

تأثیر سیاست‌های تقسیم سود بر تغییرات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محسن دستگیر^{۱*}، محسن چاوشی^۲، مینا عظیمی^۳

چکیده

یکی از راه‌های افزایش ثروت سهامداران، افزایش قیمت سهام شرکت می‌باشد. شناسایی عوامل مؤثر بر افزایش قیمت سهام برای مدیران مالی جهت کنترل قیمت سهام شرکت و از طرف دیگر برای سرمایه‌گذارانی که با هدف کسب سود ناشی از افزایش قیمت سهام شرکت اقدام به خرید سهام شرکت می‌نمایند همواره مهم بوده است. در پژوهش حاضر به شناسایی تأثیر یکی از عوامل مؤثر بر نوسانات قیمت سهام یعنی سیاست‌های تقسیم سود پرداخته شده است. آزمون فرضیه‌ها، به وسیله مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره بر اساس یک نمونه متشکل از ۵۳ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۴، و با استفاده از داده‌های ترکیبی انجام شده است. به منظور تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون F لیمر و برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن و معنی‌دار بودن متغیرها از آماره t استیوننت، استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که بین تغییرات قیمت سهام و سود سهام و درصد توزیع سود سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد. به طور کلی نتایج نشان داد که بین سیاست‌های تقسیم سود و تغییرات قیمت سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: سیاست‌های تقسیم سود، تغییرات قیمت سهام، سود سهام، درصد توزیع سود.

۱. استاد بازنشسته حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات اصفهان
۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه
۳. کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بناب

تاریخ دریافت مقاله: ۹۵/۴/۱۰

تاریخ پذیرش مقاله: ۹۵/۶/۸

* نویسنده مسئول: محسن دستگیر

dastmw@yahoo.com

مقدمه

سود سهام نقدی هر سهم برای دارنده سهام به عنوان یکی از منابع ایجاد نقدینگی افراد، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از طرفی، یکی از مهم‌ترین تصمیمات مالی، تخصیص درآمد هر سهم به دو بخش سود تقسیمی و سود انباشته است. از آنجا که هدف اصلی مدیریت مالی شرکت‌ها حداکثر نمودن ثروت صاحبان سهام است که به دو روش دریافت سود نقدی سهام و افزایش قیمت سهام امکان‌پذیر است، لذا شرکت برای این که بتواند ثروت صاحبان سهام خود را به حداکثر برساند، باید به گونه‌ای عمل نماید که از مجموع دو رقم دریافت سود سهام و افزایش قیمت سهام در بازار مطلوب‌ترین ترکیب به دست آید. لذا اثرات سیاست تقسیم سود یک شرکت بر قیمت جاری سهامش موضوع بسیار مهمی است که در پاسخ به آن تاکنون اتفاق نظر کامل به وجود نیامده است.

ادبیات و پیشینه پژوهش

عوامل زیادی باعث تغییر قیمت سهام می‌شود که یکی از این عوامل، سیاست‌های پرداخت سود سهام می‌باشد. درباره چگونگی این اثر نظریه‌های متفاوتی تاکنون مطرح شده است. نظریه‌های مربوطه را می‌توان به دو گروه زیر طبقه‌بندی نمود:

گروه الف) فرضیه‌های مبتنی بر ارتباط سیاست تقسیم سود با قیمت بازار (مکتب بازار ناقص) گروه ب) فرضیه‌های مبتنی بر عدم ارتباط سیاست تقسیم سود با قیمت بازار (مکتب بازار کامل) پیروان مکتب بازار ناقص، معتقدند که خطمشی تقسیم سود بر قیمت بازار مؤثر است و لیکن در خصوص چگونگی و کیفیت اثرگذاری، بین نظریه‌پردازان این مکتب اختلاف دیدگاه وجود دارد. از پیروان این مکتب می‌توان به جیمز والتر و گردون و شاپیرو اشاره کرد. (مشکی، ۱۳۸۰) از پیروان مکتب بازار کامل که فرضیه‌های مبتنی بر عدم ارتباط سیاست تقسیم سود با قیمت بازار را ارائه داده‌اند می‌توان به مرتون میلر و فرانکو مودیگلیانی (۱۹۶۱) اشاره کرد. آن‌ها معتقد بر این اصل بودند که تصمیمات سرمایه‌گذاری مؤسسات ارتباطی به سیاست تقسیم سود آن‌ها نداشته و نحوه تقسیم سود اثری بر ارزش شرکت نخواهد داشت، بلکه ارزش سهام عمدتاً تابع قدرت سودآوری شرکت و سیاست‌های سرمایه‌گذاری آنان می‌باشد. نظریه ارائه شده از طرف آن‌ها که به فرضیه M/M معروف است مبتنی بر فرضیات زیر است:

۱. بازار اوراق بهادار کامل بوده و اطلاعات بدون تحمل هیچگونه هزینه‌ای در دسترس سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد.
۲. هیچگونه مالیات بر سود یا افزایش ارزش سهام وجود نداشته و یا حداقل این که نرخ مالیات سود سهام تقسیم شده و سودهای سرمایه‌ای یکسان می‌باشد.

۳. اطمینان کامل نسبت به سیاست سرمایه‌گذاری مؤسسه وجود دارد.
۴. سرمایه‌گذاری نسبت به سود تقسیم شده یا انباشته بی‌تفاوت می‌باشد.
۵. هیچکدام از سیاست‌های تقسیم سود تأثیر تعیین‌کننده‌ای بر قدرت سودآوری شرکت ندارد.

نظریه MM نیز مانند هر نظریه دیگری دارای منتقدان خود است. همه منتقدان نظریه MM اذعان می‌کنند که بر اساس مفروضاتی که MM ارائه کرده‌اند، تقسیم سودها در ارزشگذاری سهام نقشی ایفا نمی‌کنند و نامربوطند، اما آنان اعتبار نظریه نامربوط بودن سود تقسیمی را به واسطه مخالفت با مفروضاتی که MM به کار گرفته‌اند منکر می‌شوند.

مروری بر پژوهش‌های قبلی

در رابطه با سیاست‌های تقسیم سود و رابطه آن با تغییرات قیمت سهام پژوهش‌های متعددی انجام شده است. در این پژوهش‌های تجربی که در جدول ۱ ارائه گردیده به صورت‌های مختلفی موضوع سیاست‌های تقسیم سود مورد آزمون قرار گرفته است.

جدول ۱: پژوهش‌های صورت پذیرفته قبلی

نویسندگان	موضوع	دوره	نتایج
حسینی و همکاران (۲۰۱۱)	بررسی ارتباط بین سیاست‌های تقسیم سود و نوسانات قیمت سهام در بازار بورس انگلستان	۱۹۹۸ الی ۲۰۰۷	ارتباط مثبت بین تغییرات قیمت سهام و بازده سود سهام و ارتباط منفی بین تغییرات قیمت سهام و پرداخت سود سهام وجود دارد و نرخ رشد شرکت، سطح بدهی، اندازه و سود قبل از بهره و مالیات، تغییرات قیمت سهام را توضیح می‌دهند.
سجاد نظیر و همکاران (۲۰۱۰)	عوامل مؤثر بر تغییرات قیمت سهام در بازار سهام کراچی	۲۰۰۳ الی ۲۰۰۸	نتایج نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود ارتباط قوی با نوسانات قیمت سهام دارد.
ابراهیمی و سعیدی (۱۳۸۹)	ارتباط بین متغیرهای حسابداری، ویژگی‌های شرکت و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس	۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶	نتایج نشان داده که بین قیمت سهام و سود هر سهم، بازده دارایی و قیمت سهام دوره قبل رابطه مستقیم وجود دارد و بین قیمت سهام و اندازه شرکت رابطه معکوس وجود دارد.
هاشمی و اخلاقی (۱۳۸۹)	تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت	۱۳۸۰ الی ۱۳۸۷	رابطه مثبت و معنی‌دار بین اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری با ارزش شرکت است.
خادم موخر شهرضا (۱۳۸۰)	بررسی رابطه بین سیاست‌های تقسیم سود و تغییرات قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار	۱۳۷۴ الی ۱۳۷۸	نتایج نشان می‌دهد که تصمیمات سرمایه‌گذاران به منظور خرید یا فروش سهام تحت تأثیر سیاست‌های تقسیم سود اتخاذ شده توسط شرکت‌ها نمی‌باشد و آن‌ها عوامل دیگری را برای تصمیم‌گیری خود مدنظر قرار می‌دهند.
ایزدی‌نیا و علی‌نقیان (۱۳۹۰)	شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به کارگیری مدل لاجیت	۱۳۸۰ الی ۱۳۸۷	نتایج نشان می‌دهد که مرحله عمر شرکت و سودآوری شرکت بیش‌ترین تأثیر را در بین عوامل دارند.

