

بررسی عوامل مؤثر بر کسب بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران

دکتر شهاب‌الدین شمس^۱

دکتر حسن قالیباف اصل^۲

یوسف مقدمی^۳

تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/۱۲/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۲/۱

چکیده

در مجمع عمومی عادی سالیانه درباره پرداخت سود نقدی به سهامداران تصمیم‌گیری می‌شود و این سود تنها به کسانی تعلق می‌گیرد که در تاریخ برگزاری مجمع رسماً و قانوناً مالک سهام محسوب شوند. لذا قاعده‌تاً پس از برگزاری مجمع، از آنجائیکه سهام بخشی از منافع خود را از دست داده است، معمولاً با قیمت کمتری در بورس معامله می‌شود مسئله مهمی که بین سهامداران وجود دارد شرکت و یا عدم شرکت در مجمع می‌باشد بنابراین ما در این مقاله سعی می‌کنیم به این سوال پاسخ دهیم که سهام چه شرایط و ویژگی‌هایی داشته باشد تا با حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه آن سهام بتوان بازده اضافی کسب کرد؟ این پژوهش به بررسی عوامل مؤثر بر کسب بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های مالی ۱۳۸۷-۱۳۸۳ می‌پردازد. تحقیق حاضر شامل هفت فرضیه می‌باشد که در آن به بررسی رابطه بین نسبت قیمت به عایدی هر سهم، درصد تقسیم سود، بتای سهام، نسبت عایدی هر سهم پیش‌بینی شده سال مالی بعد به عایدی هر سهم محقق شده سال جاری، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، اندازه شرکت و همچنین زمان برگزاری مجمع عمومی عادی سالیانه در نیمه اول یا دوم سال با بازده اضافی می‌پردازد که ابتدا با روش همبستگی رابطه بین متغیرها با بازده اضافی سنجیده شدند. نتایج بررسی فرضیات نشان داد که بین متغیرهای برگزاری مجمع در نیمه اول یا دوم سال، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و نسبت عایدی هر سهم سال مالی آتی به سال مالی فعلی با بازده سهام همبستگی وجود ندارد. لذا این متغیرها از مدل حذف شده و مدل تحقیق را با چهار متغیر دیگر شامل نسبت قیمت به عایدی هر سهم، بتای سهام، اندازه شرکت و سابقه درصد تقسیم سود می‌باشد طراحی شد. واژگان کلیدی: بازده اضافی، بتا، نسبت P/E ، نسبت BV/MV .

۱- دانشیار و عضو هیئت علمی دانشگاه مازندران

۲- استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه الزهرا

۳- کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشکده علوم اقتصادی، YM_۸۵_AM@YAHOO.COM

۱- مقدمه

بورس اوراق بهادار یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه است. مهمترین وظیفه این بازار جذب سرمایه‌های پراکنده و تخصیص بهینه این منابع به واحدهایی است که هم در جهت توسعه و هم منافع مورد انتظار سرمایه‌گذاران را تأمین می‌کند. سرمایه‌گذاران با انگیزه‌های مختلف نقش اساسی در تأمین منابع مالی بازی می‌کنند. واحدهای اقتصادی هم از جذب سرمایه‌های پراکنده اهداف متفاوتی را دنبال می‌کنند. هدف برای هر گروه دستیابی به منافع بیشتر و حداکثر کردن ثروت است. (افشاری، ۱۳۸۲)

سود نهایی یک سهامدار از دو بخش تشکیل می‌شود: بخش اول توزیع سود سهم^۱ و بخش دوم سود ناشی از افزایش قیمت سهام است. (راعی و سعیدی، ۱۳۸۵)

در مجمع عمومی عادی سالیانه درباره پرداخت سود نقدی به سهامداران تصمیم‌گیری می‌شود و این سود تنها به کسانی تعلق می‌گیرد که در تاریخ برگزاری مجمع رسماً و قانوناً مالک سهام محسوب شوند. لذا قاعده‌تاً پس از برگزاری مجمع، از آنجائیکه سهام بخشی از منافع خود را از دست داده است، معمولاً با قیمت کمتری در بورس معامله می‌شود. (خدابخش، ۱۳۸۰) مسئله مهمی که بین سهامداران وجود دارد شرکت و یا عدم شرکت در مجمع می‌باشد زیرا عده‌ای از کارشناسان معتقدند که در مجمع سالیانه اطلاعات جدید و مهمی منتشر می‌شود که باعث می‌شود تا بازار به این اطلاعات عکس العمل نشان داده و قیمت سهام بعد از گشایش کمتر و یا بیشتر از سود پرداختی در مجمع کاهش یابد از طرفی دیگر از نظر تئوریک پس از مجمع سالیانه که در آن سود تقسیم می‌شود و با در نظر گرفتن سایر شرایط قیمت سهام حداقل به اندازه سود دریافتی کاهش می‌یابد (قیمت تئوریک با قیمت واقعی بازار یکسان است). بنابراین در این پژوهش سعی می‌شود تا با آزمون فرضیاتی که مطرح شده است بتوان با توجه به مدلی که طراحی می‌شود و با محاسبه بازده^۱ سهام به این سوال پاسخ داد که چه موقع و با چه نوع سهام‌هایی در مجمع عمومی سالیانه شرکت نمود؟ با توجه به تغییرات قیمت سهام بعد از مجمع، آیا سهام را قبل از مجمع خرید و پس از مجمع فروخت؟ و یا سهام را قبل از مجمع فروخت و پس از برگزاری مجمع مجدداً خریداری نمود؟ بطور خلاصه سهام چه شرایط و ویژگی‌هایی داشته باشد تا با حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه آن سهام بتوان بازده اضافی کسب کرد؟

۲- مروری بر تحقیقات انجام شده

علی رحیمی در پایان‌نامه کارشناسی ارشد با عنوان " رابطه بین بازده سهام عادی و ضریب قیمت به سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" اقدام به بررسی این فرضیه نموده است که سهام با ضریب P/E پایین در طی دوره ۱۳۷۴-۱۳۶۹ بازدهی بیشتر از سهام با ضریب P/E بالا به دست داده‌اند. (رحیمی ۱۳۷۴).

