

# تأثیر سهام جایزه بر نرخ بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر علی جهانخانی - ابراهیم عباسی

موجب گسترش مالکیت سهام و حفظ نقدینگی در شرکت می‌شود، سهام جایزه دارای ارزش است و صدور آن به هر میزان موجب افزایش ثروت سهامداران می‌گردد. گروه دیگر اظهار می‌کنند که چون صدور سهام جایزه تأثیری بر میزان سوددهی و ریسک شرکت نمی‌گذارد بنابراین تأثیری نیز بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران نخواهد گذاشت. به عبارت دیگر، این گروه معتقدند که انتشار سهام جایزه مانند تقسیم یک تکه نان به قطعات بیشتر است و لذا ارزش هر سهم شرکت بعد از صدور سهام جایزه به نسبت افزایش سهام کاهش خواهد یافت.

تحقیقات انجام شده در سایر کشورها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران، عکس‌العمل مطلوب و مثبتی در مقابل انتشار اخبار مربوط به سهام جایزه نشان داده‌اند. به عبارت دیگر، نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که نرخ بازده سهام شرکت‌هایی که سهام جایزه توزیع کرده‌اند بیشتر از نرخ بازده شرکت‌های دیگر بوده است. گروهی از محققان بازده بالاتر را به منزله با ارزش بودن سهام جایزه تلقی کرده‌اند ولی گروه دیگر بر این باورند که بازده بیشتر اینگونه سهام ناشی از محتوای اطلاعاتی سهام جایزه است و سهام جایزه به خودی خود ارزشی ندارد.

هدف از این تحقیق مطالعه نرخ بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، که به توزیع سهام جایزه اقدام کرده‌اند، است. در این تحقیق همچنین رابطه بین درصد سهام جایزه و نرخ بازده سهامداران مورد بررسی قرار گرفته، تأثیر سهام جایزه در سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم در سال‌های بعد از انتشار سهام جایزه بررسی خواهد شد.

## سهام جایزه

صدور سهام جایزه Stock Dividend در واقع توزیع اندوخته‌ها و سود سالیانه شرکت به سهامداران به صورت اوراق سهام جدید است. انتشار سهام جایزه موجب افزایش حقوق سهامداران نمی‌شود، بلکه ترکیب حقوق سهامداران تغییر می‌یابد و یک نوع انتقال حساب از طریق تبدیل اندوخته به حساب سرمایه است. اگر چه بعد از انتشار سهام جایزه، تعداد سهام هر یک از

## مقدمه

یکی از موضوعاتی که کنجکاوی سرمایه‌گذاران و متخصصان مالی در بورس تهران را برانگیخته، تأثیر سهام جایزه بر نرخ بازده سهام است. مشاهدات روزمره نشان می‌دهد که سهامداران ایرانی علاقه خاصی به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی که قصد صدور سهام جایزه دارند، نشان می‌دهند. از سوی دیگر، مشاهده شده که در سال‌های اخیر شرکت‌هایی که به صدور سهام جایزه اقدام کرده‌اند افزایش زیادی یافته است.

مروری به کتابها و مقالات مالی نشان می‌دهد که متخصصان صاحب‌نظران مالی عقاید متفاوتی درباره ارزش سهام جایزه دارند. برخی از آنها معتقدند چنانچه درصد سهام جایزه در حد پایینی باشد انتشار سهام جایزه موجب افزایش ثروت سهامداران می‌گردد اما پاره‌ای دیگر بر این باورند که چون سهام جایزه



سهامداران افزایش می‌یابد ولی درصد مالکیت آنها در شرکت، ثابت باقی می‌ماند و در نسبت مشارکت آنها در سود و کنترل شرکت تغییری حاصل نمی‌شود. تئوری‌های مالی بیان می‌کنند که چون سهام جایزه تأثیری در سودآوری کل و جریان نقدی کل شرکت نمی‌گذارد، ارزش کل سهام شرکت باید ثابت بماند و ارزش سهام تحت مالکیت هر یک از سهامداران نیز نباید تغییر کند.

## دلایل انتشار سهام جایزه

انگیزه مهم انتشار سهام جایزه توسط شرکتها، حفظ و نگهداری وجوه نقدی به منظور تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌ای است. بنابراین شرکت با این کار از یک طرف نیاز مالی خود را از طریق عدم توزیع سود سهام تأمین می‌کند و از سوی دیگر، با اعطای سهام جایزه به سهامداران موجبات رضایت و خشنودی آنها را فراهم می‌آورد. دلایل انتشار سهام جایزه را می‌توان به شرح زیر خلاصه کرد:

- ۱- حفظ و نگهداری نقدینگی شرکت از طریق عدم توزیع سود سهام.
- ۲- افزایش تعداد سهام موجب افزایش قابلیت نقدینگی و فروش سهام شرکت می‌گردد.
- ۳- در مورد شرکتهایی که قیمت سهام آنها در سطح بالایی قرار دارد، سهام جایزه موجب تعدیل قیمت سهم در یک سطح مطلوبتری می‌شود.
- ۴- در مورد شرکتهایی که به بازار سرمایه دسترسی ندارند و یا به خاطر وضعیت بازار سرمایه فروش سهام و یا اوراق قرضه جدید به صلاح شرکت نیست، انتشار سهام جایزه یک نوع تأمین مالی مناسب تلقی می‌گردد.
- ۵- انتشار اخبار مربوط به سهام جایزه موجب افزایش تقاضای سفته بازی سهام و افزایش قیمت سهام می‌گردد.

