

علامت دهی افزایش سود تقسیمی سهام در بازار سهام ایران - بورس اوراق بهادار تهران

دکتر فرزین خوشکار

مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

f.khoshkar@hnhk.ac.ir

مهدی خوشه

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول).

Mkhosheh12@gmail.com

محمدحسن خواجهی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

m.hkhajavi@gmail.com

شماره ۳۷ / زمستان ۱۳۹۹ (جلد پنجم) صص ۷۷-۸۹
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

چکیده

مطالعات اخیر در بازار های کارا نشان داده که علامت دهی سود پرداختی سهام تا زمانی قدرت دارد که برای زمانی طولانی قبل از آن سود سهام پرداختی بدون تغییر بوده باشد. ما تاریخچه شرکت های ایرانی را مطالعه کردیم تا بررسی کنیم که آیا علامت دهی افزایش سود سهام با تکرار پی در پی آن تغییر می کند. نمونه ما شامل ۱۴۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود و افزایش سالیانه سود تقسیمی سهام را بررسی کردیم. برای بررسی علامت دهی افزایش سود سهام پرداختی، درآمد های غیر عادی در دو روز اولیه اعلام افزایش سود پرداختی سهام را مورد مطالعه قرار دادیم. دو فرض در این مطالعات طراحی کردیم که فرضیه اول مبتنی بر معنی دار بودن رابطه ی بین افزایش سود تقسیمی سهام و بازده غیرعادی آن بود. در تحلیل رگرسیونی فرضیه ها با استفاده از روش های آماری و با استفاده از نرم افزار Eviews، هر دو فرضیه رد شد. ما دلیل عمده ی این نتیجه ی غیر قابل انتظار را عدم ثبات اقتصادی و ناکارایی بازار سرمایه در ایران می دانیم و در انتها پیشنهاداتی جهت مطالعات بیشتر در این زمینه مطرح کردیم.

کلید واژگان: علامت دهی، سود تقسیمی سهام، درآمد های غیر عادی.

مقدمه

سرمایه گزاران در قبال پذیرش ریسک سرمایه گذاری در شرکت دو نوع بازده نقدی دریافت می نمایند: سود نقدی و سود سرمایه ای (ناشی از تغییرات ارزش سهام). سود نقدی سهام مهم ترین منبع پرداخت وجوه نقد به سهام داران بوده و لذا از اهمیت بالایی برخوردار است. پژوهشگران تاکنون مدل ها و تئوری های بسیاری برای تشریح، تبیین و پیش بینی عوامل موثر بر تصمیمات شرکت در باب تقسیم سود ارائه نموده اند.

یکی از تئوری های مربوط با سود تقسیمی، تئوری علامت دهی است. طبق این تئوری، منشا ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی، وجود اطلاعات نهانی در اختیار مدیریت است به ای صورت که مدیریت در مقایسه با سرمایه گزاران بیرونی اطلاعات بیشتری

راجع به فرصت های رشد، سود آوری، جریان های نقدی و بطور کلی وضعیت مورد انتظار آتی شرکت در اختیار دارند؛ چرا که مدیران بیشتر وقت خود را صرف ارزیابی و تحلیل محصولات شرکت، بازار، استراتژی ها فرصت های سرمایه گذاری نموده و اطلاعات به موقع تری راجع به عملکرد فعلی دارند و بهتر قادر به پیش بینی وضعیت آتی شرکت هستند (اعتمادی و کنجانی، ۱۳۹۴).

اکثریت شرکت ها سطح پرداخت سود سهام جاری را حتی اگر عملیات با زیان خالص مواجه گردد حفظ می کنند. اخلاص زمانی در سود سهام پرداختی شرکت ها قرینه ای بر پریشانی و شکست مالی شرکت است (بیکر و همکاران^۱، ۱۹۸۵). افزایش غیر منتظره در سود سهام پرداختی، چشم انداز و منظری مساعد برای جریان های نقدی آتی بنگاه اقتصادی را نشان می دهد و باعث افزایش ثروت سهام داران می گردد و از سویی دیگر انتشار غیر منتظره سهام (افزایش سرمایه) یا ایجاد یک بدهی، به عنوان اخبار بد در مورد چشم انداز آینده بنگاه اقتصادی تفسیر می شود (میلر و راک^۲، ۱۹۸۵). در مجموع شواهد تجربی حاکی از این است که بازار، افزایش غیرمنتظره سود سهام پرداختی را به عنوان اخبار خوب و کاهش غیر منتظره سود سهام پرداختی را به عنوان اخبار بد تفسیر می کند.

افزایش قابل توجه سود سهام توسط یک واحد تجاری می تواند تفاسیر متفاوتی از دید سهامداران مختلف داشته باشد. این احتمال وجود دارد که سرمایه گذاران، وجه نقد ناشی از پرداخت سود سهام را به همان میزان افزایش در ارزش سهام خود ترجیح دهند. این امر دلایل متفاوتی می تواند داشته باشد از جمله اینکه سود سهام درآمد با ثباتی برای سهامداران فراهم می آورد به طوری که آنها می توانند براساس آن هزینه های زندگی خود را تنظیم کنند و یا پرداخت سود سهام با عث کاهش عدم اطمینان سهامداران نسبت به دریافت بازده سرمایه شان می شود و نیز افزایش میزان سود سهام از دید سرمایه گذاران نشانه افزایش توان سودآوری آتی شرکت است.

