

بررسی واکنش رفتاری بازار سهام، بر اساس شکست روندهای کاهشی بلندمدت و کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی شرکت، در زمان افزایش سود نقدی جواد نیک کار*، ولی خدادادی**، حسنعلی سینایی***، حسن فرازمنند****

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۹/۰۷

تاریخ پذیرش: ۹۶/۱۲/۲۰

چکیده

هدف این پژوهش بررسی واکنش رفتاری بازار سهام، بر اساس شکست روندهای کاهشی بلندمدت و کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی شرکت (شامل: سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم، جریان وجه نقد عملیاتی هر سهم و رشد خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم بر حسب تورم) در زمان افزایش سود نقدی است. بدین منظور شش فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های مربوط به ۳۰۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار برای دوره‌ی زمانی بین سال‌های ۱۳۷۰ تا ۱۳۹۴ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، بررسی و آزمون شد. نتایج پژوهش نشان داد که برای معیارهای عملکردی سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم، واکنش مثبت بازار به افزایش همزمان معیار عملکردی و سود تقسیمی، برای الگوهای بلندمدت نسبت به الگوهای کوتاه‌مدت بیشتر است. از سوی دیگر، نتایج مویید آن است که برای معیار عملکردی تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم، واکنش مثبت بازار به افزایش همزمان معیار عملکردی و سود تقسیمی، برای الگوهای بلندمدت و الگوهای کوتاه‌مدت غیرمعنادار است. همچنین نتایج نشان داد، واکنش بازار به معیارهای عملکردی جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود عملیاتی هر سهم برای الگوهای کوتاه‌مدت نسبت به دو الگوی دیگر عملکردی بیشتر است. علاوه بر این، نتایج مویید آن است که برای الگوهای بلندمدت واکنش بازار یکسان نیست و بازار در تضاد با مبانی تئوریک برای هر معیار عملکردی واکنش متفاوتی نشان می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: واکنش رفتاری بازار سهام، گزارش‌گری سود سهام، روندهای بلندمدت معیارهای عملکردی و سود تقسیمی، روندهای کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی و سود تقسیمی.

طبقه‌بندی موضوعی: G14, G11

DOI: 10.22051/jera.2018.18272.1876

- * استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق، تهران، ایران. (j.nickar@gmail.com)
- ** دانشیار گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران، (نویسنده‌ی مسئول). (vkhodadadi@scu.ac.ir)
- *** دانشیار گروه مدیریت مالی دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران. (ha-sinaei@yahoo.com)
- **** دانشیار گروه اقتصاد دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران. (Hfarazmand@scu.ac.ir)

مقدمه

طی دهه ۹۰ میلادی، اکثر پژوهش‌های مالی به بسط مدل‌های روانشناسی و ارتباط آن‌ها با بازارهای مالی سوق پیدا کردند. پژوهشگران ناهنجاری‌های فراوانی را در بازارهای مالی پیش روی داشتند که مدل‌های نظری قادر به تبیین آن‌ها نبودند. بسیاری از سرمایه‌گذاران در گذشته به این نتیجه رسیده بودند که پدیده‌های روانشناختی نقش مهمی در تعیین رفتارهای بازارهای مالی دارد. با این وجود، پژوهش‌های مالی در این حوزه در طی دهه ۹۰ میلادی گسترش یافت. امروزه، به نظر می‌آید که بازار سهام نسبت به تمام پدیده‌ها واکنش داشته باشد، که یکی از مهمترین این متغیرها میزان عملکرد و تغییرات آن است (سزازی و میر، ۲۰۱۵). افزون بر این، اخبار مربوط به تقسیم سود و تغییرات سود تقسیمی نسبت به سال‌های گذشته، برای سهامداران از اهمیت به‌سزایی برخوردار است. زیرا، با توجه به تئوری علامت‌دهی^۱، سهامداران می‌توانند با توجه به تغییر خط‌مشی تقسیم سود، وضعیت مالی شرکت را در آینده پیش‌بینی کنند که در نتیجه سبب واکنش بازار می‌شود. بنابراین، مدیران شرکت‌ها به این موضوع توجه دارند که سهامداران آن‌ها خواهان یک روند ثابت و پایدار برای تقسیم سود هستند، زیرا پایداری سود تقسیمی این پیام را می‌دهد که شرکت وضعیت مالی با ثباتی دارد و دارای ریسک تجاری پایین‌تری است. در نتیجه، ارزش بازار سهام شرکت افزایش می‌یابد (برزیده و برهانی، ۱۳۸۸). با در نظر گرفتن توضیحات بیان شده، این سوالات مطرح می‌شود که اگر الگوهای عملکردی و سود تقسیمی در شرکت شکسته شود، چه واکنش رفتاری می‌تواند برای سهامداران و سایر ذینفعان داشته باشد و آیا این الگوهای متنوع (با ویژگی بلندمدت بودن در مقابل کوتاه‌مدت بودن)، واکنش رفتاری متفاوتی دارد؟ کدام یک دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری هستند؟ همچنین، آیا این واکنش رفتاری بازار برای الگوهای متفاوت عملکردی، با یکدیگر تفاوت معناداری دارد؟

با توجه به سوالات مطرح شده، یکی از جنبه‌هایی که در زمینه سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و بحث واکنش رفتاری آن مسکوت مانده است، بحث روندهای تاریخی بلندمدت و کوتاه‌مدت در زمینه معیارهای عملکردی شرکت و سیاست تقسیم سود آن است. مطالعات انجام شده در گذشته، هیچ اطلاعاتی از این مفهوم که آیا الگوهای بلندمدت و کوتاه‌مدت تغییرات در معیارهای عملکردی و سود تقسیمی گذشته، نقشی در انتقال اطلاعات ناشی از

سیاست تقسیم سود دارد و آیا سبب واکنش بازار سهام می‌شود یا خیر، ارائه نکرده‌اند (بحث شکست الگوهای بلندمدت معیارهای عملکردی و سودتقسیمی در مقابل الگوهای کوتاه‌مدت). مطالعه‌ی حاضر، واکنش رفتاری بازار سهام را در برابر شکست الگوهای متنوعی از معیارهای عملکردی (شامل؛ سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم، جریان وجه نقد عملیاتی هر سهم و تغییر خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم بر حسب تورم) و سوابق سودتقسیمی ارزیابی می‌کند. بنابراین، باید میان دو عامل جداگانه‌ی اثر گذار بر تصمیم‌گیری در ارتباط با سیاست تقسیم سود تمایز قائل شد؛ الف) تأثیر تغییرات معیارهای عملکردی ب) تأثیر الگوهای تاریخی. بنابراین، این پژوهش انتظار دارد که در صورت تغییر معیارهای عملکردی، توانایی معیارهای عملکردی جاری به عنوان سیگنال معیارهای عملکردی آتی نمی‌تواند تنها بر کیفیت معیارهای عملکردی جاری (مانند کیفیت سود یا کیفیت سود عملیاتی) وابسته باشد؛ بلکه تابعی از: الف) سیاست تقسیم سود ب) ثبات رویه شرکت در به وجود آوردن سود و تعمیم آن در شکلی از پرداخت سود سهام است. اکثر پژوهش‌های انجام شده بر معیارهای عملکردی و کیفیت این معیارها تمرکز داشته‌اند و هیچ‌یک از پژوهش‌های گذشته در ادبیات حسابداری بر تأثیر الگوهای بلندمدت و کوتاه‌مدت و مقایسه جامع آن‌ها تمرکز نکرده است. علاوه بر این، در ادبیات مطرح شده گذشته در زمینه واکنش بازار سهام، تمامی پژوهش‌های انجام شده بر واکنش بازار سهام با توجه به مقدار تغییر توجه داشته‌اند و هیچ‌یک از ادبیات حسابداری در گذشته به بررسی واکنش بازار سهام با توجه به ثبات‌پذیری شرکت توجه نداشته‌اند. به طوری که این واکنش در شرکت‌های باثبات و با ثبات کمتر تفاوت دارد. بنابراین، با توجه به اهمیت تصمیم‌گیری سیاست تقسیم سود برای مدیران و اهمیت محتوای اطلاعاتی تغییرات سودتقسیمی برای سهامداران و دیگر ذینفعان، مطالعه حاضر به بررسی واکنش رفتاری بازار سهام، بر اساس شکست روندهای کاهشی بلندمدت و کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی شرکت و سودتقسیمی می‌پردازد.

پیشینه پژوهش

پیشینه نظری

مدیران بر حفظ ثبات یا افزایش سود و دوری از سود غیر مترقبه، با هدف حفظ یک جریان هموار از سود تقسیمی تمرکز می‌کنند و از انحراف در سیاست تقسیم سود با ثبات، اجتناب می‌کنند. زیرا، آنان تمایلی به شکستن تعهدات مداوم خود برای تقسیم منظم سود سهام ندارند. یک تغییر در سود تقسیمی به سبب یک تغییر در عملکرد شرکت، نشان دهنده‌ی علامتی قابل اعتماد به سرمایه‌گذاران از انتظار تغییر در قابلیت سودآوری شرکت است که می‌تواند سبب واکنش رفتاری بازار سهام شود. افزون بر این، اگر مدیران تمایلی به تغییر سود تقسیمی نداشته باشند، در این صورت در یک دوره‌ی بلندمدت از معیارهای عملکردی گذشته و سوابق سود تقسیمی؛ الف) تغییر سود تقسیمی اطلاعات بیشتری در باره‌ی سودهای آینده ارائه می‌کند که باعث واکنش رفتاری بازار می‌شود و ب) این واکنش رفتاری زمانی صورت می‌گیرد که انتظار رود این تغییر در عملکرد شرکت پایدار باشد (لیو و چن، ۲۰۱۴).

