد بلند مدت سهام جدید، بازده بلند مدت کل (تعدیل نشده) و بازده بلند مدت تعدیل شده سهام

جدید است . لذا هر یک از فرضیات مزبور به صورت دو فرضیه فرعی آزمون می

شوند^۱.

^۱ - تحقیقات مالی شماره ۱۵ (شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام....)

تعاریف عملیاتی واژه ها

سهام جدید: فقط به سهامی اطلاق می شود که برای اولین بار به بازار عرضه می

شود و پیش از این، سهام این شرکت ها در بازار بورس وجود نداشته است.

بازده سهام: بازده حاصل از تغییر قیمت سهام است و سود سهام پرداختی را در بر می

گیرد.

بازده تعدیل شده سهام جدید (بازده غیر عادی سهام جدید): منظور از این

بازده، اضافه یا کسر بازده سهام جدید نسبت به بازده شاخص بورس طی مدت مورد

نظر است.

دوره کوتاه مدت: دوره ای است که از آغاز معامله سهام جدید در بازار تهران تا

پایان آخرین روز از دومین ماه معامله در بورس را در بر می گیرد.

دوره بلند مدت: این دوره از پایان دوره کوتاه مدت آغاز می گردد (ابتدای ماه

سوم معامله در بورس) و تا پایان ماه سی و ششم معامله سهام جدید در بورس تهران را

در بر می گیرد.

عملکرد بلند مدت بازار: بازده بازار را در یک دوره زمانی ۳۴ ماهه (قرینه با دوره

معاملاتی سهام جدید) نشان می دهد.

عملکرد بلند مدت کل (تعدیل نشده) سهام جدید : بازده سهام جدید را

در یک دوره زمانی ۳۴ ماهه (پس از دو ماه اول معامله) ، نشان می دهد .

عملکرد بلند مدت تعدیل شده سهام جدید : بازده تعدیل شده سهام جدید نسبت

به بازده بازار را در یک دوره ۳۴ ماهه (پس از دو ماه اول معامله) نشان می دهد .

عملکرد کوتاه مدت تعدیل شده سهام جدید (عرضه اولیه زیر قیمت سهام

جدید) : بازده تعدیل شده سهام جدید را نسبت به بازده بازار در دو ماه اول معامله

نشان می دهد .

حجم سالانه معامله سهام جدید : حجم ریالی سهام جدید است که در طی سال

اول در بورس معامله می شود . لازم به ذکر است به منظور حذف مقیاس اندازه گیری

، این معیار پس از لگاریتم گیری (در مبنای ۱۰) مورد استفاده قرار گرفته است^۱ .

^۱ - تحقیقات مالی شماره ۱۵ (شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام)

روش های تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه ها :

برای آزمون فرضیات تحقیق از چند نسبت و رابطه استفاده کرده ایم که لازم است آن

ها را تعریف کنیم :

۱) در صورتی که شرکت هیچ گونه افزایش سرمایه و تجزیه سهامی نداشته باشد :

$$1) r_{it} = \frac{P_{it} - P_{io}}{P_{io}}$$

I_{it} = نرخ بازده سهم i در ماه t

P_{it} = قیمت سهم i در انتهای ماه t

P_{io} = قیمت سهم i در ابتدای ماه t

۲- در صورتی که شرکت هم از محل اندوخته ها و هم از محل مطالبات و آورده نقدی

افزایش سرمایه داده باشد :

$$2) r_{it} = \frac{(1 + x + y)P_{it} - P_{io} - yP_{ni}}{P_{io} + yP_{ni}}$$

I_{it} = نرخ بازده سهم i در ماه t (نرخ بازده سهم i برای ماهی که اولین معامله پس از

تصویب مجمع در آن صورت گرفته است)

P_{it} = قیمت سهم i در انتهای ماه t

$$P_{i0} = \text{قیمت سهم } i \text{ در ابتدای ماه } t$$

$$P_{Ni} = \text{ارزش اسمی سهم } i$$

$$X = \text{درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها}$$

$$Y = \text{درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی}$$

۳- نرخ بازده غیر عادی (تعدیل شده نسبت به بازده بورس) سهم i در ماه t برابر است

با:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

۴- متوسط نرخ بازده غیر عادی (تعدیل شده نسبت به بازده بورس) n سهم در ماه t ام

معامله در بورس:

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{it}$$

۵- متوسط نرخ بازده تعدیل شده تجمعی (انباشته) سهام جدید طی ماه های q ام تا s ام

معامله در بورس:

$$CAR_{q-s} = \sum_{t=q}^s AR_t$$

۶- نرخ بازده سهم i ام از ماه q ام تا s ام معامله در بورس (نرخ بازده حاصل از خرید

سهم i در ابتدای ماه q و نگهداری آن تا انتهای ماه s):

$$۶) R_{i,q-s} = \prod_{t=q}^s (\gamma + r_{it})^{\gamma/t} - \gamma$$

I_{it} = بازده سهم i در ماه t

۷- نرخ بازده بازار (نرخ بازده شاخص بورس) در ماه t برابر است با:

I_{mt} = شاخص بورس در پایان ماه t

I_{mo} = شاخص بورس در آغاز ماه t

$$۷) r_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{mo}}{I_{mo}}$$

I_{mt} = بازده بورس در ماه t

۸- نرخ بازده شاخص بورس طی ماههای q ام تا s ام معامله سهم i :

$$۸) R_{m,q-s} = \prod_{t=q}^s (\gamma + r_{mt})^{\gamma/t} - \gamma$$

I_{mt} = بازده شاخص بورس در ماه t

۹- نرخ بازده بلند مدت تعدیل شده (غیر عادی) سهم i نسبت به بورس از ابتدای ماه q

تا انتهای ماه s برابر است با:

$$۹) MKTRTN.L_{i,q-s} = \prod_{t=q}^s (\gamma + r_{it})^{\gamma/t} - \prod_{t=q}^s (\gamma + r_{mt})^{\gamma/t}$$

۱۰- و ثروت نسبی (WR) سهم جدید طی ماههای q تا S ام معامله در بورس برابر

است با:

$$WR_{q-s} = \frac{1 + \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_{i,q-s}}{1 + \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_{m,q-s}} = \frac{\text{متوسط بازده n سهم جدید طی مدت q تا s}}{\text{متوسط بازده شاخص بورس طی همان مدت}}$$

اگر WR بزرگتر از یک باشد، به طور متوسط بازده سهام جدید طی مدت مورد نظر از

بازده شاخص بورس طی همان مدت بیشتر است.

اگر WR کوچکتر از یک باشد، به طور متوسط بازده سهام جدید از بازده بازار بورس

طی مدت مورد نظر کمتر بوده است.^۱

^۱ - تحقیقات مالی شماره ۱۵ (شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام ...)

تحقیقات انجام شده در ایران :

۱- تحقیق آقای محسن صمدزاده تحت عنوان « خط مشیهای تقسیم سود و تاثیراتشان بر

ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران » به نتایجی به شرح زیر دست یافت :

الف) ناشناخته بودن سیاستهای تقسیم سود برای مدیران شرکتهای و عدم استفاده از آن

بعنوان ابزاری برای ارائه اطلاعات در مورد وضعیت شرکت .

ب) عدم توجه سهامداران به سود نقدی بعنوان یک موضوع دارای پیام

ج) وجود سرمایه گذارانی که صرفاً به خاطر منافع بلندمدت اقدام به سرمایه گذاری در

بورس تهران می کنند .

د) عدم تاثیر سود بر بازده سهام

ه- کم علافگی سهامداران نسبت به توزیع سود

۲- تحقیق آقای طه خرسند در مورد تاثیر سود سهام بر تغییرات قیمت سهام در بورس

اوراق بهادار تهران نتایج زیر را نشان می دهد :

الف- اعلان سود نقدی + غیر نقدی ثروت سهامداران را تغییر می دهد .

ب- بین مبلغ سود اعلام شده و تغییرات قیمت بعد از اعلام ، ضریب همبستگی معکوس

وجود دارد .

ج- همبستگی مستقیم بین تغییرات درآمد هر سهم و تغییرات سود نقدی وجود دارد .

د- رابطه مستقیم بین سود پرداختی و نسبت قیمت بر درآمد وجود دارد، هرچه نسبت

پرداخت بیشتر باشد، نسبت قیمت بر درآمد بیشتر خواهد بود^۱.

^۱- نشریه ۴۷- بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

یافته های تحقیق :

عملکرد بلند مدت سهام جدید بر مبنای انتشار :

بر مبنای نگاره ۲ بیشترین بازده کوتاه مدت مربوط به سال ۱۳۶۹ و ۱۳۷۰ است اما در این دو سال بازده بلند مدت تعدیل شده سهام بیشتر از سال دیگر است .

نگاره ۲. طبقه بندی بازده بلند مدت و کوتاه مدت سهام جدید به تفکیک هر سال

سال	تعداد شرکتها	بازده کوتاه مدت تعدیل شده (درصد)	بازده بلند مدت تعدیل شده (درصد)	ثروت نسبی بلند مدت
۱۳۶۹	۹	۱۵/۹۴	۵/۲۲	۱/۰۲
۱۳۷۰	۲۰	۵/۰۹	۱۱/۱۷	۱/۱۰
۱۳۷۱	۱۰	۱/۱۰	-۳۵/۳۴	۰/۸۵
۱۳۷۲	۱۴	۱/۰۶	-۱۲۵/۷۶	۰/۷۲
۱۳۷۳	۲۲	۱/۱۸	-۱۰۵/۹۵	۰/۶۸
۱۳۷۴	۲۹	۰/۵۹	-۰/۰۷	۰/۹۹

عملکرد بلند مدت سهام جدید بر مبنای بازده اولیه

نگاره ۳ طبقه بندی پنج گانه بازده بلند مدت بر مبنای بازده اولیه تعدیل شده سهام جدید است و نشان می دهد که بازده های اولیه ، شاخص خوبی برای پیش بینی بازده های بلند مدت نیست زیرا صرف نظر از اینکه بازده کوتاه مدت سهام جدید منفی یا مثبت است ، بازده بلند مدت تعدیل شده سهام جدید برای همه طبقات منفی است و کمتر از یک بودن معیار ثروتی نسبی بلند مدت سهام جدید برای همه طبقات نیز به همین مطلب اشاره دارد .

نگاره ۳ . طبقه بندی بازده بلند مدت سهام جدید بر مبنای بازده کوتاه مدت

بازده کوتاه مدت تعدیل شده (درصد)	تعداد شرکت ها	بازده بلند مدت تعدیل شده (درصد)	ثروت نسبی بلند مدت
۵/۰۴ و -۳۷/۸۶	۱۹	-۲۰/۹۲	۰/۸۸
-۲/۰۱ و -۵/۰۴	۲۱	-۵۰/۶۵	۰/۷۸
-۲/۰۱ و ۰/۱۶	۲۷	-۵۹/۵۶	۰/۷۷

۰/۸۵	-۳۹/۶۴	۲۱	۰/۱۶ و ۵/۰۷
۰/۹۰	-۱۷/۱۹	۱۶	۵/۰۷ و ۹۷/۹۹

عملکرد بلند مدت سهام جدید بر مبنای اندازه شرکت

با توجه به نگاره ۴ شرکت های خیلی کوچک و همچنین شرکت های خیلی بزرگ نسبت به سایر شرکت ها در بلند مدت عملکرد بهتری دارند در توضیح این موضوع می توان گفت: «تاثیر اندازه» نیز در مورد شرکت های خیلی کوچک مصداق دارد.

یعنی بازده بلند مدت شرکت های کوچک بیشتر از شرکت های بزرگ است و در مورد شرکت های خیلی بزرگ فرضیه بردن وها کاربرد دارد.

آن ها بر عکس، تاثیر اندازه نیز پیش بینی کردند بین اندازه شرکت و بازده بلند مدت یک رابطه مثبت وجود دارد و این فرضیه را ارائه کردند که شرکت های بزرگتر معمولاً دارای حسن شهرت و اعتبار مالی هستند برای همین آن ها دارای عملکرد بلند مدت بهتری هستند.

نگاره ۴. طبقه بندی بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید بر مبنای اندازه شرکت

اندازه شرکت	تعداد شرکتها	بازده کوتاه مدت تعدیل شده (درصد)	بازده بلند مدت تعدیل شده (درصد)	ثروت نسبی بلند مدت
۶ و ۰۰۰ و ۰۰۰ - ۸۰۴ و ۰۰۰ و ۰۰۰	۲۱	۶/۸۱	۱۱/۹۷	۱/۰۶
۱۵ و ۲۵۰ و ۰۰۰ - ۶ و ۰۰۰ و ۰۰۰	۲۵	۱/۳۸	-۵۳/۴۳	۰/۷۷
۳۳ و ۰۰۰ و ۰۰۰ - ۱۵ و ۲۵۰ و ۰۰۰	۲۲	۸/۴۴	-۸۴/۴۸	۰/۶۵
۹۷ و ۵۰۰ و ۰۰۰ - ۳۳ و ۰۰۰ و ۰۰۰	۲۳	-۲/۵۶	-۸۰/۷۵	۰/۶۰
۱ و ۴۴۰ و ۰۰۰ و ۰۰۰ - ۹۷ و ۵۰۰ و ۰۰۰	۱۳	۰/۷۷	-۴۷/۹۳	۱/۱۹

توضیح اینکه ارقام مربوط به ستون اندازه شرکت به هزار ریال است.

عملکرد بلند مدت سهام جدید بر مبنای حجم معامله

نگاره ۵ طبقه بندی بازده بلند مدت سهام جدید را بر مبنای حجم معامله آن در سال اول نشان می دهد .

همان طور که در جدول مزبور می بینید به غیر از طبقه میانی حجم معامله سهام جدید ثروت نسبی بلند مدت سایر طبقات کمتر از یک است بنابراین بین بازده بلند مدت و حجم معامله سهام جدید رابطه ای وجود ندارد .

