

بررسی رابطه بین ارزش سود تقسیمی و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علیرضا مدانلو جویباری^۱ و جعفر لزومی^۱

دانشکده مدیریت و حسابداری - گروه مدیریت مالی - دانشگاه آزاد اسلامی واحد بهشهر - ایران

چکیده

شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی، موضوع پژوهش بسیاری از پژوهشگران بوده است. نتایج آنها بیانگر اهمیت سود تقسیمی در سرنوشت شرکت است. از طرفی، هنوز زوایای ناشناخته بی شماری در این زمینه وجود دارد. سیاست شرکت در زمینه سود تقسیمی، از عواملی است که بر ارزش شرکت مؤثر است. از اینرو هدف از این تحقیق بررسی رابطه بین ارزش سود تقسیمی و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ی زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ می باشد. تحقیق پیش رو از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بعد روش شناسی از نوع تحقیقات توصیفی - همبستگی است. این تحقیق دارای دو فرضیه اصلی می باشد که جهت آزمون فرضیات از الگوی رگرسیون خطی چند متغیره به صورت ترکیبی (سال - شرکت) استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین سود تقسیمی و بازده سهام رابطه ی منفی و معناداری وجود دارد. همچنین بین نسبت قیمت به سود هر سهم و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در نهایت بین سود تقسیمی و نسبت قیمت به سود هر سهم و اندازه شرکت رابطه مثبت و معنادار و بین سود تقسیمی و نسبت قیمت به سود هر سهم و اهرم مالی رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

واژه های کلیدی: ارزش سود تقسیمی، بازده سهام، بورس اوراق بهادار، نسبت قیمت به سود هر سهم.

مقدمه

مدل های مختلفی برای ارزشگذاری سهام با توجه به الگوی پرداخت سود سهام متفاوت وجود دارد. این سیاست که شرکتی تمام سود کسب شده را به عنوان سود سهام نقدی به سهامداران خویش پرداخت کند، در اکثر اوقات مطلوب به نظر نمی رسد. شرکت ها همواره فرصت های سرمایه گذاری مطلوبی دارند و یک مدیر کارآمد باید از فرصت های ایجاد شده استفاده کند و از طریق ارزش شرکت را افزایش دهد.

تصمیم گیری درست سرمایه گذاران تابع صورت های مالی به طور اعم و سود حسابداری به طور اخص می باشد. تا زمانی که اطلاعات مالی کیفیت لازم را نداشته باشند و در واقع ویژگی های مربوط بودن و قابلیت اتکا را دارا نباشند این امر میسر نبوده و در نهایت تخصیص بهینه منابع صورت نخواهد گرفت (ثقفی و کردستانی، ۱۳۹۲). استفاده کنندگان از صورت های مالی (سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان، مدیران شرکتهای، تحلیلگران، پژوهشگران و ...) بیشترین توجه خود را به سود خالص به عنوان مهمترین و در واقع کامل ترین قلم اطلاعاتی در بین کلیه اطلاعات حاصل از صورت های مالی متمرکز می نمایند. پیش بینی سود شرکت ها و تعدیل آن به طور وسیعی در مطبوعات مالی منتشر شده و با گذشت زمان مورد تجدید نظر قرار می گیرد. مدیران اشتیاق زیادی به حفظ رشد سود شرکتهای دارند زیرا اغلب پاداش آنها وابسته به سود بوده و از طرفی تغییرات در سود بلافاصله در قیمت سهام منعکس می گردد (کنان و همکاران^۱، ۲۰۰۱).

تاکید بیش از حد بر سود بیانگر اینست که بازار به آخرین قلم اطلاعاتی صورت سود و زیان یعنی سود متمرکز شده و سایر شاخص ها را نادیده می گیرد (فرانسیس و همکاران^۲، ۲۰۰۵). سود به عنوان نتیجه نهایی فرآیند طولانی حسابداری که تا این اندازه مورد توجه و تاکید استفاده کنندگان از اطلاعات حسابداری است، تحت تأثیر رویه های حسابداری محاسبه می شود. رویه هایی که با توجه به انعطاف پذیری استانداردهای حسابداری دست مدیران را در انتخاب باز گذاشته و به مدیران در انتخاب از بین رویه های گوناگون و در نهایت تصمیم گیری در مورد زمان شناخت و اندازه گیری هزینه ها و درآمد، آزادی عمل می دهد. مدیریت فرصت اعمال نظر می یابد و انگیزه دارد با به کارگیری غیر محافظه کارانه رویه های حسابداری، رشد سود شرکت را ثبات ببخشد. شواهد تجربی دخل و تصرف مدیریت در سود را تایید می کند (ثقفی و کردستانی، ۱۳۸۳).

پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین ارزش سود تقسیمی و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. و سعی می شود به این سوال پاسخ داده شود که آیا بین ارزش سود تقسیمی و بازده سهام رابطه جود دارد یا خیر؟ در صورت مثبت بودن تأثیر رابطه چگونه است.

در فصل اول بیان مسأله پژوهش، را مورد بررسی قرار می دهیم؛ سپس تعریف موضوع تحقیق را بیان نموده و در ادامه به بیان اهمیت و ضرورت تحقیق می پردازیم. همچنین اهداف تحقیق را در قالب اهداف کلی و ویژه بیان می کنیم. چارچوب نظری تحقیق که بنیان اصلی طرح سؤال و موضوع تحقیق بوده است، در این فصل آورده شده و در ادامه به اهداف تحقیق، فرضیه های تحقیق، روش تحقیق، قلمرو تحقیق و تعریف عملیاتی واژه ها نیز اشاره شده است.

بیان مسأله پژوهش

در طرح بیان اساسی و اصلی این پژوهش می توان گفت که اهمیت بررسی رابطه ارزش سود تقسیمی و بازده سهام شرکت ها مقوله ای است که بر اثر گسترش فنون کمی مدیریت و ضرورت نیاز استفاده کنندگان، شکل گرفته است و همچنین سود یکی از اقلام بسیار مهم صورت های مالی به شمار می آید که توجهی بسیاری زیادی را به خود جلب کرده است. علاوه بر سود پیش-بینی شده می توان گفت که معمولاً مهمترین معیار ارزیابی عملکرد موسسات در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به

¹ Konan. C et al

² Francis, J., R and et al

تنهایی دارای محتوی اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد، زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد. این معیار دارای محتوی اطلاعاتی زیادی می‌باشد زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه‌گذاران را به خوبی منعکس می‌کند. فعالیت‌های سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند سهم عمده‌ای در نیل به اهداف فوق داشته باشد. به عقیده‌ی دکتر حسن قالیباف اصل اصلی‌ترین وظیفه‌ی بورس اوراق بهادار، جلب سرمایه‌گذاران با بالاترین بازده سهام می‌باشد (قالیباف اصل، ۱۳۹۳).

