



بازده غیرعادی سهام، اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام و تغییرات سود سهام پرداختی

دکتر مهدی عرب صالحی^۱

دانشیار حسابداری دانشگاه اصفهان

دکتر هادی امیری^۲

استادیار اقتصاد دانشگاه اصفهان

مرضیه رجالی^۳

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه اصفهان

(تاریخ دریافت: ۱۸ دی ۱۳۹۶؛ تاریخ پذیرش: ۱ مهر ۱۳۹۷)

تصمیم پیرامون تقسیم سود شرکت‌ها یکی از پیچیده‌ترین و مهم‌ترین تصمیمات مالی مدیران است، از این رو شناسایی عوامل اثرگذار بر تقسیم سود شرکت‌ها حایز اهمیت فراوانی است. یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر تقسیم سود شرکت‌ها، بازارهای مالی و اطلاعات تولید شده در این گونه بازارها می‌باشد؛ بازده غیرعادی سهام و اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام از جمله اطلاعات مفید و مؤثر بر تقسیم سود شرکت‌ها است که بازارهای مالی در اختیار مدیران قرار می‌دهند. هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر بازده غیرعادی سهام و اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام بر تغییرات سود سهام پرداختی و همچنین بررسی تأثیر اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام بر رابطه بین بازده غیرعادی سهام و تغییرات سود سهام پرداختی می‌باشد. در راستای هدف پژوهش جهت جمع آوری داده‌های مورد نیاز، نمونه‌ای متشکل از ۱۰۹ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ انتخاب شد و داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از مدل رگرسیونی چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بازده غیرعادی سهام تأثیر مثبتی بر تغییرات سود سهام پرداختی دارد، لیکن اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام بر تغییرات سود سهام پرداختی تأثیر منفی دارد. همچنین افزایش اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام، تأثیر بازده غیرعادی سهام بر تغییرات سود سهام پرداختی را کاهش می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: تغییرات سود سهام پرداختی، اطلاعات خصوصی، بازده غیرعادی سهام.

^۱ mehdi_arabsalehi@ase.ui.ac.ir

© (نویسنده مسئول)

^۲ h.amiri@ase.ui.ac.ir

^۳ marzieh.rejali@yahoo.com

مقدمه

تقسیم سود یکی از مفاهیم بنیادی و کلیدی ادبیات مالی به شمار می‌رود که از دیرباز مورد توجه مدیران، سهامداران و پژوهشگران مالی قرار داشته است؛ به طور کلی سرمایه‌گذاران به دریافت سود سالانه حاصل از سرمایه‌گذاری خود علاقه دارند، و در مقابل مدیران مؤسسات، ارزان‌ترین و مهم‌ترین منبع مالی را برای رشد و توسعه و تأمین نیازهای مالی خود در عدم تقسیم سود جستجو می‌کنند، لذا میان این دو گروه تضادی وجود دارد که باید قاعداً به یک راه حل بهینه ختم شود؛ بنابراین تصمیم‌گیری مناسب برای سیاست تقسیم سود و شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی شرکت‌ها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است [۷].

یکی از عوامل مهم و اثرگذار بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها، بازارهای مالی و قیمت‌های سهام در اینگونه بازارها می‌باشد [۱۲]. به عبارتی بازارهای سهام توان تولید اطلاعاتی را دارند که مکمل اطلاعات افراد درون سازمان است، از این رو بازارهای سهام به عنوان یک کانال مهم اطلاعاتی قلمداد می‌شود که در اقتصاد ایفای نقش می‌کند و بر تصمیم‌گیری افراد مؤثر است [۱۸].

بازده غیرعادی سهام و اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام، دو نمونه از نتایج بازارهای مالی مؤثر بر تقسیم سود شرکت‌ها است که در این پژوهش به آنها پرداخته شده است.

پژوهش حاضر تأثیر بازده غیرعادی سهام و اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام را بر تغییرات سود سهام پرداختی می‌سنجد و همچنین تأثیر اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام را بر رابطه بین بازده غیرعادی سهام و تغییرات سود سهام پرداختی بررسی می‌کند.

مبانی نظری

قیمت‌های سهام در بازارهای مالی برای تصمیم‌گیرندگان معنی دار و با اهمیت است و می‌تواند منتقل‌کننده اطلاعات مفیدی به تصمیم‌گیرندگان باشد، بعلاوه ارزش بازار یک شرکت در واقع بازتاب تجمیع اطلاعات طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران می‌باشد و حاصل تأثیر و تعامل عوامل مختلف در بازار است. بنابراین مدیران می‌توانند اطلاعات جدیدی از بازارهای مالی کسب کنند و این اطلاعات را در سیاست‌گذاری‌های شرکت از جمله سیاست تقسیم سود دخالت دهند [۱۲].

بازده سهام یکی از دستاوردهای بازارهای مالی است که دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری در مقایسه با معیارهای عملکرد بر مبنای حسابداری می‌باشد، زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه‌گذاران را بهتر منعکس می‌کند [۱].

بازده غیرعادی سهام از طریق تفاضل بازده سهام شرکت از بازده معیار (بازده پرتفو فاما و فرنچ) محاسبه می‌شود [۱۸] و بیان‌گر تغییرات غیرمنتظره در ارزش شرکت است که دارای بار اطلاعاتی است و بر تصمیم‌گیری تأثیر دارد؛ در واقع تغییرات غیرمنتظره در ارزش شرکت انعکاس‌دهنده اخباری مبنی بر جریان‌های نقدی و نرخ بهره می‌باشد [۱۴]، [۱۶]. اخباری مبنی بر جریان وجوه نقد بیش از انتظار و یا کاهش غیرمنتظره در نرخ بهره، عکس‌العمل مثبت بازار و افزایش بازده را در پی خواهد داشت و مدیران در چنین

شرایط مساعدی امکان افزایش سود تقسیمی را پیدا خواهند کرد. بنابراین بین بازده غیر عادی سهام با تغییرات در سود تقسیمی رابطه مثبتی وجود دارد [۱۵]، [۱۳].