صحت برخی از نظریات و تئوری ها در بازار های بزرگ و کشور های توسعه یافته که از کارایی بالایی برخوردارند به اثبات رسیده است ولی بررسی دقیق و جامعی در کشورهای در حال توسعه صورت نگرفته است. جهت استفاده از این نظریات در تجزیه و تحلیل بازار و پیش بینی های آینده، ضرورت دارد که تایید این نظریات (یا رد آنها) و به طور خاص اثر علامت دهی سود سهام در بازار های نوظهور نیز بررسی شود.

گروه وسیعی شامل سرمایه گزاران در بازار سهام، مدیران، تحلیل گران، بانک ها و وام دهندگان، فعالان اقتصادی در زمینه های مختلف و پژوهشگران نتایج این پروژه را مورد استفاده قرار خواهند داد.

زمانی که شرکت سیاست سود سهام پرداختی پایدار را اجرا می کند و سپس سود سهام تقسیمی را افزایش می دهد، افزایش سود تقسیمی منجر به بازده غیر عادی می شود ولی اکنون مسأله این است که آیا با افزایش های متوالی، باز هم بازده غیر عادی مثبت و معنی دار است؟

در این تحقیق بر آنیم تا با استفاده از آمار توصیفی درستی یا نادرستی این موضوع را بررسی کنیم. در تحلیل های توصیفی حول افزایش های سود تقسیمی سهام، تعدادی متغیر مختلف به کار گرفته می شود که در پژوهش های قبلی کمتر از این متغیر ها استفاده شده است.

¹ Baker & et al

² Miller & Rock

فرضیه های تحقیق

فرضیه ۱: افزایش سود تقسیمی سهام با بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری دارد.
فرضیه ۲: افزایش سود تقسیمی سهام طی سالیان متوالی اثر علامت دهی را کاهش می دهد.

متغیر ها و مفاهیم

سود تقسیمی کل: کل سود سهامی است که برای هر سهم بصورت نقدی در طول یک سال مالی پرداخت می شود:

سود پرداختی کل
TD : Total Dividend

کل سود پرداختی در یک سال مالی از دو بخش سود پرداختی موقت و سود پرداختی نهایی تشکیل شده است:

$$TD = ID + FD$$

ID : Interim Dividend سود تقسیمی موقت

FD : Final Dividend سود تقسیمی نهایی

سود پرداختی موقت همان سود پرداختی در شش ماه اول سال مالی است.

خط سیر افزایش سود تقسیمی که آن را track records می نامیم:

سال $t-1$ را اولین سال در نظر می گیریم. اگر سود پرداختی در سال t افزایش داشته باشد، خط سیر افزایش سود پرداختی شروع می شود و طول این خط سیر ۱ می باشد. حال اگر در سال $t+1$ نیز سود پرداختی نسبت به سال t افزایش داشته باشد، خط سیر ادامه یافته و طول آن ۲ می شود همین طور برای سال های بعد تا جایی که هر سال سود پرداختی افزایش داشته باشد، خط سیر ادامه خواهد یافت. طول خط سیر را با i نشان می دهیم.

درآمد های حقیقی (Actual Earnings):

تفاضل قیمت سهام در پایان سال مالی نسبت به قیمت آن در ابتدای سال مالی، درآمد حقیقی سهام را نتیجه می دهد.

سود پرداختی حقیقی (Actual Dividend):

سود پرداختی یک سهم است که در سال مالی محقق شده است.

قیمت هر سهم (Stock Price) که آن را با P نشان می دهیم و قیمت سهم ۵ روز کاری قبل از اعلام افزایش سود پرداختی است.

نرخ بازار یک سهم : Market – Value

نسبت ارزش بازار یک سهم به ارزش دفتری آن : Market to book

روابط بین متغیر ها

قبل از پرداختن به روابط این نکته باید مورد نظر قرار گیرد که در کلیه روابط، معیار یک سال مالی می باشد.

$$CHG = \frac{FD_0 - FD_{-1}}{p} \quad \text{رابطه (۱)}$$

CHG: نرخ تغییرات سود تقسیمی نسبت به قیمت هر سهم.

FD_0 : سود سهام پرداختی نهایی برای سال صفر.

FD_{-1} : سود سهام پرداختی نهایی برای سال قبل از صفر.

P: قیمت سهام ۵ روز کاری قبل از اعلام افزایش سود پرداختی.

$$DS = \frac{D-FD}{p} \quad \text{رابطه (۲)}$$

DS: سود سهام پرداختی پیش بینی نشده (غیر منتظره) برای هر سهم.

D: سود سهام پرداختی واقعی برای هر سهم.

FD: میانگین سود های پرداختی پیش بینی شده برای هر سهم.

$$ES = \frac{E-FE}{p} \quad \text{رابطه (۳)}$$

ES: درآمد پیش بینی نشده برای هر سهم (درآمد غیر منتظره).

E: درآمد واقعی هر سهم (درآمد مورد انتظار).

