

## تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر واکنش بازار پس از افزایش سود سهام تقسیمی

حسن واحدی<sup>۱\*</sup>، دکتر نرگس حسینیان<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۸/۱/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۰/۲۵

### چکیده

محدودیت در تأمین منابع مالی باعث از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی می‌شود که در صنایع رقابتی فعالیت می‌کنند. در شرایطی که شرکت با محدودیت مالی روبه‌رو است، اتخاذ تصمیم درباره افزایش سود تقسیمی، مسائل ناشی از محدودیت مالی را تشدید می‌کند. هدف این پژوهش، بررسی تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر واکنش بازار پس از افزایش سود سهام تقسیمی است. پژوهش انجام شده از نظر نوع هدف، جزء پژوهش‌های کاربردی و روش پژوهش از نظر ماهیت، از نوع همبستگی است. انجام پژوهش در چارچوب استدلال‌های قیاسی - استقرایی صورت گرفته و برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از تحلیل پانلی استفاده شده است. اطلاعات پژوهش از ۱۸۰ شرکت در فاصله سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۸۶ گردآوری شده است. نتایج نشان داد که شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی در مقایسه با شرکت‌های فاقد محدودیت، واکنش بازار ضعیف‌تری در برابر افزایش سود سهام تقسیمی نشان می‌دهند. به علاوه، برای شرکت‌هایی با اندازه بزرگ‌تر و ارزش دفتری به ارزش بازار بیشتر، واکنش بازار بیشتر بود.

**کلیدواژه‌ها:** تأمین مالی، محدودیت در تأمین مالی، واکنش بازار، سود تقسیمی، ارزش دفتری، ارزش بازار.

### ۱. مقدمه

بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر رویه و سیاست‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها یکی از موضوعات بحث‌برانگیز در بین پژوهشگران بوده است (کاشانی‌پور و نقی‌نژاد، ۱۳۹۳: ۷۵). منظور از اصطلاح «محدودیت مالی» این است که مانع تأمین وجوه برای همه سرمایه‌گذاری‌های مطلوب می‌شود. عدم توانایی در تأمین وجوه برای سرمایه‌گذاری، ممکن است ناشی از شرایط بد اعتباری و عدم توانایی در گرفتن وام و یا عدم توانایی در انتشار سهام جدید، یا وجود دارایی‌های غیرنقدشونده باشد. به هر حال، «محدودیت

هدف اساسی مدیریت شرکت‌ها، حداکثر کردن ارزش بازار سهام؛ یعنی ثروت سهام‌داران در شرکت‌های سهامی است. در این راستا، وظایف مدیریت مالی شرکت‌ها به سه دسته تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و تقسیم سود قابل تفکیک است (ون هورن<sup>۳</sup>، ۱۳۷۱). تصمیمات تأمین مالی که در نهایت بافت یا ساختار مالی شرکت را تعیین می‌کند، دارای اهمیت چشمگیری است؛ زیرا چنین تصمیماتی، به دستیابی شرکت به ساختار بهینه سرمایه می‌انجامد (حجازی و خادمی، ۱۳۹۲: ۲).

h.vahedi1360@yahoo.com

Hosseini.narges@gmail.com

3. Van Horn

۱. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد ملارد،

۲. استادیار گروه آموزشی حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد ملارد،

دارد. به عبارتی، می‌توان گفت سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌هایی با محدودیت مالی بیشتر است (مایرز<sup>۴</sup> و مجلوف<sup>۵</sup>، ۱۹۸۴).

روش‌های تأمین مالی با وجود تورم دورقمی در ایران اهمیت به‌سزایی خواهد داشت. همچنین، با توجه به هزینه‌های بالاتر دسترسی به تأمین مالی خارجی و دسترسی محدودتر به بازارهای سرمایه برای شرکت‌های کوچک‌تر، اهمیت این پژوهش نمایان می‌شود. با این توضیحات، هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر واکنش بازار پس از افزایش سود سهام تقسیمی است. ضمناً یکی از اهداف این پژوهش می‌تواند افزایش سود تقسیمی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی باشد.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱. محدودیت مالی

تاکنون پژوهش‌های مختلفی درباره محدودیت‌های مالی انجام گرفته است که به دو دسته عمده بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد تفکیک شده است. واژه حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری، اشاره به درصد تغییرات مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها در قبال درصد تغییرات در جریان‌های نقدی و حساسیت جریان نقدی وجه نقد، اشاره به درصد سطوح نگهداری وجه نقد، در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی دارد. فازاری<sup>۶</sup> و همکاران (۱۹۹۶) استدلال کردند که شرکت‌ها با محدودیت مالی بسیار شدید در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌ای بر جریان‌های نقدی تأکید بیشتری می‌کنند. به عبارتی، با افزایش هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، حساسیت سرمایه‌گذاری به وجوه داخلی باید افزایش یابد (کاشانی‌پور و نقی‌نژاد، ۱۳۹۳: ۷۵).

مالی، مترادف با «فشار مالی» و یا «فشار اقتصادی» و نیز «ریسک ورشکستگی» نیست؛ اگرچه اینها، بدون شک با محدودیت‌های مالی مرتبط هستند (کنعانی امیری، ۱۳۸۶). یکی از اقلام حسابداری که در گزارش‌های مالی (صورت سود و زیان) تهیه و ارائه می‌شود، سود خالص است که کاربردهای متفاوتی دارد. معمولاً سود به‌عنوان عاملی برای تدوین سیاست‌های تقسیم سود و راهنمایی برای سرمایه‌گذاری و بالأخره، عاملی برای پیش‌بینی به‌شمار می‌آید. مدیران، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران بیشترین توجه خود را به سود گزارش شده شرکت‌ها اختصاص داده‌اند (بلا<sup>۱</sup> و فولر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸).

در فرضیه جریان نقد آزاد، مدیران فرصت‌طلب از وجوه آزاد برای کسب شهرت و به‌نفع خود استفاده می‌کنند؛ از این رو ترجیح می‌دهند که وجوهی بین سهام‌داران توزیع نکنند. بنابراین در شرکت‌های با حاکمیت ضعیف، انتظار می‌رود که تقسیم سود کمتر باشد؛ اما اگر سهام‌داران قدرت کافی داشته باشند، می‌توانند بر سود تقسیمی اثر بگذارند (همان). استدلال می‌شود که حساسیت وجوه نقد به دلایل مختلف، از جمله قراردادهای الزام‌آور پروژه، امتناع از انتشار خبر بد و هزینه‌های نمایندگی، به جریان‌های نقدی نامتقارن باشد (دیچو<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۲).

