



بررسی محتوای اطلاعات سود سهام پرداختی و

واکنش متفاوت بازار نسبت به آن در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر رضا شباهنگ*

دکتر محسن محمدنوربخش لنگرودی**

چکیده

مطالعاتی که در کشورهای صنعتی صورت گرفته بیانگر این است که بازار سهام نسبت به تغییرات سود سهام پرداختی واکنش نشان می‌دهد. بر مبنای فرضیه علامت دهی سود سهام^۱، تغییرات سود سهام پرداختی اطلاعات جدیدی در مورد سود آینده به بازار ارسال می‌نماید، بنابراین بازار در مقابل این اطلاعات واکنش نشان می‌دهد.

بعضی از مطالعات جدید ارتباط معنی‌داری بین تغییرات سود سهام پرداختی و سود گذشته و جاری گزارش کرده‌اند. لیکن این ارتباط برای سود سهام پرداختی و سودآوری آینده مستند نگردیده است.

این مقاله با ارائه مدلی اعلام می‌کند که تمامی تغییرات سود سهام پرداختی حاوی اطلاعات جدیدی درباره سود آینده نیست. بعضی از تصمیمات مربوط به سود سهام پرداختی تنها انعکاس ساده‌ای از سود گذشته یا جاری است («بدون نگاه به آینده»)^۲. مدیران در دیگر تصمیمات سود سهام پرداختی («با نگاه به آینده»)^۳ اطلاعات جدیدی را در مورد سود آینده از طریق سود سهام پرداختی آشکار می‌کنند. مدل برای مشخص کردن دو نوع از تغییرات فوق و پیش‌بینی اینکه بازار بیشتر به تغییرات سود سهام «با نگاه به آینده» پاسخ می‌دهد، کمک می‌کند. از طریق طبقه‌بندی تغییرات سود سهام پرداختی در این دو گروه مشخص شد که تغییرات سود سهام «با نگاه به آینده» در مقایسه با تغییرات سود سهام «بدون نگاه به آینده» واکنش بیشتری در بازار ایجاد می‌کند.

بنابراین، مقاله نه تنها برای فرضیه علامت دهی در بورس اوراق بهادار تهران شواهد تجربی ارائه می‌کند، بلکه به توضیح نتایج ضعیف و متفاوت مطالعات قبلی (در کشورهای صنعتی) کمک می‌نماید.

واژگان کلیدی

فرضیه علامت دهی سود سهام، بدون نگاه به آینده، با نگاه به آینده، محتوای اطلاعاتی سود سهام پرداختی، بازده حقوق صاحبان سهام، سیاست سود سهام پرداختی، عدم تقارن اطلاعاتی

* استاد، عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران

** دانش‌آموخته دکتری مدیریت بازرگانی از دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران

1. Dividend signaling hypothesis
2. Non - Forward - Looking
3. Forward - Looking

مقدمه

به بازار در خصوص سودآوری آینده ارسال نمی‌کنند. در خصوص گروه اول گفتنی است که مدیران اطلاعات بیشتر و برتری درباره سود آینده دارند. مدل ارائه شده، به تبیین این موضوع که بازار بیشتر به تغییرات سود سهام با نگاه به آینده پاسخ می‌دهد، کمک می‌کند.

مبانی نظری تحقیق

«لینتتر» مطالعه پیشرویی را در مورد تعیین سیاست‌های سود سهام پرداختی شرکت‌ها انجام داد. وی طی مصاحبه با مدیران ۲۸ شرکت دریافت که عامل اصلی و اولیه در تغییر سود سهام پرداختی شرکت‌ها، سود شرکت است. او همچنین دریافت که مدیران اغلب از تغییر نرخ‌های سود سهام پرداختی اجتناب می‌کنند. از یافته‌های تحقیقات انجام شده «لینتتر» این بود که مدیران به دنبال این هستند که سود سهام پرداختی را با سود شرکت (از لحاظ افزایش و کاهش) منطبق نمایند. او با استفاده از اطلاعات سالانه (۱۹۴۱ - ۱۹۱۸) دریافت که افزایش سود سهام پرداختی مبتنی بر استنباط مدیریت از سود آینده است (Lintner, 1956, 97-113).

«مودیگلیانی و میلر» به موضوع نامربوط بودن سیاست پرداخت سود سهام در بازارهایی که هزینه مبادله اوراق بهادار و مالیات بر درآمد وجود ندارد اشاره کردند (شباهنگ، ۱۳۷۵، ۲۶۷). آنها همچنین خاطر نشان کردند که قیمت‌های سهام به تغییرات سود سهام پاسخ می‌دهد. به موجب تحقیقات M & M، برای اولین بار «محتوای اطلاعات»^۱ سود سهام پرداختی به عنوان یک اصطلاح تخصصی وارد متون امور مالی شد. M & M به طور صریح و شفاف اظهار داشتند که سود سهام پرداختی می‌تواند اطلاعاتی را در مورد جریان نقدی آتی (سود)، - زمانی که بازارها غیرکامل هستند - به بازار ارسال نماید. همچنین نشان دادند سرمایه‌گذاران احتمال می‌دهند که تغییر در سود سهام پرداختی به مثابه تغییری در دیدگاه و بینش مدیریت از لحاظ سودآوری آتی بنگاه اقتصادی است (Modigliani & Miller, 1961, 411-433). آنها الگوی «ثبات سود سهام پرداختی»^۲ را برای تبیین این موضوع ارائه کردند. همانگونه که پیداست M & M مفهوم «علامت دهی» سود سهام پرداختی را مطرح نمودند.

محتوای اطلاعاتی تغییر سود سهام پرداختی به وسیله مطالعات دیگر نیز مورد بررسی قرار گرفت. «هارکینز و والش» (Harkins & Walsh, 1971, 17-20) شواهدی را در حمایت از اهمیت حفظ ثبات سود سهام پرداختی ارائه نمودند.

مطالعه و بررسی اثرات سود سهام پرداختی در کشورهای صنعتی نشان داده است که قیمت سهام یک بنگاه به میزان قابل توجهی نسبت به تغییرات غیر منتظره در سود سهام پرداختی واکنش نشان می‌دهد (Pettit, 1972, 993-1007). طبق فرضیه علامت دهی سود سهام پرداختی، در خصوص جنبه‌های مختلف یک بنگاه اقتصادی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. برای مثال مدیران بیشتر از کسانی که در خارج از سازمان هستند در مورد جنبه‌های آتی بنگاه اقتصادی اطلاعات دارند.

مدل‌های علامت دهی سود سهام پرداختی بر این مسئله دلالت دارد که تغییر در سود سهام پرداختی به عنوان علائمی از سود آتی است. البته شواهد تجربی برای این مفهوم در کشورهای صنعتی قطعی نیست.

شرکت‌هایی که پرداخت سود سهام را شروع می‌کنند، افزایش قابل توجهی در سود (برای مدت حداقل دو سال پس از آن) داشته‌اند (Healy & Palepu, 1988, 149-176). بخش دیگری از مطالعات نشان می‌دهد که بعد از افزایش سود سهام پرداختی، سود شرکت نیز به طور مستمر افزایش می‌یابد (Brickley, 1983, 187-209). این در حالیست که بعضی از مطالعات (DeAngelo & etal, 1992, 1937-1963)، بیانگر این است که سود بنگاه معمولاً به دنبال کاهش سود سهام افزایش می‌یابد.