از سوی دیگر، استدلال می‌شود که چون مدیران تمایلی به تغییر سیاست سود تقسیمی ندارند، در ارتباط با مشکلات عملکردی که انتظار می‌رود پایدار باشد هر چه الگوهای عملکردی و الگوی سود تقسیمی گذشته بلندمدت‌تر باشد؛ احتمال تغییر سود تقسیمی بیش‌تر می‌شود. در واقع، هر چه الگوی کاهشی معیارهای عملکردی و سود تقسیمی قبل از تغییر معیارهای عملکردی، بلندمدت‌تر باشد؛ انتظار می‌رود تغییر معیارهای عملکردی، محتوای اطلاعاتی بیشتری در توضیح احتمال تغییر سود تقسیمی داشته باشد و سبب واکنش بیشتر در بازار شود. در نتیجه، زمانی که معیارهای عملکردی تغییر می‌کند به منزله‌ی سیگنالی در یک الگوی ثابت از معیارهای عملکردی است که بر تصمیم‌گیری در رابطه با سود تقسیمی تأثیر گذار است و این موضوع زمانی که سوابق گذشته معیارهای عملکردی و سود تقسیمی قبل از تغییر در معیارهای عملکردی، بلندمدت‌تر باشد بیشتر خود را نشان می‌دهد (سزاری و میر، ۲۰۱۵).

بر این اساس، با استفاده از دو استدلال شرکت‌ها با توجه به سوابق معیارهای عملکردی و سود تقسیمی گذشته از یکدیگر تفکیک شده‌اند. اول تمرکز بر شرکت‌هایی با سابقه‌ی بلندمدتی از معیارهای عملکردی، برای توانایی جداسازی بهتر تغییرات قابل توجه در قابلیت

سودآوری؛ برای مثال، افزایش معیارهای عملکردی پس از یک دوره بلندمدت از یک روند معیارهای عملکردی منفی نسبت به یک دوره کوتاه مدت از معیارهای عملکردی، غیر معمول تر است. دوم، تفکیک شرکت‌ها بر اساس الگو سود سهام پرداختی طبق نظریه میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱)، که استدلال می‌کنند اگر شرکتی خارج از الگوی سود تقسیمی عمل کند، سرمایه‌گذاران احتمالاً تفسیر می‌کنند که تغییر در نرخ سود نقدی به عنوان یک تغییر در اعتقاد مدیران درباره عملکرد آینده شرکت است. در نتیجه، تفسیر سرمایه‌گذاران نسبت به تغییر در اعتقاد مدیران نسبت به عملکرد آینده شرکت، برای شرکت‌ها با الگوی بلندمدت از افزایش سود تقسیمی نسبت به الگوی کوتاه مدت متفاوت است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۰).

افزون بر این، مدیرانی که دارای روندهای کاهش در معیارهای عملکردی و سود تقسیمی هستند، انگیزه بیشتری برای خروج از بحران دارند (یا انگیزه بیشتری دارند که به بازار اعلام کنند که چشم‌انداز روشنی دارند). بنابراین، در صورت تغییرات مثبت معیارهای عملکردی پس از یک دوره کاهش، مدیران با انگیزه بالاتری به منظور کسب منافع بیشتر، سیاست تقسیم سود را تغییر داده و الگوی بلندمدت را می‌شکنند. لذا، تغییر سود تقسیمی دارای محتوای اطلاعاتی زیادی در توضیح سود آینده دارد (چاریتو و همکاران، ۲۰۰۰). که می‌تواند سبب واکنش رفتاری بازار شود. همچنین، با توجه به اینکه مدیران تمایلی زیادی به خروج از بحران دارند، هر چه الگوهای عملکردی و سود تقسیمی گذشته بلندمدت تر باشد، معیارهای عملکردی تحقق یافته‌ی شرکت در مقایسه با شرکت‌هایی که ثبات کمتری دارند دارای واکنش بازار بیشتری برای تغییر سود تقسیمی است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

از سوی دیگر، در اکثر متون مالی و حسابداری این انتظار وجود دارد که تغییرات سود عملیاتی و جریان وجه نقد عملیاتی نسبت به سایر معیارهای عملکردی شرکت بیشتر مورد توجه بازار قرار گیرد اما، این موضوع کمتر در ادبیات حسابداری بر اساس روندهای بلندمدت و کوتاه مدت مورد آزمون قرار گرفته است. بنابراین، مطابق فرضیه پنجم این انتظار وجود دارد که شکست الگوهای کوتاه مدت در میان معیارهای عملکردی برای معیارهای سود عملیاتی هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم نسبت به سود هر سهم و خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم دارای محتوای اطلاعاتی و واکنش بازار بیشتری باشند. چرا که این معیارها کمتر قابلیت دستکاری داشته و به طور مستقیم با عملیات واقعی و عملیاتی شرکت مربوط است و

دارای قابلیت مقایسه پذیری بیشتر و دیدگاه بلندمدت جامع تر هستند. همچنین، مطابق با فرضیات ششم، این انتظار وجود دارد با توجه به اینکه در بلندمدت، تمامی معیارهای عملکردی شرکت به یکدیگر نزدیک می شود (در یک دوره بلندمدت تقریباً یکسان هستند) در بلندمدت تمامی معیارهای عملکردی (شامل؛ سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم، جریان وجه نقد عملیاتی هر سهم و خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم بر حسب تورم) دارای محتوای اطلاعاتی و واکنش بازار یکسان باشند (چن و تایرس، ۲۰۱۵).

پیشینه تجربی

بالی (۲۰۰۳) شواهدی یافته بود که کاهش سود سهام باعث واکنش بزرگتری از بازار به نسبت افزایش آن می شود. در واقع آن‌ها به این نتیجه دست یافتند که «خبر خوب به طور اساسی خبر به حساب نمی آید» که بدان معنی است که بازار به تغییرات سود سهامی که در بردارنده‌ی خبرهای خوب است واکنش نشان نمی دهد. هرچند این نتیجه نیز حاصل شد که اخبار بد، اعم از حذف یا کاهش سود سهام واکنش منفی معناداری در بر خواهد داشت. همچنین، باومن (۲۰۰۹) در مقاله خوشبینی مدیریتی و واکنش بازار نسبت به تغییرات سود سهام به این نتیجه دست یافت که تغییرات سود سهام واکنش غیرعادی بازار را به همراه دارد و اطلاعات کمی را از درآمد آینده شرکت‌ها فراهم می کند.

بحث تأثیر الگوی سود و سود تقسیمی گذشته بر محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی برای اولین بار توسط چاریتو و همکاران (۲۰۱۰)، بررسی شد. آنان تأثیر الگوی سود و سود تقسیمی گذشته را بر محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی در زمان کاهش سود، بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که هر چه ثبات (روند افزایشی) الگوی سود و سود تقسیمی گذشته در میان شرکت‌هایی که کاهش سود داشته‌اند، بلندمدت تر باشد؛ الف) اطلاعات منتقل شده توسط سودهای تقسیمی درباره سودهای آینده تقویت می شود و ب) نقش مقدار سود تحقق یافته در جهت روشن ساختن تصمیم‌گیری سیاست تقسیم سود که در آن سود در بردارنده‌ی محتوای اطلاعاتی بیشتری در توضیح احتمال کاهش سود تقسیمی است، افزایش می یابد. همچنین آنان در سال (۲۰۱۱)، تأثیر الگوی سود و سود تقسیمی گذشته را بر واکنش بازار در زمان متحمل شدن زیان بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که در یک نمونه از

شرکت‌هایی که متحمل زیان شده‌اند، هر چه ثبات (روند افزایشی) الگوی سود و سودتقسیمی گذشته بلندمدت‌تر باشد، شرکت با واکنش منفی بیشتری از سوی بازار رو به رو می‌شود.

سزاری و میر (۲۰۱۵) تأثیر تغییرات سودتقسیمی بر ارزشمندی قیمت سهام را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که ارتباط مثبت معناداری میان بازده گذشته و تغییرات فعلی سودتقسیمی وجود دارد. همچنین، مطالعه آنان اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام را به عنوان یک عامل تعیین کننده مهم سیاست تقسیم سود برجسته ساخته است.

چن و تایرس (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی سایر منابع اطلاعاتی به عنوان عامل موثر بر واکنش منفی بازار به شگفتی‌های سود پرداختند. که چرا بازار لزوماً به شگفتی‌های مثبت (منفی) واکنش مثبت (منفی) نشان نمی‌دهد. نتایج نشان داد که سایر منابع اطلاعاتی عامل اصلی این واکنش متضاد می‌باشند و اثر سایر منابع اطلاعاتی هنگامی که سرمایه‌گذاران با شک و تردید به اطلاعات سود نگاه می‌کنند، بیشتر است. همچنین، نتایج نشان داد که سایر منابع اطلاعاتی ارزیابی سرمایه‌گذاران از اطلاعات سود را تسهیل می‌کنند.

یکینی و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی واکنش بازار با توجه به اعلامیه‌های مثبت گزار شگری سالانه پرداختند. نمونه آنان شامل ۱۴۱۰ شرکت انگلیسی بود. نتایج پژوهش آنان نشان داد که گستردگی بیشتری از واکنش بازار نسبت به اخبار مثبت در اطراف تاریخ افشا وجود دارد. همچنین، آنان معتقدند که اعلامیه‌های ارائه شده شرکت نباید به عنوان ابزاری در اختیار مدیریت باشد بلکه به عنوان کانال‌هایی برای ارائه اطلاعات هستند.