تقسیم سود شرکت‌ها همچنان برای محققان مالی، پیچیده و معماگونه است و از دو جنبه بسیار مهم قابل بحث است. از یک طرف، عاملی اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت هاست. تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی می‌شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت، خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو، مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین، تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود، بسیار حساس و دارای اهمیت است.

بیشتر مدیران تمایل دارند تا اخبار خوب به سرعت در شرکت انتشار یابد، همانطور که در مورد اخبار بد به کندی عمل می‌کنند. بنابراین، طبیعی است که سرمایه‌گذاران نسبت به اظهارات آنان بدگمان باشند. سیاست و خط مشی تقسیم سود ممکن است مواردی را بیان کند که مدیریت شرکت تمایلی به بیان آن ندارد. بنا به دلایلی اگر مدیران تمایل به قطع تقسیم سود نداشته باشند و حتی اگر احساس نمایند که در صورت پرداخت سود بیشتر، شرکت در وضعیت و موقعیت مالی بهتری قرار خواهد گرفت، به هر نحو که ممکن باشد برای تقسیم سود بیشتر به منابع مالی مختلف متوسل می‌شوند، در غیر این صورت هیچ بعید نیست که تقسیم سود را کاهش و یا حتی آنرا قطع نمایند، به همین دلیل است که تغییرات سود سهام پیام و اطلاعاتی را در مورد اینکه مدیران واقعا چگونه فکر برنامه ریزی و عمل می‌کنند را در اختیار سهامداران قرار می‌دهد (نیکومرام، ۱۳۹۳).

پژوهش‌هایی که در مورد مسائل مختلف مربوط به بورس صورت می‌گیرد، می‌تواند نقاط ضعف و قوت را مشخص نموده و کمک شایانی به سازمان بورس اوراق بهادار در ایفای نقش بزرگی که به عهده دارد بنماید، همچنین این پژوهش‌ها می‌تواند به تصمیم‌گیری صحیح سهامداران کمک کند و تخصیص بهینه منابع اقتصادی، به نحو مطلوبتری صورت گرفته و وضع سرمایه‌گذاری بهتر گردد.

با توجه به استفاده‌ی گسترده‌ی سرمایه‌گذاران از مفاهیم سود هر سهم و سود نقدی در تصمیم‌گیری‌ها در بازار بورس تهران و با توجه به اینکه از لحاظ تئوریک مفاهیم سود هر سهم و سود نقدی مورد بررسی و تحلیل کارشناسان مالی قرار می‌گیرد، این پژوهش به دنبال بررسی ارتباط بین سود تقسیمی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۳ می‌باشد.

اهداف تحقیق

هدف اصلی از این مطالعه بررسی رابطه بین ارزش سود تقسیمی و بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد. تحقیقات گذشته بیانگر این است که استفاده کنندگان از صورت‌های مالی به ویژه سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان علاقه مندند از استمرار فعالیت واحد تجاری درآینده، آگاهی داشته باشند.

همچنین در این مطالعه تلاش خواهد شد راهکارهایی برای رابطه بین ارزش سود تقسیمی و بازده سهام با توجه به شناسایی نوع و میزان تأثیر هر یک از عوامل یاد شده ارائه شود. بنابراین اهداف خاص این مطالعه را می‌توان به صورت زیر بیان نمود:

- شناسایی رابطه بین ارزش سود تقسیمی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- شناسایی رابطه بین نسبت قیمت به سود هر سهم و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بین ارزش سود تقسیمی و بازده سهام رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین نسبت قیمت به سود هر سهم و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

پیشینه تحقیق

لی لی و زولیوف هو^۱ (۱۹۹۸) در مطالعه‌ی جدید خود با عنوان "واکنش‌های بازار سهام نسبت به اعلام خبرهای اقتصادی، در شرایط مختلف اقتصادی" به بررسی تاثیر خبرهای کلان اقتصادی در اوضاع و احوال متفاوت اقتصادی بر بازار سهام ایالات متحده آمریکا پرداختند. آنان به بررسی شواهد تاثیر تغییرات پیش‌بینی نشده در متغیرهای اقتصادی از قبیل عرضه‌ی پول، نرخ تنزیل و فعالیت واقعی اقتصادی بز بازار سهام پرداختند. در زمینه‌ی عرضه‌ی پول یافته‌های آنان حاکی از آن بود که افزایش پیش‌بینی نشده در عرضه‌ی پول منجر به افزایش فوری در نرخ بهره می‌شود. افزایش نرخ بهره باعث کاهش ارزش فعلی جریان های نقدی آینده و در نهایت کاهش قیمت سهام می‌شود.

ژو و مالکیل (۲۰۰۳) به انجام پژوهشی تحت عنوان بررسی رفتار نوسان بازده مبادرت ورزیده اند و با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) به این نتیجه رسیده اند که نوسان قیمت دسته ای خاص از سهام در طول زمان روندی افزایشی دارد. آنها در پژوهش خود نشان دادند که چگونه ایجاد تغییر در نسبت مالکیت سهام توسط نهادهای مالی، نوسان بازده غیر متعارف سهام را توضیح می دهد.

اوگنوا (۲۰۱۲) به بررسی کیفیت اقلام تعهدی، بازده شناسایی شده و بازده مورد انتظار با در نظر گرفتن اهمیت کنترل برای شوک های جریان وجه نقد پرداخته و بیان می کند امکان تجزیه بازده شناسایی به شوک جریان وجه نقد و بازده بدون شوک های جریان وجه نقد وجود دارد. وئی به این نتیجه دست یافت که شوک هایی با کیفیت اقلام تعهدی ضعیف به طور متوسط دارای شوک های جریان وجه نقد پایین تر در ۳۷ سال گذشته بوده اند. این شوکهای جریان وجه نقد بازده مورد انتظار ضعیف کیفیت اقلام تعهدی را خنثی می کند. پس از استثنا کردن شوک های جریان وجه نقد، بازده شناسایی شده آتی دارای ارتباط منفی با کیفیت اقلام تعهدی می باشند. مقدار اضافه ارزشی که به اقلام تعهدی نسبت داده می شود، هم از لحاظ آماری و هم از لحاظ اقتصادی در آزمونهای قیمت گذاری دارایی های استاندارد معنادار می باشند زمانی که شوک های جریان نقدی بوسیله تجزیه بازده خاص شرکت استثنا می شوند. در حالت کلی این مقاله شواهدی در مورد وجود عامل ریسک کیفیت اقلام تعهدی قیمت گذاری شده بدست می دهد و بر اهمیت کنترل بر شوک های جریان وجه نقد در آزمون قیمت گذاری دارایی ها که از بازده شناسایی شده استفاده می کنند تأکید دارد.