سودآوری، یکی از معیارهای اصلی سنجش عملکرد مدیریت واحد انتفاعی محسوب می‌شود. علاوه بر آن، معیار ارزش‌گذاری سهام واحدهای انتفاعی نیز هست که در نهایت موجب حداکثر شدن ثروت سهام‌داران می‌شود. سیاست تقسیم سود بین سهام‌داران، تداوم فعالیت شرکت را ممکن می‌سازد و موجب حداکثر کردن ثروت سهام‌داران می‌شود و بر انتظار سهام‌داران، منابع نقد در دسترس، شیوه تأمین مالی، ساختار مالی و تداوم فعالیت واحد انتفاعی تأثیر مستقیم دارد (رشیدی، ۱۳۷۹). با این تفاسیر، می‌توان گفت واکنش مثبت یا منفی بازار به سیاست‌های تقسیم سود واحدهای اقتصادی و شدت چنین واکنشی، به سطح محدودیت‌های مالی بستگی

1. Blau, Benjamin M.

2. Fuller, Kathleen P.

3. Dichu, Bao

4. Myers, S. C.

5. Majluf, N. S.

6. Fazzari, Steven M.

به علت اطلاعات درونی<sup>۴</sup> باشد. مطالعات تجربی، در حوزه‌های اقتصاد کلان و مالی مؤید این است که ممکن است حرکات انباشته در محدودیت‌های مالی، در ارزش شرکت تأثیر داشته باشد (کنعانی امیری، ۱۳۸۶).

اما پژوهش‌ها نشان داده که شدت محدودیت‌های مالی در طول زمان متنوع و متفاوت است و نیز تعاریف متعددی از آن ارائه شده است. هوبارد<sup>۵</sup>، کاشیپ<sup>۶</sup>، و گیلکریست<sup>۷</sup> (۲۰۰۶) همگی معتقدند که محدودیت‌های اعتباری، بیشتر از همه، در طول دوره رکود یا زمانی که سیاست‌های پولی بسیار سخت است، پدید می‌آید. بنابراین، محدودیت‌های اعتباری، ممکن است به محدودیت‌های مالی در شرکت‌ها منجر شود. فازاری و همکاران (۱۹۹۶) دریافتند که اندازه یک شرکت، جایگزین خوبی برای میزان و شدت محدودیت‌های مالی نیست. کاشیپ و جرتلر و هوبارد به همین نتایج مشابه رسیدند. در حوزه اقتصاد مالی و علوم مالی، بررسی و پژوهش‌ها در زمینه رابطه بین نوسان‌پذیری بازده سهام و بازده سهام همراه با محدودیت‌های مالی است. کریستی<sup>۸</sup> (۱۹۸۲) و شورت<sup>۹</sup> (۱۹۸۹) بیان داشته‌اند که اهرم مالی، تأثیرات زیادی بر محدودیت مالی دارد؛ در مقابل، دوفی<sup>۱۰</sup> (۱۹۹۵) چنین استنباطی را گمراه‌کننده می‌داند.

## ۲-۲. واکنش بازار به سود

در دنیای امروز، به نظر می‌آید که بازار سهام در برابر تمامی پدیده‌ها واکنش دارد؛ که یکی از مهم‌ترین این متغیرها، میزان سود است. آغاز پرداخت سود، برای سرمایه‌گذاران حاوی این پیام است که شرکت موفق عمل می‌کند؛ در حالی که حذف سود ممکن است نشانگر این باشد که شرکت درگیر مشکلات است (محمودی و محقق، ۱۳۹۰: ۳۰). یکی از شرایط اساسی در ارزیابی واکنش کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران، پدیده «تغییر قیمت پس از اعلان سود» است. تغییر قیمت پس از اعلان سود به الگوی قابل پیش‌بینی اشاره دارد که براساس آن، بعد

به‌طور کلی، منابع تأمین مالی شرکت‌ها براساس سیاست‌های تأمین مالی آنها، به دو بخش «منابع مالی درونی» و «منابع مالی بیرونی» شرکت تقسیم می‌شود. در منابع مالی درونی، شرکت از محل سود کسب‌شده اقدام به تأمین مالی می‌کند؛ یعنی به‌جای تقسیم سود بین سهام‌داران، سود را در فعالیت‌های عمدتاً عملیاتی شرکت، برای کسب بازده بیشتر به کار می‌گیرد و در منابع مالی بیرونی، از محل بدهی و انتشار سهام، اقدام به تأمین مالی می‌کند. شرکت‌ها در راستای تأمین مالی از هر دو اینها به‌صورت ترکیبی استفاده می‌کنند و البته هر کدام از این روش‌ها دارای مزایا و محدودیت‌هایی هستند (تیتمن<sup>۱</sup> و گرینبلات<sup>۲</sup>، ۱۹۹۸).

برای تقسیم‌بندی شرکت‌ها برای محدودیت‌های تأمین مالی، ابتدا باید محدودیت‌های مالی را تعریف کرد. کامل‌ترین و صریح‌ترین تعریف در این مورد، این است که شرکت‌ها زمانی در محدودیت تأمین مالی هستند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده‌شده با یک شکاف روبه‌رو باشند؛ بنابراین، با استفاده از این تعریف، تمام شرکت‌ها را می‌توان به‌عنوان شرکت با محدودیت مالی تلقی کرد (کامپلو<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳)؛ اما سطوح محدودیت‌های مالی متفاوت است. استفاده از وجوه خارجی، چارچوب مناسبی برای جدا کردن شرکت‌ها براساس میزان محدودیت مالی آنها است. وقتی که تفاوت بین مصارف داخلی و خارجی وجوه سرمایه‌گذاری در یک شرکت، زیاد و بالا است، آن شرکت از نظر مالی در محدودیت بیشتری قرار دارد.

در حالت کلی، شرکت‌های بدون محدودیت مالی و یا با محدودیت مالی کمتر، آنهایی هستند که به‌طور نسبی، دارایی‌های با قابلیت نقدشوندگی بالا دارند و خالص دارایی آنها بالا است. بنابراین، منظور از محدودیت‌های مالی، محدودیت‌هایی است که مانع تأمین همه وجوه مورد نیاز در سرمایه‌گذاری مطلوب برای شرکت‌ها می‌شود. البته این ابهام وجود دارد که شاید اختلاف بین هزینه‌های داخلی و خارجی

1. Titman, S.

2. Grinblatt, M.

3. Campello, M.

4. inside information

5. Hubbard, R.

6. Kashyap, A. K.

7. Gilchrist

8. Christie, A. A.

9. Schwert, G. W.

10. Doffee, G. R.

سهام‌داران است. مدیریت شرکت همواره باید در خصوص نگهداری و یا توزیع تمام یا بخشی از سود سهام تصمیم‌گیری کند. تصمیمات مربوط به سود تقسیمی در اقتصاد رقابتی امروز بسیار مهم است. چنانچه این تصمیمات کاراً باشد، می‌تواند موجب تغییر در ارزش شرکت شود (ستایش و غفاری، ۱۳۸۸: ۱۵).

با اینکه دربارهٔ خط‌مشی تقسیم سود<sup>۴</sup> پژوهش‌های زیادی در امور مالی و حسابداری انجام شده است، تاکنون به‌طور کامل به این سؤال پاسخ داده نشده است که چرا شرکت‌ها سودشان را توزیع می‌کنند و یا اینکه چرا سرمایه‌گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. این مسئله به‌عنوان «معمای تقسیم سود» در امور مالی تلقی می‌شود و فرضیه‌های مختلفی به‌منظور حل آن مطرح شده است. اینکه چرا بعضی شرکت‌ها و چگونه سود سهام را می‌پردازند، هنوز یک معما است.