به هر حال تحقیقات انجام شده نسبت به این موضوع که تغییرات سود سهام پرداختی می‌تواند محتوای اطلاعاتی داشته باشد توجه دارد لیکن در خصوص تغییرات سود سهام پرداختی و ارتباط آن با سود شرکت (گذشته، جاری و آینده) تحقیقات انجام شده در کشورهای صنعتی نتایج مشابهی را ارائه نداده‌اند.

هدف از تحقیق

هدف از این تحقیق بررسی و توضیح محتوای اطلاعاتی سود سهام پرداختی و واکنش متفاوت بورس اوراق بهادار تهران است. لذا اطلاعات مورد نظر طی سال‌های ۱۳۸۱ - ۱۳۷۴ مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری و مورد تجزیه تحلیل قرار گرفت. بدین منظور مدلی ارائه گردید که در آن تصمیم‌گیری‌های سود سهام را در دو جنبه «با نگاه به آینده» و «بدون نگاه به آینده» تقسیم‌بندی نمود. گروه قرار گرفته در بخش «نگاه به آینده»، شامل رویدادهای تغییر سود سهام پرداختی است که محتوای اطلاعاتی دارند و علایمی را به بازار در خصوص سودآوری آینده ارسال می‌کنند. از سوی دیگر گروهی که در بخش «بدون نگاه به آینده» قرار دارند محتوای اطلاعاتی ندارند و علائمی را

1. Information content.
2. Stable Dividend policy.

سود سهام پرداخت می‌کنند را توصیف نماید. وی استدلال کرد که مدیران در خصوص پرداخت‌های مربوط به سرمایه‌گذاری جاری خود آگاهی دارند. مدیران پروژه‌های با بازدهی خوب و مناسب این اطلاعات را از طریق پرداخت سود سهام بیشتر در آینده به بازار ارسال می‌کنند. اگر سرمایه‌گذاران عقیده داشته باشند که بنگاه‌هایی که سود سهام بالاتری برای هر سهم پرداخت می‌کنند، ارزشهای بالاتری دارند، آنگاه این افزایش غیر منتظره سود سهام پرداختی به عنوان یک علامت «مساعد» قلمداد می‌شود. سود سهام پرداختی اطلاعاتی به بازار می‌دهد که مدیران از طرق دیگر، از جمله گزارش سودآوری (مثلاً صورت حساب سود و زیان دوره‌ای) نمی‌توانند این اطلاعات را به گونه‌ای معتبر به بازار ارسال نمایند. این روش ارسال اطلاعات برای بنگاه‌هایی که موفقیت کمتری دارند دست نیافتنی است. زیرا ارسال این گونه اطلاعات و علائم به بازار هزینه‌های زیادی دربر دارد، لذا عملاً تقلید از این وسیله ارتباطی به وسیله شرکت‌هایی که موفقیت کمتری دارند ممنوع می‌شود (Bahattacharya, 1979, 259 - 270)

«میلر و راک» مفهوم «سود سهام خالص»^۱ را ارائه و مدل علامت دهی مالی را گسترش دادند. نظریات این دو، اولین تئوری بود که به صراحت در مورد ترکیب سود سهام و تامین مالی خارجی ارائه می‌گردید. آنها اعتقاد داشتند که سود سهام پرداختی و تامین مالی خارجی دو روی یک سکه هستند و نشان دادند که سود سهام پرداختی و اعلام تامین مالی خارجی به طور گسترده‌ای با هم در ارتباط هستند. سود و سود سهام پرداختی غیر منتظره می‌توانند اطلاعات یکسانی را به بازار منتقل کنند. افزایش غیر منتظره در سود سهام پرداختی، چشم‌انداز و منطقی مساعد برای جریان‌های نقدی آتی بنگاه اقتصادی را نشان می‌دهد و باعث افزایش ثروت سهام‌داران می‌گردد و از سویی دیگر انتشار غیر منتظره سهام (افزایش سرمایه) یا ایجاد یک بدهی، به عنوان اخبار بد در مورد چشم‌انداز آینده بنگاه اقتصادی تفسیر می‌شود و باعث کاهش ارزش بنگاه خواهد شد (Miller & Rock, 1985, 1031 - 1051).

«کومار» نیز مدلی را ارائه نمود که در آن افراد درون بنگاه از اطلاعات ویژه‌ای درباره‌ی جنبه‌های اقتصادی آن برخوردار بودند (Kumar, 1988, 111 - 136).

۲- عکس‌العمل بازار نسبت به اعلام سود سهام پرداختی

مدل‌های «علامت دهی» سعی می‌کنند این واقعیت را بیان کنند که تغییرات سود سهام پرداختی بر روی ثروت سهام‌داران

آنان خاطر نشان کردند که اکثریت شرکت‌ها سطح پرداخت سود سهام جاری را حتی اگر عملیات با زیان خالص مواجه گردد حفظ می‌کنند. «بکر و دیگران» (Baker & etal, 1985, 84-78)، این نکته را در تحقیقات خود دریافتند که مدیران بنگاه می‌بایستی برای تداوم پرداخت سود سهام خود کوشش نمایند. «لو» (Laub, 1976, 73 - 80) این دیدگاه را اینگونه گسترش داد که اخلاص زمانی در سود سهام پرداختی شرکت‌ها قرینه‌ای بر پریشانی و شکست مالی شرکت است مطالعات «لینتنر» و «M & M» سرآغازی برای مطالعه و بررسی سه شاخه از موضوع علامت دهی سود سهام پرداختی است، یک شاخه بر توسعه و بسط مدل‌های علامت دهی سود سهام پرداختی متمرکز می‌گردد، شاخه دوم بررسی‌های تجربی اثرات اعلان سود سهام پرداختی را دربر می‌گیرد و آخرین شاخه شامل مطالعات تجربی برای تعیین انگیزه‌های موجود در سیاست سود سهام پرداختی است

۱- مدل‌های علامت دهی

اولین کاربرد فرضیه علامت دهی در تئوری مالی بوسیله «راس» مطرح شد. به نظر وی مدیران به یک سری اطلاعات درباره توزیع جریان نقدی آتی بنگاه (به صورت انحصاری) دسترسی دارند که از آن می‌توانند برای ارسال علامت‌های غیر مبهم در مورد جریان نقدی آتی بنگاه استفاده کنند. این علامت‌ها نمی‌تواند به وسیله بنگاه‌های غیر موفق مورد تقلید قرار گیرد چون این گونه بنگاه‌ها جریان نقدی کافی (به عنوان پشتوانه) در اختیار ندارند. «راس» پیشنهاد می‌کند که اهرم مالی بالاتر می‌تواند به عنوان یک علامت که بنگاه، آینده خوش بینانه‌ای در پیش دارد، مورد استفاده قرار گیرد. بنگاهی که پرداخت سود سهام را افزایش می‌دهد، به بازار اعلام می‌کند که جریان نقدی آتی مورد انتظار قابل توجهی در پیش دارد و مدیران این بنگاه در مورد ایفای تعهدات، بدهی‌ها و پرداخت سود سهام نگرانی ندارند. مدیران زمانی که در مورد سود سهام تصمیم‌گیری می‌کنند، هزینه و فایده سود سهام پرداختی را با هم مقایسه می‌کنند. در این حالت اگر منافع سود سهام پرداختی بیش از هزینه‌های آن بود سود سهام پرداخت می‌کنند و این خود علامتی به بازار در خصوص آینده بنگاه تجاری ارسال می‌نماید (Ross, 1977, 23 - 40)

