فصلنامه حسابداری مالی/ سال اول/ شماره۳/ پاییز۸۸/ صفحات ۱۰۶- ۸۸

بررسی واکنش سهامداران بر اثر اعلان سود نقدی هر سهم در شرایط رکود و رونق در بورس اوراق بهادار تهران

محمد علی آقایی*

محمدحسین ملک نژاد**

چکیده:

این پژوهش تاثیر کوتاه مدت اعلان سود نقدی هر سهم را در شرایط رکود و رونق در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار می دهد. اطلاعات از سالهای ۱۳۸۲-۱۳۸۳ که دوران رونق و سالهای ۱۳۸۴-۱۳۸۵ که دوران رکود بودند جمع آوری شده است.هدف شناسایی تفاوت بازده غیر عادی در شرایط رکود و رونق می باشد تجزیه وتحلیل نتایج از طریق آزمون آماری t استیودنت برای ۸۶ شرکت صورت گرفته است.

نتایج پژوهش نشان می دهد که سهامداران با اعلان سود نقدی هر سهم در شرایط رونق واکنش منفی و در شرایط رکود واکنش مثبت داشته اند ودر کل سهامداران با اعلان سود نقدی هر سهم واکنش مثبت بیشتری در دوران رکود نسبت به رونق از خود نشان می دهند.نتایج این پژوهش با این تئوری سازگار است که "سهامداران در دوران رکود اقتصادی نسبت به دوران رونق اقتصادی به سود نقدی سهام توجه و حساسیت بیشتری دارند".

واژه های کلیدی:بازده غیر عادی، رکود، رونق،اعلان سود نقدی هر سهم،بورس اوراق بهادار تهران

---

* استادیار دانشگاه تربیت مدرس تهران

** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱- مقدمه

کارایی بازار،شفافیت اطلاعات و سرعت انتقال اطلاعات سال هاست که موضوع مورد بحث در حوزه مدیریت مالی می باشد.متخصصان و صاحب نظران این رشته علاقه ی زیادی به ایجاد مدل هایی داشتند که رفتار قیمت سهام را نشان دهد هر چند که نتایج آن مدل ها پایدار نبوده است(سالمینن [1]۲۰۰۸). مهمترین فرض تئوری بازار کارای سرمایه این است که سرمایه گذاران به سرعت به اطلاعات جدید منتشر شده واکنش نشان می دهند (فاما[2] ۱۹۶۹).

جنبه های روانی و اخبار خوب و بد مربوط به سهام در واکنش و انتظارات سهامداران نقش بسزایی دارد. سهامداران معمولا از دو راه با استفاده از سهام سود بدست می آورند راه اول با استفاده از تغییرات قیمت سهام است که به عنوان بازده قیمتی بیان می شود و راه دوم دریافت سود سهام می باشد که مهمترین شکل آن دریافت سود نقدی سهام است. در هنگامی که قیمت سهام رو به کاهش است یعنی سهام در حال ریزش است راه بدست آوردن سود برای سهامداران سود نقدی سهام است.

بنابراین سهامداران در دوره کاهش قیمت ها(دوران رکود) توجه و علاقه ی بیشتری به سود نقدی سهام دارند نسبت به دوره ای که قیمت ها افزایشی هستند(دوران رونق) و سهامداران در حال دریافت بازده قیمتی می باشند. تصویب و پرداخت سود نقدی به سهامداران توسط شرکت یکی از ابزارهایی است که مدیران اجرایی برای برقراری ارتباط با سهامداران از آن استفاده می‌کنند یعنی مدیران با اعلان سودنقدی سهام می توانند علائم و سیگنال های تغییر در انتظاراتشان را از آینده شرکت نشان داده و یک اثر روانی مثبت به سهامداران وارد کنند (سالمینن ۲۰۰۸) .پس انتظار می رود اعلان سود نقدی هر سهم در دوره رکود بازار نسبت به دوره رونق، بیشتر مورد توجه و علاقه‌ی سهامداران باشد و انتظارات آنها را نسبت به آینده بیشتر تغییر بدهدو اثر روانی مثبت بیشتری بر سهامداران بگذارد. بازده غیر عادی به این دلیل که از تفاوت بازده واقعی و بازده مورد انتظار حاصل می شود، می تواند نشان دهنده‌ی چگونگی واکنش سهامداران و تغییر در توقعات و انتظارات آنها باشد.

اگر سرمایه گذاران متوجه شوند که اعلان سود نقدی هر سهم موجب نوسان قیمت سهام میگردد یا به عبارتی با اعلان سود نقدی هر سهم بازده غیرعادی به وجود می آید آنگاه اعلان سود سهام را به عنوان شاخص مناسبی در ارزیابی ارزش سهام مد نظر قرار می دهند و

[1]. Salminen
[2]. Fama

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

همچنین تفاوت هایی که با اعلان سود سهام در بازده غیرعادی در شرایط رکود و رونق بازار پدید می‌آید می تواند به عنوان یک معیار مناسب و با اهمیت برای عملکرد مدیران در شرایط رکود و رونق به کار گرفته شود.(سالمینن ۲۰۰۸) هدف این پژوهش بررسی واکنش سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اعلان سود نقدی هر سهم در شرایط رکود و رونق می باشد. مطالعات انجام شده درکشورمان کمتر به این موضوع توجه کرده اند که شرایط کلان بازار می تواند بر روی واکنش سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران اثر بگذارد. این پژوهش ،اولین کاری است که رفتار قیمت سهام سرمایه‌گذار را نسبت به اعلان سود نقدی هر سهم در شرایط رکود و رونق بازار در ایران مورد مطالعه قرار می دهد.

۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

پژوهش های کمی وجود دارد که تمرکز آن تنها به تاثیر اعلان سود نقدی هر سهم باشد.مهمترین پژوهش های جامعی که در ارتباط با تاثیر اعلان سود نقدی و تغییرات آن به قیمت سهام تاکنون انجام شده است عبارتند از:

پتیت[1] در سال ۱۹۷۲ به وضوح مشاهده کرد که تغییرات سود نقدی اطلاعاتی را به سرمایه گذاران هنگام ارزشیابی اوراق بهادار ارائه می دهد. پتیت یافته های لیتنر را تایید می کند که مدیریت از کاهش و یا حذف سود نقدی واهمه دارد و به نظر می رسد که مدیریت می تواند جریان نقد را با کمی تقریب پیش بینی کند. از یافته های او دو نتیجه بدست آمد:

۱- اگر اعلامیه ها قابلیت ارائه به بازار را در روزهای مختلف داشته باشد شرکت باید این اختیارات و قابلیت ها را در نظر بگیرد.

۲- اگرچه سود سهام نقدی منتقل کننده‌ی اطلاعات و حاوی (محتوای اطلاعاتی) است اما بهترین انتخاب برای انتقال اطلاعات به سهامداران نمی باشد و یک روش کامل برای توصیف جنبه های آینده‌ی شرکت نمی باشد. مدیریت می تواند با ارتباط برقرارکردن با سهامداران نسبت به اعلام سود نقدی اطلاعات بهتری را انتقال دهد.(پتیت ۱۹۷۲)

[1]. Pettit

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

دایلمن و اوفن هیمر[1] در سال ۱۹۸۴ در تحقیقی که جامعه‌ی آماری آن ها شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار نیویورک بوده است و طی سال های ۱۹۷۷-۱۹۶۹ سود نقدی اعلام کرده بودند به پنج نتیجه‌ی مهم رسیدند:

۱- آن ها متوجه وجود بازده‌ی غیرعادی در قبل و بعد از روز اعلان سود سهام نقدی شدند.

۲- در روز اعلان همه‌ی چهار گروه آزمایش بازده‌ی غیرعادی معناداری تجربه کردند.

۳- همه ی گروها (به جزء یک گروه) بعد از روز اعلان به مدت یک ماه بازده‌ی غیر-عادی داشتند.

۴- نرخ بتا برای شرکت هایی که سود سهامشان افزایشی بوده، کاهش پیدا کرد بنابراین ریسک این شرکت ها از نقطه نظر سرمایه گذاران کاهش پیدا کرد.

۵- وقتی که بازده‌ی غیرعادی از دو راه محاسبه شود نتایج تفاوت های معناداری پیدا می کنند بنابراین نمی توان نتایج شرکت هایی که از دو راه مختلف بازده‌ی غیرعادی را محاسبه کرده اند، مقایسه کرد.دایمن و اوفن هیمر بیان کردند: «ما اعتقاد داریم که این نتایج گواهی بر اثبات فرضیات محتوای اطلاعات سود سهام می باشد.»(دایلمن و اوفن هیمر۱۹۸۴)

اسکوینت و مولینز[2] به تجزیه و تحلیل ۱۶۸ شرکت طی سال های ۱۹۶۳-۱۹۵۴ پرداختند. نمونه ی آن ها شامل شرکت هایی بود که برای اولین بار اقدام به پرداخت سود سهام به سهامداران عادی خود کرده اند و یا بعد از ده سال وقفه اقدام به پرداخت مجدد سود سهام کردند.نتایج تحقیق آن ها نشان دهنده‌ی وجود بیش ترین بازده‌ی غیرعادی مثبتی بوده که تا آن زمان بدست آمده بود. نتایج تحقیق آنها به این موضوع اشاره داشت که ممکن است تحقیقات دیگر اثر افزایش سود سهام نقدی را کمتر محاسبه کرده باشند.

یافته های آن ها از این دیدگاه حمایت می کند که علاوه بر منابع اطلاعاتی دیگر سود سهام نقدی نیز حاوی اطلاعات ارزشمندی برای سهامداران می باشد.

یکی دیگر از اهداف آن ها در این تحقیق تشخیص دادن این مسئله است که تغییرات بازده‌ی غیرعادی حول تاریخ اعلان سود سهام نقدی ناشی از دیگر رویدادها و اخبار شرکت

---

[1]. Dielman & Oppenheimer

[2] .Asquint& Mullins

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

می باشد یا نه. آن ها به این نتیجه رسیدند که واکنش مثبت بازار ناشی از رویدادها و اتفاقات و اخبار نبوده بلکه ناشی از اعلان سود سهام نقدی بوده است. (اسکوینت و مولینز۱۹۸۳)

بجاج و ویجه[1] در نمونه‌ی خود از۶۷۵۹۲ تعداد اعلان سود سهام نقدی استفاده کردند که جامع ترین نمونه‌ای است که در این زمینه یافت شده است. بازده ی زمانی آنها طی سال های ۱۹۸۷-۱۹۶۲ بوده است. آن ها پرتفوی مناسبی از مرکز تحقیقات قیمت اوراق بهادار به کار بردند.

