

فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی - سال یازدهم - شماره ۳۸ - تابستان ۱۳۹۲
ص ص ۱۶۷-۱۴۳

بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه‌ی عمر شرکت بر بازدهی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

احمد خدایمی پور *

مصطفی دلدار **

محسن چوپانی ***

چکیده

در صورت عدم تقارن اطلاعاتی، گروهی به دلیل دارا بودن اطلاعات خصوصی و محرمانه درباره شرکت، اطلاعات بیشتر و بهتری نسبت به بازار در اختیار دارند. عدم تقارن اطلاعاتی سبب شکل‌گیری جریان ناکارای اطلاعاتی می‌شود. این جریان ناکارای اطلاعاتی می‌تواند بر بازدهی آتی شرکت‌ها اثرگذار باشد. این تحقیق تأثیر میزان عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه‌عمر شرکت بر بازده آتی سهام را مورد بررسی قرار می‌دهد. این تحقیق شامل ۶۷۰ مشاهده سال - شرکت است که مربوط به ۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۰ می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون خطی چند متغیره بر مبنای داده‌های پانل استفاده شده است. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که یک رابطه منفی و معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و بازده آتی سهام وجود دارد. در واقع، با افزایش میزان عدم تقارن اطلاعاتی، بازدهی آتی سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد. نتیجه دیگر مطالعه نشان می‌دهد که یک رابطه‌ی مثبت و معنادار بین چرخه‌ی عمر شرکت و بازده آتی سهام وجود دارد. به عبارتی دیگر، با افزایش عمر شرکت‌ها، بازدهی آتی سهام آنها نیز افزایش می‌یابد.

واژه‌گان کلیدی: بازده سهام، عدم تقارن اطلاعاتی، چرخه‌ی عمر شرکت.

* دانشیارگروه حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان

** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان

*** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان، نویسنده مسئول، mh.choopani@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۹۱/۹/۱۱

تاریخ دریافت: ۹۱/۴/۲۴

مقدمه

تقارن اطلاعاتی هنگامی شکل می‌گیرد که مدیران و بازار اطلاعات یکسانی درباره شرکت دارند. بنابراین مدیران و بازار، عدم اطمینان درباره شرکت را به صورت یکسان تحمل می‌کنند. اما در صورت عدم تقارن اطلاعاتی^۱، مدیران به دلیل دارا بودن اطلاعات خصوصی و محرمانه درباره شرکت، اطلاعات بیشتر و بهتری نسبت به بازار، در اختیار دارند. یعنی به اطلاعات شرکت قبل از اطلاع بازار دسترسی دارند. اطلاعات خاص شرکت، در طول زمان از طریق رویدادهای افشاکننده اطلاعات به بازار انتقال می‌یابد. بازار تا قبل از افشا، مقداری عدم اطمینان درباره شرکت دارد. عدم تقارن اطلاعاتی شرکت برابر است با کل عدم اطمینان درباره شرکت، زیرا احتمال می‌رود مدیران و بازار به یک اندازه از تأثیر متغیرهای بازار بر ارزش شرکت آگاهی داشته باشند (احمدپور و عجم، ۱۳۸۹). واکنش بازار به اعلان سود می‌تواند اولین معیار عدم تقارن اطلاعاتی شرکت از طریق افشای اطلاعات باشد. اعتقاد بر این است که اعلان و پرداخت سود سهام به سهامداران می‌تواند سطح عدم تقارن اطلاعاتی درباره شرکت را کاهش دهد. عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر حسب محیط اطلاعاتی، کثرت اعلانهای عمومی و تعداد معاملات شرکت تعیین شود و همچنین تحت تأثیر رفتار مدیران یا بازار قرار گیرد. به عنوان نمونه، وقتی اعلان عمومی خبری درباره شرکت انجام می‌گیرد با فرض ثابت بودن سایر عوامل، ممکن است بازار درباره وضع واقعی شرکت آگاهتر شود و عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد.

طبق تئوری علامت‌دهی^۲، شرکتها هنگامی که با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه هستند ترجیح می‌دهند تا سود پرداختی خود را به عنوان نشانه‌ای از کیفیت و سودآوری شرکت افزایش دهند (اهرونی و سواری^۳، ۱۹۸۰). افزایش در سود پرداختی از یک سو موجب افزایش نرخ بازده آتی شرکتها می‌باشد ولی از سوی دیگر، اگر شرکت وابستگی مالی خارجی بالایی داشته باشد این پرداخت سود نمی‌تواند به سودش باشد

1- Information asymmetry
2- Dividend signaling theory
3- Aharony and Swary

چون همواره هزینه‌ی تأمین منابع مالی خارجی به مراتب گرانتر از منابع مالی داخلی است. لذا شرکتها معمولاً ترجیح می‌دهند تا به جای منابع مالی خارجی، سود کمتر و یا اصلاً سودی بین سهامداران نشان پرداخت نکنند. عدم پرداخت سود می‌تواند یک نشانه‌ی منفی از شرکت به بازار منتقل و بر روی ارزش و قیمت سهام شرکت و در نهایت بر روی بازدهی شرکت تأثیر منفی بگذارد.

طبق تئوری نمایندگی^۱، شرکتها هنگامی که با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند برای کاهش تضاد نمایندگی سود پرداختی‌شان را افزایش می‌دهند. افزایش در سود پرداختی از یک سو می‌تواند باعث افزایش بازده آتی شرکتها شود ولی از سوی دیگر، باعث کاهش منابع مالی داخلی شرکت می‌شود. کاهش در منابع مالی موجب می‌شود تا مدیریت شرکت برای تأمین منابع مورد نیاز شرکت به بازار سرمایه رجوع کند. رجوع به بازار سرمایه به منظور تأمین منابع مالی موجب انتقال یک نشانه‌ی منفی درباره شرکت به بازار می‌شود که این نشانه‌ی منفی نمی‌تواند تأثیر مطلوبی بر روی ارزش و قیمت سهام شرکت و بازدهی آتی آن داشته باشد (جنسن^۲، ۱۹۸۶).

طبق تئوری سلسله مراتبی^۳، شرکتها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند سود پرداختی به سهامداران را کاهش می‌دهند. دلیل این رویکرد، اجتناب شرکتها از تأمین منابع مالی مورد نیاز از بازار سرمایه به دلیل کاهش میزان اطمینان به شرکت و هزینه زیاد تأمین مالی خارجی می‌باشد. کاهش سود پرداختی به سهامداران می‌تواند اثر مستقیمی بر بازدهی آتی سهام این شرکتها داشته باشد. همچنین کاهش میزان اطمینان نسبت به شرکت می‌تواند تأثیر مستقیمی بر ارزش آتی و ارزش سهام شرکت در بازار و در نهایت بر بازدهی آتی آنها داشته باشد. با توجه به آنچه گفته شد می‌توان این چنین پیش‌بینی کرد که با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی در بازار، شرکتها معمولاً سود پرداختی خود را کاهش می‌دهند. چون هزینه تأمین منابع مالی خارجی به مراتب گرانتر از منابع مالی داخلی است. کاهش در سود پرداختی نمی‌تواند نشانه‌های خوبی درباره‌ی شرکت به بازار منتقل کند. در نتیجه اقبال عمومی به سهام

1- Agency theory
2- Jensen
3- pecking order theory

شرکت کاهش می‌یابد که این کاهش تأثیر منفی بر روی بازدهی آتی شرکت می‌گذارد.