## دیدگاه مخالفان سهام جایزه

مخالفان بر این باورند که سهام جایزه چیزی جز تجزیه سهام

نیست و در یک بازار کار آکاهش قیمت سهام به میزان درصد صدور سهام جایزه خواهد بود و لذا سهام جایزه چیز ارزشمندی برای سهامداران نخواهد بود. از دیدگاه مخالفان، سهام جایزه صرفاً یک نوع افزایش در تعداد سهام شرکت است که بیانگر مالکیت بر داراییهای شرکت است. بنابر این سهامداری که سهام جایزه خود را می‌فروشد عملاً درصدی از مالکیت خود را از دست می‌دهد. بنابر این مخالفان سهام جایزه، آن دسته از کارگزاران و مدیران شرکتها را که توزیع سهام جایزه را به عنوان سود بیشتر برای سهامداران وانمود می‌کنند، مورد سرزنش قرار داده و آن را چیزی جز فریب سهامداران نمی‌دانند. بطور کلی اینان معتقدند که انتشار سهام جایزه یک نوع رقیق کردن سهام شرکت است و سهامداران با دریافت سهام جایزه چیز با ارزشی به دست نمی‌آورند.

## موضوع تحقیق

موضوع این تحقیق بررسی آثار سهام جایزه بر نرخ بازدهی و ثروت سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. مشاهدات عینی رفتار سهامداران در بورس تهران نشان می‌دهد که بر خلاف نظریه مخالفان و بر خلاف پیش‌بینی مدلهای مالی سهامداران ایرانی ارزش نسبتاً زیادی برای سهام جایزه قائل هستند. بطور خلاصه هدف این مقاله عبارت است از:

- ۱- اندازه‌گیری ارزش سهام جایزه برای سهامداران ایرانی.
- ۲- بررسی رابطه بین درصد سهام جایزه و نرخ بازده سهام.
- ۳- بررسی سود هر سهم (EPS) و سود پرداختی هر سهم در سالهای قبل و بعد از سهام جایزه.

## مروری بر مطالعات گذشته

یکی از مقالات مهم در این زمینه، مقاله معروف آقایان Fama و Fisher و Janson و Roll (FFJR) است.<sup>۱</sup> آنان در این مقاله سرعت تغییر قیمت سهام را پس از انتشار اخبار مربوط به تجزیه سهام<sup>۲</sup> بررسی کردند. همچنین تحقیق کردند که آیا نرخ بازده سهام در ماههای قبل و بعد از تجزیه سهام غیر عادی است یا خیر.



تحقیق آنها نشان داد که قیمت سهام چندین ماه قبل از انتشار اخبار مربوط به تجزیه سهام شروع به افزایش می‌کند و بیشترین افزایش قیمت سهام در ماههای نزدیک به تجزیه سهام اتفاق می‌افتاد. اگر چه این مشاهدات ممکن است بر با ارزش بودن تجزیه سهام دلالت داشته باشد ولی آنها شواهدی ارائه دادند که چنین نیست، بلکه افزایش قیمت در سهام به خاطر محتوای اطلاعاتی اخبار مربوط به تجزیه سهام بوده است. زیرا اغلب شرکتهایی که به تجزیه سهام اقدام می‌کنند متعاقباً به افزایش سود تقسیمی بین سهامداران اقدام نموده‌اند.

این تجربه باعث شده است که سهامداران تجزیه سهام را مترادف با افزایش قدرت سوددهی شرکت تلقی کرده، ارزش بیشتری برای اینگونه سهام قائل شوند. آنها همچنین نشان دادند که آن دسته از شرکتهایی که بعد از تجزیه سهام، به افزایش سود سهام اقدام نکردند قیمت سهام آنها بعد از تجزیه سهام کاهش یافته است.

بنابر این آنها به این نتیجه رسیدند که چنانچه محتوای اطلاعاتی تجزیه سهام را در نظر بگیریم تجزیه سهام به خودی خود از دیدگاه سهامداران بی‌ارزش است.

مطالعه دیگر به آقای Barker<sup>۳</sup> مربوط است که تحقیقات مشابهی را در مورد سهام جایزه به عمل آورد. وی شرکتهایی را که سهام جایزه داده بودند به سه گروه تقسیم کرده است:

الف - شرکتهایی که سهام جایزه آنها همراه با افزایش در سود نقدی بوده است.

