

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

٣٤٤٢٩

مرکز اطلاعات و کتابخانه ملی ایران

۱۰ / ۴ / ۱۳۸۰

بسم الله الرحمن الرحيم *

دانشگاه تهران - دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی

جهت دریافت درجه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی

011425

موضوع پایان نامه

بررسی نقش سهام جایزه و تأثیر آن بر

گسترش مالکیت در شرکتهای پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما: جناب آقای دکتر رضا تهرانی

استاد مشاور: جناب آقای دکتر غلامرضا اسلامی

استاد ناظر: جناب آقای دکتر ایرج نوروش

نگارش: مسلم محمدیان

تیر ۱۳۷۸

۳۴۴۲۹

کتابخانه مرکزی دانشگاه تهران
کتاب: بررسی نقش سهام جایزه و تأثیر آن بر گسترش مالکیت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
تیر ۱۳۷۸
۷۸۱۳۷

تقدیم

تقدیم به پدرم،
که روح بلندش روشنی بخش خانه است

و

تقدیم به مادرم،
که وجودش صفا بخش خانه است

تشکر و قدردانی

از استاد ارجمند جناب آقای دکتر رضا تهرانی استاد راهنمای پایان نامه که با صبر و حوصله بی نظیر راهنماییهای لازم را ارائه فرمودند کمال تشکر را دارم. از استاد محترم جناب آقای دکتر غلامرضا اسلامی استاد مشاور پایان نامه، که در تمام مراحل پایان نامه راهنماییهای ارزشمند و لازم را ارائه نمودند کمال تشکر و قدردانی را دارم. از استاد محترم جناب آقای دکتر ایرج نورش استاد ناظر پایان نامه نیز بخاطر راهنماییهای ارزشمندشان کمال امتنان و سپاسگزاری را دارم.

از استاد گرامی جناب آقای دکتر محمود فیروزیان که در تمام مراحل پایان نامه بویژه مراحل تحلیل آماری راهنماییهای ارزشمندی را ارائه فرمودند سپاسگزارم.

از همکاران گرامیم سرکار خانم ستارپور و خانم وحیدی که در ویراستاری و تکثیر پایان نامه و سرکار خانم بی نیاز و خانم فرجیان که در تایپ پایان نامه و آقای حسن چمن آرا که در تدوین کلیه مراحل پایان نامه زحمات زیادی را متحمل شدند کمال تشکر و قدردانی را دارم.

فهرست مطالب

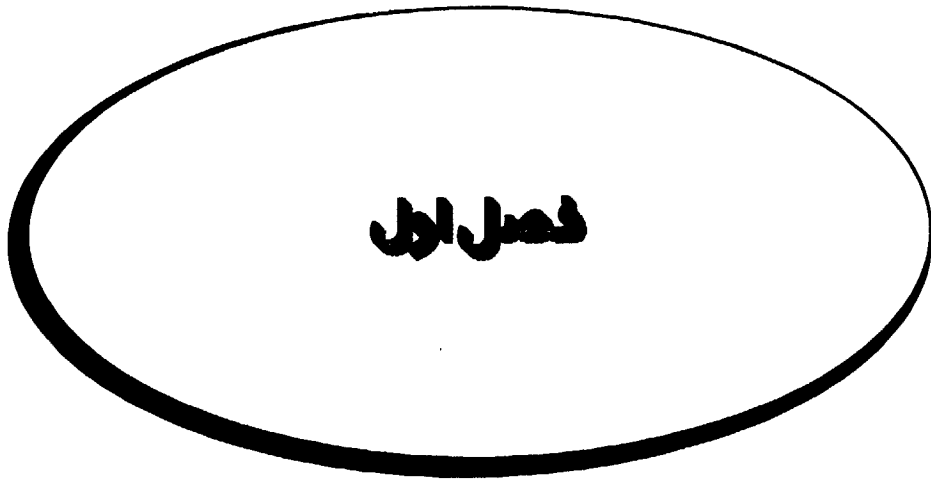
صفحه	عنوان
۱	فصل اول.....
۳	مقدمه:.....
۵	تبیین موضوع:.....
۶	ضرورت انجام تحقیق.....
۷	مسأله تحقیق.....
۸	اهداف تحقیق.....
۹	فرضیات تحقیق:.....
۱۰	تعریف اصطلاحات تحقیق.....
۱۰	قلمرو تحقیق:.....
۱۲	فصل دوم.....
۱۴	بخش اول.....
۱۵	مقدمه.....
۱۶	عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود.....
۲۴	انواع سود سهام.....
۲۹	دلایل پرداخت سود سهام.....
۳۰	روشهای مختلف تسهیم سود.....
۳۸	اثر سیاستهای تقسیم سود بر ارزش موسسات.....
۴۰	فرضیه MM.....