کمال عبادزاده این موضوع که سهام با ضریب P/E پایین بازده بیشتری نسبت به سهام با ضریب P/E بالا دارند را مورد آزمایش قرار دادند. او ۴۸ شرکت را در طول دوره ۷۷-۷۲ مورد بررسی قرار داد. ایشان ابتدا سه پرتفوی بر مبنای سطح ضریب قیمت به سود تشکیل و طبقه بندی نمود، نتیجه حاصله تأییدکننده یافته کلاسیک رابطه معکوس سطح ضریب P/E و بازدهی سهام عادی می‌باشد.

او به این نتیجه رسید که سهام با ضریب P/E پایین بازده بیشتری نسبت به سهام با ضریب P/E بالا داشته و ریسک سیستماتیک بیشتری هم داشته است (عبادزاده، ۱۳۷۸).

بهزاد احمدی در پایان‌نامه خود با موضوع "بررسی ارتباط بین سود و سود تقسیمی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسید که هیچ رابطه معنی‌داری بین تغییرات سود تقسیمی با بازده سهام و تغییرات عایدی هر سهم با بازده سهام و همچنین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات عایدی هر سهم با بازده سهام وجود ندارد (احمدی، ۱۳۸۲).

نمازی و درخشنده در پژوهشی تحت عنوان به کارگیری روش برش مقطعی در رابطه با بررسی تاثیراندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام بر روی بازده سهام و سودآوری شرکت انجام دادند. در این پژوهش محققین سعی نموده‌اند با توجه به تحقیقات مشابه خارجی رابطه بین اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با بازده سهام و سودآوری را به عنوان معیارهایی معرفی کنند که می‌باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها مورد استفاده قرارگیرند. نتایج پژوهش برای سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۰ حاکی از وجود رابطه‌ی معنادار مستقیم بین اندازه شرکت با بازده و سودآوری و رابطه معنادار معکوس بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با بازده و سودآوری پس از سال‌های ۱۳۷۷ است.

محمد اسماعیل فدایی نژاد طی مقاله‌ای با عنوان "بررسی اثر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه شرکت با میزان سودآوری شرکت‌ها" به این نتیجه رسید که بین ارزش بازار به ارزش دفتری و بازده ارزش ویژه یک رابطه خطی وجود دارد که با استفاده از این رابطه می‌توان رفتار سود را مورد بررسی قرار داد. از طرفی بازده حقوق صاحبان سهام هیچ گونه رابطه معنی‌داری با اندازه شرکت ندارد بنابراین با توجه به اندازه شرکت نمی‌توان سودآوری آن را در آینده پیش‌بینی کرد (فدایی نژاد، ۱۳۸۳).

مریم طارمی در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود با عنوان "آزمون مدل سه عاملی فاما و فرنچ در بورس اوراق بهادار تهران جهت پیش‌بینی بازده سهام" شرکت‌های جامعه آماری را با توجه به معیارهای ارائه شده فاما و فرنچ از نظر اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار به شش پرتفو طبقه بندی کرده که نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان دهنده رابطه مثبت بین صرف ریسک و میانگین بازده سهام می‌باشد. همچنین میانگین بازده سهام با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار رابطه معکوس دارد و در شرکت‌های کوچک این ارتباط قوی تر از شرکت‌های بزرگ است. چنانچه اندازه با عامل صرف ریسک بازار و یا به همراه دو عامل دیگر (صرف ریسک بازار و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار) در نظر گرفته شود، ارتباط آن با میانگین بازده سهام مثبت می‌گردد و در شرکت‌های بزرگ این ارتباط قوی تر از شرکت‌های کوچک است. در مواردی که عامل اندازه به تنهایی یا به همراه نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار باشد با میانگین بازده سهام رابطه معکوس دارد (طارمی، ۱۳۸۵).

حسن قالیباف اصل و معصومه نادری طی مقاله‌ای با عنوان "بررسی واکنش بیش‌اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق" به این نتیجه رسیدند که اخبار خوب در بازار پرنوسان و کم رونق و همچنین اخبار بد در بازار پرنوسان و پررونق به واکنش بیشتری از طرف سرمایه‌گذاران می‌انجامد (قالیباف اصل و نادری، ۱۳۸۵).

محمد جنتی فرد در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود به موضوع "بررسی تغییرات قیمت سهام در روز پس از تقسیم سود" با توجه به عوامل "تفاوت مالیات"، "مبادلات کوتاه مدت" و "جهش قیمت" پرداخته است که متغیرهای حجم معاملات و اهرم سود برای عامل "مبادلات کوتاه مدت" و متغیر فاصله قیمت برای عامل "جهش قیمت" انتخاب و برای ۱۸۸ مورد تقسیم سود اندازه‌گیری شده در نهایت به این نتیجه رسیده که از بین متغیرها فقط فاصله قیمت رابطه

معنا داری با متغیرنسبت قیمت دارد و جهت این ارتباط تنها در بازه نسبت قیمت کوچکتر از یک مطابق پیش‌بینی مدل مفهومی می‌باشد (جتی فرد، ۱۳۸۷).

باسو نشان داد که اثراندازه‌ای متمایز از اثر نسبت قیمت به عایدی سهم می‌باشد. شرکت‌های کوچک بازدهی‌های بالاتری دارند (Banz, ۱۹۸۱).