ب - شرکتهایی که سهام جایزه آنها همراه با کاهش در سود نقدی بوده است.

ج - شرکتهایی که فقط سهام جایزه داده‌اند و هیچگونه سود نقدی توزیع نکرده‌اند.

نتایج وی نشان می‌دهد که قیمت سهام شرکتهای گروه الف بعد از سهام جایزه ۹٪ بیشتر از قیمت سهام در ۶ ماه قبل بوده است و افزایش قیمت بعد از سهام جایزه نیز همچنان ادامه یافته بطوری که بعد از ۶ ماه قیمتها بطور متوسط ۸٪ افزایش یافته‌اند.

نتایج در مورد شرکتهای دیگر نشان می‌دهد که قیمت، سهام در زمان بعد از سهام جایزه نه تنها افزایش نیافته بلکه نسبت به ۶ ماه قبل نیز کاهش یافته است و این کاهش همچنان بعد از سهام جایزه ادامه یافته است. بنابر این وی نتیجه می‌گیرد هنگامی که سهام جایزه همراه با افزایش در سود نقدی (نسبت به سال مالی گذشته) بوده قیمت سهام افزایش یافته است ولی وقتی که سهام جایزه همراه با سود نقدی نبوده و یا همراه با کاهش سود نقدی بوده، قیمت سهام کاهش یافته است. این اطلاعات نشان می‌دهد که سهام جایزه به خودی خود از نظر بازار سهام ارزش ندارد؛ بلکه آنچه تعیین کننده ارزش شرکت و در نتیجه قیمت سهم است سود نقدی و پیش‌بینی سودهای آینده شرکت است.

آقایان Grinblatt, Massulis and Titman<sup>۴</sup> مطالعات مشابهی را انجام دادند که به این فرضیه منجر گردید که شرکتهایی که تصمیمات تجزیه سهام را می‌گیرند عملاً به بازار سهام علائمی در مورد سودهای آتی و ارزش شرکت می‌دهند. تئوری علائم Signaling Theory بیانگر این واقعیت است که اطلاعات بطور غیر مساوی و نامتقارن بین مدیریت شرکتهای و سهامداران توزیع شده است و مدیران اطلاعاتی از شرکت و آینده آن دارند که سهامداران فاقد آن هستند. سهام جایزه گویای این خبر و علامت است که شرکت در حال رشد و توسعه و دارای فرصتهای سرمایه‌گذاری سودآوری است که ارزش فعلی خالص آنها مثبت است. در هر حال سهام جایزه خبر از آینده خوب شرکت می‌دهد.

این فرضیه بیان می‌دارد که بی‌تناسبی اطلاعات میان مدیران و سرمایه‌گذاران باعث می‌شود تا سهام به قیمتی غیر از ارزش واقعی به فروش رود. لذا باید ارتباط تنگاتنگی میان مدیران و سرمایه‌گذاران وجود داشته باشد و این ارتباط کار پرریسکی است زیرا ممکن است مدیریت از آینده شرکت اطلاعاتی را بدهد که بعداً تحقق نیابد. به همین دلیل گفته می‌شود، بهترین روش برای برقراری ارتباط با سهامداران دادن اطلاعات از طریق علائم مثل تغییر سود نقدی، اعلان انتشار سهام جایزه، تجزیه سهام و ... است. بنابر این طبق فرضیه، علائم سهام جایزه گویای دورنمای مطلوبی برای شرکت است و به همین دلیل بازار عکس‌العمل مطلوبی نسبت به انتشار اخبار سهام جایزه نشان می‌دهد.

تحقیقات آقایان Copelond and Brennan<sup>۵</sup> نشان می‌دهد که میان اطلاعات مدیریت از شرکت و انتخاب درصد تجزیه سهام رابطه مثبتی وجود دارد. به عبارت دیگر، هر قدر این اطلاعات درباره شرکت با ارزشتر باشد درصد تجزیه سهام بزرگتر خواهد بود. بنابر این نرخ بازده سهامی که درصد تجزیه سهام آن بالا بوده، به مراتب بیشتر از نرخ بازده سهامی که درصد تجزیه سهام آن پایین بوده است.

## روش تحقیق

همانگونه که قبلاً گفته شد، هدف از این مقاله بررسی نرخ بازده سهام شرکتهای ایرانی که اقدام به انتشار سهام جایزه کرده‌اند و نشان دادن این موضوع که نرخ بازده اینگونه سهام به مراتب بیشتر از سایر سهام دیگر بوده است می‌باشد. همچنین در این تحقیق نشان خواهیم داد که هر چه درصد سهام جایزه بیشتر باشد، سهامداران خوشحالت‌تر و نرخ بازده سهام نیز بیشتر گردیده است.