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۴۸	مدل والتز
۵۲	مدل گوردون
۵۵	بخش دوم:
۵۶	تاریخچه سهام جایزه
۵۹	سهام جایزه چیست؟
۶۲	تجزیه سهام
۶۳	دلایل انتشار سهام جایزه
۶۵	دلایل تجزیه سهام
۶۸	وجوه تشابه تجزیه سهام و سهام جایزه
۶۸	وجوه تمایز تجزیه سهام و سهام جایزه
۶۹	انگیزه‌های انتشار سهام جایزه
۷۸	مروری بر مطالعات گذشته
۸۴	آیا سهام جایزه درآمدها را رقیق می‌کند؟
۸۵	مالیات بندی و توزیع سهام جایزه
۸۷	محاسن و معایب سهام جایزه
۸۹	دیدگاه مخالفین سهام جایزه
۹۰	فصل سوم
۹۲	مقدمه

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۹۳	روش تحقیق
۹۴	نوع تحقیق:
۹۵	جامعه و نمونه آماری
۱۰۰	تعیین حجم نمونه
۱۰۸	روشهای جمع آوری اطلاعات
۱۰۹	فنون آماری برای تجزیه و تحلیل پژوهش
۱۱۶	فصل چهارم
۱۱۷	آزمون فرضیه اول
۱۲۱	آزمون فرضیه دوم
۱۳۸	آزمون فرضیه سوم
۱۴۲	آزمون فرضیه چهارم
۱۴۶	فصل پنجم
۱۴۷	مقدمه:
۱۵۰	نتایج و پیشنهادات
۱۵۴	منابع



فصل اول



فصل اول

١- مقدمه

٢- تبیین موضوع

٣- ضرورت انجام تحقیق

٤- مسأله تحقیق

٥- اهداف تحقیق

٦- فرضیات تحقیق

٧- قلمرو تحقیق

مقدمه:

تأمین استقلال اقتصادی جامعه و ریشه کن کردن فقر و محرومیت در سرلوحه اهداف اقتصادی و مالی دولت قرار داشته و قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران تحقق این اهداف را جزء اصول اساسی خود قرار داده است و در اصل چهل و سوم خود ضمن ضوابط نه گانه تأمین نیازهای اساسی انسانی، تأمین شرایط و امکانات کاربردی همه و جلوگیری از تمرکز و تراکم ثروت در دست افراد و گروههای خاص و جلوگیری از تبدیل دولت به کارفرمای بزرگ مطلق، منع اصرار به غیر، انحصار، احتکار، ربا و معاملات حرام، منع اسراف و تبذیر در همه شئون اقتصادی اعم از مصرف، سرمایه گذاری و تولید، توزیع و خدمات، تأکید بر افزایش تولیدات کشاورزی، دامی و صنعتی که نیازهای عمومی را تأمین کند و کشور را به خودکفائی برساند و جلوگیری از سلطه اقتصادی بیگانه بر اقتصاد کشور راههای حصول به استقلال اقتصادی را مورد تأکید قرار داده است.

رهبر فقید انقلاب اسلامی ایران نیز در فرمایشات خود به مسئولین اقتصادی کشور همواره بر لزوم و ضرورت تأمین رفاه حال محرومین جامعه و یاری جستن از مردم و مشارکت دادن هر چه بیشتر آنان در فعالیتهای اقتصادی تأکید فرموده و ضمن ضرورت احتراز از کشاندن امور به سوی مالکیت مطلق دولت اجتناب و جلوگیری از سلطه تعداد معدودی افراد بر تمام امور تجاری و مالی کشور را نیز واجب دانسته اند.

تحقق اهداف مقدس اقتصادی فوق مستلزم برنامه ریزیهای دقیق و همه جانبه اقتصادی و اجتماعی دولت بوده و در چارچوب چنین برنامه ریزیهای اتخاذ سیاستهای اقتصادی صحیح و متناسب در زمینه های مختلف به خصوص در زمینه سیاستهای مالی و پولی از اهمیت ویژه ای برخوردار می باشد، بدیهی است اتخاذ چنین سیاستهایی بنوبه خود

مستلزم استفاده صحیح از ابزار و مکانیزمهای سیاستهای مالی و پولی و بازنگری و ایجاد تغییرات لازم در کلیه قوانین و مقرراتی است که در گذشته در جهت اعمال سیاستهای مالی و پولی وضع گردیده و بعضاً با اصول و اهداف اقتصادی جمهوری اسلامی مغایرت دارند.