مارک رینگانوم با استفاده از نمونه‌هایی از بازار بورس آمریکا و بازار بورس نیویورک نیز بازده متناسب با ریسک غیرعادی زیادی برای شرکت‌های کوچک مشاهده نمود. هر دوی این محققین این نتایج را به تعیین نادرست مدل قیمت‌گذاری و دارایی سرمایه‌ای به جای عدم کارایی بازار نسبت داده‌اند. (Donald B. Keim, ۱۹۸۶) دریافت که در حدود ۵۰ درصد تفاوت بازده گزارش شده بوسیله رینگانوم در ژانویه رخ می‌دهد.

نتایج تحقیقات بلاک و شولز^۲ در سال ۱۹۷۴ نشان داد که رابطه‌ای بین بازده سرمایه‌گذاری در سهام و میزان سود تقسیمی وجود ندارد.

هونگ^۳، چاو^۴ و وانگ^۵ در سال (۲۰۰۴) مدل سه عاملی فاما و فرنچ را در شرکت‌های غیرمالی عضو نزدیک، بازار بورس آمریکا، بازار بورس نیویورک در طی سال‌های ۱۹۶۳ تا ۲۰۰۱ مورد بررسی قرار دادند که همانند یافته‌های فاما و فرنچ در سال ۱۹۹۳ نتایج حاکی از آن بود که بین‌اندازه و بازده سهام رابطه منفی و بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار رابطه مثبت وجود دارد. همچنین بتا با بازده سهام رابطه خطی ساده دارد (Chariton, ۲۰۰۵).

در یک مطالعه صورت گرفته، رولف بنز دریافت که سهام شرکت‌های کوچک بازار بورس نیویورک بازده تعدیل شده با ریسک بیشتری از شرکت‌های بزرگ آن (به طور متوسط) بدست می‌آورند. (یوجین اف، ۱۳۷۸).

۳- روش تحلیل و آزمون فرضیات

در این تحقیق برای آزمون فرضیات از روشهای آماری زیر استفاده می‌شود:

۳-۱- آزمون همبستگی پیرسون

برای آزمون فرضیات از ضریب همبستگی پیرسون استفاده می‌کنیم. محاسبه ضریب همبستگی پیرسون برای داده‌های زوجی (x_i, y_i) و برای $i=1, 2, \dots, n$ بدین صورت است:

فرمول (۱)

$$r_p = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}$$

از این همبستگی برای آزمون فرضیات استفاده می‌کنیم. بدین ترتیب که فرض صفر آماری را بصورت:

$$\begin{cases} H_0 : \rho = 0 \\ H_1 : \rho \neq 0 \end{cases}$$

و از آماره $t = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$ که دارای توزیع t با $(n-2)$ درجه آزادی است استفاده می‌کنیم. اگر مقدار آماره بدست آمده، از t جدول یا $(n-2)$ درجه آزادی کوچکتر باشد فرض صفر آماری تایید می‌شود و این به نوبه خود به این معنی است که بین دو متغیرموردنظر رابطه‌ای وجود ندارد در نتیجه فرضیه موردنظر رد می‌شود. بالعکس اگر مقدار آماره بدست آمده، از t جدول یا $(n-2)$ درجه آزادی بزرگتر باشد فرض صفر آماری رد می‌شود و این به نوبه خود به این معنی است که بین دو متغیرموردنظر رابطه‌ای وجود دارد در نتیجه فرضیه تایید می‌شود (آذر، ۱۳۸۳).

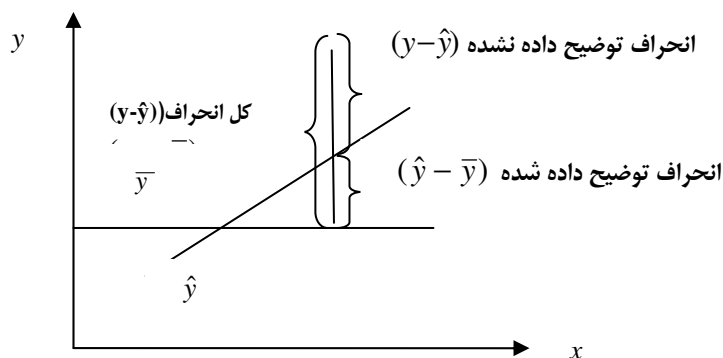
۳-۲-آماره دوربین - واتسون

یکی از فرض‌های مهم کلاسیک رگرسیون این است که خود همبستگی خطی یا خود همبستگی سریالی بین اجزاء اخلاص (پسماندها) که در تابع رگرسیون جامع وارد می‌شود، وجود ندارد. اصطلاح خود همبستگی را می‌توان چنین تعریف کرد؛ همبستگی بین مشاهداتی است که در داده‌های سری‌های زمانی یا داده‌های مقطعی ردیف شده‌اند. برای آزمون این مسأله از آماره (دوربین - واتسون) استفاده می‌کنیم. مقدار این آماره بین صفر تا چهار تغییر می‌کند. اگر همبستگی بین باقیمانده‌های متوالی وجود نداشته باشد مقدار آماره دوربین - واتسون باید نزدیک به ۲ شود. اگر مقدار آماره نزدیک به صفر شود، نشان‌دهنده وجود همبستگی مثبت بین باقیمانده‌های متوالی است در حالیکه اگر مقدار این آماره نزدیک به ۴ باشد، نشان دهنده وجود همبستگی منفی قوی بین مشاهدات متوالی است.

۳-۳- ضریب تعیین (r^2)

ضریب تعیین یکی از مهمترین معیارهایی است که با آن می‌توان رابطه بین دو متغیر X و Y را توضیح داد. در نمودار ۳-۱ انحراف یکی از مشاهدات از میانگین مشاهدات و خط رگرسیون نشان داده شده است.