ایجاز و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی تغییرات سودتقسیمی به عنوان سیگنالی برای پیشینی سودهای آتی شرکت پرداختند. آنان برای انجام این پژوهش از داده‌های مربوط به ۹۲۸ شرکت فرانسوی و ۹۵۵ شرکت آلمانی بین سال‌های ۱۹۹۱-۲۰۱۰ استفاده کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که ارتباط معناداری میان تغییرات سودتقسیمی جاری و تغییرات سود آتی برای شرکت‌ها با بازده غیر عادی بیشتر وجود دارد.

محمودی و محقق (۱۳۹۰) معتقدند که بازار با دنبال کردن روندی خاص، واکنش مثبتی به افزایش صورت گرفته از سوی آن روند نشان می‌دهد. تا زمانی که بنگاه از روند قبلی خود منحرف نشود، بازار واکنش غیر منتظره‌ای نشان نمی‌دهد. با توجه به این که واکنش

بازار در برابر انحراف مثبت اساسی از روندی منفی، واکنشی منفی بوده است، می‌توان نتیجه گرفت که خبرهای مثبت، در برابر روند منفی با واکنش مناسبی از جانب بازار روبه‌رو نمی‌شود و بازار روند را در این گونه انحرافات دنبال می‌کند.

فدایی‌نژاد و کامل‌نیا (۱۳۹۱) واکنش بازار سهام به اعلامیه‌های سود فصلی در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج حاصله نشان داد که اعلامیه‌های سود حاوی اطلاعات مربوطی برای بازار سهام است. و زمانی که سود واقعی سه ماهه بیش از پیش‌بینی شرکت باشد (اخبار خوب)، در پنج روز بعد از اعلام سود، بازدهی غیرعادی مثبت معنی‌داری مشاهده می‌شود. تداوم این بازدهی غیرعادی طی چند روز پس از اعلام سود، نشان دهنده آن است که سرعت تعدیل قیمت‌ها در این بورس کوچک کم است. همچنین، در اعلامیه‌های سودی که سود واقعی کمتر از پیش‌بینی است (اخبار بد)، بازدهی غیرعادی مشاهده نمی‌شود.

سجادی و همکاران (۱۳۹۴) معتقدند هر چه سوابق سود و الگوی سود تقسیمی گذشته در میان شرکت‌هایی که متحمل کاهش سود شده‌اند، بلندمدت‌تر باشد؛ محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی در باره‌ی سودهای آینده افزایش می‌یابد. همچنین، باعث افزایش نقش مقدار کاهش سود تحقق یافته در تصمیم‌گیری سیاست تقسیم سود می‌شود، که در آن سود در بر دارنده‌ی محتوای اطلاعاتی بیشتری در توضیح احتمال کاهش سود تقسیمی است.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرح شده و پژوهش‌های پیشین، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

نکته: لازم به توضیح است که برای هر چهار فرضیه اول انتظار بر این است که برای الگوی بلندمدت نسبت به الگوی کوتاه مدت، واکنش رفتاری بازار سهام بیشتر و شدیدتر باشد.

فرضیه اول: در شرکت‌هایی که پس از یک دوره کاهش در سود هر سهم و سود نقدی، افزایش در سود هر سهم آن‌ها رخ دهد؛ افزایش سود نقدی، سبب تأثیر مثبت بیشتری بر واکنش بازار دارد.

فرضیه دوم: در شرکت‌هایی که پس از یک دوره کاهشی در سود عملیاتی هر سهم و سود نقدی، افزایش در سود عملیاتی هر سهم آن‌ها رخ دهد؛ افزایش سود نقدی، سبب تأثیر مثبت بیشتری بر واکنش بازار دارد.

فرضیه سوم: در شرکت‌هایی که پس از یک دوره کاهشی در وجه نقد عملیاتی هر سهم و سود نقدی، افزایش در وجه نقد عملیاتی هر سهم آن‌ها رخ دهد؛ افزایش سود نقدی، سبب تأثیر مثبت بیشتری بر واکنش بازار دارد.

فرضیه چهارم: در شرکت‌هایی که پس از یک دوره کاهشی در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم و سود نقدی، افزایش در خالص دارایی‌های هر سهم آن‌ها رخ دهد؛ افزایش سود نقدی، سبب تأثیر مثبت بیشتری بر واکنش بازار دارد.

فرضیه پنجم: واکنش بازار معیارهای عملکردی جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود عملیاتی هر سهم برای الگوهای کاهشی کوتاه‌مدت بیشتر از معیارهای عملکردی سود هر سهم و تغییر خالص دارایی‌های هر سهم است.

فرضیه ششم: واکنش بازار معیارهای عملکردی برای الگوهای کاهشی در بلندمدت (شامل؛ سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم، جریان وجه نقد عملیاتی هر سهم و خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم بر حسب تورم) یکسان است.

روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش گردآوری اطلاعات در دو مرحله انجام شده است. در مرحله اول برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌های موردنظر از ماهنامه‌های بورس 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 ذکر شده، این اطلاعات در کاربرگ‌های ایجاد شده در محیط این نرم‌افزار وارد شده و سپس، محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای مورد بررسی انجام شده است و در نهایت نیز به منظور آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار ایویز (Eviews) نسخه ۹ استفاده شده است.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله‌ی زمانی سال‌های ۱۳۷۰ تا ۱۳۹۴ بوده است. در این پژوهش، برای تعیین نمونه‌ی آماری از روش نمونه‌گیری به صورت حذف سیستماتیک استفاده شد؛ بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود در ابتدای سال ۱۳۶۹ تا انتهای سال ۱۳۹۵، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند:

۱. شرکت‌ها باید در طول دوره‌ی مورد بررسی تداوم فعالیت داشته باشند.

۲. نمونه‌ی آماری شامل شرکت‌های تولیدی و صنعتی باشد.

۳. شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به انتهای اسفند ماه ختم می‌شود.

در نهایت، پس از طی مراحل مزبور، تعداد ۳۰۱ شرکت، شامل ۸ زیر نمونه به شرح نگاره زیر برای بررسی انتخاب شد. به طوری که برای هر یک از عوامل عملکردی کاهشی در مجموع ۴ زیر نمونه (۴×۱) و بعد از آن برای روندهای بلندمدت و کوتاه‌مدت تبدیل به ۸ زیر نمونه (۴×۲) خواهد شد.

نگاره (۱): زیر نمونه‌های پژوهش*

تعداد شکست	الگوهای عملکردی	معیار عملکردی
۱۶۴	کوتاه‌مدت (سه ساله)	سود هر سهم
۶۴	بلندمدت (بیش از شش سال)	
۱۸۷	کوتاه‌مدت (سه ساله)	سود عملیاتی هر سهم
۶۰	بلندمدت (بیش از شش سال)	
۱۴۳	کوتاه‌مدت (سه ساله)	جریان نقد عملیاتی هر سهم
۴۸	بلندمدت (بیش از شش سال)	
۱۸۲	کوتاه‌مدت (سه ساله)	رشد خالص دارایی‌های هر سهم (تعدیل شده بر اساس تورم)
۵۸	بلندمدت (بیش از شش سال)	

الگوها و متغیرهای پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرح شده، هدف این پژوهش بررسی واکنش رفتاری بازار سهام بر اساس روندهای بلندمدت و کوتاه‌مدت کاهشی معیارهای عملکردی شرکت در زمان افزایش سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین، الگوهای زیر مطابق با مبانی تئوریک و پیشینه‌های بررسی شده برای انجام آزمون فرضیه‌های انتخاب شده است.

الگوی (۱)

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 DIV_INCREASE_{i,t} + \beta_3 (EPS \times DIV_INCREASE)_{i,t} + \beta_4 ISTAB_{i,t} + \beta_5 (EPS \times DIV_INCREASE \times ISTAB)_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \beta_9 DEBTEQ_{i,t} + \beta_{10} SPI_{i,t} + \beta_{11} SALEGR_{i,t} + \beta_{12} RETTE_{i,t} + \beta_{13} Turnover_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۲)

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Operat Profit_{i,t} + \beta_2 DIV_INCREASE_{i,t} + \beta_3 (Operat Profit \times DIV_INCREASE)_{i,t} + \beta_4 ISTAB_{i,t} + \beta_5 (Operat Profit \times DIV_INCREASE \times ISTAB)_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \beta_9 DEBTEQ_{i,t} + \beta_{10} SPI_{i,t} + \beta_{11} SALEGR_{i,t} + \beta_{12} RETTE_{i,t} + \beta_{13} Turnover_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۳)

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cash Flow_{i,t} + \beta_2 DIV_INCREASE_{i,t} + \beta_3 (Cash Flow \times DIV_INCREASE)_{i,t} + \beta_4 ISTAB_{i,t} + \beta_5 (Cash Flow \times DIV_INCREASE \times ISTAB)_{i,t} + \beta_6 Current ratio_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \beta_9 DEBTEQ_{i,t} + \beta_{10} SPI_{i,t} + \beta_{11} SALEGR_{i,t} + \beta_{12} RETTE_{i,t} + \beta_{13} Turnover_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۴)

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Net Asset_{i,t} + \beta_2 DIV_INCREASE_{i,t} + \beta_3 (Net Asset \times DIV_INCREASE)_{i,t} + \beta_4 ISTAB_{i,t} + \beta_5 (Net Asset \times DIV_INCREASE \times ISTAB)_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \beta_9 DEBTEQ_{i,t} + \beta_{10} SPI_{i,t} + \beta_{11} SALEGR_{i,t} + \beta_{12} RETTE_{i,t} + \beta_{13} Turnover_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نکته: لازم به توضیح است که در الگو سوم پژوهش تنها برای معیار عملکردی جریان نقد عملیاتی هر سهم به منظور جلوگیری از وجود همخطی به جای متغیر کنترل جریان نقد عملیاتی

از متغیر نسبت جاری استفاده شده است. چراکه معیار عملکردی جریان نقد عملیاتی هر سهم متغیر مستقل است.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته

$CAR_{i,t}$: برابر با واکنش بازار سهام شرکت است. که بر اساس بازده غیر عادی انباشته سهام پنج روز معاملاتی پیرامون تاریخ اعلان سود نقدی محاسبه شده است. بازده غیر عادی انباشته از طریق مقایسه بازده واقعی سهام شرکت و بازده واقعی بازار به صورت انباشته محاسبه شده است.

