

بررسی واکنش رفتاری بازار سهام بر اساس شکست روندهای افزایشی بلندمدت و کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی شرکت در زمان کاهش سود نقدی

جواد نیک‌کار

دانشجوی دکترای حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

ولی خدادادی*

دانشیار حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز

حسنعلی سینایی

دانشیار مدیریت مالی دانشگاه شهید چمران اهواز

حسن فرازمند

دانشیار اقتصاد دانشگاه شهید چمران اهواز

چکیده

هدف این پژوهش بررسی واکنش رفتاری بازار سهام، بر اساس شکست روندهای افزایشی بلندمدت و کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی شرکت (شامل؛ سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم، جریان وجه نقد عملیاتی هر سهم و رشد خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم بر حسب تورم) در زمان کاهش سود نقدی است. بدین منظور داده‌های مربوط به ۳۰۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار برای دوره‌ی زمانی بین سال‌های ۱۳۷۰ تا ۱۳۹۴ با استفاده از روش نمونه‌گیری به صورت حذف سیستماتیک انتخاب و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون خطی چندمتغیره و داده‌های ترکیبی (روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت)، بررسی و آزمون شد. نتایج پژوهش نشان داد که برای معیارهای عملکردی سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم، واکنش منفی بازار به کاهش همزمان معیار عملکردی و سودتقسیمی، برای الگوهای بلندمدت نسبت به الگوهای کوتاه‌مدت بیشتر است. از سوی دیگر، نتایج موید آن است که برای معیار عملکردی تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم، واکنش منفی بازار به کاهش همزمان معیار عملکردی و سودتقسیمی، برای الگوهای بلندمدت و الگوهای کوتاه‌مدت غیرمعنادار است. بنابراین، تمامی فرضیه‌های پژوهش به استثنای فرضیه چهارم در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید شده است.

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

۱. مقدمه

امروزه اطلاعات یک ابزار راهبردی مهم در تصمیم‌گیری محسوب می‌شود و بدون شک کیفیت تصمیمات نیز بستگی به صحت، دقت و به هنگام بودن اطلاعاتی دارد که در زمان تصمیم‌گیری در اختیار افراد قرار می‌گیرد. در بازارهای مالی، این اطلاعات می‌تواند به صورت نشانه‌ها، علائم، اخبار و پیش‌بینی‌های مختلف از داخل یا خارج شرکت انعکاس یابد و در دسترس سهامداران قرار گیرد و باعث ایجاد واکنش‌های رفتاری و در نتیجه تغییراتی در قیمت‌های سهام گردد. واکنش‌های رفتاری بازار سهام به آگهی‌ها و اخبار، زمانی رخ می‌دهد که افراد با توجه به اطلاعات جدید، قیمت‌ها را تعیین می‌کنند (سزاری و میر، ۲۰۱۵؛ ۲۸۰).