لو و نیسیم (۲۰۰۴) با بررسی پایداری اقلام تعهدی نشان دادند که رابطه منفی میان اقلام تعهدی و بازده سهام با فرض فقدان کارایی در بازار منجر به این می‌شود که افراد با یافتن این روابط اقدام به استفاده از فرصت‌های آربیتراژ کرده و به منفعت برسند. آن‌ها نشان دادند که این مغایرت‌ها در طی دهه گذشته وجود داشته و کاهش نیافته است. اما به دلیل حجم معاملات و هزینه اطلاعات مربوط به، به کارگیری اقلام تعهدی سرعت واکنش افراد چندان زیاد نیست.

براو و همکاران (۲۰۰۵) با بررسی پایداری در کسب سود، فرصت های سرمایه گذاری، هزینه تأمین منابع مالی خارجی، تغییر دید سهامداران، ریسک بیان کرد پایداری در کسب سود و ارائه اطلاعات به سهامداران عوامل مؤثر بر سود تقسیمی است. (ستایش، ۱۳۸۹، ۳۷)

بها تاجاریا و همکارانش (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی رابطه میان کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته اند. آن‌ها با توجه یافته های خود، این گونه نتیجه گیری کردند که کیفیت پایین سود، منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای مالی می گردد. (قائم، ۱۳۸۹، ۳۵)

1 - Lili and Zvliv f.Hv

2-Charya et al

لخال^۱ (۲۰۰۸) به بررسی اثر اعلان سود های فصلی بر واکنش قیمت سهام، حجم مبادلات و اثر نسبی شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش پرداخت که شاخصی برای عدم تقارن اطلاعاتی و نقدینگی بازار است. نتایج نشان داد که پس از اعلان سودهای فصلی، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می یابد.

قش^۲ (۲۰۰۹) به بررسی تاثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت در کشور هند پرداخته است. این پژوهش نشان می دهد که یک رابطه غیر خطی بین اهرم مالی، سودآوری و احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت وجود دارد. احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت با افزایش اهرم مالی به طور تصاعدی کاهش پیدا می کند در صورتی که احتمال افزایش در ارزش آتی شرکت با افزایش سود سهام و سودآوری شرکت، افزایش پیدا می کند.

حمزه و خلیلی عراقی (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی تاثیر عامل حساسیت سهامداران، ویژگی های سهام شرکت ها و اثر مومنتوم بر بازده سهام و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آزمون فرضیه ها نشان داد که عامل حساسیت سهامداران، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت ها، اندازه شرکت ها و نوسانات سهام شرکت ها تاثیر معنی داری بر بازده سهام شرکت ها دارند. با بررسی تاثیر عامل حساسیت سهامداران، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت ها، اندازه شرکت ها، نوسانات سهام شرکت ها و اثر مومنتوم بر شاخص های عملکرد تحقیق به این نتیجه رسید که: ۱) حساسیت سهامداران، اندازه شرکت ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تاثیر معنی داری بر بازده دارایی های شرکت ها دارند. ۲) اندازه شرکت ها، نوسانات سهام شرکت ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تاثیر معنی داری بر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ها دارند. ۳) اندازه شرکت ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تاثیر معنی داری بر نسبت کیو توین شرکت ها دارند. ۴) حساسیت سهامداران، اندازه شرکت ها، نوسانات سهام شرکت ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تاثیر معنی داری بر نسبت قیمت سهام به سود شرکت ها دارند.

گلستانی و دلدار (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی رابطه نرخ موثر مالیاتی با سیاست تقسیم سود و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که رابطه مثبت و معنادار بین نرخ موثر مالیاتی و بازده آتی سهام وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش نرخ موثر مالیاتی بازده سالانه سهام نیز افزایش می یابد.

قالیباف اصل (۱۳۹۳) در مطالعه خود به بررسی رابطه بازده سهام بورس اوراق بهادار تهران و نرخ ارز برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ پرداخت. متغیرهای بازده (ناشی از تغییر شاخص قیمت سهام شرکت ها)، درصد تغییرات نرخ ارز و بازده سهام شاخص بازار به صورت شش ماهه انتخاب شده بودند. نتایج مطالعه وی نشان داد که درصد تغییرات نرخ ارز اثر منفی بر روی بازده سهام دارد اما، درصد تغییرات نرخ ارز با یک وقفه زمانی اثر مثبت بر بازده سهام شرکت ها دارد.

ابزری و کبیری پور (۱۳۹۲)، در پژوهشی به بررسی تحلیل تاثیر نقدشوندگی بر بازده سهام با کنترل سبک های سرمایه گذاری: رویکردی جدید با معیاری چند بعدی پرداختند. نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون نشان می دهد که نقدشوندگی در قالب الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای، مزاد بازده سهام را به طور معناداری تحت تاثیر قرار می دهد و با وجود این که عامل بازار و نقدشوندگی هر دو دارای سطح معناداری بالایی هستند، اما بتای نقدشوندگی بزرگتر از بتای بازار است. همچنین، یافته ها نشان می دهد که تاثیرات نقدشوندگی حتی پس از کنترل سبک های سرمایه گذاری، اندازه، ارزش و روند حرکت سهام از نظر آماری معنادار است و الگوی چهار عاملی متشکل از عوامل بتا بازار، نقدشوندگی، اندازه و ارزش، بهترین الگو جهت تبیین مزاد بازده سهام در بورس اوراق تهران محسوب می شود.

ایزدی نیا و نظر زاده (۱۳۸۸) به بررسی وجود رابطه بین کیفیت سود (متغیر مستقل) و بازده سهام در سه سطح کیفیت سود زیاد متوسط و کم با بازده سهام مورد پرداخته اند. نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد که بین بازده سهام و کیفیت سود در سطوح مختلف زیاد متوسط و کم رابطه وجود دارد و نتیجه گیری می کنند که سرمایه گذاران به کیفیت سود توجه دارند و تغییرات قیمت سهام و به تبع آن بازده سهام تحت تاثیر معیار کیفیت سود قرار می گیرد و ارتباط خطی قابل تایید است.