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود ارتباط مستقیم وجود دارد.	۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷	بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود	شوروزی و همکاران (۱۳۸۹)
از میان متغیرهای سطح شرکت، تنها متغیرهای سود تقسیمی سال قبل، سود سال جاری، سود سال قبل و تغییر سود سال جاری بر تصمیم تقسیم سود اثرگذار هستند.	۱۳۹۰	محرک‌های تصمیم تقسیم سود: پیام بازار	تالانه و مرتضائی شمیرانی (۱۳۹۰)
مالکیت شرکتی و استقلال هیأت‌مدیره به طور مثبت و مالکیت نهادی به طور منفی، نسبت سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می‌دهند.	۱۳۸۲ الی ۱۳۸۶	تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس	ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۸۹)
نتایج حاکی از معناداری ارتباط عوامل، اندازه شرکت، سود تقسیمی در سال گذشته، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سود مورد انتظار سال آتی و نرخ تورم است.	۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶	بررسی عوامل مؤثر بر خطمشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس	سعیدی و بهنام (۱۳۸۹)
شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سیاست‌های تقسیم سود پایداری برخوردار نمی‌باشند و اصلی‌ترین عامل در تعیین میزان توزیع سود، سود خالص همان سال می‌باشد.	۱۳۸۰ الی ۱۳۸۴	بررسی پایداری خطمشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار	پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸)
مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده خطمشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وضعیت نقدینگی شرکت است و ثبات سودآوری شرکت و درجه اهرم مالی در تعیین خطمشی تقسیم سود نقشی ندارند	۱۳۸۰ الی ۱۳۸۴	بررسی عوامل تعیین‌کننده خطمشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	پورحیدری و خاکسار (۱۳۸۷)

بحث و بررسی

فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اصلی: بین تغییرات قیمت سهام و سیاست‌های تقسیم سود رابطه وجود دارد.
- فرضیه فرعی اول: بین تغییرات قیمت سهام و نرخ بازده سود سهام رابطه وجود دارد.
- فرضیه فرعی دوم: بین تغییرات قیمت سهام و درصد توزیع سود رابطه وجود دارد.

نمونه آماری و دوره زمانی پژوهش

قلمرو این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۹۴ می‌باشد.

روش گردآوری اطلاعات

شرایط و معیارهایی که برای به دست آوردن نمونه در پژوهش حاضر اعمال شده به شرح زیر است:

- جزء شرکت‌های واسطه‌گر مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بیمه و ...) نباشد. به دلیل این که عملیات این شرکت‌ها با سایر شرکت‌ها متفاوت می‌باشد.
- در طول دوره زمانی تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- طی سال‌های ۱۳۷۷ الی ۱۳۹۴ زیان نداشته باشند. زیرا برای محاسبه نوسانات سود قبل از بهره و مالیات از سود قبل از بهره و مالیات پنج سال اخیر استفاده می‌شود.
- قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند.
- تا پایان سال ۱۳۹۴، جزء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشند.
- به منظور قابلیت مقایسه داشتن ارقام، دوره مالی آن شرکت، منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
- طی دوره زمانی انجام پژوهش، سهام آن‌ها حداقل هر سه ماه یکبار، در بورس اوراق بهادار تهران مبادله شده باشد.
- با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ۵۳ شرکت انتخاب شدند.

