

## بررسی واکنش بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به انحرافات اساسی از روند تقسیم سود سهام

وحید محمودی - دانشیار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ایران  
هادی محقق\* - کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، ایران

پذیرش مقاله: ۱۳۹۰/۰۶/۱۰      تأیید نهایی: ۱۳۹۰/۰۹/۰۸

### چکیده

در این پژوهش واکنش بازار نسبت به تغییرات تقسیم سود سهام با توجه به روند پرداخت آن بررسی می‌شود. به بیانی دیگر، در این پژوهش چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران به هر کدام از سه گرایش: روند افزایشی، روند کاهشی و روند عدم تغییرات کلی، بررسی می‌شود. این مجموعه‌ها با استفاده از مدل CAPM و همچنین مدل سه عاملی فاما و فرنچ مورد ارزیابی قرار می‌گیرند. به دنبال نتایج به دست آمده در روند افزایشی، انحراف مثبت اساسی باعث واکنش مثبت بازار، انحراف با روند ثابت باعث واکنش منفی جزئی و انحراف کاهش اساسی نیز همین روند را در پی داشته است. در روند ثابت، افزایش اساسی باعث واکنش مثبت، ادامه روند ثابت واکنش معنادار جزئی منفی و در کاهش اساسی واکنش منفی معناداری را از طرف بازار داشته است. در روند کاهشی، کاهش اساسی و افزایش اساسی با واکنش منفی جزئی بازار و ادامه روند ثابت با واکنش مثبت مواجه شده‌اند. نتایج ارزیابی‌ها شواهدی به دست می‌دهند مبنی بر اینکه بازار با دنبال کردن روندی خاص، واکنش مثبتی به افزایش صورت گرفته از سوی آن روند نشان می‌دهد. مادامی 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.

کلیدواژه‌ها: سیاست تقسیم سود، نرخ بازده داخلی، بازده‌های انباشته غیرعادی (مازاد)، انحرافات اساسی، واکنش معنادار.

## مقدمه

در دنیای امروز، به‌نظر می‌آید که بازار سهام نسبت به تمام پدیده‌ها واکنش داشته باشد، که یکی از مهم‌ترین این متغیرها میزان سود است. آغاز پرداخت سود، برای سرمایه‌گذاران در بر دارنده‌ی این پیام است که شرکت موفق عمل می‌کند؛ در حالی که حذف سود می‌تواند علامت این باشد که شرکت درگیر مشکلات است. در این پژوهش واکنش بازار به تغییرات سود سهام در نتیجه روند پرداخت سود بررسی می‌شود. به بیانی دیگر، در این پژوهش چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران به هر کدام از سه گرایش: روند افزایشی، روند کاهشی و روند عدم تغییرات کلی، بررسی می‌شود. سه زیر مجموعه‌ی هر روند مطالعه می‌شود: بنگاه‌هایی که میزان سود پرداختی شان را به نسبت سال گذشته افزایش، بنگاه‌هایی که این سود را کاهش داده‌اند و بنگاه‌هایی که انحرافی از میزان روند ثابت نداشته‌اند. این مجموعه‌ها با استفاده از مدل CAPM و همچنین مدل سه عاملی فاما و فرنچ ارزیابی می‌شوند. در این پژوهش سه رویه‌ی مختلف پرداخت سود سهام در یک دوره‌ی سه ساله شناسایی و چگونگی واکنش بازار به انحرافات این رویه‌ها بررسی می‌شود. این سه رویه را می‌توان تحت عنوان شرکت‌هایی که سابقه افزایش مداوم میزان سود سهام دارند، شرکت‌هایی که سود ثابتی دارند ولی در سه سال گذشته تغییری اساسی در میزان سود سهام خود نداده‌اند و در نهایت شرکت‌هایی که سابقه‌ی کاهش سود سهام دارند، تفکیک نمود. این رویه‌ها برای فهمیدن چگونگی واکنش سهامداران در هنگام سازگاری یا عدم سازگاری میزان سود پرداختی با مبلغ مورد انتظارشان، با فرض اینکه آنها انتظار دارند رویه‌ی موجود ادامه یابد، شناسایی و استفاده شده‌اند.

## پیشینه‌ی پژوهش

هلم (۲۰۰۸) در دو حوزه پایگاه داده Compustat و مرکز مطالعات قیمت‌های ایمنی CRSP در نتایج پژوهش خود با عنوان *Market Reaction to Substantial Deviations From Dividend trends* شواهدی تجربی به‌دست آورد مبنی بر اینکه بازار با دنبال کردن روندی خاص، واکنش مثبتی به افزایش صورت گرفته از سوی آن روند نشان می‌دهد. مادامی که بنگاه از روند قبلی خود منحرف نشود، بازار واکنش غیرمنتظره‌ای نشان نمی‌دهد. واکنش بازار در برابر انحراف منفی اساسی از روندی منفی، بسیار مثبت خواهد بود. به این ترتیب، می‌توان نتیجه گرفت، خبرهای مثبت، در برابر خبرهای منفی از واکنش بیشتری از جانب بازار روبه‌رو می‌شود.