از دیگر اطلاعاتی که بازارهای مالی در اختیار مدیران می‌گذارد، اطلاعات خصوصی^۱ موجود در قیمت سهام است. قیمت سهام برخی از شرکت‌ها در مقایسه با دیگر شرکت‌ها جنبه‌های بنیادی و اساسی شرکت‌ها را بیشتر نشان می‌دهد، در نتیجه تصویر دقیق‌تری از اساس و اصل شرکت فراهم می‌کند و می‌توان گفت که قیمت سهام این گونه شرکت‌ها محتوای اطلاعاتی بیشتری دارد؛ به بیان دیگر اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام، اطلاعاتی است درباره جنبه‌های بنیادی شرکت که توسط قیمت سهام به تصمیم گیرندگان منتقل می‌شود [۱۷] و مدیران از اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام، بهره می‌برند تا سیاست تقسیم سود شرکت را بهینه نمایند [۲۳]. معیار مرسوم که برای اندازه‌گیری اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام استفاده می‌شود، نوسانات بازده سهام مخصوص به هر شرکت^۲ (عدم همزمانی قیمت^۳) است. این معیار، نوسانات بازده سهام یک شرکت را نشان می‌دهد که این نوسانات توسط بازده بازار و بازده صنعت مربوط به خود توضیح داده نمی‌شود، به عبارت دیگر بازده سهام شرکت، نوسانات خاص خود را دارد که این نوسانات تابعی از نوسانات بازده بازار و بازده صنعت نیست؛ این معیار اولین بار توسط رول (۱۹۸۸) بر مبنای ارتباط بین بازده سهام با بازده صنعت و بازده بازار مطرح شد. طبق این استدلال اگر بازده سهام شرکتی با بازده صنعت مربوط به خود و بازده بازار هم بستگی بالایی داشته باشد، قیمت سهام آن شرکت حاوی اطلاعات خاص کمتری است و بالعکس [۱۸]. با افزایش اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام (کاهش همزمانی قیمت سهام)، عدم تقارن اطلاعاتی میان مبادله‌گران مطلع و مدیران افزایش می‌یابد به بیان دیگر بالا بودن اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام بدین معنی است که اطلاعاتی درباره شرکت در بازار مالی میان مبادله‌گران مطلع وجود دارد که باعث نوسانات قیمت سهام می‌شود که مدیران از این اطلاعات بی‌خبر هستند [۱۱]. بنابراین می‌توان انتظار داشت با افزایش اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام که منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود؛ مدیران برای ایجاد حاشیه اطمینان، تقسیم سود نقدی سهام را کاهش دهند.

علاوه بر این هنگامی که قیمت سهام، حاوی اطلاعات خصوصی بیشتری باشد، مدیران برای پرداخت سود، بیشتر به تغییرات بازده سهام توجه می‌کنند؛ زیرا افزایش اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام بیان‌گر این واقعیت است که بازار مالی حاوی اطلاعات مفید و جدیدی است که مدیران می‌توانند از آن بهره ببرند و سیاست تقسیم سود را بهینه کنند؛ در نتیجه مدیران توجه بیشتری بر بازارهای مالی می‌کنند [۱۸] و اصطلاحاً به "بازار گوش می‌دهند"^۴ [۲۳]، بنابراین بر نوسانات بازده سهام که از بازار مالی

^۱ private information

^۲ Firm-specific stock return variation

^۳ Price non-synchronicity

^۴ listen to the market

و از تجمیع اطلاعات تمامی گروه‌ها حاصل شده، تکیه بیشتری می‌کنند؛ در نتیجه اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام، شدت اثر بازده غیر عادی سهام بر تغییرات تقسیم سود را افزایش می‌دهد [۱۸]. بر طبق یافته‌های پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران، بازده غیر عادی سهام و اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام به ترتیب بر تغییرات سود سهام پرداختی تأثیر مثبت و منفی دارد که با مبانی نظری پژوهش مطابقت می‌کند؛ لیکن اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام، شدت اثر بازده غیر عادی سهام بر تغییرات سود سهام پرداختی را کاهش می‌دهد که با مبانی نظری پژوهش سازگاری ندارد. در ادامه به اهم پژوهش‌های مرتبط با موضوع پژوهش حاضر پرداخته می‌شود.

پیشینه پژوهش

دی کساری و هونگ میر^۱ (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان "تغییرات سود تقسیمی و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام"، اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام را به عنوان یک عامل مهم و تعیین کننده سیاست تقسیم سود معرفی کردند و نشان دادند که مدیران از اطلاعات خصوصی مستتر در قیمت سهام برای سیاست گذاری درباره تقسیم سود استفاده می‌کنند. بعلاوه آنها دریافتند که هنگامی که قیمت سهام حاوی اطلاعات خصوصی بیشتری باشد تأثیر بازده غیر عادی سهام بر تغییرات تقسیم سود تشدید می‌شود. هاتون^۲ و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان "گزارشگری مالی غیر شفاف، R^2 و ریسک سقوط" نشان دادند مادامی که اطلاعات اختصاصی کمتری منتشر گردد، بازده سهام منفرد عمدتاً از بازار تبعیت نموده و لذا همزمانی قیمت سهام و بازار افزایش می‌یابد؛ بعلاوه شواهد ارائه شده توسط آنها حاکی از رابطه مثبت عدم شفافیت (مدیریت سود) و همزمانی می‌باشد. همچنین، یافته‌های ایشان دال بر آن است که احتمال ریزش قیمت سهام در شرکت‌های دارای عدم شفافیت، بالاتر است.

احمد و جاوید^۳ (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان "عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود در پاکستان" نشان دادند که وجه نقد، سودآوری، ساختار مالکیت و نقدینگی بازار اثر مثبتی بر سیاست تقسیم سود دارند، بعلاوه فرصت‌های سرمایه گذاری و اهرم مالی اثر منفی بر سیاست تقسیم سود دارند، گذشته از این ارزش بازار سرمایه و اندازه شرکت اثر منفی بر سیاست تقسیم سود دارد که نشان می‌دهد شرکت‌ها، سرمایه گذاری در داراییها را بیشتر از پرداخت سود تقسیمی به سهامدارانشان ترجیح می‌دهند. رول^۴ (۱۹۸۸) در پژوهشی با عنوان " R^2 " نشان داد که معاملات آربیتراژگرانی که بر اساس اطلاعات اختصاصی معامله می‌نمایند، منجر به قیمت گذاری اطلاعات بنیادین می‌گردد.