متغیرهای پژوهش

جهت آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های زیر استفاده می‌کنیم.

$$P_vol = a_1 + a_2 D_yield_j + a_3 payout_j + e_j \quad \text{مدل ۱}$$

$$Debt_j + a_6 Growth_j + e_j \quad P_vol = a_1 + a_2 D_yield_j + a_3 Size_j + a_4 Earnings_j + a_5 Debt_j + a_6 Growth_j + e_j \quad \text{مدل ۲}$$

$$P_vol = a_1 + a_2 payout_j + a_3 Size_j + a_4 Earnings_j + a_5 Debt_j + a_6 Growth_j + e_j \quad \text{مدل ۳}$$

که در این مدل‌ها متغیرهای مستقل و وابسته عبارتند از:

P_vol (نوسانات قیمت) که متغیر وابسته است و از مربع تغییرات قیمت آخر سال نسبت به اول سال سهام به میانگین قیمت آخر سال به اول سال سهام به دست می‌آید.
 D_yield (نرخ بازده سود سهام) که متغیر مستقل است و از تقسیم DPS (سود هر سهم) بر میانگین قیمت بازار هر سهم به دست می‌آید.

Payout (درصد توزیع سود) که متغیر مستقل است و از تقسیم DPS (سود هر سهم) بر EPS (درآمد هر سهم) به دست می‌آید.

Size (اندازه شرکت) که متغیر مستقل است و برابر است با لگاریتم بر مبنای ۱۰ ارزش بازار به میلیون ریال که ارزش بازار برابر است با تعداد سهام عادی ضربدر میانگین قیمت بازار هر سهم.

Earnings (نوسانات سود قبل از بهره و مالیات) که متغیر مستقل است و برابر است با انحراف معیار سود قبل از بهره و مالیات برای پنج سال اخیر به کل دارایی‌های همان سال.

Debt (نسبت بدهی) که متغیر مستقل است و از تقسیم بدهی‌های بلندمدت بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

Growth (رشد) که متغیر مستقل است و از تغییر کل دارایی‌های پایان سال نسبت به اول سال به دست می‌آید.

روش تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

نتایج برآورد مدل رگرسیونی

جدول ۲: خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۱)

$P_vol_{it} = a_1 + a_2 D_yield_{it} + a_3 Payout_{it} + e_{it}$				
احتمال آماره t	آماره t	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
۰/۰۰۰۰	۱۶/۵۱۶۷	۰/۴۳۱۸	a_1	عرض از مبدأ
۰/۰۰۰۰	-۴/۶۸۲۶	-۰/۸۳۷۵	D_yield	نرخ بازده سود سهام
۰/۰۰۰۲	۳/۷۴۲۳	۰/۰۱۳	$Payout$	درصد توزیع سود
۲/۲۷۰۲	آماره F		۰/۲۲۵۸	ضریب تعیین R^2
۰/۰۰۰۰	احتمال آماره F		۲/۱۱۷	آماره دوربین-واتسون

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به جدول ۲ مشاهده می‌شود که ضریب تعیین برابر با $R^2 = ۰/۲۲۵۸$ است که نشان می‌دهد حدود ۲۲ درصد تغییرات قیمت سهام از طریق مدل رگرسیونی (۱) توضیح داده شده است و آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۱۱۷ است. از آنجایی که این عدد بین مقادیر بحرانی ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، مشکل خود همبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد.

از نتایج به دست آمده از برآورد مدل رگرسیونی (۱) جهت آزمون فرضیه‌های فرعی اول و دوم پژوهش استفاده شده است. در ادامه این فرضیه‌ها مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

فرضیه فرعی اول پژوهش بیان می‌کند که بین تغییرات قیمت سهام و نرخ بازده سود سهام رابطه وجود دارد. فرض‌های آماری این فرضیه به شرح زیر است:
 H_0 : تغییرات قیمت سهام با نرخ بازده سود سهام رابطه ندارد.
 H_1 : تغییرات قیمت سهام با نرخ بازده سود سهام رابطه دارد.