FE: میانگین درآمد های پیش بینی شده سهام برای هر سهم.

P: قیمت سهام ۵ روز کاری قبل از اعلام افزایش سود پرداختی.

حاصل تفاضل آخرین درآمد پیش بینی شده و اولین درآمد پیش بینی شده برای هر سهم در یک سال مالی را با ΔEF نشان می دهیم و آن را تغییرات درآمد پیش بینی شده هر سهم گوئیم.

درآمد های غیر منتظره (ES) ممکن است مثبت، منفی یا صفر باشد. سود پرداختی غیر منتظره (DS) نیز ممکن است یکی از سه حالت مثبت، منفی یا صفر را داشته باشد. بر این اساس متغیر $D(a,b)$ را تعریف می کنیم به طوری که:

a: علامت ES است.

b: علامت DS است.

بنابراین $D(a,b)$ می تواند ۹ حالت داشته باشد:

$D(+,+)$	$D(+,0)$	$D(+,-)$
$D(0,+)$	$D(0,0)$	$D(0,-)$
$D(-,+)$	$D(-,0)$	$D(-,-)$

ما در این پژوهش حالتی را که در آن $D(-,-)$ را در نظر نمی گیریم زیرا در اعلام افزایش سود پرداختی سهام، احتمال آن ناچیز و نزدیک به صفر است.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i - \beta_i R_{mt}) \quad \text{رابطه (۴)}$$

AR_{it} : درآمد غیر عادی سهام i در روز t ام.

R_{it} : درآمد خام سهام i در روز t ام.

R_{mt} : ضرب تجمیع شده درآمد بازار برای روز t ام.

α_i, β_i : ضرایب برآورد های عرض از مبدا و شیب خط.

$$CAR_i(0,+1) = AR_{i0} + AR_{i1} \quad \text{رابطه (۵)}$$

$CAR_i(0,+1)$: درآمد غیر عادی تجمیعی روزهای ۰ و ۱.

AR_{i0} : درآمد غیرعادی روز صفر.

AR_{i1} : درآمد غیرعادی روز ۱ پس از اعلام افزایش سود پرداختی.

مدل رگرسیون مورد استفاده در این پژوهش به شکل زیر می باشد:

$$CAR(0,+1) = \alpha_0 + \alpha_1 CHG + \alpha_2 ES_0 + \alpha_3 DS_0 + \alpha_4 \Delta EF_1 + \alpha_5 MBR + \alpha_6 MVE + \alpha_7 D(-,0) + \alpha_8 D(-,+)$$
$$+ \alpha_9 D(0,-) + \alpha_{10} D(0,0) + \alpha_{11} D(0,+) + \alpha_{12} D(+,-) + \alpha_{13} D(+,0) + \alpha_{14} D(+,+) + \sum_{j=1}^{10} S_j \text{DINUM}_j$$

CAR(0,+1): متغیر وابسته (درآمد غیرعادی دو روز اول انتشار اعلامیه ی افزایش سود پرداختی)

CHG: تغییر در final dividend طبق رابطه شماره (۱)

ES₀: درآمد غیر منتظره سال صفر طبق رابطه شماره (۳)

DS₀: سود پرداختی سهام که پیش بینی نشده است طبق رابطه ی (۲)

ΔEF₁: تغییر در درآمد هر سهم پیش بینی شده برای سال ۱

MBR: نسبت ارزش بازار هر سهم به ارزش دفتری آن سهم

MVE: لگاریتم طبیعی ارزش بازار هر سهم.

DINUM_j: متغیر ساختگی که تعداد افزایش های پی در پی سالیانه را نشان می دهد یا به عبارت دیگر ز امین افزایش در افزایش های پی در پی سود پرداختی.

روش تحقیق

تحقیق حاضر به لحاظ ارتباط با حوزه های مختلف حسابداری، در حیطه پژوهش های اثبات حسابداری مالی است و به لحاظ استفاده از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه ها در گروه پژوهش های شبه تجربی است. به لحاظ تحلیل آماری جزء پژوهش های رگرسیونی است.

روش شناسی مورد استفاده در این تحقیق از نوع پس رویدادی بوده و از اطلاعات گذشته استفاده شده است. در مواردی که بررسی ارتباط بین یک متغیر وابسته با چند متغیر مستقل مدنظر باشد، هدف تحقیق این است که با استفاده از داده های تاریخی، پارامتر (پارامترهایی) برای متغیر (متغیرهای) مستقل برآورد و با ارائه مدل اقدام به پیش بینی نماید. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۸ است. نمونه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکتهایی است که شرایط زیر را داشته باشند:

۱- اطلاعات مربوط به درآمدهای حقیقی هر سهم و درآمد پیش بینی شده برای هر سهم در هر سال مالی موجود و قابل دسترسی باشد.

۲- اطلاعات مربوط به سود پرداختی واقعی برای هر سهم و سود تقسیمی پیش بینی شده برای هر سهم در هر سال مالی موجود قابل دسترسی باشد.

۳- ارزش بازار و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری برای هر شرکت موجود و در دسترس باشد.

۴- اطلاعات مربوط به قیمت هر سهم موجود و در دسترس باشد.