نمودار ۱- انحراف یکی از مشاهدات از میانگین مشاهدات و خط رگرسیون



اگر $Y_1, Y_2, Y_3, \dots, Y_n$ مشاهدات و \bar{Y} میانگین مشاهدات باشد، آنگاه میزان انحراف مشاهدات حول میانگین خود، برابر $\sum (Y - \bar{Y})^2$ خواهد بود. مجموع انحرافات بین مشاهدات (Y) و برآورد آن را به وسیله خط رگرسیون (\hat{Y}) را با $\sum (Y - \hat{Y})^2$ نشان می‌دهیم.

حال نسبت $\frac{\sum (Y - \hat{Y})^2}{\sum (Y - \bar{Y})^2}$ را در نظر می‌گیریم، با فرض ثابت بودن $\sum (Y - \bar{Y})^2$ هر چقدر $\sum (Y - \hat{Y})^2$ کمتر شود، این امر نشان می‌دهد که خط رگرسیون توانسته است تغییرات X را توضیح دهد. حداکثر مقدار $\sum (Y - \hat{Y})^2$ برابر با $\sum (Y - \bar{Y})^2$ و حداقل آن برابر صفر است. بنابراین استفاده از $1 - \frac{\sum (Y - \hat{Y})^2}{\sum (Y - \bar{Y})^2}$ که آن را ضریب تعیین می‌نامیم، کار تحلیل را ساده‌تر می‌کند. این مقدار همیشه بین صفر و یک است. اگر چنانچه $\sum (Y - \hat{Y})^2$ صفر

باشد، نشان دهنده آن است که خط رگرسیون دقیقاً توانسته است تغییرات Y را به تغییرات X نسبت دهد. در اینصورت $r^2 = 1$ است. همچنین اگر چنانچه $\sum (Y - \hat{Y})^2$ برابر با $\sum (Y - \bar{Y})^2$ باشد، در آنصورت خط رگرسیون هرگز نتوانسته است تغییرات Y را به تغییرات X نسبت دهد. در این حالت $r^2 = 0$ است (عادل آذر، ۱۳۸۶).

برای محاسبه ضریب تعیین از رابطه زیر نیز می‌توان استفاده کرد:

فرمول (۲)

$$r^2 = \frac{a \sum Y + b \sum XY - n \bar{Y}^2}{\sum Y^2 - n \bar{Y}^2}$$

۳-۴- رگرسیون

اگر چنانچه پس از رسم نمودار پراکنش میان دو متغیر، بهترین خط را به روش حداقل توان‌های دوم^۶ برازش کنیم به نحوی که مجموع توان‌های دوم انحرافات عمودی از خط برازنده حداقل شود؛ آنگاه به چنین خطی، خط رگرسیون می‌گویند. به زبان ریاضی، معادله خط رگرسیون را می‌توان به شکل زیر تعریف نمود:

فرمول (۳)

$$\hat{Y} = a + bX$$

a عرض از مبدا و b شیب خط رگرسیون یا همان میزان تغییرات Y بر حسب متغیر X است. مقادیر a و b طوری تعیین می‌شوند که مجموع انحرافات بین کل مشاهدات (Y) و برآورد آن بوسیله خط رگرسیون (\hat{Y}) یعنی $\sum (Y - \hat{Y})^2$ کمینه شود. برای برآورد مقادیر a و b از روابط زیر استفاده می‌شود:

فرمول (۴)

$$b = \frac{S_{xy}}{S_x^2} = \frac{COV(XY)}{S_x^2}$$

$$S_{xy} = \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y}) = \sum_{i=1}^n x_i y_i - n \bar{x} \bar{y}$$

$$S_x^2 = \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 = \sum x_i^2 - n \bar{x}^2$$

$$a = \bar{Y} - b\bar{X}$$

در این تحقیق برای آزمون فرضیات از رگرسیون چندگانه^۷ استفاده خواهد شد. این مدل کلی عبارت است از:
فرمول (۵)

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_{K-1} X_{i,K-1} + \varepsilon_i$$

که Y_i پاسخ به i مین مورد است و $X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{i,K-1}$ مقادیر متغیرهای مستقل در i مین مورد هستند که در این تحقیق زمان برگزاری مجمع در نیمه اول یا دوم سال، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، نسبت قیمت به عایدی سهم، بتای سهام، نسبت عایدی هر سهم سال مالی آتی به سال مالی فعلی، اندازه شرکت و سابقه درصد تقسیم سود می باشد و $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_{K-1}$ پارامترهای مدل هستند و ε_i نیز خطای مدل می باشد (آذر، ۱۳۸۳).

۴- جامعه آماری

جامعه آماری تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که در دوره زمانی مورد نظر فعال بوده اند، دوره مورد مطالعه سال های مالی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ می باشد.

۵- نمونه آماری

از میان شرکت های فوق محقق با توجه به محدودیت های زیر ناچار به حذف تعدادی از شرکت های جامعه گردید:
الف) شرکت هایی که نمادشان از زمان بسته شدن برای برگزاری مجمع تا باز شدن نماد، توقف بیش از ۶۰ روز داشته اند.
ب) شرکت هایی که سال مالی آنها در دوره مورد مطالعه تغییر کرده باشد (بدلیل اینکه برای هر نماد بیش از ۵ مشاهده نداشته باشیم).
با توجه به محدودیت های بالا داده های ۸۷ شرکت برای تجزیه و تحلیل و بررسی انتخاب گردید.

۶- فرضیات تحقیق

همانطور که در فصل اول بیان شد و با توجه به مرور ادبیات تحقیق در فصل دوم، فرضیات به شرح زیر در این تحقیق مورد آزمون قرار می‌گیرد.