نگاره ۵. عملکرد کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید بر مبنای حجم معامله سهام جدید در سال اول

حجم معامله سهام جدید در سال اول	تعداد شرکت ها	بازده کوتاه مدت تعدیل شده (درصد)	بازده بلند مدت تعدیل شده (درصد)	ثروت نسبی بلند مدت
۱۲۵۰۰ و ۲۱۳۱۰۰۰	۱۸	-۲/۱۹	-۵۶/۳۲	۰/۷۲
۵۶۷۰ و ۲۱۳۱۰۰۰	۲۷	۴/۴۰	-۴۶/۳۱	۰/۸۹
۱۳ و ۱۳۰۰۰ و ۱۳۰۰۰	۲۱	۰/۰۱	۱۴/۷۴	۱/۱۲

				۵۶۷۰ و ۰۰۰
۰/۹۱	-۴۴/۸۱	۶/۴۰	۲۲	-۳۴ و ۱۰۰ و ۰۰۰
				۱۳ و ۰۰۰ و ۰۰۰
۰/۷۰	-۷۷/۲۷	۵/۸۹	۱۶	-۲۵ و ۰۰۰ و ۰۰۰
				۳۴ و ۱۰۰ و ۰۰۰

توضیح اینکه ارقام مربوط به ستون حجم معامله سهام جدید در سال اول به هزار ریال است.

عملکرد بلند مدت سهام جدید بر مبنای صنعت

بر مبنای نگاره ۶ ملاحظه می کنیم که در صنایع غذایی و نوشیدنی، نساجی، فرآورده های کاغذی، فلزات اساسی و ماشین آلات و تجهیزات، سهام جدید با بازده کوتاه مدت مثبت دارای عملکرد بلند مدت تعدیل شده منفی است.

این مطلب از فرضیه «گرایشات و علائق زود گذر» و فرضیه «عکس العمل بیش از اندازه» سرمایه گذاران در صنایع مزبور حمایت می کند. همچنین شواهدی مبنی بر ارزش گذاری غلط سهام جدید در کوتاه مدت وجود دارد برای همین پیش بینی های

بلند مدت بعضی از صنایع با بازده کوتاه مدت خیلی کم، دارای عملکرد بلند مدت خوبی بودند.

صنایع فعالیت های جنبی و واسطه گری های مالی، خودرو و وسایل نقلیه و وسایل برقی مثال های این موضوع هستند.

البته لازم به توضیح است فرضیه «بردن و ها» مبنی بر این که بین اندازه شرکت و بازده بلند مدت آن یک رابطه مثبت وجود دارد در مورد صنایع فعالیت های جنبی و واسطه گری های مالی و خودرو و وسایل نقلیه مصداق دارد. زیرا اندازه شرکت های این دو صنعت خیلی بزرگ است.

نگاره ۶. بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید به تفکیک صنعت

صنعت	بازده کوتاه مدت	بازده بلند مدت	تغییر شده	تغییر شده	تغییر شده
استخراج کانی های فلزی و سایر معادن	۱	۱۶۵۰۰ و ۰۰۰	-۲	-۹۶/۴	

غذایی و نوشیدنی	۱۱	۴۷ و ۱۱۵ و ۶۶۱	۸/۸	-۵۲/۵
نساجی	۸	۱۳ و ۳۴۹ و ۷۱۶	۹/۷	-۹۹/۸
فرآورده های کاغذی	۶	۹ و ۶۶۴ و ۰۱۶	۱۲/۳	-۷۳
چاپ و نشر	۱	۴ و ۸۰۰ و ۰۰۰	-۱	-۲۷/۳
تصفیه نفت و سوخت هسته ای	۱	۴۷/۴۳۰ و ۰۰۰	-۲	-۱۲۹/۲
شیمیایی	۱۹	۳۴ و ۷۸۰ و ۰۸۴	-۲/۲	-۶۷/۹
پلاستیک و لاستیک	۳	۴۰ و ۰۶۶ و ۶۶۶	-۳/۴	۴/۵

۱۵	۳۵ و ۱۲۵ و ۱۶۹	-۵/۳	-۱۸/۱	کافی غیر فلزی
۷	۷۹ و ۸۴۶ و ۴۰۷	۸/۷	-۳۰/۹	فلزات اساسی
۵	۱۵ و ۳۱۹ و ۲۶۶	-۰/۲	-۱۰۵/۳	محصولات فلزات فابریکی
۹	۳۳ و ۴۸۲ و ۲۶۶	۶/۱	-۱۴/۵	ماشین آلات و تجهیزات
۵	۲۹ و ۴۴۰ و ۰۶۳	۱۷/۲	۱۸	وسایل برقی
۶	۸۶ و ۷۶۳ و ۸۳۳	-۰/۷	۱۱۸/۷	خودرو و وسایط نقلیه

۲۰/۲	۰/۷	۳۵۶ و ۲۸۰ و ۰۲۹	۷	فعالیت های جنبی و واسطه گری های مالی
------	-----	-----------------	---	--

توضیح اینکه ارقام مربوط به ستون اندازه شرکت به هزار ریال است .

بازده های غیر عادی سهام جدید

رفتار کلی عملکرد سهام جدید نسبت به بازده شاخص بورس طی دوره تحقیق ۱۳۷۴-

۱۳۶۹ در نگاره ۷ و نمودارهای ۱ و ۲ و ۳ و ۴ نشان داده شده است .

همان طور که در نگاره ۷ و نمودارهای ۱ و ۲ ملاحظه می کنید ، متوسط نرخ بازده غیر

عادی تجمعی ۱۰۴ شرکت نمونه تحقیق ، از آغاز مطالعه در بورس تهران تا دو ماه (

دوره کوتاه مدت) سیر صعودی دارد و پس از ماه دوم علیرغم تغییراتی که دارد در

مجموع دارای روند نزولی است .

بنابراین افرادی که سهام جدید را در آغاز معامله در بورس خریداری کرده اند اگر آن را در دو ماه بعد بفروشند ، بازده اضافی معادل ۲/۵۹٪ نسبت به بازار بورس به دست می آورند .

علاوه بر آن ثروت نسبی سهام جدید در دو ماه اول برابر ۱/۰۲۹ است یعنی خریداران اولیه سهام جدید طی دو ماهه اول معامله در بورس به طور متوسط به ازای هر تومان ثروت حاصل از سرمایه گذاری در بازار بورس تهران قدرند ۱/۰۲۹ ثروت از سرمایه گذاران در سهام جدید به دست آورند .

با توجه به نمودار شماره ۳، متوسط بازده غیر عادی تجمعی سهام جدید از ماه سوم معامله تا پایان سی و ششم برابر ۷/۹۳٪ می شود .

همچنین طبق نمودار شماره ۴ ، ثروت نسبی در دوره ماه سی و ششم ، علیرغم نوساناتی که دارد در مجموع یک سیر نزولی را نشان می دهد .

به نحوی که متوسط نرخ بازده غیر عادی تجمعی سهام جدید در پایان ماه سی و ششم برابر ۷/۹۳٪ می شود . هم چنین طبق نمودار شماره ۴ ثروت نسبی در دوره بلند مدت

سی و چهار ماهه ، علیرغم نوساناتی که دارد در مجموع دارای روند کاهشی است .

به نحوی که از ۰/۹۸۵ تا پایان ماه سوم به ۰/۹۷۴ تا پایان ماه پنجم و ۰/۸۲۲ تا پایان ماه سی و ششم ، کاهش می یابد .

نگاره ۷. بازده های غیر عادی سهام جدید طی دوره تحقیق (۱۳۶۹-۱۳۷۴)

ماه	N	AR%	T-stat	C.A.R%	T-stat
۱	۱۰۴	۱/۹۶	۱/۷۹	۱/۹۶	۱/۶۳
۲	۱۰۴	۰/۶۲	۱/۴۸	۲/۵۹	۱/۴۲
۳	۱۰۴	-۱/۶۶	-۱/۲۴	۰/۹۳	۰/۴۰
۴	۱۰۴	-۱/۵۴	-۱/۶۳	-۰/۶۱	-۰/۲۳
۵	۱۰۴	-۰/۲۶	-۰/۲۴	-۰/۸۷	-۰/۲۹
۶	۱۰۴	۲/۵۷	۱/۲۰	۱/۷۰	۰/۵۱
۷	۱۰۴	۱/۵۹	۰/۸۰	۳/۲۹	۰/۹۲
۸	۱۰۴	۱/۱۱	۰/۶۶	۴/۴۰	۱/۱۵
۹	۱۰۴	۰/۳۰	۰/۲۲	۴/۷۰	۱/۱۵
۱۰	۱۰۴	-۱/۴۰	-۱/۱۶	۳/۲۹	۰/۷۷
۱۱	۱۰۴	-۱/۲۰	-۱/۰۵	۲/۱۰	۰/۴۶

۱۲	۱۰۴	-۰/۲۴	-۰/۲۳	۱/۸۵	۰/۳۹
۱۳	۱۰۴	-۲/۹۴	-۲/۲۰	-۱/۰۹	-۰/۲۲
۱۴	۱۰۴	-۰/۱۶	-۰/۱۹	-۱/۲۵	-۰/۲۵
۱۵	۱۰۴	-۱/۲۳	-۱/۴۸	-۲/۴۸	-۰/۴۷
۱۶	۱۰۴	-۰/۰۴	-۰/۰۴	-۲/۵۱	-۰/۴۶
۱۷	۱۰۴	-۱/۲۱	-۱/۴۰	-۳/۷۳	-۰/۶۶
۱۸	۱۰۴	۰/۶۶	۰/۳۲	-۳/۰۶	-۰/۵۳
۱۹	۱۰۴	-۰/۰۱	-۰/۰۱	-۳/۰۷	-۰/۵۲
۲۰	۱۰۴	-۱/۶۱	-۱/۷۳	-۴/۶۸	-۰/۷۷
۲۱	۱۰۴	-۱/۵۳	-۲/۰۲	-۶/۲۲	-۰/۹۹
۲۲	۱۰۴	۰/۳۵	۰/۲۹	-۵/۸۷	-۰/۹۱
۲۳	۱۰۴	-۲/۵۲	-۳/۲۷	-۸/۳۹	-۱/۲۸
۲۴	۱۰۴	۰/۶۲	۰/۴۹	-۷/۷۷	-۱/۱۶
۲۵	۱۰۴	-۲/۷۲	-۲/۲۲	-۱۰/۴۹	-۱/۵۳
۲۶	۱۰۴	-۰/۷۱	-۰/۸۱	-۱۱/۲۰	-۱/۶۰

۲۷	۱۰۴	-۰/۰۱	-۰/۰۱	-۱۱/۲۱	-۱/۵۷
۲۸	۱۰۴	۱/۰۱	۰/۹۶	-۱۰/۲۰	-۱/۴۱
۲۹	۱۰۴	-۰/۲۵	-۰/۲۰	-۱۰/۴۵	-۱/۴۲
۳۰	۱۰۴	-۰/۴۶	-۰/۳۳	-۱۰/۹۰	-۱/۴۵
۳۱	۱۰۴	-۱/۱۲	-۰/۹۲	-۱۲/۰۲	-۱/۵۷
۳۲	۱۰۴	-۱/۰۵	-۰/۷۵	-۱۳/۰۷	-۱/۶۸
۳۳	۱۰۴	۳/۵۸	۱/۶۲	-۹/۴۹	-۱/۲۰
۳۴	۱۰۴	۱/۴۶	۱/۱۳	-۸/۰۲	-۱/۰۰
۳۵	۱۰۴	۳/۰۱	۱/۶۲	-۵/۰۱	-۰/۶۲
۳۶	۱۰۴	-۰/۳۴	-۰/۳۴	-۵/۳۵	-۰/۶۵

۱-۱- تحقیقات مالی شماره ۱۵ (شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام)

آزمون فرضیه ها و تفسیر نتایج

آزمون فرضیه اول

برای بررسی فرضیه اول از لحاظ آماری، آزمون فرضیه ای به شکل زیر تشکیل می دهیم:

آمار t برای آزمون معنی دار بودن متوسط بازده غیر عادی تجمعی (t_{CAR}) برای مدت دو ماه از آغاز معامله در بورس تهران برابر $1/42$ محاسبه شده است که با مقایسه آن با جدول توزیع t با 103 درجه آزادی نتیجه می گیریم که در سطح معنی داری 5 درصد شواهدی دال بر تایید فرضیه اول به دست نیامد.

در این جا علیرغم این که سطح معنی داری 5 درصد برای آزمون فرضیه های این تحقیق مورد نظر بوده است، آزمون فرض در سطح معنی داری 10 درصد نیز به منظور شناخت بیشتر متغیرها مورد توجه قرار گرفت.

ضمن این که با توجه به معیار اقتصادی ثروت نسبی، یافته های این آزمون نیز ممکن است در نتیجه گیری نهایی مفید واقع شود.

بنابراین با بررسی نگاره 7 می بینیم که آمار t برای متوسط بازده غیر عادی تجمعی در ماه اول برابر $1/63$ محاسبه شده است که در سطح 5 درصد معنی دار است، برای

همین هر چند مقدار آمار t مربوط به متوسط بازده غیر عادی تجمعی برای ماه دوم در سطح ۱۰ درصدی معنی دار است .

اما با توجه به این که معیار اقتصادی ثروت نسبی برای مدت دو ماه بیشتر از یک است ، فرضیه اول را مبنی بر اینکه این عملکرد کوتاه مدت کل سهام جدید بیشتر از عملکرد کوتاه مدت بازار است می پذیریم .

آزمون فرضیه دوم

برای بررسی فرضیه دوم از لحاظ آماری آزمون فرض را به شکل زیر انجام می دهیم :

$$H_0: CAR_{(3-36)} \geq 0$$

$$H_1: CAR_{(3-36)} < 0$$

آماره t برای آزمون معنی دار بودن متوسط بازده غیر عادی تجمعی برای مدت سی و چهار ماه از آغاز ماه سوم معامله در بورس تهران برابر ۰/۶۶- است که در سطح ۱۰ درصد معنی دار نیست .

همچنین طبق نمودار ۴ ثروت نسبی سهام جدید در طی دوره بلند مدت ، علیرغم نوساناتی که دارد ، سیر نزولی را نشان می دهد به نحوی که در پایان ماه سی و ششم به ۰/۸۲۲ کاهش می یابد .