مهرانی و نوننهال نهر [۸] در پژوهش خود با موضوع ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه‌گذاران دریافتند که برخلاف بسیاری از پژوهش‌های خارجی، نتایج این پژوهش بیانگر عدم واکنش کند و کمتر از حد انتظار در دوره‌های زمانی ۶ ماهه است؛ بدین ترتیب نمی‌توان از طریق به‌کارگیری راهبرد سرمایه‌گذاری قدرت نسبی (مومنتوم) در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌های زمانی ۶ ماهه به بازده مازاد با اهمیتی دست یافت.

مهرانی و عارف منش در پژوهش انجام شده در مورد هموارسازی سود در شرکت‌ها، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های هموارساز سود در مقایسه با شرکت‌های غیر هموارساز با داشتن عملکرد ضعیف‌تر، انگیزه بیشتر و با دارا بودن اقلام تعهدی اختیاری بزرگ‌تر، فرصت بیشتری جهت هموارسازی سود دارند [۷].

تهرانی و دیگران در نتایج پژوهش خود رابطه شاخص‌های سودآوری مانند EPS, DPS, P/E و بازده سهام و ثبات

سودآوری را مورد مطالعه قرار دادند. از جایگاه بسیار بالای این عوامل در میان سرمایه‌گذاران خبر دادند [۴].  
 راعی و شوخی زواره در نتیجه پژوهش خود در مورد عملکرد استراتژی‌های سرمایه‌گذاری به بازدهی بیشتر شرکت‌های رشدی نسبت به شرکت‌های ارزشی دست یافتند [۵]. اسلامی بیدگلی و خجسته به رابطه معنادار و مثبت بین بهره‌وری شرکت‌ها و بازده آتی سهام آنها دست یافتند [۱].

بهرام‌فر و مهرانی در پژوهشی پیرامون رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری دریافتند رابطه معناداری در داده ترکیبی بین سه متغیر وجود دارد [۲].

پورحیدری به مطالعه به بررسی ارتباط بین متغیرهای حسابداری با تغییرات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج آزمون مدل‌های پژوهش با توجه به پنج متغیر کلیدی و با استفاده از داده‌های تجمعی ارتباط معناداری بین ۴ متغیر یعنی بازده سود، تغییر در سودآوری، درصد سرمایه‌گذاری مالکان و تغییر در نرخ تنزیل وجود دارد. مدل پژوهش بالغ بر ۳۰٪ تغییرات بازده سهام را تبیین نموده است که بیشترین قدرت تبیین نیز مربوط به متغیرهای جریان نقدی است [۳].

مشایخی و دیگران در مقاله تأثیر محافظه‌کاری بر پایداری و توزیع سود به این نتیجه دست یافتند که با افزایش محافظه‌کاری، توزیع سود سهام کاهش می‌یابد [۶].

پژوهش‌های زیادی که در زمینه‌ی پرداخت و حذف سود انجام شده است؛ از جمله میسلی و دیگران [۱۶] و بنش و دیگران [۱۱] نشان می‌دهد که بازار واکنشی مثبت در قبال آغاز پرداخت سود، و واکنشی منفی در قبال حذف سود نشان می‌دهد. بالی و دیگران [۱۰] پا را فراتر گذاشته و به چگونگی شناخت افزایش/کاهش بزرگ در سود سهام شرکت‌ها و چگونگی واکنش بازار به اعلام خبرهایی از این دست پرداخته‌اند. یافته‌ها در پژوهش‌های مختلف متفاوت است و اغلب یکدیگر را نقض می‌کند. واتس دریافت که اطلاعات موجود در آگهی سود سهام اندک است [۱۸]، ولی افر و دیگران [۱۷] در ۱۹۷۸ نشان دادند که آگهی سود سهام حاوی اطلاعات ارزشمند و مهم است.

بالی [۱۰] شواهدی یافته بود که کاهش سود سهام باعث واکنش بزرگ‌تری از بازار به نسبت افزایش آن می‌شود. در واقع آنها به این نتیجه رسیدند که "خبر خوب به‌طور اساسی خبر به حساب نمی‌آید"، که بدان معنی است که بازار به تغییرات سود سهامی که در بردارنده‌ی خبرهای خوب است واکنش نشان نمی‌دهد. هرچند این نتیجه نیز حاصل شد که اخبار بد، اعم از حذف یا کاهش سود سهام واکنش منفی معناداری در بر خواهد داشت. باومن 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 می‌کند [۱۲].