اولین مدل رسمی «علامت دهی سود سهام پرداختی» توسط «بهاتاچاریا» ارائه شد. وی تلاش کرد تا این موضوع را که چرا بنگاه‌ها علی‌رغم فقدان مزیت‌های مالیاتی پرداخت سود سهام،

1. Net dividend.

بررسی قرار دادند. آنها بازده غیر عادی دو روزه‌ای برابر ۳/۷٪ را گزارش دادند (Asquith & Mulins, 1983, 77 - 96). «دیلمن و اپنهیمر» واکنش بازار نسبت به تغییرات زیاد سود سهام پرداختی را مورد بررسی قرار دادند. آنها بازده‌های غیر عادی و قابل توجهی در روز اعلان و روز بعد از اعلان یافتند. این محققین دریافتند که اگر پرداخت سود سهام تداوم یابد و این تداوم همراه با افزایش سود سهام پرداختی باشد بازده غیر عادی مثبت نصیب سهام‌داران می‌گردد و از سویی دیگر اگر سود سهام پرداختی کاهش یابد و یا حذف گردد، بازده غیر عادی منفی عاید سهام‌داران می‌شود (Dielman & oppenheimer, 1984, 197 - 216).

«دنیس و دیگران» نیز بازده غیر عادی دو روزه معنی‌دار و قابل توجهی را (۱/۲۵٪ و ۵/۷۱٪) به ترتیب برای افزایش سود سهام پرداختی و کاهش سود سهام پرداختی) مستند کردند (Denis & etal, 1994, 567 - 584).

«میکائیلی و دیگران» عکس‌العمل بازار را در مورد شروع و حذف پرداخت‌های نقدی سود سهام مورد بررسی قرار دادند. آنها پی بردند که اعلان حذف سود سهام پرداختی تقریباً با کاهش ۷٪ میانگین قیمت، و شروع پرداخت سود سهام با افزایش قیمت بیش از ۳٪ همراه است (Michaely & etal, 1995, 573-608). در مجموع شواهد تجربی حاکی از این است که بازار افزایش غیر منتظره سود سهام پرداختی را به عنوان اخبار خوب و کاهش غیر منتظره سود سهام پرداختی را به عنوان اخبار بد تفسیر می‌کند.

۳- ارتباط بین سود سهام پرداختی و سود

دو مفهوم در مدل‌های علامت دهی بین سود سهام پرداختی و سود شرکت وجود دارد. مفهوم اول بر این موضوع دلالت دارد که بین واکنش بازار و تغییرات سود سهام ارتباط معنی‌داری وجود دارد. افزایش غیر منتظره در سود سهام پرداختی (همچون آغاز پرداخت سود سهام) پاسخ مثبتی را از بازار دریافت خواهد کرد و کاهش غیر منتظره در سود سهام پرداختی، باعث کاهش قیمت سهام خواهد شد. مطالعات مربوط به سود سهام پرداختی، شواهد تجربی مستندی، مبتنی بر سازگاری با این مفهوم را دربر دارد. مفهوم دوم مدل‌های علامت دهی سود سهام پرداختی بر این نکته تأکید دارد که تغییرات سود سهام پرداختی، حاوی اطلاعاتی در مورد سود آتی بنگاه تجاری است. مدیران از تغییرات سود سهام پرداختی، برای برقراری ارتباط با بازار در مورد جریان‌های نقدی استفاده می‌کنند. افزایش یا کاهش

تأثیر دارد. «اثر اعلان»^۱ تغییر سود سهام پرداختی در تعدادی از مطالعات مورد بررسی قرار گرفته است. «پتیت» از جمله کسانی است که اولین مطالعات را در مورد چگونگی واکنش بازار به اعلان سود سهام انجام داد. او از داده‌های روزانه و ماهانه به منظور بررسی «شاخص عملکرد غیر معمولی»^۲ بنگاه‌هایی که تغییرات سود سهام ۹۹٪ - تا ۱٪، ۱۰٪ - تا ۱۰٪، تا ۲۵٪ و بیش از ۲۵٪ داشته‌اند، استفاده کرد. تغییرات قیمت به صورت مثبت و معنی‌داری با تغییرات سود سهام پرداختی همبستگی داشت. وی از اینرو نتیجه گرفت که اطلاعات مهم به وسیله اعلان تغییرات سود سهام پرداختی منتقل می‌شود (Pettit, Ibid, 1000 - 1003).

«آهارونی و سواری» نیز گزارش‌های سود فصلی و تغییرات غیر منتظره سود پرداختی را مورد مطالعه قرار دادند و دریافتند که تغییرات در سود سهام پرداختی حاوی اطلاعات مفیدی در مورد سود فصلی دوره‌های مورد بررسی است (Aharony & Swary, 1980, 1-15).

«کین و دیگران» نیز مجموعه‌ای از بنگاه‌هایی که به صورت فصلی سود سهام نقدی پرداخت می‌کنند را انتخاب کردند و سپس برای پیش‌بینی سود و سود سهام پرداختی مورد انتظار مدلی ساخته و آنگاه برای مشاهده اینکه سود غیر منتظره سهام پرداختی با اعلان سود سهام ارتباط دارد آزمون انجام دادند. نتایج بررسی آنها نشان داد که هم سود و هم اعلان سود سهام پرداختی اثر معنی‌داری بر روی قیمت سهام دارند (Kane & etal, 1984, 1091-1099).

«وول ریچ» اثر اعلان سود سهام را در اوراق قرضه و سهام ممتاز مورد مطالعه قرار داد. او دریافت دارندگان بدهی و سهام‌داران ممتاز، افزایش سود سهام پرداختی را به عنوان «اخبار بد»^۳ در نظر می‌گیرند و ارزش بازار ادعاهای آنها به محض اعلان افزایش سود سهام پرداختی سقوط خواهد کرد. از سوی دیگر اگر افزایش سود سهام پرداختی، علائمی درباره گردش نقدی بالاتر در آینده دربر داشته باشد، آنگاه افزایش سود سهام پرداختی به عنوان «اخبار خوب»^۴ برای صاحبان بدهی و سهام‌داران ممتاز تلقی می‌گردد (Woolridge, 1983, 1607 - 1615).

«اسکوئیث و مولینز» اثرات اعلان سود سهام پرداختی اولیه (اولین سود سهام پرداختی شرکت‌هایی که برای اولین بار مبادرت به پرداخت سود سهام می‌کنند) را بر روی ثروت سهام‌داران مورد

1. Announcement effect.

2. Abnormal performance index of firm.

3. Bad news.

4. Good news

دوره ثبات، باعث افزایش پرداخت سود سهام شرکت می‌گردد (Brook & etal, 1998, 46- 57).