وی دریافت تغییرات خاص شرکت با افشاء اخبار ناهمبسته است و وجود اطلاعات محرمانه را به عنوان دلیل کاهش همزمانی قیمت سهام بر شمرد.

¹ De Cesari and Huang-Meier

² Hutton

³ Ahmed and Javid

⁴ Roll

خلیفه سلطانی و نایب محسنی (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان "سیاست تقسیم سود در شرکت‌ها مشکوک به تقلب" دریافتند که سیاست تقسیم سود شرکت به طور قطع در شرکت‌های متقلب و غیر متقلب متفاوت خواهد بود و بررسی این سیاست می‌تواند به عنوان نشانه‌ای از سالم یا متقلب بودن شرکت و همچنین به عنوان عامل بازدارنده تقلب مورد توجه قرار گیرد.

فروغی و قاسم زاد (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان "تأثیر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی بر همزمانی قیمت سهام" همزمانی قیمت سهام را به عنوان معیار معکوسی از محتوای اطلاعاتی قیمت سهام مورد تأیید قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که قابلیت مقایسه صورت‌های مالی بر همزمانی قیمت سهام تأثیر منفی دارد. بر مبنای یافته‌های پژوهش، چنین استدلال می‌شود که قابلیت مقایسه صورت‌های مالی باعث می‌شود تا میزان بیشتری از اطلاعات خاص شرکت در قیمت‌های سهام منعکس شود و همزمانی قیمت سهام کاهش یابد.

جهانگیری راد و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان "بررسی رفتار گروهی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسیدند که در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاران بر مبنای رفتار کل بازار و به صورت گروهی اقدام به خرید و فروش می‌کنند. به طوری که بازده سهام شرکت‌ها مشابه با بازده بازار بوده و انحراف بازده شرکت‌ها از بازده بازار کم است.

قربانی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان "تأثیر کیفیت سود بر تغییرات بازده غیرمتعارف سهام" دریافتند که کیفیت سود بر تغییرات بازده غیرمتعارف سهام تأثیر معکوسی دارد؛ بدین صورت که افزایش کیفیت سود منجر به افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران از اطلاعات شرکت می‌گردد و با توجه به فرضیه بازار کارا انتظار بر این است که این اطلاعات در قیمت سهام شرکت منعکس گردد، در نتیجه بازدهی سهام نیز روال منطقی به خود می‌گیرد و تغییرات بازده غیر متعارف سهام با کاهش مواجه خواهد شد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و هدف پژوهش، سه فرضیه برای بررسی موضوع تدوین شده است:

فرضیه اول: بازده غیر عادی سهام بر تغییرات تقسیم سود تأثیر مثبت دارد.

فرضیه دوم: اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام بر تغییرات تقسیم سود تأثیر منفی دارد.

فرضیه سوم: اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام، شدت اثر بازده غیر عادی سهام بر تغییرات تقسیم سود را افزایش می‌دهد.

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت جزء پژوهش‌های همبستگی است که نتایج آن می‌تواند برای طیف گسترده‌ای از تحلیل گران و فعالان بازار سرمایه مفید باشد. جمع آوری اطلاعات با استفاده از نرم افزار رهاوردنوین و سایت اینترنتی کدال^۱ صورت پذیرفته است. همچنین برای آماده سازی

^۱ www.Codal.ir

متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌ها، از نرم افزار صفحه گسترده (Excel) و جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش و تحلیل آنها از نرم افزار Eviews9 و stata14 استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ است. برای محاسبه متغیر تغییرات تقسیم سود، به صورت جریان وجوه نقد سال آتی و به منظور محاسبه بازده غیر عادی سهام به بازده‌های ماهانه تا شش ماه بعد از پایان سال مالی و ارزش بازار پایان شهریور ماه سال مالی آتی نیاز است. لذا به منظور تکمیل اطلاعات مورد نیاز، اطلاعات از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ گردآوری شده است. در این پژوهش، نمونه‌گیری با استفاده از روش حذف سیستماتیک انجام شده است. لذا نمونه انتخابی شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که شرایط زیر را دارا باشند:

- ۱- تا قبل از سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - ۲- شرکت‌ها در دوره زمانی پژوهش هر ساله سود نقدی تقسیم کرده باشند. (سود تقسیمی صفر در یک سال، محاسبه متغیر تغییرات تقسیم سود را بی معنا می‌کند).
 - ۳- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
 - ۴- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و لیزینگ) نباشد.
 - ۵- کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود باشد.
 - ۶- طی بازه زمانی پژوهش دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
 - ۷- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها در دوره زمانی پژوهش، منفی نباشد (به دلیل استفاده از پرتفوبندی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)).
- بر اساس شرایط فوق، تعداد ۱۰۹ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۴ انتخاب گردید.

الگوهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول پژوهش که به بررسی تأثیر بازده غیر عادی سهام بر تغییرات تقسیم سود نقدی می‌پردازد از مدل رگرسیون رابطه (۱) استفاده شده است:

$$\text{Dividend change}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Abnormal return}_{i,t} + \beta_2 \text{Dividend yield}_{i,t} + \beta_3 \text{Market capitalization}_{i,t} + \beta_4 \text{Debt}_{i,t} + \beta_5 \text{Cash}_{i,t} + \beta_6 \text{Market-to-book}_{i,t} + \beta_7 \text{Operating income}_{i,t} + \beta_8 \text{Dividend premium}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۱)

که در این رابطه متغیرها به شرح زیر می‌باشند:

$\text{Dividend change}_{i,t}$: تغییرات تقسیم سود نقدی

$\text{Abnormal return}_{i,t}$: بازده غیر عادی سهام

$\text{Dividend yield}_{i,t}$: بازده سود سهام

$\text{Market capitalization}_{i,t}$: ارزش بازار سرمایه

$\text{Debt}_{i,t}$: نسبت بدهی

$\text{Cash}_{i,t}$: نقدینگی

Market-to-book_{i,t}: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها

Operating income_{i,t}: سود عملیاتی

Dividend premium_{i,t}: صرف سود نقدی سهام، $\varepsilon_{i,t}$: جز خطا یا پسماند مدل