ثروت نسبی برابر ۰/۸۲۲ نشان می دهد که خریداران سهام جدید در ابتدای ماه سوم معامله ، اگر آن را تا انتهای ماه سی و ششم نگاه دارند طی این مدت (سی و چهار ماه) به طور متوسط به ازای هر تومان ثروت حاصل از سرمایه گذاری در کل پرتفولیوی سهام بورس تهران ، فقط توانسته اند ۰/۸۲۲ تومان ثروت از سهام جدید به دست آورند .

علاوه بر آن ثروت نسبی نگهداری سهام جدید بعد از ماه دوازدهم معامله در بورس تهران ، همواره کوچکتر از یک است (ثروت نسبی کوچکتر از یک نشان دهنده کاهش بازده یا زیان سهام جدید نسبت به بازده بازار بورس است) .

بنابراین با توجه به معیار اقتصادی ثروت نسبی ، فرضیه دوم تحقیق را مبنی بر این که عملکرد بلند مدت کل سهام جدید کمتر از عملکرد بلند مدت بازار است ، می پذیریم .

آزمون فرضیه های سوم و چهارم و پنجم

برای بررسی ، فرضیه های سوم و چهارم و پنجم ابتدا ماتریس ضرایب همبستگی بین متغیر های مستقل ، حجم معامله سالانه سهام جدید ، اندازه شرکت ، بازده کوتاه مدت تعدیل شده سهام جدید و بازده بلند مدت بازار را با دو متغیر وابسته بازده بلند مدت کل و بازده بلند مدت تعدیل شده سهام جدید محاسبه کرده ایم (نگاره ۸ و ۹) و در

قسمت بعدی از رگرسیون چند متغیره برای بررسی کامل تر فرضیات مزبور استفاده کرده ایم (نگاره های ۱۰ و ۱۱).

نگاره ۸. ضرایب همبستگی بین متغیر وابسته و بازده بلند مدت کل سهام جدید با متغیر های مستقل (۱۳۶۹-۱۳۷۴)

		TOTAL (3-36)	LOG(VOLUME)	LIN(SIZE)	MKTUP (1-2)	MAR (3-36)
TOTAL (3-36)	Person correlation Sig.(2- tailed)	۱۰۰۰ .				
LOG(VOLUME)	Person correlation Sig. (2-tailed)	-.۱۱۴ ۲۵۱	۱۰۰۰ .			
LIN(SIZE)	Person correlation Sig. (2-tailed)	-.۰۰۵ ۹۶۳	۵۰۵×× ...	۱۰۰۰ .		
MKTUP	Person	-.۰۳۴	۱۲۲	-.۱۳۲	۱۰۰۰	

(1)	correlation Sig. (2-tailed)	۷۲۹	۲۱۸	۱۸۳	۰	
MARKET (3-36)	Person correlation Sig. (2-tailed)	۴۲۱××	-۱۹۴×	-۰۴۱	-۰۸۲	۱۰۰
		۰۰۰	۰۴۹	۰۶۸۱	۴۰۹	۰

**Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

*Correlation is significant at the 0.051 level (2-tailed)

نگاره ۹. ضرایب همبستگی بین متغیر وابسته بازده بلندمدت تعدیل شده سهام جدید با

متغیرهای مستقل (۱۳۶۹-۱۳۷۴)

		AL (3-36)	(VOL)	LU	LIN	(SIZ)	(E)	LU	P	(1-)	KK	ET
TOTAL (3-36)	Person correlation Sig. (2-tailed)	۱۰۰۰										

LOG VOLUME)	Person correlatio n Sig. (2-tailed)	۰۲۸ ۷۸۰	۱۰۰۰ .			
LIN (SIZE)	Person correlati on Sig. (2-tailed)	۰۲۶ ۷۹۴	۵۰۵×× ...	۱۰۰۰ .		
MKTUP (1-2)	Person correlati on Sig. (2-tailed)	۰۲۶ ۷۹۳	۱۲۲ ۲۱۸	۱۳۲ ۱۸۳	۱۰۰۰ .	
MARKET (3-36)	Person correlati on Sig. (2-tailed)	-۳۱۶×× ...	-۱۹۴× ۰۴۹	-۰۴۱ ۶۸۱	-۰۸۲ ۴۰۹	۱۰۰۰ .

**Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

*Correlation is significant at the 0.051 level (2-tailed)

با توجه به نتایج ضرایب همبستگی (نگاره های ۸ و ۹) و رگرسیون های یک متغیره

ملاحظه می کنیم که :

۱- متغیر حجم معامله سالانه سهام جدید دارای تاثیر منفی (اما نه معنی دار) بر روی

متغیر بازده بلند مدت کل و تاثیر مثبت خیلی کم (اما نه معنی دار) بر روی متغیر بازده

بلند مدت تعدیل شده است .

بنابراین فرضیه سوم رد می شود یعنی حجم معامله سهام جدید در سال اول تاثیری بر

روی بازده بلند مدت کل و بازده بلند مدت تعدیل شده سهام جدید ندارد .

۲- متغیر اندازه شرکت دارای تاثیر خیلی کم منفی (اما نه معنی دار) بر روی متغیر بازده

بلند مدت کل و تاثیر خیلی کم و مثبتی (اما نه معنی دار) بر روی بازده بلند مدت

تعدیل شده است .

بنابراین فرضیه چهارم رد می شود یعنی متغیر اندازه شرکت بر روی بازده بلند مدت کل

و بازده بلند مدت تعدیل شده سهام جدید تاثیری ندارد .

۳- متغیر بازده کوتاه مدت سهام جدید تاثیر خیلی کم منفی (اما نه معنی دار) بر روی

بازده بلند مدت کل و تاثیر خیلی کم مثبتی (اما نه معنی دار) بر روی بازده بلند مدت

تعدیل شده دارد .

بنابراین فرضیه پنجم نیز رد می شود. یعنی متغیر بازده کوتاه مدت تعدیل شده سهام جدید بر روی بازده بلند مدت کل و بازده بلند مدت تعدیل شده سهام جدید تاثیری ندارد.

تنها متغیری که بر روی بازده بلند مدت کل تاثیر معنی داری (در سطح یک درصد) و بر روی بازده بلند مدت تعدیل شده سهام جدید تاثیر منفی معنی دار (در سطح یک درصد) دارد، متغیر بازده بلند مدت بازار است.

با بررسی رگرسیون های یک متغیره، ضریب تعیین معادله رگرسیون یک متغیره بازده

بلند مدت بازار با بازده بلند مدت کل سهام جدید و همچنین با بازده بلند مدت تعدیل

شده سهام جدید به ترتیب ۱۷/۷٪ و ۱۰٪ است و این نشان دهنده تاثیر شرایط عمومی

بازار بر بازده بلند مدت سهام جدید است.

یعنی یک بازار در حال افزایش یا کاهش دارای اثر معنی داری بر بازده بلند مدت سهام

جدید است.

رگرسیون چند متغیره

برای بررسی فرضیات سوم و چهارم و پنجم از روش رگرسیون چند متغیره استفاده کرده

ایم (نگاره های ۱۰ و ۱۱).

همچنین در روش رگرسیون چندمتغیره اثر متغیر های مجازی صنایع مختلف را بررسی کرده ایم. برای این کار صنایع مختلف را به هفت گروه تقسیم کرده ایم. (نگاره ۱).

نگاره ۱۰. نتایج رگرسیون چند متغیره با متغیر وابسته بازده بلند مدت کل سهام جدید

Independent Variables	Coefficients	Std.Error	Sig
Constant	۳/۲۲	۳/۵۷	۰/۳۷
LOG(VOLUME)	۰/۰۷	۰/۲۵	۰/۷۸
LN(SIZE)	-۰/۱۳	۰/۱۶	۰/۴۱
MKTUP(1-2)	۰/۰۹	۰/۹۱	۰/۹۲
MARKET(3-36)			
SEC A	۰/۴۵	۰/۱۳	۰/۰۰۱
SEC B	-۰/۷۰	۰/۸۱	۰/۳۹
SEC C			
SEC D	-۰/۶۹	۰/۸۳	۰/۴۱
SEC E	-۰/۸۰	۰/۷۸	۰/۳۱
SEC F	-۰/۲۳	۰/۸۲	۰/۷۸

	-۰/۷۵	۰/۷۸	۰/۳۴
	۲/۲۱	۰/۹۸	۰/۰۲۷
R ²	۰/۳۰		
Adjusted R ²	۰/۲۲		
F			
Sig	۳/۹۲	۰/۰۰۰	

نگاره ۱۱. نتایج رگرسیون چند متغیره با وابسته بلند مدت تعدیل شده سهام جدید

Independent Variables	Coefficients	Std.Error	Sig
Constant	۳/۲۲	۳/۵۷	۰/۳۷
LOG(VOLUME)	۰/۰۷	۰/۲۵	۰/۷۸
LN(SIZE)	-۰/۱۳	۰/۱۶	۰/۴۱
MKTUP(1-2)	۰/۰۹	۰/۹۱	۰/۹۲
MARKET(3-36)	-۰/۵۵	۰/۱۳	۰/۰۰۰
SEC A	-۰/۷۰	۰/۸۱	۰/۳۹
SEC B	-۰/۶۹	۰/۸۳	۰/۴۱
SEC C			
SEC D			
SEC E			
SEC F			

	-۰/۸۰	۰/۷۸	۰/۳۱
	-۰/۲۳	۰/۸۲	۰/۷۸
	-۰/۷۵	۰/۷۸	۰/۳۴
	۲/۲۱	۰/۹۸	۰/۰۲۷
R ²	۰/۳۰		
Adjusted R ²	۰/۱۵		
F	۲/۷۸		
Sig	۰/۰۰۵		

در اولین رگرسیون چند متغیره (نگاره ۱۰)، رابطه میان متغیرهای مستقل بامتغیر وابسته بازده بلند مدت کل سهام جدید را بررسی کردیم که باز هم مانند رگرسیون های یک متغیر فقط متغیر بازده بلند مدت بازار در سطح یک درصد معنی دار بود و از صنایع مختلف تنها صنعت خودرو و وسایط نقلیه در سطح ۵ درصد معنی دار است که بخش بسیار کوچکی از کل صنایع است (۶ شرکت صنعت خودرو و وسایط نقلیه از ۱۰۴ شرکت نمونه تحقیق).

مشابه همین نتیجه در مورد دومین رگرسیون چند متغیره (نگاره ۱۱)، با متغیر وابسته بازده بلند مدت تعدیل شده سهام جدید حاصل شده است.

بنابراین نتیجه هر دو رگرسیون نشان می دهد که متغیر با بازده بلند مدت بازار، تنها متغیری است که بر متغیرهای وابسته بازده بلند مدت کل و بازده بلند مدت تعدیل شده سهام جدید تاثیر دارد.

نتیجه دیگری که می گیریم این است که نوع صنایع بر روی بازده بلند مدت کل و بازده بلند مدت تعدیل شده سهام جدید تاثیری ندارد.

ما مجدداً رگرسیون های چند متغیره را بدون در نظر گرفتن متغیر بازده بلند مدت بازار بررسی کردیم.

با حذف این متغیر در رگرسیون چند متغیره با متغیر وابسته بازده بلند مدت کل و همچنین در رگرسیون چند متغیره با متغیر وابسته بازده بلند مدت تعدیل شده سهام جدید، هیچکدام از متغیرهای مستقل معنی دار نمی شوند.

بنابراین با توجه به توضیحات قبلی هیچکدام از فرضیات سوم و چهارم و پنجم یه وسیله رگرسیون چند متغیره تایید نمی شوند.

در ادامه همچنین از روش رگرسیون چند متغیره گام به گام برای تحلیل داده ها، استفاده کرده ایم.

نتیجه کلی از انجام رگرسیون گام به گام نیز تایید کننده که نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره (به روش جامع) است زیرا فقط متغیر بازده بلند مدت بازار وارد مدل رگرسیون می شود و سایر متغیرها، قابلیت ورود به مدل را ندارند.

بر مبنای تجزیه و تحلیل آمار توصیفی مربوط به نگاره های ۲ و ۳ و ۴ و ۵ و ۶ نتایج زیر برای این دوره به دست آمده است:

۱- در سالهای ۱۳۶۹ الی ۱۳۷۴ به نظر می رسد دوره سهام جدید داغ وجود ندارد.

۲- احتمالاً بازده های اولیه، شاخص خوبی برای پیش بینی بازده های بلند مدت نیست و

سهامی که زیر قیمت عرضه می شود در معرض عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران قرار ندارد.

۳- شرکت های خیلی کوچک و شرکت های خیلی بزرگ نسبت به سایر شرکت ها در

بلند مدت عملکرد بهتری دارند. از همین رو بین عملکرد بلند مدت سهام جدید و

اندازه شرکت رابطه خطی مثبتی وجود ندارد.

۴- در بعضی از صنایع فرضیه گرایشات و علائق زود گذر و فرضیه عکس العمل بیش

از اندازه، سرمایه گذاران مصداق دارد.

همچنین در بعضی از صنایع شواهدی مبنی بر ارزش گذاری غلط سهام جدید در کوتاه

مدت وجود دارد و برای همین پیش بینی های بلند مدت آن ها نادرست بوده است.^۱

^۱ - تحقیقات مالی شماره ۱۵ (شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام)

مفهوم سود :

هدف از مفهوم سود آن است که سود باید به مشاهدات دنیای واقعی ارتباط داده شود .

سه مفهوم اصلی قابل تفسیر سود عبارتند از :

اول :

مفهوم نگهداشت سرمایه یا ثروت که از نظر بسیاری از افراد باید اصلی ترین مفهوم سود باشد . زیرا از حمایت نظریه اقتصادی برخوردار است .

دوم:

مفهوم کارآیی سود که بر طبق آن از سود خالص و عناصرش اغلب به عنوان سنجه های کارآیی مدیریت استفاده می شود .
سومین هدف بر اساس ابعاد رفتاری آن ارزیابی می شود . یکی از ویژگیهای رفتاری توانایی پیش بینی است .