یافته های آن ها نشان دهنده‌ی افزایش مثبت میانگین بازده‌ی غیرعادی برای همه‌ی اعلامیه های سود سهام نقدی است. آن ها همچنین میزان بازده‌ی غیرعادی و تغییر شدت مبادلات را برای همه ی پرتفوی ها شناسایی کردند بنابراین از یک سو هر چه اطلاعات بیشتری به سرمایه گذاران داده شود از سوی دیگر انتظارات آن ها بالاتر می رود.

مایکلی و تالر و وماک[2] واکنش بازار را نسبت به اولین پرداخت های سود سهام نقدی و حذف آن مورد بررسی قرار دادند.نمونه ی آن ها شامل ۵۶۱ شرکت که اولین پرداخت سود سهام نقدی داشتند و ۱۵۰۰ شرکت که اقدام به حذف پرداخت سود سهام داشته اند، می باشد و بازه‌ی زمانی آن ها طی سال های ۱۹۸۸-۱۹۶۴ بوده است.

شرکت هایی که اولین پرداخت سود سهام نقدی خود را تجربه کردند نسبت به میانگین صنعت خود دارای بازده‌ی غیرعادی با اهمیت تری بوده اند. در اولین سال بازده‌ی غیرعادی پرتفوی ها ۱۵/۱٪ + بود. در یک دوره ی سه روزه نیز ۳/۴٪ بازده ی غیرعادی به وجود آمد. (آماره ی t برابر با ۱۱/۰۸ بود) شرکت هایی که عملکرد ضعیفی داشتند سیاست پرداخت سود سهام نقدی خود را به طرف حذف کردن آن سوق دادند.

این سقوط شدید قیمت سهام نتیجه ی تغییرات اساسی در سیاست های پرداخت سود سهام از نقطه نظر پژوهشگران بوده است. آن ها همچنین به بررسی این موضوع پرداختند که آیا ریسک شرکت بعد از اولین پرداخت های سود سهام و یا بعد از حذف آن، افزایش پیدا می کند یا نه؟ پس از بررسی آنها نتوانستند نتایج قابل ملاحظه ایی پیدا کنند.

مهمترین نتایج تحقیق مایکلی، تالر و وماک که با تحقیقات دیگر هم سازگار بود به این مطلب اشاره دارد که واکنش بورس اوراق بهادار نیویورک به اولین پرداخت های سود سهام واکنشی مثبت و به حذف پرداخت سود سهام واکنشی منفی داشته است.

---

[1]. Bajaj & Vijh

[2]. Michaely, Thaler & Womack

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

در واقع تفاوت بازده‌ی غیرعادی این دو واقعه (رویداد) یعنی « اولین پرداخت سود سهام» و « حذف پرداخت سود سهام» ناشی از نوع نگرش سهامداران به این دو رویداد می باشد. آن ها در بلند مدت نتوانستند دلایلی برای تغییرات قیمت سهام نسبت به این دو رویداد پیدا کنند. شاید جواب این معمای غیرقابل حل را بتوان در جنبه های روانی یافت.(مایکلی وهمکاران۱۹۹۵)

وان ایتون[1] در سال ۱۹۹۹ بازده‌ی غیرعادی سهام در سه سال قبل و بعد از تاریخ های اعلان سود سهام نقدی و همچنین تغییرات آن را طی سال های ۱۹۹۹-۱۹۷۱ بررسی کرد.جامعه ی آماری او شامل شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار نیویورک و بورس اوراق بهادار آمریکا بود. مهمترین نتایج تحقیق او بیان کننده ی این مطلب بود که بیشترین واکنش ها و تغییرات قیمت، مربوط به شرکت هایی بوده که اقدام به کاهش یا حذف پرداخت سود سهام کردند. این نتایج با تحقیقات قبلی همسان می باشد. (وان ایتون۱۹۹۹)

جین[2] در سال ۲۰۰۰ چگونگی واکنش بازار را به اولین اعلامیه های پرداخت سود سهام طی سال های ۱۹۹۳-۱۹۷۳ مورد بررسی قرار داد. او نسبت به اولین اعلامیه های پرداخت سود سهام بازده‌ی غیرعادی منفی یافت. نتایج تحقیق او تفاوت زیادی با تحقیقات مشابه در این زمینه داشت. به طور معمول اعلامیه اولین پرداخت سود سهام یک خبر با ارزش و خوشایند برای سهامداران به شمار می آید. او بیان کرد که واکنش منفی مشاهده شده ناشی از شرایط اقتصادی بازار است و ربطی به رویدادهای غیرعادی ندارد. وی همچنین متوجه شد که با افزایش پرداخت سود سهام بازده غیرعادی منفی نیز افزایش پیدا می کند. تحقیق او با این نگرش سازگار است که سهامداران درآمریکا علاقه‌ایی به دریافت وجه نقد به عنوان سود سهام نقدی ندارند.(جین۲۰۰۰)

از جدیدترین تحقیقاتی که در زمینه ی بررسی اثر اعلان سود نقدی سهام انجام شده، مربوط به **داسیلاس**[3] در سال ۲۰۰۷ می باشد. او طی سال های ۲۰۰۴-۲۰۰۰ واکنش بازار را نسبت به اعلان سود نقدی سهام در بورس اوراق بهادار آتن بررسی کرد.در روز اعلان برای ۱۱۸ اعلامیه ی افزایشی سود سهام، بازده‌ی غیرعادی ۵/۴۸٪ بود.