هدف دیگر این تحقیق بررسی سود هر سهم و سود پرداختی هر سهم در سالهای پس از سهام جایزه و مقایسه آن با سود هر سهم و سود پرداختی هر سهم در سالهای قبل از توزیع سهام جایزه است. مطابق تئوری علائم، اعلان سهام جایزه در بردارنده اطلاعاتی درباره سود آینده شرکت است. زیرا فرض می‌شود که شرکتها هنگامی سهام جایزه توزیع می‌کنند که مطمئن هستند سودهای آینده آنقدر افزایش خواهد یافت که سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم کاهش نخواهد یافت.

## جامعه آماری

جامعه آماری، شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران است که طی سالهای ۱۳۶۹-۱۳۵۲ سهام جایزه توزیع کرده‌اند. ضمناً برای جلوگیری از تأثیر سایر رویدادهای مهم بر نرخ بازدهی سهام ضوابط زیر را نیز برای انتخاب نمونه مورد نظر قرار دادیم:

۱- انتشار اخبار سهام جایزه همراه با انتشار اخبار مهم دیگر مثل انتشار حق تقدم خرید سهام نباشد.

۲- آن دسته از شرکتهای در نمونه منظور گردیدند که پیرامون ماههای سهام جایزه معاملات روی سهام انجام شده و اطلاعات مربوط به قیمت سهام در دسترس بوده است. جمعاً ۳۸ مورد سهام جایزه که واجد شرایط فوق بودند مورد بررسی قرار گرفتند. جدول شماره یک لیست شرکتهای و تاریخ انتشار سهام جایزه و درصد سهام جایزه را نشان می‌دهد. همانگونه که ملاحظه می‌شود درصد سهام جایزه از حداقل ۱۰٪ تا حداکثر ۷۰٪ در نوسان بوده است.<sup>۶</sup>

## روش آماری

برای تعیین اینکه آیا نرخ بازده سهام شرکتهایی که سهام جایزه انتشار داده‌اند غیرعادی بوده یا خیر، از روش آماری زیر استفاده شده است:

اگر آخرین قیمت قبل از مجمع عمومی فوق‌العاده سهامداران برای تصویب سهام جایزه را  $P_B$  بنامیم و اگر درصد سهام تصویبی را  $d$  بنامیم، قیمت تئوریک هر سهم بعد از مجمع را  $T_P$  بنامیم، این قیمت تئوریک برابر خواهد بود با:

$$T_P = \frac{P_B}{1+d}$$

به عنوان مثال، اگر قیمت هر سهم قبل از مجمع ۱۲۰۰۰ ریال باشد ( $P_B$ ) و اگر درصد سهام جایزه ۲۰٪ باشد ( $d$ ) قیمت تئوریک هر سهم ( $T_P$ ) بایستی ۱۰۰۰۰ ریال باشد.

$$T_P = \frac{12000}{1 + 0.20} = 10000$$

اگر قیمت هر سهم را در روز بعد از مجمع  $P_A$  بنامیم در این صورت سهامدار سود غیرعادی به میزان  $P_A - T_P$  به دست خواهد آورد. چون این امکان وجود دارد که قسمتی از سود غیرعادی ناشی از تغییرات عمومی قیمت سهام در بورس باشد و نه ناشی از سهام جایزه، لذا قیمت تئوریک هر سهم را به خاطر تغییر سطح کلی قیمت‌ها در بورس به شرح زیر تعدیل می‌کنیم:

$$AT_P = T_P \left( \frac{I_A}{I_B} \right)$$

در این فرمول  $I_B$  شاخص قیمت سهام در بورس تهران در روز



جدول شماره ۱ - خلاصه آمار مربوط به شرکتهایی که سهام جایزه اعطا کرده‌اند.