سودهای ویژه چندین دوره ممکن است برای پیش بینی های مرتبط با عملیات آینده ، یک واحد تجاری در صورتی که سایر عوامل مربوط به درستی در حیطه کنترل قرار داشته باشد ، مورد استفاده قرار می گیرد .

سایر ویژگی های رفتاری شامل تصمیم گیری مدیریتی ، رابطه تغییرات سود با قیمت های بازار سهام ، و درخواست ارقام سود متوسط سرمایه گذاران بدون توجه به فقدان محتوای اطلاعاتی آن است .

بنابراین با توجه به اهمیت ارقام سود حسابداری ، بررسی رفتار سود از اهمیت بالایی برخوردار است .

پژوهش های رفتاری نشان می دهد که به طور متوسط فرایند ایجاد سود سالانه شرکت ها میانگین متحرک یا گام تصادفی و سودهای فصلی اتورگرسور می باشد .

نتایج حاصله از آزمون فرضیات پژوهش حاضر نیز نشان می دهد که فرایند ایجاد سود سالانه شرکت های ایرانی تحت مطالعه نیز میانگین متحرک است .

علاوه بر این نتایج نشان می دهد که سود های این شرکت ها کیفیت چندانی ندارد و محتوای اطلاعاتی چندانی در رابطه با سودهای آتی در بر ندارند .

همچنین نتایج حاصل از مقایسه عرضی از یکسانی فرایند ایجاد سود در یک صنعت خاص حکایت دارد^۱ .

اهداف متفاوت گزارشگری سود به تعاریف متفاوتی از سود اشاره دارد و نیز مخاطبان متفاوتی را مورد خطاب قرار داده است .

^۱ - بررسی های حسابداری و حسابرسی شماره ۳۱ (بررسی رفتار سود حسابداری با استفاده از)

مفهوم سود حسابداری هر چند بیان کننده نتایج فعالیتهای حسابداری است، لیکن دائما

مورد انتقاد قرار گرفته است. برخی از این انتقادات بشرح زیر است:

- ۱- سود حسابداری هنوز به طور روشنی فرموله نشده است.
 - ۲- مبنای تئوریک مناسبی برای محاسبه و ارائه سود حسابداری وجود ندارد.
 - ۳- رویه های متداول حسابداری ناهمگن و متفاوتی برای اندازه گیری دوره ای در شرکتهای مختلف مجاز شمرده شده است.
 - ۴- تغییرات سطح قیمت، مفهوم سود اندازه گیری شده تاریخی را تغییر داده است.
 - ۵- اطلاعات دیگری غیر از سود حسابداری ممکن است برای سرمایه گذاران و سهامداران در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری مفید تر باشد.
- مهمترین هدف استفاده کنندگان از سود، نیاز به تشخیص ارتباط بین سود و سرمایه بعنوان قسمتی از فرایند حسابداری است. سایر اهداف عبارتند از:

- ۱- استفاده از سود بعنوان معیاری از کارآئی مدیریت
- ۲- استفاده از سود تاریخی بعنوان روند آتی شرکت یا توزیع سود سهام
- ۳- استفاده از سود بعنوان معیار اندازه گیری عملکرد و بعنوان راهنمایی برای تصمیمات آتی مدیریت تعاریف و مفاهیم سود را می توان در سه سطح بررسی کرد

در مدیریت سود (EM)، سود به منظور تعدیل ریسک شرکت و برای رسیدن به سود مورد انتظار دستکاری می شود و عمدتاً از عدم تقارن اطلاعاتی مدیران و سهامداران نشأت می گیرد.

مدیریت سود بر اساس انگیزه هایی نظیر پاداش و قبول شروط وام و سنجش مسئولیت و ارائه قیمت اولیه سهام تعدیل سود هر سهم (EPS) صورت میگیرد^۱.

مدیریت سود

مدیریت سود در ادبیات حسابداری از موضوعات نسبتاً تازه و مورد توجه مدیران است این مبحث در حسابداری از حدود ابتدای قران بیستم به بعد با تحقیقات مختلفی که توسط صاحب نظران این رشته نظیر: جانسون و مید در سال ۱۹۰۶ و رشو در سال ۱۹۲۴ هیپ ورث در سال ۱۹۵۳ گارون در سال ۱۹۶۴ و موسز در سال ۱۹۸۷ که به شکل مدون انجام شد شکل گرفت.

هر یک از تحقیقات از ابعاد خاصی و با عبارات متفاوتی نظیر دست کاری سود، هموار سازی سود و در نهایت مدیریت سود به موضوع پرداخته اند.

^۱ - نشریه ۵۲ - تاثیر هموارسازی سود بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مفهوم مدیریت سود از زوایای مختلفی مورد بررسی و پژوهش قرار گرفته است و هر یک تعاریف مختلفی را ارائه نموده اند. برخی از این تعاریف عبارت است از:

-یدلمن مدیریت سود را بیان گر تلاشی از سوی مدیریت شرکت می داند که سعی می کند تا انحرافات غیر عادی سود را کاهش دهد.

-از نظر بلکوبی مدیریت سود ممکن است به عنوان عادی جلوه دادن عمدی سود به منظور دستیابی به روند سطح دلخواه تعبیر شود.

-رونن و سادن نیز معتقدند که مدیریت سود پیش بینی می کند که چگونه سود گزارش شده برای کاهش نوسانات پیرامون سود عادی، همواره می شود.

از نظر رونن و سادن مدیریت سود تلاش عمدی مدیریت جهت انتقال اطلاعات خاص به استفاده کنندگان صورت های مالی، تعریف میشود.

گاردون و همکارانش در سال ۱۹۶۶ نیز نوشتند: اگر زمانی مدیران روش خاصی از روش های حسابداری را برگزینند و نوسانات سودهای گزارش شده کاهش یابد، نتیجه هموار سازی یا مدیریت سود است.

آن ها هم چنین متذکر شده اند که مدیران در حدود قدرتشان که ناشی از آزادی عمل در چارچوب اول و روش های پذیرفته شده حسابداری است می توانند:

الف) روی سود گزارش ده اثر بگذارند

ب) روی نرخ سود شرکت اثر گذارند.

- پارتو معتقد است که مدیریت سود، فرآیندی برای مدیریت است تا در چارچوب

اصول پذیرفته شده حسابداری سود مورد انتظارشان نشان دهد.

- از نظر کیپن مدیریت سود مستلزم انتخاب روش های حسابداری و یا قواعد گزارش

گری در چارچوب الگوی خاصی است که سبب می شود تا انحراف سود های

گزارش شده کاهش یابد.

به طور کلی مدیریت سود به اثر گذاری روی سود شرکت به نحوی که منافع و خواسته

های شرکت و مدیران آن را برآورده نماید، تعریف می شود.^۱

ابزار های مدیریت سود

مدیران شرکت ها ممکن است به روش های مختلفی روی سودهای گزارش شده اثر

بگذارند و آن را کنترل نمایند.

لذا به آن دسته از روش ها یا ابزارهایی که با استفاده از آن ها مدیران می توانند

روی سودهای گزارش شده اثر بگذارند، ابزارهای مدیریت سود گفته می شود. برخی

از این ابزار ها عبارتند از:

^۱- بورس شماره ۴۸

-زمانبندی فروش دارایی های ثابت

-زمانبندی فروش سرمایه گذاریها

-زمانبندی هزینه های مالی

-هزینه های استهلاک

-برآوردهای حسابداری

-و غیره

در این تحقیق به بررسی و پژوهش زمان بندی فروش دارایی های ثابت (اموال و ماشین

آلات و تجهیزات) فروش سرمایه گذاری ها و هزینه های مالی به عنوان ابزار های مدیریت سود پرداخته می شود .

از آن جایی که در حسابداری دارایی ها بر مبنای تمام شده تاریخی (بهای تحصیل)

مورد ارزیابی قرار میگیرد و در هنگام فروش به قیمت جاری به بازار به فروش می

رسند و سود یا زیان ناشی از فروش آنها در دوره فروش شناسایی می گردد .

لذا سود یا زیان ناشی از فروش دارایی ها و شناسایی هزینه های مالی ابزاری را در

اختیار مدیران قرار می دهد تا از طریق زمان بندی فروش دارایی ها و زمان بندی

شناسایی هزینه های مالی روی سود های گزارش شده اثر گذارند .

یعنی نوسانات در سود شرکت می تواند بر تصمیم گیری مدیران در ارتباط با زمان بندی فروش دارایی ها و شناسایی هزینه های مالی اثر بگذارد .

محتمل به نظر می رسد هنگامی که سود واقعی شرکت کمتر از سود مورد انتظار مدیران است مدیران با فروش دارایی های بیشتر سعی می کنند تا سود گزارش شده را به حد مورد انتظار برسانند . یا بر عکس زمانی که سود واقعی شرکت بالاتر از مورد انتظار مدیران است . هم چنین هنگامی که سود شرکت بیشتر از حد انتظار مدیران باشد آن ها سعی می کنند با افزایش هزینه های مالی ، سود شرکت را به حد مورد انتظارشان کاهش دهند یا هنگامی که سود شرکت کمتر از حد مورد انتظار است مدیران است مدیران با کاهش در هزینه های مالی سعی می کنند که سود شرکت با سود مورد انتظارشان اختلاف زیادی نداشته باشد .

بنابراین بین سود شرکت (سود قبل از کسر هزینه های مالی) با هزینه های مالی رابطه

مثبت وجود دارد^۱ .

ماهیت سود

^۱ - بورس شماره ۴۸

سود از جمله اطلاعات با اهمیت در تصمیمات اقتصادی به شمار می رود و مطالعات و پژوهش های انجام شده در باره سود یکی از پر حجم ترین و بیشتری تلاشهای پژوهشی را در تاریخ حسابداری تشکیل می دهد.

سود به عنوان راهنمای پرداخت سود تقسیمی ، ابزار سنجش اثر بخشی مدیریت ، و وسیله پیش بینی و ارزیابی تصمیم گیری ها همواره مورد استفاده سرمایه گذاران مدیران و تحلیل گران بوده است .

مفهوم سود با توجه به دیدگاه های مختلف می تواند به گونه های متفاوتی تفسیر شود اندازه گیری سود با مفهوم نگهداشت سرمایه ارتباط دارد و اندازه گیری آن و نیز ارزشیابی دارایی در رویکردهای مختلف اقتصادی به تصمیمات مختلف می انجامد^۱.

اهداف و دلایل اندازه گیری سود

بر خلاف حسابداران ، علاقه اصلی اقتصاد دانان به سود به خاطر مفید بودن آن به عنوان یک ابزار نظری برای ارزیابی رفتار اقتصادی افراد است .

سود اقتصادی در مقام یک مدل نظری در معقول کردن رفتارهای اقتصادی انسان کاربرد دارد .

^۱- بررسی حسابداری و حسابرسی شماره ۳۱

در حالی که سود حسابداری نتایج چنین رفتارهایی را اندازه گیری می کند. بنا براین تفسیر اقتصاددانان از سود به تعریف ساده تغییرات در سرمایه و یا ثروت محدود نمی شود.

سود در مفهوم اقتصادی چیزی فراتر از یک نماد قراردادی ساخت بشر و یا شاخص رفتار اقتصادی است.^۱

نقش اطلاعاتی سود

نقش اطلاعاتی سود تعدیل و اصلاح باورهای موجود در مورد توانایی شرکت در پرداخت سود تقسیمی آتی است.

روابط مفهومی را می توان بین سود تقسیمی آتی و قیمت سهام، سود تقسیمی آتی و سود آتی و سود تقسیمی آتی و سود جاری توسعه داد.

هر کدام از این روابط می تواند سرمایه گذاران، تحلیل گران، و مدیران و سایر استفاده کنندگان را در ارزیابی اوراق بهادار کمک کند زیرا چنین فرض می شود که ارزش اوراق بهادار تابعی از سود و ریسک آتی آن است.^۲

^۱ - بررسی حسابداری و حسابرسی شماره ۳۱ (بررسی رفتار سود حسابداری با استفاده از ...)

^۲ - بررسی حسابداری و حسابرسی شماره ۳۱ (بررسی رفتار سود حسابداری با استفاده از ...)

^۳ - بررسی حسابداری و حسابرسی شماره ۳۱ (بررسی رفتار سود حسابداری با استفاده از ...)

سود تقسیمی آتی و قیمت ها از طریق مدل ارزشیابی به هم مرتبط می شوند به طور کلی مدل ارزشیابی به مبلغ سود تقسیمی که در هر دوره زمانی دریافت می شود اعتقاد سرمایه گذاران نسبت به دریافت آن و مبلغ دریافت ها مرتبط و همبسته می باشد .

معهدا، اگر سود و سود تقسیمی مرتبط فرض شوند قیمت ها می تواند تابعی از ارزش سودهای آتی باشد .

برای اینکه سود محتوای اطلاعاتی داشته باشد باید ارتباط متصورى بین سود و مشخصه هایی که به نظر می رسد ارزش اوراق بهادار را تعیین می کند وجود داشته باشد .

در این صورت سود سهام آتی به دامنه ای که از لحاظ آماری همبسته با سودهای آتی است مرتبط خواهد بود . رابطه بین سودهای گذشته و سودهای آتی در قالب فرایندهای تصادفی که تصور می شود سود را در طی زمان توصیف می کند بیان می شود .

نقش سود در شرکت

فرایند اندازه گیری سود نقش مهمی در عملیات شرکت بازی می کند. سود به خودی خود سهم قابل دریافت توسط سهامداران را اندازه گیری میکند، فرایندی هم که سهم دولت و مدیران را تعیین می کند وابسته به فرایند اندازه گیری سود سهامداران است. سود به خاطر ماهیت باقیمانده ای که دارد نقش ارزشمندی در مورد قابلیت تداوم عملیات شرکت بازی می کند. کارگزاران نیز از این کلیدی برای برنامه ریزی های آتی خود در مورد ادامه فعالیت با شرکت استفاده می کنند.^۱

کیفیت سود

مدل های مالی و اقتصادی رابطه سود و جریان های نقدی شرکت با ارزش های بازارشان را فراهم آورده اند.