و جهت آزمون فرضیه دوم پژوهش که تأثیر اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام را بر تغییرات تقسیم سود نقدی بررسی می‌کند، از مدل رگرسیون رابطه (۲) استفاده شده است:

$$\text{Dividend change}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Private information}_{i,t} + \beta_2 \text{Dividend yield}_{i,t} + \beta_3 \text{Market capitalization}_{i,t} + \beta_4 \text{Debt}_{i,t} + \beta_5 \text{Cash}_{i,t} + \beta_6 \text{Market-to-book}_{i,t} + \beta_7 \text{Operating income}_{i,t} + \beta_8 \text{Dividend premium}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

در این رابطه Private information_{i,t} اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام می‌باشد. هم چنین به منظور آزمون فرضیه سوم پژوهش که به بررسی تأثیر اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام بر رابطه میان بازده غیر عادی سهام و تغییرات تقسیم سود نقدی می‌پردازد، از مدل رگرسیون رابطه (۳) استفاده شده است:

$$\text{Dividend change}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Abnormal return}_{i,t} + \beta_2 \text{Private information}_{i,t} + \beta_3 (\text{Abnormal return}_{i,t} \times \text{Private information}_{i,t}) + \beta_4 \text{Dividend yield}_{i,t} + \beta_5 \text{Market capitalization}_{i,t} + \beta_6 \text{Debt}_{i,t} + \beta_7 \text{Cash}_{i,t} + \beta_8 \text{Market-to-book}_{i,t} + \beta_9 \text{Operating income}_{i,t} + \beta_{10} \text{Dividend premium}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مورد مطالعه در این پژوهش شامل متغیر وابسته، متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترلی می‌باشد که به شرح زیر اندازه گیری شده‌اند.

متغیر وابسته پژوهش

تغییرات تقسیم سود نقدی (Dividend change):

این متغیر در واقع نشان دهنده‌ی افزایش یا کاهش در تقسیم سود نقدی سال جاری نسبت به سال قبل می‌باشد و از طریق رابطه (۴) محاسبه شده است [۱۸]:

$$\text{Dividend change}_t = (\text{Dividend}_{t+1} - \text{Dividend}_t) / \text{Dividend}_t \quad \text{رابطه (۴)}$$

Dividend change_t: تغییرات تقسیم سود نقدی در سال t

Dividend_{t+1}: تقسیم سود سال t که در صورت جریان وجوه نقد سال t+1 منتشر می‌شود.

Dividend_t: تقسیم سود سال t-1 که در صورت جریان وجوه نقد سال t منتشر می‌شود.

توجه به این نکته ضروری است که سود تقسیمی سال t در سال t+1 اعلام و در صورت جریان وجوه نقد سال t+1 منتشر می‌شود. در نتیجه برای محاسبه متغیر تغییرات تقسیم سود نقدی سال t به صورت جریان وجوه نقد حسابرسی شده سال t+1 نیاز خواهد بود.

متغیرهای مستقل پژوهش

بازده غیر عادی سهام (Abnormal return): این متغیر که نشان دهنده‌ی اختلاف بازده سهام شرکت از بازده موزون پرتفوی فاما و فرنچ است، طبق روش فولکندر و وانگ^۱ (۲۰۰۶) محاسبه شده است. در این روش به پیروی از پرتفو بندی فاما و فرنچ^۲ (۱۹۹۳)، شرکت‌ها بر مبنای اندازه (ارزش بازار حقوق صاحبان سهام^۳ ME^t) در پایان ماه ششم سال t و بر مبنای نسبت ارزش دفتری بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (BE/ME)^۴ در پایان سال مالی t-1 به طور جداگانه به ۵ دسته تقسیم می‌شوند که در نهایت ۲۵ پرتفو تشکیل خواهد شد که هر یک از شرکت‌های نمونه در یکی از این پرتفوهای جای خواهند گرفت. لیکن در این پژوهش با توجه به تعداد کم شرکت‌های موجود در نمونه در مقایسه با تعداد شرکت‌ها موجود در نمونه‌های پژوهش‌های غربی، ۲۵ پرتفو به ۹ پرتفو تغییر پیدا کرد تا تعداد شرکت‌هایی که در هر پرتفو جای می‌گیرد، بیشتر شود و میانگین هر پرتفو قابل اتکا باشد.

برای محاسبه بازده غیر عادی سهام، ابتدا بازده واقعی هر شرکت در هر سال با استفاده از بازده‌های ماهانه شرکت‌ها محاسبه می‌شود. بدین صورت که برای سال مالی t از بازده ماهانه شرکت‌ها از ماه هفتم (مهر) سال t تا پایان ماه ششم (شهریور) سال t+1 استفاده گردید. در گام بعد بازده‌ها ماهانه شرکت‌ها با استفاده از رابطه زیر به بازده سالانه تبدیل شد:

$$R_{\text{year}} = (1+R_1) \times (1+R_2) \times \dots \times (1+R_{12}) - 1 \quad \text{رابطه (۵)}$$

R_{year} : بازده واقعی هر شرکت در هر سال

R_t : بازده واقعی هر شرکت در هر ماه از هر سال

در مرحله بعد بازده ماهانه موزون پرتفوی فاما و فرنچ از طریق رابطه زیر محاسبه گردید:

$$R_p = \sum_{i=1}^n X_i R_i \quad \text{رابطه (۶)}$$

R_p : بازده موزون ماهانه پرتفو در هر ماه از هر سال

X_i : وزن ماهانه هر سهم i که عبارت است از ارزش بازار سهام در پایان هر ماه هر شرکت در هر پرتفو تقسیم بر مجموع ارزش بازار سهام شرکت‌ها موجود در همان پرتفو در پایان همان ماه.