- ۱- کسب بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه با نسبت قیمت به عایدی سهم ارتباط دارد.
- ۲- کسب بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه با سابقه درصد تقسیم ارتباط دارد.
- ۳- کسب بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه با نسبت عایدی هر سهم پیش‌بینی شده سال مالی بعد با عایدی هر سهم محقق شده سال جاری ارتباط دارد.
- ۴- کسب بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام ارتباط دارد.
- ۵- کسب بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه با اندازه شرکت ارتباط دارد.
- ۶- کسب بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه با زمان برگزاری مجمع در نیمه اول یا دوم سال ارتباط دارد.
- ۷- کسب بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه با بتای سهام ارتباط دارد.

۷- آزمون فرضیات

۷-۱- آزمون فرضیه اول

فرضیه اول را به شرح زیر به فرضیه‌های آماری تبدیل می‌کنیم:

H_0 : بین نسبت P/E و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود ندارد.

H_1 : بین نسبت P/E و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود دارد.

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases}$$

با توجه به اینکه سطح معنی داری بدست آمده کمتر از خطای ۵ درصد است، بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر بودن همبستگی دو متغیر رد می‌شود. به عبارتی در سطح خطای ۵ درصد این دو متغیر با هم ارتباط دارند.

جدول ۱- نتایج آزمون آماری فرضیه اول

نتیجه	سطح آزمون	سطح معنی داری	ضریب پیرسون محاسبه شده
رد H_0	۰/۰۵	۰/۰۲۶	-۰/۱۰۷

قابل توجه است که با توجه به مقدار عددی همبستگی، جهت رابطه بین این دو متغیر معکوس است. به عبارتی با افزایش P/E مقدار بازدهی کاهش می‌یابد.

۲-۷- آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم را به شرح زیر به فرضیه‌های آماری تبدیل می‌کنیم:

H_0 : بین درصد تقسیم سود و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود ندارد.

H_1 : بین درصد تقسیم سود و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases} \quad \text{رابطه وجود دارد}$$

با توجه به اینکه سطح معنی داری بدست آمده کمتر از خطای ۵ درصد است، بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر بودن همبستگی دو متغیر رد می‌شود. به عبارتی در سطح خطای ۵ درصد این دو متغیر با هم ارتباط دارند.

جدول ۲- نتایج آزمون آماری فرضیه دوم

نتیجه	سطح آزمون	سطح معنی داری	ضریب پیرسون محاسبه شده
رد H_0	۰/۰۵	۰/۰۰۷	۰/۱۳۰

قابل توجه است که با توجه به مقدار عددی همبستگی، جهت رابطه بین این دو متغیر مستقیم است. به عبارتی با افزایش درصد تقسیم سود مقدار بازدهی افزایش می‌یابد.

۳-۷- آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم را به شرح زیر به فرضیه‌های آماری تبدیل می‌کنیم:

H_0 : بین نسبت عایدی هر سهم سال مالی آتی به سال مالی فعلی با بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود ندارد.
 H_1 : بین نسبت عایدی هر سهم سال مالی آتی به سال مالی فعلی با بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود دارد.

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases}$$

با توجه به اینکه سطح معنی‌داری بدست آمده بیش از خطای ۵ درصد است، بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر بودن همبستگی دو متغیر تأیید می‌شود. به عبارتی در سطح خطای ۵ درصد این دو متغیر با هم ارتباط ندارند.

جدول ۳- نتایج آزمون آماری فرضیه سوم

نتیجه	سطح آزمون	سطح معنی‌داری	ضریب پیرسون محاسبه شده
تأیید H_0	۰/۰۵	۰/۶۵۰	۰/۰۲۲

۴-۷- آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم را به شرح زیر به فرضیه‌های آماری تبدیل می‌کنیم:

H_0 : بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود ندارد.
 H_1 : بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود دارد.

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases}$$

با توجه به اینکه سطح معنی داری بدست آمده آمده بیش از خطای ۵ درصد است، بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر بودن همبستگی دو متغیر تأیید می شود. به عبارتی در سطح خطای ۵ درصد این دو متغیر با هم ارتباط ندارند.

جدول ۴- نتایج آزمون آماری فرضیه چهارم

نتیجه	سطح آزمون	سطح معنی داری	ضریب پیرسون محاسبه شده
تأیید H_0	۰/۰۵	۰/۹۸۹	-۰/۰۰۱

۷-۵- آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم را به شرح زیر به فرضیه های آماری تبدیل می کنیم:

H_0 : بین اندازه شرکت و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود ندارد.

H_1 : بین اندازه شرکت و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود دارد.

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases}$$

با توجه به اینکه سطح معنی داری بدست آمده کمتر از خطای ۵ درصد است، بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر بودن همبستگی دو متغیر رد می شود. به عبارتی در سطح خطای ۵ درصد این دو متغیر با هم ارتباط دارند.

جدول ۵- نتایج آزمون آماری فرضیه پنجم

نتیجه	سطح آزمون	سطح معنی داری	ضریب پیرسون محاسبه شده
رد H_0	۰/۰۵	۰/۰۱۸	-۰/۱۱۳

قابل توجه است که با توجه به مقدار عددی همبستگی، جهت رابطه بین این دو متغیر معکوس است. به عبارتی با افزایش اندازه شرکت مقدار بازدهی کاهش می یابد.

۶-۷-آزمون فرضیه ششم

فرضیه ششم را به شرح زیر به فرضیه‌های آماری تبدیل می‌کنیم:

H_0 : بین زمان برگزاری مجمع در نیمسال اول یا دوم و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود ندارد.

H_1 : بین زمان برگزاری مجمع در نیمسال اول یا دوم و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود دارد.