نقش سود و سایر متغیرهای مالی در اکثر چنین مدل هایی آشنا کردن سرمایه گذاران

با اطلاعاتی است که این مدلها درباره بازده آتی اوراق بهادار فراهم می نمایند. کیفیت

سود در چنین سناریویی به وسیله سهم آن در پیش بینی بازده سهم تعیین خواهد شد.^۲

^۱ - بررسی حسابداری و حسابرسی شماره ۳۱ (بررسی رفتار سود حسابداری با استفاده از)

^۲ - بررسی حسابداری و حسابرسی شماره ۳۱ (بررسی رفتار سود حسابداری با استفاده از)

رفتار سود در نوشته های حسابداری

در آزمون سری زانی سود ، پژوهشگران کوشیده اند تا فرایند ایجاد ارقام حسابداری را با مشاهده توالی این ارقام استنباط نمایند.

اگر ارقام دارای توزیع متحد الشکلی به صورت مستقل و یکسان در طول زمان باشند ، می توان گفت که نمی توان به یک راهبردی بهینه دست یافت .

اما اگر احتمال رخداد ارقام ، باتوالی و ترادف ارقام گذشته مرتبط باشد به یک راهبرد بهینه می توان یافت . به این ترتیب سری زمانی سودهای گذشته را می توان برای تعیین سودآوری آینده شرکت استفاده کرد .

اگر خودهمبستگی نمونه ای از مشاهدات مثبت باشد ، افزایش سود سال جاری پیش بینی بالاتری را برای سال آتی ضروری می سازد .

از طرفی ، اگر خود همبستگی نمونه ای مشاهدات منفی باشد افزایش سود سال جاری ،

پیش بینی سود کمتری را برای سال آتی دارد . همچنین اگر فرایند ایجاد سود گام

تصادفی باشد ، سودهای غیر منتظره اثر بیشتری بر قیمت سهام می گذارد تا اینکه فرایند ایجاد سود تعیینی باشد .

برای دامنه ای از سودهای غیر منتظر میزان تعدیل خطای سود برای الگوی سودی که از فرایند تعیینی پیروی می کند نسبت به فرایندی که از الگوی تصادفی پیروی می کند کمتر خواهد بود .

همچنین اگر فرایند ایجاد سود شرکت گام تصادفی باشد و شرکت سود کمی را گزارش کرده باشد احتمال تصفیه شرکت نسبت به زمانی که فرایند ایجاد سود تعیینی است بیشتر است .

در طی چهل سال اخیر پژوهش های مهمی در زمینه توصیف تجربی رفتار سود حسابداری در طی زمان و استفاده از الگوی مشاهده شده برای پیش بینی سودهای آتی توسعه یافته است .

انگیزه های پژوهش در این زمینه از اوایل دهه پنجاه در زمینه مالیه (مدیریت مالی) شرکت ها و در دهه شصت در زمینه حسابداری شدت گرفت .

در سال ۱۹۶۲ لیتل و در سال ۱۹۶۶ لیتل و راینور ، نرخ های رشد سود حسابداری شرکت های انگلیسی را بررسی قرار کردند .

آنها به این نتیجه رسیدند که نرخ های رشد به صورت تصادفی عمل می کنند .

در سال ۱۹۶۷ لیتنر و گلوبر نرخ های رشد را برای ۳۰۹ شرکت آمریکایی بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که رابطه مهمی بین نرخ های رشد دوره های متوالی

وجود دارد. زمانی که وات بررسی های اولیه خود را آغاز می کرد در نوشته های مالی گزارشهایی وجود داشت که معتقد بودند سودهای گزارش شده سالانه شرکت ها از یک فرایند تصادفی روند دار پیروی می کند.

در بررسی های وات فرایند گام تصادفی کم توان ارزیابی شد بنابراین وی نتیجه گرفت که روش تصادفی روند دار توصیف مناسبی از رفتار سری های زمانی سود گزارش شده شرکت ها را ارائه می کند.

بعد از وات گزار شها و نظراتی منتشر شد که مدعی بودند سود سالانه حسابداری شرکت ها منفردا از طریق فرایند گام تصادفی روند دار توصیف نمی شود.

مطالعاتی که توسط وات و لفت ویچ انجام گرفت موید این موضوع بود که هیچ یک از مدل های مورد استفاده بر دیگری برتر نیست. مثلا در صنعت راه آهن تفاوتی بین مدل های باکس - جنکینز و گام تصادفی مشاهده نشد و فرایندهای یکسانی برای مشاهدات به دست آمد.

آبرشت، لوکابیل و مک کثون مدل عمومی مورد استفاده در بررسی ویژگی های سری زمانی سود را منوط به ماهیت داده های مورد مطالعه دانستند و در بررسی های خود به این نتیجه رسیدند که مدل های باکس - جنکینز هر شرکت به خوبی ویژگی های رفتاری سود را توصیف می کنند.

پژوهش هایی نظیر کارهای فوستر گریفتین برون و رزف نشان می دهد که مدل های نایستای تلفیقی اتورگرسو میانگین متحرک با کس - جنکینز به نحو رضایت بخشی فرایند ایجاد سود فصلی هر سهم اکثر شرکت ها را توصیف می کند .

با این وجود برخی از پژوهش ها حاکی از رد این نتایج می باشد . پژوهشگرانی نظیر ویلیام هاپوود استفاده از چنین مدلهایی را به علت ذهنی بودن آن نامربوط دانسته و تنوع پژوهش های مختلف را از دلایل آن ذکر می کند .

در برخی از مقالات مربوط به پیش بینی و مرتبط با خط مشی گذاری، به مقایسه صحت پیش بینی های به عمل آمده توسط مدیریت با ساینز ابزارهای پیش بینی پرداخته است . پژوهش های منتشره در این زمینه هم نشان از متفاوت بودن نتایج حاصله دارد . اگر تفاوت در نمونه ها و دوره های زمانی مورد مطالعه را بتوان نادیده گرفت می توان گفت که پیش بینی تحلیل گران بسیار صحیح تر از انواع مدل های پیش بینی ساده بود و به نوبه خود صحیح تر از پیش بینی های مدیران نیز می باشد .

اما مطالعاتی نظیر مطالعات گاجی نشان از برتری پیش بینی های مدیران نسبت به تحلیل گران دارد .

در پژوهشی که توسط ایمهف و پار انجام شد نتایج متفاوتی در این زمینه کسب شده است بنابراین هنوز معلوم نیست که کدام پیش بینی ها به طور نسبی صحیح تر است .

پژوهش های انجام یافته در زمینه دقت پیش بینی مدل های سری زمانی نسبت به تحلیل گران نشان می دهد که مدل های باکس - جنکینز به نحو رضایت بخشی فرایندهای ایجاد سود فصلی هر سهم اکثریت شرکت ها را ارائه می دهد. همچنین همبستگی بالایی بین پیش بینی های تحلیل گران و مدل های سری زمانی باکس - جنکینز دیده شده است.

از طرفی مطالعات ایمهف و پار (۱۹۷۹) حاکی از این است که پیش بینی تحلیل گران بسیار صحیح تر از مدل های متعدد پیش بینی است.

مطالعات انجام گرفته در کشور ما نیز حاکی از تصادفی بودن ارقام سود یا نوع خاصی از مدل اتور گرسیور بنام مارتینگل فرعی دارد (آقایی، ۱۳۷۳).^۱

عوامل موثر بر قیمت و P/E عبارتند از :

۱- نرخ رشد عایدی هر سهم g این عامل اثر مثبت بر قیمت و P/E دارد و شرکتهایی که g بالاتری دارند انتظار می رود که عایدی هر سهم آنها با رشد بیش تری در آینده افزایش یابد.

^۱- بررسی های حسابداری و حسابرسی شماره ۳۱ (بررسی رفتار سود حسابداری با استفاده از)

تحلیل گران برای محاسبه g از میانگین رشد عایدی در گذشته استفاده می کنند .
در مطالعه انجام شده از سوی استیون شارپ به ازای هر یک درصد افزایش در نرخ
رشد، افزایش در نرخ رشد قیمت سهام $9/4$ درصد افزایش یافته است.

۲-نوسان سود هر سهم :
با تغییرات سود هر سهم در سال های مختلف به نوعی ریسک سرمایه گذاری در شرکت
افزایش می یابد و به قاعده نوسان های پر دامنه اثر کاهنده ای بر نسبت P/E دارد و به
ویژه که این موجب افزایش نرخ بازده مورد انتظار می شود .

۳-عایدی هر سهم هر چه هموار تر و باثبات تر باشد بیشتر مورد پسند سرمایه گذاران
است و اطمینان حاصل شده از این بابت کیفیت سهم را افزایش می دهد . سرمایه
گذاران نیز از بابت کیفیت حاضرند مبلغ بیشتری نسبت به سایر شرکت های مشابه
پرداخت نمایند .

۴-هرم مالی نیز به جهت افزایش نسبت بدهی ریسک مالی شرکت را افزایش می دهد و
متناسب با افزایش حجم بدهی ها و ریسک مالی نرخ بازده مورد انتظار افزایش میابد
و در نهایت اثر کاهنده بر P/E دارد .

۵- نرخ بهره و تورم: نرخبهره و تورم از مهم ترین عوامل در تعیین P/E است و مقایسه P/E در صنایع و بازارهای مختلف بدون توجه به سطوح نرخبهره و تورم فاقد معناست

رابطه نسبت P/E با نرخ بهره و تورم به شدت منفی است.

هر چه نرخ بهره کم تر باشد ارزش فعلی عایدات آتی بیشتر شده است. با توجه به این که نرخ بازده مورد انتظار حاصل جمع نرخ بهره بدون ریسک و صرف ریسک است هر چه نرخ بهره بدون ریسک بیش تر باشد، نرخ بازده مورد انتظار بیش تر شده و P/E در سطح پایین تری قرار می گیرد.

تحقیقات مختلف رابطه منفی قوی میان نسبت P/E و نرخ بهره و تورم را تایید کرده است.

۶- سایر مشخصات کیفی شرکت از جمله معتبر بودن و فعالیت فراملیتی و چگونگی سیستم مدیریتی بر نسبت P/E اثر مثبت می گذارد.^۱

اطلاعات حسابداری و قیمت سهام

^۱ - ضمیمه پژوهشی بورس

در مفهوم حسابداری تعهدی، سود به عنوانیک معیار اساسی برای ارزیابی مطرح می باشد و از جنبه اطلاعاتی سود در بر گیرنده کلیه اطلاعات حسابداری است.

بر پایه مفروضات بازار کارآ، تحقیقات کاربردی از این دیدگاه که سود حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی زیادی است، پشتیبانی می کنند.

آیا محتوای اطلاعاتی صرفاً در همین عدد سود نهفته است یا آنکه محتوا در فرآیند محاسبه سود وجود دارد هیئت تدوین استانداردهای حسابداری مالی پاسخ این سوال را به این صورت بیان می دارد که تمرکز اصلی گزارشگری مالی باید ارائه اطلاعات

در خصوص عملکرد شرکت باشد که این عملکرد از طریق محاسبه سود و اجزای آن اندازه گیری می شود.

از نظر سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی مهمترین اقدام اطلاعاتی را سود هر سهم و فروش تشکیل می دهد.

همچنین مطالعه کنندگان گزارش مالی شرکت با مشاهده چگونگی محاسبه سود می توانند مفهوم آن را درک کنند و به عبارت دیگر بررسی کنندگان باید عملیاتی را که توسط حسابداران برای محاسبه سود شرکت صورت می پذیرد، بفهمند.

با توجه به اینکه سود حسابداری محصول فرآیند حسابداری تعهدمی باشد و هیچ یک از اعداد و ارقام صورتهای مالی به اندازه سود توجه جامعه سرمایه گذار را به خود جلب نمی کند.

در این بخش ارتباط بین سود حسابداری و قیمت سهام در دو حالت (۱) شرایط اطمینان و بازار کامل و (۲) شرایط عدم اطمینان و بازار ناقص مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

ارتباط بین سود و ارزش سهم در شرایط اطمینان و بازار کامل

بازار کار بازاری است که در آن هزینه معامله اوراق بهادار صفر باشد، هیچ شخص و یا گروهی قادر به کسب بازده غیر عادی نمی باشد و قیمت در مقابل اقدامات یک فرد و یا یک گروه حساسیت به خرج نمی دهد و بالاخره آنکه فرد هر زمان که اراده کند می تواند سهام مورد نظر خود را بخرد و یا بفروشد.

فرض شرایط اطمینان بدین معنی است که کل انتظارات سرمایه گذاران برآورده می شود و خود آنها نیز این موضوع را می دانند لذا ارزش اوراق بهادار در هر زمان بر اساس انتظارات افراد به راحتی قابل تعیین است.

^۱ - ضمیمه پژوهشی دو (تاثیر گزارش حسابرسی بر بازده سهام)

با فرض بازار کامل و شرایط اطمینان مفهوم سود اقتصادی کاملاً روشن است و از طریق مدل ارزشگذاری، براحتی قابل تعیین است.

در شرایط فوق می توان از طریق تنزیل جریانات نقدی آینده که در دوره های مختلف حاصل می شوند، ارزش اوراق بهادار را تعیین نمود.

در شرایط اطمینان و بازار کامل می توان گفت که فرایند تعهدی برای تعیین سود حسابداری زائد است زیرا در این شرایط ارزشیابی شرکت می تواند از طریق تعیین ارزش بازار بدهی ها و ارزش ویژه منعکس در تراز نامه صورت پذیرد.

پس در فرض بازار کامل و شرایط اطمینان، سود حسابداری یکی از روشهای تعیین ارزش سهام عادی می باشد و نه تنها روش^۱.

ارتباط بین سود و ارزش سهام در شرایط عدم اطمینان و بازار تناقص

فرضیات بازار کامل که ذکر شد در شرایط عدم اطمینان و بازار ناقص وجود ندارد. در این شرایط ارزشگذاری اوراق بهادار بسیار مشکل است.