R_i : بازده واقعی هر شرکت در هر ماه از هر سال.

n: تعداد شرکت‌ها موجود در پرتفو

با استفاده از رابطه (۵) بازده ماهانه موزون هر پرتفو به بازده سالانه موزون هر پرتفو تبدیل گردید و در نهایت بازده واقعی سالانه شرکت از بازده سالانه موزون پرتفو کسر شد تا بازده غیر عادی سهام محاسبه شود.

¹ Faulkender and Wang

² Fama and French

³ Market value of equity

⁴ book value over market value of equity

اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام (Private information)

برای محاسبه معیار اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام مطابق با پژوهش رول (۱۹۸۸) از رابطه (۷) استفاده شده است.

$$\psi = \ln((1 - R^2) / R^2) \quad \text{رابطه (۷)}$$

که R^2 رابطه فوق از طریق تخمین رگرسیون زیر حاصل گردید:

$$r_{i,j,t} = a_i + b_{i,m} r_{m,t} + b_{i,j} r_{j,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۸)}$$

$r_{i,j,t}$: بازده شرکت i در صنعت j در سال t است.

$r_{m,t}$: بازده بازار در سال t است.

$r_{j,t}$: بازده صنعت j در سال t است.

برای به دست آوردن R^2 رابطه (۸)، بازده‌ها روزانه سهام شرکت i در هر سال بر بازده‌های روزانه بازار و بازده‌ها روزانه صنعت j مربوط به همان شرکت برازش گردید. برای اینکه در تاریخ‌ها یکسان بازده‌ها روزانه شرکت، بازار و صنعت در رگرسیون وارد شوند، با استفاده از برنامه نویسی در visual studio، تاریخ‌های یکسانی که هم شرکت i بازده روزانه‌اش موجود بود و هم بازار و هم صنعت j بازده روزانه اعلام کرده بودند، انتخاب شدند و رگرسیون رابطه (۸) با استفاده از نرم افزار Eviews9 انجام شد.

متغیرهای کنترلی پژوهش

به پیروی از پژوهش لی و لای^۱ (۲۰۰۶)، متغیرهای کنترلی زیر در مدل‌ها وارد شده است.

بازده سود سهام (Dividend yield)

این متغیر به عنوان بازده سالانه حاصل از پرداخت‌ها نقدی تقسیم سود تعریف می‌شود [۹]، [۲۴]. و از طریق رابطه (۹) محاسبه گردید.

$$\text{Dividend yield} = (\text{Dividend per share} / \text{Price of the share}) \quad \text{رابطه (۹)}$$

Dividend per share: عبارت است از سود تقسیمی متعلق به هر سهم که از نسبت کل سود تقسیم شده شرکت به تعداد سهام منتشره شرکت در پایان سال t محاسبه می‌شود.

Price of the share: قیمت بازار سهام شرکت در پایان سال t .

ارزش بازار سرمایه (Market capitalization)

این متغیر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی را نشان می‌دهد و عبارت است از حاصل ضرب تعداد سهام منتشره در پایان سال مالی t در آخرین قیمت بازار سهام در پایان سال مالی t .

نسبت بدهی (Debt): عبارت است از نسبت بدهی بلند مدت شرکت بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت.

نقدینگی (Cash): عبارت است از مجموع وجوه نقد و موجودی‌ها نزد بانک و سرمایه گذاری‌ها کوتاه مدت شرکت که بر مجموع ارزش دفتری دارایی‌ها تقسیم می‌شود.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها (Market-to-book): این متغیر از طریق

¹ Li and Lie

تقسیم ارزش بازار دارائی‌ها بر ارزش دفتری دارائی‌ها در پایان سال مالی t محاسبه می‌شود. ارزش بازار دارائی‌ها به طور مستقیم در دسترس نیست لذا ارزش بازار دارائی‌ها را مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی t و ارزش دفتری بدهی‌ها در پایان سال مالی t در نظر می‌گیریم. لازم به ذکر است که ارزش دفتری بدهی‌ها با ارزش بازار بدهی‌ها تقریباً یکسان است.

سود عملیاتی (Operating income): عبارت است از سود عملیاتی شرکت‌ها.

صرف سود نقدی (Dividend premium): این معیار یک مقدار واحد در هر سال برای تمامی شرکت‌ها می‌باشد و عبارت است از تفاوت سالانه لگاریتم نسبت ارزش بازار به دفتری پرداخت کنندگان و پرداخت نکنندگان سود که از طریق رابطه (۱۰) محاسبه می‌شود [۱۰].

رابطه (۱۰)
$$\text{Dividend premium} = \log(M/B)_{\text{payers}} - \log(M/B)_{\text{nonpayers}}$$

لیکن در ایران طبق ماده ۹۰ اصلاحیه قانون تجارت، شرکت‌ها باید ۱۰٪ از سود خالص شرکت را پرداخت کنند. به همین دلیل در پژوهش حاضر، طبقه بندی بیکر و ورگلر از پرداخت کنندگان و پرداخت نکنندگان به شرکت‌هایی که ۱۰٪ سودخالص شرکت را به صورت نقدی بین سهامداران پرداخت می‌کنند (حداقل سودی که شرکت‌ها ملزم به پرداخت آن هستند) و شرکت‌هایی که بیش از ۱۰٪ سود خالص شرکت را به صورت نقدی بین سهامداران پرداخت می‌کنند (شرکت‌هایی که به صورت اختیاری سود سهام نقدی را افزایش داده‌اند)؛ تغییر یافته است تا شرکت‌هایی که به صورت اختیاری اقدام به افزایش تقسیم سود می‌کنند از شرکت‌هایی که تنها به میزان الزام قانونی سود تقسیم می‌کنند، تمیز داده شوند.

یافته‌های پژوهش

باتوجه به اینکه در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است، لذا ابتدا برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون F لیمر استفاده شده که نتایج حاصل نشان داد، داده‌های مورد استفاده برای هر سه مدل از نوع تابلویی است. سپس با استفاده از آزمون هاسمن مشخص گردید کلیه الگوهای مورد استفاده در این پژوهش به روش اثرات ثابت برآورد شده است. همچنین در پژوهش حاضر به منظور بررسی فروض مدل رگرسیون خطی کلاسیک، از آزمون وولد ریج برای بررسی عدم خودهمبستگی و از آزمون LR برای بررسی همسانی واریانس استفاده شده است. باتوجه به نتایج آزمون‌های مذکور به منظور رفع مشکل ناهمسانی واریانس در تمامی مدل‌ها و رفع مشکل وجود خود همبستگی بین اجزای اخلاص در مدل اول، از روش نیرومند سازی رگرسیون^۱ برای تخمین تمامی مدل‌ها استفاده شده است.