طبق تئوری چرخه‌ی عمر^۱، شرکتها معمولاً در سالهای اولیه تأسیس به دلیل وجود فرصتهای سرمایه‌گذاری سودآور ترجیح می‌دهند سود کمتری بین سهامدارانشان توزیع کنند (دی‌آنجلو، ۲۰۰۶). با گذشت زمان و با افزایش منابع مالی، شرکتها معمولاً سود پرداختی خود به سهامدارانشان را افزایش می‌دهند. همچنین از آنجا که اقبال عمومی به سهام شرکتهاى جوانتر به مراتب کمتر از سایر شرکتهاست، لذا بازار سهام این شرکتها معمولاً رونق کمتری نسبت با سایر شرکتها دارد. بنابراین، پیش‌بینی می‌شود بازده سهام شرکتها با افزایش عمر آنها بیشتر شود.

از این رو، با توجه به ناکارایی بازار سرمایه در ایران، به نظر می‌رسد بررسی عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه‌ی عمر شرکت به عنوان دو عامل مهم و اثرگذار در میزان سود تقسیمی و ارزش بازار سهام شرکتها و همچنین به عنوان عوامل اثرگذار بر بازده آتی سهام در بازار سرمایه ایران ضروری به نظر می‌رسد. بنابراین با توجه به مطالب یاد شده، هدف از انجام این تحقیق بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه‌ی عمر شرکت بر بازدهی آتی سهام شرکتهاى پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با توجه به موارد پیش گفته، این تحقیق در پی پاسخ به این سؤال است که آیا عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه‌ی عمر شرکت می‌توانند عواملی اثرگذار بر بازدهی آتی سهام شرکتها باشند؟

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه خاص قرار می‌دهد، نرخ بازده است. یعنی سرمایه‌گذاران به دنبال پربازده‌ترین فرصتها برای سرمایه‌گذاری مازاد منابع خود در بازارهای سرمایه هستند. یکی از مهمترین و گسترده‌ترین تحقیقات بازارهای مالی تشریح رفتار بازدهی سهام عادی است. حاصل

1- Life cycle theory
2- DeAngelo

این تحقیقات ارائه الگوهایی است که دستخوش حمایتها و انتقادهای مختلفی بوده است. از طرفی سرمایه‌گذاران همواره به دنبال ابزاری بوده‌اند تا بتوانند بازدهی سرمایه‌گذاری‌های خود را پیش‌بینی کنند. وجود این نیاز باعث ارائه الگوهای مختلفی برای پیش‌بینی بازده آینده سهام و عوامل مؤثر بر آن شده است.

در این تحقیق برای توصیف رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه‌ی عمر شرکت با بازده آتی سهام از سه تئوری اصلی تقسیم سود استفاده شده است. به طور کلی، چارچوب نظری برای توصیف سیاست تقسیم سود در طی دو دهه‌ی اخیر بیشتر بر سه تئوری اصلی تقسیم سود یعنی؛ تئوری علامت‌دهی، تئوری نمایندگی و تئوری سلسله مراتبی و اخیراً تئوری چرخه‌ی عمر استوار بوده است (فریس و همکاران، ۲۰۰۹). تئوری علامت‌دهی بر انتقال اطلاعات محرمانه به سهامداران درباره‌ی چشم‌اندازهای آتی شرکت تأکید دارد (چنگک^۱ و همکاران، ۲۰۱۱). هنگامی که شرکتها با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی بالا مواجه می‌شوند، درصد پرداخت سود خود را به منظور کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین به عنوان نشانه‌ای از سوددهی و کیفیت، بالا می‌برند. هزینه استفاده از سود تقسیمی به عنوان نشانه‌ای از کیفیت و شفافیت ممکن است شرکت را مجبور کند تا برای تأمین منابع مالی خود به بازار سرمایه رجوع کند که این می‌تواند یک نشانه منفی درباره ارزش شرکت به بازار سرمایه انتقال دهد. بنابراین؛ شرکت‌هایی که وابستگی مالی خارجی بالایی دارند ترجیح می‌دهند تا از راه‌حل‌های جایگزین استفاده کنند. یک رویکرد جایگزین عدم پرداخت سود یا پرداخت سود کمتر می‌باشد که این خود نشانه‌ای از رشد فرصتهای سرمایه‌گذاری است. بنابراین طبق تئوری علامت‌دهی می‌توان نتیجه گرفت هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست، شرکتها سود پرداختی‌شان را افزایش می‌دهند، ولی از سوی دیگر، اگر وابستگی مالی خارجی شرکت بالا باشد شرکتها معمولاً ترجیح می‌دهند تا به جای استفاده از منابع پرهزینه‌ی خارجی، از منابع داخلی استفاده کنند لذا سود پرداختی خود به سهامداران را کاهش می‌دهند. کاهش در سود پرداختی می‌تواند باعث تغییر در نرخ بازده آتی سهام

1- Ferris et al

2- Cheng et al

شود.

تئوری نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیریت و مالکیت اشاره دارد. با بزرگتر شدن شرکتها، مالکان اداره‌ی شرکت را به مدیران تفویض کرده‌اند. جدایی مالکیت از مدیریت، منجر به مشکلات نمایندگی می‌شود. پرداخت سود سهام ممکن است به کاهش هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع کمک کند به ویژه زمانی که شرکتها با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه هستند؛ زیرا سود سهام نقدی:

- مدیریت را مجبور به ایجاد وجوه نقد کافی برای پرداخت سود سهام می‌کند،
- مدیریت را وادار می‌سازد تا برای تأمین مالی پروژه‌های خود، به بازار سرمایه مراجعه کند و طبعاً اطلاعات بیشتری را در اختیار بازار قرار دهد (کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی)، و
- باعث کاهش جریان وجه نقد مازاد و هدر رفتن آن شود (لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۰).

بنابراین طبق تئوری نمایندگی، شرکتها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند، سود پرداختی خود را افزایش می‌دهند. ولی از سوی دیگر با کاهش منابع داخلی مواجه می‌شوند و از آنجا که هزینه تأمین منابع خارجی به مراتب گرانتر از منابع داخلی است لذا شرکتها ترجیح می‌دهند تا به جای آن از منابع داخلی استفاده کنند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست، شرکتهایی که به منابع مالی خارجی نیاز دارند سود پرداختی‌شان را کاهش می‌دهند.