۵- در سه روز معاملاتی که افزایش سود پرداختی اعلام میشود. هیچ اعلامیه ی دیگری درباره ی حساسیت قیمت منتشر نشده باشد.

باتوجه به شرایط ذکر شده در نهایت نمونه ها شامل ۱۴۸ شرکت از صنایع مختلف می باشد که تعداد مشاهدات طی ده سال ۱۴۸۰ سال شرکت است.

اطلاعات مورد نیاز جهت آزمون فرضیه های پژوهش شامل صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قیمت های بازار سهام آنها بود که از طریق نرم افزار ره آور نوین مراجعه به سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت کدال قابل استخراج است. همچنین می توان با مراجعه به کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران به اطلاعات فوق دست یافت.

در این تحقیق استفاده از روش های آماری به دو شکل توصیفی و استنباطی انجام گرفته است. با محاسبه حداقل، حداکثر، میانه، میانگین و انحراف معیار جدول های توزیع فراوانی و آمار توصیفی تهیه شد. در تحلیل های آماری استنباطی در این تحقیق جهت آزمون فرضیه ها از آزمون های کلمروگروف- اسمیرنوف، دوربین- واتسون، هم خطی و همبستگی و آزمون چار- هاسمن استفاده شده است. داده ها در نرم افزار صفحه گسترده Excel مرتب شدند و از نسخه ۱ نرم افزار Eviews جهت تجزیه و تحلیل آماری استفاده شده است.

یافته های تحقیق

جدول (۱) آمار توصیفی

	CAR	CHG	DS	ES	ΔEF	MBR	MVE	DINUM
میانه	-۴,۱۹۲۰۲۹	۰,۰۰۳۷۹۱	-۰,۰۳۷۲۰۳	-۰,۰۳۰۶۴۰	-۰,۰۲۷۴۵۴	۰,۰۰۱۰۸۵	۱۲,۶۰۳۲۸	۰,۴۷۹۷۳۰
میانگین	-۱۶,۶۱۴۳۹	۰,۰۰۰۰	-۰,۰۵۱۰۸۶	-۰,۰۳۱۷۴۷	۰,۰۰۷۵۰۲	۰,۰۰۱۰۰۰	۱۲,۴۳۹۵۹	۰,۰۰۰۰
حداکثر	۷۵۱,۷۸۶۷	۴,۲۲۳۵۶۵	۲,۰۵۵۱۷۲	۰,۵۰۱۴۶۲	۲,۶۶۹۶۶۵	۰,۰۰۸۱۹۷	۱۸,۷۳۹۲۳	۱,۰۰۰۰
حداقل	-۱۴۰,۸۵۳۴	-۴,۵۸۶۹۱۳	-۲,۷۶۴۸۹۴	-۰,۴۶۳۹۷۳	-۳,۳۳۶۴۷۱	۰,۰۰۰۰	۶,۷۳۶۹۶۷	۰,۰۰۰۰
انحراف استاندارد	۷۵,۸۳۶۲۴	۰,۳۳۱۸۳۰	۰,۲۰۳۶۸۳	۰,۰۴۶۹۸۶	۰,۳۰۷۶۵۳	۰,۰۰۰۵۲۶	۱,۶۳۹۹۵۲	۰,۴۹۹۷۵۸
تعداد مشاهدات	۱۴۸۰	۱۴۸۰	۱۴۸۰	۱۴۸۰	۱۴۸۰	۱۴۸۰	۱۴۸۰	۱۴۸۰

در جدول بالا شاخص های مرکزی از جمله میانگین و انحراف معیار، و کمینه و بیشینه برای متغیرهای مختلف ارائه شده است. جدول (۱) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می دهد. اصلی ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخصی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای نشان دادن میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است. مقدار این پارامتر برای میزان افزایش سود تقسیمی ۰/۲۳۱ است.

تجزیه و تحلیل استنباطی داده ها

جدول (۲): آزمون کلموگروف اسمیرنوف

متغیر وابسته	
بازده سهام غیر عادی	
۰,۷۳۰	آماره آزمون
۰,۶۶۱	معنی داری

مقادیر سطح معنی داری (sig) برای متغیرهای وابسته برای سال‌های دوره تحقیق بزرگتر از ۰/۰۵ است فرض صفر هنگامی رد می‌شود که مقدار سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد باشد بنابراین متغیرهای وابسته در سال‌های مختلف توزیع نرمالی دارد.

جدول (۳): آزمون همبستگی بین متغیرها

Correlation	CAR	CHG	DS	ES	_EF	MBR	MVE	DINUM
CAR	۱							
CHG	-.۰۴۸۳۳۳	۱						
DS	-.۰۳۱۳۰۹	.۰۲۲۲۸۷۶	۱					
ES	-.۰۴۱۵۳۳	.۰۰۶۱۸۳۰	.۰۶۵۹۳۳۷	۱				
ΔEF	.۰۰۸۲۵۶۹	-.۰۱۰۵۶۴۸	-.۰۳۶۲۲۵۴	-.۰۳۳۳۸۰۱	۱			
MBR	.۰۰۲۸۰۶۰	.۰۲۴۶۴۲۵	-.۰۱۲۶۲۱۰	-.۰۰۷۴۷۹۹	-.۰۰۳۰۶۲۲	۱		
MVE	.۰۱۱۰۳۴۷	.۰۰۱۵۸۳۱	.۰۰۳۱۱۰۴	.۰۱۰۷۲۵۳	-.۰۰۲۶۱۶۷	-.۰۰۴۱۶۹۹	۱	
DINUM	.۰۷۸۱۴۲	-.۰۳۷۱۳۴۳	.۰۱۰۴۴۴۸	-.۰۱۸۷۴۸۴	.۰۰۷۰۴۷۵	-.۰۰۲۰۷۳۶	.۰۱۰۰۵۵۲	۱