---

1. Van Eaton
2. Jin
3. Dasilas

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

در یک روز قبل از اعلان بازده ی غیرعادی ۵/۷۰۷٪ بود. در روز بعد از اعلان بازده ی غیرعادی منفی بود. برای اعلامیه های کاهشی سود سهام در طی سه روز (روز اعلان و روز قبل و بعد از اعلان) بازده‌ی غیرعادی منفی بود. نتایج تحقیق او با تحقیقات دیگر سازگار بود.(داسیلاس۲۰۰۷)

پژوهش حاضر همانند پژوهش جانی سالمین در سال۲۰۰۸ می باشد.این پژوهشگر بازده غیر عادی ناشی از اعلان سود نقدی هر سهم را در شرایط رونق ورکود بررسی کرده است. اطلاعات از سالهای ۲۰۰۲-۲۰۰۰ که دوره رکود بوده و از سالهای ۲۰۰۷-۲۰۰۵ که دوران رونق بوده جمع آوری شده است.سالهای ۲۰۰۷-۲۰۰۵ سرمایه گذاران بازده قیمتی زیادی را تجربه کردند.نتایج تحقیق در امریکا نشان می دهد که بازده غیر عادی ناشی از اعلان سود نقدی هر سهم در دوران رکود بیشتر از دوران رونق بوده است و همچنین نتایج نشان می دهد که در سالهای ۲۰۰۷-۲۰۰۵ یا دوره رونق با اعلان سود نقدی هر سهم بازده غیر عادی با اهمیتی یافت نشداو نتیجه گرفت که سهامداران در دوران رکود نسبت به دوران رونق به سود سهام نقدی توجه و علاقه ی بیشتری دارند.(سالمینن۲۰۰۸)

۳- فرضیات پژوهش:

باتوجه به مباحث مطرح شده در ادبیات پژوهش ، فرضیه‌ها به شرح زیرارائه میشوند :

۱)در شرایط رونق بازاربا اعلان سود نقدی هر سهم بازده غیر عادی به وجود می آید.

۲) در شرایط رکود بازاربا اعلان سودنقدی هر سهم بازده غیرعادی به وجود می آید.

۳)با اعلان سود نقدی هر سهم بازده غیر عادی مثبت بیشتری در شرایط رکود بازار نسبت به رونق به وجود می آید.

۴- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که طی سال ۱۳۸۲-۱۳۸۵ در بورس حضور داشته اند. برای انتخاب نمونه شرایط زیر اعمال شده است:

۱-پایان سال مالی شرکت، ۲۹ اسفند ماه باشد.

۲-تاریخ اعلان سود نقدی هر سهم آنها از ابتدای اردیبهشت ماه تا پایان تیر ماه باشد.

۳-شرکت، در تاریخ مجمع عمومی عادی سالیانه، سود نقدی اعلام کرده باشد.

۴-داده های مورد نیاز در دسترس باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۵-اگر در خلال هفته های مورد بررسی سهام شرکتی کمتر از سه هفته فاقد معامله باشد اطلاعات هفته ماقبل جایگزین آن هفته گردیده و در صورتی که بیش از سه هفته مستمر فاقد معامله باشد آن شرکت از نمونه های خذف گردیده است.

با اعمال شرایط فوق، تعداد ۸۶ شرکت انتخاب شدند.

۵- نحوه ی انتخاب شرایط رکود و رونق بورس

با بررسی روند روزانه شاخص کل بازار و محاسبه متوسط بازده برای هر سال طبق جدول زیراز سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ انتخاب شده است:

جدول۱. متوسط بازده شاخص کل بورس یک سال نسبت به سال قبل

سال ۱۳۷۸: ۰,۱۷۵۴۳۷۲۳	سال ۱۳۷۹: ۰,۴۲۰۷۴۰۰۱	سال ۱۳۸۰: ۰,۳۲۴۲۳۴۵۳
سال ۱۳۸۱ : ۰,۳۵۱۳۱۸۸	سال ۱۳۸۲ : ۰,۸۸۴۳۱۶۱۱	سال ۱۳۸۳ : ۰,۴۶۲۱۴۹۴۸
سال ۱۳۸۴: -۰,۱۴۳۸۱۶۳	سال ۱۳۸۵ : -۰,۱۱۷۰۵۹۱	سال ۱۳۸۶: ۰,۰۱۱۶۶۵۴۳
سال ۱۳۸۷: ۰,۰۵۱۹۵۶		

مأخذ: یافته های پژوهشگر

باتوجه به جدول فوق بیشترین متوسط بازده شاخص کل بورس مربوط به سالهای ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ و کمترین بازده مربوط به سالهای ۱۳۸۴و۱۳۸۵ می باشد

با توجه به روند شاخص کل ،از ابتدای سال ۱۳۸۲ تا انتهای سال ۱۳۸۳ دوران رونق(بیشترین دوران افزایش قیمت ها)و از ابتدای سال ۱۳۸۴تا انتهای سال ۱۳۸۵ دوران رکود(بیشترین دوران کاهش قیمت ها) در نظر گرفته شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۶- روش پژوهش:

در این پژوهش از مدل مطالعه رویدادی(رخدادی)[1] برای ارزیابی اثر آگهی های اعلان سود نقدی هر سهم بر قیمت سهام استفاده شده است .هدف این روش اندازه گیری اثر رخداد خاص بر قیمت سهام وتعیین عملکرد غیرعادی در زمان بروز یک رخداد می باشد .ازآنجایی که در این پژوهش ،هدف، بررسی واکنش سرمایه گذاران در کوتاه مدت می باشد؛ لذا واکنش بورس اوراق بهادار تهران در ۱۰ روز قبل و ۱۰ روز بعد از اعلان سود نقدی هر سهم مورد بررسی قرار گرفته است.این روش از نوع روش شبه تجربی می باشد.