دانهام در پژوهش خود با عنوان بررسی رابطه پویا بین سرمایه‌گذاری، سودآوری و میزان تقسیم سود به این نتیجه دست یافت که رابطه بسیار اندکی بین این سه متغیر به‌طور مستقیم وجود دارد و در ۷۰ درصد شرکت‌های تحت مطالعه

هیچ شواهدی مبنی بر یک رابطه ضابطه‌مند بین تغییرات در نسبت‌های سود به دارایی و همچنین سرمایه‌گذاری به دارایی وجود ندارد [۱۳].

دیرک و مگنوسن در پژوهش خود با بررسی نرخ کارایی و سودآوری در نمونه مورد مطالعه خود، بیان می‌کنند که اگرچه هنگامی که بازار انتظار دارد شرکتی در آینده سودآوری خوبی داشته باشد ارزش بیشتری برای آن قائل می‌شود و نسبت BM در آن پایین خواهد بود اما این به تنهایی به معنای توانایی شرکت در خلق ارزش برای سهامداران در آینده نیستند.

### ضرورت انجام پژوهش

تا جایی که نگارنده اطلاع دارد، هیچ‌گونه پژوهشی وجود ندارد که روند پرداخت سود سهام را قبل از میزان سود پرداختی جاری، که تمرکز این مطالعه بر آن است، به حساب آورده باشد. به جای آن، مطالعات انجام شده‌ی قبلی بر محتوای اطلاعات و علامت‌دهی تغییرات سود سهام متمرکز بوده است. پژوهش‌هایی که مورد بررسی قرار گرفته، همگی پیش زمینه‌ی اندکی در مورد آگهی سود سهام ارایه کرده‌اند. همین دلیل به وجود آمدن انگیزه‌ای برای باز کردن جستجو در مورد آگهی سود سهام که دربر دارنده‌ی پرداخت‌های قبلی سود سهام باشد، شده است. شاکله‌ی استدلال برای دخیل کردن پرداخت‌های قبلی سود سهام در این جستجو این است که این پرداخت‌های قبلی می‌تواند تأثیر فراوانی در انتظارات سرمایه‌گذاران داشته باشد. سرمایه‌گذاران باید بر اساس انتظاراتی تصمیم بگیرند که به‌ضرورت از اطلاعات ارایه شده به عموم سرچشمه می‌گیرد. چه اطلاعات بهتری از پرداخت‌های سود گذشته‌ی شرکت به سهامداران وجود دارد تا بر اساس آن انتظارات سرمایه‌گذاران شکل گیرد؟ می‌توان نتیجه گرفت، آگهی‌های تغییر سود سهام اطلاعات ارزشمندی برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند.

### فرضیه‌های پژوهش

بر اساس پیش‌بینی‌ها که افزایش سود سهام باید واکنش مثبتی از جانب بازار را در بر داشته باشد و کاهش سود سهام باید با واکنش منفی روبه‌رو شود و همچنین، مفروضات گفته شده در رابطه با انحرافات صورت گرفته از رویه‌ی سیاست-گذاری سود سهام، این مقاله فرضیه‌های زیر آزمایش می‌شود:

فرضیه ۱: با ادامه روند افزایش مداوم سود سهام، افزایش اساسی در میزان سود پرداختی باعث واکنش بسیار مثبت بازار می‌شود.

فرضیه ۲: با ادامه روند افزایش مداوم سود سهام، پرداخت سود در سطح عدم تغییرات اساسی، باعث واکنش منفی معناداری از جانب بازار نمی‌شود.

فرضیه ۳: با ادامه روند افزایش مداوم سود سهام، کاهش اساسی در میزان سود سهام باعث واکنش منفی بازار می‌شود.

فرضیه ۴: با ادامه روند کاهش مداوم سود سهام، کاهش اساسی در میزان سود پرداختی باعث واکنش بسیار منفی بازار می‌شود.

فرضیه ۵: با ادامه روند کاهش مداوم سود سهام، پرداخت سود در سطح عدم تغییرات اساسی، باعث واکنش مثبت معناداری از سوی بازار نمی‌شود.

فرضیه ۶: با ادامه روند کاهش مداوم سود سهام، افزایش اساسی میزان سود پرداختی باعث واکنش مثبت بازار می‌شود.  
فرضیه ۷: با ادامه روند عدم تغییرات اساسی در پرداخت سود سهام، افزایش اساسی در میزان سود پرداختی باعث واکنش مثبت بازار می‌شود.

فرضیه ۸: با ادامه یک روند عدم تغییرات اساسی در پرداخت سود سهام، عدم تغییرات اساسی در روند، باعث بروز هیچ واکنش معنا داری از جانب بازار نمی‌شود.

فرضیه ۹: با ادامه یک روند عدم تغییرات اساسی در پرداخت سود سهام، کاهش اساسی در میزان سود پرداختی باعث واکنش منفی بازار می‌شود.