1-Lkhal

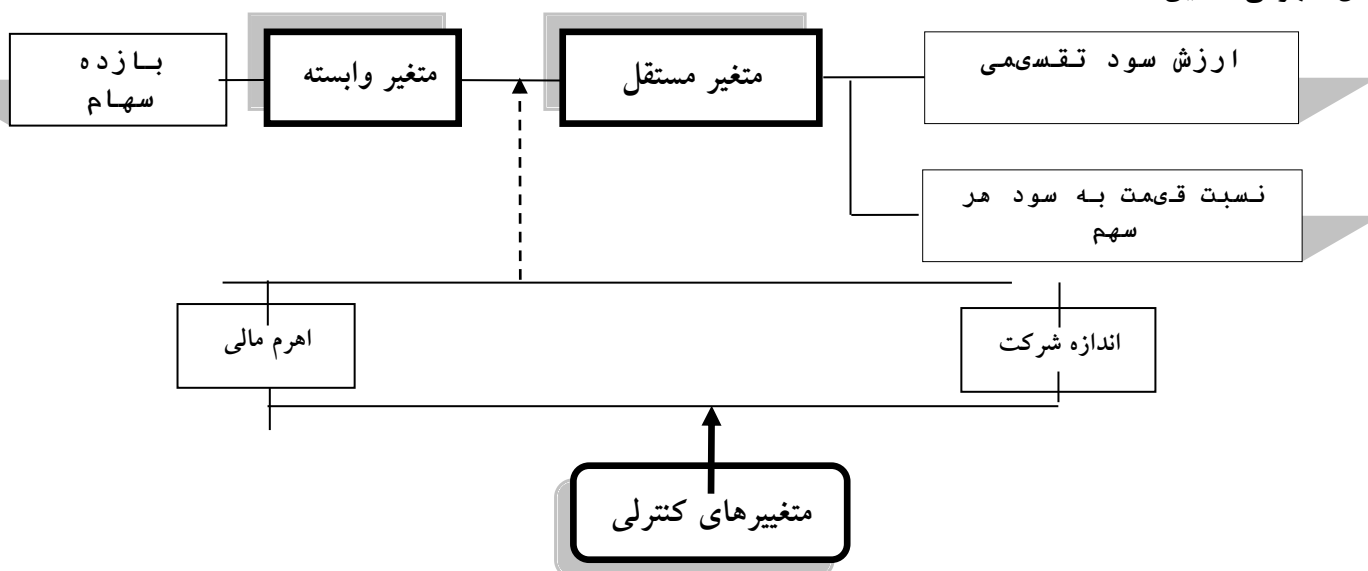
2-gshesh

نوروش و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری (مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و نسبت بدهی) با هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا، ۸۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های این پژوهش حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره با هزینه‌های نمایندگی و به‌طور کلی مؤثر بودن افزایش ساز و کارهای نظام راهبری بر کاهش هزینه‌های نمایندگی است.

جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) به شناسایی و تبیین عوامل تعیینکننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا ۶۳ شرکت در دوره زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۲ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی است که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها از الگوی گام تصادفی پیروی میکند. همچنین با توجه به تأیید نظریه پیام رسانی، انتظار می‌رود شرکتی که از رشد سود زیادی (کمی) برخوردار است، بازده نقدی آن نیز زیاد (کم) باشد. اندازه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار مالی، ریسک و اهرم مالی از دیگر متغیرهای تبیینکننده سیاست تقسیم سود به شمار می‌رود.

شوروزی و نیکومرام (۱۳۸۹) به بررسی اثر توسانات درصد سود تقسیمی بر بازده حقوق صاحبان سهام پرداخته‌اند و یافته‌های آنان حاکی از رابطه مستقیم و معنادار بین توسانات درصد سود تقسیمی و بازده سهام است و همچنین بین توزیع سود نقدی بیشتر و قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد. هر چه میزان توزیع سود نقدی بیشتر بوده، قیمت سهام بالاتر می‌رود.

مدل مفهومی تحقیق



نگاره ۱ مدل مفهومی پژوهش (منبع: مقاله بیس^۱ مولفین: میسائیل لیمان و همکاران، ۲۰۱۵)^۲

جامعه آماری

ا توجه به ماهیت تحقیق و نیز وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک (هدفمند) استفاده خواهد شد. در این تحقیق نمونه پژوهش با استفاده از نمونه‌گیری حذفی انتخاب شده است. از آنجایی که کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس جامعه آماری این تحقیق می‌باشند لذا از بین جامعه آماری نمونه‌هایی را انتخاب می‌کنیم که ویژگی‌های زیر را داشته باشند:

1 - Dividend yields and stock returns in Hong Kong (2015)

2 - Michael Lemmon Thanh Nguyen

- (۱) برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری، پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ (بیست و نه) اسفند ماه باشد.
- (۲) قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- (۳) جزء شرکت‌های هلدینگ (شرکت‌های سرمایه‌گذاری) نباشند. زیرا ماهیت آن‌ها متفاوت از سایر شرکت‌های عضو می‌باشد.
- (۴) در طی دوره مورد بررسی (۱۳۹۰ - ۱۳۹۴) تغییر سال مالی نداشته باشند.
- (۵) در طی دوره مورد رسیدگی اطلاعات آن‌ها پیوسته در دسترس باشد.
- با لحاظ کردن شرایط بالا، تعداد ۹۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ و به عبارتی ۴۹۰ سال - شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است.
- کل شرکت‌های پذیرفته شده در فرابورس و بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۴ به تعداد ۶۱۷ شرکت در ۹۸ صنعت می‌باشد که ۳۲۸ شرکت آن در بورس و ۲۸۹ شرکت در دو بازار اول (۷۶ شرکت) و دوم (۲۱۳ شرکت) تقسیم بندی شدند فهرست شرکت‌های بازارهای اول و دوم بورس به شرح پیوست آورده خواهد شد.

جدول 1) انتخاب نمونه بر اساس محدودیت‌های تحقیق

۳۲۸	شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۴
۳۶	شرکت‌هایی که در صنعت سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و پولی و بیمه‌ای فعالیت دارند.
۵۲	شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به اسفند ماه نیست و تاریخ صورت مالی شان میلادی هست.
۶۸	شرکت‌هایی که وقفه معاملاتی در بورس داشته‌اند و نمادشان برای مدتی بسته شده است.
۷۴	شرکت‌هایی که اطلاعات آنها در دسترس نیست و یا از بورس حذف شده‌اند (شرکت‌های فاقد اطلاعات مورد نیاز)
۹۸	شرکت‌های باقی مانده در نمونه آماری تحقیق

منبع: یافته‌های پژوهشگر

روش تحقیق

در این پژوهش «بازده سهام» به عنوان متغیر وابسته و «ارزش سود تقسیمی» و «نسبت قیمت به سود هر سهم» به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته می‌شود. همچنین «اندازه شرکت» و «اهرم مالی» به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته می‌شود.

از جهت هدف، این تحقیق از نوع کاربردی است. این نوع تحقیق‌ها از آن جهت که می‌تواند مورد استفاده سازمان بورس اوراق بهادار، تحلیل‌گران مالی و کارگزاران بورس، مدیران مالی شرکتها، دانشگاهها و مراکز آموزش عالی و پژوهشگران، سازمان حسابرسی قرار گیرد، کاربردی است.

از جهت روش استنتاج، این تحقیق از نوع توصیفی - تحلیلی می‌باشد. تحقیق توصیفی آنچه را که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می‌کند. این نوع از تحقیق شامل جمع‌آوری اطلاعات به منظور آزمون فرضیه یا پاسخ به سوالات مربوط به وضعیت فعلی موضوع مورد مطالعه می‌باشد.