در این پژوهش اولین گام برای بررسی چگونگی واکنش افراد به اعلامیه های سود نقدی هر سهم، محاسبه بازده واقعی سهام (نمونه ها) است. نحوه محاسبه بازده واقعی شرکت $(R_{j,t})$:

$$R_{jt}=\frac{P_1(1+a)-[P_0*a(1000)]}{P_0*a(1000)} \qquad (۱)$$

در این فرمول:

R_{jt}= بازده واقعی شرکت j در سال t

P_1= قیمت بازار سهام شرکت j در پایان سال t

P_0= قیمت بازار سهام شرکت j در پایان سال قبل از سال t

a -درصد افزایش سرمایه (نظری ، ۱۳۸۴ ،ص ۲۱)

با استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM)، بازده مورد انتظار به شکل زیر محاسبه می شود

$$E(r_{it})=r_f+\beta_i(r_{mt}-r_f) \qquad (۲)$$

که در آن:

r_f: بازده بدون ریسک (از نرخ سپرده های ثابت بانکی در سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵ استفاده شده است)

r_{mt}: نرخ بازده بازار(ا ز میانگین موزون بازده روزانه کل شرکت های فعال بورس استفاده شده است)

[1].Event Study

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

β_i: بتای سهام شرکت i که برابر است با کوواریانس بین بازده ماهانه شرکت i (r_{it}) و بازده ماهانه کل بازار (r_{mt}) بورس تقسیم بر واریانس بازده ماهانه کل بورس (در این پژوهش از داده های ماهانه سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶، ۷۲ مشاهده استفاده شده است)، یعنی:

$$\beta_i = \mathrm{cov}(r_{it}, r_{mt}) / \mathrm{var}(r_{mt}) \quad (۳)$$

بازده غیر عادی از تفاوت بازده واقعی و بازده مورد انتظار به شکل زیر محاسبه می شود:

$$AR_{it} = r_{it} - E(r_{it}) \quad (۴)$$

میانگین بازده غیر عادی در روز واقعه(روزt) برای تمام شرکت ها به صورت زیر محاسبه می شود:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{N} AR_{it} \quad (۵)$$

از آن جایی که سهام در معرض انواع متنوعی از اطلاعات قرار دارند و برخی از این اطلاعات موجب بالا رفتن و برخی دیگر موجب پایین آمدن قیمت آن ها می شوند، بنابراین واکنش به واقعه خاص ممکن است با واکنش به سایر اطلاعات خنثی شود. برای برطرف کردن این مشکل میانگین بازده غیرعادی انباشته را از تاریخ T_0 تا تاریخ T_1 به صورت زیر محاسبه می شود:

$$CAR_{T_0}^{T_1} = \sum_{t=T_0}^{t=T_1} AR_t \quad (۶)$$

و با استفاده از آماره زیر که از توزیع t- استیودنت پیروی می کند، به آزمون فرضیات پژوهش اقدام می نماییم:

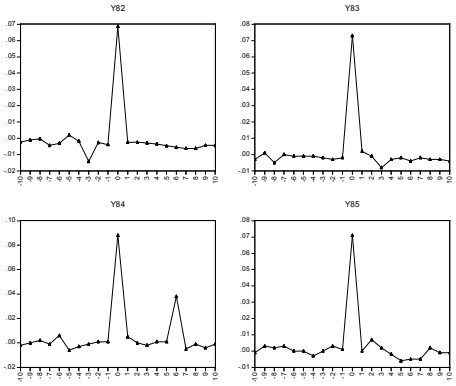
$$T = \frac{CAR_{T_0}^{T_1}}{\sqrt{\sum_{t=T_0}^{t=T_1} \mathrm{var}(AR_t)}} \quad (۷)$$

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۷- نتایج پژوهش:

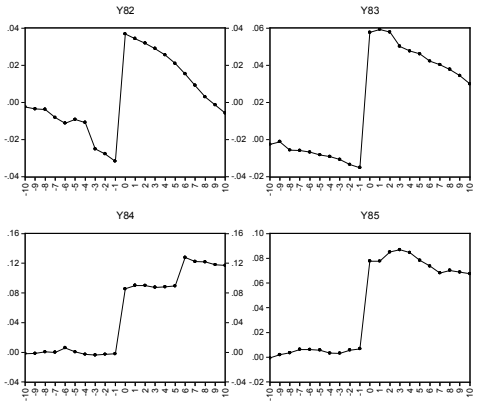
نمودار میانگین بازده غیر عادی در بازه۱۰- تا ۱۰+روز برای هر یک از سال های مورد بررسی درادامه ارائه شده است:

نمودار ۱. میانگین بازده غیرعادی



نمودار میانگین بازده غیر عادی انباشته در بازه ۱۰- تا ۱۰+ روز برای هر یک از سال های مورد بررسی در ادامه ارائه شده است:

نمودار ۲. میانگین بازده غیر عادی انباشته



در جدول زیر میانگین بازده غیر عادی انباشته در ده روز قبل (یعنی از روز ۱۰- تا ۱-) و ده روز بعد (یعنی از روز ۱+ تا ۱۰+) از اعلان سود نقدی و نیز کل بازه زمانی (یعنی از روز ۱۰-

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تا ۱۰+ به جز روز رخداد یا روز صفر) در هر یک از سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵ به همراه آماره t و سطح معناداری مربوط ارائه شده است:

جدول۲. میانگین بازده غیر عادی انباشته از سال۱۳۸۲ تا سال ۱۳۸

سال		قبل از اعلان سود نقدی	بعد از اعلان سود نقدی	کل بازه زمانی
۱۳۸۲	میانگین بازده غیرعادی انباشته	-۳/۱۷٪	-٤/۲٦٪	-۷/٤۳٪
	آماره t	[-۷/۳٥]	[-۳۰/۰۰]	[-۲۳/٤۲]
	معناداری	(۰/۰۰)**	(۰/۰۰)**	(۰/۰۰)**
۱۳۸۳	میانگین بازده غیرعادی انباشته	-۱/٥۲٪	-۲/۷۸٪	-٤/۳۰٪
	آماره t	[-۹/۳۸]	[-۱۱/٦۳]	[-۲۰/٥٦]
	معناداری	(۰/۰۰)**	(۰/۰۰)**	(۰/۰۰)**
۱۳۸٤	میانگین بازده غیرعادی انباشته	-۰/۲۰٪	۳/۱٥٪	۲/۹٤٪
	آماره t	[-۰/٦٤]	[۲/٤۸]	[۳/۲۱]
	معناداری	(۰/٥٤)*	(۰/۰٤)*	(۰/۰٤)*
۱۳۸٥	میانگین بازده غیرعادی انباشته	۰/٦۸٪	-۱/۰۳٪	-۰/۳٥٪
	آماره t	[۳/۹۲]	[-۲/٥۰]	[-۱/۰۹]
	معناداری	(۰/۰۰)**	(۰/۰۳)*	(۰/۲۹)*

*** و ** به ترتیب معناداری در سطح ٪۵ و ٪۱**

مأخذ: یافته های پژوهشگر

نحوه آزمون فرضیه اول:

فرضیه اول: در شرایط رونق بازار با اعلان سود نقدی هر سهم بازده غیر عادی به وجود می آید.

در سال ۱۳۸۲، میانگین بازده غیر عادی انباشته قبل و بعد از اعلان سود نقدی هر سهم به ترتیب برابر ٪۳/۱۷- و ٪۴/۲۶- و در کل بازه زمانی(۱۰روز قبل و بعد از اعلان سود نقدی هر سهم به غیر از روز اعلان) برابر ٪۷/۴۳- است که هر سه مقدار، در سطح معنا داری ٪۱می باشند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

در سال ۱۳۸۳ نیز بازده غیر عادی در حوالی روز اعلان سود نقدی بدست آمد در واقع میانگین بازده غیر عادی انباشته در سطح معناداری٪۱ در قبل از اعلان سود نقدی هر سهم، برابر ٪۱/۵۲- و در بعد از اعلان سود نقدی هر سهم، برابر٪۲/۷۸- ودر کل بازه زمانی برابر٪۴/۳۰- است.

بنابراین نتایج نشان می دهند که در سالهای ۱۳۸۲و۱۳۸۳ یعنی دوران رونق بازار در حوالی روز اعلان سود نقدی هر سهم، بازده غیرعادی به وجود می آید در نتیجه فرضیه اول را مبنی بر وجود بازده غیر عادی در اثر اعلان سود نقدی هر سهم در شرایط رونق بازار را نمی توان رد کرد.

نحوه آزمون فرضیه دوم:

فرضیه دوم: در شرایط رکود بازار با اعلان سود نقدی هر سهم بازده غیر عادی به وجود می آید.

در سال ۱۳۸۴، میانگین بازده غیر عادی انباشته در قبل از اعلان سود نقدی هر سهم ٪۰/۲۰- است که در سطح ٪۵ معنادار نیست ودربعد از اعلان سود نقدی هر سهم ٪۳/۱۵ می باشد که در سطح معناداری ٪۵ است و در کل بازه زمانی، میانگین بازده غیر عادی انباشته برابر ٪۲/۹۴ بوده که در سطح معناداری ٪۵ می باشد.

در سال ۱۳۸۵، میانگین بازده غیر عادی انباشته قبل و بعد از اعلان سود نقدی هر سهم به ترتیب برابر ٪۰/۶۸ و ٪۱/۰۳- و در کل بازه زمانی برابر ٪۰/۳۵- است که هر سه مقدار، در سطح ٪۱ معناداری می باشند.

بنابراین نتایج نشان می دهند که در دوران رکود بازار یعنی سال های ۱۳۸۴و۱۳۸۵ در حوالی روز اعلان سود نقدی هر سهم، بازده غیرعادی به وجود می آید در نتیجه فرضیه دوم را مبنی بر وجود بازده غیر عادی در اثر اعلان سود نقدی هر سهم در شرایط رکود بازار را نمی توان رد کرد.