شرکت	تاریخ جایزه	درصد سهام جایزه	P <sub>B</sub>	P <sub>A</sub>	I <sub>B</sub>	I <sub>A</sub>	T <sub>p</sub>	AT <sub>p</sub>	P <sub>A</sub> -AT <sub>p</sub>	ARR
ایران مریئوس	۶۹/۴/۲۴	%۲۰	۴۲۶۳۲	۴۲۶۵۰	۱۵۰/۳۳	۱۵۷/۱۶	۳۵۵۲۷	۳۷۱۴۱	۵۵۰۹	%۱۵
ایران مریئوس	۶۷/۴/۲۷	%۱۱/۹	۱۱۵۰۰	۱۵۰۰۰	۱۰۴/۹۳	۱۰۸/۸۳	۱۰۲۶۸	۱۰۶۵۰	۴۳۵۰	۴۱
ایران مریئوس	۶۸/۴/۲۴	%۳۳/۳	۱۸۰۰۰	۱۸۰۰۰	۱۴۱/۷۹	۱۴۲/۴۱	۱۳۵۰۳	۱۳۵۶۲	۴۴۳۸	۳۳
ایران مریئوس	۶۵/۲/۳	%۳۵	۱۵۵۰۰	۱۵۵۰۰	۱۰۲/۹۷	۱۰۰/۲۷	۱۱۹۲۳	۱۱۶۱۰	۳۸۹۰	۳۳
ایران مریئوس	۶۶/۴/۲۵	%۱۰	۱۱۵۰۰	۱۱۲۰۰	۹۸/۵	۹۷/۶۹	۱۰۴۵۴	۱۰۳۶۸	۸۳۲	۸
نساجی مازندران	۶۹/۱۲/۲۷	%۲۰	۴۹۰۰	۴۵۰۰	۱۸۴/۲۷	۱۹۸/۲۴	۴۰۸۳	۴۳۹۲	۱۰۸	۲
نساجی مازندران	۶۴/۲/۱۴	%۵	۱۴۲۰	۱۴۲۰	۱۱۱/۸۴	۱۱۲/۳۳	۱۳۵۲	۱۳۵۸	۶۲	۵
کارتن ایران	۶۹/۱۲/۱۳	%۵۰	۳۶۰۰	۳۲۰۰	۱۷۸/۲۳	۱۸۰/۱۳	۲۴۰۰	۲۴۲۵	۷۷۵	۳۶
کارتن ایران	۶۹/۱۲/۱۲	%۲۰۰	۸۶۶	۸۶۶	۱۲۶/۳۶	۱۲۹/۴۹	۲۸۹	۲۹۶	۵۷۰	۱۹۳
پارس الکتریک	۶۹/۱۲/۲۵	%۵۰	۶۰۳۸	۵۰۰۰	۱۸۱/۶۴	۱۸۷/۷۴	۴۲۰۵	۴۳۴۶	۶۵۴	۱۵
ساسان	۶۹/۱۱/۲۱	%۲۰	۷۵۲۰	۶۵۰۰	۱۷۴/۳۳	۱۷۸/۲۳	۶۲۶۷	۶۴۰۷	۹۳	۱/۴۵
ارج	۶۹/۱۲/۲۶	%۷۰۰	۱۳۵۰۰	۱۰۰۰۰	۱۸۱/۶۴	۱۹۹/۷	۱۶۸۷	۱۸۵۴	۱۸۴۶	۴۴۰
قند بیستون	۶۶/۱۰/۲۳	%۵۰	۶۷۵۰	۵۵۹۰	۹۹/۹۸	۱۰۰/۳۴	۴۵۰۰	۴۵۱۶	۱۰۷۴	۲۴
نورد اهواز	۵۶/۳/۲۵	%۱۴	۱۷۶۰	۱۷۶۰	۱۱۸/۸۱	۱۲۰/۴۵	۱۵۴۴	۱۵۶۵	۱۹۵	۱۲
آما	۶۹/۴/۹	%۳۳	۳۰۰۱	۴۰۰۱	۱۵۷/۱۶	۱۶۶/۹۲	۲۳۵۱	۲۳۹۱	۶۱۰	۲۵
توسعه صنایع بوشهر	۵۶/۵/۳۱	%۱۰	۲۲۴۵	۲۲۰۰	۱۲۰/۴۵	۱۱۹/۸۴	۲۰۴۱	۲۰۳۱	۱۶۹	۸
توسعه صنایع بوشهر	۵۷/۴/۲۸	%۱۰	۲۲۶۰	۵۷۰	۱۲۸/۲۵	۱۲۸/۲۲	۲۰۵۴	۲۰۵۳	(۴۸۳)	(۲۳)
توسعه صنایع بوشهر	۵۵/۴/۲۸	%۲۰	۲۷۰۰	۲۲۰۰	۱۱۷/۹۵	۱۱۵/۱۱	۲۲۵۰	۲۱۲۶	۴	۰/۱۸
سیمان تهران	۵۶/۱۲/۷	%۲۰/۲	۱۷۵۵	۱۸۱۰	۱۱۹/۸۶	۱۲۴/۱۵	۱۳۶۲	۱۵۱۴	۲۹۶	۲۰
بالایش روغن	۵۷/۳/۲۳	%۲۰	۳۵۰۰	۳۳۹۰	۱۳۰/۱۶	۱۲۸/۲۵	۲۹۱۷	۲۸۷۴	۵۱۶	۱۸
صنایع فلزی	۵۹/۴/۱۱	%۵۰/۲	۳۰۲۰	۲۶۰۰	۱۳۰/۱۶	۱۲۸/۲۵	۲۰۱۳	۱۹۸۳	۶۱۲	%۳۱
بسته‌بندی ایران	۶۷/۱۲/۲۸	%۱۰۰	۱۴۵۰	۱۴۵۰	۱۲۹/۴۹	۱۳۰/۵۴	۷۲۵	۷۳۱	۷۱۹	۹۸
بسته‌بندی ایران	۵۳/۹/۱۰	%۲۵	۲۲۰۰	۲۲۰۰	۱۱۳/۷۲	۱۱۳/۲۵	۱۷۶۰	۱۷۵۲	۴۴۸	۲۵
شیشه قزوین	۶۹/۹/۱۸	%۱۰۰	۴۲۰۵	۲۸۵۱	۱۷۲/۹۸	۱۷۳/۱۲	۲۱۰۲	۲۱۰۴	۷۴۷	۳۵
علاء‌الدین	۵۷/۳/۲۸	%۲۰	۴۰۵۱	۳۸۰۰	۱۳۰/۱۶	۱۲۸/۲۲	۳۳۷۶	۳۳۲۶	۴۷۴	۱۵