متغیرهای مستقل

EPS : برابر با سود هر سهم شرکت است که از تقسیم سود خالص بر تعداد سهام شرکت بدست می آید.

$Operat Profit$: برابر با سود عملیاتی هر سهم است که از تقسیم سود عملیاتی بر تعداد سهام شرکت بدست می آید.

$Cash Flow$: برابر با جریان وجه نقد عملیاتی هر سهم است که از تقسیم جریان وجه نقد عملیاتی بر تعداد سهام شرکت بدست می آید.

$Net Asset$: برابر با تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم نسبت به سال قبل است که از تقسیم تغییرات خالص دارایی‌های تعدیل شده بر حسب تورم بر تعداد سهام شرکت بدست می آید.

$ISTAB$: یک متغیر موهومی است در صورتی که پس از یک دوره‌ی مشخص (سه ساله و بیش از شش سال) در کاهش معیارهای عملکردی و سود نقدی شرکت‌ها، افزایش در معیارهای عملکردی و سود تقسیمی رخ داده باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می شود.

DIV_INCREASE: یک متغیر موهومی است در صورتیکه در سود نقدی پرداختی شرکت‌ها افزایش رخ داده باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

متغیرهای کنترل

CFO: جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت که توسط دارایی‌های اول دوره همگن شده است.
Size: اندازه‌ی شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت محاسبه شده است.

MTB: نسبت فرصت‌های رشد شرکت که از طریق نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت محاسبه شده است.

DEBTEQ: نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت است.

SPI: نسبت اقلام خاص (اقلام غیر مترقیه) صورت سود و زیان به سود خالص دوره است.

SALEGR: برابر با رشد درآمد جاری شرکت نسبت به سال قبل است.

RETTE: نسبت سود انباشته به جمع حقوق صاحبان سهام شرکت است.

Current ratio: برابر با نسبت دارایی‌های جاری شرکت به بدهی‌های جاری آن است.

Turnover_{i,t}: برابر با میانگین حجم معاملات روزانه سهام در سال است.

لازم به توضیح است که برای تعریف متغیرهای پژوهش از پژوهش‌های چاریتو و همکاران (۲۰۱۰)، چاریتو و همکاران (۲۰۱۱) و سجادی و همکاران (۱۳۹۴) استفاده شده است و مطابق با این پژوهش‌ها می‌باشد.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

همان‌طور که مشاهده می‌شود، نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۲) نشان داده شده است.

نگاره (۲): آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش*

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه	چولگی	کشیدگی
واکنش بازار	۱۶/۶۳۶	۱۲/۲۷۰	۲/۶۳۰	۴۸/۲۱۰	۰	۰/۰۶۸	۳/۰۲۶
سود تقسیمی هر سهم	۶۸۱/۴۷	۳۲۸	۲۶/۶۱۹	۴۵۸۰	۰	۰/۰۸۵	۳/۰۶۵
سود هر سهم	۷۷۳/۸۱	۵۵۳	۳۱/۹۳۴	۵۰۵۰	-۲۴۵۰	۰/۰۷۵	۳/۰۵۷
سود عملیاتی هر سهم	۹۸۰	۶۹۲/۱۴	۲۹/۶۰۹	۵۷۵۲/۰۷	-۱۶۰۴/۱	۰/۰۴۹	۳/۰۷۲
جریان نقد عملیاتی هر سهم	۶۰۸/۳۳	۵۴۳/۶۲	۲۴/۲۳۸	۴۲۲۲/۳۶	-۱۲۶۰/۴	۰/۰۴۷	۳/۰۴۳
تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم	۱۶۲/۷۶	۱۶۳/۱۹	۱۱/۴۹۹	۲۹۳۹/۲۰	-۲۱۰۲/۵	۰/۰۵۸	۳/۰۹۲
نسبت جریان نقد عملیاتی شرکت به دارایی اول دوره	۰/۰۸۸	۰/۰۹۹	۰/۱۲۵	۰/۳۶۹	-۰/۲۱۸	-۰/۰۱۵	۲/۸۶۴
اندازه شرکت	۵/۵۲۸	۵/۵۶۸	۰/۷۵۹	۷/۸۵۳	۳/۷۷۰	۰/۰۰۵	۳/۰۲۲
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	۲/۴۰۰	۱/۸۳۳	۲/۱۹۲	۸/۵۷۵	-۲/۴۰۵	۰/۰۵۷	۳/۱۱۰
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	۲/۴۱۹	۱/۸۲۶	۲/۳۸۰	۸/۰۲۰	-۳/۰۵۴	۰/۰۴۵	۳/۱۰۹
نسبت اقلام خاص (اقلام غیر مترقبه) به سود خالص	۰/۰۶۹	۰/۰۲۳	۰/۳۴۵	۰/۷۷۳	-۰/۴۰۴	-۰/۰۰۶	۲/۹۶۹
رشد درآمد شرکت	۰/۱۹۰	۰/۱۵۳	۰/۲۷۲	۰/۶۶۲	-۰/۳۸۹	-۰/۰۰۳	۲/۹۵۷
نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام	۰/۲۹۵	۰/۲۸۴	۰/۳۹۰	۱/۳۲۸	-۰/۶۲۴	۰/۰۲۳	۳/۰۳۵
نسبت جاری	۱/۲۲۰	۱/۱۳۶	۰/۴۶۵	۲/۵۴۸	۰/۴۱۴	۰/۰۴۹	۳/۰۸۰
لگاریتم میانگین حجم معاملات روزانه	۴/۶۳۱	۴/۶۰۵	۰/۸۶۹	۶/۱۹۰	۲/۹۱۲	۰/۰۵۲	۲/۹۲۲

با توجه به نتایج بدست آمده از آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش و نزدیک به هم بودن میانگین و میانه در بیشتر متغیرهای پژوهش، می‌توان بیان کرد که کلیه متغیرها از توزیع مناسبی برخوردار هستند. افزون بر این، آماره‌های انحراف معیار، ضریب کشیدگی، چولگی و احتمال آماره جارک‌برا نیز به منظور بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها بکار گرفته می‌شوند (کلر و واراک، ۲۰۰۳). با بررسی معیارهای مذکور می‌توان اظهار داشت که داده‌های مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته از توزیع نرمال برخوردار هستند زیرا، متغیرها دارای حداقل فاصله از ارزش ارایه شده برای کشیدگی می‌باشند. از سوی دیگر، سودتقسیمی هر سهم دارای میانگین تقریبی ۶۸۱ ریالی است که با توجه به دوره پژوهش ۲۵ ساله، نشان دهنده پرداخت سودتقسیمی بالا در شرکت‌های ایرانی است. علاوه بر این، متغیرهای عملکردی دارای میانگین مثبتی بوده که بیانگر عملکرد مثبت شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. از سوی دیگر، با توجه به میانگین متغیر رشد درآمد شرکت که برابر ۰/۱۹ می‌باشد می‌توان ادعا کرد که فروش شرکت‌ها در دوره پژوهش دارای رشد معقولی با توجه به میانگین نرخ تورم داشته است. همچنین، با توجه به میانگین متغیر نسبت جاری که برابر ۱/۲۲ است می‌توان بیان کرد که در شرکت‌های ایرانی این نسبت در حد معقولی نبوده و شرکت‌ها به صورت میانگین دارای ضعف نقدینگی هستند.

آزمون هم خطی متغیرهای مستقل و بررسی همسانی واریانس

همخطی یعنی وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل که توسط آماره VIF سنجیده می‌شود. مقادیر زیر ۱۰ برای این آماره نشان دهنده عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل است. با توجه به نتایج بدست آمده برای کلیه مقادیر بدست آمده این مقدار برای متغیرهای پژوهش کمتر از حد مجاز است. در نتیجه، هیچ‌گونه هم خطی میان متغیرهای پژوهش مشاهده نشده است. در ضمن، برای بررسی همسانی واریانس میان باقیمانده‌های مدل، از آزمون والد تعدیل شده استفاده شده است. این آزمون در نرم افزار ایویوز قابل انجام نبوده و برای انجام آن از نرم افزار استاتا استفاده شده است. نتیجه این آزمون برای مدل‌های پژوهش موید وجود همسانی واریانس میان باقیمانده‌های مدل است. همچنین، نرمال بودن توزیع باقی مانده‌های رگرسیون نیز مورد بررسی قرار گرفته است که نتایج موید نرمال بودن این باقی مانده‌ها است.