به عقیدهٔ جنسن<sup>۵</sup> (۱۹۸۶)، اینکه چگونه وجوه داخلی را مصرف کنیم، موضوع تعارض بین سهام‌داران و مدیران است. برای مثال، سیسکو<sup>۶</sup> و جیبی<sup>۷</sup> گرچه عملکرد خوبی داشته‌اند، هیچ‌گاه سودی را در طی فعالیتشان پرداخت نکردند، هرچند نقدینگی کافی نیز داشته‌اند. از طرفی، گارتنر<sup>۸</sup> و گاستکو<sup>۹</sup>، در طول سال‌های فعالیت خود، سود زیادی توزیع کرده‌اند. در دوران شکوفایی اقتصادی بنگاه که معمولاً دربرگیرندهٔ افزایش ذخایر نقدی است، مدیران باید تصمیم استراتژیک اتخاذ کنند دربارهٔ اینکه آیا پول نقد را بین سهام‌داران توزیع کنند، یا آن را در داخل شرکت خرج کنند، و یا از آن برای خرید استفاده کنند (بلا و فولر، ۲۰۰۸). مقولهٔ سیاست تقسیم سود از منظر تئوری هزینه‌های نمایندگی نیز قابل بحث است. براساس این تئوری، هزینه‌های نمایندگی، ناشی از تضاد بالقوه‌ای است که میان منافع مدیران و سهام‌داران وجود دارد (روزف<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۲).

امروزه سیاست تقسیم فراتر از این دیدگاه رفته است و به مباحثی مانند ترجیح سود نقدی یا بازخرید سهام، چگونگی

از اعلان سودهای فصلی، قیمت سهام برای مدتی طولانی، با سود غیرمنتظره همراه است. بازده غیرعادی که براساس راهبرد معاملاتی تغییر قیمت پس از اعلان سود، با تمرکز بر مقدار سودهای آتی در دوران اعلان سود به‌دست می‌آید، هم از نظر اقتصادی و هم از نظر آماری بااهمیت است.

در فرضیهٔ واکنش کمتر از حد انتظار بازار به اعلان سود، سرمایه‌گذاران به آرامی اخبار جدید بازار را تحلیل و انتظارات خود را با شرایط بازار همسو می‌کنند. آنان بر این باورند که سهام برنده (بازنده) در زمان گذشته، در آینده نیز برنده (بازنده) می‌ماند و به روند قبلی خود ادامه می‌دهد. در این دیدگاه، سرمایه‌گذاران به دنبال کسب سود هستند و سهام محتمل بر زیان‌ده بودن را نگهداری می‌کنند و سهام سودآور را می‌فروشند. در نتیجه، فرض بر این است که آنها همیشه نسبت به اخبار سود، واکنش محافظه‌کارانه‌ای از خود نشان می‌دهند (کردستانی و آشتاب، ۱۳۸۹).

واکنش بازار سرمایه به اخبار سود حسابداری، معرف محتوای اطلاعاتی است. بازار سرمایه به اخبار سود شرکت‌ها واکنش متفاوتی نشان می‌دهد. از آنجا که ریسک بازار شرکت با نوسانات بازده سهام آن اندازه‌گیری می‌شود و قیمت سهام به‌نحوی با سود هر سهم شرکت در ارتباط است، شرکت‌ها تمایل دارند با کاهش نوسانات در سود هر سهم، باعث کاهش در نوسانات بازده شوند و در نهایت، تصور سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان از ریسک شرکت را تحت تأثیر قرار دهند (ووگ<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۰).

## ۲-۳. سود سهام تقسیمی

پال<sup>۲</sup> و گوپال<sup>۳</sup> (۲۰۰۷)، عقیده دارند سود تقسیمی عبارت از قسمتی از عایدات شرکت است که به دارندگان سهم عادی پرداخت می‌شود. تقسیم سود یکی از قدیمی‌ترین و معمولی‌ترین راه‌های انتقال بازده از سوی شرکت‌ها به

1. Woog, S.

2. Pal, Karam

3. Goyal, Pujja

4. Dividend Policy

5. Jensen, M. C.

6. Cisco

7. Gibi

8. Gartner

9. GaStco

10. Rozeff, M.

پژوهش میشلی<sup>۱</sup> و رابرتز<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) و بنش گری<sup>۳</sup> و همکاران (۱۹۸۴)، نشانگر این است که بازار در قبال آغاز پرداخت سود، واکنش مثبت و در برابر حذف سود، واکنش منفی نشان می‌دهد. دانگ می<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و سرمایه‌گذاری در هزینه تحقیق و توسعه پرداخت. اولین نوع قیمت‌گذاری، نشان‌دهنده شواهد مختلطی در خصوص رابطه بازده محدودیت‌های مالی است. دومین منبع اقتصادی در ورای بازده‌های اضافی برای شرکت‌هایی است که تحقیق و توسعه انجام داده‌اند. برخلاف سرمایه‌گذاری سرمایه‌ای، سرمایه‌گذاری‌های تحقیق و توسعه غیرقابل انعطاف‌ترند. یکی از نتایج پژوهش، این بود که شرکت‌هایی که از لحاظ مالی محدودیت دارند و تحقیق و توسعه انجام می‌دهند، به احتمال زیاد، پروژه‌های تحقیق و توسعه‌شان را متوقف یا معلق می‌کنند. بنابراین ریسک شرکت‌های تحقیق و توسعه‌بر، با وجود محدودیت‌های مالی افزایش می‌یابد. از لحاظ تئوریک و مشاهده‌ای نشان داده شد که بین محدودیت‌های مالی و بازده سهام بین شرکت‌های تحقیق و توسعه‌بر، ارتباط زیادی وجود دارد.

گرو لن<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۵) به بررسی تغییرات سود تقسیمی و تأثیر آن تغییرات بر سودآوری شرکت‌ها پرداختند. نتایج مطالعات آنها نشان داد که تغییرات سود تقسیمی به تغییرات درآمدهای آتی وابسته نیست.

حسنی القار و مرفوع (۱۳۹۶) درباره تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود پژوهش انجام دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که توانایی مدیریت، تأثیر مثبت معناداری بر تقسیم سود دارد. مشکو میاوقی و صرفه‌جو (۱۳۹۶) به بررسی پیامدهای سیاست سود تقسیمی رو به رشد در شرایط محدودیت مالی و موقعیت رقابتی پرداختند و نتیجه گرفتند که واکنش بازار سرمایه (بازده غیرعادی و گردش معاملات)، به افزایش سود تقسیمی در شرکت‌های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت، ضعیف‌تر است.

ایجاد تعادل بین سرمایه‌گذاران با محدوده‌های مالیاتی مختلف، چگونگی حفظ یا بهبود ارزش قیمت سهام شرکت در بازار می‌پردازد (حسن‌زاده و همکاران، ۱۳۹۶: ۳۶).