کاهش در سود پرداختی می‌تواند تأثیر منفی بر بازدهی سهام آنها داشته باشد طبق تئوری سلسله مراتبی، شرکتها هنگامی که با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند سود پرداختی به سهامدارانشان را کاهش می‌دهند. چون عدم تقارن اطلاعاتی، نشانه‌های منفی در ارتباط با ارزش شرکت به بازار سرمایه منتقل می‌کند. اگر شرکتها به منابع مالی خارجی نیاز داشته باشند ترجیح می‌دهند تا سود پرداختی به سهامداران خود را کاهش دهند تا اینکه این منابع را از بازار سرمایه تأمین کنند. در انطباق با تئوری

سلسله مراتبی، شرکتها در هنگام مواجهه با عدم تقارن اطلاعاتی به ۲ دلیل اساسی پرداخت سود خود را کاهش می‌دهند: اول اینکه هزینه‌های تأمین مالی خارجی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌رود، و دوم اینکه، هزینه تأمین مالی خارجی همیشه گرانتر از تأمین مالی داخلی است (دشموخ^۱، ۲۰۰۵). بنابراین طبق تئوری سلسله مراتبی می‌توان نتیجه گرفت، هنگامی که سطح عدم تقارن اطلاعاتی بالا برود بازده آتی شرکت کاهش می‌یابد.

یکی از تئوری‌های جدیدی در ادبیات تقسیم سود، تئوری چرخه‌ی عمر است. طبق این تئوری، شرکتها به دلیل مواجهه شدن با فرصتهای سرمایه‌گذاری سیاست تقسیم سود خود را تعدیل می‌کنند (دی‌آنجلو، ۲۰۰۶). در انطباق با این تئوری، شرکتها در سالهای اولیه تأسیس به دلیل مواجهه شدن با فرصتهای سرمایه‌گذاری سودآور ترجیح می‌دهند تا سود سهام کمتری بین سهامدارانشان تقسیم کنند تا به وسیله آن بتوانند نیازهای مالی خود را برطرف کنند. با گذشت زمان و پس از برطرف شدن نیازهای مالی شرکت، شرکتها معمولاً سود سهام بالاتری بین سهامدارانشان می‌پردازند. از سوی دیگر اقبال عمومی برای سهام شرکتهای جوانتر و تازه تأسیس به مراتب کمتر از سایر شرکتهاست. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که شرکتها در سالهای اولیه نرخ بازدهی کمتری دارند، چون در سالهای ابتدایی معمولاً سود کمتری توزیع می‌کنند و ارزش بازار سهام آنها نیز پایین است. در ادامه برخی از پژوهش‌های مهم در زمینه این مطالعه ارائه می‌شود:

کوسینیدیس^۲ (۲۰۰۵) به بررسی رابطه بین بازده سهام و سودآوری حسابداری برای نمونه‌ای از شرکت‌ها در یونان پرداخته است. این تحقیق همچنین فرضیه‌هایی مبنی بر اضافه شدن متغیرهای اندازه و چرخه عمر شرکت را برای بهبود قدرت توضیح دهندگی بازده سهام آزمون می‌کند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که قدرت توضیح دهندگی سودآوری برای بازده‌های همزمان سهام بسیار ضعیف است. هرچند آزمون چاو ناپایداری قابل توجهی را در طول دوره برای رابطه سودآوری و بازده نشان داد.

1- Deshmukh

2- Kousenidis

هنگامی که رگرسیون برای در نظر گرفتن اندازه تعدیل شد، نتایج بهبود پیدا کرد و این نظریه که اندازه شرکت عامل مهمی در توضیح رابطه سودآوری و بازده است، تقویت گردید. هر چند نتایج به دست آمده از فرضیه وجود تفاوت بین محتوای اطلاعاتی سودآوری برای توضیح بازده سهام، با توجه به مراحل چرخه عمر شرکت حمایت نکرد.

ژانگ^۱ (۲۰۰۶) تحقیقی را تحت عنوان «خالص دارایی‌های عملیاتی صنعت به عنوان پیش‌بینی کننده بازدهی سهام» انجام داد. او در این تحقیق به بررسی این موضوع پرداخت که آیا بازده‌های غیرعادی ناشی از طرز تفکر خاص واحد تجاری است یا ناشی از ارقام تعهدی و خالص دارایی‌های عملیاتی صنعت. نتایج تحقیق نشان داد که رابطه منفی بین خالص دارایی‌های عملیاتی صنعت و خالص دارایی‌های عملیاتی واحد تجاری با بازده آینده سهام وجود دارد. ژانگ همچنین به این نتیجه رسید که ادراکات نادرست سرمایه‌گذاران از اطلاعات ترازنامه نسبت به اطلاعات صورت سود و زیان بیشتر است.

پاپاناستاسپولس، توماکس و وانگ^۲ (۲۰۰۷) به بررسی ارتباط بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده آینده سهام با استفاده از اطلاعات ترازنامه پرداخت که اخیراً به عنوان یک پیش‌بینی کننده مهم در ارتباط با بازده سهام، ارزشیابی سرمایه و کیفیت سود مورد توجه قرار گرفته است. نتایج آزمون الگوهای رگرسیونی نشان می‌دهد که رابطه‌ای منفی بین بازدهی غیرعادی سهام و اجزایی از خالص دارایی‌های عملیاتی وجود دارد، که نشان‌دهنده پایداری کم برای رشد سودهای جاری است. نتایج تجزیه خالص دارایی‌های عملیاتی به اجزای پایه نشان می‌دهد که دارایی‌های عملیاتی جاری یا غیرجاری دارای پایداری ضعیفی در ارتباط با سودآوری جاری است.

هیرشلایفر و همکاران^۳ (۲۰۰۹) به بررسی رابطه بین ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی با اندازه‌ی بازده سهام پرداختند. طبق یافته‌های آنها ارتباط مثبت زیادی بین اندازه ارقام تعهدی با بازده سهام وجود دارد؛ ضمن اینکه بین اندازه جریان‌های نقدی با بازده سهام

1- Zhang

2- papanastaspoulos, G. and Tomakos, D. and Wang, T

3- Hirshleifer and et al.

ارتباط منفی وجود دارد.

رحیمی (۱۳۷۴) طی تحقیقی به بررسی رابطه بین بازده سهام و ضریب قیمت به سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در این تحقیق این فرضیه که سهام با ضریب پایین قیمت به سود در طی دوره ۷۶-۷۳ بازدهی بیشتر از سهام با ضریب بالای قیمت به سود بدست داده اند مورد مطالعه قرار گرفت. نتایج بدست آمده فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه سهام با ضریب قیمت سود پایین بازده بیشتری نسبت به سهام با ضریب قیمت به سود بالا دارد را به اثبات رساند.