آمار استنباطی

هدف این پژوهش، بررسی واکنش رفتاری بازار سهام، بر اساس روندهای کاهشی بلندمدت و کوتاه مدت معیارهای عملکردی شرکت، در زمان افزایش سود نقدی است. در همین راستا، با توجه به مبانی نظری مطرح شده شش فرضیه تدوین و در ادامه به بررسی و آزمون آن‌ها پرداخته شده است. البته لازم است، قبل از برازش الگوهای پژوهش، آزمون چاو و هاسمن به ترتیب به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت^۲ در مقابل روش داده‌های تلفیقی^۳ و انتخاب از بین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی برای نمونه پژوهش انجام شود (افلاطونی، ۱۳۹۲). نتایج حاصل از آزمون چاو و هاسمن برای الگوهای پژوهش در نگاره (۳) نشان داده شده است. نتایج این آزمون به صورت زیر است:

نگاره (۳): نتایج آزمون چاو و هاسمن برای الگوهای پژوهش

روش پذیرفته شده	آزمون هاسمن		آزمون چاو		الگوی مورد بررسی
	سطح خطا	آماره	سطح خطا	آماره	
الگوی کوتاه مدت (سه ساله)					
روش اثرات ثابت	۰/۰۱۳	۲۶/۸۶۹	۰/۰۰۰	۱/۷۱۱	الگوی (۱) معیار سود هر سهم
روش اثرات ثابت	۰/۰۱۳	۲۶/۷۱۹	۰/۰۰۰	۱/۷۱۰	الگوی (۲) معیار سود عملیاتی هر سهم
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۳۷/۹۹	۰/۰۰۰	۱/۷۳۰	الگوی (۳) معیار جریان نقد عملیاتی هر سهم
روش اثرات ثابت	۰/۰۱۵	۲۶/۲۷۸	۰/۰۰۰	۱/۷۰۰	الگوی (۴) معیار تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم
الگوی بلندمدت (بیش از شش سال)					
روش اثرات ثابت	۰/۰۱۰	۲۷/۴۲۸	۰/۰۰۰	۱/۷۱۱	الگوی (۱) معیار سود هر سهم
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۱	۳۳/۸۱۱	۰/۰۰۰	۱/۷۱۲	الگوی (۲) معیار سود عملیاتی هر سهم
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۳۸/۳۴۹	۰/۰۰۰	۱/۷۲۷	الگوی (۳) معیار جریان نقد عملیاتی هر سهم
روش اثرات ثابت	۰/۰۱۰	۲۷/۵۸۳	۰/۰۰۰	۱/۶۹۵	الگوی (۴) معیار تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم

همانطور که در نگاره (۳) قابل مشاهده است، نتایج حاکی از آن است که روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت برای الگوهای پژوهش روش ارجح است. بنابراین، در ادامه به

تخمین الگوی (۱) پژوهش به منظور بررسی فرضیه اول با توجه به روش ارجح پرداخته شد. نتایج حاصل از بررسی این فرضیه در نگاره (۴) ارائه شده است.

نگاره (۴): نتایج تخمین الگوی (۱) پژوهش*

الگوی بیش از شش سال			الگوی سه ساله			متغیر
سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	
۰/۳۳۹	۰/۹۵۵	۴/۱۲۶	۰/۳۸۶	۰/۸۶۵	۳/۷۳۴	عرض از مبدا
۰/۱۸۳	۱/۳۳۱	۰/۰۰۰۴	۰/۲۱۰	-۱/۲۵۲	۰/۰۰۰۴	سود هر سهم
۰/۰۱۴	۲/۴۵۳	۱/۸۳۵	۰/۰۰۶	۲/۷۰۸	۲/۰۵۵	افزایش سود تقسیمی
۰/۲۷۳	۱/۰۹۵	۰/۰۰۰۳	۰/۲۵۱	۱/۱۴۶	۰/۰۰۰۳	سود هر سهم در افزایش سود تقسیمی
۰/۰۰۵	۲/۷۸۹	۱/۸۳۵	۰/۰۳۷	۲/۰۷۹	۱/۲۴۲	افزایش همزمان سود هر سهم و سود تقسیمی
۰/۰۰۰	۴/۲۳۵	۰/۰۵۱۱	۰/۰۰۱	۳/۱۸۱	۰/۰۰۲۶	سود هر سهم در افزایش سود تقسیمی در افزایش همزمان سود هر سهم و سود تقسیمی
۰/۰۰۰	۵/۰۶۳	۱۲/۲۹۲	۰/۰۰۰	۵/۰۰۸	۱۲/۱۵۰	نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها
۰/۰۱۴	۲/۴۵۶	۱/۹۰۸	۰/۰۱۰	۲/۵۶۰	۱/۹۸۷	اندازه شرکت
۰/۰۰۲	-۳/۰۷۱	-۰/۳۹۰	۰/۰۰۱	-۳/۱۲۴	-۰/۳۹۶	فرصت‌های رشد شرکت
۰/۰۰۲	۳/۰۷۴	۰/۴۹۶	۰/۰۰۲	۳/۰۲۶	۰/۴۸۷	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام
۰/۷۳۶	-۰/۳۳۶	-۰/۳۰۴	۰/۷۵۵	-۰/۳۱۱	-۰/۲۸۲	نسبت اقلام خاص به سود خالص
۰/۰۰۰	۴/۵۲۱	۴/۴۱۳	۰/۰۰۰	۴/۵۰۳	۴/۳۹۶	رشد درآمد شرکت
۰/۷۲۸	۰/۳۴۶	۰/۳۱۶	۰/۷۸۳	۰/۲۷۴	۰/۲۴۹	نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام
۰/۶۵۳	-۰/۴۴۸	-۰/۰۰۰۰۰۰۲	۰/۶۳۴	-۰/۴۷۵	۰۰۰۰۰	میانگین حجم معاملات روزانه
	۰/۳۶۱			۰/۳۵۰		ضریب تعیین
	۰/۲۹۰			۰/۲۸۲		ضریب تعیین تعدیل شده
	۲/۰۷۴			۲/۰۷۵		آماره‌ی دوربین-واتسون
	(۰/۰۰۰) ۲/۲۵۶			(۰/۰۰۰) ۲/۲۰۸		آماره‌ی F
آزمون مقایسه ضرایب (آزمون تی)						
	۰/۰۰۰			۳/۹۹۵		نتایج آزمون مقایسه ضرایب t

با توجه به نتایج قابل مشاهده در نگاره (۴) و با توجه آماره F بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر (۲/۲۰۸) و (۲/۲۵۶) و سطح خطای آن‌ها که برابر (۰/۰۰۰) است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر ۲۸ و ۲۹ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۲۸ و ۲۹ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که به ترتیب برابر ۲/۰۷۵ و ۱۲/۰۷۴ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد. مطابق مبانی تئوریک در فرضیه اول انتظار بر این بود که ضریب مثبت متغیر سود هر سهم در افزایش سود تقسیمی و در افزایش همزمان سود هر سهم و سود تقسیمی برای الگوی بلندمدت نسبت به الگوی کوتاه‌مدت بیشتر و در نتیجه دارای واکنش رفتاری بیشتری باشد. نتایج نیز نشان داد ضریب این متغیر برای الگوی بلندمدت (۰/۰۵۱) بیشتر از الگوی کوتاه‌مدت (۰/۰۰۲) است. بنابراین، فرضیه اول پژوهش تایید می‌شود. افزون بر این، با توجه به اینکه سطح خطا برای آزمون مقایسه‌ای ضرایب زیر ۵ درصد بوده است در نتیجه، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است.

از سوی دیگر، برای بررسی فرضیه دوم از الگوی (۲) استفاده شده است. نتایج تخمین الگوی (۲) با روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، در نگاره (۵) ارائه شده است.

نگاره (۵): نتایج تخمین الگوی (۲) پژوهش*

الگوی بیش از شش سال			الگوی سه ساله			متغیر
سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	
۰/۴۳۸	۰/۷۷۴	۳/۳۰۸	۰/۴۸۴	۰/۶۹۸	۲/۹۸۰	عرض از مبدا
۰/۵۳۲	-۰/۶۲۵	-۰/۰۰۰۲	۰/۶۵۸	-۰/۴۴۲	-۰/۰۰۰۱	سود عملیاتی هر سهم
۰/۰۸۶	۱/۷۱۲	۱/۴۰۳	۰/۰۱۳	۲/۴۶۱	۱/۷۷۳	افزایش سود تقسیمی
۰/۲۴۲	۱/۱۶۸	۰/۰۰۰۴	۰/۱۵۹	۱/۴۰۸	۰/۰۰۰۳	سود عملیاتی هر سهم در افزایش سود تقسیمی

الگوی بیش از شش سال			الگوی سه ساله			متغیر
سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	
۰/۰۰۵	۲/۷۹۳	۱/۳۲۴	۰/۰۳۳	۲/۱۲۵	۱/۱۶۴	افزایش همزمان سود عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی
۰/۰۰۰	۳/۲۹۴	۰/۰۲۱۲	۰/۰۰۴	۲/۸۶۷	۰/۰۰۳۵	سود عملیاتی هر سهم در افزایش سود تقسیمی در افزایش همزمان سود عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی
۰/۰۰۰	۴/۸۶۸	۱۱/۸۷۵	۰/۰۰۰	۴/۸۰۹	۱۱/۷۴۲	نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها
۰/۰۰۶	۲/۷۲۵	۲/۰۸۹	۰/۰۰۵	۲/۷۹۴	۲/۱۴۲	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۳/۳۱۵	-۰/۴۱۸	۰/۰۰۰	-۳/۳۳۴	-۰/۴۲۱	فرصت‌های رشد شرکت
۰/۰۰۴	۲/۸۳۴	۰/۴۶۰	۰/۰۰۵	۲/۷۹۸	۰/۴۵۵	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام
۰/۷۴۴	-۰/۳۲۶	-۰/۲۹۶	۰/۶۹۹	-۰/۳۸۵	-۰/۳۴۷	نسبت ارقام خاص به سود خالص
۰/۰۰۰	۴/۳۸۳	۴/۳۰۵	۰/۰۰۰	۴/۳۴۹	۴/۲۷۶	رشد درآمد شرکت
۰/۹۴۴	۰/۰۶۹	۰/۰۶۳	۰/۹۶۵	۰/۰۴۳	۰/۰۴۰	نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام
۰/۶۸۴	-۰/۴۰۶	-۰/۰۰۰۰۰۰۱	۰/۶۸۰	-۰/۴۱۲	-۰/۰۰۰۰۰۰۱	میانگین حجم معاملات روزانه
۰/۳۶۸			۰/۳۵۵			ضریب تعیین
۰/۳۰۳			۰/۲۹۱			ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۰۷۴			۲/۰۷۴			آماره‌ی دوربین-واتسون
(۰/۰۰۰) ۲/۲۷۱			(۰/۰۰۰) ۲/۲۰۲			آماره‌ی F
آزمون مقایسه ضرایب (آزمون تی)						
۰/۰۰۷			۲/۶۹۲			نتایج آزمون مقایسه ضرایب t