نتیجه آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش بدین صورت بیان شد که بازده غیر عادی سهام تأثیر مثبتی بر تغییرات تقسیم سود نقدی سهام دارد. همانگونه که نتایج جدول (۱) نشان می‌دهد، p -value متغیر Abnormal return برابر با (۰/۰۰۳۸۵) که از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است و همچنین آماره t مربوط به این متغیر نیز مثبت است (۲/۶۶۹۱)؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بازده غیرعادی سهام تأثیر معنادار و مثبتی بر تغییرات

^۱ Robust Regression

تقسیم سود نقدی سهام دارد و در سطح اطمینان حداقل ۹۵٪ فرضیه اول پژوهش رد نخواهد شد. همچنین احتمال آماره F نشان می‌دهد رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار می‌باشد، بنابراین اعتبار مدل نیز تأیید می‌شود.

جدول (۱): نتایج آزمون فرضیه اول

$\text{Dividend change}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Abnormal return}_{i,t} + \beta_2 \text{Dividend yield}_{i,t} + \beta_3 \text{Market capitalization}_{i,t} + \beta_4 \text{Debt}_{i,t} + \beta_5 \text{Cash}_{i,t} + \beta_6 \text{Market-to-book}_{i,t} + \beta_7 \text{Operating income}_{i,t} + \beta_8 \text{Dividend premium}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
متغیر	ضرائب	آماره t	p-value
Abnormal return	۳/۲۳۵۱۷۷	۲/۶۶۹۱	۰/۰۰۳۸۵
Dividend yield	۱۸۳/۷۲۴۴	۸/۴۹۰۲	۰/۰۰۰۰
Market capitalization	۰/۲۹۸۰۶۴	۲/۸۸۷۲	۰/۰۰۴۰
Debt	۶/۶۶۷۸۳	۰/۴۸۲۵	۰/۶۹۹۵
Cash	-۳۴/۹۸۸۳	-۳/۳۳۷۱۱	۰/۰۰۰۹
Market-to-book	۱۲/۱۰۵۴۱	۶/۰۴	۰/۰۰۰۰
Operating income	-۹/۸۰۳۱۱	-۱/۲۶۴۹	۰/۲۰۶۲
Dividend premium	-۲۸/۸۳۲۳	-۱/۴۷۶۷	۰/۱۴۰۱
عرض از مبدأ	-۲۶/۶۰۷۴۳	-۵/۸۷۶۹	۰/۰۰۰۰
آماره F	۶/۵۸۷۰	احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰

نتیجه آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بدین صورت بیان شد که اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام تأثیر منفی بر تغییرات تقسیم سود نقدی سهام دارد. همانگونه که نتایج جدول (۲) نشان می‌دهد، p-value متغیر Private information برابر با (۰/۰۰۶۹) که از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است. و همچنین آماره t مربوط به این متغیر نیز منفی است (-۲/۴۶۵۸۷)؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام تأثیر معنادار و منفی بر تغییرات تقسیم سود نقدی سهام دارد و در سطح اطمینان حداقل ۹۵٪ فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌شود. همچنین احتمال آماره F نشان می‌دهد رگرسیون در سطح اطمینان حداقل ۹۵٪ معنادار است، بنابراین اعتبار مدل نیز تأیید می‌شود.

جدول (۲): نتایج آزمون فرضیه دوم

$\text{Dividend change}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Private information}_{i,t} + \beta_2 \text{Dividend yield}_{i,t} + \beta_3 \text{Market capitalization}_{i,t} + \beta_4 \text{Debt}_{i,t} + \beta_5 \text{Cash}_{i,t} + \beta_6 \text{Market-to-book}_{i,t} + \beta_8 \text{Dividend premium}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} + \beta_7 \text{Operating income}_{i,t}$			
متغیر	ضرائب	آماره t	p-value
Private information	-۱/۱۴۲۴۸	-۲/۴۶۵۸۷	۰/۰۰۶۹
Dividend yield	۱۸۷/۶۴۷۹	۳/۲۹۲۴	۰/۰۰۱۰
Market capitalization	۰/۲۹۰۳۵۶	۱/۴۸۲۷۹۳	۰/۱۳۸۵
Debt	۱۰/۲۵۴۷۷	۱/۰۶۲۶۵۸	۰/۲۸۸۲
Cash	-۳۴/۴۶۳۰	-۲/۶۳۰۹۲	۰/۰۰۸۷
Market-to-book	۱۲/۱۹۰۲۲	۳/۰۶۲۲۵	۰/۰۰۲۳
Operating income	-۷/۶۳۰۲۳	-۰/۵۱۴۱۷۸	۰/۶۰۷۲
Dividend premium	-۱۹/۸۳۵۰	-۰/۹۲۰۶۴۴	۰/۳۵۷۵
عرض از مبدأ	-۲۴/۴۹۶۴	-۲/۷۲۴۲۹۶	۰/۰۰۶۶
آماره F	۶/۷۱۱۸۴	احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰۰

نتیجه آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش بدین صورت است که "اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام، شدت اثر بازده غیر عادی بر تغییرات تقسیم سود را تشدید می‌کند." باتوجه به نتایج جدول (۳)، p-value متغیر $\text{Abnormal return}_{i,t} \times \text{Private information}_{i,t}$ برابر با (۰/۰۰۰۸) که از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است ولی آماره t مربوط به این متغیر منفی است (-۳/۱۵۹۸)؛ بنابراین اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام، رابطه مثبت بین بازده غیرعادی سهام و تغییرات در تقسیم سود نقدی را تشدید نمی‌کند و بر خلاف انتظار باعث تضعیف رابطه بین بازده غیرعادی سهام و تغییرات تقسیم سود نقدی می‌شود. به نظر می‌رسد احتساب پیش فرض‌هایی مبنی بر این که وجود اطلاعات خصوصی در قیمت سهام باعث تکیه بیشتر مدیران بر بازارهای مالی می‌شود و در نتیجه تأثیر بازده غیر عادی سهام که از نتایج بازارهای مالی است بر تصمیم‌گیری‌های مدیران از جمله تقسیم سود را بیشتر می‌کند، در بازار سرمایه ایران چندان مناسب نیست.