برای بررسی این فرضیه از نتایج به دست آمده از برآورد مدل رگرسیونی (۱) استفاده گردیده است. اگر ضریب نرخ بازده سود سهام (a_2) در مدل رگرسیونی (۱) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد، بیانگر ارتباط معنادار تغییرات قیمت سهام با نرخ بازده سود سهام است. جهت بررسی معنادار بودن ضریب a_2 از احتمال آماره t در سطح خطای $\alpha = 0/05$ استفاده شده است. همانطور که در جدول ۲ نشان داده شده است احتمال آماره t برای متغیر نرخ بازده سود سهام برابر با ۰/۰۰۰۰ است. چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است لذا ضریب مذکور از نظر آماری معنی‌دار است. لذا فرضیه H_0 مبنی بر عدم ارتباط بین تغییرات قیمت سهام با نرخ بازده سود سهام رد شده و فرضیه H_1 مبنی بر وجود رابطه معنادار بین تغییرات قیمت سهام با نرخ بازده سود سهام تایید شده و فرضیه فرعی اول پذیرفته می‌شود.

بر اساس فرضیه فرعی دوم پژوهش بین تغییرات قیمت سهام و درصد توزیع سود رابطه وجود دارد. فرض‌های آماری این فرضیه به شرح زیر است:
 H_0 : تغییرات قیمت سهام با درصد توزیع سود رابطه ندارد.
 H_1 : تغییرات قیمت سهام با درصد توزیع سود رابطه دارد.

برای بررسی فرضیه فرعی دوم پژوهش نیز از نتایج به دست آمده از برآورد مدل رگرسیونی (۱) استفاده گردیده است. اگر ضریب درصد توزیع سود (a_3) در مدل رگرسیونی (۱) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد، بیانگر ارتباط معنادار تغییرات قیمت سهام با درصد توزیع سود است. جهت بررسی معنادار بودن ضریب a_3 از احتمال آماره t در سطح خطای $\alpha = 0/05$ استفاده شده است. همانطور که در جدول ۲ نشان داده شده است احتمال آماره t برای متغیر درصد توزیع سود برابر با ۰/۰۰۰۲ است. چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است لذا ضریب مذکور از نظر آماری معنی‌دار است. لذا فرضیه H_0 مبنی بر عدم ارتباط بین تغییرات قیمت سهام با درصد توزیع سود رد شده و فرضیه H_1 مبنی بر وجود رابطه معنادار بین تغییرات قیمت سهام با درصد توزیع سود تایید شده و فرضیه فرعی دوم پذیرفته می‌شود.

نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۲)

پس از انجام آزمون‌های F لیمر و هاسمن، مدل رگرسیونی (۲) با استفاده از داده‌های تابلویی و به روش اثرات ثابت برآورد شده است. خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۲) در جدول ۳ ارائه شده است. نتایج برآورد این مدل جهت آزمون فرضیه‌های اول و دوم استفاده شده است.

جدول ۳: خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۲)

$P_vol_{it} = a_1 + a_2 D_yield_{it} + a_3 Size_{it} + a_4 Earnings_{it} + a_5 Debt_{it} + a_6 Growth_{it} + e_{it}$				
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	احتمال آماره t
عرض از مبدأ	a_1	-۱/۰۲۶۸	-۲/۳۵۲۷	۰/۰۱۹
نرخ بازده سود سهام	D_yield	-۰/۷۳۳۲	-۴/۰۷۲۳	۰/۰۰۰۱
اندازه	$Size$	۰/۲۵۲۷	۳/۲۳۳۱	۰/۰۰۱۳
نوسانات سود قبل از بهره و مالیات	$Earnings$	-۰/۰۱۱۵	۰/۰۳۰۸	۰/۹۷۵۴
نسبت بدهی	$Debt$	۰/۰۰۴۴	۰/۰۳۳۷	۰/۹۷۳۳
رشد	$Growth$	۰/۱۷۳۵	۲/۷۷۸۵	۰/۰۰۵۷
ضریب تعیین R^2	۰/۲۳۸۶	آماره F		۲/۳۳۳۷
آماره دوربین-واتسون	۲/۰۶۲۱	احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

ضریب تعیین (R^2) درصد تغییرات کل در متغیر وابسته را که از طریق مدل رگرسیون توضیح داده شده است را بیان می‌کند. با توجه به جدول ۳ مشاهده می‌شود که ضریب تعیین برابر با $R^2 = ۰/۲۳۸۶$ است که نشان می‌دهد حدود ۲۴ درصد تغییرات قیمت سهام از طریق مدل رگرسیونی (۲) توضیح داده شده است.