### روش پژوهش

این پژوهش از نوع توصیفی و کاربردی است. پژوهش توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که هدف آنها توصیف نمودن شرایط یا پدیده‌های مورد بررسی است. با توجه به مسئله و هدف اصلی این پژوهش که به دنبال رابطه بین انحراف از روند سود تقسیمی و واکنش بازار است؛ از روش پژوهش همبستگی استفاده می‌شود. دیگر اینکه چون نتایج پژوهش می‌تواند مورد استفاده سرمایه‌گذاران و سهامداران قرار گیرد می‌توان آن را پژوهشی کاربردی تلقی نمود.

### روش‌های گردآوری اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌ها، گزارش‌های هفتگی، سالنامه‌های بورس اوراق بهادار، سایت‌های معتبر اطلاعات بورس مانند سایت سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و همچنین سایت‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری می‌شود.

### جامعه و نمونه‌ی آماری پژوهش و روش گردآوری داده‌ها

نمونه‌های این پژوهش با استفاده از پایگاه‌های داده ره آوردنوبین، تدبیرپرداز و سایت‌های رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران فراهم شده است. داده‌ها در یک بازه زمانی ۴ ساله، از ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸ جمع‌آوری شده‌اند. سود سهام پرداخت شده در سال ۱۳۸۸ با سود ارایه شده در سه سال قبل همان شرکت مقایسه شده و از آن طریق میزان درصد تغییرات برای هر سال محاسبه شده است.

این پژوهش، از طریق شناسایی روندهای پرداخت سود سهام، سابقه پرداخت سود سهام را در نظر می‌گیرد. تعریف روند دربرگیرنده‌ی شرکت‌هایی است که به مدت سه سال پیاپی میزان پرداخت سود سالانه برای هر سهم دارای افزایش، کاهش یا بدون تغییر بوده است. مدت سه سال، برای شناسایی روند به این دلیل بود که زمانی کافی برای سرمایه‌گذاران بود که آن را به‌عنوان استاندارد آنچه انتظار دارند شناسایی نمایند.

از تعداد ۴۴۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تعداد ۱۷۳ شرکت به‌علت عدم تقسیم سود در ۳

سال آخر، ۲۴ شرکت به علت پذیرش بعد از سال ۱۳۸۴، تعداد ۱۵ شرکت به دلیل عدم انجام معامله از نیمه دوم سال

۱۳۸۷ و تعداد ۵ شرکت به علت معامله در بازار فرابورس و نبود اطلاعات قابل اتکا از شرکت‌های مورد پذیرش در این پژوهش حذف شدند و در نتیجه تعداد ۲۲۹ شرکت شرایط لازم جهت پژوهش را احراز نمودند که به شرح جدول ذیل تقسیم‌بندی با توجه به فرضیه‌های پژوهش در مورد آنها انجام شده است:

روند	روند کاهشی	روند ثابت	روند افزایشی	جمع
افزایش اساسی	۱۱	۲۷	۱۳	۵۱
ثابت	۲۹	۵۵	۲۴	۱۰۸
کاهش اساسی	۱۶	۳۳	۲۱	۷۰
جمع	۵۶	۱۱۵	۵۸	۲۲۹

### روش‌های آماری استفاده شده برای آزمون فرضیه‌ها

مجموعه‌ها با استفاده از مدل CAPM، همچنین مدل سه عاملی فاما و فرنچ ارزیابی می‌شوند. پنجره‌ی گزارش شامل ۲۰ روز معاملاتی سهم قبل از تاریخ تقسیم سود تا ۲۰ روز معامله شده بعد از تاریخ آگهی تقسیم سود است. به این طریق می‌توان تحلیل درستی از چگونگی واکنش بازار به انحرافات سود سهام داشت، بدون هرگونه اختلالی در ۲۰ روز معاملاتی به عامل قابل توجه بدل شود. معادله‌ی CAPM برای محاسبه آلفاها و بتاهای هر شرکت در پنجره‌ی قبل از حادث شدن استفاده می‌شود. سپس آلفاها و بتاها در پنجره‌ی وقوع در معادله ۲ به‌عنوان آلفاها و بتاهای تخمین زده شده قرار می‌گیرند تا بازگشت غیر عادی هر روز محاسبه شود. سپس محاسبه بازگشت غیر عادی با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ انجام می‌شود.

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

$$R_{it} - R_{rf} = \alpha_{it} + \beta_i (R_{mt} - R_{rf}) + \beta_{2i} SMB_t + \beta_{3i} HML_t + \varepsilon_{it}$$

در هر دو مدل CAPM و مدل سه عاملی فاما و فرنچ متوسط بازگشت غیرعادی ( $AAR_t$ ) برای هر روز رویداد محاسبه می‌شوند.

آزمون T-test استاندارد در بازه‌های زمانی خاص بازگشت تراکمی غیرعادی انجام می‌شود تا اهمیت نتایج نشان

داده شود.