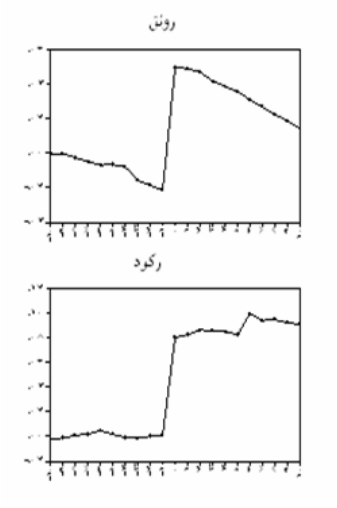
نحوه آزمون فرضیه سوم:

فرضیه سوم: با اعلان سود نقدی هر سهم بازده غیر عادی مثبت بیشتری در شرایط رکود بازار نسبت به رونق به وجود می آید.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

در ادامه به مقایسه میانگین بازده غیر عادی انباشته قبل و بعد وکل بازه زمانی مورد بررسی در سال های رونق و رکود بازار می پردازیم. در نمودار زیر، میانگین بازده غیر عادی قبل و بعدوکل بازه زمانی مورد بررسی در دوران رونق و رکود بازار ترسیم گردیده است.

نمودار ۳: میانگین بازده غیر عادی انباشته در دوران رکود و رونق



در جدول۳ میانگین بازده غیر عادی انباشته در ده روز قبل (یعنی از روز ۱۰- تا ۱-) و ده روز بعد (یعنی از روز ۱+ تا ۱۰+) از اعلان سود نقدی و نیز کل بازه زمانی (یعنی از روز ۱۰- تا ۱۰+ به جز روز رخداد یا روز صفر) در دوران رونق و رکود بازار به همراه آماره t و سطح معناداری مربوط ارائه شده است. همچنین در انتهای جدول به مقایسه مقدار میانگین بازده غیر عادی انباشته در حوالی روز اعلان سود نقدی در دوران رونق و رکود پرداخته شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۳.میانگین بازده غیر عادی انباشته از سال۱۳۸۲ تا سال ۱۳۸۵

دوران		قبل از اعلان سود نقدی	بعد از اعلان سود نقدی	کل بازه زمانی
رونق	میانگین بازده غیرعادی انباشته	-۲/۳٤٪	-۳/۵۲٪	-۵/۸٦٪
	آماره t	[-۱۰/٤۰]	[-۲٤/۳۹]	[-۳۰/۲۷]
	معناداری	(۰/۰۰)**	(۰/۰۰)**	(۰/۰۰)**
رکود	میانگین بازده غیرعادی انباشته	۰/۲٤٪	۱/۰٦٪	۱/۳۰٪
	آماره t	[۱/۱٦]	[۱/۷۳]	[۲/۹۱]
	معناداری	(۰/۲۸)	(۰/۱۲)	(۰/۰۰)**
مقایسه	اختلاف میانگین بازده غیر عادی انباشته	۲/۵۸٪	٤/۵۸٪	۷/۱٦٪
	آماره t	[۲/۹۷]	[۲/۵۱]	[۳/۵۸]
	معناداری	(۰/۰۲)*	(۰/۰۳)*	(۰/۰۰)**

*** و ** به ترتیب معناداری در سطح ٪۵ و ٪۱**

مأخذ: یافته های پژوهشگر

میانگین بازده غیر عادی انباشته قبل و پس از اعلان سود نقدی هر سهم و نیز در کل بازه زمانی حوالی اعلان در دوران رونق بورس اوراق بهادار به ترتیب ٪۲/۳۴-، ٪۳/۵۲- و ٪۵/۸۶- است و هر در سطح ٪۱ معنادارند. بنابراین در دوران رونق، در حوالی روز اعلان سود نقدی هر سهم، بازده غیر عادی وجود دارد.

در دوران رکود هم در حوالی روز اعلان سود نقدی هر سهم،بازده غیر عادی به وجود آمد.میانگین بازده غیر عادی انباشته در قبل از روز اعلان برابر ٪۰/۲۴و در بعد از روز اعلان برابر ٪۱/۰۶ می باشد که در سطح ٪۵ معنا دار نیستند اما میانگین بازده غیر عادی انباشته در کل بازه زمانی برابر ٪۱/۳۰ است که در سطح ٪۱ معنادار است.

میانگین بازده غیر عادی انباشته قبل و بعد از اعلان سود نقدی و نیز کل بازه زمانی حوالی اعلان سود نقدی در دوران رکود بورس اوراق بهادار بیشتر از دوران رونق بورس است. اختلاف میانگین بازده غیر عادی انباشته قبل و پس از اعلان سود نقدی و نیز در

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

کل بازه زمانی حوالی اعلان سود دوران رونق و رکود بورس اوراق بهادار به ترتیب ٪۲/۵۸-، ٪۴/۵۸- و ٪۷/۱۶- است و هر سه به ترتیب در سطح ٪۵، ٪۵ و ٪۱ معنا دارند و این موضوع نشان می دهد که سرمایه گذاران به صورت معناداری، حساسیت و تمایل بیشتری به سود نقدی در دوران رکود نسبت به دوران رونق دارند . در نتیجه فرضیه سوم مبنی بر بیشتر بودن بازده غیرعادی حوالی روز اعلان سود نقدی در دوران رکود نسبت به رونق را نمی توان رد کرد.