جدول فوق مقادیر همبستگی بین متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد. ضریب همبستگی پیرسون بین ۱- و ۱ تغییر می‌کند. اگر $I=1$ بیانگر رابطه مستقیم کامل بین دو متغیر است، رابطه مستقیم یا مثبت به این معناست که اگر یکی از متغیرها افزایش (کاهش) یابد، دیگری نیز افزایش (کاهش) می‌یابد. و اگر $I=-1$ نیز وجود یک رابطه معکوس کامل بین دو متغیر را نشان می‌دهد. رابطه معکوس یا منفی نشان می‌دهد که اگر یک متغیر افزایش یابد متغیر دیگر کاهش می‌یابد و بالعکس. زمانی که ضریب همبستگی برابر صفر است نشان می‌دهد که بین دو متغیر رابطه خطی وجود ندارد.

آزمون چاو و هاسمن فرضیه اول

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مورد نظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول (۵): نتایج آزمون چاو و هاسمن

روش مناسب	P-Value	درجه آزادی	مقدار آماره	آماره	آزمون
پانل	.۰۰۰۰۰	(۱۴۷,۱۳۲۶)	۲,۵۷۵۵۱۳	F	چاو
اثرات ثابت	.۰۰۰۰۰	۶	۷۷,۹۷۵۰۸۹	χ^2	هاسمن

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۰۰۰۰)، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود و فرضیه H_1 پذیرفته شده است.

آزمون چاو و هاسمن فرضیه دوم

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل موردنظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول (۵): نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value	روش مناسب
چاو	F	۲,۵۴۵۵۶۶	(۱۴۷,۱۳۲۶)	۰,۰۰۰۰	پانل
هاسمن	χ^2	۷۶,۰۲۱۳۱۱	۶	۰,۰۰۰۰	اثرات ثابت

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۰۰۰)، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود و فرضیه H_1 پذیرفته شده است.

آزمون فرضیه‌ها

آزمون فرضیه اول

افزایش سود تقسیمی سهام با بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری دارد.

H_0 : افزایش سود تقسیمی سهام با بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری ندارد.

$$H_0 : \beta_i = 0$$

H_1 : افزایش سود تقسیمی سهام با بازده غیر عادی سهام رابطه ی معناداری دارد

$$H_1 : \beta_i \neq 0$$

جدول (۶): بررسی مدل ترکیبی فرضیه اول

سطح معناداری.	آماره - اف	انحراف معیار	ضریب	متغیرهای تحقیق
۰,۰۹۲۱	-۱,۶۸۵۸۷۰	۵,۳۲۵۸۰۸۴	-۹,۰۳۳۰۳۵	CHG
۰,۰۲۷۰	-۲,۲۱۳۶۲۰	۸,۷۵۵۳۹۷	-۱۹,۳۸۱۱۲	DS
۰,۰۰۰۰	۴,۳۹۴۹۹۶	۴۱,۶۴۳۶۶	۱۸۳,۰۲۳۷	ES
۰,۰۰۰۰	۴,۳۱۰۲۵۷	۵,۵۴۶۲۸	۲۱,۷۸۶۷۴	ΔEF
۰,۰۰۰۵	۳,۴۶۶۸۵۱	۲۶,۳,۹۵۸	۹۰۲۷,۵۳۵	MBR
۰,۰۰۰۰	۱۰,۷۴۰۹۸	۲,۴۶۸۰۳۱	۲۶,۵۰۹۰۸	MVE
۰,۰۰۰۰	-۱۰,۸۲۷۷۴	۳۱,۶۳۷۹۴	-۳۴۲,۵۶۷۴	C
			۰,۲۴۷۰۹۹	ضریب تعیین
			۰,۱۶۰۲۲۶	ضریب تعیین تعدیل شده
			۲,۰۸۵۳۲۳	آماره دوربین - واتسون
			۲,۸۴۴۳۶۹	آماره اف
			۰,۰۰۰۰	سطح معناداری

همانطور که از جدول (۶) مشاهده می‌شود مقدار معنی داری مربوط به آماره سطح معنی داری کل رگرسیون که بیانگر معنی دار بودن آن می‌باشد، برابر ۰,۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. همچنین آزمون دوربین - واتسون رابطه بالا عدد بین ۱,۵ تا ۲,۵ می‌باشد که مناسب است و نشان‌دهنده مورد پذیرش بودن فرض نبود خود همبستگی است. با توجه به جداول ضرایب و با توجه به متغیر افزایش سود تقسیمی اینکه میزان معناداری بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ می‌توان گفت افزایش سود تقسیمی سهام با بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری ندارد.