قائمی و وطن پرست (۱۳۸۴) نقش اطلاعات حسابداری را در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. آنها برای تعریف عدم تقارن اطلاعاتی، از شکاف قیمت عرضه و تقاضا، استفاده کردند. نتایج نشان داد عدم تقارن اطلاعاتی قبل از اعلام سود برآوردی، تشدید می شود؛ ولی پس از اعلان، کاهش می یابد که این امر بیانگر محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای برآوردی است.

نوروش و کردلر (۱۳۸۴) طی تحقیقی به بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعاتی و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد پرداختند. برای انجام آزمون تجربی دو نمونه از شرکت های سرمایه پذیر انتخاب شد. نمونه اول شامل شرکت هایی با درجه پایینی از مالکیت سرمایه گذاران نهادی و نمونه دوم شامل شرکت هایی با درجه بالایی از مالکیت سرمایه گذاران نهادی را تشکیل می دهند. نتایج تحقیق نشان داد، مورد شرکت های اخیر، اطلاعات بیشتری در رابطه با سودهای آتی، نسبت به مورد شرکت های قبلی گزارش کرده اند. بنابراین، عدم تقارن اطلاعات بیشتری در شرکت های سرمایه پذیر با درجه پایینی از سرمایه گذاران نهادی گروه اول مشاهده گردید.

رضازاده و آزاد (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی پرداختند. نتایج آزمونهای تجربی با استفاده از اطلاعات مربوط به نمونه ای از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار میان عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران و سطح محافظه کاری اعمال شده در صورت های مالی است. علاوه بر این، نتایج تحقیق نشان می دهد که طبق پیش بینی، تغییر عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران موجب تغییر در سطح محافظه کاری می شود. نتایج مزبور بیانگر این

است که به دنبال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، تقاضا به اعمال محافظه‌کاری در گزارشگری مالی افزایش می‌یابد و بدین ترتیب، سودمندی محافظه‌کاری به عنوان یکی از خصوصیات کیفی صورتهای مالی مورد تأیید قرار می‌گیرد. کردستانی و نجفی (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر روش‌های مختلف تأمین مالی و نحوه‌ی مصرف عواید حاصل از این روش‌ها بر بازدهی آتی سهام پرداختند. یافته‌ها دلالت بر آن دارد که رابطه‌ی بین خالص تغییر در تأمین مالی کل، خالص تغییر در تأمین مالی خارجی و تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تأمین شده از محل منابع مالی داخلی با بازدهی غیرعادی انباشته‌ی سهام، معنادار است؛ ولی بر خلاف پیش‌بینی مثبت است. علاوه‌براین، رابطه‌ی بین نسبت تأمین مالی داخلی به تأمین مالی خارجی و بازدهی غیرعادی انباشته‌ی سهام، در شرکتهای با رشد زیاد، قویتر از شرکتهای با رشد کم است. همچنین بر اساس داده‌های مقطعی رابطه‌ی بین خالص تغییر در تأمین مالی داخلی و تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تأمین شده از محل منابع مالی داخلی با بازدهی غیرعادی انباشته‌ی سهام، مثبت و معنی‌دار است.

خدای‌پور و قدیری (۱۳۸۹) به بررسی رابطه‌ی میان ارقام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این مطالعه، برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی و ارقام تعهدی به ترتیب از دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و مدل تعدیل شده جونز با رویکرد مبتنی بر خطای برآورد، استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیون ساده و چند متغیره و روش داده‌های پانل استفاده شده است. نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که میان ارقام تعهدی غیرعادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج این تحقیق رابطه معناداری میان قدر مطلق کل ارقام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی نشان نمی‌دهد. سایر یافته‌های تحقیق بیانگر وجود یک رابطه منفی و معنی‌دار میان نقدشوندگی سهام، اندازه‌ی شرکت و نسبت مالکیت نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی است.

فخاری و طاهری (۱۳۸۹) به بررسی رابطه‌ی سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. برای آزمون تنها فرضیه این تحقیق از مدل رگرسیون خطی چندگانه مبتنی بر مبنای داده‌های

مقطعی استفاده شده است. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد حضور سرمایه‌گذاران نهادی موجب افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شده، از عدم تقارن اطلاعاتی می‌کاهد و نهایتاً با افزایش درصد مالکیت این گروه از سهامداران، از نوسان‌پذیری بازده سهام کاسته می‌شود.

رحمانی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت پرداختند. موضوع اصلی این تحقیق بررسی و تجزیه و تحلیل رابطه سودآوری و بازده سهام با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت، در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که متغیرهای چرخه عمر و اندازه شرکت عوامل تأثیرگذار در رابطه بین سودآوری و بازده می‌باشند و باعث افزایش ضریب تعیین تعدیل شده می‌شوند.

حقیقت و پناهی (۱۳۹۰) به بررسی رابطه‌ی کیفیت سود و بازدهی آینده‌ی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. از مجموعه‌ی معیارهای ارزیابی کیفیت سود، دو معیار نسبت وجه نقد حاصل از عملیات به سود عملیاتی و حجم اقلام تعهدی آزمون شده است. نتایج حاصل از فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد که در سطح کلی داده‌ها، بین کیفیت سود و عوامل آن با بازده آینده سهام شرکتهای رابطه‌ی معناداری وجود ندارد ولی با بررسی داده‌ها در سطوح مختلف کیفیت سود، بین حجم اقلام تعهدی و بازدهی سهام، اجزای اختیاری اقلام تعهدی و بازدهی سهام و اجزای غیر اختیاری اقلام تعهدی و بازده سهام رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

با توجه به مطالب یاد شده در این بخش می‌توان نتیجه گرفت که، طبق سه تئوری اصلی تقسیم سود یعنی؛ تئوری علامت‌دهی، تئوری نمایندگی و تئوری سلسله مراتبی شرکتهای هنگامی که با مسأله عدم تقارن اطلاعاتی مواجه می‌شوند سود پرداختی به سهامداران را کاهش می‌دهند. زیرا عدم تقارن اطلاعاتی، نشانه‌های منفی در ارتباط با ارزش شرکت به بازار سرمایه منتقل می‌کند. اگر شرکت به منابع مالی خارجی نیاز داشته باشد ترجیح می‌دهند تا سود پرداختی به سهامداران خود را کاهش دهند تا اینکه این منابع را از بازار سرمایه تأمین کنند. شرکتهای در هنگام مواجه با عدم تقارن اطلاعاتی به ۲ دلیل اساسی پرداخت سود خود را کاهش می‌دهند: اول اینکه، هزینه‌های تأمین مالی خارجی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌رود، و دوم اینکه، هزینه تأمین مالی

خارجی همیشه گرانتر از تأمین مالی داخلی است. با توجه به ناکارایی بازار سرمایه در ایران، کاهش در سود پرداختی می‌تواند تأثیر منفی بر ارزش و بازدهی سهام آنها داشته باشد. همچنین طبق تئوری چرخه‌ی عمر، شرکتها در سال‌های اولیه نرخ بازدهی کمتری دارند، چون در سال‌های ابتدایی معمولاً سود کمتری توزیع می‌کنند و ارزش بازار سهام آنها نیز پایین است.