اما چالش قابل توجهی که برای فرضیه علامت دهی وجود دارد، اخیراً به وسیله «بنارتزی و دیگران»^۲ ارائه شده است. آنها در تحقیقات خود از تعداد قابل توجهی از بنگاه‌ها و رویدادهای مربوط به پرداخت سود سهام استفاده کردند و دریافتند که همبستگی قابل توجهی بین تغییرات سود سهام پرداختی و همزمانی و تاخیر سود شرکت وجود دارد (وقتی سود سهام پرداختی افزایش می‌یابد، سود شرکت افزایش می‌یابد) لیکن شواهد کمی از ارتباط مثبت بین تغییرات سود سهام پرداختی و تغییرات سود آتی شرکت گزارش نمودند. آنها دریافتند در دو سال پس از افزایش سود سهام پرداختی، تغییرات سود سهام اساساً به علائم مربوط و حجم تغییرات سود سهام پرداختی نامربوط است و با کاهش و یا حذف سود سهام پرداختی، سود در دو سال آینده واقعاً افزایش می‌یابد. البته آنها همچنین پی بردند، شرکت‌هایی که سود سهام پرداختی را افزایش می‌دهند، احتمال کمتری برای تجربه کاهش سود سهام آتی دارند (Benartzi & etal, 1997, 1007- 1034).

۴- سایر تحقیقات و مطالعات مربوط به پرداخت سود سهام

در بعضی از تحقیقات بازده سود سهام (D/P) برای توضیح احتمال واکنش بازار در مقابل اعلانات سود سهام پرداختی مورد اشاره قرار گرفته است.

«باجاج و آناند» اثر بازده را در مقابل واکنش قیمت سهام پیرامون تاریخ اعلان سود سهام پرداختی مورد مطالعه قرار دادند. آنها استدلال کردند که اگر سرمایه‌گذاران سود سهام پرداختی را ترجیح دهند در این صورت در سهام با بازده سود سهام بالا (D/P) سرمایه‌گذاری می‌کنند که به تبع آن قیمت، نسبت به تغییرات سود سهام پرداختی واکنش بیشتری از خود نشان می‌دهد. از سوی دیگر سرمایه‌گذارانی که به سود سهام پرداختی علاقه چندانی ندارند به سهام با بازده سود سهام پایین (D/P) جلب می‌شوند، که این گونه سرمایه‌گذاران افزایش غیر منتظره سود سهام پرداختی را به عنوان یک پیام با مطلوبیت و خوشایندی کمتری مورد توجه قرار می‌دهند. آنها دریافتند که واکنش قیمت نسبت به افزایش سود سهام پرداختی برای سهام با (D/P) بالا به طرز چشمگیری مثبت است و برای کاهش سود سهام پرداختی منفی است (Bajaj & Anand, 1990, 193 -219).

سود سهام پرداختی، اطلاعات مساعد یا نامساعدی را در مورد سود آتی و یا جاری بنگاه اقتصادی به بازار منتقل می‌کند.

برخلاف شواهد تجربی نسبتاً یکسانی که در حمایت از اولین مفهوم توسط محققین ثبت گردیده، تحقیقات تجربی در مورد ارتباط بین تغییرات سود سهام پرداختی و سود آتی بنگاه (دومین مفهوم)، مختلط و متفاوت است.

«واتس» اولین محقق بود که در مورد ارتباط بین سود سهام پرداختی و سود آتی بنگاه مطالعه کرد. وی ارتباط ضعیف و مثبتی بین تغییرات غیر منتظره در سود سهام پرداختی و تغییر در سود آتی بنگاه یافت^۱ (Watts, 1973, 191-211).

«گندس» روش مشابهی را با استفاده از مجموعه داده‌های بیشتر به کار برد و نتایج مشابهی به دست آورد (Gonedes, 1978, 26-79).

«پن من» پس از کنترل پیش‌بینی صورت گرفته در خصوص سود آتی که توسط مدیریت انجام می‌شد ارتباط اندکی بین تغییرات سود سهام پرداختی و سود آتی گزارش نمود (Penman, 1983, 1181-1199).

«دی آنجلو و دیگران» شواهد تجربی اندکی در خصوص ارتباط بین تغییرات سود سهام پرداختی و سود آتی شرکت‌های مورد بررسی یافتند (DeAngelo & etal, 1996, 341-371).

از سوی دیگر «هلی و پالپو» دریافتند، شرکت‌هایی که پرداخت سود سهام را آغاز می‌کنند، افزایش معنی‌دار و قابل توجهی در سود گذشته داشته‌اند و همچنین برای حداقل یک سال بعد نیز این افزایش تداوم یافته است (Healy & Palepu, 1988, 149 -176). «آهارونی و دوتن» شواهدی را یافتند مبنی بر اینکه پس از افزایش در سود سهام پرداختی، افزایش در سود شرکت تداوم می‌یابد (Aharony & Dotan, 1994, 125-151).

«دی آنجلو و دیگران» معتقدند اگر مدیران وجود مشکلاتی را در سود آتی شرکت پیش‌بینی نمایند سود سهام پرداختی کاهش می‌یابد (DeAngelo & etal, 1996, 1937- 1963).

«لیپسن و دیگران» عقیده دارند برای شرکت‌هایی که شروع به پرداخت سود سهام می‌کنند (نسبت به شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند) احتمال قوی‌تری وجود دارد که سود آتی غیر منتظره داشته باشند (Lipson & etal, 1998, 36 -45).

«بروک و دیگران» در تحقیقات خود به این نتیجه رسیدند که افزایش قابل توجه و مداوم جریان‌های نقدی، پس از یک

1- واتس ۳۱۰ بنگاه را طی دوره زمانی ۱۹۶۷ - ۱۹۶۴ مورد مطالعه قرار داد. وی تغییرات سود آتی به تغییرات غیرمنتظره سود سهام را بررسی نمود و دریافت که میانگین ضرایب همبستگی تغییرات سود سهام پرداختی مثبت است.

فرضیه‌های پژوهش

این تحقیق با ارائه مدل طبقه‌بندی اطلاعات و تفکیک محتوای اطلاعاتی سود سهام پرداختی به بررسی ارتباط بین سود سهام پرداختی و سود گذشته، جاری و آینده می‌پردازد. لذا فرضیه‌های پژوهش به قرار ذیل تعریف گردید:

۱ - اطلاعات مربوط به آینده در مقایسه با اطلاعات مربوط به گذشته، محتوای اطلاعاتی بیشتری دارد.

۲ - اطلاعات مربوط به سود سهام پرداختی «با نگاه به آینده» در مقایسه با اطلاعات مشابه «بدون نگاه به آینده» موجب واکنش بیشتر بازار می‌شود.

متغیرهای پژوهش و تعاریف عملیاتی آنها

- واکنش متفاوت بازار از طریق بازده غیر عادی سهام AR_i اندازه‌گیری می‌شود. بازده غیر عادی، تفاوت بین بازده سهام شرکت i و بازده کل بازار در دوره مشابه است.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

- تغییرات سود سهام پرداختی به صورت زیر محاسبه می‌شود.

$$\Delta Div_{i,0} = \frac{D_{i,0} - D_{i,-1}}{D_{i,-1}} \quad (2)$$

که $D_{i,0}$ و $D_{i,-1}$ به ترتیب سود سهام پرداختی سال جاری و سال گذشته برای i امین شرکت است.

- افزایش کم در سود سهام پرداختی (۰٪ - ۱۰٪)

- افزایش زیاد در سود سهام پرداختی (۵۰٪ - ۱۰۰٪)

- وجود محتوای اطلاعاتی سود سهام پرداختی: بازار نسبت به تغییرات سود سهام پرداختی از خود واکنش هم‌جهتی نشان می‌دهد.