آزمون فرضیه دوم

افزایش سود تقسیمی سهام طی سالیان متوالی اثر علامت دهی را کاهش می‌دهد.
 H_0 : افزایش سود تقسیمی سهام طی سالیان متوالی اثر علامت دهی را کاهش نمی‌دهد.
 $H_0 : \beta_i = 0$
 H_1 : افزایش سود تقسیمی سهام طی سالیان متوالی اثر علامت دهی را کاهش می‌دهد.
 $H_1 : \beta_i \neq 0$

جدول (۷): بررسی مدل ترکیبی فرضیه دوم

متغیرهای تحقیق	ضریب	انحراف معیار	آماره - اف	سطح معناداری.
DINUM	۱,۶۵۳۴۶۸	۲,۵۱۶۳۲۷	۰,۶۵۷۰۹۶	۰,۵۱۲۲
DS	-۲۳,۶۵۰۰۰	۷,۷۵۳۲۴۰	-۳,۰۵۰۳۳۷	۰,۰۰۲۳
ES	۱۹۴,۲۱۵۲	۴۰,۸۲۷۴۵	۴,۷۵۶۹۷۵	۰,۰۰۰۰
ΔEF	۲۲,۰۳۷۰۵	۵,۰۳۵۴۴۳۷	۴,۳۷۶۳۹۳	۰,۰۰۰۰
MBR	۷۹۵۶,۱۲۱	۲۳۵۲,۰۹۸۸	۳,۳۸۲۵۶۴	۰,۰۰۰۷
MVE	۲۵,۸۴۱۷۲	۲,۴۷۷۶۹۷	۱۰,۴۳۹۷۳	۰,۰۰۰۰
C	-۳۳۳,۶۳,۷	۳۱,۶۷۳۳۱	-۱۰,۵۳۳۵۰	۰,۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰,۲۴۴۷۶۴			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۱۵۷۶۲۱			
آماره دوربین - واتسون	۲,۰۸۰۸۱۴			
آماره اف	۲,۸۰۸۱۷۰			
سطح معناداری	۰,۰۰۰۰			

همانطور که از جدول (۷) مشاهده می‌شود مقدار معنی داری مربوط به آماره سطح معنی داری کل رگرسیون که بیانگر معنی دار بودن آن می‌باشد، برابر ۰,۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. همچنین آزمون دوربین - واتسون رابطه بالا عدد بین ۱,۵ تا ۲,۵ می‌باشد که مناسب است و نشان‌دهنده مورد پذیرش بودن فرض نبود خود همبستگی است. با توجه به جداول ضرایب و با توجه به متغیر افزایش سود تقسیمی طی سالیان متوالی اینکه میزان معناداری بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که فرض صفر تأیید می‌شود نتیجه آزمون فرضیه نشان می‌دهد که افزایش سود تقسیمی سهام طی سالیان متوالی اثر علامت دهی را کاهش نمی‌دهد.

جدول (۸): خلاصه نتایج تحقیق

نتیجه فرضیه	رابطه	فرضیات
رد فرضیه	ندارد	افزایش سود تقسیمی سهام با بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری دارد.
رد فرضیه	ندارد	افزایش سود تقسیمی سهام طی سالیان متوالی اثر علامت دهی را کاهش می دهد.

نتایج پژوهش

فرضیه اول: افزایش سود تقسیمی سهام با بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری دارد.

همانطور که از نتایج جدول (۶) مشاهده می شود مقدار معنی داری مربوط به آماره سطح معنی داری کل رگرسیون که بیانگر معنی دار بودن آن می باشد، برابر $0,0000$ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می باشد. همچنین آزمون دوربین- واتسون رابطه بالا عدد بین ۱,۵ تا ۲,۵ می باشد که مناسب است و نشان دهنده مورد پذیرش بودن فرض نبود خود همبستگی است. با توجه به جداول ضرایب و با توجه به متغیر افزایش سود تقسیمی اینکه میزان معناداری بیشتر از $0/05$ می باشد؛ می توان گفت افزایش سود تقسیمی سهام با بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری ندارد.

فرضیه دوم: افزایش سود تقسیمی سهام طی سالیان متوالی اثر علامت دهی را کاهش می دهد.

همانطور که از نتایج جدول (۷) مشاهده می شود مقدار معنی داری مربوط به آماره سطح معنی داری کل رگرسیون که بیانگر معنی دار بودن آن می باشد، برابر $0,0000$ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می باشد. همچنین آزمون دوربین- واتسون رابطه بالا عدد بین ۱,۵ تا ۲,۵ می باشد که مناسب است و نشان دهنده مورد پذیرش بودن فرض نبود خود همبستگی است. با توجه به جداول ضرایب و با توجه به متغیر افزایش سود تقسیمی طی سالیان متوالی اینکه میزان معناداری بیشتر از $0/05$ می باشد؛ بنابراین می توان نتیجه گرفت که فرض صفر تأیید می شود نتیجه آزمون فرضیه نشان می دهد که افزایش سود تقسیمی سهام طی سالیان متوالی اثر علامت دهی را کاهش نمی دهد.