از جهت نوع طرح تحقیق، تحقیق حاضر از نوع تحقیقات پس‌رویدادی است. در این نوع تحقیق‌ها، هدف بررسی روابط موجود بین متغیرها است و داده‌ها از محیطی که به گونه‌ای طبیعی وجود داشته‌اند و یا از وقایع گذشته که بدون دخالت مستقیم پژوهشگر رخ داده است، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌شود.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از آزمون‌های متفاوتی استفاده خواهد شد، از جمله شاخص‌های توصیفی در بخش آمار توصیفی و آزمون‌های آماری در بخش آمار استنباطی. آزمون‌های آماری که در بخش آمار استنباطی استفاده شده است

شامل آزمون همبستگی، آزمون‌های t و رگرسیون خطی چند متغیره می‌باشد. با استفاده از ضریب همبستگی، علاوه بر آزمون فرضیات، رابطه بین متغیرهای مستقل با وابسته یعنی ضریب تأثیرگذاری متغیرهای مستقل و نوع رابطه (ضریب منفی یا مثبت) نیز برآورد خواهد شد.

از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS)، جهت تعیین دقت ضرایب و اهمیت هر یک از متغیرهای مستقل استفاده می‌شود. در این روش آماره t به منظور تشخیص معناداری هر یک از متغیرها، آماره F جهت تشخیص معناداری کل رگرسیون و ضریب تعیین R^2 جهت تعیین کارایی و میزان توضیح‌دهی متغیر وابسته توسط متغیرهای انتخابی مستقل استفاده می‌شود. در این پژوهش با توجه به نوع داده‌ها و روش‌ها تجزیه تحلیل موجود، از روش «داده‌های ترکیبی/تلفیقی» استفاده می‌شود. در همه تکنیک‌های آماری از نرم‌افزارهای EXCEL و EViews استفاده می‌شود. جهت تعیین نرمال بودن متغیرهای پژوهش و هم‌چنین باقی‌مانده‌های رگرسیونی، در نرم افزار EViews از آماره جارک-برا^۱ استفاده می‌شود، به این صورت که اگر احتمال آماره مذکور برای متغیری بیش‌تر از ۵٪ باشد، توزیع آن متغیر نرمال و در غیر این صورت غیر نرمال است. در این پژوهش برای بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی مستقل و ساختار مالکیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تحلیل‌های رگرسیونی ترکیبی^۲/تلفیقی^۳ بررسی می‌شود.

آزمون فرضیه‌ها

در این بخش با استفاده از آزمون‌های آماری تشریح شده در فصل قبل، به تجزیه و تحلیل الگوی رگرسیونی حاصل از فرآیند تحقیق و بررسی معنی‌داری مدل رگرسیون و ضرایب متغیرها و همچنین تجزیه و تحلیل همبستگی و تحلیل واریانس در آن پرداخته و اقدام به تأیید یا رد فرضیه‌ها می‌گردد. قابل توجه اینکه در کلیه آزمون سطح معنی داری ۵٪ ($\alpha=0/05$) در نظر گرفته شده است. در این بخش آزمون فرضیه‌های در قالب مدل رگرسیونی بررسی خواهد شد. لازم به ذکر است که در این پژوهش، با توجه به مقدار F لیمر و بر اساس آزمون هاسمن از مدل‌های رگرسیونی مناسب برای بررسی فرضیه‌های تحقیق استفاده خواهیم نمود.

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول: بین ارزش سود تقسیمی و بازده سهام رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

قبل از آزمون فرضیه اول به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شده است. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های ترکیبی پرداخته شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در جدول (2) کم-تر از سطح معنی‌داری ۵٪ بوده و لذا، برای آزمون فرضیه فرعی استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است.

جدول 2- انتخاب داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی

نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	آماره آزمون
F لیمر	۳/۰۶۴۷	(۵۱۰ و ۱۰۲)	۰/۰۰۶۷

به دلیل عدم انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی به انجام آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. مقدار احتمال آماره هاسمن کم‌تر از سطح معنی‌داری ۵٪ می‌باشد؛ لذا، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت وجود ندارد و برای آزمون فرضیه فرعی اول از الگوی اثرات ثابت استفاده می‌شود.

جدول 3- انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی

نوع آزمون	مقدار آماره خی دو	درجه آزادی خی دو	احتمال آماره آزمون
هاسمن	۱۹/۵۶۴۳	۸/۶۷۸۴	۰/۰۰۹۴

1 Jarque-Bera
2 Panel
3 Pooled

مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت تأثیر ارزش سود تقسیمی بر بازده سهام، منفی (۰/۰۶۶) و با توجه به احتمال آماره t (۰/۰۳۵) معنی دار می باشد. این موضوع نشان می دهد تقسیم سود منجر به کاهش بازده سهام می گردد. همچنین اندازه شرکت تأثیر مثبت و معنی داری بر بازده سهام دارد و اهرم مالی تأثیر منفی و معنی داری بر بازده سهام دارد. نتایج مربوط به آماره F (۰/۰۰۰۹) نیز نشان می دهد که مدل در حالت کلی معنی دار می باشد. برای بررسی این نبود خود همبستگی از آماره دوربین واتسون استفاده می شود، در صورتی که میزان آن بین ۱/۵ و ۲/۵ باشد، همبستگی بین متغیرها وجود ندارد و با توجه به آماره دوربین-واتسون (۱/۹۴) فاقد مشکل خودهمبستگی است. یکی از راههایی که برای بررسی هم خطی انجام می شود محاسبه عامل تورم واریانس^۱ می باشد. عامل تورم واریانس گزارش شده کمتر از ۵ و بیشتر از یک می باشد، که نشان می دهد که بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد و نیازی به تبدیل (انجام لگاریتم طبیعی^۲ متغیرها) نمی باشد. همچنین برای بررسی اینکه متغیر وابسته از توزیع نرمال تبعیت می کنند یا خیر از آزمون جارک^۳ استفاده می کنیم، با توجه به احتمال آماره جارک برا (۰/۱۰۹۸)، متغیر وابسته از توزیع نرمال برخوردار بوده. چرا که مقدار آن بیشتر از ۰/۰۵ می باشد و بر این اساس فرض صفر آماری مبنی بر نرمال نبودن متغیر وابسته تأیید نمی گردد و متغیر وابسته نرمال می باشد.

میزان ضریب تعیین بیانگر درصدی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل و کنترلی الگو توضیح داده می شود. در این الگو ضریب تعیین تقریباً برابر با ۵۸٪ است، بدین معنا که، متغیر مستقل و کنترلی ۵۸٪ از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) را توضیح می دهد. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که در کل دوره پژوهش ۵۵٪ از تغییرات بازده سهام تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش می باشد. با توجه به معنی دار بودن و تأثیر منفی و معنی داری ارزش سود تقسیمی بر بازده سهام، فرضیه اول مورد تأیید واقع می شود.