ARR	$P_A - ATP$	$ATP$	$T_P$	$I_A$	$I_B$	$P_A$	$P_B$	درصد سهام جایزه	تاریخ جایزه	شرکت
۳۴	۲۸۶۶	۸۳۴۴	۸۷۲۴	۱۰۷/۴۹	۱۱۲/۳۸	۱۱۲۰	۱۱۲۱۰	%۲۸/۵	۶۴/۴/۱	ریسندگی کاشان
%۵۱	۴۲۳۶	۸۳۱۴	۸۳۶۷	۹۸/۵	۹۹/۱۳	۱۲۵۵۰	۱۲۵۵۰	%۵۰	۶۶/۴/۲	ریسندگی کاشان
۱۸	۳۳۶۲	۱۸۶۳۸	۱۷۶۰۰	۱۴۱/۷۹	۱۳۳/۸۹	۲۲۰۰۰	۲۲۰۰۰	%۲۵	۶۸/۴/۱	ریسندگی کاشان
(۳)	(۴۹)	۱۵۹۹	۱۶۰۷	۱۰۵/۴۱	۱۰۵/۹۲	۱۵۵۰	۱۸۰۰	%۱۲	۶۳/۴/۴	سیمان شرق
۳	۷۱	۲۱۷۹	۲۱۴۹	۱۲۰/۴۵	۱۱۸/۸۱	۲۲۵۰	۲۷۵۱	%۲۸	۵۶/۳/۲۸	یزد بافت
۱۰۰	۲۹۹۹	۳۰۰۱	۳۰۰۰	۱۷۴/۹۳	۱۷۴/۸۹	۶۰۰۰	۷۵۰۰	%۱۵۰	۶۹/۱۰/۱	تیغ ایران
۱۱	۱۹۹	۱۸۰۱	۱۷۹۲	۱۲۸/۲۵	۱۲۷/۶۱	۲۰۰۰	۲۱۵۰	%۲۰	۵۷/۳/۳۱	سپتا
۱۸	۲۷۲	۱۵۲۸	۱۵۱۷	۱۱۲/۹۷	۱۱۲/۱۷	۱۸۰۰	۱۷۳۰	%۱۴	۵۷/۹/۲۷	سپتا
۶	۱۱۷	۱۸۸۳	۱۸۱۸	۱۲۴/۱۵	۱۱۹/۸۶	۲۰۰۰	۲۰۰۰	%۱۰	۵۶/۱۱/۲۵	سپتا
۴	۱۲۴	۳۱۷۶	۳۱۹۱	۱۰۵/۴۱	۱۰۵/۹۲	۳۳۰۰	۳۵۱۰	%۱۰	۶۳/۴/۲۱	آبسال
۱۲	۲۸۱	۲۴۱۹	۲۵۰۰	۹۷/۶۳	۱۰۰/۸۹	۲۷۰۰	۳۰۰۰	%۲۰	۶۵/۴/۱۸	آبسال
۵۲	۹۸۰	۱۸۷۰	۱۸۳۳	۱۱۳/۵۹	۱۱۱/۳۴	۲۸۵۰	۲۲۰۰	%۲۰	۵۴/۱۲/۲۴	صنعتی خاور
۴	۱۳۸	۳۳۶۲	۳۳۶۰	۱۰۵/۴۸	۱۰۵/۴۱	۳۵۰۰	۴۲۰۰	%۲۵	۶۳/۴/۱۵	یزد بافت

قبل از مجمع و  $I_B$  شاخص قیمت سهام در بورس در روز بعد از صفر باشد نشان می‌دهد که سهامداران متوجه رقیق شدن سهام شده‌اند و لذا برای سهام جایزه ارزشی قائل نیستند.

نتایج به دست آمده:

به عنوان مثال، اگر  $I_B = ۲۰۰$  و  $I_A = ۲۰۲$  و  $T_P = ۱۰۰۰۰$  باشد در این صورت قیمت تعدیل یافته برابر خواهد بود با:

$$ATP = ۱۰۰۰۰ \times \left( \frac{۲۰۲}{۲۰۰} \right) = ۱۰۱۰۰$$

درصد تغییر قیمت غیر عادی سهام که ناشی از سهام جایزه است را می‌توان به صورت زیر محاسبه کرد:

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

که  $AR$  نشان دهنده درصد تغییر قیمت غیر عادی سهام است.