حذف معاملات ربوی توسط سیستم بانکی و تصویب قانون بانکداری اسلامی از مهمترین اقدامهایی بود که در زمینه تصحیح سیاستهای پولی کشور برداشته شد. در زمینه سیاست مالی نیز بازنگری قوانین و مقررات مالیاتی از همان اهمیت برخوردار می باشد. یکی از ابزارهای سیاست مالی و پولی در گذشته سازمان بورس و اوراق بهادار تهران بوده است که طبق قانون در سال ۱۳۴۵ تأسیس شده است و بعنوان یک بازار متشکل مالی و پولی در خدمت اهداف اقتصادی کلان کشور قرار داشته است.

اهمیتی که بورس اوراق بهادار در رونق اقتصادی هر کشوری می تواند داشته باشد بر هیچکس پوشیده نیست. نگاهی به وضعیت بورس اوراق بهادار در کشورهای پیشرفته نشان می دهد که وقتی این بازار در حال رونق باشد، اقتصاد آنها در حال رونق است، و اگر بازار اوراق بهادار آنها تزلزل داشته باشد در کل اقتصاد آنها منعکس می گردد. در واقع وضعیت سهام در آنجا نوعی شاخص وضعیت اقتصادی است. به عبارتی دیگر بازار اوراق بهادار از لوازمات حرکت اقتصادی کشورها و ابزار قدرتمند کنترل و سرمایه گذاری آنها می باشد.

در این رساله ها ما در صدد آنیم که برخی از عملکردها و وقایع مهم که بورس تهران را تحت تأثیر قرار داده با روش علمی مورد بررسی قرار دهیم و از این طریق خود را در تجزیه و تحلیل بعضی از پدیده های آن سهام سازیم.

تبیین موضوع:

همانگونه که از عنوان موضوع مشخص است، آنچه‌ای که محقق در پی بررسی آنست،

در قالب موارد زیر خلاصه می‌شود:

- سهام جایزه بعنوان یک رویداد مالی، چه نقشی می‌تواند داشته باشد:

- آیا سهام جایزه باعث می‌شود مالکیت شرکت گسترش یابد یا خیر؟

محققان از نقشی که سهام جایزه بازی می‌کند، در شگفتند. سهام جایزه از نظر مالی هیچگونه ارزش اقتصادی ندارد و تاکنون دلیل دال بر ارزشمند بودن آن ارائه نشده است. با این وصف جای تعجب دارد که شرکتها به این عمل روی می‌آورند و شگفت‌آورتر اینکه قیمت سهام هنگام خبر اعلان سهام جایزه بطور میانگین افزایش پیدا می‌کند. این مطلب را گرین بالت، تیتمن، مازلیز (QMT) به آن اشاره کرده بودند. اثرات مثبت و با معنی این اعلان، گرین بالت، مازلیز و تیتمن را به ارائه این فرضیه که «شرکتها اطلاعات خاصی در مورد درآمد آینده‌شان یا ارزش حقوق صاحبان سهامشان از طریق تصمیمات مربوط به تجزیه سهام و انتشار سهام جایزه مخابره می‌کنند» واداشت. بعدها این فرضیه تحت عنوان فرضیه پیام رسانی (signaling Hypothesis) توسط محققان زیادی مانند دوران و ناختن، لکونیشوک ولو، الگوز و موری و مورد بحث و بررسی قرار گرفت. جالب توجه آنست که اغلب این تحقیقات به نتایجی مشابه یافته‌های گرین بالت، تیتمن و مازلیز رسیدند. بعنوان مثال دوران و ناختن به این نتیجه رسیدند که بعد از انتشار سهام جایزه سود شرکتها بطور قابل توجهی افزایش یافته است یا لکونیشوک ولو دریافتند که متعاقب اعلان سهام جایزه سود تقسیمی شرکتها افزایش یافته است.

این پژوهش نیز انتشار سهام جایزه را از دیدگاه پیام رسانی مورد مطالعه قرار خواهد داد و

تا حدودی مشخص خواهد کرد که تا چه حد این دیدگاه در بورس اوراق بهادار تهران معتبر است.

از طرف دیگر مشاهدات نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران علاقه خاصی به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی دارند که اقدام به انتشار سهام جایزه می‌کنند. انتشار سهام جایزه باعث می‌شود قیمت سهام کاهش یافته به گونه‌ای که در یک دامنه قیمتی مطلوبتر قرار گیرد و از آنجائیکه تعداد سهام افزایش می‌یابد، علی‌القاعده حجم معاملات نیز زیاد می‌گردد. با این تفاسیر می‌توان گفت انتشار سهام جایزه ترکیب مالکیت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، کما اینکه مطالعات نیز گویای همین مطلب است. بنابراین در این تحقیق رابطه بین انتشار سهام جایزه و گسترش مالکیت نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد.