جدول ۴- مدل رگرسیون ترکیبی اثرات ثابت تأثیر ارزش سود تقسیمی بر بازده سهام

متغیرها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t	مقدار آماره VIF
مقدار ثابت	۰/۰۹۶	۱/۷۸	۰/۰۸۷	-
ارزش سود تقسیمی	-۰/۰۶۶	-۲/۸۱	۰/۰۳۵	۱/۴۵۳۶
اندازه شرکت	۰/۰۵۴	۲/۹۱	۰/۰۲۴	۱/۸۶۵۴
اهرم مالی	-۰/۰۷۷	-۲/۶۴	۰/۰۳۸	۱/۴۸۶۲
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره F	آماره دوربین واتسون	احتمال جارک برا
۰/۵۸	۰/۵۵	۰/۰۰۰۹	۱/۹۴	۰/۱۰۹۸

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: بین نسبت قیمت به سود هر سهم و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

قبل از آزمون فرضیه دوم به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شده است. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های ترکیبی پرداخته شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در جدول (۵) کم-تر از سطح معنی داری ۵٪ بوده و لذا، برای آزمون فرضیه دوم استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است.

¹ Variance Inflation Factor

² Ln

³ Jarque-Bera

جدول ۵- انتخاب داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی

نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	آماره آزمون
F لیمر	۴/۰۳۲۵	(۵۱۰ و ۱۰۲)	۰/۰۰۷۹

به دلیل عدم انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی به انجام آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. مقدار احتمال آماره هاسمن کم‌تر از سطح معنی‌داری ۵٪ می‌باشد؛ لذا، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت وجود ندارد و برای آزمون فرضیه دوم از الگوی اثرات ثابت استفاده می‌شود.

جدول ۶- انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی

نوع آزمون	مقدار آماره خی دو	درجه آزادی خی دو	احتمال آماره آزمون
هاسمن	۲۱/۰۸۵۶	۶/۴۳۵۲	۰/۰۰۶۹

مدل رگرسیون ترکیبی اثرات ثابت تأثیر نسبت قیمت به سود هر سهم، مثبت (۰/۰۵۷) و با توجه به احتمال آماره t (۰/۰۲۹) معنی دار می‌باشد. این موضوع نشان می‌دهد نسبت قیمت به سود هر سهم تأثیر مثبت و معنی داری بر بازده سهام دارند. همچنین اندازه شرکت تأثیر مثبت و معنی داری بر بازده سهام دارد و اهرم مالی تأثیر منفی و معنی داری بر بازده سهام دارد. نتایج مربوط به آماره F (۰/۰۰۰۵) نیز نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار می‌باشد. برای بررسی این نبود خود همبستگی از آماره دوربین واتسون استفاده می‌شود، در صورتی که میزان آن بین ۱/۵ و ۲/۵ باشد، همبستگی بین متغیرها وجود ندارد و با توجه به آماره دوربین-واتسون (۲/۰۶) فاقد مشکل خودهمبستگی است. یکی از راه‌هایی که برای بررسی هم خطی انجام می‌شود محاسبه عامل تورم واریانس می‌باشد. عامل تورم واریانس گزارش شده کمتر از ۵ و بیشتر از یک می‌باشد، که نشان می‌دهد که بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد و نیازی به تبدیل (انجام لگاریتم طبیعی متغیرها) نمی‌باشد. همچنین برای بررسی اینکه متغیر وابسته از توزیع نرمال تبعیت می‌کنند یا خیر از آزمون جارک برا استفاده می‌کنیم، با توجه به احتمال آماره جارک برا (۰/۱۰۹۸)، متغیر وابسته از توزیع نرمال برخوردار بوده. چرا که مقدار آن بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد و بر این اساس فرض صفر آماری مبنی بر نرمال نبودن متغیر وابسته تأیید نمی‌گردد و متغیر وابسته نرمال می‌باشد. میزان ضریب تعیین بیانگر درصدی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل و کنترلی الگو توضیح داده می‌شود. در این الگو ضریب تعیین تقریباً برابر با ۵۴٪ است، بدین معنا که، متغیرهای مستقل و کنترلی ۵۴٪ از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) را توضیح می‌دهد. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش ۵۱٪ از تغییرات بازده سهام تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش می‌باشد. با توجه به معنی دار بودن تأثیر نسبت قیمت به سود هر سهم بر بازده سهام فرضیه دوم مورد تأیید واقع می‌شود.

جدول ۷- مدل رگرسیون ترکیبی اثرات ثابت تأثیر نسبت قیمت به سود هر سهم بر بازده سهام

متغیرها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t	مقدار آماره VIF	مدل
مقدار ثابت	۰/۱۲۵	۱/۰۵	۰/۱۰۱	-	$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 P/E_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \varepsilon_{it}$
نسبت قیمت به سود هر سهم	۰/۰۵۷	۲/۹۴	۰/۰۲۹	۱/۵۶۷۵	
اندازه شرکت	۰/۰۵۴	۲/۹۱	۰/۰۲۴	۱/۸۶۵۴	
اهرم مالی	-۰/۰۷۷	-۲/۶۴	۰/۰۳۸	۱/۴۸۶۲	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره F	آماره دوربین واتسون	احتمال جارک برا	
۰/۵۴	۰/۵۱	۰/۰۰۰۵	۲/۰۶	۰/۱۰۹۸	

نتیجه گیری از فرضیه

فرضیه اول:

بین سود تقسیمی و بازده سهام رابطه ی معناداری وجود دارد.

تأثیر ارزش سود تقسیمی بر بازده سهام، منفی و معنی دار می باشد. این موضوع نشان می دهد تقسیم سود منجر به کاهش بازده سهام می گردد. همچنین اندازه شرکت تأثیر مثبت و معنی داری بر بازده سهام دارد و اهرم مالی تأثیر منفی و معنی داری بر بازده سهام دارد. و متغیر مستقل و کنترلی درصدی از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) را توضیح می دهد که با توجه به معنی دار بودن و تأثیر منفی و معنی داری ارزش سود تقسیمی بر بازده سهام، فرضیه مورد تأیید واقع می شود. در تحلیل این فرضیه می توان به این نکته اشاره کرد که اهمیت سود مقوله ای است که بر اثر گسترش فنون کمی مدیریت و ضرورت نیاز استفاده کنندگان، شکل گرفته است و همچنین سود یکی از اقلام بسیار مهم صورت های مالی به شمار می آید که توجه ی بسیاری زیادی را به خود جلب کرده است. علاوه بر سود پیش بینی شده می توان گفت که معمولاً مهمترین معیار ارزیابی عملکرد موسسات در حال حاضر نرخ بازده سهام است. این معیار به تنهایی دارای محتوی اطلاعاتی برای سرمایه گذاران بوده و برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می گیرد. وقتی این معیار کاهش یابد، زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی دهد. این معیار دارای محتوی اطلاعاتی زیادی می باشد زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه گذاران را به خوبی منعکس می کند. فعالیت سازمان بورس اوراق بهادار می تواند سهم عمده ای در نیل به اهداف فوق داشته باشد. به عقیده ی کینز اصلی ترین وظیفه ی بورس اوراق بهادار، جلب سرمایه گذاران با بالاترین بازده سهام می باشد. همچنین وقتی که یک شرکت نسبت به اعلام سود بطور منظم اقدام می کند، سرمایه گذاران این تداوم و ثبات را حاکی از ادامه روند عملیات عادی شرکت تلقی می کنند که درعین حال کاهش سود سهام اعلام شده باعث می شود که سهامداران آن را علامتی از وجود یک مشکل بالقوه و یا امکان ایجاد مشکل در آینده بدانند.