## ۲-۴. پیشینه پژوهش

میتون<sup>۱</sup> (۲۰۱۶)، درباره تأثیر سیاست تقسیم سود سهام بر روی نوسانات قیمت سهام در بازار سهام بررسی کرد. نتایج پژوهش نشان‌دهنده این است که سیاست تقسیم سود بر نوسانات قیمت سهام، تأثیر مستقیم و معناداری دارد. فاری-منسا<sup>۲</sup> و یانکوویست<sup>۳</sup> (۲۰۱۶)، در تحقیقی، معیارهای محدودیت مالی را بررسی کردند. آنها دریافتند که هیچ‌یک از معیارهای ارائه‌شده برای محدودیت مالی، رفتار شرکت‌های با محدودیت مالی را مشخص نمی‌کنند. جیرا پرن<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود سهام پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌هایی با مدیر تواناتر، سود سهام بیشتری پرداخت می‌کنند.

ماسترز<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۵) درباره تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های فعال در ایالات متحده در طول سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۱ پژوهش کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های مالی محدود در مقایسه با شرکت‌های فاقد محدودیت مشابه با تجربه افزایش سود سهام، با کاهش در عملکرد و بازده مواجه می‌شوند. دیچو و همکاران (۲۰۱۲) درباره حساسیت جریان‌های نقدی نامتقارن در شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی پژوهش انجام دادند. آنها دریافتند که شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی منفی، در مقایسه با شرکت‌های دارای جریان وجه نقد مثبت، حساسیت جریان‌های نقدی متفاوتی دارند؛ که این تفاوت، همان حساسیت جریان‌های نقدی نامتقارن است. همچنین، آنان به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی، حساسیت جریان‌های نقدی نامتقارن بیشتری نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی دارند.

1. Mitton Todd

2. Farre-Mensa, J.

3. Ljungqvist, A.

4. Jiraporn, P.

5. Masters, N.

6. Michaely, Roni

7. Roberts, Michael R.

8. Benesh Gary, A.

9. Dongmi, Li.

10. Grullon, Guštavo

به‌علاوه، کاهش تمرکز و در نتیجه، افزایش رقابت در فروش محصولات در شرکت‌های با محدودیت مالی، باعث تضعیف بیشتر واکنش بازار به خبر افزایش سود تقسیمی می‌شود.

گودرزی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر محدودیت‌های تأمین منابع مالی بر روی نرخ تأمین منابع مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس تهران پرداختند. یافته‌ها نشان می‌دهد که رابطه معنادار مثبتی بین تأمین مالی از طریق انتشار سهام و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها وجود دارد؛ و نیز رابطه معنادار مثبتی بین تأمین مالی از طریق بدهی‌های بلندمدت و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها وجود دارد.

شهرپوری و همکاران (۱۳۹۴)، درباره رابطه محدودیت در تأمین مالی و عملکرد شرکت با توجه به سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. بررسی‌های آماری نشان می‌دهد که بازده‌های غیرعادی اعلانات افزایش سود سهام، طی دوره رکود بیشتر از دوره رونق است و نیز این بحث را مطرح می‌کنند که سرمایه‌گذاران به افزایش سود سهام طی دوره رونق پاسخ کمتری می‌دهند.

کاشانی‌پور و نقی‌نژاد (۱۳۹۳) به بررسی محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های با محدودیت مالی، در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت مالی، حساسیت سرمایه‌گذاری بالاتری به جریان‌های نقدی دارند و در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، بر جریان‌های نقدی داخلی، تأکید زیادی می‌کنند. محمودی و محقق (۱۳۹۰) درباره واکنش بازار بورس اوراق بهادار تهران در برابر انحرافات اساسی از روند تقسیم سود سهام بررسی کردند. نتایج ارزیابی‌ها شواهدی به‌دست می‌دهند مبنی بر اینکه بازار با دنبال کردن روندی خاص، واکنش مثبتی به افزایش صورت‌گرفته ازسوی آن روند نشان می‌دهد. مادامی‌که بنگاه از روند قبلی خود منحرف نشود، در بازار واکنش غیرمنتظره‌ای مشاهده نخواهد شد.

### ۳. فرضیه پژوهش

شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی در مقایسه با شرکت‌های فاقد محدودیت، واکنش بازار ضعیف‌تری در برابر افزایش سود سهام تقسیمی نشان می‌دهند.

### ۴. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، از نوع پس‌رویدادی (استفاده از داده‌های گذشته) است؛ از نظر ماهیت و محتوا، از نوع توصیفی همبستگی و از نظر هدف، کاربردی است. این پژوهش در چهارچوب استدلال قیاسی - استقرایی انجام خواهد شد. در پژوهش حاضر، ابتدا همبستگی بین متغیرهای پژوهش آزمون شده و سپس در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش، اقدام به برآورد مدل رگرسیونی شده است؛ و برای آزمون وجود رابطه، از نرم‌افزارهای SPSS، EVIEWS7 و

نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای با بهره‌گیری از کتاب‌ها و مقالات تخصصی فارسی و لاتین استفاده شد.

### ۵. متغیرها و مدل پژوهش

در این پژوهش، متغیر وابسته واکنش بازار است که به‌منظور تعیین واکنش بازار از بازده غیرعادی سهام استفاده شده است.

$$AR_t = RET_{it} - RET_{mt}$$

$RET_{mt}$ : نرخ بازده شرکت

$RET_{it}$ : نرخ بازده شاخص کل بازار سهام

متغیر مستقل در این پژوهش، محدودیت مالی است. محدودیت مالی را براساس نتایج تحقیق وایتید<sup>۱</sup> و وو<sup>(۲۰۰۶)</sup> تعیین می‌کنیم. ابتدا مقیاس  $WW$  را در هر سال و براساس معادله زیر برای شرکت‌های نمونه محاسبه می‌کنیم. جریان نقدی، اندازه،  $E$  مانند گذشته تعریف می‌شوند. در هر سال مالی، شرکت‌ها را براساس مقیاس  $WW$  رتبه‌بندی می‌کنیم. شرکت‌های موجود در سطح ۱/۴ (یک‌چهارم) عالی در توزیع سالانه، شرکت‌های دارای بیشترین محدودیت مالی تلقی می‌شوند (دیچو و همکاران، ۲۰۱۲).

$$WWindexit = -0.091 CashFlow_{it} - 0.062 DIV_{it} + 0.021 TLTD_{it} + 0.044 Size_{it} + 0.102 ISG_{it} - 0.035 SG_{it}$$

$DIV_{it}$ : یک متغیر دوحالته است که اگر شرکت پرداخت سود نقدی در سال  $t$  داشته باشد، برابر با یک و در غیر این صورت، برابر با صفر است.