با توجه به اینکه سطح معنی‌داری بدست آمده بیش از خطای ۵ درصد است، بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر بودن همبستگی دو متغیر تایید می‌شود. به عبارتی در سطح خطای ۵ درصد این دو متغیر با هم ارتباط ندارند.

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases}$$

جدول ۶- نتایج آزمون آماری فرضیه ششم

نتیجه	سطح آزمون	سطح معنی‌داری	ضریب پیرسون محاسبه شده
تأیید H_0	۰/۰۵	۰/۰۶۰	-۰/۰۹۰

۷-۷-آزمون فرضیه هفتم

فرضیه هفتم را به شرح زیر به فرضیه‌های آماری تبدیل می‌کنیم:

H_0 : بین بتای سهام و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود ندارد.

H_1 : بین بتای سهام و بازده اضافی ناشی از حضور در مجمع عمومی عادی سالیانه رابطه وجود دارد.

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases}$$

با توجه به اینکه سطح معنی‌داری بدست آمده کمتر از خطای ۵ درصد است، بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر بودن همبستگی دو متغیر رد می‌شود. به عبارتی در سطح خطای ۵ درصد این دو متغیر با هم ارتباط دارند.

جدول ۷- نتایج آزمون آماری فرضیه هفتم

نتیجه	سطح آزمون	سطح معنی داری	ضریب پیرسون محاسبه شده
رد H_0	۰/۰۵	۰/۰۰۸	-۰/۱۲۶

قابل توجه است که با توجه به مقدار عددی همبستگی، جهت رابطه بین این دو متغیر معکوس است. به عبارتی با افزایش بتا مقدار بازدهی کاهش می‌یابد.

۸- آماره دوربین - واتسون

مقدار این آماره بین صفر تا چهار تغییر می‌کند. اگر همبستگی بین باقیمانده‌های متوالی وجود نداشته باشد مقدار آماره دوربین - واتسون باید نزدیک به ۲ شود. اگر مقدار آماره نزدیک به صفر شود، نشان‌دهنده وجود همبستگی مثبت بین باقیمانده‌های متوالی است در حالیکه اگر مقدار این آماره نزدیک به ۴ باشد، نشان دهنده وجود همبستگی منفی قوی بین مشاهدات متوالی است.

جدول ۸- نتایج آماری - ضریب همبستگی و ضریب تعیین مدل

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل یافته	انحراف معیار استاندارد	دوربین واتسون
۱	.۲۵۵	.۰۶۵	۰.۰۵۶	۱۳.۳۹۰۹۷	۲.۱۱۶

همانطور که مشاهده می‌کنیم آماره دوربین - واتسون ۲.۱۱۶ می‌باشد که نزدیک به ۲ می‌باشد لذا بیانگر مستقل بودن مشاهدات از همدیگر می‌باشد.

۹- بررسی ضریب تعیین (r^2)

یکی از مهم‌ترین کمیت‌ها برای سنجش مناسبت مدل مقدار R^2 تعدیل یافته است که هر چه این مقدار به صفر نزدیک‌تر باشد نشان از ضعف مدل و هر چه به یک نزدیک‌تر باشد نشانه مناسب بودن مدل است. با توجه به جدول بالا از آنجا که مقدار R^2 در این مدل برابر ۰.۶۵ است و مقداری دور از صفر است بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که این مدل تقریباً مناسب است.

۱۰- آنالیز واریانس

جدول زیر آنالیز واریانس برای بررسی مناسبت مدل را ارائه می‌دهد. با استفاده از ستون آخر که سطح معنی‌داری برابر صفر می‌باشد و این مقدار از خطای در نظر گرفته شده برای آزمون یعنی ۰/۰۵ کمتر است بنابراین فرض صفر آماری رد می‌شود و این یعنی صفر بودن همه ضرایب رگرسیون $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = 0$ رد می‌شود و این به نوبه خود یعنی حداقل یکی از متغیرها بطور صحیح وارد مدل شده‌اند.

جدول ۹- نتایج آنالیز واریانس تحقیق

ANOVA ^b						
مدل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	فراوانی تجمعی	سطح معنی‌داری	
۱	رگرسیون	۵۳۴۱.۸۹۶	۴	۱۳۳۵.۴۷۴	۷.۴۴۸	.۰۰۰ ^a
	باقیمانده	۷۶۹۲۷.۴۸۵	۴۲۹	۱۷۹.۳۱۸		
	نهایی	۸۲۲۶۹.۳۸۱	۴۳۳			
a. Predictors: (Constant), Dps/Eps, size, Beta, P/E						
b. Dependent Variable: R						

۱۱- مدل تحقیق

از آنجاییکه در قسمت قبل مشاهده شد بین متغیرهای برگزاری مجمع در نیمه اول یا دوم سال، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و نسبت عایدی هر سهم سال مالی آتی به سال مالی فعلی با بازده سهام همبستگی وجود ندارد لذا این متغیرها از مدل حذف شده و مدل تحقیق را با چهار متغیر دیگر شامل نسبت قیمت به عایدی سهم، بتای سهام، اندازه شرکت و سابقه درصد تقسیم سود می‌باشد را ارائه می‌کنیم:

جدول ۱۰- مدل آماری تحقیق

مدل	ضریب	ضریب استاندارد شده	آماره محاسبه شده	سطح معنی داری
ثابت	۲۹.۷۳۹		۲.۴۴۸	۰.۰۱۵
بتا	-۰.۳۵۰	-۰.۱۲۱	-۲.۵۷۶	۰.۰۱۰
اندازه شرکت	-۲۴۵.۲	-۰.۱۰۴	-۲.۲۰۷	۰.۰۲۸
نسبت قیمت به عایدی	-۲۸۶.۰	-۰.۱۴۱	-۲.۹۰۴	۰.۰۰۴
نسبت تقسیم سود	۰۷۴.۰	.۱۷۵	۳.۶۲۸	۰

با توجه به جدول مدل تحقیق بصورت زیر می باشد:

فرمول (۶)

$$R = 29.739 - 0.35 \beta - 245.2 \text{ Size} - 0.121 P/E + 0.175 \text{Dps/Eps}$$

که در آن:

R = بازده سهام

β = بتای سهام

Size = اندازه شرکت

P/E = نسبت قیمت به عایدی سهام

Dps/Eps = درصد سود تقسیمی

بنابراین با توجه به مدل ارائه شده می توان گفت که چنانچه بتا، اندازه شرکت و نسبت قیمت به عایدی سهم پایین باشد بازده بیشتری از حضور در مجمع عمومی سالیانه می توان کسب نمود همچنین اگر نسبت درصد تقسیم سود سهمی بالا باشد با حضور در مجمع می توان بازده اضافی کسب نمود.