برای بررسی عدم خودهمبستگی در نتایج مدل رگرسیونی (۲) از آماره دوربین واتسون استفاده شده است. طبق جدول ۳ آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۰۶۲۱ است. از آنجایی که این عدد بین مقادیر بحرانی ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، مشکل خود همبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. فرضیه فرعی اول پژوهش بیان می‌کند که بین تغییرات قیمت سهام و نرخ بازده سود سهام رابطه وجود دارد. فرض‌های آماری این فرضیه به شرح زیر است:

H_0 : تغییرات قیمت سهام با نرخ بازده سود سهام رابطه ندارد.

H_1 : تغییرات قیمت سهام با نرخ بازده سود سهام رابطه دارد.

اگر ضریب سود سهام (a_2) در مدل رگرسیونی (۲) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد، بیانگر ارتباط معنادار تغییرات قیمت سهام با نرخ بازده سود سهام است. جهت بررسی معنادار بودن ضریب a_2 از احتمال آماره t در سطح خطای $\alpha = ۰/۰۵$ استفاده شده است. همانطور که در جدول ۳ نشان داده شده است احتمال آماره t برای متغیر سود سهام برابر با ۰/۰۰۰۱ است. چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است لذا ضریب مذکور از نظر آماری معنی‌دار است. لذا فرضیه H_0 مبنی بر عدم ارتباط بین تغییرات قیمت سهام با نرخ بازده سود سهام رد شده و فرضیه H_1 مبنی بر

وجود رابطه معنادار بین تغییرات قیمت سهام با نرخ بازده سود سهام تأیید شده و فرضیه اول پذیرفته می‌شود.

نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۳)

پس از انجام آزمون‌های F لیمر و هاسمن، مدل رگرسیونی (۳) با استفاده از داده‌های تابلویی و به روش اثرات ثابت برآورد شده است. خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۳) در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴: خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۳)

$P_vol_{it} = a_1 + a_2 Payout_{it} + a_3 Size_{it} + a_4 Earnings_{it} + a_5 Debt_{it} + a_6 Growth_{it} + e_{it}$				
احتمال آماره t	آماره t	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
۰/۰۰۴۵	-۲/۸۴۹۱	-۱/۲۴۶۸	a_1	عرض از مبدأ
۰/۰۰۵۱	۲/۸۱۱۶	۰/۰۱۱۲	$Payout$	درصد توزیع سود
۰/۰۰۰۵	۳/۴۹۲۱	۰/۲۷۶۳	$Size$	اندازه
۰/۸۷۲۸	۰/۱۵۸۷	۰/۰۶۱۳	$Earnings$	نوسانات سود قبل از بهره و مالیات
۰/۸۷۲۱	-۰/۱۶۳۱	-۰/۰۲۲	$Debt$	نسبت بدهی
۰/۰۲۸۹	۲/۲۱۵۸	۰/۱۴۷۸	$Growth$	رشد
۲/۱۵۶۵	آماره F		۰/۲۲۵۷	ضریب تعیین R^2
۰/۰۰۰۰	احتمال آماره F		۱/۹۸۵۲	آماره دوربین-واتسون

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به جدول ۴ مشاهده می‌شود که ضریب تعیین برابر با $R^2 = ۰/۲۲۵۷$ است که نشان می‌دهد حدود ۲۲ درصد تغییرات قیمت سهام از طریق مدل رگرسیونی (۳) توضیح داده شده است.

طبق جدول ۴ آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۹۸۵۲ است. از آنجایی که این عدد بین مقادیر بحرانی ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، مشکل خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد.

فرض‌های آماری این فرضیه به شرح زیر است:

H_0 : تغییرات قیمت سهام با درصد توزیع سود رابطه ندارد.

H_1 : تغییرات قیمت سهام با درصد توزیع سود رابطه دارد.