عوامل مؤثر بر واکنش بازار و نتایج تجربی

۱- سود سهام پرداختی

- اطلاعات مربوط به تغییر سود سهام پرداختی جامعه مورد بررسی این تحقیق تمامی اعلانات سود سهام پرداختی طی سال‌های ۸۱ - ۱۳۷۴ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. معیارهای مربوط به انتخاب تغییرات سود سهام پرداختی اعم از کاهش / افزایش به قرار زیر است:

۱- توزیع سود سهام به صورت منظم اتفاق افتاده باشد و شامل سود سهمی و تجزیه سهام نباشد.

۲- درصد تغییر در سود سهام پرداختی - افزایش - زیر ۵۰٪ باشد.

تغییرات سود سهام پرداختی با توجه به دو معیار فوق و فرمول شماره (۲) کلاً به تعداد ۸۰۱ رویداد استخراج گردید.

سپس افزایش سود سهام پرداختی در ۲ گروه با استفاده از فرمول شماره (۲) به شرح زیر طبقه‌بندی گردید.

۱- افزایش کم در سود سهام پرداختی (افزایش ۰٪ - ۱۰٪).

۲- افزایش زیاد در سود سهام پرداختی (افزایش ۵۰٪ - ۱۰۰٪)

بدین ترتیب جدول شماره «۱» به شرح زیر استخراج گردید.

جدول شماره ۱ - وضعیت سود سهام پرداختی شرکت‌های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره مورد بررسی (۱۳۸۱ - ۱۳۷۴)

درصد نسبت به کل	تعداد	وضعیت
۷/۱	۵۷	افزایش کم در سود سهام پرداختی (۰٪ - ۱۰٪)
۴۱/۳	۳۳۱	افزایش زیاد در سود سهام پرداختی (۵۰٪ - ۱۰۰٪)
۴۷/۸	۳۸۳	کاهش در سود سهام پرداختی
۳/۸	۳۰	بدون تغییر
۱/۱۰۰	۸۰۱	کل

برای هر کدام از رویدادهای مربوط به تغییر سود سهام پرداختی، بازده سهام مربوط (R_{it}) و بازده کل بازار (R_{mt}) از اطلاعات بورس تهران استخراج شد. سپس بازده غیر عادی سهام (AR_{it}) برای i امین بنگاه در زمان t با استفاده از فرمول شماره (۱) تعریف شد.

۲- مدل طبقه بندی اطلاعات و نتایج تجربی

به منظور آزمون فرضیه تحقیق، تغییرات سود سهام پرداختی برای هر کدام از طبقه‌بندی‌های انجام شده در جدول شماره ۱ [افزایش کم، افزایش زیاد و کاهش سود سهام پرداختی] براساس تغییرات سودآوری مجدداً به ۴ دسته به شرح زیر گروه‌بندی گردید:

۱- علامت از گذشته^۲، ۲- علامت به آینده^۳، ۳- علامت توامان (هم از گذشته و هم به آینده)^۴، ۴- بدون علامت (نه از گذشته و نه به آینده)^۵ این نوع طبقه‌بندی برای اولین بار توسط [B.M.T] در سال ۱۹۹۷ مورد استفاده قرار گرفته است.

2. Signal - The - Past.

3. Signal - The - Future

4. Signal - Both

5. Signal - Neither

6. بنارتزی، میکائیلی و تالر (Benartzi, Michaely and Thaler) طی مقاله‌ای

در شماره ۵۲ Journal of Finance تحت عنوان

Do changes in dividends signal future or the past? این طبقه‌بندی را ارائه نمودند.

1. Abnormal Return.

توضیح: به منظور تعیین تغییرات سودآوری از بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) که ابزار مناسبی برای سنجش و اندازه‌گیری عملکرد یک بنگاه است استفاده گردید. سپس واکنش بازار نسبت به تغییرات سود سهام پرداختی با توجه به گروه‌بندی علامت دهی B.M.T در جدول شماره ۴ ارائه گردید. طبقه‌بندی براساس جداول ۳ و ۲ و با بررسی تک‌تک تغییرات سود سهام پرداختی طی سال‌های مورد بررسی و با در نظر گرفتن افزایش کم، افزایش زیاد و کاهش در سود سهام پرداختی صورت گرفت.

جدول شماره ۴: واکنش بازار نسبت به تغییرات سود سهام پرداختی (با توجه به گروه‌بندی علامت دهی B.M.T)

تعداد کل	تعداد رویداد کاهش در سود سهام پرداختی	تعداد رویداد افزایش زیاد در سود سهام پرداختی (%۱۰-۵۰٪)	تعداد رویداد افزایش کم در سود سهام پرداختی (%۰-۱۰٪)	علامت از گذشته
۳۳۳	۱۵۱	۱۶۸	۱۴	علامت از گذشته
۵۵	۲۹	۱۷	۹	علامت به آینده
۳۲۶	۱۸۳	۱۲۲	۲۱	علامت توامان
۵۷	۲۰	۲۴	۱۳	بدون علامت
۷۷۱	۳۸۳	۳۳۱	۵۷	کل

آنگاه به منظور بررسی واکنش بازار از میانگین بازده غیر عادی (ARS)، انحراف معیار بازده غیر عادی و $Z = AR / [\sigma^2 / N]$ ، z -statistics که σ^2 واریانس بازده غیر عادی، N تعداد رویداد سود سهام پرداختی) استفاده شد. این روش ابتدا برای رویدادهای تغییرات سود سهام پرداختی و آنگاه برای گروه‌بندی علامت دهی B.M.T مورد عمل واقع شد. با استفاده از گروه‌بندی جداول ۲ و ۳ که تفکیک محتوای اطلاعاتی سود سهام را دربر دارد از آماره Z برای معنی‌دار بودن ARها در هر طبقه استفاده شد. نتایج آماره Z با قدر مطلق بزرگتر از ۲ بیانگر این بود که تفکیک AR_i برای محتوای اطلاعاتی مختلف تغییرات سود سهام معنی‌دار است.

به منظور آزمون فرضیه که تمامی تغییرات سود سهام، اطلاعات جدیدی به بازار منتقل نمی‌کند و اطلاعات مربوط به آینده در مقایسه با اطلاعات گذشته، محتوای اطلاعاتی بیشتری دارد و با استفاده از ایده به دست آمده از ARهای مثبت و معنی‌دار در گروه‌بندی‌های صورت گرفته، گروه با نگاه به آینده^۱ (برای رویداد افزایش سود سهام پرداختی، تمامی شرکت‌هایی که در سال جاری

گروه اول: «علامت از گذشته»

اگر تغییر در سود سهام پرداختی تنها انعکاسی از گذشته باشد و علامتی به آینده دربر نداشته باشد این تغییر تحت عنوان «علامت از گذشته» طبقه‌بندی می‌شود.

گروه دوم: «علامت به آینده»

اگر تغییر در سود سهام پرداختی تنها علامتی به آینده داشته باشد و انعکاسی از گذشته نباشد در این حالت این نوع تغییر تحت عنوان «علامت به آینده» طبقه‌بندی می‌شود.

گروه سوم: «علامت توامان»

اگر تغییر در سود سهام پرداختی از یک طرف انعکاسی از گذشته باشد و به دنبال آن تغییر هم جهت در آینده نیز در سود شرکت مشاهده شود این تغییر تحت عنوان «علامت توامان» طبقه‌بندی می‌گردد.

گروه چهارم: «بدون علامت»

اگر تغییر در سود سهام پرداختی نه تنها انعکاسی از سود گذشته نباشد بلکه تغییر هم جهتی با سود آینده شرکت دربر نداشته باشد این تغییر تحت عنوان «بدون علامت» طبقه بندی می‌شود.