چنانچه  $AR$  به دست آمده مثبت باشد نتیجه خواهیم گرفت که سهام جایزه از دیدگاه سهامداران با ارزش است. چنانچه  $AR$

جدول شماره یک نام شرکتهای اعطاکننده سهام جایزه، تاریخ اعطای سهام جایزه، درصد سهام جایزه، قیمت سهام در قبل و بعد از سهام جایزه و درصد بازده غیر عادی اینگونه سهام را نشان می‌دهد. ستون آخر این جدول نشان می‌دهد که در ۹۵ درصد موارد نرخ بازده غیر عادی مثبت بوده است. این امر نشان دهنده این است که سهامداران عکس العمل مثبتی نسبت به سهام جایزه نشان داده‌اند.

متوسط درصد بازده غیر عادی سهم در نمونه مورد ذکر حدود ۳۷٪ بوده است و حداکثر مشاهده شده ۴۴۰٪ است که به شرکت



ارج مربوط است.

بنابر این نتایج نشان می‌دهد که سهام جایزه از دید سهامداران ایرانی بسیار با ارزش است و سهامداران توانسته‌اند در مدت بسیار کوتاه ثروت خود را بطور متوسط ۳۷٪ افزایش دهند. ذکر این نکته ضروری است که آن عده از سهامداران که سهام خود را چندین ماه قبل از تاریخ تشکیل مجمع عمومی خریداری کرده باشند، نرخ بازده غیرعادی‌شان بیشتر از ۳۷٪ بوده است زیرا قیمت سهام اینگونه شرکتها با شایع شدن انتشار سهام جایزه از چند ماه قبل از تشکیل مجمع عمومی شروع به افزایش می‌کند. از نتایج به دست آمده می‌توان دو موضوع مهم را استنتاج نمود:

۱- بازار سهام ایران یک بازار کارآ نیست؛ زیرا در یک بازار کارآ متوسط نرخ بازده غیرعادی باید صفر باشد.

۲- اگر روند گذشته در آینده نیز تکرار شود، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که یک طریق ساده ثروتمند شدن خرید سهام شرکتی است که شایعه انتشار سهام جایزه در مورد آنها وجود دارد.

فرضیه بعدی تحقیق این بود که میان درصد سهام جایزه و نرخ بازده غیرعادی ارتباطی وجود ندارد. به عبارت دیگر، در اینجا هدف بررسی عکس‌العمل سهامداران نسبت به درصد سهام جایزه است. در جدول شماره ۲ درصد سهام جایزه به ۵ گروه طبقه‌بندی شده است. گروه اول شامل شرکتی است که درصد سهام جایزه کمتر از ۱۰٪ و گروه ۵ شامل شرکتی است که درصد سهام جایزه آنها بیش از ۱۵۰٪ بوده است.

جدول شماره ۲ - رابطه بین درصد سهام جایزه و نرخ بازده غیرعادی

گروه	درصد سهام جایزه	تعداد	متوسط نرخ بازده غیرعادی
۱	۱-۱۰٪	۶	۱/۶٪
۲	۱۱-۲۰٪	۱۳	۱۷٪
۳	۲۰-۵۰٪	۱۳	۲۵٪
۴	۵۱-۱۵۰٪	۴	۶۶٪
۵	۱۵۱-۷۰۰٪	۲	۳۱۶٪

همانگونه که مشاهده می‌شود، هر چه درصد سهام جایزه بیشتر باشد، درصد بازده غیر نرمال نیز بیشتر است. این نتایج نشان‌دهنده یک باور نادرست در ذهن سهامداران ایرانی است که نه تنها برای سهام جایزه ارزش قائل هستند بلکه هر چه درصد سهام جایزه بیشتر باشد ارزیابی آنها از ارزش شرکت نیز بیشتر می‌گردد. به عبارت دیگر، نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که سهامداران ایرانی کمتر متوجه آثار نامطلوب سهام جایزه که رقیق شدن مالکیت هر سهم است هستند. این نتایج می‌تواند راهنمای خوبی برای شرکتها باشد. زیرا یک راه ساده افزایش ارزش شرکت اقدام به تجزیه سهام و یا انتشار سهام جایزه به میزان زیاد است. مشاهده چنین رفتاری می‌تواند برای کسانی که نگران منافع عموم هستند

زنگ خطری باشد زیرا تکرار چنین رفتاری می‌تواند شرایط سوء استفاده کلان را فراهم آورد. در بخش قبل اشاره کردیم که بیشتر تئوریهای مالی و متخصصان مالی ارزشی برای سهام جایزه قائل نیستند. تنها فرضیه علائم بود که برای سهام جایزه ارزش قائل بود و این ناشی از سهام جایزه به خودی خود نبود، بلکه ناشی از محتوای اطلاعاتی این تصمیم بود. به عبارت دیگر، سهامداران با شنیدن اخبار مربوط به سهام جایزه اینطور استنباط می‌کردند که مدیران شرکت اطمینان بیشتری نسبت به افزایش سودآوری آینده شرکت دارند و لذا برای این سهام ارزش بیشتری قائل هستند. اگر این فرضیه درست باشد شرکتی که سهام جایزه اعطا کرده‌اند باید در سالهای بعد از آن



چنان سود آوری بالایی برخوردار باشند که سود هر سهم تقسیمی آنها با افزایش در تعداد سهام کاهش نیابد.