افزون بر این، سیاست تقسیم سود یکی از قضاوتی‌ترین و با اهمیت‌ترین تصمیم‌هایی است که در حوزه مدیریت شرکتی اتخاذ می‌شود؛ زیرا، مدیران با هدف به حداکثر رساندن ثروت سهامداران باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. اگر از منظر سهامداران به سودتقسیمی نگاه شود، آنان علاوه بر اینکه آن را دریافتی نقدی می‌دانند از آن به عنوان ابزاری برای کنترل مدیریت استفاده می‌کنند. جدا بودن مالکیت از مدیریت در شرکت‌های سهامی باعث تضاد منافع میان مدیران و سهامداران می‌شود؛ این بحث موضوع نظریه‌ی نمایندگی است. در واقع، سودتقسیمی راه حل بالقوه تضاد نمایندگی^۱ است. پرداخت سود سهام، مدیران را به تامین مالی برون‌سازمانی و حضور در بازارهای مالی مجبور می‌کند. استفاده از منابع مزبور باعث می‌شود که مدیران از سوی متخصصان حرفه‌ای نظیر، بانک‌ها و واسطه‌های مالی تحت نظارت و کنترل قرار گیرند. با تشخیص ارزش نظارتی تامین مالی برون‌سازمانی، ذینفعان ممکن است روی پرداخت سود پافشاری کنند (ایزدی نیا و علی‌نقیان، ۱۳۹۰؛ ۲۵). همچنین، اخبار مربوط به تقسیم سود و تغییرات سودتقسیمی نسبت به سال‌های گذشته، برای سهامداران از اهمیت به سزایی برخوردار است زیرا، با توجه به تئوری علامت‌دهی^۲، سهامداران می‌توانند با توجه به تغییر خط‌مشی تقسیم سود، وضعیت مالی شرکت را در آینده پیش‌بینی کنند که در نتیجه سبب واکنش بازار می‌شود. بنابراین، مدیران شرکت‌ها به این موضوع توجه دارند که سهامداران آنها خواهان یک روند ثابت و پایدار برای تقسیم سود هستند، زیرا پایداری سودتقسیمی این پیام را می‌دهد که شرکت وضعیت مالی با ثباتی دارد و دارای ریسک تجاری پایین‌تری است. در نتیجه، ارزش بازار سهام شرکت افزایش می‌یابد (برزیده و برهانی، ۱۳۸۸؛ ۷۰). با در نظر گرفتن توضیحات بیان شده، این سوالات مطرح می‌شود که اگر الگوهای عملکردی و سودتقسیمی در شرکت شکسته شود، چه واکنش رفتاری می‌تواند برای سهامداران و سایر ذینفعان داشته باشد و آیا این الگوهای متنوع (با ویژگی بلندمدت بودن در مقابل کوتاه‌مدت بودن)، واکنش رفتاری متفاوتی دارد؟ کدام یک دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری هستند؟ همچنین، آیا این واکنش رفتاری بازار برای الگوهای متفاوت عملکردی، با یکدیگر تفاوت معناداری دارد؟

با توجه به سوالات مطرح شده، یکی از جنبه‌هایی که در زمینه سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و بحث واکنش رفتاری آن مسکوت مانده است، بحث روندهای تاریخی بلندمدت و کوتاهمدت افزایشی در زمینه معیارهای عملکردی شرکت و سیاست تقسیم سود آن است. مطالعات انجام شده در گذشته، هیچ اطلاعاتی از این مفهوم که آیا الگوهای بلندمدت و کوتاهمدت تغییرات در معیارهای عملکردی و سودتقسیمی گذشته، نقشی در انتقال اطلاعات ناشی از سیاست تقسیم سود دارد و آیا سبب واکنش بازار سهام می‌شود یا خیر، ارائه نکرده‌اند (بحث شکست الگوهای بلندمدت معیارهای عملکردی و سودتقسیمی در مقابل الگوهای کوتاهمدت). مطالعه‌ی حاضر، واکنش رفتاری بازار سهام را در برابر شکست الگوهای متنوعی از معیارهای عملکردی (شامل؛ سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم، جریان وجه نقد عملیاتی هر سهم و تغییر خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم بر حسب تورم) و سوابق سودتقسیمی ارزیابی می‌کند. بنابراین، باید میان دو عامل جداگانه‌ی اثر گذار بر تصمیم‌گیری در ارتباط با سیاست تقسیم سود تمایز قائل شد؛ الف) تاثیر تغییرات معیارهای عملکردی ب) تاثیر الگوهای تاریخی (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱؛ ۵). بنابراین، این پژوهش انتظار دارد که در صورت تغییر معیارهای عملکردی، توانایی معیارهای عملکردی جاری به عنوان سیگنال معیارهای عملکردی آتی نمی‌تواند تنها بر کیفیت معیارهای عملکردی جاری (مانند کیفیت سود یا کیفیت سود عملیاتی) وابسته باشد؛ بلکه تابعی از: الف) سیاست تقسیم سود ب) ثبات رویه شرکت در به وجود آوردن سود و تعمیم آن در شکلی از پرداخت سود سهام است. اکثر پژوهش‌های انجام شده بر معیارهای عملکردی و کیفیت این معیارها تمرکز داشته‌اند و هیچ یک از پژوهش‌های گذشته در ادبیات حسابداری بر تاثیر الگوهای بلندمدت و کوتاهمدت و مقایسه جامع آنها تمرکز نکرده است. علاوه بر این، در ادبیات مطرح شده گذشته در زمینه واکنش بازار سهام، تمامی پژوهش‌های انجام شده بر واکنش بازار سهام با توجه به مقدار تغییر توجه داشته‌اند و هیچ یک از ادبیات حسابداری در گذشته به بررسی واکنش بازار سهام با توجه به ثبات‌پذیری شرکت توجه نداشته‌اند. به طوری که این واکنش در شرکت‌های با ثبات و با ثبات کمتر تفاوت دارد. بنابراین، با توجه به اهمیت تصمیم‌گیری سیاست تقسیم سود برای مدیران و اهمیت محتوای اطلاعاتی تغییرات سودتقسیمی برای سهامداران و دیگر ذینفعان، مطالعه حاضر به بررسی واکنش رفتاری بازار سهام بر اساس شکست روندهای افزایشی بلندمدت و کوتاه-مدت معیارهای عملکردی شرکت (شامل؛ سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم، جریان وجه نقد عملیاتی هر سهم و رشد خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم بر حسب تورم) و سودتقسیمی می‌پردازد.