زیرا همیشه برای اوراق بهادار بازار وجود ندارد تا بتوان بر اساس واکنش ها و انتظارات بازار، اوراق بهادار شرکت را ارزشگذاری نمود. همچنین به علت شرایط عدم

^۱ - ضمیمه پژوهشی دو (تاثیر گزارش حسابرسی بر بازده سهام)

اطمینان ، یش بینی دقیق جریانات نقدی اتی غیر ممکن بوده و این پیش بینی ها در شرایط مختلف با احتمالات فراوان صورت می پذیرد .

در شرایط بازار ناقص و عدم اطمینان دیگر ارزشگذاری فرایند روشنی نیست زیرا بازار به طور کامل ترجیحات افراد را نشان نمی دهد .

در برخی موارد ممکن است اصلا ارزش بازاری وجود نداشته باشد و ممکن است که ارزش بازار مشاهده شده ، به طور کامل ارزش ادعاها بر روی داراییهای شرکت را (به علت ناقص بودن بازار) نشان ندهد .

در این حالت به احتمال زیاد توافقی عمومی در بین سهامداران وجود ندارد و حتی اگر این توافق هم وجود داشته باشد ، ممکن است باعث حداکثر شدن ارزش بازار نشود . نتیجه آن ناشناخته ماندن قیمت سهام و محتوای اطلاعاتی کم آن می باشد . بنابراین در این حالت ارزشگذاری شرکت بر اساس ارزش بازار بدهیها و ادعاهای صاحبان سهام ، مانند بازار کامل صحیح به نظر نمی رسد . در این شرایط به سود حسابداری به عنوان دیدگاه اطلاعاتی نگریسته می شود .

سود یک منبع اطلاعاتی است که در ارزشگذاری اوراق بهادار شرکت ، توسط سرمایه گذاران مورد استفاده قرار می گیرد .

با این وجود ، سود همانند بازار کامل ، دارای ارتباطی مستقیم و ساده با ارزشگذاری نمی باشد .

فرایند قیمت و سود در این حالت شامل سه عنصر زیر است که از طریق آنها می توان ارزش بازار سهام عادی و سود حسابداری را به هم مرتبط ساخت :

۱- ارتباط بین قیمت‌های جاری و سود تقسیمی آتی

۲- ارتباط بین سود تقسیمی آتی و سودهای آتی

۳- ارتباط بین سودهای آتی و سودهای فعلی

با توجه به حقایق فوق ، نقش حسابداری تعهدی ایجاد یک سیستم اطلاعاتی مناسب برای سرمایه گذاران مشخص می گردد .

در این حالت سرمایه گذاران به منظور تعیین دقیق ارزش سهام ، حاضر به پرداخت هزینه کسب اطلاعات مورد نیاز خود می باشد .^۱

تاثیر اظهار نظر حسابرسان بر قیمت سهام

تاثیر اظهار نظر حسابرسان بر قیمت سهام به هم راستایی نظریه حسابرس با نظر سهامداران و سرمایه گذاران بستگی دارد .

^۱ - ضمیمه پژوهشی دو (تاثیر گزارش حسابرسی بر بازده سهام)

در صورتی که نظریه حسابرس با نظر سهامداران سرمایه گذاران متفاوت باشد با توجه به دسترسی رسمی حسابرس به اطلاعات درون سازمانی نظریه وی مورد واکنش سهامداران قرار می گیرد .

تحقیقات تجربی انجام شده درباره شروط حسابرسی به دو گروه تقسیم می شوند یک گروه فرایند تصمیم گیری حسابرس را برای رسیدن به گزارش مشروط (به خصوص شرو مهم و اساسی) مورد مطالعه قرار می دهد و گروه دیگر تاثیر گزارشهای مشروط به گروه های استفاده کننده را بررسی می نماید .

در تحقیقات فرایند تصمیم گیری می توان تاثیر اطلاعات منتشر شده صورتهای مالی در گزارش مشروط ملاحظه نمود . یعنی اطلاعات مالی منتشر شده ، زمینه ساز پیش بینی و صدور گزارش مشروط توسط حسابرسان می باشد .
در تحقیقات گروه دوم ، میزان مفید بودن شروط حسابرسی مورد پژوهش قرار گرفته است .

نتایج این تحقیقات ، تاثیر انتشار شروط حسابرسی بر اشخاص مختلف را نشان می دهد در حالیکه در مورد تاثیر آنها روی قیمت سهام و بازار ، نتایج یکنواخت حاصل نشده است .

سهام حسابرس ممکن است با ارزیابی های قبلی بازار همسو باشد و اطلاعاتی را منعکس کند که بازار سهام از آنها مطلع است در آن صورت نمی توان شروط حسابرسی را بر رفتار اقتصادی چندان موثر دانست.

در حالت عکس ، در صورتی که اظهار نظر حسابرس حاوی اطلاعاتی باشد که بازار از آنها آگاهی نداشته باشد .

نظیر پیش بینی نقدینگی یا وضعیت عملکرد آتی یا سایر برنامه های مدیران ، در آن صورت بازار با توجه به جهت مثبت یا منفی اطلاعات ، واکنش مثبت یا منفی نشان خواهد داد .

تحقیق خانم دکتر ساندر اکریزل فلیک در سال ۱۹۸۸ نشان می دهد که اظهار نظر مبنی بر عدم تداوم فعالیت توسط حسابرس در حالی که بازار انتظار آن را نداشته ، باعث واکنش قیمت سهام شده است .

همین نوع انتظار نظر در صورتی که بازار انتظار آن را داشته باعث واکنش قیمت سهام نگردیده است .

به طور کلی اظهار نظر درباره نبود تداوم فعالیت یک نوع پیش گویی است که بر تصمیمات استفاده کنندگان از اطلاعات تاثیر می گذارد .

به عبارت ساده تر وقتی گزارش حسابرس احتمال فقدان تداوم فعالیت شرکتی را بیان نماید، این اظهار نظر به گونه ای در ارزیابی بازار و تلقی سرمایه گذاران اثر میگذارد و باعث تسریع مراحل توقف عملیات شرکت می شود.

در این زمینه پیش بینی حسابرس مزید بر علت می شود و به واقعیت می پیوندد و به طور خلاصه وظیفه حسابرس در افشای حقایق از یک سو و احتمال تاثیر نامطلوب این اقشار از سوی دیگر برابر بوده که در تحقیقات گروه اول (فرآیند تصمیم گیری) جنبه های مختلف مورد مطالعه قرار گرفته است.

مواردی از تحقیقات انجام شده در رابطه با گزارشهای حسابرسی، قیمت و بازده سهام

موضوع تحقیقات انجام شده	نتایج تحقیق
تاثیر گزارشهای حسابرس بر نحوه ارائه صورتهای مالی واحد های اقتصادی تحت پوشش دستگاههای دولتی (۹)	وضعیت گزارشهای حسابرسی هر سال نسبت به سال قبل بهتر شده و بهبود در روند زمان معلول بهبود در نحوه ارائه صورتهای مالی است
بررسی اثر موارد مطروحه در گزارشات حسابرسان مستقل و بازرسان قانونی بر	عدم تاثیر گذاری گزارشات حسابرس بر تصمیمات مدیران

<p>عدم تاثیر گذاری افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکتهای (در دوره ۱۳۷۶-۱۳۷۰)</p> <p>بورس تهران در سطح ضعیف کارآیی کارا نمی باشد .</p> <p>غیر علمی بودن قیمت گذاری اولیه جهت ورود به بورس تهران .</p>	<p>تصمیمات مدیران واحدهای تجاری (۱۰)</p> <p>تاثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۱)</p> <p>بررسی کارآیی بورس اوراق بهادار تهران (۱۲)</p> <p>بررسی مشکلات قیمت گذاری شرکتهای مشمول خصوصی سازی (۱۳)</p>
<p>صدور اظهار نظر مشروط حسابرس پایه ای برای تجدید نظر در انتظارات بازار و تغییر در پایداری سود می باشد .</p>	<p>اثر گزارش مشروط بر ضریب حساسیت سود (۱۴)</p>

سود سهام:

^۱ - ضمیمه پژوهشی ۲ (تاثیر گزارش حسابرسی بر بازده سهام)

استاندارد حسابداری شماره ۱۰ مقرر می دارد سود سهام دوره مورد گزارش که پس از تاریخ تراز نامه و پیش از تصویب صورتهای مالی پیشنهاد یا اعلام می شود باید در صورتهای مالی منعکس یا افشا شود.

به عبارت دیگر اگر واحد اقتصادی با اعلام سود سهام تعهدات خود را درباره رویدادهای گذشته انجام میدهد سود سهام دوره صورتهای مالی باید تنها به عنوان بدهی شناسایی شود و در صورتی که سود سهام پیشنهادی یا اعلام شده مربوط به تعهدات پس از تاریخ تراز نامه است تعدیل اقلام صورتهای مالی از این بابت ضرورت

ندارد.

ماهیت سود سهام:

سود سهام عبارت است از توزیع وجه نقد دارائیهای غیر نقد یا سهام شرکت بین سهامداران به تناسب تعداد سهام منتشره از هر گروه سهام می باشد.

توزیع سود مستلزم بستنکار کردن حساب مربوط که نشاندهند اقلام توزیع شده (نظیر نقد دارائیهای غیر نقد و سرمایه) می باشد و بدهکار کردن حساب سود انباشته است.

سود سهام می تواند به اشکال زیر توزیع شود:

عادی:

www.kandooocn.com

۱- نقدی ۲- دارائیهای غیر نقدی ۳- سود سهمی (صدور سهام)

خاص :

۴) سود تصفیه (برگشت سرمایه به صاحبان سهام)

۵) سود تعهد شده (بدهی بلند مدت)

هر کدام از اشکال توزیع سود سهام به صورت زیر بر ساختار سرمایه

شرکت سهامی اثر می گذارد :

۱- سود سهامی که منجر به کاهش جمع حقوق صاحبان سهام می شود شامل :

الف- سود سهام کاهش دهنده سود انباشته نظیر ، سود نقدی ، سود غیر نقدی و سود تعهد شده

ب- سود سهام کاهش دهنده سرمایه پرداخت شده (نظیر سود تصفیه)

۲- سود سهامی که بر جمع حقوق صاحبان سهام اثری ندارد شامل :

الف - سود سهام کاهش دهنده سود انباشته و افزایش دهنده سرمایه نظیر سود سهمی

ب- سود سهامی که هیچیک از اقلام حقوق صاحبان سهام را تغییر نمی دهد نظیر

تجزیه سهام که به شکل سود سهمی صورت گیرد .

در ایران توزیع سود سهام طبق لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب

اسفند ۱۳۴۷ به شرح زیر است :

تقسیم سود اندوخته بین صاحبان سهام فقط پس از تصویب مجمع عمومی جایز خواهد بود و در صورت وجود منافع، تقسیم ده درصد از سود ویژه سالانه بین صاحبان سهام الزامی است.^۱

انواع سود سهام:^۲

۱- سود نقدی سهام:

اعلام و پرداخت سود نقدی مستلزم تحقق موارد زیر می باشد:

الف - وجود سود

ب- وجود وجه نقد لازم برای پرداخت سود

ج- تصویب مجمع عمومی شرکت

سود نقدی سهام معمولترین شکل توزیع بین سهامداران است اگر شرکت سهام ممتاز

داشته باشد اعلام سود سهام ابتدا باید در مورد سهام ممتاز و سپس در مورد سهام

عادی مطرح گردد.

^۱- نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

^۲- نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

در صورتی که سهام ممتاز از نوع سهام ممتاز با سود انباشته باشد شرکت باید قبل از هر گونه پرداختی به صاحبان سهام عادی ابتدا سود سهام عقب افتاده سهام ممتاز را پرداخت کند.

تا زمانی که سود سهام توسط شرکت اعلام نگردیده است، سودهای پرداخت نشده سالهای قبل سهام ممتاز، بدهی احتمالی تلقی می گردد و از این بابت ثبتي در حسابها صورت نمی گیرد.

این بدان معنی است که در صورت وجود سود در سالهای بعد شرکت موظف است ابتدا سودهای عقب افتاده سهام ممتاز (با سود انباشته) را پرداخت کند سپس در صورت وجود، باقیمانده سود را بین سهامداران عادی توزیع نماید.

حال آنکه اگر سهام ممتاز بدون سود انباشته بود هنگام توزیع سود، تنها سود سالجاری به سهامدار ممتاز قابل پرداخت بود.

بنابراین حسابداران باید به اینگونه وضعيتها، به منظور محاسبه صحیح سود سهام هر گونه از سهامداران، توجه خاص داشته باشند.

۲- سود غیر نقدي سهام:

توزیع سود سهام از محل دارائیهای غیر از وجه نقد ، اصطلاحاً سود غیر نقدی سهام نامیده می شود .

دارائیهایی که برای پرداخت سود سهام مورد استفاده قرار می گیرند ، ممکن است سرمایه گذاری در اوراق بهادار سایر شرکتها ، موجودی کالا ، اموال غیر منقول یا هر گونه دارایی غیر نقدی دیگر که توسط هیئت مدیره تعیین شده است ، باشد .
طبق استانداردهای حسابداری سود غیر نقدی سهام به ارزش جاری بازار دارائیهای واگذار شده ثبت خواهد شد . بنابراین چنانچه ارزش دفتری دارائیهایی که باید بعنوان سود سهام توزیع شوند با ارزش بازار در آن تاریخ توزیع متفاوت باشد ، شرکت باید سود یا زیان حاصل از واگذاری دارایی را در تاریخ اعلام سود سهام شناسایی کند .

۳- سود تصفیه :

توزیع منابع شرکت بین صاحبان سهام بجای توزیع سود انباشته که به منزله برگشت سرمایه به آنان است ، به عنوان سود تصفیه شناخته می شود .
در این گونه موارد حسابهای تحت سر فصل حقوق صاحبان سهام به استثنای سود انباشته بدهکار می شود . هر گونه توزیع سود سهام از محلی غیر از سود انباشته بعنوان سود تصفیه است و تا آن میزان به حساب سود انباشته بدهکار نخواهد شد .

توزیع سود سهام تصفیه ممکن است عمدی یا سهوی باشد. اینگونه توزیع زمانی عمدی

است که هیئت مدیره همانند زمانی که شرکت قصد کاهش دائمی سرمایه را دارد، با

آگاهی کامل سودی را برای توزیع اعلام می کند که ممکن است تماما یا بعضا معرف

برگشت سرمایه به صاحبان سهام باشد.