اگر ضریب درصد توزیع سود (a_2) در مدل رگرسیونی (۳) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد، بیانگر ارتباط معنادار تغییرات قیمت سهام با درصد توزیع سود است. جهت بررسی معنادار بودن ضریب a_2 از احتمال آماره t در سطح خطای $\alpha = ۰/۰۵$ استفاده شده است. همانطور که در

جدول ۴ نشان داده شده است احتمال آماره t برای متغیر درصد توزیع سود برابر با $۰/۰۰۵۱$ است. چون این مقدار کم‌تر از $۰/۰۵$ است لذا ضریب مذکور از نظر آماری معنی‌دار است. لذا فرضیه H_0 مبنی بر عدم ارتباط بین تغییرات قیمت سهام با درصد توزیع سود رد شده و فرضیه H_1 مبنی بر وجود رابطه معنادار بین تغییرات قیمت سهام با درصد توزیع سود تایید شده و فرضیه دوم پذیرفته می‌شود.

نتیجه‌گیری

نتایج به دست آمده و آزمون‌های انجام گرفته با استفاده از داده‌های ترکیبی مربوط به مدل اول، نشان داد که مدل رگرسیونی معنی‌دار است و فرضیه‌های فرعی اول و دوم مبنی بر وجود رابطه بین تغییرات قیمت سهام و نرخ بازده سود سهام و وجود رابطه بین تغییرات قیمت سهام و درصد توزیع سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته می‌شود. از طرفی ضریب a_2 منفی می‌باشد و این نشان‌دهنده رابطه منفی بین تغییرات قیمت سهام و نرخ بازده سود سهام می‌باشد و ضریب a_3 مثبت می‌باشد و می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین تغییرات قیمت سهام و درصد توزیع سود رابطه مثبت وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون مدل دوم نشان داد که مدل رگرسیونی معنادار است. و بین تغییرات قیمت سهام و نرخ بازده سود سهام رابطه وجود دارد. ضریب a_2 در مدل دوم منفی می‌باشد و می‌توان نتیجه گرفت که بین تغییرات قیمت سهام و نرخ بازده سود سهام رابطه منفی وجود دارد که نتایج حاصل از مدل اول را تأیید می‌کند.

نتایج حاصل از آزمون مدل سوم نشان داد که مدل رگرسیونی معنادار است و بین تغییرات قیمت سهام و درصد توزیع سود رابطه وجود دارد. ضریب a_2 مثبت می‌باشد و با توجه به این که مدل رگرسیونی معنادار است می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین تغییرات قیمت و درصد توزیع سود رابطه مثبت وجود دارد و نتایج حاصل از مدل سوم تأیید کننده نتایج حاصل از مدل اول می‌باشد. و با توجه به تأیید فرضیه‌های فرعی، فرضیه اصلی مبنی بر وجود رابطه بین سیاست‌های تقسیم سود و تغییرات قیمت سهام نیز پذیرفته می‌شود.

نتیجه این آزمون، مشابه یافته‌های پژوهش حسینی و همکاران (۲۰۱۱)، سجاد نظیر و همکاران (۲۰۱۰)، هاشمی و اخلاقی (۱۳۸۹) می‌باشد اما متفاوت با یافته‌های پژوهش مؤخر شهرضا (۱۳۸۰) می‌باشد.

آزمون مدل رگرسیونی نشان داد که اندازه شرکت و رشد شرکت در تغییرات قیمت سهام بی‌تأثیر نمی‌باشند و تغییرات قیمت سهام را توضیح می‌دهند. ولی نوسانات سود قبل از بهره مالیات و نسبت بدهی با تغییرات قیمت سهام رابطه ندارد.

با توجه به نتایج تحقیق، سرمایه‌گذارانی که به دنبال کسب سودناشی از تغییرات قیمت سهام هستند، در انتخاب‌های خود باید به نرخ بازده سود سهام، درصد توزیع سود و دیگر عوامل کنترلی مؤثر توجه نمایند. مدیران شرکت‌ها نیز باید مراقب تصمیمات خود پیرامون سیاست تقسیم سود باشند. زیرا معمولاً اگر مدیر شرکتی بخواهد بر خلاف ویژگی‌های خاص شرکت نسبت به تغییر سیاست تقسیم سود شرکت اقدام نماید، آنگاه ممکن است، با واکنش منفی بازار روبرو شود. از همین رو ارائه اطلاعات کامل و توجیهی از سوی مدیریت، جهت تنویر افکار عمومی و سهامداران ضروری خواهد بود تا از واکنش منفی بازار جلوگیری به عمل آید.