زیرا آنچه در بازار سرمایه ایران تعیین می‌شود محصول هیجانات و واکنش‌های غیرعقلایی سرمایه‌گذاران است [۴]؛ و در شرایطی که قیمت سهام، حاوی اطلاعات خصوصی است و مدیران، اطلاعاتی را که مبادله گران مطلع درباره جنبه‌های اساسی شرکت دارند، را در اختیار ندارند و از برخی اطلاعات شرکت بی‌خبر

هستند و بازار مالی نیز تابع هیجانات است و قابل اطمینان نیست، مدیران اتکا کمتری بر بازار مالی می‌کنند. بنابراین می‌توان گفت وجود اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام تأثیر بازده غیرعادی سهام بر تغییرات تقسیم سود نقدی را در بازار ایران کاهش می‌دهد. بنابراین با توجه به موارد گفته شده در سطح اطمینان حداقل ۹۵٪ فرضیه سوم پژوهش رد خواهد شد. همچنین آماره F نشان می‌دهد رگرسیون در سطح اطمینان حداقل ۹۵٪ معنی دار می‌باشد، بنابراین اعتبار مدل تأیید می‌شود.

جدول (۳): نتایج آزمون فرضیه سوم

$\text{Dividend change}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Abnormal return}_{i,t} + \beta_2 \text{Private information}_{i,t} + \beta_3 (\text{Abnormal return}_{i,t} \times \text{Private information}_{i,t}) + \beta_4 \text{Dividend yield}_{i,t} + \beta_5 \text{Market capitalization}_{i,t} + \beta_6 \text{Debt}_{i,t} + \beta_7 \text{Cash}_{i,t} + \beta_8 \text{Market-to-book}_{i,t} + \beta_9 \text{Operating income}_{i,t} + \beta_{10} \text{Dividend premium}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
متغیر	ضرائب	آماره t	p-value
Abnormal return	۱۱/۰۲۳	۴/۷۷۸۹	۰/۰۰۰۰
Private information	-۱/۷۲۹۵	-۳/۲۳۳۱	۰/۰۰۱۳
Abnormal * Private information _{i,t} return _{i,t}	-۲/۱۶۲۲	-۳/۱۵۹۸	۰/۰۰۰۸
Dividend yield	۱۸۶/۳۹۹	۳/۷۳۶۴	۰/۰۰۰۲
Market capitalization	۰/۲۷۶۳	۱/۵۲۹۷	۰/۱۲۶۴
Debt	۱۰/۴۱۲۹	۱/۵۶۶۹	۰/۱۱۷۵
Cash	-۳۲/۷۳۱۶	-۳/۱۵۸۱	۰/۰۰۱۶
Market-to-book	۱۲/۱۱۱۸	۳/۵۴۵۳	۰/۰۰۰۴
Operating income	-۹/۱۸۷۴۶	-۰/۸۸۸۱	۰/۳۷۴۷
Dividend premium	-۲۷/۷۸۱۹۳	-۱/۳۵۲۴	۰/۱۷۶۶
عرض از مبدأ	-۲۰/۷۸۱۱۸	-۲/۶۳۲۴	۰/۰۰۸۶
آماره F	۶/۸۰۱۹۰۵	احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰

نتیجه گیری و پیشنهادها

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر بازده غیرعادی سهام و اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام بر تغییرات تقسیم سود نقدی سهام و همچنین بررسی تأثیر اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام بر رابطه بین بازده غیرعادی سهام و تغییرات تقسیم سود نقدی سهام می‌باشد، بدین منظور سه فرضیه تدوین گردید. نتایج فرضیه اول و دوم پژوهش با پژوهش دی کساری و هونگ میر (۲۰۱۵) مطابقت دارد. نتیجه آزمون فرضیه اول بیانگر این است که اخباری مبنی بر جریان وجوه نقد بیش از انتظار و یا کاهش غیر

منتظره در نرخ بهره، عکس العمل مثبت بازار و افزایش بازده را در پی خواهد داشت و مدیران در چنین شرایط مساعدی امکان افزایش سود تقسیمی را پیدا خواهند کرد. هم چنین نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که با افزایش اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام و عدم تقارن اطلاعاتی، تقسیم سود نقدی سهام کاهش می‌یابد. لیکن نتیجه آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد که اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام، رابطه بین بازده غیرعادی سهام و تغییرات در تقسیم سود نقدی را تشدید نمی‌کند و بر خلاف انتظار باعث تضعیف رابطه بین بازده غیرعادی سهام و تغییرات تقسیم سود نقدی می‌شود که با پژوهش دی کساری و هونگ میر (۲۰۱۵) همسو نیست.

به سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر ذینفعان، پیشنهاد می‌شود که به بازارهای مالی (بورس اوراق بهادار) و قیمت‌های سهام به عنوان یک منبع مهم اطلاعاتی که از آن می‌توانند اطلاعات مفیدی کسب کنند، توجه کنند. زیرا قیمت سهام در یک ارتباط دوطرفه با تصمیمات اقتصادی شرکت‌ها می‌باشد؛ بدین معنا که به تصمیمات اقتصادی شرکت واکنش نشان می‌دهد و منجر به تغییر در قیمت سهام می‌شود و از سویی به عنوان یک کانال اطلاعاتی قلمداد می‌شود؛ که می‌تواند منجر به تعدیل تصمیم‌گیری شود. بعلاوه در این پژوهش برای محاسبه متغیر اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام، از معیار نوسانات بازده سهام مخصوص به هر شرکت استفاده شده است. پیشنهاد می‌شود برای پژوهش‌های آتی از سایر معیارهای اندازه‌گیری اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام نیز استفاده گردد.