مثلا در برخی کشورها شرکتهای معدنی گاهی اوقات سود سهام را بر مبنای سود قبل از

کسر استهلاک (تهی شدن) معدن، پرداخت می نمایند.

در چنین حالتی، بخشی از سود مربوطه به دارایی غیر قابل جایگزین است.

در اینگونه موارد، آن بخشی از سود سهام که بیانگر برگشت سرمایه است باید افشاء و

به اطلاع صاحبان سهام رسانیده شود.

دریافت این قبیل سود سهام از نظر صاحبان سهام در آمد محسوب نمی شود و معمولا

مشمول مالیات نیز نمی گردد. بلکه به عنوان کاهش بهای تمام شده سرمایه گذاری در

سهام تلقی می گردد.

توزیع سود زمانی سهوی است که سود انباشته به دلیل اغراق در شناسایی درآمد یا نحوه

عمل حسابداری نادرست، پیش از واقع اندازه گیری و گزارش شده باشد. مثلا

شناسایی بیش از واقع درآمد از واقع هزینه ها که می توانند موجب ارائه بیش از واقع

سود انباشته گردد.

۴- سود تعهد شده :

در برخی موارد یک شرکت ممکن است با داشتن سود انباشته کافی بتواند الزامات قانونی را رعایت کند اما به دلیل ضعف نقدینگی نتواند سود نقدی کافی توزیع کند در بعضی از کشورها در این گونه موارد شرکت سود سهام را تحت عنوان سود تعهد شده اعلام می کند .

سود تعهد شده نوع خاصی از توزیع سود سهام است که به موجب آن ،هیئت مدیره شرکت ، سود سهام را اعلام و در قبال آن اسناد یا گواهینامه (مشابه اسناد پرداختی) برای سهامداران صادر می کند .

اینگونه اعلام سود سهام بدان معنی است که بین تاریخ اعلام و تاریخ پرداخت سود سهام زمان نسبتاً طولانی وجود دارد .

معمولاً به گواهینامه سود سهام بهره تعلق می گیرد . دوره پرداخت بهره معمولاً مشخص می شود و از تاریخ اعلام تا تاریخ پرداخت سود سهام است .

لازم به ذکر است که هرگونه پرداخت بهره به جای اینکه مستقیماً به حساب سود انباشته بعنوان بخشی از سود منظور شود . به حساب هزینه ثبت می گردد . از نظر سایر موارد نحوه حسابداری سود تعهد شده مشابه سود نقدی سهام است .

۵- سود سهمی :

سود سهمی توزیع متناسب سهام عادی یا سهام ممتاز اضافی بین سهامداران است .
توزیع سود به شکل سود سهمی موجب تغییر دارائیهها ، بدهیها یا حقوق صاحبان سهام
نمی شود . علاوه بر این ، توزیع سود سهمی ، سهم نسبی هر یک از سهامداران را تغییر
نمی دهد بلکه موجب انتقال مبلغی از سود انباشته بحساب سرمایه (سرمایه اسمی و
صرف سهام) می شود .

بنابراین تنها موجب تغییر در اجزاء تشکیل دهنده کحقوق صاحبان سهام بین سود انباشته
و سرمایه پرداخت شده (سرمایه اسمی و صرف سهام) می گردد .
در صورتیکه حساب صرف سهام بابت سود سهمی بدهکار شود حساب سود انباشته
تحت تاثیر قرار نمی گیرد .

سود سهمی ممکن است از محل سهام خزانه یا سهام منتشره شده تامین گردد . در
مواردی که سهام توزیع شده بابت سود سهام از همان نوعی باشد که سهامدار در
اختیار دارد ، سود سهمی بعنوان سود سهمی عادی شناسایی می شود و در مواردی که

سهام توزیع شده از همان نوعی که سهامدار در اختیار دارد نباشد سود سهمی بعنوان سود سهمی خاص نامیده می شود مثلاً صدور سهام ممتاز برای صاحبان عادی.^۱

تاریخهای مرتبط با سود سهام:^۲

سود سهام قبل از پرداخت باید رسماً توسط هیئت مدیره پیشنهاد و اعلام گردد و تقسیم سود و اندوخته بین صاحبان سهام فقط پس از تصویب مجمع عمومی عادی جایز خواهد بود.

در حسابداری سود سهام، توجه به چهار تاریخ به شرح زیر اهمیت دارد:

۱- تاریخ پیشنهاد و اعلام سود سهام توسط هیئت مدیره

۲- تاریخ شناسایی سهامداران مشمول سود

۳- تاریخ موثر شناسایی سهامداران مشمول سود

۴- تاریخ پرداخت سود سهام

تاریخ پیشنهاد و اعلام سود سهام:^۳

^۱ - نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

^۲ - نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

^۳ - نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

در این تاریخ هیئت مدیره شرکت سهامی رسما میزان سود سهام را پیشنهاد و اعلام می دارد

به موجب قوانین برخی از کشورها و به منظور جلوگیری از هر گونه کلاهبرداری و اعمال

غیر قانونی ، اعلام رسمی سود سهام به شکل نقد یا غیر نقد و یا تعهد شده به منزله انعقاد

قرارداد قابل اجرا ، بین شرکت و صاحبان سهام می باشد .

بنابراین در تاریخ اعلام سود سهام ، مبلغ سود سهام ثبت و بدهی مربوطه (سود سهام

پرداختی) شناسایی می شود .

هر چند طبق مفاد قانون تجارت ایران تعیین مبلغ سود سهام واستفاده از اندوخته ها به منظور

پرداخت سود سهام از اختیارات مجمع عمومی عادی می باشد .

اما این امر معمولا به پیشنهاد هیئت مدیره و تصویب مجمع عمومی عادی صورت می گیرد .

هیئت مدیره معمولا تاریخ پرداخت سود سهام را با توجه به نقدینگی و مهلت قانونی

پرداخت سود سهام ، تعیین می کند .

اگر چه طبق قانون تجارت ایران تا وقتی که سود سهام در مجمع عمومی تصویب نشده است

قانونا بدهی قطعی شرکت تلقی نمی گردد .

اما به منظور ارائه وضعیت مالی شرکت در نتیجه تصویب سود سهام پیشنهادی، ارجح است که سود سهام پیشنهادی ثبت و در صورتهای مالی اساسی بعنوان بدهی، هر چند غیر قطعی گزارش شود.

تاریخ شناسایی سهامداران مشمول سود:

این تاریخ توسط هیئت مدیره انتخاب و هنگام اعلام توزیع سود سهام به اطلاع صاحبان سهام رسانیده می شود. این تاریخ معمولاً دو تا سه هفته بعد از تاریخ اعلام توزیع سود سهام است.

تاریخ شناسایی سهامداران سود، تاریخی است که در آن تاریخ لیست سهامدارانی که سود سهام به آنها تعلق می گیرد، تهیه می شود هر یک از سهامداران که نام آنان در آن تاریخ در دفتر سهام شرکت ثبت است، صرفنظر از خرید یا فروش سهام بعد از تاریخ مزبور سود سهام را دریافت می دارند.

هیچگونه ثبتی بابت سود سهام در این تاریخ در حسابها صورت نمی گیرد. با توجه به مفاد قانون تجارت، تمامی اشخاص که حق حضور در مجمع عمومی صاحبان سهام را دارند، محق به دریافت سود سهام اعلام شده می باشند.

^۱- نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ موثر شناسایی سهامداران مشمول سود:^۱

به منظور ثبت آخرین نقل و انتقالات سهام در دفتر سهام شرکت و تهیه لیست به هنگام شده

صاحبان سهام مشمول سود، تاریخ آخرین روز پذیرش نقل و انتقالات به عنوان تاریخ موثر

شناسایی سهامداران مشمول سود اعلام می گردد.

تاریخ موثر شناسایی سهامداران مشمول سود معمولاً سه تا پنج روز قابل از تاریخ موثر

شناسایی سهامداران مشمول سود است.

بنابراین کسی که سهام را روز قبل از تاریخ موثر شناسایی سهامداران مشمول سود مالک

میشود، سود سهام اعلام شده را دریافت می کند.

قیمت سهام در فواصل بین تاریخ اعلام و تاریخ موثر شناسایی سهامداران مشمول سود،

شامل سود سهام خواهد بود.

قیمت سهام در تاریخ موثر شناسایی سهامداران مشمول سود به این دلیل که سود سهام اعلام

شده توسط سهامدار قبلی دریافت خواهد شد کاهش می یابد.

بنابراین، طبق اصل تحقق درآمد در آمد، سود سهام بجای تاریخ شناسایی سهامداران

مشمول سود یا تاریخ موثر شناسایی سهامداران مشمول سود یا تاریخ پرداخت، در تاریخ

اعلام سود شناسایی می شود.

^۱ - نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

در ایران تاریخ تصویب مجمع عمومی ملاک شناسایی درآمد سود سهام است.

تاریخ پرداخت سود سهام:

این تاریخ نیز توسط هیئت مدیره تعیین و معمولاً هنگام اعلام سود سهام مشخص می شود. تاریخ پرداخت معمولاً چهار تا شش هفته بعد از تاریخ اعلام سود سهام است. نحوه پرداخت سود قابل تقسیم توسط مجمع عمومی تعیین می شود و اگر مجمع عمومی در خصوص نحوه پرداخت تصمیمی نگرفته باشد.

هیئت مدیره نحوه پرداخت را تعیین خواهد کرد ولی در هر حال پرداخت سود به صاحبان سهام باید ظرف مدت هشت ماه پس از تصمیم مجمع عمومی راجع به تقسیم سود انجام پذیرد.^۱

محدودیت‌های تقسیم سود:

به غیر از الزامات قانونی در خصوص تقسیم سود عوامل دیگری در تقسیم سود موثر اند این عوامل عبارتند از:

الف - وضعیت نقدینگی شرکت

^۱ - نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

ب- محدودیتهای ناشی از قراردادهای وام شرکت

ج- دسترسی شرکت به بازارهای پول و سرمایه

د- سیاستهای رشد و توسعه شرکت

ه- مقررات مالیاتی

و- وضعیت مالی سهامداران

ز- وضعیت مالیاتی سهامداران

ح- کنترل و اداره امور شرکت

ط- تورم

بازده سهام

طبق تئوری نمایندگی و با توجه به میل سرمایه گذاران، هدف مدیریت باید در راستای به

حداکثر رسانیدن ارزش شرکت باشد.

این امر زمانی تحقق می یابد که تصمیمات مدیریت در زمینه های سرمایه گذاری، تامین

مالی و تقسیم سود به صورت بهینه اتخاذ شود.

در این هنگام انتظار می رود منافع یا ثروت سهامدار نیز که در واقع مالک بخشی از شرکت است به حداکثر برسد .

اما معیاری که برای تشخیص به حداکثر رسیدن ثروت در نظر گرفته می شود بسیار مهم است .

بطور طبیعی تفاوت‌هایی بین شرکت‌های انتفاعی و غیر انتفاعی ، مدیریت و سهامداران و حتی سهامداران بزرگ و کوچک وجود دارد .

این تفاوتها باعث شده تا معیارهای مختلفی مانند حداکثر شدن سود دریافتی سهامداران ، میزان خدمات اجتماعی شرکت ، حداکثر شدن قیمت بازار سهم و حداکثر شدن عایدی به علاوه قیمت بازار سهم به عنوان معیار حداکثر شدن ثروت سهامداران مورد توجه قرار گیرد .^۱

حداکثر شدن سود به عنوان یک معیار :

اکثر سهامداران عادی سود شرکت را هدف مطلوب و حداکثر شدن آن را به عنوان حداکثر شدن ثروت خود تلقی می کنند .

حتی برخی محافل بازار مثل واحد ارزیابی بورس تهران با تاکید بیشتر بر سود گذشته شرکت مبنای ارزیابی و قیمت گذاری سهم شرکتها را بر این معیار قرار داده اند :

^۱ - نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران

میانگین سود سه سال گذشته شرکت = قیمت هر سهم
نرخ بازده مورد انتظار (۲۴٪)

در حالیکه بر اساس مفاهیم بازار کارآ و با فرض اینکه قیمت هر سهم در بر گیرنده تمامی اطلاعات تاریخی آن باشد نمی توان سود هر سهم را به عنوان یک معیار منفرد در میزان ثروت سهامدار قبول کرد .

مثلا ممکن است شرکت در دوره گذشته شرایط خوبی از نظر سود آوری داشته ولی به دلیل درج اطلاعاتی در مورد عدم بازار یابی در فروش کالا با مشکل مواجه شده و به همین دلیل عرضه زیاد سهم باعث کاهش تدریجی قیمت آن در بازار شود به نحوی که فروش سهم از سوی سهامدار از زیانی بیشتر از سود دریافتی از شرکت برای دوره یک ساله به وی تحمیل کند .

ضمن اینکه ممکن است شرکت در حالیکه سود آوری مناسبی دارد ولی از قدرت نقدینگی کافی جهت پرداخت تمامی سود نقدی اعلام شده در یک دوره قابل انتظار برخوردار نباشد

^۱ - نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

حداکثر شدن عایدی هر سهم به عنوان یک معیار :

به لحاظ اینکه سهامدار بیشتر به میزان عایدی خود توجه دارد تا به کل سود شرکت ، عایدی

هر سهم به عنوان معیار دیگری در جهت اندازه گیری ثروت سهامداران مطرح است .

اما عایدی به دلیل عدم توجه به ریسک سرمایه گذاری در سهام متفاوت ، نمی تواند به

عنوان یک معیار منحصر به فرد در نظر گرفته شود .

ضمن اینکه در تعریف عادی باید زمان بازده مورد انتظار را نیز تعریف کرد . زمان دریافت

عایدی به دلیل تورم و کاهش ارزش زمانی پول بسیار مهم است .

طبیعی است که سهامدار یک ریال عایدی امروز را بر یک ریال عایدی فردا ترجیح می

دهد.^۱

حداکثر شدن قیمت سهم :

قیمت سهم در بازار نشان دهنده ارزشی است که بازار برای شرکت و سهم به عنوان قسمتی

از شرکت قائل می شود .