جدول شماره ۳ نشان دهنده متوسط سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم در ۲ سال قبل و ۲ سال بعد از اعطاء سهام جایزه است.

جدول شماره ۳- سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم در ۲ سال قبل و بعد از سهام جایزه

سال	سود هر سهم	سود تقسیمی هر سهم
-۲	۹۳۶	۵۶۸
-۱	۱۱۲۴	۵۲۷
۰	۸۹۴	۵۵۴
+۱	۶۶۵	۴۲۱
+۲	۸۸۳	۴۷۵

این جدول نشان می‌دهد که سهام جایزه باعث می‌شود تا تعداد سهام شرکت افزایش یابد لیکن افزایش سود خالص بعد از مالیات شرکت در سالهای بعد آنقدر نبوده که بتواند اثر افزایش در تعداد سهام را پوشاند و در نتیجه در سالهای بعد از انتشار سهام جایزه هم سود هر سهم شرکتها کاهش یافته و هم میزان سود تقسیمی هر سهم. بنابر این می‌توان نتیجه گرفت که سهام جایزه موجب رقیق شدن سود هر سهم در سالهای بعد از انتشار شده است. بنابر این سهام جایزه نمی‌تواند در بردارنده اطلاعات مطلوبی در مورد افزایش سود آوری شرکت در آینده باشد.

## خلاصه

نتایج به دست آمده را می‌توان به شرح زیر خلاصه کرد:

۱- در ذهن سهامداران ایرانی سهام جایزه از ارزش بالایی برخوردار است و بازار سهام عکس العمل بسیار مطلوبی را نسبت به اعلان اخبار مربوط به سهام جایزه نشان می‌دهد.

۲- بین درصد بازده غیرعادی سهام و درصد سهام جایزه اعطایی شرکت، رابطه مثبتی وجود دارد. شرکتهایی که درصد

سهام جایزه بیشتری اعطا کرده‌اند درصد بازده غیرعادی آنها نیز بیشتر بوده است. به عبارت دیگر، سهامداران ایرانی به شدت رقیق شدن سهام کمتر توجه کرده‌اند.

۳- بررسی رفتار قیمت سهام در قبل و بعد از سهام جایزه نشان می‌دهد که در نیمی از موارد قیمت سهام بعد از سهام جایزه مساوی یا بیشتر از قیمت سهام در قبل از سهام جایزه بوده است. چنین مشاهداتی دلیل محکمی بر غیر کارآ و غیر عقلانی بودن بازار سهام ایران است.

۴- اگر چنین رفتار غیر عقلانی سهامداران در آینده نیز ادامه یابد یک راه سریع و آسان ثروتمند شدن این است که اشخاص سهام شرکتهایی که قرار است سهام جایزه اعطا کنند، خریداری کرده، پس از تشکیل مجمع عمومی آنها را به فروش برسانند.

۵- چنانچه مسؤولان مملکتی نسبت به آموزش عموم در مورد ماهیت سهام جایزه و تجزیه سهام اقدام نکنند، این احتمال وجود دارد که سهامداران عمده بعضی از شرکتها با انتشار سهام جایزه و متورم کردن ارزش سهام خود مبادرت به فریب دادن مردم کرده، به این وسیله به اعتماد عمومی به بازار سهام لطمه وارد کنند.



1-Fama, Fisher, Jonson and Roll. "The Adjustment of Stock Prices To New Information", International Economic Review (Feb, 1969). PP. 1-21.

۲- از نظر تئوری، تجزیه سهام و انتشار سهام جایزه تفاوت چندانی با هم ندارند. تفاوت این دو فقط در چگونگی ثبت حسابهاست.

3-Barker, A. "Evaluation of Stock Dividend". Harvard Business Review, (July-August 1958).

4-Grinblatt, Massulis and Titman, "The valuation Effect of stock split and stock Dividend", Journal of financial Economics (1984) PP. 461-490.

5-Brennan and copeland, "A Model of stock split Behavior Theory and Evidnce". Working paper, Anderson Graduate School of Management, UCLA, April 1987.

۶- لازم به یاد آوری است که طبق اصول مورد قبول حسابداری و مقررات بورس نیویورک چنانچه درصد سهام جایزه بیش از ۲۵٪ باشد، آن را تجزیه سهام می‌کنند.