فرضیه‌های تحقیق

در راستای پاسخ به سؤالات تحقیق، فرضیه‌های زیر طراحی و مورد آزمون قرار می‌گیرند:

۱. ارتباط معناداری بین میزان عدم تقارن اطلاعاتی و بازده آتی سهام وجود دارد.
۲. ارتباط معناداری بین چرخه‌ی عمر شرکت و بازده آتی سهام وجود دارد.

روش تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش، توصیفی - علی است. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های تحقیق، از معادله رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. به منظور انجام پژوهش، داده‌های کمی مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکتها و سایر گزارشات مالی آنها و همچنین نرم‌افزارهای تدبیر و ره‌آورد نوین استخراج شده است. داده‌ها پس از جمع‌آوری در صفحه گسترده Excel، مرتب و طبقه‌بندی شده و در نهایت با استفاده از نرم‌افزارهای SPSS و EViews 6 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

مدل و متغیرهای تحقیق

در این تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها، از ۲ مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

مدل (۱)

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 HLDG_INDV_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲)

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 AGE_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

R_{it} : نرخ بازده سهام.

HLDG_INDV_{it}: عدم تقارن اطلاعاتی (درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی).
 AGE_{it}: متغیر سنجش عمر شرکت، که برابر است با لگاریتم طبیعی عمر شرکت.
 ROA_{it}: بازده دارایی‌ها، که از تقسیم سود خالص قبل از کسر مالیات برکل دارایی‌ها حاصل می‌شود.

MB_{it}: فرصت‌های رشد، که برابر است با ارزش بازار دارایی‌های به ارزش دفتری دارایی‌ها (ارزش بازار دارایی‌ها برابر است با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به اضافه‌ی ارزش دفتری بدهی‌ها)
 SIZE_{it}: متغیر اندازه شرکت، که برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت.
 i : ضریب رگرسیون.

it : جزء خطای رگرسیون که فرض می‌شود دارای توزیع نرمال است؛
 $it \sim N(0, \sigma^2)$

متغیر وابسته و نحوه‌ی محاسبه آن

در این تحقیق بازده واقعی سهام (R_{it}) متغیر وابسته می‌باشد که از ابتدای ماه پنجم سال بعد، به مدت یکسال و با فرمول زیر محاسبه می‌شود (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳، ۱۱۴):

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS + R + S}{P_{t-1} + c\alpha}$$

که در آن:

R_{it} : نرخ بازده سهام در سال t ام.

P_t : قیمت سهام در پایان دوره t ام.

P_{t-1} : قیمت سهام در ابتدای دوره t .

DPS: سود نقدی پرداختی.

R: مزیت حق تقدم خرید سهام.

S: مزیت سهام جایزه‌ش.

C: مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی.

α : درصد افزایش سرمایه از محل آورده‌ی نقدی.

محاسبه بازده از ابتدای ماه پنجم سال آتی بدان علت است که صورتهای مالی

شرکت حداکثر تا پایان ماه چهارم بعد از سال مالی جاری منتشر شده و در دسترس استفاده کنندگان قرار می‌گیرد.

از فرمول بازده سهام با احتساب آورده استفاده می‌شود چون همه شرکت های مورد بررسی جهت تأمین مالی اقدام به افزایش سرمایه نقدی نمودند.

متغیرهای مستقل و نحوه‌ی محاسبه آن:

۱. عدم تقارن اطلاعاتی: در این مطالعه، برای محاسبه میزان عدم تقارن اطلاعاتی از درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی^۱ استفاده شده است (لین و همکاران، ۲۰۰۷). اعتقاد بر این است که مالکان غیر نهادی در شرکت نسبت به سایر سهامداران بیشتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی قرار دارند. طبق بند ۲۷ ماده‌ی یک قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا، سرمایه‌گذاران نهادی عبارتند از:

- بانک‌ها و شرکت‌های بیمه،
 - هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار،
 - هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند،
 - سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی،
 - شرکت‌های دولتی
 - اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند.
۲. چرخه عمر شرکت: در این تحقیق، AGE_{it} نماینده‌ی ای برای چرخه‌ی عمر شرکت است و عبارت است از لگاریتم طبیعی عمر شرکت از تاریخ تأسیس (دی‌آنجلو، ۲۰۰۶).

متغیرهای کنترلی و نحوه‌ی محاسبه آن

۱. سودآوری: سودآوری شرکت می‌تواند یک عامل مؤثر و اثرگذار بر بازدهی آتی

1- The percentage of holdings by non-institutions and non-promoters (HLDG_INDVit)

2- Lin and et al.

باشد. یکی از متغیرهایی که با استفاده از آن سودآوری شرکت سنجیده می شود، نرخ بازده دارایی‌ها یا ROA_{it} می باشد. نرخ بازده دارایی‌ها از طریق تقسیم سود خالص قبل از کسر مالیات بر کل دارایی‌ها محاسبه شده است.

۲. فرصتهای رشد (نسبت کیوتوبین): شرکتهایی که با فرصتهای سرمایه گذاری قابل ملاحظه‌ای رو به رو هستند، نیاز به وجه نقد بالایی دارند و بنابراین سعی می کنند سود سهام کمتری پردازند. پرداخت سود کم می تواند تأثیر منفی بر قیمت سهام شرکت و بازده سهام آن داشته باشد. در این مطالعه برای محاسبه فرصتهای رشد از نسبت کیوتوبین (نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری آنها) استفاده شده است.

۳. اندازه شرکت: اندازه‌ی هر شرکت به میزان دارایی‌های آن بستگی دارد و به منظور هم مقیاس شدن رقم کل دارایی‌ها از لگاریتم طبیعی آن به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است.

دوره‌ی مطالعه و جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش، تمام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹، است. از این جامعه، شرکتهای حائز شرایط زیر به عنوان نمونه انتخاب شده است:

۱. تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
۲. سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در دوره زمانی مورد بررسی، تغییری در آن ایجاد نشده باشد.
۳. شرکتهای طی دوره مورد بررسی، فعالیت مستمر داشته و سهام آنها بدون وقفه با اهمیت مورد معامله قرار گرفته باشد زیرا در غیر این صورت امکان محاسبه صحیح بازده سهام وجود ندارد.
۴. جزء شرکتهای سرمایه گذاری، واسطه‌گری مالی و بانک‌ها نباشند.
۵. اطلاعات مالی مورد نیاز برای این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ به طور کامل ارائه کرده باشد.

با توجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۶۷۰ مشاهده سال- شرکت مربوط به ۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ به عنوان

نمونه آماری انتخاب شد.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این بخش برای بررسی و برآورد مدل کلی از تحلیل پانلی استفاده شده است. دلیل استفاده از این روش، به علت نوع ماهیت داده‌ها است. زیرا در تحلیل پانلی، داده‌ها به صورت مقطعی - زمانی گردآوری شده‌اند. در این تحقیق برای آزمون فرضیه تحقیق از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است.

نتایج آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول شماره (۱) آورده شده است. نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول شماره (۱) آورده شده است که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر مقدار حداقل، حداکثر، میانگین، میانه و همچنین، اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی، نظیر انحراف معیار است. مهمترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. میانگین نرخ بازدهی سهام شرکت‌های نمونه تقریباً ۲۵٪ می‌باشد. این نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکت‌های مورد نظر تقریباً طی دوره مورد بررسی، ۲۵٪ بازده داشته‌اند. همانطور که مشاهده می‌شود میانگین عدم تقارن اطلاعاتی (درصد سهامداران غیرنهادی) ۲۳٪ است. این نشان می‌دهد که به طور متوسط، ۲۳٪ ترکیب سهامداران شرکت‌های نمونه را مالکان غیرنهادی تشکیل می‌دهند. نسبت رشد یا کیوتوبین شرکت‌های نمونه به طور متوسط ۱/۷۴ است. این نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد نظر به طور متوسط ۱۷۴٪ رشد داشته‌اند. طبق جدول شماره ۱ یک، متوسط نرخ بازدهی دارایی‌ها ۱۳٪ است. این رقم نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکت‌های نمونه به ازای هر ریال سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها حدود ۰/۱۳ ریال بازدهی کسب کرده‌اند.

جدول شماره ۱. نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	مشاهده
بازده سهام	۰/۲۵	۰/۱۲	۰/۵۲	-۰/۵۹	۱/۹۳	۶۷۰
عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۲۳	۰/۲۱	۰/۱۲	۰/۰۴	۰/۵۸	۶۷۰
چرخه‌ی عمر شرکت	۳/۶۱	۳/۶۴	۰/۲۶	۲/۶۴	۴/۰۷	۶۷۰
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۱۳	۰/۱۲	۰/۱۵	-۰/۵۶	۱/۳۹	۶۷۰
نسبت رشد یا کیوتوین	۱/۷۴	۱/۳۱	۱/۲۸	۰/۵۶	۱۰/۲۱	۶۷۰
اندازه شرکت	۱۲/۷۱	۱۲/۶۵	۱/۶۳	۹/۰۴	۱۷/۲۳	۶۷۰

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه ۱: ارتباط معناداری بین سطح عدم تقارن اطلاعاتی و بازده آتی سهام وجود دارد.

جهت آزمون فرضیه اول تحقیق این تحقیق از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به منظور اطمینان از تفسیر روابط رگرسیونی، فرضیه‌های زیر بنایی رگرسیون مورد استفاده در این تحقیق، مورد بررسی قرار گرفت. اولین شرط استفاده از رگرسیون این است که توزیع خطاها باید دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشد. همانطور که در جدول شماره (۲) مشاهده می‌گردد توزیع خطاها دارای میانگین تقریباً صفر و انحراف معیار نزدیک به یک (۰/۹۹۶) است. این نشان می‌دهد که مقادیر باقیمانده مدل شماره (۱) دارای توزیع تقریباً نرمال هستند.

جدول ۲. آماره‌های باقیمانده

متغیر وابسته: بازده سهام (Rit)	کمترین	بیشترین	میانگین	انحراف معیار	نمونه
مقادیر پیش‌بینی شده	-۰/۳۱	۱/۵۰	۰/۲۵	۰/۲۵	۶۷۰
پسماند	-۱/۳۱	۱/۵۱	۰/۰۰۰	۰/۴۶	۶۷۰
انحراف معیار مقادیر پیش‌بینی شده	-۲/۲۶۸	۵/۰۴۳	۰/۰۰۰	۱	۶۷۰
انحراف معیار پسماند	-۲/۸۶۰	۳/۲۹۹	۰/۰۰۰	۰/۹۹۶	۶۷۰

برای بررسی عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل از آماره‌های عامل تورم واریانس و تولرانس استفاده گردید (مؤنی و فعال قیومی، ۱۳۸۹: ۱۴۲). به طور تجربی

چنانچه عامل تورم واریانس کمتر از پنج باشد و تولرانس نزدیک به عدد یک باشد، بیانگر عدم مشکل جدی از بابت هم خطی می‌باشد و می‌توان رگرسیون را مورد استفاده قرار داد. همانطور که در جدول شماره (۳) نشان داده شده است، کلیه عوامل تورم واریانس کمتر از پنج و تولرانس تقریباً نزدیک به یک می‌باشند.

جدول ۳. نتایج حاصل از آماری آزمون عامل تورم واریانس و تولرانس

متغیر	عدم تقارن اطلاعاتی	سودآوری	نسبت رشد (کیوتوبین)	اندازه‌ی شرکت
عامل تورم واریانس	۱/۰۳۵	۱/۴۲۷	۱/۳۴۲	۱/۱۳۴
تولرانس	۰/۹۶۶	۰/۷۰۱	۰/۷۴۵	۰/۸۸۲

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری برای فرضیه شماره یک در جدول شماره (۴) آورده شده است. در این جدول ضرایب مثبت (منفی) متغیرها بیانگر رابطه مستقیم (معکوس) با بازده سهام می‌باشند. همانگونه که در جدول شماره (۴) نشان داده شده است، علامت ضریب و آماره t متغیر عدم تقارن اطلاعاتی از وجود رابطه منفی و معنادار این متغیر با بازده سهام شرکت در سطح اطمینان ۹۵٪ خبر می‌دهد. این نشان می‌دهد که افزایش در میزان عدم تقارن اطلاعاتی موجب کاهش در نرخ بازدهی آتی سهام شرکت می‌شود. لذا، همانطور که پیش‌بینی نیز می‌شد افزایش در عدم تقارن اطلاعاتی موجب کاهش در نرخ بازدهی آتی شرکت می‌شود.

با توجه به سطح معناداری برای سایر متغیرهای الگو (سودآوری، نسبت رشد یا کیوتوبین و اندازه شرکت) می‌توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان ۹۹٪ رابطه متغیرهای سودآوری و کیوتوبین با سودآوری مثبت و معنادار می‌باشد. همچنین، رابطه متغیر اندازه شرکت در سطح اطمینان ۹۹٪ منفی و معنادار می‌باشد.

مقدار ضرایب متغیر بیانگر آن است که تأثیر سودآوری بر بازدهی آتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیشتر از سایر متغیرهای مورد بررسی است. آماره F نیز نشان‌دهنده‌ی معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۹٪ است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۲۲٪ از تغییرات در بازدهی شرکت توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. نزدیک بودن آماره دورین واتسون (۱/۹۷) به عدد ۲ نیز حاکی از عدم وجود

خودهمبستگی بین متغیرهای پیش بین است.