در نهایت نتیجه می گیریم که چه میزان از سود تحقق یافته هر سهم به صورت نقدی توزیع شود و چه میزان در شرکت باقی بماند تصمیمی است که در مجمع عادی سالیانه توسط هیات مدیره به مجمع پیشنهاد داده می شود و سپس به تصویب سهامداران می رسد. براساس قانون تجارت در صورت تصویب در مجمع عمومی عادی سالانه تقسیم سود تصویب شده، حداکثر ظرف ۸ ماه از تاریخ تصویب به سهامداران می بایست پرداخت گردد. البته سود پرداختی ارزش سود تقسیمی تنها به سهامدارانی پرداخت می گردد که در تاریخ برگزاری مجمع مالک آن میزان سهم باشند.

نتیجه ی حاصل از این فرضیه با نتیجه ی پژوهش انجام شده توسط چان و همکاران (۲۰۰۴)، اسکینز (۲۰۰۳)، ایزدی نیا و نظر زاده (۱۳۸۸)، خوش طینت و اسماعیلی (۱۳۸۵)، هم خوانی و مطابقت دارد، اما با نتیجه تحقیقات، کوتاری (۲۰۰۹)، میخائیل و همکاران (۱۹۹۹)، برازنده (۱۳۷۶)، توانگر (۱۳۹۲)، عربصالحی (۱۳۹۱)، رضایی (۱۳۹۰)، فخاری و طاهری (۱۳۸۹)، قائمی و دیگران (۱۳۸۷)، پورزمانی و بشیری (۱۳۹۲) مغایرت دارد.

فرضیه دوم:

بین نسبت قیمت به سود هر سهم و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

تأثیر نسبت قیمت به سود هر سهم، مثبت و معنی دار می باشد. این موضوع نشان می دهد نسبت قیمت به سود هر سهم تأثیر مثبت و معنی داری بر بازده سهام دارند. همچنین اندازه شرکت تأثیر مثبت و معنی داری بر بازده سهام دارد و اهرم مالی تأثیر منفی و معنی داری بر بازده سهام دارد. بدین معنا که، متغیرهای مستقل و کنترلی درصدی از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) را توضیح می دهد و با توجه به معنی دار بودن تأثیر نسبت قیمت به سود هر سهم بر بازده سهام، این فرضیه نیز مورد تأیید واقع می شود.

در تحلیل این فرضیه نسبت قیمت به سود در بازار سرمایه تحت عنوان P/E شناخته می شود و یکی از متداول ترین معیارهای ارزیابی ارزش سهام است. نه تنها در بازار کشور ما، بلکه در اکثر بازارهای سرمایه دنیا، سرمایه گذاران عموماً براساس نسبت قیمت به سود هر سهم تصمیم به خرید یا فروش می کنند. سرمایه گذاران به نسبت قیمت به سود هر سهم به عنوان یک عامل

مشخص کننده و تعیین کننده قیمت نگاه می‌کنند. یا به عبارتی اعتقاد دارند نسبت قیمت به سود هر سهم منعکس کننده قیمت است و این شاخص است که سرمایه‌گذاران فعال باید به آن توجه کنند.

همچنین بیشتر مدیران تمایل دارند تا اخبار خوب به سرعت در شرکت انتشار یابد، همانطور که در مورد اخبار بد به کندی عمل می‌کنند. بنابراین، طبیعی است که سرمایه‌گذاران نسبت به اظهارات آنان بدگمان باشند. سیاست و خط مشی تقسیم سود ممکن است مواردی را بیان کند که مدیریت شرکت تمایلی به بیان آن ندارد. بنا به دلایلی اگر مدیران تمایل به قطع تقسیم سود نداشته باشند و حتی اگر احساس نمایند که در صورت پرداخت سود بیشتر، شرکت در وضعیت و موقعیت مالی بهتری قرار خواهد گرفت، بهر نحو که ممکن باشد جهت تقسیم سود بیشتر به منابع مالی مختلف متوسل می‌شوند، در غیر این صورت هیچ بعید نیست که تقسیم سود را کاهش و یا حتی آنرا قطع نمایند، به همین دلیل است که تغییرات سود سهام پیام و اطلاعاتی را در مورد اینکه مدیران واقعاً چگونه فکر، برنامه‌ریزی و عمل می‌کنند را در اختیار سهامداران قرار می‌دهد. اطلاعات بندرت از طریق سایر منابع ممکن است به دست آید (ممکن است به پیش‌بینی‌های مدیریت تا حد قابل قبولی بتوان اعتماد نمود، سیاست تقسیم سود بخوبی منعکس کننده و حامل اینگونه اطلاعات است). بدین جهت اعلام سود گهگاهی منجر به کاهش و گاهی اوقات به افزایش قیمت سهام منجر می‌شود. این تغییرات در صورتی دائمی هستند که شرکت در این مانور تا چه حد خوب و یا بد عمل نماید و می‌توان گفت نتایج آن در تغییرات تقسیم سود منعکس می‌شود.

به عبارت دیگر، اگر تغییرات تقسیم سود برای پیش‌بینی وضعیت شرکت کافی و کامل نباشد، هر تغییری که در قیمت سهام رخ دهد، کاملاً موقت و عادی است. اما اگر شرکت تقسیم سود را به دلایل موجهی از جمله عدم پرداخت مالیات اضافی حذف کند، ممکن است ابتدا قیمت سهام کاهش یابد سپس به همان سطحی برمی‌گردد که در موقعیت قبل از تقسیم سود بوده و چه بسا بالاتر از آن نیز برود، در مواردی که مدیریت ممکن است نتواند به رشد شرکت جامعه عمل بپوشاند، لذا در کوتاهترین مدت سود بیشتری تقسیم و منافع بلند مدت سهامداران را به مخاطره می‌اندازد، شاید همین موضوع است که شرکتها سود کمتری را تقسیم و منافع بیشتری را به سرمایه‌گذاری و تحقیق و توسعه اختصاص می‌دهند. بنابراین می‌توان گفت که تغییرات تقسیم سود اطلاعات زیادی در باره شرکت ارائه می‌دهد، بخصوص در کشورهایی که سیستم اطلاع رسانی به سهامداران دارای نارسائیهها و نقاط ضعف بوده و سهامداران از وضعیت فعلی و آینده شرکت به دلایلی آگاهی کافی ندارند محتوای اطلاعاتی سود سهام دارای ارزش زیادی برای آنان می‌باشد و احتمالاً "اعلام تغییر سود تقسیمی تأثیر زیادی بر قیمت بازار سهام خواهد داشت.