با توجه به نتایج قابل مشاهده در نگاره (۵) و با توجه آماره F بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر (۲/۲۰۲) و (۲/۲۷۱) و سطح خطای آن‌ها که برابر (۰/۰۰۰) است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر ۲۹ و ۳۰ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای

مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۲۹ و ۳۰ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که برابر ۲/۰۷۴ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی مانده‌های الگو وجود ندارد. مطابق مبانی تنوریک در فرضیه دوم انتظار بر این بود که ضریب مثبت متغیر سود عملیاتی هر سهم در افزایش سود تقسیمی و در افزایش همزمان سود عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی برای الگوی بلندمدت نسبت به الگوی کوتاه‌مدت بیشتر و در نتیجه دارای واکنش رفتاری بیشتری باشد. نتایج نیز نشان داد ضریب این متغیر برای الگوی بلندمدت (۰/۰۲۱) بیشتر از الگوی کوتاه‌مدت (۰/۰۰۳) است. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش تایید می‌شود. افزون بر این، با توجه به اینکه سطح خطا برای آزمون مقایسه‌ای ضرایب زیر ۵ درصد بوده است در نتیجه، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است.

از سوی دیگر، برای بررسی فرضیه سوم از الگوی (۳) استفاده شده است. نتایج تخمین الگوی (۳) با روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، در نگاره (۶) ارائه شده است.

نگاره (۶): نتایج تخمین الگوی (۳) پژوهش*

الگوی بیش از شش سال			الگوی سه ساله			متغیر
سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	
۰/۳۱۷	۱/۰۰۰	۴/۴۳۲	۰/۳۵۱	۰/۹۳۱	۴/۰۲۰	عرض از مبدا
۰/۰۱۱	۲/۵۱۵	۰/۰۰۰۷	۰/۰۱۳	۲/۴۸۴	۰/۰۰۰۷	جریان نقد عملیاتی هر سهم
۰/۰۰۰	۳/۵۲۸	۲/۴۰۳	۰/۰۰۰	۳/۶۵۹	۲/۵۱۵	افزایش سود تقسیمی
۰/۷۱۸	۰/۳۶۰	۰/۰۰۰۰۹	۰/۶۵۲	۰/۴۴۹	۰/۰۰۰۱	جریان نقد عملیاتی هر سهم در افزایش سود تقسیمی
۰/۰۲۲	۲/۲۷۵	۳/۸۶۷	۰/۰۰۲	۳/۰۶۷	۳/۶۱۶	افزایش همزمان جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی
۰/۰۰۰	۳/۶۹۹	-۰/۰۱۹۱	۰/۰۰۰	۳/۳۲۱	۰/۰۰۰۵۲	جریان نقد عملیاتی هر سهم در افزایش سود تقسیمی در افزایش همزمان جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی
۰/۰۴۴	-۲/۰۱۴	-۱/۴۳۷	۰/۰۴۴	-۲/۰۰۸	-۱/۴۳۴	نسبت جاری
۰/۰۰۲	۳/۰۶۵	۲/۳۴۵	۰/۰۰۱	۳/۱۴۸	۲/۴۰۷	اندازه شرکت

الگوی بیش از شش سال			الگوی سه ساله			متغیر
ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	
۰/۳۷۸	-۳/۰۲۰	۰/۰۰۲	۰/۳۷۸	-۳/۰۲۰	۰/۰۰۲	فرصت‌های رشد شرکت
۰/۳۳۷	۲/۱۱۳	۰/۰۳۴	۰/۳۴۴	۲/۱۱۳	۰/۰۳۱	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام
۰/۲۳۰	-۰/۲۵۶	۰/۷۹۷	۰/۲۳۲	-۰/۲۵۸	۰/۷۹۶	نسبت اقلام خاص به سود خالص
۴/۲۲۳	۴/۳۷۸	۰/۰۰۰	۴/۲۱۶	۴/۳۶۶	۰/۰۰۰	رشد درآمد شرکت
۰/۴۰۰	-۰/۴۴۳	۰/۶۵۷	۰/۳۴۹	-۰/۳۸۶	۰/۶۹۹	نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام
-۰/۰۰۰۰۰۰۲	-۰/۴۸۰	۰/۶۳۱	-۰/۰۰۰۰۰۰۲	-۰/۵۰۷	۰/۶۱۱	میانگین حجم معاملات روزانه
ضریب تعیین			۰/۳۴۸			۰/۳۵۷
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۲۷۹			۰/۲۸۸
آماره‌ی دورین-واتسون			۲/۰۶۸			۲/۰۶۷
آماره‌ی F			۲/۱۶۲ (۰/۰۰۰)			۲/۲۲۰ (۰/۰۰۰)
آزمون مقایسه ضرایب (آزمون تی)						
نتایج آزمون مقایسه ضرایب t			۲/۵۶۳			۰/۰۱۰

با توجه به نتایج قابل مشاهده در نگاره (۶) و با توجه آماره F بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر (۲/۱۶۲) و (۲/۲۲۰) و سطح خطای آن‌ها که برابر (۰/۰۰۰) است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر ۲۷ و ۲۸ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۲۷ و ۲۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دورین واتسون که به ترتیب برابر ۲/۰۶۸ و ۲/۰۶۷ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی مانده‌های الگو وجود ندارد. مطابق مبانی تئوریک در فرضیه سوم انتظار بر این بود که ضریب مثبت متغیر جریان نقد عملیاتی هر سهم در افزایش سود تقسیمی و در افزایش همزمان سود عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی برای الگوی بلندمدت نسبت به الگوی کوتاه‌مدت بیشتر و در نتیجه دارای واکنش رفتاری بیشتری باشد. نتایج نیز نشان داد ضریب این متغیر برای الگوی بلندمدت (۰/۰۱۹) بیشتر از الگوی

کوتاه مدت (۰/۰۰۵) است. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش تایید می شود. افزون بر این، با توجه به اینکه سطح خطا برای آزمون مقایسه‌ای ضرایب زیر ۵ درصد بوده است در نتیجه، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است.

از سوی دیگر، برای بررسی فرضیه چهارم از الگوی (۴) استفاده شده است. نتایج تخمین الگوی (۴) با روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، در نگاره (۷) ارائه شده است.

نگاره (۷): نتایج تخمین الگوی (۴) پژوهش*

الگوی بیش از شش سال			الگوی سه ساله			متغیر
سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	
۰/۴۹۳	۰/۶۸۴	۳/۰۱۴	۰/۵۳۰	۰/۶۲۸	۲/۶۶۳	عرض از مبدا
۰/۹۸۴	-۰/۰۱۹	-۰/۰۰۰۰۰۹	۰/۹۵۴	-۰/۰۵۶	-۰/۰۰۰۰۰۵	تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم
۰/۰۰۸	-۲/۶۲۶	۱/۹۰۶	۰/۰۰۱	۳/۱۶۸	۲/۲۴۱	افزایش سود تقسیمی
۰/۸۳۲	۰/۲۱۱	۰/۰۰۰۱	۰/۹۲۵	۰/۰۹۳	۰/۰۰۰۰۰۶	تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم در افزایش سود تقسیمی
۰/۰۳۴	۲/۱۱۹	۴/۵۷۷	۰/۰۴۳	۲/۰۱۸	۳/۸۳۲	افزایش همزمان تغییر در خالص دارایی‌های و سود تقسیمی
۰/۴۰۶	۰/۸۳۰	۰/۰۰۰۸۲	۰/۳۱۹	۰/۹۹۵	۰/۰۰۰۲۲	تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم در افزایش سود تقسیمی در افزایش همزمان تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم و سود تقسیمی
۰/۰۰۰	۴/۷۳۴	۱۱/۸۶۶	۰/۰۰۰	۴/۹۴۰	۱۱/۹۰۶	نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها
۰/۰۰۸	۲/۶۵۱	۲/۰۹۹	۰/۰۰۴	۲/۸۴۷	۲/۱۷۲	اندازه شرکت
۰/۰۰۱	-۳/۲۰۹	-۰/۴۱۷	۰/۰۰۰	-۳/۴۲۱	-۰/۴۲۸	فرصت‌های رشد شرکت
۰/۰۰۳	۲/۹۰۷	۰/۴۷۹	۰/۰۰۲	۳/۰۰۰	۰/۴۷۶	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام
۰/۶۳۰	-۰/۴۸۰	-۰/۴۵۳	۰/۶۷۰	-۰/۴۲۴	-۰/۳۸۵	نسبت اقلام خاص به سود خالص
۰/۰۰۰	۴/۲۳۷	۴/۳۱۸	۰/۰۰۰	۴/۴۱۱	۴/۳۲۱	رشد درآمد شرکت
۰/۸۶۰	۰/۱۷۵	۰/۱۶۲	۰/۹۰۳	۰/۱۲۰	۰/۱۰۷	نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام
۰/۷۱۷	-۰/۳۶۲	-۰/۰۰۰۰۰۰۱	۰/۷۱۰	-۰/۳۷۰	-۰/۰۰۰۰۰۰۱	میانگین حجم معاملات روزانه
۰/۳۴۹			۰/۳۳۳			ضریب تعیین