منابع

- اعتمادی، ح. و چالاک، پ. (۱۳۸۴). "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۱". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲ (۳۹)، ۳۱-۴۷.
- ایزدی‌نیا، ن. و علینقیان، ن. (۱۳۹۰). "شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به کارگیری مدل لاجیت". *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳ (۱)، ۲۱-۳۸.
- پورحیدری، ا. و خاکسار، م. (۱۳۸۷). "بررسی عوامل تعیین‌کننده خطمشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله توسعه و سرمایه*، ۲ (۲)، ۱۸۳-۲۰۰.
- پورحیدری، ا.، محمدی، ا. و رحیمی، ع.ر. (۱۳۸۸). "بررسی پایداری خطمشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار". *تحقیقات حسابداری*، ۱ (۱)، ۹۶-۱۱۱.
- پورحیدری، ا. (۱۳۸۹). "بررسی عوامل تعیین‌کننده تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران". *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱۷ (۶۰)، ۲۳-۴۰.
- تالانه، ع. و مرتضائی‌شمیرانی، غ. (۱۳۹۰). "محرک‌های تصمیم تقسیم سود: پیام بازار". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۸ (۶۳)، ۳۹-۶۲.
- خادم‌موخرشهررضا، ع.ا. (۱۳۸۰). بررسی رابطه بین سیاست‌های تقسیم سود و تغییرات قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه تربیت مدرس.
- دستگیر، م. (۱۳۸۱). مبانی مدیریت مالی. جلد اول، چاپ سوم، تهران، انتشارات نوپردازان.
- دستگیر، م. (۱۳۸۴). مبانی مدیریت مالی. جلد دوم، چاپ دوم، تهران، انتشارات نوپردازان.

- ستایش، م.ح. و کاظم‌نژاد، م. (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". دانش حسابداری، ۱ (۱)، ۲۹-۵۱.
- سعیدی، ع. و بهنام، ک. (۱۳۸۹)، "بررسی عوامل مؤثر بر خطامشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". (پژوهشگر) فصلنامه مدیریت، ۷ (۱۸)، ۶۱-۷۷.
- شورورزی، م.ر.، برومند، ر. و صادقی‌پناه، ج. (۱۳۸۹). "بررسی ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود". فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت، ۱ (۲)، ۱۱۰-۱۳۰.
- کردستانی، غ.، نصیری، م. و رحیم‌پور، م. (۱۳۸۹). "تئوری‌های پرداخت سود، پیام‌دهی و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدی". مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲ (۱)، ۶۳-۷۳.
- مشکی، م. (۱۳۸۰). "کندوکاوی در نظریات مربوط به ارزشگذاری سهام و عوامل مؤثر بر آن". مجله تحقیقات اقتصادی، ۱ (۵۹)، ۱۸۳-۲۰۱.
- هاشمی، س.ع. و اخلاقی، ح. (۱۳۸۹). "تأثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت". فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۲ (۶)، ۳۸-۴۹.

Al-Malkawi, H.N. (2007). "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: an Application of the Tobit Model". *Journal of Applied Accounting Research*, 2 (23): 44-70.

Barclay, M.J., Smith, C.W. and Watts, R.L. (1995). "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies". *Journal of Applied Corporate Finance*, 7 (9): 4-19.

Baskin, J. (1989). "Dividend Policy and the Volatility of Common Stock". *Journal of Portfolio Management*, 2 (15): 19-25.

Hussainey, K., Chijoke Oscar, M. and Aruoriwo, M. (2011). "Dividend Policy and Share Price Volatility: UK Evidence". *The Journal of Risk Finance*, 1 (12): 57-68.

Sajad Nazir, M., Musarat Nawaz, M., Anwar, W. and Ahmed, F. (2010). "Determinants of Stock Price Volatility in Karachi Stock Exchange: The Mediating Role of Corporate Dividend Policy". *International Research Journal of Finance and Economics*, 1 (55): 100-107.

Miller, M.H. and Modigliani, F. (1961). "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares". *The Journal of Business*, 34: 411-33.