۸- نتیجه گیری:

در سال های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ که دوران رونق می باشد با اعلان سود نقدی هر سهم بازده غیر عادی معنا داری بوجود آمد البته بازده غیر عادی بدست آمده منفی است که نشان از عدم علاقه ی سهامداران به اعلان سود نقدی هر سهم در دوران رونق دارد.این نتیجه تایید کننده این نظریه است که انتظار می رود در دورانی که قیمت سهام رو به افزایش است یعنی دورانی که سهامداران در حال دریافت بازده قیمتی هستند(دوران رونق) آنها به اعلامیه های سود نقدی سهام علاقه و توجه زیادی از خود نشان نمی دهند.نتایج بدست آمده با پژوهش های دایمن و اوفن هیمر در سال ۱۹۸۴و وان ایتون در سال ۱۹۹۹ وداسیلاس در سال ۲۰۰۷و سالمینن در سال ۲۰۰۸ مطابقت دارد و با جین در سال ۲۰۰۰ مطابقت ندارد.

سالهای ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ دروان رکود می باشند در سال ۱۳۸۴ با اعلان سود نقدی هر سهم بازده غیر عادی مثبت به وجود آمد که در سطح ٪۵ معنا دارد این نتیجه نشان دهنده ی وجود تفاوت با اهمیتی در بازده غیر عادی در قبل و بعد از اعلان سود نقدی هر سهم دارد. در سال ۱۳۸۵ بازده غیر عادی بوجود آمده منفی است ولی میانگین بازده غیر عادی انباشته در دوران رکود(سال های ۱۳۸۴ و۱۳۸۵) برای کل بازه زمانی (ده روز قبل و بعد از اعلان سود نقدی هر سهم)در سطح ٪۱ معنا داری مثبت است.این نتیجه نشان می دهد که سهامداران در دوران رکود یعنی دورانی که قیمت سهام در حال کاهش یافتن است و دیگر بازده قیمتی کسب نمی کنند با اعلان سود نقدی هر سهم از خود یک واکنش مثبت نشان می دهند و این اعلامیه و خبر را خوشایند می دانند.سهامداران علاقه و حساسیت خود را نسبت به این اعلامیه ها،با بالا بردن

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

انتظارات از قیمت های سهام نشان می دهند. نتایج بدست آمده با پژوهش های دایمن و اوفن هیمر در سال ۱۹۸۴و وان ایتون در سال ۱۹۹۹ وداسیلاس در سال ۲۰۰۷و سالمینن در سال ۲۰۰۸ مطابقت دارد و با جین در سال ۲۰۰۰ مطابقت ندارد.

نتایج فرضیه سوم که در واقع مهمترین فرضیه ی این پژوهش است نشان می دهد که سهامداران با اعلان سود نقدی هر سهم واکنش بیشتری در دوران رکود نسبت به دوران رونق از خود نشان می دهند.

نتیجه این فرضیه با این تئوری سازگار است که سهامداران در دوره کاهش قیمت ها(دوران رکود) توجه و علاقه ی بیشتری به سود سهام نقدی دارند نسبت به دوره ای که قیمت ها افزایشی هستند(دوران رونق) و سهامداران در حال دریافت بازده قیمتی می باشند در واقع زمانیکه قیمت سهام کاهشی است سود نقدی یکی از راههای ارتباط برقرار کردن با سهامداران و خشنود کردن آنها می باشد و در دوران رکود وجود سود نقدی باعث بالارفتن انتظارات سهامداران نسبت به قیمت سهامشان می شود این نتایج با نتایج سالمینن در سال ۲۰۰۸ مطابقت دارد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

منابع:

تاری وردی،ی.،۱۳۸۴،***حسابداری مالی*** ،جلد اول ،انتشارات عابد، ص ۱۷۰.

نظری،ر.،۱۳۸۴،***حسابدرای سرمایه گذاری بلندمدت*** ،سازمان حسابرسی ،نشریه ۱۱۷ ، ص ۴۱.

Asquith, P. & Mullins, D. W. (1983): The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. ***The Journal of Business*** 56,1,77 - 96.

Bajaj,m.and A.Vijh,1990,Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes,***Journal of Financial Economics*** *26,193-219*

Bajaj, M. V. & Vijh, M. A. (1995): Trading Behavior and the Unbiasednessof the Market Reaction to Dividend Announcements. *The Journal ofFinance* 50,1, 255 - 279.

Dasilas, A. (2007): Stock Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from the Greek Stock Market. *Social Science Research Network,* ***Working paper series****.* April 14 2007.

Dielman,T.& Oppenheimer,H.(1984): An Examination of Investor Behavior during Periods of Large Dividend Changes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19, 2, 197 - 216.

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. & Roll, R. (1969): The adjustment of Stock Prices to New Information. ***International Economic Review*** 10, 1-21.

Gordon, M. (1959): Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of* ***Economics and Statistic*** 41*,* 2, 99 - 105.

Jin, Z. (2000). On differential market reaction to dividend initiations. The Quarterly Review of Economics and Finance,40, 263-277.

Lintner, J. (1956): Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. ***American Economic Review*** 46,2, 97 - 113.

Michaely, R. & Thaler, R. H. & Womac, K. L. (1995): Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? ***The Journal of Finance*** 50, 2, 573 - 608.

Pettit, R.R. (1972), "Dividend announcements, security performance and capital market efficiency", Journal of Finance, Vol. 27,993-1007

Salminen,j.(2008) Abnormal Return Of Dividend Announcement During a Boom and a Recession. ***LAPPEENRANTA University Of Technology School Of Business Finance***.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Van Eaton, R. D. (1999): Stock Price Adjustment to the Information in Dividend Changes. ***Review of Quantitative Finance and Accounting*** 12,2, 113 – 133

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]