جدول شماره ۲ و ۳ به ترتیب مبنای گروه‌بندی ۴ گانه بنگاه‌هایی است که افزایش سود سهام پرداختی و کاهش سود سهام پرداختی دارند.

جدول ۲

علامت دهی	$ROE_0 - ROE_{-1}$	$ROE_1 - ROE_0$
علامت از گذشته	+	-
علامت به آینده	-	+
علامت توامان	+	+
بدون علامت	-	-

جدول ۳

علامت دهی	$ROE_0 - ROE_{-1}$	$ROE_1 - ROE_0$
علامت از گذشته	-	+
علامت به آینده	+	-
علامت توامان	-	-
بدون علامت	+	+

نکته: سال صفر عبارت است از سال جاری (سالی که سود سهام پرداختی اعلام می‌شود) و سال ۱ - عبارتست از یک سال قبل از سال جاری، سال ۱+ عبارتست از یک سال بعد از سال جاری.

1. Forward - looking - Group.

جدول شماره ۷: آزمون میانگین و میانه AR با توجه به محتوای

اطلاعاتی برای کاهش در سود سهام پرداختی

محتوای اطلاعاتی	تعداد	میانگین AR	میانه AR
نگاه به آینده (۱)	۲۱۲	-۰/۱۴۸۶۴۹	-۰/۱۱۳۲۵
بدون نگاه به آینده (۲)	۱۷۱	+۰/۱۰۸۰۳۲	+۰/۰۹۰۳
تفاوت (۱) - (۲)		-۰/۲۵۶۶۸۱	-۰/۲۰۳۵۵

$$E \quad 1/97645 \quad p - \text{value} = - \quad 9/40601t - \text{test} =$$

$$- \quad 7 \quad w. t = 27698 \quad p - \text{value} = 0/0$$

نتایج آزمون در جدول ۵ به طور واضح نشان می‌دهد که بازار به طور متفاوتی در مقابل افزایش کم در سود سهام پرداختی (به صورت گروه شرکت‌های «با نگاه به آینده» و «بدون نگاه به آینده») از خود واکنش نشان می‌دهد. آزمون فرض برابر بودن میانگین و میانه‌های ARها برای افزایش زیاد در سود سهام پرداختی برای اطلاعات مندرج در جدول ۶ رد می‌گردد. نتایج آزمون‌های t و ویلکاکسون برای کاهش در سود سهام پرداختی در جدول ۷ نیز نشان می‌دهد که تفاوت معنی‌داری بین میانگین‌ها و میانه‌های دو گروه وجود دارد. به طور خلاصه نتیجه آزمون‌های جداول ۵ تا ۷ نشان می‌دهد که تفکیک بین دو گروه شرکت‌های «با نگاه به آینده» و «بدون نگاه به آینده» معنی‌دار است، چون بازار به طور متفاوتی در مقابل تغییرات سود سهام پرداختی در این دو گروه از خود واکنش نشان می‌دهد. این یافته‌ها منطبق بر فرضیه اصلی تحقیق است که بازار نسبت به تغییرات سود سهام پرداختی از خود واکنش متفاوتی نشان می‌دهد و اینکه تمامی تغییرات سود سهام پرداختی در بردارنده اطلاعات جدیدی برای بازار نیست.

۳- سایر عوامل مؤثر بر واکنش بازار

M & M بیان می‌کنند شرکت‌ها سیاست معینی را برای پرداخت سود سهام خود در نظر می‌گیرند و این امر، سرمایه‌گذارانی را جذب می‌کند که این سیاست تقسیم سود را ترجیح می‌دهند. بعضی از سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند که شرکت درصد بیشتری از سود خود را تقسیم نماید. شماری از سهام‌داران به درآمد جاری سرمایه‌گذاری خود نیازی ندارند. آنها هر گونه درآمد ناشی از سود سهام دریافتی خود را مجدداً سرمایه‌گذاری می‌کنند. M & M بیان می‌کنند سرمایه‌گذارانی که به درآمد سرمایه‌گذاری خود نیاز دارند سهام شرکت‌هایی را خریداری می‌کنند که نسبت پرداخت سود آنها زیاد است و کسانی که به

دارای تغییر ROE مثبت می‌باشند شامل گروه شرکت‌های «علامت به آینده» و «علامت توامان» و گروه بدون نگاه به آینده^۱ (برای رویداد افزایش سود سهام پرداختی، تمامی شرکت‌هایی که در سال جاری دارای تغییر ROE منفی می‌باشند شامل گروه شرکت‌های «علامت از گذشته» و «بدون علامت» تشکیل گردید. برای آزمون معنی‌دار بودن تفاوت در واکنش بازار و گروه‌بندی انجام شده از آزمون T^۲ (برای آزمون معنی‌دار بودن تفاوت در میانگین‌های دو گروه) و آزمون ویلکاکسون^۳ (برای آزمون معنی‌دار بودن تفاوت در میانه‌های دو گروه) - آزمون ناپارامتریک - استفاده شد. جداول ۵ تا ۷ نتایج آزمون‌های فوق را برای افزایش کم، زیاد و کاهش در سود سهام پرداختی نشان می‌دهد.

جدول شماره ۵: آزمون تفاوت میانگین و میانه AR با توجه به

محتوای اطلاعاتی برای افزایش کم در سود سهام پرداختی ۱۰٪ - ۰

محتوای اطلاعاتی	تعداد	میانگین AR	میانه AR
نگاه به آینده (۱)	۳۰	+۰/۰۷۶۹	+۰/۰۷۶۷۲
بدون نگاه به آینده (۲)	۲۷	-۰/۱۹۲۶	-۰/۱۹۶
تفاوت (۱) - (۲)		+۰/۲۶۹۵	+۰/۲۷۲۷۲

$$t - \text{test} = + \quad 3/99371 \quad p - \text{value} = 0/0001949$$

$$w. t = 176/0 \quad p - \text{value} = 0/000260$$

جدول شماره ۶: آزمون میانگین و میانه AR با توجه به محتوای

اطلاعاتی برای افزایش زیاد در سود سهام پرداختی ۵۰٪ - ۱۰٪

محتوای اطلاعاتی	تعداد	میانگین AR	میانه AR
نگاه به آینده (۱)	۱۳۹	+۰/۰۶۴۸۷	+۰/۰۵۳۲
بدون نگاه به آینده (۲)	۱۹۲	-۰/۱۴۵۸۶	-۰/۱۲۳۵
تفاوت (۱) - (۲)		+۰/۲۱۰۷۳	+۰/۱۷۶۷

$$t - \text{test} = + \quad 7/03277 \quad p - \text{value} = 4/82476$$

$$E - 11 \quad w. t = 7649/0 \quad p - \text{value} = 3/4426$$

1. Non - Forward looking - Group.

^۲ - فرمول آماره t به قرار ذیل است:

$$t = (A\bar{R}_1 - A\bar{R}_2) / \sqrt{s^2 \left(\frac{1}{N_1} + \frac{1}{N_2} \right)}$$

AR1: میانگین بازده غیرعادی گروه با نگاه به گذشته، AR2: میانگین بازده غیرعادی گروه بدون نگاه به گذشته، S2: واریانس مرکب (Pooled)، N1، تعداد رویدادهای گروه با نگاه به گذشته، N2: تعداد رویدادهای گروه بدون نگاه به آینده

^۳ - آزمون ویلکاکسون Wilcoxon - test (W.t) برای مقایسه میانه‌های دو نمونه مورد استفاده قرار می‌گیرد. این آزمون از طریق ترکیب دو نمونه و منظم کردن (Sort) داده‌ها از کوچکترین به بزرگترین و سپس مقایسه متوسط درجات (Ranks) در نمونه ترکیب شده به آزمون فرض به قرار ذیل می‌پردازد.