۱۲- نتیجه گیری

با توجه به آزمون فرضیات این تحقیق، فرضیات سوم و چهارم و ششم سطح معنی داری بدست آمده بیشتر از خطای ۵ درصد داشتند، بنابراین فرض صفر آماری یعنی صفر بودن همبستگی این متغیرها و متغیربازده تأیید شد. بنابراین بین متغیرهای های برگزاری مجمع در نیمه اول یا دوم سال، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و نسبت عایدی هر سهم سال مالی آتی به سال مالی فعلی با بازده سهام همبستگی وجود ندارد لذا این متغیرها از مدل حذف

شده و مدل تحقیق را با چهار متغیردیگر شامل نسبت قیمت به عایدی سهم، بتای سهام، اندازه شرکت و سابقه درصد تقسیم سود می‌باشد طراحی کرده که به صورت زیر می‌باشد:

$$R = 29/339 - 0/35 \beta - 2/245 \text{ Size} - 0/286 \text{ P/E} + 0/074 \text{ Dps/Eps} \quad (\text{فرمول ۷})$$

با توجه به مدل ارائه شده باید قبل از مجمع شرکت‌هایی را که بتا، و اندازه و نسبت عایدی به قیمت پایین دارند همچنین درصد بالایی سود تقسیم می‌کنند را شناسایی نمود تا آنها را خریداری نموده تا در مجمع عمومی عادی سالیانه اینگونه شرکت‌های حضور یافته تا بتوان بازده اضافی کسب نمود.

۱۳- پیشنهاد برای تحقیقات آتی

- ۱- در نظر گرفتن زمان پرداخت سود: با توجه به اینکه سود سهام می‌تواند در طول ۸ ماه پس از تصویب پرداخت شود، یکی از عواملی که به نظر تأثیرگذار می‌رسد، ارزش زمانی سود سهام پرداخت شده می‌باشد و مطالعه بر روی این عامل احتمالاً جامعیت مدل مفهومی را افزایش می‌دهد.
- ۲- در نظر گرفتن اتفاقات رخ داده در زمان بسته‌بودن نماد برای برگزاری مجمع: با توجه به اینکه در چند سال اخیر وضعیت باز و بسته شده نماد برای برگزاری مجمع عمومی عادی سالیانه بهبود یافته و نماد شرکت‌ها برای مدت طولانی بسته نمی‌باشند لیکن پیشنهاد می‌شود تأثیر عواملی مانند اتفاقات سطح کلان اقتصاد، طولانی‌بودن فاصله بین روز قبل و بعد از تقسیم سود، انتخاب مدیریت جدید، اعلام برنامه‌ها و پروژه‌های جدید شرکت که در زمان بسته‌بودن نماد برای برگزاری مجمع رخ می‌دهند بررسی شود.
- ۳- وضعیت نماد قبل از بسته‌شدن: با توجه به اعمال مکانیزم‌هایی همچون حجم مینا و حد نوسان قیمت قبل از بسته‌شدن نماد و اینکه بعد از مجمع عمومی عادی سالیانه حجم مینا و حد نوسان قیمت وجود ندارد تأثیر وضعیت نماد در روز قبل از مجمع که بصورت صف فروش یا خرید بوده بررسی شود.
- ۴- در نظر گرفتن متغیرهای دیگر: پیشنهاد می‌شود متغیرهای دیگری نظیر سهام شناور آزاد، نسبت‌های مالی، ترکیب سهامداران، شرکت‌هایی که در پرداخت سود خوش سابقه هستند به مدل اضافه شود.

۱۴- منابع و مآخذ

۱. آذر، عادل و مومنی، منصور (۱۳۸۳)، *آمار و کاربرد آن در مدیریت*، تهران: انتشارات سمت.
۲. احمدی، بهزاد (۱۳۸۲)، «بررسی ارتباط بین سود و سود تقسیمی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه تهران.
۳. افشاری، حسین، «بررسی ساختاری قابلیت پیش‌بینی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۳۸۲، سال دهم، شماره ۳۲، صص ۱۲۶-۱۰۳.
۴. امین‌زاده، رحیم، (۱۳۸۳)، «بررسی تأثیر تشکیل پرتفولیو بر ریسک غیرسیستماتیک سهم عادی در بورس اوراق بهادار تهران»، *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه تهران.
۵. اسلامی بیدگلی، غلامرضا (۱۳۸۷)، *مباحثی در تئوری و مدیریت مالی*، تهران: انتشارات ترمه.
۶. برزیده، فرخ، (۱۳۸۲)، «رابطه بین رویکردهای مختلف در اندازه‌گیری عملکرد مالی شرکت‌ها»، *پایان‌نامه دکتری*، دانشگاه علامه طباطبائی.
۷. پی جونز، چارلز (۱۳۸۶)، *مدیریت سرمایه‌گذاری*، ترجمه: تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر، چاپ سوم، تهران: انتشارات نگاه دانش.
۸. جنتی فرد، محمد، (۱۳۸۷)، «بررسی تغییرات قیمت سهام در روز پس از تقسیم سود»، *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه صنعتی شریف.
۹. جهانخانی، علی و اسدی، مرتضی (۱۳۷۴)، «بررسی تغییرات قیمت سهام بعد از تقسیم سود»، *فصلنامه تحقیقات مالی*، شماره ۷ و ۸، صص ۱۰۷.
۱۰. خدابخش، عباس (۱۳۸۰)، «تصمیم‌گیری در مورد خرید و فروش سهام قبل یا پس از برگزاری مجمع عمومی عادی»، *مجله تحقیقات اقتصادی*، شماره ۵۸، صص ۱۸۶.
۱۱. راعی، رضا و سعیدی، علی (۱۳۸۵)، *مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک*، تهران: انتشارات سمت.