در واقع عملکرد شرکت در عملیات سود آور و شرایط عرضه و تقاضای سهم که آن هم

ناشی از شرایط شرکت و اقتصاد کلی بازار است ، قیمت سهم را تعیین می کند .^۱

^۱ - نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

قیمت سهم به دلیل نشات گرفتن از بساری عوامل درونی و عملکرد شرکت می تواند به عنوان معیاری نسبی در جهت حفظ ثروت سهامدار مطرح باشد .

ولی تاثیر گذاشتن عوامل خارج از کنترل مدیریت مثل شرایط کلی حاکم بر بازار سرمایه و سهم اعتبار این معیار به عنوان یک متغیر مستقل را تحت الشعاع قرار می دهد .

ضمن اینکه تغییرات قیمت سهام تا زمانی که سهامدار اقدام به فروش سهام خود نکند امری ذهنی می باشد .

دلایل چندی وجود دارد که نمی توان به صراحت معیاری کلی که مورد پذیرش عموم باشد را به عنوان تشخیص عملکرد مدیریت در راستای منافع سهامداران معین کرد که به چند مورد آن اشاره می شود:^۲

تفاوت مطلوبیت سهامداران :

سهامداران کوچک به هنگام دریافت سودی نقدی نسبت به سهامداران بزرگ میزان مالیات کمتری می پردازند .

۱- ریموند پی نوو ، ترجمه و اقتباس جهانخانی ، ع و پارسائیان . ع ف مدیریت مالی ، جلد اول ، تهران ، انتشارات سمت ، ۱۳۷۳

۲- نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

علت این امر نرخهای متفاوت مالیاتی است که بر اساس ماده ۱۳۱ قانون مالیاتهای مستقیم نصیب درآمدهای سهامداران می شود این در حالیست که سود ناشی از تغییرات قیمت و فروش سهام به یک نسبت مشمول سهامداران بزرگ و کوچک می شود .

وقتی طبق قوانین بورس اوراق بهادار تهران معاملات بیش از ۵ میلیارد ریال ۲۵٪ درصد کارمزد کمتری را شامل می شود بنابراین سهامداران در ترجیحات خود نسبت به سود حاصل از فروش سهام یا سود نقدی دریافتی متفاوتند .

سهامداران بزرگ بیشتر ترجیح میدهند به جای دریافت سود نقدی از سود حاصل از فروش سهام برخوردار شوند .

در طبقه بندی دیگری می توان سهامداران را با توجه به الگوی خرید و فروش سهم از سوی آنها به سه دسته تقسیم کرد .

اول دسته ای که از روش اصولی استفاده کرده یعنی سهم را تا زمانی که بازده بالایی دارد نگهداری می کنند و در مواقعی که ارزش واقعی سهم کمتر از ارزش بازار آن است اقدام به فروش سهم می کنند .

اکثر شرکتهای سرمایه گذاری از این روش پیروی می کنند و احتمال اینکه دوره نگهداری سهام از طرف آنها طولانی باشد زیاد است .

دسته دوم سهامدارانی که با هدف سفته بازی سعی در به دست آوردن حداکثر سود در حداقل زمان را دارند دسته سوم سهامدارانی که به دنبال بازدهی برابر با متوسط بازدهی بازار هستند و از خرید و فروش مکرر سهام خودداری می کنند .

تفاوت سه دسته سهامداران فوق در مدت زمانی است که آنها جهت بدست آوردن میزان تشخیص بازده در نظر می گیرند .

این تفاوت در مدت زمان محاسبه بازده یک سهم با توجه به زمانهای شاخص در قیمت سهام مثل زمانهای نزدیک به مجمع عمومی فوق العاده شرکت که نزدیک به زمان تقسیم سود شرکت می باشد باعث تفاوت در بازده محاسبه شده یک سهم می شود.

سهامدارانی که در کوتاه مدت به دنبال انتفاع از سهم هستند بیشتر به سود حاصل از خرید و فروش سهم توجه دارند .

یک سنت رایج در بورس اوراق بهادار تهران باعث تمایل عده زیادی از سرمایه گذاران به این گروه می شود .

چون عایدات جدید سهام معمولاً چندین ماه پس از اعلام شرکت در اختیار سهامداران قرار داده می شود .

در مقابل سهامدارانی که سهم را برای مدت طولانی نگهداری می کنند مایلند تا شرکت به صورت منظم عایدات نقدی و سهمی در اختیار آنها قرار دهد.^۱

محاسبه بازده هر سهم :

از آن جا که بازده سهم از ۲ قسمت یعنی بازده جاری یا بازده ناشی از دریافت سود سهام و دیگر بازده ناشی از افزایش قیمت سهام تشکیل شده و برای محاسبه آن بر اساس قیمت های اول و آخر دوره و نیز منافع مالکیت سهامدار در آن دوره عمل می شود که بازده مورد نظر را از طریق معادله زیر محاسبه می شود.

$$R_{it} = \frac{R_{it} - P_{it} + D_{it}}{P_{it} - 1}$$

که در آن :

R_{it} : نرخ بازده سهم I در دوره t

P_{it} : قیمت سهم I در دوره t

P_{it-1} : قیمت سهم I در دوره t-1

D_{it} : منافع مالکیت سهم I که در دوره t به سهامدار تعلق گرفته است.

^۱ - نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

منافع مالکیت در دوره هایی که شرکت مجمع داشته باشد به سهامداران تعلق می گردد

پرداخت منافع مالکیت در یک دوره به سهامدار باعث کاهش قیمت سهام می شود.

لذا منظور نمودن D_{it} در فرمول نرخ بازده می تواند به عنوان عامل تعدیل هم مطرح شود در

دوره هایی که شرکت مجمع نداشته باشد مقدار آن صفر خواهد بود^۱.

روشهای محاسبه بازده سهام :

چند روش برای محاسبه بازده سهام پیشنهاد شده است که عبارتند از ک

۱- روش پیش بینی سود تقسیم شده (سود نقدی)

۲- روش نسبت درآمد به قیمت

۳- روش بازده واقعی

۱- روش پیش بینی سود تقسیم شده (سود نقدی)

در این روش فرض بر این است که سهامدار سهم خود را تا دوره بینهایت نگهداری می

کند.

^۱ - نشریه ۳۹: بررسی ارتباط بین اهرم مرکب و بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران

بنابراین منفعت ناشی از تغییرات قیمت سهم هیچگاه نصیب سهامدار نمی شود. همچنین سود سهمی یا سهام حاصل از افزایش سرمایه به دلیل عدم احتمال فروش در آینده قابل پیش بینی به فروش نخواهد رفت .

بنابراین تنها منفعت ناشی از خرید و نگهداری سهام همان سود نقدی است که عاید سهامدار خواهد شد .

برای محاسبه بازده دوره ، باید قیمت بازار (خرید) سهم را در اختیار داشت . ضمن اینکه پیش بینی جریان سود نقدی آتی جهت محاسبه الزامی است .

در چنین شرایطی ارزش هر سهم مانند هر سرمایه گذاری دیگری برابر است با مجموع ارزش فعلی سودهای دریافتی آتی آن. فرمول محاسبه به صورت زیر می باشد .

$$p = \sum \frac{D_t}{(1 + D_e)^t}$$

K_e = نرخ بازده مورد استفاده سهامداران

P_t = سود نقدی مورد انتظار در پایان سال

P = قیمت هر سهم

اگر سهامداران انتظار دریافت سود نقدی همراه با رشد سالیانه ثابتی را داشته باشند ، ارزش K_e با بازده مورد انتظار سهامدار به شرح زیر محاسبه می شود :

$$K_e = \frac{D_t}{P} + g$$

g = نرخ رشد سود نقدی شرکت

محاسبه این نوع بازده بیشتر از سوی سرمایه گذارانی انجام می شود که سهام را به منظور

نگهداری بلند مدت خریداری می کنند و هدف آنها سفته بازی سهام در کوتاه مدت

نیست .

۲- روش نسبت درآمد به قیمت :

بر مبنای این روش بازده سهامدار برای یک دوره معین به صورت زیر محاسبه می شود :

$$K_e = \frac{E_1}{P}$$

E_1 = درآمد سالیانه سهم

P = قیمت خرید سهم (ارزش بازار)

این روش به دلیل مد نظر قرار ندادن تغییرات قیمت سهام کمتر از سوی سرمایه گذران مورد استفاده قرار می گیرد .

۳- روش بازده واقعی

در این روش بازده سهام از دیدگاه شرکت برای سهامداران محاسبه می شود . بازده یک سهم از دو قسمت تشکیل شده است :

الف - بازده ناشی از دریافت سود سهام

ب- بازده ناشی از افزایش قیمت سهم در پایان دوره نسبت به اول دوره^۱

روشهای محاسبه بازده سهامداران :

اندازه گیری نرخ بازده سهامداران مشکل و پیچیده است . این مشکل به دلیل وجود انواع

سهام نیز نرخ های بازده متفاوتی است که مورد استفاده قرار می گیرد .

بازده یا پاداش سرمایه گذاری ، شامل درآمد جاری (مثل سود سالانه) و افزایش یا

کاهش دارایی (منفعت یا ضرر سرمایه) است .

این بازده معمولاً به صورت درصد و نرخ نشان داده می شود . مفهوم بازده ارتباط

نزدیکی با ریسک دارد به طوری که در اغلب کتابهای مدیریت مالی مفهوم ریسک و

بازده به همراه یکدیگر کاربرد دارند .

^۱ - نشریه ۴۷ بررسی اثر اعلان تقسیم سود نقدی بر بازده سهام عادی در جامعه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران

عده ای سعی کرده اند که نشان دهند که ریسک و بازده رابطه مستقیمی با یکدیگر دارند اما هیچگاه ادعا نکرده اند که پذیرفتن ریسکهای بالا همواره بازده زیادی را به دنبال خواهد داشت .

هر چند روشهای تئوریک فراوانی برای محاسبه بازده خرید و فروش سهم پیشنهاد شده است . ولی اکثر سهامداران هم ریسک و هم بازده را به صورت یک متغیر کیفی و ذهنی تفسیر می کنند و مثلاً می گویند که سهام مورد خرید آنها دارای ریسک یا بازده بالاست . سرمایه گذار در قبال این بازده و تحمل ریسک معادل مبلغ سرمایه گذاری شده از میزان مصرف فعلی خود می گذرد .

او امیدوار است که تبدیل این مصرف فعلی به پس انداز با افزودن بر ثروتش مصرف بیشتر بی نهایت نیست بنابراین هر سهامدار یک هر، زمانبندی شده برای اندازه گیری تغییرات به وجود آمده در منافع خود به کار می برد .

جیمز سی ون هورن می گوید شخص مایل است ثروت خود را به نحوی خرج کند که وقتی در گذشت تماماً مصرف شده باشد .

هر چند این طرز تفکر با تئوری های فایده و حسابداری اجتماعی در تضاد است .

اما در محاسبه ثروت فردی تاثیر به سزایی دارد و مشکل آنجا بروز می کند که کسی نمی داند زمان فروش سهم و مصرف عایدی او چه زمان خواهد بود .

در چنین حالت عدم اطمینان افراد سعی دارند از طریق سرمایه گذاری در سهام به نوعی موازنه بین مصرف فعلی و آتی ایجاد کنند.

یعنی همراه با قبول ریسک ناشی از عدم اطمینان از زمان و میزان انتفاع حاصله به دنبال حداکثر کردن بازده آتی با زمانبندی مشخص هستند .

در اکثر کتاب های مدیریت مالی برای حل مشکل زمانبندی انتفاع حاصله از سرمایه گذاری ، دوره های یکساله مد نظر قرار می گیرد .

بدیهی است استفاده از دوره های زمانی بیشتر باعث محاسبه بازده به صورت معقولتری می شود .

فرض دوره محاسبه بازده به صورت بی نهایت تمامی سودهای تمامی سودهای آتی احتمالی سهام را در بر می گیرد .

اما به دلیل تفاوت سهامداران در دوره نگهداری سهام ارزیابی عملکرد مدیران در دوره

های متفاوت و نیز رفتار سهامداران در خرید و فروش سهم و نه نگهداری آن تا زمان بی

نهایت باعث شده است که دوره نگهداری سهام یکساله فرض می شود .

چند روش برای محاسبه بازده سهام پیشنهاد شده است که عبارتند از :

۱- روش پیش بینی سود نقدی

۲- روش قیمت بر در آمد

۳-روش بازده واقعی^۱

^۱ - نشریه ۱۹ بررسی ارتباط بین بازده سهام و اندازه شرکت در شرکتهای پذیرفته شده

فصل ۳:

نتیجه گیری

نتیجه گیری و پیشنهادات

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 های اول و دوم 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 جدید 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 .

در تحقیقات ریتر (۱۹۹۱) ، لیواس (۱۹۹۳) و بردن وها (۱۹۹۳) بین اندازه شرکت و عملکرد بلند مدت سهام جدید رابطه مثبتی وجود دارد اما در تحقیق ما بین این دو متغیر ارتباط معنی داری وجود ندارد .

همچنین در تحقیق ریتر (۱۹۹۱) بین این حجم انتشار سالانه سهام جدید 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.

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

سهام جدید

با توجه به اینکه نتیجه گیری کلی حاصل از این تحقیق 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.

برای همین خرید سهام جدید در دوره کوتاه مدت توصیه می شود و در دوره بلند مدت چنین توصیه ای نمی شود.

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:

۱- بررسی اینکه آیا عملکرد سهام جدید پس از سومین سال معامله در بورس هم چنان کمتر از عملکرد بورس است.

۲- پیشنهاد می شود برای محاسبه بازده غیر عادی سهام جدید، 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.

۳- طبق فرضیه علامت دهی، شرکت های انتشار دهنده سهام جدید 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.

۴- بررسی اینکه سهام جدیدی که در جریان خصوصی سازی واگذار می شود نیز دارای بازده غیر عادی است.

۵- 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 سهام جدید مطرح شده است تحقیقات بیشتری در مورد سهام جدید صورت گیرد .