نتیجه‌ی حاصل از این فرضیه با نتیجه‌ی پژوهش انجام شده توسط هاردین و هیل (۲۰۰۸)، قش و سیرمن (۲۰۰۶)، ژو و مالکیل (۲۰۰۳)، ناکور و همکاران (۲۰۰۶)، جیامبالو و دیگران (۲۰۰۱)، اعتمادی و چالاکی (۱۳۸۴)، هاشمی و اخلاقی (۱۳۸۹)، صالح نژاد و غیور (۱۳۸۹) و شوروزی و نیکومرام (۱۳۸۹) هم‌خوانی و مطابقت دارد، اما با نتیجه تحقیقات، ولتیناهو (۲۰۰۲)، اوگنوا (۲۰۱۲)، چان و همکاران (۲۰۰۶)، لو و نیسیم (۲۰۰۴)، عزیزی (۱۳۸۶)، کریم زاده (۱۳۸۵)، حسن قالبیاف اصل (۱۳۹۳) مغایرت دارد.

فهرست منابع

الف) منابع داخلی

- ۱) ایزدی نیا، ناصر، نظر زاده، یاسر (۱۳۸۸). بررسی رابطه کیفیت سود و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله توسعه و سرمایه، سال دوم، شماره ۳، صص ۸۷-۱۱۰.
- ۲) اعتمادی، حسین، چالاکی، پری (۱۳۸۴) رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۱-۱۳۷۷، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۳۹- صص ۳۱-۴۷.
- ۳) بولو، قاسم، باباجانی، جعفر، ابراهیمی میمند، مهدی (۱۳۹۰). ملاحظه محتوای اطلاعاتی اجزای سود توسط مدیران و سرمایه گذاران در پیش بینی سود، پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۱، صص ۴۶-۴۷.

- (۴) پناهیان حسین، علی اکبر رضانی (۱۳۸۶). بررسی رابطه کیفیت سود با واکنش بازار به افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده های نقدی سهامداران، بررسی های حسابداری و حسابرسی - ۵۰.
- (۵) ثقفی علی، کردستانی، غلامرضا (۱۳۸۳)، بررسی و تبیین رابطه بین سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی، بررسی حسابداری و حسابرسی تهران، شماره ۳۷: ۵۱-۷۲.
- (۶) جهان خانی، علی و احمد ظریف فرد (۱۳۷۴). آیا مدیران و سهامداران از معیارهای مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده میکنند؟ تحقیقات مالی، دانشگاه تهران ۶۱-۴۶.
- (۷) خوش طینت محسن، اسماعیلی شاهپور (۱۳۸۴). رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۱۲ و ۱۳.
- (۸) عرب مازار یزدی، محمد، مشایخی، بیتا، رفیعی، افسانه. (۱۳۸۵)، محتوای اطلاعاتی جریان های نقدی و تعهدی در بازار سرمایه ایران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۳: ۹۹-۱۱۸.
- (۹) عرب مازار یزدی، محمد، صفرزاده، محمد حسین (۱۳۸۶)، تفکیک سود و پیش بینی، جریانهای نقدی عملیاتی آتی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۴، شماره ۴۹: ۱۱۱-۱۳۸.
- (۱۰) فرشادفر، عزت الله (۱۳۹۲). اصول و روش های آماری، چاپ هیجدهم، انتشارات طاق بستان، تهران
- (۱۱) کردستانی، غلامرضا، مجد، ضیالدین (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سهام عادی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۸، ۸۵-۱۰۴
- (۱۲) نوروش، ایرج، ناظمی، امین، حیدری، مهدی (۱۳۸۵)، کیفیت اقلام تعهدی و سود با تأکید بر نقش خطای برآورد اقلام تعهدی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۳: ۱۳۵-۱۷۵.

ب) منابع خارجی

- 1) Aboody, D., J. Hughes, and J. Liu (2005). Earnings quality, insider trading, and cost of capital. *Journal of Accounting Research* 43: 651-673.
- 2) Ahmed. A. S. Nainar K. Zhang, X. F. (2006). Further evidence on analyst and investor miss weighting of prior period cash flows and accruals. *The International Journal of Accounting*, 41, 51- 74.
- 3) Ahsan Habib, (2006). Disaggregated earnings and prediction of future profitability: evidence from industrial groups in Japan. *Review of Accounting and Finance* Vol. 5 No. 4. 355-369.
- 4) Antle, R., J. S. Demski, and S. G. Ryan (1994). Multiple sources of information, valuation, and accounting earnings. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 9: 675-696.
- 5) Ball. Ray, and L. Shivakumar (2005) Earnings quality in U.K. private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 83-128.
- 6) Bandi, (2012), Finance Perspective versus Accounting Perspective: The Case of Earnings Persistence in Indonesia, *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 4, No. 9.
- 7) Beiner, S, (2001), Theories and Determinants of Dividend Policy, *Journal of Corporate Finance*.
- 8) Barry, C., and S. Brown (1985). Differential information and security market equilibrium. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20: 407-422.
- 9) Core, J., W. Guay, and R. Verdi (2008). Is accruals quality a priced risk factor? *Journal of Accounting and Economics* 46: 2-22.
- 10) Dechow, P., and I. Dichev (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77: 35-59.
- 11) Dichev, I. D (1998). Is the risk of bankruptcy a systematic risk? *Journal of Finance* 53: 1131-1147.

- 12) Doyle, J.T., W. Ge, and S.E. McVay (2007). Accruals quality and internal control over financial reporting. *The Accounting Review* 82: 1141-1170.
- 13) Easton, P., and S. Monahan (2005). An evaluation of accounting based measures of expected returns. *The Accounting Review* 80: 501-538.
- 14) Ecker, F., J. Francis, I. Kim, P. Olsson, and K. Schipper (2006). A returns-based representation of earnings quality. *The Accounting Review* 81: 749-780.
- 15) Engsted, T., T. Q. Pedersen, and C. Tanggaard (2010). Pitfalls in VAR based return decompositions: A clarification. Working Paper. University of Aarhus.
- 16) Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. Vishny (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance* 49: 1541-1578.
- 17) Lee, C.M.C. (1999). Accounting - Used Valuation: Impact on Business Practices and Research, *Accounting Horizons*, 13, 4, 413-425.
- 18) Liu, M., and P. Wysocki (2007). Cross-sectional determinants of information quality proxies and cost of capital measures. Working Paper. MIT and Penn State University.
- 19) Velury, U. and D.S.Jenkins (2006). Institutional Ownership and the Quality of Earnings, *Journal of Business Research*, 59:1043-1051.
- 20) Watts, R., (2003), Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications, *Accounting Horizons*, Vol. 17, pp. 207-221.
- 21) Zhang, X. F., (2005). What causes the accrual anomaly earnings persistence or business growth? PhD. Thesis. University of Chicago.