معادلات مربوط جهت رسیدن به بازگشت‌های غیر عادی تراکمی به شرح ذیل هستند:

$$AR_{it} = (R_{it} - R_{rf}) - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i (R_{mt} - R_{rf}) + \beta_{2i} SMB_t + \beta_{3i} HML_t)$$

$$AAR_t = 1/N_t \sum_{i=1}^{NT} AR_{it}$$

$$CAR_{it} = \sum_t^T AAR_t$$

$$\sum_{t=20}^{t=20} AAR_{it} / \left( \sum_{t=20}^{t=20} \hat{S}^2(AAR_t) \right)^{1/2}$$

$$\hat{S}(AAR_t) = \left( \sum_{t=21}^{t=21} (AAR_t - AAR_t^-)^2 \right)^{1/2}$$

$$AAR_t^- = 1/81 \sum_{t=20}^{t=20} AAR_t$$

جدول دسته‌بندی داده‌ها بر اساس تغییر روند

تعداد مشاهده معتبر	۲۲۹
نحوه تقسیم‌بندی	درصد
دهک اول	-۵۰/۰۷۷۸
دهک دوم	-۳۵/۰۲۱۶
چارک اول	-۲۶/۰۶۰۶
دهک سوم	-۲۰/۰۹۴۰
دهک چهارم	-۱۰/۳۳۳۳
چارک دوم یا دهک پنجم	۱/۶۶۶۷
دهک ششم	۱۲/۲۸۹۹
دهک هفتم	۲۴/۶۲۲۷
چارک سوم	۳۰/۱۲۵۲
دهک هشتم	۳۷/۱۰۷۴
دهک نهم	۱۰۷/۲۱۸۲

### آزمون فرضیه‌ها

#### فرضیه اول

نشان دهنده CAR ها برای افزایش‌های اساسی در پی روند افزایشی است. در بازه‌های بعد از مجمع در تراز ۵٪ به‌عنوان مثبت ولی نه در حد بسیار مثبت گزارش شده است، که با فرضیه ما مبنی بر اینکه افزایش بسیار زیاد در پی اتخاذ روند افزایشی باعث ایجاد واکنش بسیار مثبت معنادار می‌شود، انطباق ندارد.

#### فرضیه دوم

CAR ها برای پرداخت در سطح ثابت، در پی اتخاذ روند افزایشی که افزایش سود سهام آن بیشتر از ۶۰/۲۶٪ و کمتر از ۱۳/۳۰٪ است. هرچند واکنش منفی معناداری از طرف بازار در هر دو بازه‌ی زمانی (۰، ۵)، (۰، ۱۰) و (۰، ۲۰) شکل

نمی‌گیرد. این واکنش منفی بی‌معنا دارایی تأثیر متأخر بوده و هرچه به سمت ۲۰ روز پایانی بعد از مجمع نزدیک می‌شویم واکنش منفی بازار رو به فزونی می‌گذارد این امر در ۵ روز اول بعد از بازگشایی به‌صورت واکنش منفی بسیار ضعیف می‌نماید. این نکته فرضیه ما را که پرداخت ثابت در پی روند افزایشی باید دربردارنده‌ی واکنش معنادار منفی جزئی در بازار باشد، تأیید می‌کند.

### فرضیه سوم

CAR ها را برای شرکت‌هایی که سود سهامشان را از روند افزایشی قبلی کاهش اساسی داده‌اند، نشان می‌دهد. انجام یک T-test یک طرفه نشان می‌دهد، تعدادی از بازه‌های زمانی پنجره گزارش‌گیری، ارتباط معناداری وجود ندارد. این واکنش منفی می‌تواند نتیجه‌ی خودآگاهی اعلام سود سهام باشد. شرکت هنوز سود سهام پرداخت می‌کند ولی میزان آن از میزان سود پرداختی کمتر است. این اتفاق لزوماً نشانه‌ی خوبی برای سرمایه‌گذاران نیست و آنها فکر می‌کنند که شرکت سال خوبی را نمی‌گذراند. این اتفاق منطبق بر فرضیه‌ی ماست که در پی روند افزایشی، کاهش باعث ایجاد واکنش منفی می‌شود. این نتایج همچنین با یافته بنش و دیگران نیز انطباق دارد که عقیده داشتند که اخبار بد، فارغ از رویه‌ی اتخاذ شده، واکنش بیشتری نسبت به اخبار خوب در بر خواهند داشت [۱۱].