در بازار سهام ایران (بورس اوراق سهام) تاکنون تحقیقات زیادی در مورد خط مشی های تقسیم سود و سیاست های پرداخت سود انجام شده است ولی در مورد اثر علامت دهی و به عبارت دیگر اطلاعاتی که سرمایه گذارانی و فعالان بازار از تغییرات سود پرداختی شرکت ها کسب می کنند پژوهش های انجام شده معدوده و انگشت شمار می باشد. از آن جمله می توان به پژوهش، برزیده و برهانی اشاره کرد که به بررسی سودمندی اطلاعات سودمندی تقسیمی درباره سودهای آتی پرداخت. نتیجه این پژوهش نشان دهنده این بود که سودهای تقسیمی اطلاعات مربوطه و سودمندی درباره سود سال آتی واحدهای تجاری به بازار ارائه می دهند (برزیده و برهانی، ۱۳۸۸).

طبق تحقیقی که بهرامفر و مهرانی در نتیجه سود همه سهم و سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران انجام دادند به این نتیجه دست یافتند که رابطه بین سود و سود پیش بینی شده و سود تقسیمی معنادار و قوی است.

در پژوهش حاضر بنا به نتیجه متفاوتی در این زمینه دست یافتیم. طبق نتایج این پژوهش افزایش سود تقسیمی سهام با بازده غیرعادی سهام رابطه معناداری ندارد و افزایش سود تقسیمی سهام طی سالیان متوالی اثر علامت دهی را کاهش نمی دهد.

باتوجه به اینکه پژوهش مشابه تحقیق حاضر در بازار سهام استرالیا انجام گرفته و به نتیجه ای خلاف پژوهش ما دست یافته است (میشای لاک و همکاران، ۲۰۱۷).

شاید بتوان گفت شرایط حاکم بر بازار اوراق بهادار ایران سپار متفاوت از یک بازار کارا است و بازار سرمایه ی ایران در سطح ضعیف کارا است ضمن اینکه عدم ثابت بازار سرمایه ایران و مردمی نبودن آن سهامداران اکثرا افرادی هستند که درپس هیات سرمایه گذاری خویش، اهداف بورس بازی و سفته بازی دارند. در پژوهش ما ۱۴۸ شرکت شرایط انجام پژوهش را داشتند ولی در تحقیق مشابه انجام شده در بازار سهام استرالیا ۱۳۵۰ شرکت مورد مطالعه واقع شدند. یکی دیگر از دلایل رد فرضیه ها در این پژوهش و نتیجه ی متفاوت آن نسبت به پژوهش مشابه در استرالیا، احتمالاً این است که بازار سهام ما تحلیل گران فعال چندانی ندارد و مقادیر پیش بینی شده برای درآمد یا سود پرداختی برطبق مطالعات و بررسی های دقیق تحلیل گران تعیین نشده است.

عدم وجود ثبات اقتصادی در کشور ما، شرایط سیاسی و وجود تحریم های اقتصادی یکی دیگر از دلایل رد فرضیه ها و برآورده نشدن انتظارات ما می تواند باشد.

پیشنهادهات

در ادامه به ارائه پیشنهادهاتی برای تحقیقات آتی می پردازیم که عبارتند از:

- پیشنهاد می شود پژوهش حاضر در صنایع مختلف به تفکیک صنعت خاص انجام شود و نوع صنعت نیز مورد بررسی قرار گیرد.
- رابطه بین سود تقسیمی سهام و اندازه و عمر شرکتها بررسی شود.
- این پژوهش در دوره های زمانی مخالف (ترجیحاً دوره های زمانی که ثابت نسبی بر بازار حاکم باشد) تکرار شود.
- تکرار پژوهش در شرایط اقتصادی متفاوت (رونق یا رکود) تکرار شود و اثر شرایط اقتصادی جامعه بر نتایج مطالعات بررسی شود.
- تکرار پژوهش در کشورهای در حال توسعه دیگر که شرایطی مشابه شرایط اقتصادی کشور داشته باشند پیشنهاد می شود.
- بررسی علامت دهی افزایش سود تقسیم سهام با استفاده از متغیرهای دیگر و نیز بررسی های میدانی و پرسشنامه ای پیشنهاد می شود.

منابع

- ✓ اسماعیلی، شاهپور، (۱۳۸۵)، رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.
- ✓ اعتمادی، حسین، اسماعیلی کجایی، محمد، (۱۳۹۴)، مروری بر جامع بر تئوری های سیاست تقسیم سود، مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال ۵، شماره ۱۷، صص ۱-۱۹.