Null hyp: Median 1 = Median 2

Alt hyp: Median 1 NE Median 2

سنجش نرمال بودن توزیع e (که میانگین مساوی صفر دارند) انجام شد. با توجه به شکل به دست آمده فرض نرمال بودن متغیر وابسته (AR) مورد قبول واقع گردید. هم چنین از آزمون کای دو و آزمون مقدار Z برای تیزی و کشیدگی توزیع AR استفاده شد. نتایج آزمون‌های فوق نشان داد که در سطح اطمینان ۹۰٪ یا بالاتر این فرض که توزیع AR از یک توزیع نرمال می‌آید رد نمی‌شود.

سپس با توجه به اطلاعات جمع آوری شده، مدل رگرسیون با استفاده از نرم افزار Statgraphics plus2.1 ابتدا برای تمامی شرکتها شامل ۷۷۱ رویداد و سپس برای شرکت‌های «با علامت به آینده»، شرکت‌های «با علامت از گذشته»، شرکت‌های «با نگاه به آینده» (شامل ۳۸۱ رویداد) و شرکت‌های «بدون نگاه به آینده» (شامل ۳۹۰ رویداد) تخمین زده شد که بر اساس آن ضریب تعیین ($AdjR^2$) در مدل نهایی رگرسیون برای شرکت‌های «با نگاه به آینده» به مقدار ۲۵٫۴۳٪ به دست آمده است و P-value نشان دهنده آن است که در سطح اطمینان ۹۵٪ ضرایب به دست آمده از مدل رگرسیون معنادار می‌باشد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت، متغیرهای مستقل ΔROE_1 و ΔROE_0 و DI با بازده غیر عادی رابطه داشته و قدرت پیش‌بینی حدوداً ۲۵٫۴۳٪ تغییرات AR را در شرکت‌های «با نگاه به آینده» داراست.

از سوی دیگر با بررسی نتایج حاصله مشخص گردید که در مدل نهایی رگرسیون برای شرکت‌های «بدون نگاه به آینده» ΔROE_{-1} و ΔROE_0 دارای P-value کوچکتر از ۵٪ از لحاظ آماری معنی‌دار و بر روی AR موثر است. ضریب تعیین ($AdjR^2$) برای متغیرهای مستقل فوق ۱۷٫۱۲۵٪ است. این بدان معنی است که تغییرات سودآوری گذشته و جاری قدرت پیش‌بینی ۱۷٫۱۲۵٪ تغییرات AR را در گروه شرکت‌های «بدون نگاه به آینده» داراست و این یافته با فرضیه تحقیق که اطلاعات مربوط به سود سهام پرداختی «با نگاه به آینده» در مقایسه با اطلاعات مشابه «بدون نگاه به آینده» موجب واکنش بیشتر بازار می‌شود منطبق می‌باشد.

نتیجه‌گیری

این مقاله مدلی را ارائه می‌کند که در آن اعلام می‌گردد تمامی تغییرات در پرداخت سود سهام شامل اطلاعات جدید درباره سود آینده نمی‌شود. در مدل ارائه شده نشان داده می‌شود که بعضی از تصمیمات مربوط به سود سهام پرداختی «بدون نگاه به آینده» هستند که به صورت ساده‌ای در سود گذشته یا

وجوه نقد درآمد جاری نیاز ندارند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که نسبت پرداخت سود آنها کم است. همچنان که «باجاج و آناند» اعلام می‌کنند شرکت‌های با بازده بالا^۱ (D/P) برای سرمایه‌گذاری که به مقدار بالاتری از سود سهام علاقه‌مندند جذابتر و شرکت‌های با بازده پایین^۲ (D/P) برای سرمایه‌گذاری که به مقدار کمتری از سود سهام علاقه‌مندند جذابتر است. در این حالت افزایش سود سهام پرداختی برای سرمایه‌گذاران شرکت‌های با بازده بالا به عنوان یک خبر خوب و برای سرمایه‌گذاران شرکت‌های با بازده پایین به عنوان یک خبر بد قلمداد می‌گردد. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاری که به مبلغ سود سهام پرداختی توجه ندارند به سهام با بازده پایین جذب می‌شوند. این گروه خبر افزایش غیر منتظره در سود سهام پرداختی را به عنوان یک پیام با مطلوبیت کمتر در نظر می‌گیرند (Bajaj & Anand, Ibid, 193 - 219).

۴- در نظر گرفتن تمامی عوامل مؤثر بر واکنش بازار نسبت به سود سهام پرداختی در یک مدل رگرسیون

با توجه به فرضیه‌های تحقیق مبنی بر اینکه تمامی داده‌های مربوط به سود سهام پرداختی محتوای اطلاعاتی ندارد و با تغییر سود سهام پرداختی، بازار اطلاعات جدید درباره سودآوری آتی شرکت را مورد توجه و واکنش قرار می‌دهد و اینکه انتظار می‌رود ارتباط مثبتی بین بازده غیر عادی (AR_{it}) و سودآوری آتی شرکت برای تغییر سود سهام پرداختی مشاهده گردد، لذا با در نظر گرفتن این عوامل از مدل رگرسیون زیر استفاده گردید:

$$AR_{it} = a_i + b_1 DI_{it} + b_2 YLD_{it} + b_3 \Delta ROE_{-1, it} + b_4 \Delta ROE_{0, it} + b_5 \Delta ROE_{1, it} + U_i$$

که:

AR_{it} عبارتست از بازده غیر عادی آ امین شرکت؛

DI_{it} درصد تغییرات در سود سهام پرداختی؛

$$\Delta ROE_{t, it} = ROE_{t, it} - ROE_{t-1, it}$$

YLD_{it} نرخ بازده ناشی از دریافت سود سهام^۳،

به منظور دستیابی به اطمینان از دقت پیش‌بینی‌ها، فرض نرمال بودن توزیع جامعه آماری مورد آزمون قرار گرفت. ابتدا

1. High - Yield.

2. Low - Yield.

3. برای محاسبه YLD سود تقسیمی سالانه هر سهم را بر قیمت جاری هر سهم تقسیم می‌کنند.

به تغییرات سود سهام پرداختی براساس معیارهای «نگاه به آینده» و «بدون نگاه به آینده» و تفاوت بین این دو گروه تغییرات سود سهام پرداختی کمک می‌نماید.

با توجه به یافته‌های مقاله برای تحلیل گران مالی (جامعه مالی و سرمایه‌گذاران) می‌توان پیشنهاد نمود که چون افزایش سود سهام پرداختی محتوای اطلاعاتی برای بازار به همراه دارد و بازار این افزایش را به عنوان یک خبر خوب (و در خصوص کاهش به عنوان یک خبر بد) قلمداد می‌نماید بنابراین مدیران شرکت می‌توانند از تغییرات سود سهام پرداختی به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان یک وسیله مناسب جهت انتقال اطلاعات استفاده نمایند.