۲. پیشینه پژوهش

پیشینه نظری

اخبار مربوط به تقسیم سود و تغییرات سودتقسیمی نسبت به سال‌های گذشته برای سهامداران اهمیت به سزایی دارد. به طوری که در این ارتباط، تئوری و دیدگاه‌های زیادی مطرح شده است. به بیان دیگر، تغییر خط‌مشی تقسیم سود به سهامداران و سرمایه‌گذاران پیام می‌دهد که وضعیت مالی شرکت چگونه است؛ این تئوری در سال‌های اخیر به عنوان تئوری علامت‌دهی مطرح شده است. زیر بنای تئوری علامت‌دهی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و مالکان از طریق تغییرات غیر منتظره در سیاست تقسیم سود شرکت است (کردستانی و همکاران، ۱۳۸۹؛ ۶۷).

مدیران بر حفظ ثبات یا افزایش سود و دوری از سود غیر مترقبه، با هدف حفظ یک جریان هموار از سودتقسیمی تمرکز می‌کنند و از انحراف در سیاست تقسیم سود با ثبات، اجتناب می‌کنند. زیرا، آنان تمایلی به شکستن تعهدات مداوم خود برای تقسیم منظم سود سهام ندارند. یک تغییر در سودتقسیمی به سبب یک تغییر در عملکرد شرکت، نشان دهنده‌ی علامتی قابل اعتماد به سرمایه‌گذاران از انتظار تغییر در قابلیت سودآوری شرکت است که می‌تواند سبب واکنش رفتاری بازار سهام شود. افزون بر این، اگر مدیران تمایلی به تغییر سودتقسیمی نداشته باشند، در این صورت در یک دوره‌ی بلندمدت از معیارهای عملکردی گذشته و سوابق سودتقسیمی؛ الف) تغییر سودتقسیمی اطلاعات بیشتری در باره‌ی عملکرد آتی ارائه می‌کند که باعث واکنش رفتاری بازار می‌شود و ب) این واکنش رفتاری زمانی صورت می‌گیرد که انتظار رود این تغییر در عملکرد شرکت پایدار باشد (لیو و چن، ۲۰۱۴؛ ۱۳۷).