۱۲. رحیمی، علی، (۱۳۷۴)، «بررسی رابطه بین بازده سهام عادی و ضریب P/E شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه شهید بهشتی.
۱۳. طارمی، مریم، (۱۳۸۵)، «آزمون مدل سه عاملی فاما و فرنچ در بورس اوراق بهادار تهران جهت پیش‌بینی بازده سهام»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء.
۱۴. ظریف‌فرد، احمد و قائمی، محمدحسین (۱۳۸۲)، «آزمون تجربی مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره ۱۹، شماره ۲، ۵۳-۴۱.
۱۵. فدایی‌نژاد، محمد اسماعیل (۱۳۸۳)، «بررسی اثر نسبت B/M و اندازه شرکت با میزان سودآوری شرکت‌ها»، دو فصلنامه تحقیقات مالی، سال ۸، شماره ۱۸، صص ۱۳۷-۱۲۳.
۱۶. فرانک کی، رایلی و کیت سی، براون (۱۳۸۶)، تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری و مدیریت سبد اوراق بهادار، ترجمه از اسلامی بیدگلی، غلامرضا و هیبتی، فرشاد و رهنمای رودپشتی، فریدون، تهران: پژوهشکده امور اقتصادی.
۱۷. فرشاد گهر، ناصر و شهیدی، محمد حسن (۱۳۸۵)، روش تحقیق و مآخذشناسی در علوم اجتماعی، تهران: انتشارات دانشکده امور اقتصادی.
۱۸. قالیباف اصل، حسن و نادری، معصومه (۱۳۸۵)، «بررسی واکنش بیش‌اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق»، تحقیقات مالی، سال ۸، شماره ۲۱: صص ۹۷-۱۱۲.
۱۹. عبادزاده، کمال، (۱۳۷۸)، «بررسی تحلیلی رابطه بازده سرمایه‌گذاری در سهام عادی و ضریب قیمت به درآمد P/E در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی (گرایش مالی)، دانشگاه شهید بهشتی.
۲۰. وستون، جی فرد و بریگام، ایکن اف (۱۳۸۷)، مدیریت مالی، ترجمه از شریعت پناهی، مجید، تهران: انتشارات جهان نو.
۲۱. یوجین اف، بریگام و مایکل پی، ارهارت (۱۳۸۷)، مدیریت مالی در تئوری و عمل، ترجمه از پارسائیان، علی و مشهدی فرهانی، علیرضا، تهران: انتشارات ترمه.

۲۲. Banz, R (۱۹۸۱) ;“*The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock*”, Journal of Financial Economics, Vol۹, PP. ۳-۱۸.
۲۳. Basu, S(۱۹۸۳) ;“*The Relationship Between Earnings Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stock: Further Evidence*”, Journal of Financial Economics, Vol.۱۲, PP.۱۲۹-۱۵۶.
۲۴. Brealey, Richard A and Stewart C Mayers (۲۰۰۳) ;“*Principles of Corporate finance*”, seventh. Mc Graw Hill,
۲۵. Chariton ,Constontinidis (۲۰۰۵) ; “*Size and Book to Market Factors in Earning and Stock Return: Emprical Evidence for Japan*”.
۲۶. Huang, Chou,Wang (۲۰۰۴) ;“*On the Cross-Section of Expected Stock Returns: Fama-French Ten Years Later*”, Journal of Finance letter, No۲.PP.۱۸-۲۲.
۲۷. Kiyosaki, Robert T and Sharon L Lechter(۲۰۰۱) ;“*rich dad's guide to investing*”, eBook. Warner Book.
۲۸. Lee, Chang F and Alice C Lee(۲۰۰۶) ;“*Encyclopedia of finance*”, springer.
۲۹. Marney. Shuhang. Taghavi (۲۰۰۵) ;“*The Effect of Annual Earnings Announcements on Chainese Stock Markets*”, Paper for ۵۹th in ternational Atlantic Economic Conference, London, England.
۳۰. Modigliani. Miller,M (۱۹۶۱); “*Dividend Policy, Growth and Valuation of shares*”, Journal of Bussiness, vol.۱۰, pp۴۱۱-۴۴۳.
۳۱. Ramnath (۲۰۰۳) ;“ *Investor and Analyst Reaction to Earnings Announcements of Related Firms: An Emerical Analysis*”, Journal of Accounting Research, Vol.۴۰
۳۲. Ross, Stephen A, et al(۲۰۰۷) ;“*Core principles and applications of corporate finance*”, Mc Graw Hill.

۳۳. Singhanian, Monica(۲۰۰۵) "*Trends in Dividend Payout*" Journal of Management Research, pp۱۳۰-۱۴۲.

یادداشت‌ها:

-
۱. Dividend Per Share (DPS)
 ۲. Return
 ۵. Scholes
 ۶. Huang
 ۷. Chou
 ۸. Wang
 ۱۰. Ordinary Least Square (O.L.S)
 ۱۱. Multiple Regression