$TLTD$ : نسبت بدهی بلندمدت به ارزش دفتری دارایی‌ها

$ISG$ : رشد فروش صنعت

$SG$ : رشد فروش شرکت

$Size$ : لگاریتم مجموع دارایی‌ها

متغیرهای کنترلی در این پژوهش، اندازه شرکت، ارقام تعهدی، ارقام تعهدی اختیاری و ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت هستند که هرکدام به طریق زیر محاسبه

MINITAB 16 استفاده شده است. همچنین، این پژوهش از نوع مطالعه‌ای کتابخانه‌ای و تحلیلی - علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. دوره زمانی تحقیق، شامل ۹ سال متوالی از ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴ است و روش نمونه‌گیری، حذفی سیستماتیک (غربالگری) است. بعد از مد نظر قرارداد کلیه معیارهای زیر، تعداد ۱۸۰ شرکت به‌عنوان جامعه غربالگری شده باقی مانده است که تمامی آنها به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده‌اند. بنابراین مشاهدات ما طی بازه زمانی ۱۳۸۶ لغایت ۱۳۹۴ به ۱۶۲۰ سال شرکت (۹ سال  $180 \times$  شرکت) می‌رسد.

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران، پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۴ در بورس فعال باشد؛
۲. به‌دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها، مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری و تفاوت قابل‌ملاحظه آنها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی جز شرکت‌های مذکور نباشد؛
۳. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی تحقیق، تغییر سال مالی نداشته باشد؛
۴. به‌دلیل اینکه اگر دوره وقفه معاملاتی شرکت طولانی باشد، باعث غیرواقعی بودن ارزش و بازده شرکت می‌شود، بنابراین در این پژوهش، شرکت طی سال مالی مورد مطالعه، نباید وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه داشته باشد؛
۵. اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد.

برای گردآوری داده‌های موردنظر از ماهنامه‌ها و سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم‌افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده شده است. سپس، برای آماده‌سازی اطلاعات از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است؛ به این ترتیب که پس از استخراج اطلاعات مربوط به متغیرهای مورد بررسی از منابع مذکور، این اطلاعات در کاربگ‌های ایجادشده در محیط این نرم‌افزار، وارد و سپس محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای مورد بررسی انجام شده است. برای بررسی مبانی



می‌شوند:

اجزای مدل‌های فوق عبارت‌اند از:

AR: واکنش بازار سهام؛

DP: سود تقسیمی در شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

Size: اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $B/M$ : ارزش دفتری به

ارزش بازار سهام شرکت؛

DP: رشد سود تقسیمی؛

DAmis: اقلام تعهدی؛

$+\sum yt(year) + \sum \delta j(industry) + \epsilon i,t$

شاخص‌های تفکیک سال و صنعت در نمونه آماری؛

$\beta$ : ارتباط ارزشی هر یک از متغیرها؛

$\epsilon$ : جمله خطای رگرسیونی.

اندازه شرکت: از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در پایان سال.

اقلام تعهدی اختیاری: در این پژوهش براساس مدل تعدیل‌شده جونز محاسبه شده است.

اقلام تعهدی: اگر شرکت اقلام تعهدی داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر است.

ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت: از طریق لگاریتم تقسیم ارزش دفتری به ارزش بازار سهام.

باتوجه به متغیرها در این پژوهش، همانند مقاله ماترس و همکاران (۲۰۱۳)، مدل آماری زیر برای تجزیه و تحلیل مورد استفاده قرار می‌گیرد:

$$\begin{aligned} AR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1(FC)_{i,t-1} + \beta_2 DP \\ & + \beta_3 DP_{i,t-1} * FC_{i,t-1} + \beta_4(Size)_{i,t-1} \\ & + \beta_5(B/M)_{i,t-1} + \beta_6(DA)_{i,t-1} \\ & + \beta_7(DAmis)_{i,t-1} + \sum yt(year) \\ & + \sum \delta j(industry) + \epsilon i,t \end{aligned}$$

## ۶. برآورد مدل و تحلیل یافته‌های پژوهش

در جدول ۱، برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداکثر و حداقل مشاهدات و ... ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	علامت اختصاری	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حداقل	حداکثر
واکنش بازار	AR	۱۴۲۸	۴۸/۵۹	۱۶/۱۵	۱۰۵/۵۱	۳/۳۴	۱۷/۸۵	-۷۴/۳۶	۸۵۹/۵
محدودیت شرکت	FC	۱۶۹۲	-/۱۳	/۰۰	-/۳۴	۲/۱۴	۵/۵۸	/۰۰	۱/۰۰
رشد سود تقسیمی	DP	۱۶۹۲	/۰۹۵	۱/۰۰	-/۲۲	-۴/۰۴	۱۷/۳۸	/۰۰	۱/۰۰
اندازه شرکت	Size	۱۶۹۲	۱۳/۷۳	۱۳/۵۴	۱/۵۸	۰/۷۸	۳/۸۱	۹/۸۸	۱۹/۱۱
ارزش دفتری به ارزش بازار	B/M	۱۵۹۸	-/۰۰۴	-/۰۰۱	-/۰۱	۳/۴۳	۱۵/۶۶	-/۰۰۲	۰/۰۳
اقلام تعهدی اختیاری	BM	۱۶۹۲	۵۴۳۴۵/۳۱	-۴۷۸۵/۵	۲۱۵۵۶۰۱	۵/۹۸	۱۰/۶۶	۱۰۷۸-۱/۹	۳۲۰۰۸۸۶۳
متغیر موهومی DA	Damiss	۱۶۹۲	-/۰۰	/۰۰	-/۰۲	۴/۱	۱۶/۹۰	/۰۰	۱/۰۰

می‌شود. شایان ذکر است که نرمال بودن باقیمانده‌های مدل، شرط لازم برای اعتبار رگرسیونی است. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می‌شود:

$H_0$ : داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی

می‌کند.

$H_1$ : داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی

نمی‌کند.

برای برخی از شرکت‌ها، اطلاعات مربوط به متغیرهای AR و BM در تمام سال‌ها موجود نیست، بنابراین، این مجموعه داده دارای مقادیر گمشده (Missing Value) است؛ اما برای حذف نشدن اطلاعات سال‌های موجود این شرکت‌ها، در نمونه آورده شده‌اند.

## ۶-۱. آزمون نرمالیت

قبل از برآورد مدل، نرمال بودن متغیر وابسته بررسی



جدول ۲. آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

متغیر	تعداد	پارامترهای نرمال		بیشترین تفاوت			مقدار Z کولموگوروف - اسمیرنوف	مقدار احتمال
		میانگین	انحراف معیار	قدر مطلق	مثبت	منفی		
AR	۱۴۲۸	۴۸/۵۹	۱۰۵/۵۱	۰/۲	۰/۲	-۰/۱۶	۷/۴۴	۰/۰۰۰

بزرگ‌تر و یا کوچک‌تر هستند)، بهتر است در مرحله اول، تأثیر مشاهدات مذکور خنثی شود. به این منظور، صدک اول و صدک آخر مشاهدات، یعنی مشاهدات خیلی کوچک و مشاهدات خیلی بزرگ حذف می‌شوند و سپس، با استفاده از تابع انتقال جانسون داده‌ها نرمال‌سازی می‌شود.