- ✓ برزیده، فرخ، برهانی، سیدمحمد، (۱۳۸۸)، سودمندی اطلاعات سودهای تقسیمی درباره سودهای آتی، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۳، صص ۶۸-۸۸.
- ✓ بهرامفر، تقی، بهرامی، کاوه، (۱۳۸۳)، رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه گذاری در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۲.
- ✓ حافظ نیا، محمدرضا، (۱۳۸۴)، مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسان، تهران، سازمان مطالعه و تدوین کشف علوم انسانی دانشکده ها، چاپ سوم.
- ✓ خاکی، غلامرضا، (۱۳۹۰)، روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی، مرکز انتشارات علمی دانشگاه آزاد اسلامی.
- ✓ شباهنگ، رضا، (۱۳۷۵)، مدیریت مالی، سازمان حسابرسی، چاپ سوم، جلد اول، ص ۲۶۷.
- ✓ شباهنگ، رضا، محمدنور بخش لنگرودی، محسن، (۱۳۸۵)، بررسی محتوای اطلاعات سود سهام پرداختی و واکنش متفاوت بازار نسبت به آن در بورس اوراق بهادار تهران، اقتصاد و مدیریت، شماره ۶۹.
- ✓ صمدزاده، محسن، (۱۳۷۱)، خط مشی های تقسیم سود و تأثیر آنها بر ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
- ✓ قلی پور، علی، (۱۳۷۴)، بررسی سیاست های تقسیم سود به ارزش سهام شرکتهای بورسی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و علوم اداری دانشگاه تهران.
- ✓ Aharong, J & Swarg, I.,(1980) , “Quarterly dividend and earnings announcements and stock holders: returns an empirical analgs”, Journal of Finance, 35, 1-12.
- ✓ Aharony, J & Dotan. A, (1994), “Regular dividend announcement, and future unexpected earnings, An empirical unalysis”, Financial Review, 27, 125-151.
- ✓ Andres , C & Hofbauer, V, (2017), “D. what you d.d form quarters ago trends and implications of quarterly dividend”, Journal of Corporate Finance, 43, 131-158.
- ✓ Asquith, P & Mulos , D.W, (1983), “The impact of initiation dividend payments on shareholders wealth”, Journal of Business, 56, 77-26.
- ✓ Bajaj, M & Anand, v, (1990), “Dividend clientele and the information content of dividend changes”, Journal of Financial Economics , 26, 193-219.
- ✓ Baker, H.K., Farrelly, G,E, & A.B Edelman, (1925), “An survey of management views on dividend policy”, Financial Management, (Autuma), 78-84.
- ✓ Benartzi, S., Michaely, R, & R. Thaler, (1997), “D. changes in dividend signal the future or the past?”, Journal of Finance, 52, 1007-1034.
- ✓ Bessembinder, H & Zhang. F., “Predictable corporate distributions and stock returns, Review of Financial Studies, 28, 1192-1241.
- ✓ Bhattacharyya, S, (1979), “Imperfect information, dividend Policy and the bird in the hand, fallacy,” Bell Journal of Economics, 10, 259-270.
- ✓ Brav, A, Graham, J., C. Harvey & R. Michaely, (2005), “Payout policy in the 21 st Century”, Journal of Financial Economics, 77, 483-527.
- ✓ Brook, Y., William. T, Charlton, Jr & R-j Hender ahott, (1998), “D. firms use dividend to signal large future cash flow increases?”, Financial Management, 27, 46-47.
- ✓ De Angelo H. , Do Angelo L. & D Skinner, (1996), “Reversal of fortune: Dividend policy and the disappearance of sustained earnings growth”, Journal of Financial Economics, 40, 341-371.

- ✓ De Angelo, H. , Do Angelo. L. & D Skinner, (1992),” Dividends and losses”, Journal of Finance, 47, 1937-1963.
- ✓ Denis, D.J., Denis, K., & A.Sarin, (1994), “The information content of dividend changes: Cashflow signaling, overinvestment, and dividend clienteles”, Journal of Final and Quantitative Analysis, 21, 567-587.
- ✓ Easterbrook, F., (1984),”Two agency cost explanations of dividends”, American Economic Review, 74, 650-659.
- ✓ Gonedes, N.J, (1998), “Croporate Bignhng. Exlernel accauating and capital market eqxilbrimm, exidnw on diwdend, on com, and extraordnarg chems” Journal of Aceaunting Rcacarch, 16, 26-79.
- ✓ Harkini, E.P. F.J Walsh, 3r; (1971), “Diridend policier and practice” , New York, NY, The coatarcnce Bourand, 17.10.
- ✓ Healy, P.M. , krishan, G., Palcpn, (1988), “Earanings information conveycd by diridened initations and omissions”, Journal of Fmancial Economici, 21, 142-176.
- ✓ Kone, A., Youngki lec, & Alan Marecus, (1984), “Earnings and dividend onnouncements. Is there corroboration effect?”, Journal of Finace, 39, 1091-1099.
- ✓ Kumar, P., (1988), “Shareholder- manager conflct and the information content of dindends”, Review of Financial Studies, 1, 111-136.
- ✓ Laub, P.M, (1976), On the information content of dindends”, Journal of Busines, 49, 73-20.
- ✓ Linter, J, (1956), Diatribution of incomer of corporarion among dirdend, retained carnioqs and taxcs;, Americmn Ecinomic Review , 46, 97-113.
- ✓ Lipson, M.L., Carlos P.Maqnicira, & W Meyyinsnn, (1998), “Dividend initiations and earnings gurprisse”, Finuancial Management, 27, 36-45.
- ✓ Michaelg, R, Thaler , R, & K.womack, (1995), Pnce reactions to dividend invitintion, and onissions, orerreaction or drift?”, Journal of Finnece, 50, 572-608.
- ✓ Michayluk , D, Nauauser, K, & S, walker, (2017), “Are dividend created equal”, Accuation & Fincmce.