### فرضیه چهارم

CAR هایی که در نتیجه‌ی کاهش اساسی در رویه کاهشی شکل می‌گیرند در این فرضیه بررسی شده‌اند. انجام T-test یک طرفه در این مجموعه، نتایج معناداری در بر نداشت. ما استدلال نمودیم که واکنش بازار بسیار منفی خواهد بود. وقتی که تست دو طرفه انجام شد، در هر دو بازه زمانی (۰، ۵) و (۰، ۱۰) مثبت بود. نتایج نشان می‌دهد، چگونه بازار در برابر کاهش اساسی، واکنش مثبتی در این بازه داشت. با وجود فرضیه ما، این اتفاق نشان دهنده‌ی واکنش منفی قوی در برابر شرکت‌هایی است که به‌صورت اساسی سود سهامشان را در روند کاهشی کم کرده‌اند ندارد و این واکنش در بازه ۲۰ روز بی‌معنا است. هرچند این نوع نتایج می‌تواند دلیل باور سرمایه‌گذاران بر این نکته باشد که شرکتی که در روند کاهشی به‌سر می‌برد و دچار کاهش اساسی می‌شود، متوجه شده که نیازمند سرمایه‌هایی در نقاط دیگر است که مشکلات را حل کند. ممکن است سرمایه‌گذاران این اتفاق را به‌عنوان اساس تغییرات در شرکت تلقی نمایند. همچنین ممکن است که آنها این اتفاق را به‌عنوان فرصتی تلقی نمایند که شرکت سرمایه‌گذاری کنند با این امید که برای همیشه پایین نخواهد ماند.

### فرضیه پنجم

فرضیه پرداخت ثابت در روند کاهشی، واکنش مثبت جزئی بازار است. در هیچ کدام از مدل‌ها ارتباط معناداری وجود ندارد، اگرچه همه‌ی آنها نشان دهنده‌ی حدی از واکنش مثبت بازار ولی در سطح بسیار کمی بودند. اگرچه رابطه معناداری وجود ندارد، ولی با فرضیه‌ی واکنش مثبت در سطح غیر معنادار سازگار است.



### فرضیه ششم

CARهای افزایش اساسی در پیگیری روند کاهشی در گزارش شده است. در ۵ روز اول بعد از آگهی، واکنش بازار مثبت شده است. در بازگشت غیرعادی تراکمی برای بازه‌های ۱۰ و ۲۰ روزه معنادار نیستند. نتایج می‌تواند به این دلیل بوده باشد که سهامداران پنداشته‌اند شرکت در مرحله برگشت قرار گرفته است، ولی شواهد چندانی مبنی بر درستی این موضوع وجود ندارد. این موضوع باعث بروز عدم اطمینان در مورد آینده‌ی شرکت می‌شود. سرمایه‌گذاران نمی‌خواهند وقتی که از چیزی اطمینان ندارند معامله کنند، همین می‌تواند دلیل احتمالی روند کاهشی بعد از ۵ روز باشد. این نکته فرضیه ما را رد می‌کند.

### فرضیه هفتم

CARهای افزایشی از نوع اساسی را در پی روند فاقد تغییرات اساسی تشریح می‌نماید. این مجموعه شواهد روشنی فراهم می‌کند مبنی بر اینکه واکنش مثبت بازار، در پی افزایش در میزان سود سهام شرکت به وجود می‌آید. نتایج با جمله‌ی " خبرهای خوب، خبر به حساب نمی‌آیند"، از بنش و دیگران [۱۱] در تضاد است، ولی فرضیه ما را که در پی روند فاقد تغییرات اساسی، افزایش باعث واکنش مثبت بازار می‌شود، تأیید می‌کند.

### فرضیه هشتم

CARهای نشان داده شده برای آن دسته از شرکت‌هاست که از روند فاقد تغییرات اساسی خود انحرافی نداشته‌اند. این مجموعه هیچ‌گونه واکنش معناداری ندارد، مگر برای میزان اندکی واکنش منفی که در تمامی مدل‌ها در سطح معناداری، در بازه‌ی زمانی (۰، ۲۰) نبوده‌اند. واکنش رو به افول دیر هنگام می‌تواند در نتیجه‌ی پرداخت مستمر سود سهام روند مربوطه در پیش گرفته شده باشد. این اتفاق با فرضیه ما مطابقت دارد، حتی در صورتی که واکنش منفی کمی به صورت متأخر در بازه زمانی (۰، ۲۰) نشان داده شود.

### فرضیه نهم

فرضیه کاهش، در پی روند فاقد تغییرات اساسی این است که باعث واکنش منفی بازار می‌شود. جدول ۹ نشان می‌دهد که CAR منفی است و شامل هر دو مدل، در بازه ۱۰ روزه در مدل اول و در بازه ۲۰ روزه در مدل دوم (که در مدل دوم در این دو سطح منفی معناداری است)، می‌شود که نشان دهنده‌ی واکنش منفی معنادار بازار در بازه زمانی (۰، ۲۰) است. این عامل فقط در مدل بازار سه عاملی فاما و فرنچ نشان داده شده است. هرچند نشانه‌ها بیانگر این هستند که بازار در قبال کاهش در روند فاقد تغییرات اساسی واکنش منفی نشان می‌دهد. به این ترتیب فرضیه‌ی ما، که در بالا بیان شده، تأیید می‌شود.