همان‌طور که در جدول ۲ مشاهده می‌کنیم، سطح معناداری برای متغیر وابسته واکنش بازار، برابر ۰/۰۰۰ و کمتر از ۰/۰۰۵ است؛ بنابراین لازم است قبل از آزمون فرضیه‌ها نرمال‌سازی شود. از آنجا که در داده‌های این متغیر، مشاهدات پرت<sup>۱</sup> وجود دارد (مقادیر عددی که از سایر مقادیر تا حد زیادی

جدول ۳. آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف پس از به‌کارگیری تابع انتقال جانسون

متغیر	تعداد	پارامترهای نرمال		بیشترین تفاوت			مقدار Z کولموگوروف - اسمیرنوف	مقدار احتمال
		میانگین	انحراف معیار	قدر مطلق	مثبت	منفی		
N.AR	۱۴۲۸	-۰/۰۰۲	۱/۰۰	۰/۰۱	۰/۰۱	-۰/۰۱	۰/۴۲	۰/۹۹۵

استفاده می‌شود. در این پژوهش، برای بررسی همبستگی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل و کنترلی از ضریب همبستگی پیرسون استفاده می‌شود.

پس از حذف مشاهدات پرت و پیاده‌سازی تابع انتقال جانسون، متغیر واکنش بازار با میانگین -۰/۰۰۲ و انحراف معیار ۱/۰۰ نرمال شد و در ادامه از توزیع نرمال‌شده متغیر

جدول ۴. ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل	مقدار ۲ (آماره پیرسون)	مقدار احتمال	نتیجه آزمون	نتیجه همبستگی	نوع همبستگی
محدودیت شرکت	-۰/۱۱۳	۰/۰۰۰	رد فرض صفر	دو متغیر همبسته‌اند	معکوس
رشد سود تقسیمی	۰/۱۶۶	۰/۰۰۰	رد فرض صفر	دو متغیر همبسته‌اند	مستقیم
اندازه شرکت	۰/۰۷۶	۰/۰۰۲	رد فرض صفر	دو متغیر همبسته‌اند	مستقیم
ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۱۵۰	۰/۰۰۰	رد فرض صفر	دو متغیر همبسته‌اند	مستقیم
اقلام تعهدی اختیاری	۰/۱۱۰	۰/۳۰۱	پذیرش فرض صفر	دو متغیر همبسته‌اند	-

و معنادار است؛ اما همان طور که در جدول مشاهده می شود، مقدار احتمال برای ضریب همبستگی اقلام تعهدی اختیاری و واکنش بازار بیشتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین همبستگی بین این دو متغیر معنادار نیست.

همچنین، آزمون «لوین، لین و چو»<sup>۱</sup> برای بررسی مانایی متغیرهای پژوهش انجام شد که چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از ۰/۰۵ بوده است، تمامی متغیرهای مستقل و وابسته در دوره پژوهش در سطح پایا<sup>۲</sup> بوده اند.

همان طور که در جدول ۴ نشان داده شده است، متغیر محدودیت با متغیر وابسته واکنش بازار همبستگی معناداری دارد؛ زیرا مقدار احتمال برای آن کمتر از ۰/۰۵ است و فرض صفر، یعنی عدم وجود همبستگی رد می شود. این همبستگی به صورت معکوس است، زیرا مقدار  $r$  منفی یا کمتر از صفر است. در عین حال، بین متغیرهای اندازه شرکت، ارزش دفتری به ارزش بازار با متغیر واکنش بازار همبستگی به طور مستقیم

جدول ۵. نتایج آزمون مانایی لوین، لین و چو متغیرهای پژوهش

متغیرها	مقدار آماره	مقدار احتمال	نتیجه
AR	-۳۴/۰۷	۰/۰۰۰	مانا
FC	-۵/۶۷	۰/۰۰۰	مانا
DP	-۲/۴۷	۰/۰۰۷	مانا
Size	-۳/۹۰	۰/۰۰۰	مانا
BM	-۱۱/۸۵	۰/۰۰۰	مانا
DA	-۲۸/۵۷	۰/۰۰۰	مانا

## ۶-۲. آزمون فرضیه پژوهش

در تحلیل پانلی، داده ها به صورت مقطعی - زمانی<sup>۳</sup> گردآوری شده اند؛ یعنی داده های جمع آوری شده برای مقاطع مختلف در طی زمان است. در داده هایی که به این صورت جمع آوری می شوند، استقلال مشاهدات حفظ نمی شود، زیرا از هر شرکت در سال های مختلف چندین مشاهده تکرار شده است که این مشاهدات به هم وابسته اند (زیرا متعلق به یک شرکت هستند). برای تحلیل این نوع داده ها از تحلیل پانلی استفاده می شود. در جدول ۵، نتایج حاصل از مدل پژوهش نشان داده شده است. مقدار احتمال آزمون چاو در مدل کمتر از ۰/۰۵ است. این مقدار، برابر با ۰/۰۰۰ است؛ بنابراین مدل های مورد استفاده برای آنها دارای اثرات جداگانه ای برای شرکت ها است. مقدار احتمال برای آزمون هاسمن برای مدل، برابر ۰/۰۳۶ است؛ که مقدار آنها کمتر از ۰/۰۵ است. یعنی این

مدل ها، مدل های با اثرات ثابت هستند. ضمناً آماره دوربین-واتسون محاسبه شده (۲/۱۱) که بین ۱/۵ تا ۲/۵ است، بیانگر عدم خودهمبستگی است و استقلال باقیمانده های اجزا، نشان دهنده خطا است. نمودارهای باقیمانده در مقابل مقادیر برآورده شده، حاوی اطلاعات بسیار مهمی است؛ از جمله اینکه داشتن الگوی منظم در واریانس این نقاط می تواند باعث ناهمسانی واریانس شود. در این پژوهش از آزمون آماری وایت برای کشف همسانی واریانس استفاده می کنیم. معناداری آماره  $F(۴/۳۹)$  برای مدل پژوهش، نشان دهنده این است که فرض صفر آزمون (مبتنی بر همسانی واریانس ها) رد می شود؛ بنابراین، لازم است در برآورد مدل از این نظر، تصحیح لازم (در ماتریس کوواریانس) صورت گیرد. به همین دلیل، روش محاسبه ماتریس کوواریانس ضرایب را

1. Levin, Lin & Chu

2. Stationarity

3. Cross Section-Time Series

Cross-section weights انتخاب می‌کنیم. این کار موجب تغییر شیوه محاسبه خطای استاندارد ضرایب می‌شود و به تبع آن، آماره تی‌استیودنت و سطوح معناداری مربوط از نظر همسانی واریانس موجود، تصحیح می‌شوند.