ضرورت انجام تحقیق

۱- بر اساس تحقیقی که بر روی قیمت سهام شرکت‌های منتشرکننده سهام جایزه انجام گرفته است، بررسی رفتار قیمت سهام آن شرکتها 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 اعطای سهام جایزه بوده است. چنین مشاهداتی دلیل محکمی بر غیر کارا و غیر عقلایی بودن بازار سهام ایران است. اگر چنین رفتار غیر عقلایی سهامداران در آینده نیز ادامه یابد یک راه سریع و آسان ثروتمند شدن این است که اشخاص سهام شرکت‌هایی که قرار است سهام جایزه اعطاء کنند، خریداری کرده، پس از تشکیل مجمع عمومی آنها را بفروش برسانند.^(۱)

۱- دکتر علی جهانخانی، ابراهیم عباسی، "تأثیر سهام جایزه بر نرخ بازدهی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" مجله دانش مدیریت، شماره ۱۵، زمستان ۱۳۷۰

تأمل در این موضوع بیانگر این واقعیت است که اگر نسبت به آموزش عموم در مورد ماهیت سهام جایزه و تجزیه سهام اقدام نشود، 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.

این تحقیق که می‌تواند روشنگر نکات مبهمی در مورد سهام جایزه باشد و سرمایه‌گذاران را نسبت به چگونگی اثرات سهام جایزه آگاه سازد، بعنوان یک ابزار آموزشی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار خواهد بود.

مسأله تحقیق

از نظر مالی، سهام جایزه هیچگونه ارزش اقتصادی ندارد و محققان تاکنون هیچ دلیلی دال بر ارزشمند بودن سهام جایزه پیدا نکرده‌اند. عقاید مرسوم، حاکی از آن است که سهامداران هیچ نفع واقعی از سهام جایزه نمی‌برند. سهام جایزه بر ارزش حقوق صاحبان سهام نمی‌افزاید بلکه تنها ترکیبت آن را به هم می‌زند، به طوری که در غالب موارد، سرمایه و سود انباشته درست به اندازه یکدیگر تغییر متقابل می‌کنند. با وجودی که تعداد سهام افزایش می‌یابد لیکن برای شرکت هیچگونه وجه جدیدی به دنبال ندارد. از جنبه نظری نیز ارزش اقتصادی کل شرکت تغییر نمی‌کند زیرا با انتشار سهام جایزه، ارزش هر سهم به تناسب کاهش می‌یابد. اما اگر انتشار سهام جایزه، تنها تغییر صوری محسوب می‌شود، پس چرا شرکتها به توزیع آن اقدام می‌کنند؟ بویژه اینکه چنین عملی برای شرکت هزینه واقعی نیز به دنبال دارد.^(۱) این سوالی است که سالهاست محققان با آن مواجهند. در این پژوهش

۱- فرهاد عبدالله زاده، "چرا شرکتها سهام جایزه منتشر می‌کنند" تحقیقات مالی - سال اول - شماره ۴، پائیز ۱۳۷۳ ص ۷۲

نیز به فراخور موضوع تحقیق با چهار سوال اصلی که به نحوی مشتق شده از همین مسأله اصلی است مواجه خواهیم بود. این سئوالات عبارتند از:

۱- آیا شرکتهائی که اقدام به انتشار سهام جایزه نموده‌اند، سود سهام آنها در سالهای پس از انتشار رشد بالاتری داشته است؟

۲- آیا می‌توان گفت سود تقسیمی (DPS) شرکتهای منتشر کننده سهام جایزه، در سالهای بعد از انتشار روند فزاینده‌ای داشته است؟

۳- آیا انتشار سهام جایزه اثرات روانی مثبتی بر سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟

۴- آیا ارتباط معناداری بین انتشار سهام جایزه و گسترش مالکیت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟

اهداف تحقیق

۱- هدف عمده دولتها در دنیای پیشرفته امروزی رشد و توسعه در تمامی زمینه‌ها اعم از اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و ... است. تحقق این امر ایجاب می‌کند در بخشهای مختلف از قبیل صنعت، کشاورزی، معادن و سرمایه‌گذاریهای کلانی صورت گیرد. با عنایت به اینکه سرمایه‌های بخش عمومی برای رسیدن به این مطلوب کفایت نمی‌کند و دولت به تنهایی قادر به انجام چنین وظیفه خطیری نمی‌باشد، لازم است که از سرمایه‌های بخش خصوصی به نحو شایسته‌ای استفاده گردد. بنابراین موضوعی که حائز اهمیت فراوان است چگونگی جذب سرمایه‌های بخش خصوصی و سوق دادن آنها به سوی فعالیتهای اقتصادی برای رسیدن به یک رشد اقتصادی مطلوب است.