جدول ۴. نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه (۱) تحقیق

$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 HLDG_INDV_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	علامت پیش بینی شده	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-/+	۱/۱۱	۶/۶۴	۰/۰۰۰
عدم تقارن اطلاعاتی	-	-۰/۳۶	-۲/۲۵	۰/۰۲۴۹
سودآوری (بازده دارایی‌ها)	+	۰/۷۴	۴/۷۶	۰/۰۰۰
نسبت رشد (کیوتوبین)	+	۰/۱۳	۷/۵۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-	-۰/۰۸۶	-۶/۹۲	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۲	آماره F		
آماره دوربین واتسون	۱/۹۷	سطح معناداری مدل		

فرضیه ۲: ارتباط معناداری بین چرخه‌ی عمر شرکت و بازده آتی سهام وجود دارد. جهت آزمون فرضیه دوم این تحقیق نیز از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به منظور اطمینان از تفسیر روابط رگرسیونی، فرضیه‌های زیر بنایی رگرسیون مورد بررسی قرار گرفت. اولین شرط استفاده از رگرسیون این است که توزیع خطاها باید دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشد. همانطور که در جدول شماره (۵) مشاهده می‌گردد توزیع خطاها دارای میانگین تقریباً صفر و انحراف معیار نزدیک به یک (۰/۹۹۶) است. این نشان می‌دهد که مقادیر باقیمانده مدل شماره (۲) دارای توزیع تقریباً نرمال هستند.

جدول ۵. آماره‌های باقیمانده

متغیر وابسته: بازده سهام (R_{it})	کمترین	بیشترین	میانگین	انحراف معیار	نمونه
مقادیر پیش‌بینی شده	-۰/۲۸	۱/۵۲	۰/۲۹	۰/۲۴	۶۷۰
پسماند	-۱/۳۵	۱/۵۴	۰/۰۰۰	۰/۴۶	۶۷۰
انحراف معیار مقادیر پیش‌بینی شده	-۲/۱۶۴	۵/۲۱۳	۰/۰۰۰	۱	۶۷۰
انحراف معیار پسماند	-۲/۹۲۵	۳/۳۳۵	۰/۰۰۰	۰/۹۹۶	۶۷۰

برای بررسی عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل از آماره‌های عامل تورم واریانس و تولرانس استفاده گردید. همانطور که در جدول شماره (۶) نشان داده شده

است، کلیه عوامل تورم واریانس کمتر از پنج و تولرانس تقریباً نزدیک به یک می باشند.

جدول ۶. نتایج آماری حاصل از آزمون عامل تورم واریانس و تولرانس

متغیر	چرخه‌ی عمر شرکت	سودآوری	نسبت رشد(کیوتوبین)	اندازه‌ی شرکت
عامل تورم واریانس	۱/۰۱۰	۱/۴۲۶	۱/۳۴۸	۱/۱۰۷
تولرانس	۰/۹۹۰	۰/۷۰۱	۰/۷۴۲	۰/۹۰۴

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری برای فرضیه شماره دو در جدول شماره (۷) آورده شده است. در این جدول ضرایب مثبت (منفی) متغیرها بیانگر رابطه مستقیم (معکوس) با بازده آتی می‌باشند. همانگونه که در جدول شماره (۷) نشان داده شده است، علامت ضریب و آماره t متغیر چرخه‌ی عمر شرکت از وجود رابطه مثبت و معنادار این متغیر با بازده سهام شرکت در سطح اطمینان ۹۹٪ خبر می‌دهد. این نشان می‌دهد که افزایش در عمر شرکت موجب افزایش در نرخ بازدهی آتی سهام شرکت می‌شود. لذا، همانطور که پیش‌بینی نیز می‌شد افزایش در عمر شرکت موجب افزایش در نرخ بازدهی آتی شرکت می‌شود. نتایج این تحقیق با تحقیق رحمانی و همکاران (۱۳۹۰) نیز مطابقت دارد.

جدول ۷. نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه (۲) تحقیق

$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 AGE_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 MB_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$				
متغیر	علامت پیش بینی شده	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-/+	۱/۵۲	۱/۵۸	۰/۱۱
چرخه عمر شرکت	+	۰/۹۲	۳/۲۹	۰/۰۰۱
سودآوری(بازده دارایی‌ها)	+	۰/۹۱	۴/۴۷	۰/۰۰۰
نسبت رشد(کیوتوبین)	+	۰/۱۷	۸/۶۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-	-۰/۳۹	-۱۰/۹۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۳	آماره F	۴/۹۱
آماره دوربین واتسون		۱/۹۶	سطح معناداری مدل	۰/۰۰۰

با توجه به سطح معناداری برای سایر متغیرهای الگو (سودآوری، نسبت رشد یا کیوتوبین و اندازه شرکت) می‌توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان ۹۹٪ رابطه متغیرهای سودآوری و کیوتوبین با سودآوری مثبت و معنادار می‌باشد. همچنین، رابطه متغیر اندازه شرکت در سطح اطمینان ۹۹٪ منفی و معنادار می‌باشد.

مقدار ضرایب متغیر بیانگر آن است که تأثیر چرخه‌ی عمر شرکت بر بازدهی آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیشتر از سایر متغیرهای مورد بررسی است. آماره F نیز نشان‌دهنده‌ی معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۹٪ است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۳۳٪ از تغییرات در بازدهی شرکت توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. نزدیک بودن آماره دوربین واتسون (۱/۹۶) به عدد ۲ نیز حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین متغیرهای پیش بین است.

نتیجه‌گیری

هدف این تحقیق بررسی رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه‌ی عمر شرکت با بازدهی آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این تحقیق در مقایسه با تحقیقات داخلی همچون؛ تحقیق قائمی و وطن‌پرست (۱۳۸۴)، رضازاده و آزاد (۱۳۸۷)، خدابی و قدیری (۱۳۸۹) و رحمانی و همکاران (۱۳۹۰) برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از درصد مالکیت سهامداران غیر نهادی استفاده شده است در حالی که در تحقیقات یاد شده برای محاسبه میزان عدم تقارن اطلاعاتی از دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد بین میزان عدم تقارن اطلاعاتی و نرخ بازدهی آتی سهام شرکت‌ها رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد. به این معنی که در بازار بورس اوراق بهادار تهران، با افزایش میزان عدم تقارن اطلاعاتی (کاهش شفافیت اطلاعات)، بازدهی آتی شرکت‌ها کاهش می‌یابد. عدم تقارن اطلاعاتی نشانه‌های منفی در ارتباط با ارزش و قیمت سهام شرکت به بازار سرمایه می‌فرستد که نمی‌تواند برای شرکت مطلوب باشد. همچنین هنگامی که سطح عدم تقارن اطلاعاتی بالاست، شرکت‌ها معمولاً به دلیل بالا بودن هزینه تأمین مالی خارجی، سود پرداختی‌شان را کاهش می‌دهند. کاهش در سود پرداختی نمی‌تواند برای شرکت مطلوب باشد چون نشانه‌های نامطلوب در ارتباط با کیفیت و سودآوری شرکت به بازار سرمایه منتقل می‌کند. این نشانه‌های منفی و نامطلوب در نهایت تأثیر مستقیمی بر روی بازدهی آتی شرکت‌ها دارد. همچنین نتایج حاکی از این است که یک رابطه‌ی مثبت و معنادار بین عمر شرکت