جدول ۶. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه پژوهش

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	۰/۳۴	۰/۲۶	۰/۷۹۵	بی‌معنا	-
DP*FC	-۰/۰۳	-۶/۵۸	۰/۰۰۰	معنادار و منفی	۱/۰۲
Size	۰/۰۱	۷/۱۵	۰/۰۰۰	معنادار و مثبت	۲/۰۵
BM	۱۱/۸۱	۵/۹۱	۰/۰۰۰	معنادار و مثبت	۱/۳۳
DA	۰/۳۴	۱/۴۵	۰/۱۵۳	بی‌معنا	۱/۶۴
مقدار F		۴/۸۰	مقدار احتمال F		۰/۰۰۰

ضریب تعیین ۰/۶۰  
 ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۴۸  
 آماره دورین-وانسون ۲/۱۱  
 آماره چاو ۷/۵۰  
 سطح معناداری ۰/۰۰۰  
 آماره هاسمن ۱۱/۹۴  
 سطح معناداری ۰/۰۳۶

در نهایت، مدل برازش شده به صورت زیر است که ضرایب متغیرها از جدول ۶ در آن قرار گرفت:

$$AR_{i,t} = -0.03 (DP * FC)_{i,t} + 0.01 Size_{i,t} + 11.81 BM_{i,t} + \varepsilon_t$$

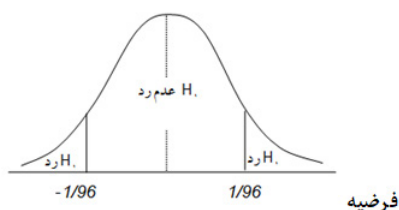
تعیین برابر با ۰/۶۰ است؛ یعنی در حدود ۶۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته از طریق متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌شود. مقدار ضریب تعیین نسبتاً خوب است و این نشان دهنده رابطه نسبتاً خوب بین متغیرهای مستقل و وابسته است.

همان‌طور که ذکر شد، فرض پژوهش به این صورت بود که شرکت‌های دارای محدودیت در تأمین مالی، در مقایسه با شرکت‌های فاقد محدودیت، واکنش بازار ضعیف‌تری نسبت به افزایش سود سهام تقسیمی نشان می‌دهند. مقدار آماره  $t$  برای  $DA*FC$ ، برابر با  $-۶/۵۸$  (معنادار و منفی) است. می‌توان گفت بین افزایش سود تقسیمی برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی و واکنش بازار رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد.

همان‌طور که مشاهده می‌شود، برای مدل پژوهش متغیر  $DP*FC$  مدل معنادار و منفی است؛ بنابراین در مدل با علامت منفی باقی می‌ماند. متغیر  $Size$  و  $BM$  در مدل معنادار و مثبت هستند، بنابراین در مدل با علامت مثبت قرار می‌گیرند؛ اما متغیر  $DA$  که در مدل معنادار نیست، از مدل حذف می‌شود. همچنین، مقدار آماره  $t$  برای ضریب ثابت در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار نمی‌گیرد و بی‌معنا است.

به علاوه، از آنجا که مقدار احتمال معناداری  $F$ ، برابر با ۰/۰۰۰ است و این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود؛ یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معناداری وجود دارد. ضمناً میزان ضریب

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_5 = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \quad i = 1, 2, 3, 4, 5 \end{cases}$$



پژوهش، می‌توان گفت در صورتی که شرکتی در تأمین منابع مالی خود دچار محدودیت باشد، بازده سهام آن شرکت به بازده بازار نزدیک‌تر می‌شود؛ به طوری که بازده کمتری از بازده سهام بازار پیدا می‌کند و در واقع قدرت پیشی گرفتن از متوسط بازار را نخواهد داشت.

شایان ذکر است که این نتیجه، رابطه مستقیم و همسویی با نتایج پژوهش‌های میتون (۲۰۱۶)، جیرا پرن و همکاران (۲۰۱۵)، ماسترز و همکاران (۲۰۱۵)، مشکی میاوقی و صرفه‌جو (۱۳۹۶) و گودرزی و همکاران (۱۳۹۵) دارد.

باتوجه به نتیجه آزمون فرضیه پژوهش حاضر، به شرکت‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود، برای افزایش جذابیت سهام شرکت سعی کنند محدودیت در تأمین مالی را در هنگام تقسیم سود سهام به سرمایه‌گذاران مدیریت کنند و نیز به فعالان بازار سرمایه توصیه می‌شود، در نظر داشته باشند که افزایش سود تقسیمی بدون توجه به محدودیت مالی، باعث خروج منابع داخلی و افزایش اهرم مالی می‌شود که این امر موجب کاهش توان سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. همچنین، پیشنهاد می‌شود که در آینده، در زمینه تأثیر محدودیت‌های تأمین منابع مالی بر واکنش بازار و بازده دارایی‌ها باتوجه به سیاست‌های تقسیم سود برای شرکت‌های رقابت‌پذیر در بازار سرمایه ایران و نیز تأثیر محدودیت مالی به تفکیک (داخلی و خارجی)، برای نشان دادن اثرات مجزای آن بر واکنش بازار و نیز کارایی سرمایه‌گذاری پژوهش‌هایی انجام شود.

### مرجع‌ها

تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا. ۱۳۸۸. «بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت تأمین مالی بر سطوح سرمایه‌گذاری»، فصلنامه تحقیقات حسابداری، سال اول، ش ۳.

از آنجا که متغیر مستقل در این فرضیه، متغیر محدودیت در تأمین مالی پس از افزایش سود تقسیمی سهام بود و مقدار آماره t برای آن معنادار و منفی به دست آمد، رابطه بین این دو متغیر معنادار و منفی است. یعنی باوجود محدودیت در تأمین مالی پس از افزایش سود تقسیمی، واکنش بازار شرکت‌ها کاهش می‌یابد. به این معنا که در صورت افزایش متغیر محدودیت در تأمین مالی پس از افزایش سود تقسیمی به میزان ۰/۰۳، واکنش بازار به میزان ۱ واحد کاهش می‌یابد؛ بنابراین فرضیه پژوهش تأیید شد.

### ۷. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر رویه و سیاست‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها یکی از موضوعات بحث‌برانگیز در بین پژوهشگران بوده است. در این پژوهش طی بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴، ۱۶۲۰ سال - شرکت (۹ سال ۱۸۰× شرکت) برای مطالعه تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر واکنش بازار پس از افزایش سود سهام تقسیمی، با استفاده از روش تحلیل پانلی مورد پژوهش قرار گرفتند. بنا بر نتایج پژوهش، محدودیت در تأمین مالی پس از افزایش سود تقسیمی باعث کاهش واکنش بازار می‌شود. به علاوه، برای شرکت‌هایی با اندازه بزرگ‌تر و ارزش دفتری به ارزش بازار بیشتر، واکنش بازار بیشتر بود؛ یعنی با افزایش BM که البته شاخصی برای وضعیت شرکت‌ها نیز هست و سهام شرکت‌هایی که دارای BM بالا هستند، سهام خوب تلقی می‌شوند، واکنش بازار شرکت‌ها بهتر است و بازده سهام شرکت‌های با BM بالا، به طور مثبتی از بازده بازار فاصله می‌گیرد؛ اما اقلام تعهدی اختیاری روی واکنش بازار تأثیر معناداری ندارد. باتوجه به نتیجه به دست آمده از فرضیه