### مقایسه نتایج با شواهد به‌دست آمده از دیگر پژوهش‌ها

نتایج به‌دست آمده با برخی از مطالعات گذشته در زمینه‌ی واکنش بازار به آگهی سود سهام سازگاری دارد و با برخی ناسازگار است. شواهد بیشتری از ارزش اطلاعات موجود در آگهی اعلام تغییرات سود سهام ارایه شد و اینکه بازار باور دارد که این آگهی در بردارنده‌ی اطلاعاتی در مورد پتانسیل درآمدهای آینده‌ی شرکت است. این موضوع با یافته‌های افر و دیگران [۱۷] مطابقت دارد که یافته بودند تحلیلگران پیش‌بینی‌های درآمدی‌شان را با تغییرات غیر منتظره‌ی سود سهام هماهنگ می‌کنند. بیشتر یافته‌ها با پژوهش گورگول و دیگران [۱۵] مبنی بر هم جهت بودن قیمت سهام با سود پرداختی سهام در توافق هستند. این گزاره برای تمامی مجموعه‌ها، به جز یک مجموعه، درست است.

ما براساس نتایج پژوهش‌های قبلی، به‌خصوص بنش و دیگران [۱۱] میشلی و دیگران [۱۶] و بالی [۱۰] که نتیجه گرفته بودند اخبار منفی با واکنش قوی‌تری روبه‌رو می‌شوند تا اخبار مثبت، به این نتیجه رسیدیم که این گزاره درست است. اخبار منفی واکنش قوی‌تری دارند تا اخبار مثبت. علاوه‌بر آن، نتایج ما یافته‌های اسکوییت و دیگران [۹] را مبنی بر وابستگی انتظارات سرمایه‌گذاران به سود پرداختی گذشته‌ی سهام بسط می‌دهند. ما نشان دادیم، انتظارات سرمایه‌گذاران نه تنها به سود سهام پرداختی گذشته وابسته است، بلکه به روند پرداخت‌های گذشته تا سود سهام کنونی نیز وابستگی دارد.

### نتیجه‌گیری کلی و توصیه‌های سیاستی

نتایج بیانگر صورت گرفتن واکنش مثبت هنگام انحراف مثبت از روند سه سال گذشته است. به‌جز افزایش در روند کاهش سود سهام. این اتفاق با فرضیه‌ی ما و دستاوردهای پژوهش‌های گذشته سازگاری دارد. برای شرکت‌هایی که انحرافی منفی دارند، در همه حالات با واکنشی منفی روبه‌رو شده‌اند. به‌نظر این موضوع بیانگر این است بازار نسبت به انحرافات منفی واکنش بیشتری را نسبت به انحرافات مثبت از خود نشان می‌دهد.

بخش مهمی از آنچه که واکنش بازار را به تغییرات سیاست بدل می‌کند، انتظارات است. انتظاراتی در سرمایه‌گذاران شکل می‌گیرد؛ در صورتی که این انتظارات بر آورده نشود، واکنش منفی است و در صورت برآورده شدن انتظارات واکنش مثبت خواهد بود.

با توجه به روندها یکی از نکاتی که بسیار مشهود است واکنش بیشتر منفی بازار نسبت به سیاست‌های کاهش سود است. یکی از راه‌حل‌ها جهت رفع این مشکل می‌تواند آگاه‌سازی بازار از نیت در پیش گرفتن این روند توسط شرکت‌ها باشد. سیاست دیگری که به‌نظر می‌رسد شرکت‌ها باید رعایت کنند شفاف‌سازی کامل جهت اعلام میزان تقسیم سود قبل از مجمع است.

اگر شرکت در حین افزایش سود تقسیمی دلایل خود را عنوان کند و حتی اگر شرکت در وضعیت مناسبی به‌سر می‌برد با خبر افزایش میزان سودآوری در هنگام بازگشایی می‌تواند سهامداران را با روند مناسب شرکت همراه سازد و واکنش مثبت آنها را به این دوخبر مناسب که یکی سود تقسیمی افزایشی و دیگری سودآوری افزایشی در آینده است در بر داشته باشد.

روندها نشان می‌دهد، در قبل از مجمع بازار انتظار دیگری از شرکت و تصمیمات مجمع دارد در حالی که با تصمیم متفاوت مجمع واکنش بازار به این مهم نیز غیرمنتظره بوده و بعضاً این نه تنها روند را بهبود نداده است بلکه باعث واکنش‌های غیر منطقی نیز شده است. پس نتیجه می‌گیریم عامل دیگر عدم شفاف‌سازی کامل شرکت‌ها در رایه اطلاعات خود که باعث افزایش شایعات و تصمیمات بدون تحلیل شده که همه این عوامل در عدم اعتماد به بازار سهم بسزایی دارد.