الگوی بیش از شش سال			الگوی سه ساله			متغیر
سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	
	۰/۲۸۱			۰/۲۶۶		ضریب تعیین تعدیل شده
	۲/۰۷۱			۲/۰۷۱		آماره‌ی دورین-واتسون
	(۰/۰۰۰) ۲/۱۹۰			(۰/۰۰۰) ۲/۱۰۴		آماره‌ی F
آزمون مقایسه ضرایب (آزمون تی)						
	۰/۶۳۳			۰/۲۱۰		نتایج آزمون مقایسه ضرایب t

با توجه به نتایج قابل مشاهده در نگاره (۷) و با توجه آماره F بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر (۲/۱۹۰) و (۲/۱۰۴) و سطح خطای آن‌ها که برابر (۰/۰۰۰) است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر ۲۶ و ۲۸ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۲۶ و ۲۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دورین واتسون که برابر ۲/۰۷۱ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی مانده‌های الگو وجود ندارد. مطابق مبانی تئوریک در فرضیه چهارم انتظار بر این بود که ضریب مثبت متغیر تغییر خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم در افزایش سود تقسیمی و در افزایش همزمان تغییر خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم و سود تقسیمی برای الگوی بلندمدت نسبت به الگوی کوتاه‌مدت بیشتر و در نتیجه دارای واکنش رفتاری بیشتری باشد. نتایج نیز نشان داد ضریب این متغیر برای الگوی بلندمدت (۰/۰۰۸) بیشتر از الگوی کوتاه‌مدت (۰/۰۰۳) است، اما این نتیجه معنادار نیست. بنابراین، فرضیه چهارم پژوهش رد می‌شود. افزون بر این، با توجه به اینکه سطح خطا برای آزمون مقایسه‌ای ضرایب که بیشتر از ۵ درصد بوده است در نتیجه، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیست.

از سوی دیگر، برای بررسی فرضیه پنجم از آزمون مقایسه‌ای استفاده شده است. نتایج تخمین، آزمون مقایسه‌ای در نگاره (۸) ارائه شده است.

نگاره (۸): نتایج آزمون مقایسه‌ای پژوهش*

آزمون مقایسه ضرایب (آزمون تی)		
سطح خطا	ضریب	
۰/۰۰۲	۳/۰۸۵	نتایج آزمون مقایسه ضرایب بین سود عملیاتی هر سهم و سود هر سهم
۰/۰۰۰	۵/۱۲۲	نتایج آزمون مقایسه ضرایب بین سود عملیاتی هر سهم و تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم
۰/۰۰۰	۴/۲۷۱	نتایج آزمون مقایسه ضرایب بین جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود هر سهم
۰/۰۰۰	۵/۰۵۱	نتایج آزمون مقایسه ضرایب بین جریان نقد عملیاتی هر سهم و تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم

با توجه به ضریب مثبت معیارهای عملکردی هر سهم در افزایش سود تقسیمی و در افزایش همزمان معیار عملکردی هر سهم و سود تقسیمی برای الگوی کوتاه‌مدت که به ترتیب برای معیارهای عملکردی سود هر سهم (۰/۰۰۲۶)، سود عملیاتی هر سهم (۰/۰۰۳۵)، جریان نقد عملیاتی هر سهم (۰/۰۰۵۲) و تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم (۰/۰۰۲۲)، مشخص است که این ضریب برای معیارهای سود عملیاتی هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم نسبت به دو معیار دیگر بیشتر است. علاوه بر این، با توجه به اینکه سطح خطا برای آزمون مقایسه‌ای ضرایب زیر ۵ درصد بوده است در نتیجه، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. بنابراین، می‌توان ادعا کرد واکنش بازار معیارهای عملکردی جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود عملیاتی هر سهم برای الگوهای کاهشی کوتاه‌مدت بیشتر از معیارهای عملکردی سود هر سهم و خالص دارایی‌های هر سهم است. در نتیجه، فرضیه پنجم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود.

از سوی دیگر، برای بررسی فرضیه ششم از آزمون مقایسه‌ای استفاده شده است. نتایج تخمین، آزمون مقایسه‌ای در نگاره (۹) ارائه شده است.

تکراه (۹): نتایج آزمون مقایسه‌ای پژوهش*

آزمون مقایسه ضرایب (آزمون تی)		
سطح خطا	ضریب	
۰/۹۷۵	۰/۰۳۰	نتایج آزمون مقایسه ضرایب بین سود هر سهم و سود عملیاتی هر سهم
۰/۰۱۵	۲/۴۳۰	نتایج آزمون مقایسه ضرایب بین سود هر سهم و جریان نقدی عملیاتی هر سهم
۰/۰۰۶	۲/۷۴۳	نتایج آزمون مقایسه ضرایب بین سود هر سهم و تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم
۰/۸۰۱	۰/۲۵۲	نتایج آزمون مقایسه ضرایب بین سود عملیاتی هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم
۰/۲۷۱	۱/۱۰۰	نتایج آزمون مقایسه ضرایب بین سود عملیاتی هر سهم و تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم
۰/۳۲۸	۰/۹۷۷	نتایج آزمون مقایسه ضرایب بین جریان نقد عملیاتی هر سهم و تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم

با توجه به ضرایب معیار عملکردی هر سهم در افزایش سود تقسیمی و در افزایش همزمان معیار عملکردی هر سهم و سود تقسیمی برای الگوی بلندمدت که به ترتیب برای معیارهای عملکردی سود هر سهم (۰/۰۵۱)، سود عملیاتی هر سهم (۰/۰۲۱)، جریان نقد عملیاتی هر سهم (۰/۰۱۹) و تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم (۰/۰۰۸) است، طبق مبانی تئوریک آزمون مقایسه‌ای ضرایب برای مقایسه دو به دو ضرایب باید نشان دهد تفاوت معناداری میان ضرایب وجود ندارد. اما، سطح خطا برای آزمون مقایسه‌ای ضرایب برای مقایسه سود هر سهم با جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود هر سهم با تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم زیر ۵ درصد بوده است که نشان دهنده آن است برای این دو مقایسه واکنش بازار متفاوت است. اما، سطح خطا برای آزمون مقایسه‌ای ضرایب برای مقایسه سایر ضرایب بالای ۵ درصد بوده است که نشان دهنده آن است واکنش بازار برای سایر مقایسه‌ها در الگوی بلند مدت یکسان است. بنابراین، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد برای تمام مقایسه‌ها معنادار نیست. در نتیجه، فرضیه ششم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش به بررسی واکنش رفتاری بازار سهام بر اساس شکست روندهای کاهشی بلندمدت و کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی شرکت، در زمان افزایش سود نقدی پرداخته شد.

بدین منظور فرضیه‌هایی برای بررسی این موضوع تدوین و با استفاده از اطلاعات در دسترس به تجزیه و تحلیل آن پرداخته شد. به طور کلی، این پژوهش استدلال می‌کند که باید میان دو عامل جداگانه‌ی اثر گذار بر تصمیم‌گیری در ارتباط با سیاست تقسیم سود تمایز قائل شد؛ الف) تأثیر تغییرات معیارهای عملکردی (ب) تأثیر الگوهای تاریخی. در نتیجه، فرضیه‌های پژوهش بیان می‌کند در صورت تغییر معیارهای عملکردی، توانایی عملکرد جاری به عنوان سیگنال عملکرد آتی نمی‌تواند تنها بر کیفیت سود وابسته باشد؛ بلکه تابعی از: الف) سیاست تقسیم سود (ب) ثبات رویه شرکت در به وجود آوردن سود و تعمیم آن در شکلی از پرداخت سود سهام است. از سوی دیگر، استدلال می‌شود هر چه الگوی کاهشی معیارهای عملکردی و سود تقسیمی قبل از تغییر معیارهای عملکردی، بلندمدت‌تر باشد؛ انتظار می‌رود تغییر معیارهای عملکردی، محتوای اطلاعاتی بیشتری در توضیح احتمال تغییر سود تقسیمی داشته باشد و سبب واکنش بیشتر در بازار شود. در نتیجه، زمانی که معیارهای عملکردی تغییر می‌کند به منزله‌ی سیگنالی در یک الگوی ثابت از معیارهای عملکردی است که بر تصمیم‌گیری در رابطه با سود تقسیمی تأثیر گذار است و این موضوع زمانی که سوابق گذشته معیارهای عملکردی و سود تقسیمی قبل از تغییر در معیارهای عملکردی، بلندمدت‌تر باشد بیشتر خود را نشان می‌دهد. مطابق مبانی تئوریک در فرضیه‌ها انتظار بر این است که واکنش بازار برای شکست الگوهای بلندمدت نسبت به شکست الگوهای کوتاه‌مدت بیشتر باشد. چرا که مطابق با استدلال‌های بیان شده این الگوها دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری نسبت به سودآوری آتی شرکت هستند. همچنین، این انتظار وجود دارد که شکست الگوهای کوتاه مدت در میان معیارهای عملکردی برای معیارهای سود عملیاتی هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم نسبت به سود هر سهم و خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم دارای محتوای اطلاعاتی و واکنش بازار بیشتری باشند. مطابق با این استدلال‌ها، نتایج پژوهش نشان داد که برای معیارهای عملکردی سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم، واکنش مثبت بازار به افزایش همزمان معیار عملکردی و سود تقسیمی، برای الگوهای بلندمدت نسبت به الگوهای کوتاه‌مدت بیشتر است (مطابق نتایج پژوهش چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱). از سوی دیگر، نتایج موید آن است که برای معیار عملکردی تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم، واکنش مثبت بازار به افزایش همزمان معیار عملکردی و سود تقسیمی، برای الگوهای بلندمدت و الگوهای

کوتاه مدت غیر معنادار است. همچنین نتایج نشان داد، واکنش بازار معیارهای عملکردی جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود عملیاتی هر سهم برای الگوهای کوتاه مدت بیشتر از معیارهای عملکردی سود هر سهم و خالص دارایی‌های هر سهم است (مطابق نتایج پژوهش چن و تایرس، ۲۰۱۵). علاوه بر این، نتایج موید آن است که برای الگوهای بلندمدت واکنش بازار یکسان نیست و بازار در تضاد با مبانی تئوریک برای هر معیار عملکردی واکنش متفاوتی نشان می‌دهد. بنابراین، تمامی فرضیات پژوهش به استثنای فرضیات چهارم و ششم در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. دلایل احتمالی رد فرضیه چهارم و عدم توجه بازار به این معیار عملکردی، می‌تواند به دلیل نرخ تورم بالا در دوره پژوهش بوده که با توجه به این نرخ تورم، بازار به این معیار عملکردی اطمینانی نداشته است. چرا که نرخ دقیقی برای تورم در اختیار بازار نمی‌باشد تا بتواند برآورد دقیقی داشته و بر اساس آن واکنش نشان دهد. علاوه بر این، دلیل احتمالی رد فرضیه ششم می‌تواند به دلیل آن باشد که اقتصاد کشور طی سه دهه اخیر با نوسانات و ریسک‌های سیاسی زیادی مواجه بوده که باعث آن شده بازار نتواند واکنش‌های منطقی از خود نشان دهد.