- حسابداری و حسابرسی ۱۷(۶۰)، ۹۳-۱۰۸.
- کنعانی امیری، منصور. ۱۳۸۶. «بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و بازده سهام در بازار سرمایه ایران»، دوماهنامه رفتار دانشور، سال چهاردهم، ش ۲۶.
- گودرزی، مجید و همکاران. ۱۳۹۵. «بررسی تأثیر محدودیت‌های تأمین منابع مالی بر روی نرخ تأمین منابع مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس تهران»، کنفرانس بین‌المللی ایده‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- محمودی، وحید و محقق، هادی. ۱۳۹۰. «بررسی واکنش بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به انحرافات اساسی از روند تقسیم سود سهام»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۶.
- مشکی میاوقی، مهدی و صرفه‌جو، فاطمه. ۱۳۹۶. «بررسی پیامدهای سیاست سود تقسیمی در شرایط محدودیت مالی و موقعیت رقابتی»، فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال پنجم، شماره سوم (شماره پیاپی ۱۸).
- نقی‌نژاد، ب. و کاشانی‌پور، ر. ۱۳۸۹. «بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی - سرمایه‌گذاری»، فصلنامه تحقیقات حسابداری ۲.
- ون هورن، جیمز سی. ۱۳۷۱. مدیریت مالی. ترجمه محسن دستگیر، تهران: انتشارات کتب دانشگاهی.
- Benesh Gary, A.; Keown Arthur, J.; Pinkerton John, M. 1984. "An Examination of Market Reaction to Substantial Shifts in Dividend Policy", *Journal of Financial Research* 7(2), 42-131.
- Blau, Benjamin M. & Fuller, Kathleen P. April 2008. "Flexibility and Dividends", *Journal of Corporate Finance, Elsevier* 14(2), 133-152.
- Campello, M. 2003. "Capital Structure and Product Markets Interactions: Evidence from Business Cycles", *Journal of Financial Economics* 68, 353-378.
- Christie, A. A. 1982. "The Stochastic Behavior of Common Stock Variances - Value, Leverage and Interest Rate Effects", *Journal of Financial*
- حجازی، رضوان و خادمی، صابر. ۱۳۹۲. «تأثیر عوامل اقتصادی و ویژگی‌های شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های حسابداری مالی (۲)۵.
- حسن‌زاده برادران، رسول و همکاران. ۱۳۹۶. «بررسی تأثیر چرخه عمر و جریان نقد آزاد بر بازده و نسبت پرداخت سود سهام»، مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال ششم، ش ۲۱.
- حسنی القار، محسن و مرفوع، مسعود. ۱۳۹۶. «بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود»، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ششم، ش ۲۳.
- ستایش، محمدحسین و غفاری، محمدجواد. ۱۳۸۸. «بررسی سودمندی میزان سود تقسیمی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی (۲)۱.
- ستایش، محمدحسین و کاظم‌نژاد، مصطفی. ۱۳۸۹. «بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله دانش حسابداری، سال اول، ش ۱، ص ۵۱-۲۹.
- شهرپوری، آرش؛ خلعتبری لیماکی، عبدالصمد؛ قهرمانی صغیر، حسنا. ۱۳۹۴. «بررسی رابطه محدودیت در تأمین مالی و عملکرد شرکت باتوجه به سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، اولین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری با رویکرد ارزش‌آفرینی، تهران: دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم و تحقیقات فارس.
- کاشانی‌پور، محمد و نقی‌نژاد، ب. ۱۳۹۳. «بررسی محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران»، پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)، دوره ۲، ش ۲ (پیاپی ۵۹/۳)
- کردستانی، غلامرضا و نصیرلو، صابر. ۱۳۹۴. «تأثیر مدیریت سود بر واکنش بازار به سود غیرمنتظره»، بررسی‌های حسابداری، دوره دوم، ش ۷.
- کردستانی، غلامرضا و آشتاب، علی. ۱۳۸۹. «بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های

- Do Talented Managers View Dividend Payouts?”, *Applied Economics Letters*, Taylor & Francis Group, Vol. 15, pp. 148-165.
- Kashyap, A. K.; Lamont, O. A.; Stein, J. C. 1994. “Credit Conditions and the Cyclical Behavior of Inventories”, *Quarterly Journal of Economics* 109, 565-592.
- Masters, N.; Faff, R.; Pathan, S. 2015. “Financial Constraints and Dividend Policy”, Electronic copy available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=228696](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=228696).
- Michaely, Roni & Roberts, Michael R. 2012. “Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms”, *Review of Financial Studies* 25(3), 711-746.
- Mitton Todd. 2016. “Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets”, *Emerging Markets Review* 5, 409-426.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. 1984. “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics* 12(3), 187-221.
- Pal, Karam & Goyal, Puja. 2007. “Leading Determinants of Dividend Policy: A Case Study of the Indian Banking Industry”, *Decision* 34(2), 87-112.
- Rozeff, M. 1992. “How Companies Set Their Dividend-Payout Ratios”, in: Stern, J. M. and Chew, D. H., *The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell Publishers, Oxford.
- Schwert, G. W. 1989. “Why Does Stock Market Volatility Change Over Time?”, *Journal of Finance* 44, 1115-1153.
- Titman, S. & Grinblatt, M. 1998. “Mutual Fund *Economics* 10, 407-432.
- Dichu, Bao; Kam, C.; Chan Weining, Zhang. 2012. “Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings”, *Journal of Corporate Finance* 18, 690-700.
- Doffee, G. R. 1995. “Stock Returns and Volatility: A Firm Level Analysis”, *Journal of Financial Economics* 37, 399-420.
- Dongmi, Li. 2010. “Financial Constraints: R&D Investment, and Stock Returns”, *Rady School of Management University of California San Diego* 1-6, 22-24.
- Farre-Mensa, J. & Ljungqvist, A. 2016. “Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints?”, *CEPR Discussion Papers from C.E.P.R. Discussion Papers*, No. 10326.
- Fazzari, Steven M.; Hubbard, R. Glenn; Petersen, Bruce C. 1996. “Financing Constraints and Corporate Investment: Response to Kaplan and Zingales”, *NBER Working Papers* 5462, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Gertler, M. & Gilchrist, S. 1994. “Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms”, *Quarterly Journal of Economics* 109, 565-592.
- Grullon, Gustavo; Michaely, Roni; Benartzi, Shlomo; Thaler, Richard H. 2005. “Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability”, *Journal of Business*, 1659-1682
- Jensen, M. C. 1986. “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Financial and Takeovers”, *AEA Papers and Proceedings* 76(2), 323-329.
- Jiraporn, P.; Leelalai, V.; Tong, Sh. 2015. “The Effect of Managerial Ability on Dividend Policy: How

- Woog, S.; Kwag, A.; Stephens, A. 2010. "Investor Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Reaction to Earnings Management", *Managerial Holdings*", *Journal of Business* 62(3), 393-399.
- Whited, T. & Wu, G. 2006. "Financial Constraints Risk", *Review of Financial Studies* 19, 531-559.