با توجه به مطالب عنوان شده به نظر می‌رسد، افزایش یا کاهش سود تقسیمی همراه با اطلاع رسانی دقیق از سیاست شرکت در آینده و همچنین شفاف‌سازی قبل از مجمع در انحراف از روندها، کمک شایانی به تصمیم‌گیری سهامداران در بازار می‌نماید.

در پژوهش‌های بعدی می‌توان ویژگی‌های آگهی‌ها را برای آنهایی که در مجموعه کاهش اساسی قرار دارند، تا آنهایی که در کاهش ثابت قرار دارند یا حتی تا مجموعه‌ی افزایش اساسی با هم مقایسه کرد. به این ترتیب می‌توان پاسخی برای پرسش چرایی منفی بودن یا دلیل شیب تند، معنا دار بودن و واکنش منفی آن به دست آورد.

یکی دیگر از فرصت‌های پژوهش در آینده، مورد بررسی ویژگی‌های سرمایه‌گذارانی است که به نظر می‌رسد انتظاراتشان را بر اساس روند پرداختی‌های گذشته شکل می‌دهند. آیا هر دو بخش حقیقی و حقوقی سرمایه‌گذاران بر اساس بررسی روند انتظارات خود را شکل می‌دهند؟

امکان دیگری که برای پژوهش در این حوزه وجود دارد، تغییر تعاریف زیر مجموعه‌ها، رسیدن به حداقل دو مجموعه‌ی جدید است. یکی از آن‌ها مجموعه‌ی کاهش را از روند افزایشی به دو زیر مجموعه تقسیم می‌کند که یکی در بر گیرنده‌ی شرکت‌هایی باشد که تغییر درصد سالیانه منفی در سود سهام خود دارند و دیگری شرکت‌هایی که درصد تغییر سالیانه مثبتی بیشتر از روند قبلی خود نداشته‌اند.

## منابع

۱. اسلامی بیدگلی غلامرضا، خجسته محمدعلی. بهبود عملکرد پرتفوی بر مبنای بازده تعدیل شده بر اساس ریسک در سرمایه‌گذاری مبتنی بر بهره‌وری سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی ۱۳۸۷؛ ۲۵.
۲. بهرامفر نقی، مهرانی کاوه. رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۳.
۳. پورحیدری امید. بررسی عوامل تعیین‌کننده تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۹؛ ۶۰.
۴. تهرانی رضا، طالب نیا و جلیلی. ارزیابی میزان اتکاء معامله‌گران بورس اوراق بهادار تهران به اطلاعات حسابداری و غیر حسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری، فصلنامه تحقیقات مالی ۱۳۸۵؛ ۲۱.
۵. راعی رضا، شواخی زواره علیرضا. بررسی عملکرد استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی ۱۳۸۵؛ ۲۱.
۶. مشایخی بیتا، محمدآبادی مهدی، حصارزاده رضا. تاثیر محافظه‌کاری بر پایداری و توزیع سود، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۸؛ ۵۶.

۷. مهرانی کاوه، عارف منش زهره. بررسی هموارسازی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۵۱: ۳۷-۵۶.
۸. مهرانی ساسان، نونهال‌نهر علی اکبر. ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۵۴: ۱۱۷-۱۳۴.
9. Asquith Paul, Mullins David W.j. the Impact of Initiating Dividend Payment on Shareholder's Wealth, Journal of Business January 1983; 56(1): 77-96.
10. Bali akesh. An Empirical Analysis of Stock Returns around Dividend Changes, Applied Economics January 2003; 35(1): 51-61.
11. Benesh Gary A, Keown Arthur J, Pinkerton John M. An Examination of Market Reaction to Substantial Shifts in Dividend Policy, Journal of Financial Research Summer 1984; 7(2): 42-131.
12. 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.
13. Dunham Lee.M. THE DYNAMIC RELATION AMONG INVESTMENT, EARNINGS AND DIVIDENDS, Presented to the Faculty of The Graduate College at the University of Nebraska In Partial Fulfillment of Requirements For the Degree of Doctor of Philosophy UMI 2009; 3307115.
14. Dirak Malte, John Magnusson. From Value to Growth Stocks , a Financial Ratio Alalysis, School of Economics and Management , lund university , Department of Business Master Thesis 2008; 860.
15. Gurgul Henryk, Majdosz Pawel, Mestel Roland. Implications of Dividend Announcements for Stock Prices and Trading Volume of DAX Companies Finance a Uver? Czech Journal of Economics and Finance 2006; 56(2-1):58-68.
16. Michaely Roni, Thaler Richard H., Womack Kent. Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? , National Bureau of Economic Research Inc 1994; 4788.
17. Ofer Aharon R, Siegel Daniel R. Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends, Journal of Finance September 1987; 42(4): 889-911.
18. Watts Ross. The Information Content of Dividends, Journal of Business, April; 46(2): 191-211.