و بازده سهام آن وجود دارد. به عبارتی شرکتهای جوانتر در مقایسه با سایر شرکتهای به دلیل مواجه شدن با فرصتهای سرمایه‌گذاری سودآور معمولاً در سال‌های ابتدایی تأسیسشان سود کمتری بین سهامدارانشان می‌پردازند. بنابراین ارزش این شرکتهای و رونق بازار سهامشان در سالهای ابتدایی به مراتب کمتر است. لذا می‌توان انتظار داشت که با گذشت زمان، بازدهی شرکتهای افزایش یابد.



منابع و مأخذ

۱. احمدپور، احمد و عجم، مریم. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه‌ی بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، شماره ۱۱، ص ۱۲۴-۱۰۷.
۲. حقیقت، حمید و پناهی، مهدی. (۱۳۹۰). "بررسی رابطه کیفیت سود و بازده آینده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله دانش حسابداری، سال دوم، شماره ۵، ص ۳۱-۵۰.
۳. خدایمی‌پور، احمد و قدیری، محمد. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه‌ی میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران". پیشرفت‌های حسابداری، دوره دوم، شماره دوم، پاییز و زمستان ۱۳۸۹، ص ۲۹-۱.
۴. راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته". تهران. انتشارات سمت. ص ۱۱۵.
۵. رحمانی، علی، موسوی، میرسجاد و قیطاسی، روح اله. (۱۳۹۰). "بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت". مجله تحقیقات مالی، شماره ۹، ص ۱۱۵-۱۰۴.
۶. رحیمی، علی. (۱۳۷۴). "بررسی رابطه بین بازده و ضریب قیمت P/E شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری. تهران. دانشگاه شهید بهشتی.
۷. رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله. (۱۳۸۷). "رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی". بررسی‌های حسابداری و حسابداری، دوره ۱۵، شماره ۵۴، ص ۸۰-۶۳.
۸. سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۴). "قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا"، فصل اول، بند ۲۷، ماده ۱، تهران، انتشارات بورس اوراق بهادار.
۹. شمس عالم، حسام. (۱۳۷۵). "تأثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران. دانشگاه تهران.
۱۰. فخاری، حسین و طاهری، عصمت السادات. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه‌ی سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۴، ص ۱۷۲-۱۵۹.
۱۱. قائمی، محمد حسین و وطن‌پرست، محمدرضا. (۱۳۸۴). "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۲، ص ۸۵-۱۰۳.
۱۲. کردستانی، غلامرضا و نجفی، عمران. (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده آتی

- سهم". مجله پیشرفت‌های حسابداری. دوره دوم، شماره ۲، ص ۱۰۸-۷۵.
۱۳. میر محرابی، هادی. (۱۳۸۰). "بررسی رابطه بین افزایش سرمایه و بازدهی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد. تهران. دانشگاه شهید بهشتی.
۱۴. یحیی زاده فر، محمود و ابونوری، اسماعیل. (۱۳۸۳). "بررسی اثر انتشار حق تقدم بر بازده سود سهام در بازار اوراق بهادار تهران". مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران، شماره ۱۵، ص ۱۴۶-۱۲۹.
۱۵. مؤمنی، منصور و فعال قیومی، علی. (۱۳۸۴). "تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS". تهران. چاپ اول، انتشارات علم و دانش.
۱۶. نمازی، محمد و رستمی، نورالدین. (۱۳۸۵). "بررسی رابطه بین نسبت های مالی و نرخ بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴، ص ۱۲۷-۱۰۵.
۱۷. نوروش، ایرج و ابراهیمی کردلر، علی. (۱۳۸۴). "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد". بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، ص ۱۲۴-۹۷.
18. Aharony J., and Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, 5: 1-12.
19. Baker, M. and Jeffrey, Wurgler. (2002). "Market Timing and Capital Structure". *Journal of Finance*,
20. *American Finance Association*, 57(1), 1-32.
21. Berks, J. B, Green, R. C. and Naik, V. (1999). Optimal Investment, Growth Options and Security
22. Returns. *Journal of Finance*, 54: 1153-1160.
23. Bradshaw, T. M, Scott, A. R. and Richard, G. S. (2006). The Relation between Corporate
24. Financing Analytic's Forecasts and Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42: 53-85.
25. Cheng, L. T. W., Davidson, W. N., & Leung, T. Y. (2011). Insider trading returns and dividend signals. *International Review of Economics and Finance*, 20, 421° 429.
26. Deshmukh, S. (2005). The effect of asymmetric information on dividend policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 44, 107° 127.

27. DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory . *Journal of Financial Economics*, 81, 227° 254.
28. Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2009). Catering effects in corporate dividend policy: International evidence . *Journal of Banking & Finance*, 33, 1730° 1738.
29. Hirshleifer, D. and Lim, S. and Teoh, S. (2003). Disclosure to a Credulous Audience: The Role of Limited Attention . *The Ohio State University, Working Paper*.
30. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323° 329.
31. Kousenidis, Dimitrios V.(2005), Earnings - Returns Relation in Greece: Some Evidence on the Size Effect and on the Life-Cycle Hypothesis *Technological Educational Institution of Thessaloniki*.
32. LaPorta, R., Lo´pez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., (2000). Agency Problems and 28. Dividend Policies Around the World . *Journal of Finance*, 55: 1° 33.
33. Lin, J. B., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2007). Corporate use of derivatives and excess value of diversification . *Journal of Banking and Finance*, 31, 889° 913.
34. Rutherford, R. C. and Allen, T. M. (2004). Impact of Financing Decision on the Security Returns of Real Estate Corporations . *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 5(4), December 1992, 393- 400.
35. Papanastasiopoulos, G. and Thomakos, D and Wang, T. (2007). Information in Balance sheets for future Stock Returns: Evidence from Net operating Assets *Working Paper*.
36. Zhang, y. (2006). Net Operation Assets as a Predictor of Industry Stock Returns , working aper.
37. Yong, S. C. (2005). The Substitution Effects of Short-Term Debt for Long Term Debt on the Expected Returns of Common Stock . *Asia Pacific Journal of Management*, 11 (2): 187-203.