با توجه به یافته‌های تحقیق به دست اندرکاران بازار سرمایه می‌توان پیشنهاد نمود که چون تغییرات سود سهام پرداختی با تغییرات سودآوری شرکت‌ها در آینده ارتباط بیشتری نسبت به تغییرات سود سهام پرداختی و تغییرات سودآوری شرکت‌ها در گذشته دارد افزایش در سود سهام پرداختی از این جهت می‌تواند محتوای اطلاعاتی داشته باشد (به خصوص اینکه قیمت سهام نسبت به این تغییرات - مربوط به گروه «علامت به آینده» و گروه «علامت توامان» - بیشتر از گروه تغییرات «بدون علامت» و «علامت از گذشته» از خود واکنش نشان می‌دهد).

جاری منعکس می‌شود. دیگر تصمیمات سود سهام پرداختی «با نگاه به آینده» هستند. در اینگونه موارد مدیران اطلاعات برتری را در مورد سود آینده از طریق سود سهام پرداختی آشکار می‌کنند. مدل برای مشخص کردن دو نوع از تغییرات سود سهام پرداختی و پیش‌بینی اینکه بازار بیشتر به تغییرات سود سهام پرداختی «با نگاه به آینده» پاسخ می‌دهد کمک می‌کند. نتایج تحقیق نشان داد که بازار بر اساس معیار اندازه‌گیری شده توسط بازده غیر عادی نسبت به تغییرات سود سهام پرداختی در گروه «علامت به آینده» و «علامت توامان» (گروه نگاه به آینده) بیش از گروه «علامت به گذشته» و «بدون علامت» (گروه بدون نگاه به آینده) واکنش نشان می‌دهد. از طریق تجزیه و تحلیل مدل رگرسیون برای دو گروه فوق، به منظور ارزیابی ارتباط بین واکنش بازار و تغییرات سودآوری شرکتها (ΔROE) ما دریافتیم نسبت بازده ناشی از دریافت سود سهام قدرت تبیین واکنش بازار را برای کل شرکت‌های مورد بررسی ندارد. همچنین دریافتیم که بازار نسبت به تغییرات سودآوری آینده (ΔROE_1) از خود واکنش قوی و هم‌جهتی نشان می‌دهد.

بنابر یافته‌های فوق این مقاله شواهد تجربی در حمایت از فرضیه علامت دهی سود سهام در بورس اوراق بهادار تهران ارائه می‌کند. هم چنین به تبیین و توضیح واکنش بازار نسبت

منابع و مآخذ

۱. شباهنگ، رضا، ۱۳۷۵، «مدیریت مالی» سازمان حسابرسی، چاپ سوم، جلد اول، ص ۲۶۷.
۲. محمدنوربخش لنگرودی، محسن، «بررسی محتوای اطلاعات سود سهام پرداختی و واکنش متفاوت بازار نسبت به آن در بورس اوراق بهادار تهران»، رساله دکتری مدیریت بازرگانی - حسابداری و مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران، ۱۳۸۰.
3. Aharony, Josef, & Itzhak Swary, 1980 "Quarterly dividend and earnings announcements and stock holders' returns: an empirical analysis," *Journal of Finance*, 35, 1- 12
4. Aharony, Josef, & Amihud Dotan, 1994, "Regular dividend announcements and future unexpected earnings, An empirical analysis," *Financial Review*, 29, 125 - 151.
5. Asquith, Paul, & David W. Mulins, Jr., 1983, "The impact of initiation dividend payments on shareholders' wealth," *Journal of Business*, 56, 77 - 96.
6. Baker, H.K., G.E. Farrelly, & R.B. Edelman, 1985, "A survey of management views on dividend policy," *Financial Management*, (Autumn), 78 - 84.
7. Bajaj, Mukesh, & vijh Anand, 1990, "Dividend clienteles and the information content of dividend changes," *Journal of Financial Economics*, 26, 193 - 219.
8. Benartzi, Shlomo, Roni Michaely, & Richard Thaler, 1997, "Do changes in dividends signal the future or the past?" *Journal of Finance*, 52, 1007 - 1034.
9. Bhattacharya, Sudipto, 1979, "Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy," *Bell Journal of Economics*, 10, 259 - 270.
10. Bahattacharya, Sudipto, 1980, "Nondissipative signaling structure and dividend policy," *Quarterly Journal of Economics*, 95, 1 - 14.

11. Brickley, James, 1983, "Shareholders wealth, information signaling, and the specially designated dividend: An empirical study," *Journal of Financial Economics*, 12, 187 - 209.
12. Brook, Yaron, William T. Charlton, Jr., & Robert J. Hendershott, 1998, "Do firms use dividends to signal large future cash flow increases?" *Financial Management*, 27, 46 - 57.
13. DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, & Douglas Skinner, 1992, "Dividends and losses," *Journal of Finance*, 47, 1937 - 1963.
14. DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, & Douglas Skinner, 1996, "Reversal of fortune: Dividened policy and the disappearance of sustained earnings growth," *Journal of Financial Economics*, 40, 341 - 371.
15. Denis, D.J., K. Denis, & A. Sarin, 1994, "The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 567 - 587.
16. Dielman, T.E., & H.R. Oppenheimer, 1984, "An examination of investor behavior during periods of large dividend changes," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (June), 197 - 216.
17. Gonedes, Nicholas J., 1978, "Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: Evidence on dividend, income, and extraordinary items," *Journal of Accounting Research*, 16, 26 - 79.
18. Harkins, E.P. & F.J. Walsh, Jr., 1971, "Dividend policies and practices," *New York, NY, The conference Board*, 17 - 20.
19. Healy, Paul M., & Krishna G. Palepu, 1988, "Earnings information conveyed by dividened initiations and omissions," *Journal of Financial Economics*, 21, 149 - 176.
20. Kane, Alex, Youngki Lee, & Alan Marcus, 1984, "Earnings and dividend announcements: Is there corroboration effect?" *Journal of Finance*, 39, 1091 - 1099.
21. Kumar, Praveen, 1988, "Shareholder-manager conflict and the information content of dividends," *Review of Financial Studies*, 1, 111 - 136.
22. Laub, P. Michael, 1976, "On the informational content of dividends," *Journal of Business*, 49, 73-80.
23. Lintner, John, 1956, "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes," *American Economic Review*, 46, 97 - 113.
24. Lipson, Marc L., Carlos P. Maquieira, & William Megginson, 1998, "Dividend initiations and earnings surprises," *Financial Management*, 27, 36 - 45.
25. Miller, Merton, & Franco Modigliani, 1961, "Dividend policy, growth, and the valuation of shares," *Journal of Business*, 34, 411 - 433.
26. Miller, Merton, & Kevin Rock, 1985, "Dividend policy under asymmetric information," *Journal of Finance*, 40, 1031 - 1051.
27. Penman, Stephen H., 1983, "The predictive content of earnings forecasts and dividends," *Journal of Finance*, 38, 1181 - 1199.
28. Pettit, R., 1972, "Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency," *Journal of Finance*, 27, 993 - 1007.
29. Pettit, R., 1977, "Taxes, transaction costs and the clientele effect of dividends," *Journal of Financial Economics*, 5, 419 - 436.
30. Ross, S. A., 1977, "The determination of financial structure: the incentive signaling approach," *Bell Journal of Economics*, 23 - 40.
31. Watts, Ross, 1973, "The information content of dividends," *Journal of Business*, 46, 191 - 211.
32. Woolridge, J., 1983, "Dividend changes and security prices," *Journal of Finance*, (December), 1607 - 1615.