فهرست منابع

۱. جهانخانی، علی، پارسائیان، علی. (۱۳۷۶). مدیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی اوراق بهادار. تهران، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۲. جهانگیری راد، مصطفی، مرفوع، محمد، سلیمی، محمد جواد. (۱۳۹۳). "بررسی رفتار گروهی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران". مطالعات تجربی حسابداری مالی، ش ۴۲، صص ۱۵۸-۱۴۱.
۳. خلیفه سلطانی، سیداحمد، نایب محسنی، شیدا. (۱۳۹۷). "سیاست تقسیم سود در شرکتهای مشکوک به تقلب". تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران. ش ۳۷، صص ۵۶-۴۱.
۴. دولو، مریم. (۱۳۹۵). "عدم شفافیت اطلاعات مالی، همزمانی و ریسک ریزش قیمت سهام". فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ش ۳۱، صص ۴۹-۳۳.
۵. فروغی، داریوش، قاسم زاد، پیمان. (۱۳۹۵). "تأثیر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی بر همزمانی قیمت سهام". پژوهش‌های حسابداری مالی، ش ۱، صص ۵۴-۳۹.
۶. قربانی، بهزاد، فروغی، داریوش، امیری، هادی. (۱۳۹۲). "تأثیر کیفیت سود بر تغییرات بازده غیرمتعارف سهام". تحقیقات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران. ش ۲۳، صص ۵۵-۳۶.

۷. گزارش آسیب شناسی سیاست تقسیم سود (۱۳۸۹). بورس اوراق بهادار تهران، معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار.

8. Ahmed, H., & Javid, A. Y. (2009). "The determinants of dividend policy in Pakistan". **International Research Journal of Finance and Economics**, 29, pp110-125
9. Asif, A., Waqas, R., & Yasir, K. (2011). "Impact of financial leverage on dividend policy: Empirical evidence from Karachi Stock Exchange-listed companies". **African Journal of Business Management**, 5(4), pp 1312-1324
10. Baker, M., & Wurgler, J. (2004). "A catering theory of dividends". **The Journal of Finance**, 59(3), pp 1125-1165
11. Baruch, S., Karolyi, G. A., & Lemmon, m. l. (2007). "Multimarket Trading and Liquidity: Theory and Evidence". **The Journal of Finance**, 62(5), pp 2169-2200
12. Bond, P., Edmans, A., & Goldstein, I. (2012). "The real effects of financial markets". **Annual Review of Financial Economics**, 4, pp 339-360
13. Brown, J. R., Liang, N., & Weisbenner, S. (2007). "Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut". **The Journal of Finance**, 62(4), pp 1935-1965.
14. Campbell, J. Y., & Shiller, R. J. (1988). "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors". **The Review of Financial Studies**, 1(3), pp 195-228 .
15. Chemmanur, T. J., He, J., Hu, G., & Liu, H. (2010). "Is dividend smoothing universal?: New insights from a comparative study of dividend policies in Hong Kong and the U.S". **Journal of Corporate Finance**, 16(4), pp 413-430.
16. Chen, L., & Zhao, X. (2009). "Return Decomposition". **The Review of Financial Studies**, 22(12), pp 5213-5249.
17. Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. (2007). "Price informativeness and investment sensitivity to stock price". **The Review of Financial Studies**, 20(3), pp 619-650
18. De Cesari, A., & Huang-Meier, W. (2015). "Dividend changes and stock price informativeness". **Journal of Corporate Finance**, 35, pp 1-17.
19. Dow, J., & Gorton, G. (1997). "Stock market efficiency and economic efficiency: is there a connection?" **The Journal of Finance**, 52(3), pp 1087-1129
20. Fama, E. F., & French, K. R. (1993). "Common risk factors in the returns on stocks and bonds". **Journal of Financial Economics**, 33, pp 3-56 .
21. Faulkender, M. W., & Wang, R. (2006). "Corporate Financial Policy and the Value of Cash". **Journal of Finance**, 61(4), pp 1957-1990
22. Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). "Opaque financial reports, R2, and crash risk". **Journal of Financial Economics**, 94(1), pp 67-86 .
23. Kau, J. B., Linck, J. S., & Rubin, P. H. (2008). "Do managers listen to the market?". **Journal of Corporate Finance**, 14(4), pp 347-362
24. Li, W., & Lie, E. (2006). "Dividend changes and catering incentives". **Journal of Financial Economics**, 80(2), pp 293-308
25. Roll, R. (1988). "R²". **The Journal of Finance**, 43(3), pp 541-566 .
26. Subrahmanyam, A., & Titman, S. (1999). "The going-public decision and the development of financial markets". **The Journal of Finance**, 54(3), pp 1045-1082.



Abnormal Stock Returns, Private Information In Stock Prices And Dividend Changes

Mehdi Arabsalehi (PhD)¹©

Associate professor of Accounting, University of Isfahan, Isfahan, Iran

Hadi Amiri (PhD)²

Assistant professor of Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran

Marzieh Rejali³

Master student of Accounting, University of Isfahan, Isfahan, Iran

(Received: 8 January 2018; Accepted: 23 September 2018)

Dividend decisions is one of the most complex and important financial decisions of Managers. Thus, identifying factors affecting firms' dividend is very important. Financial markets and information generated in these markets are two important factors affecting firms' dividend. Abnormal Stock returns and Private information in stock prices are useful and effective information on firms' dividend that financial markets provides to managers. The main aim of this study is investigation into the effect of abnormal stock returns and Private information in stock prices on dividend changes, and also the effect of Private information in stock prices on the relationship between abnormal stock returns and dividend changes. For doing so, required data collected from a target sample which consists of 109 firms listed in Tehran Stock Exchange during 2006 to 2015 (1385- 1394 Iranian calendar). Collected data were analyzed using multivariable regression through panel data method.

Results of the research indicated that abnormal stock returns have a positive effect on the changes of dividend payments but private information in stock prices has a negative effect on dividend changes. Results also show that the effect of abnormal return on dividends changes decreases when stock prices convey more private information.

Keywords: Dividend Changes, Private Information, Abnormal Stock Returns.

¹ mehdi_arabsalehi@ase.ui.as.ir © (Corresponding Author)

² h.amiri@ase.ui.ac.ir

³ marzieh.rejali@yahoo.com