در راستای نتایج بدست آمده می‌توان بیان کرد که مدیران باید توجه زیادی به عدم انحراف از ثبات سود تقسیمی داشته باشند، زیرا این مورد می‌تواند توسط سرمایه‌گذاران به عنوان یک تغییر ساختاری در قدرت سودآوری به صورت تأثیر بلندمدت درک شود. درک رابطه میان شرکت‌های با ثبات در مقابل شرکت‌های با ثبات کمتر در سوابق معیارهای عملکردی و سود تقسیمی گذشته، می‌تواند به سرمایه‌گذاران برای ارزیابی محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی زمانی که شرکت متحمل تغییرات معیار عملکردی می‌شود، کمک کند. از سوی دیگر، مدیران با تمرکز بر چنین آگاهی‌هایی می‌توانند با استفاده از سیاست تقسیم سود عملکرد آتی شرکت را بهتر توضیح دهند. همچنین، با توجه به نتایج پژوهش به فعالان بازار و تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌های خود به بحث شرکت‌های با ثبات در مقابل شرکت‌ها با ثبات کمتر در معیارهای عملکردی و توزیع آن به شکل سود تقسیمی، توجه کنند. علاوه بر این، به مدیران نیز پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌گیری در ارتباط با توزیع سود تقسیمی به الگوهای گذشته شرکت توجه کنند؛ چرا که با توجه به نتایج پژوهش، الگوهای گذشته شرکت در

معیارهای عملکردی و توزیع آن به شکل سود تقسیمی، بر شدت واکنش بازار تأثیر گذار است.

پی نوشت

۱ Signalling theory

۳ Pooled Data

۲ Fix Effect Panel Data

منابع

- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی، چاپ اول، تهران، انتشارات ترمه.
- برزیده، فرخ؛ برهانی، محمد. (۱۳۸۸). سودمندی اطلاعات سودهای تقسیمی درباره سودهای آتی، مطالعات حسابداری، ۶ (۲۳): ۶۷-۸۲.
- سجادی، حسین؛ نیک‌کار، جواد؛ حاجی‌زاده، سعید؛ ملک‌خدایی، الهه. (۱۳۹۴). تأثیر الگوهای تاریخی سود و سود سهام بر محتوای اطلاعاتی سود سهام جاری برای پیش‌بینی سودهای آتی در زمان کاهش سود، دانش حسابداری مالی: ۲ (۴): ۲۷-۴۵.
- فدایی‌نژاد، اسماعیل؛ کامل‌نیا، مجتبی. (۱۳۹۱). واکنش بازار به اعلامیه‌های سود فصلی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی: ۵ (۴): ۷۱-۹۰.
- محمودی، وحید؛ محقق، هادی. (۱۳۹۰). بررسی واکنش بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به انحرافات اساسی از روند تقسیم سود سهام، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی: ۶۶، ۴۰-۲۹.
- Aflatoni, Abas. (2013). *Statistical Analysis with Eviews in Accounting and Financial Management Research*, First Edition, Tehran, Terme Publishing. (in persian)
- Bali akesh. An Empirical Analysis of Stock Returns around Dividend Changes, *Applied Economics* January 2003; 35 (1). 51-61.
- Barzideh, F. , Borhani, M. (2009). The usefulness of dividend information about future profits, *Accounting studies*, 6 (23). 67-82. (in persian)
- Bouwman Christa H. S. Managerial Optimism and the Market's Reaction to Dividend Changes, *Wharton Financial Institutions Center* , Case Western Reserve University 2009; 35 (80) 14.
- Cesari, D, A. , & Meier, W, H. 2015. Dividend Changes and Stock Price Informativeness, *Journal of Corporate Finance*: 34 (4). 274-303.
- Charitou, A. , Lambertides, N. , and Theodoulou, G. 2010. The Effect of Past Earnings and Dividend Patterns on the Information Content of Dividends When Earnings Are Reduced , *ABACUS*: 46 (2). 153-187.

- Charitou, A. , Lambertides, N. , and Theodoulou, G. 2011. Losses, Dividend Reduction, and Market Reaction Associated with Past Earnings and Dividends Patterns, *Journal of Accounting, auditing, finance*: 41 (2). 351-382.
- Charitou, A. 2000. The impact of losses and cash flows on dividend: Evidence for Japan, *Abacus*: 36 (2). 198-225.
- Chen, V. Y. , and Tiras, S, L. 2015. Other information'as an explanatory factor for the opposite market reactions to earnings surprises, *Review of Quantitative Finance and Accounting*: 45 (4). 757-784.
- Fadaii Nejad, E. , Kamel Nia, M. (2012). Market Reaction to Quarterly Earning Anouncement in Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Accounting Research*: 18,71-90. (in persian)
- Ijaz, A. , Noor, M. , & Gohar, A. 2017. Do Firms Use Dividend Changes to Signal Future Earnings? An Investigation Based on Market Rationality, *International Journal of Economics and Finance*: 9 (4). 2017.
- Keller, G. , & Warrack, B. 2003. *Statistics for management and economics* (6th ed.). Pacific Grove, CA: Duxbury Press.
- Liu, SH. , & Chen, A, S. 2014. Do firms use dividend changes to signal future profitability? A SimultaneousEquation analysis, *International Review of Financial Analysis*: 53 (4) , 354-389.
- Mahmoodi, V. , Mohaghegh, H. (2011) , Investigating the Tehran Stock Exchange's reaction to the major deviations from dividend dividend trend, *Accounting and auditing reviews*: 66,29-40. (in persian)
- Miller, M. , and Modigliani, F. 1961. Dividend policy, growth and thevaluation of Shares, *Journal of Business*: 34 (4). 411- 33.
- Sajadi, H. , Nikkar, J. , Hajizadeh, S. , Malek Khodaii, E. (2015). The Effect of Past Earnings and Dividend Patterns on the Information Content of Dividends When Earnings Are Reduced, *Financial Accounting Knowledge*: 2 (4) ,27-45. (in persian)
- Yekini, S. , Wisniewski, T, P. , & Millo, Y. 2016. Market Reaction to the Positiveness of Annual Report Narratives, *The British Accounting Review*,: 48 (4). 325-358.

Stock Market Behavioral Reaction Based on the Failure of Long-Term and Short-Term Decreasing Trends of Corporate Performance Criteria in the Time of Dividend Increase

Javad Nikkar¹, Vali Khodadadi², Hassanali Sinaie³, Hassan Farazmand⁴

Received : 2017/11/28

Approved: 2018/03/11

Abstract

The aim of this study is to examine the Stock market behavioral reaction based on the failure of long-term and short-term decreasing trends of corporate performance criteria (including earnings per share, operating profit per share, operating cash flow per share and net growth of adjusted assets per share in term of inflation) in the time of dividend increases. For this purpose, six hypotheses are developed and data are analyzed by regression models using Panel data method with fixed effects approach. The sample consists of 301 firms listed in Tehran Stock Exchange for the period from 1991 to 2015. The results show that for performance criteria of earnings per share, operating profit per share, and operating cash flow per share, the market's positive reaction to simultaneous increase of functional and dividend criteria is higher for long-term patterns than short-term patterns. On the other hand, the results indicate that for the performance criterion of changes in net adjusted assets of per share, the positive reaction of the market to simultaneous increase of the functional and dividend criteria is insignificant for long-term patterns and short-term patterns. The results also show that the market reaction to the performance criteria of operating cash flow per share and operating profit per share is higher for short-term patterns than the two other functional patterns. In addition, the results indicate that the market reaction is not the same for long-term patterns and that the market reacts differently to any performance criteria, in contrast to the theoretical foundations.

Keywords: Stock market behavioral reaction, Dividend reporting, Long-term trends of Performance criteria and Dividend, Short-term trends of Performance criteria and Dividend.

Jel clacification: G11, G14

DOI: 10.22051/jera.2018.18272.1876

¹ Assistant Prof of Accounting, Islamic Azad University, Tehran East Branch, Tehran, Iran, (j.nickar@gmail.com)

² Associate professor of accounting, Chamran university, Ahvaz, Iran, corresponding author, (vkhodadadi@scu.ac.ir)

³ Associate professor of financial management, Chamran university, Ahvaz, Iran, (hasinaei@yahoo.com)

⁴ Associate professor of economics, Chamran university, Ahvaz, Iran, (Hfarazmand@scu.ac.ir)