از سوی دیگر، استدلال می‌شود که چون مدیران تمایلی به تغییر سیاست سودتقسیمی ندارند، در ارتباط با مشکلات عملکرد که انتظار می‌رود پایدار باشد هر چه الگوهای عملکردی و الگوی سودتقسیمی گذشته بلندمدت‌تر باشد؛ احتمال تغییر سودتقسیمی بیش‌تر می‌شود. در واقع، هر چه الگوی افزایشی معیارهای عملکردی و سودتقسیمی قبل از تغییر معیارهای عملکردی، بلندمدت‌تر باشد؛ انتظار می‌رود تغییر معیارهای عملکردی، محتوای اطلاعاتی بیشتری در توضیح احتمال تغییر سودتقسیمی داشته باشد و سبب واکنش بیشتر بازار شود. در نتیجه، زمانی که معیارهای عملکردی تغییر می‌کند به منزله‌ی نقص در یک الگوی ثابت از معیارهای عملکردی است که بر تصمیم‌گیری در رابطه با سودتقسیمی تاثیر گذار است و این موضوع زمانی که سوابق گذشته معیارهای عملکردی و سودتقسیمی قبل از تغییر در معیارهای عملکردی، بلندمدت‌تر باشد بیشتر خود را نشان می‌دهد (سزازی و میر، ۲۰۱۵؛ ۲۸۲).

بر این اساس، با استفاده از دو استدلال شرکت‌ها با توجه به سوابق معیارهای عملکردی و سودتقسیمی گذشته از یکدیگر تفکیک شده‌اند. اول تمرکز بر شرکت‌هایی با سابقه‌ی بلندمدتی از معیارهای عملکردی (بیش از شش سال روند افزایشی)، برای توانایی جداسازی بهتر تغییرات قابل

توجه در قابلیت سودآوری؛ برای مثال، کاهش معیارهای عملکردی پس از یک دوره بلندمدت از یک روند معیارهای عملکردی مثبت نسبت به یک دوره کوتاهمدت (سه سال روند افزایشی) از معیارهای عملکردی، غیرمعمول تر است. دوم، تفکیک شرکت‌ها بر اساس الگو سود سهام پرداختی طبق نظریه میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱)، که استدلال می‌کنند اگر شرکتی خارج از الگوی سودتقسیمی عمل کند، سرمایه‌گذاران احتمالاً تفسیر می‌کنند که تغییر در نرخ سود نقدی به عنوان یک تغییر در اعتقاد مدیران درباره‌ی عملکرد آینده شرکت است. در نتیجه، تفسیر سرمایه‌گذاران نسبت به تغییر در اعتقاد مدیران نسبت به عملکرد آینده شرکت، برای شرکت‌ها با الگوی بلندمدت از افزایش سودتقسیمی نسبت به الگوی کوتاهمدت متفاوت است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱؛ ۴).

افزون بر این، مدیران تمایلی به تغییر سودتقسیمی برای شرکت‌های با ثبات در معیارهای عملکردی و الگوی سودتقسیمی گذشته ندارند (دی آنجلو و همکاران، ۲۰۰۶). زیرا، این تغییر می‌تواند توسط سرمایه‌گذاران به عنوان یک تغییر ساختاری در قدرت سودآوری به صورت تاثیر بلندمدت درک شود (براو و همکاران، ۲۰۰۵؛ ۴۸۵). عدم تمایل به تغییر الگوی ثابت سودتقسیمی، ثبات رویه بیشتری را در این الگو تقویت می‌کند، اما آن را نیز منوط به درک مدیران از تغییرات معیارهای عملکردی شرکت می‌کند. بنابراین، در صورت تغییرات معیارهای عملکردی، مدیران مجبور به تغییر سیاست تقسیم سود و شکستن الگوی بلندمدت می‌شوند. لذا، تغییر سودتقسیمی دارای محتوای اطلاعاتی زیادی در توضیح عملکرد آتی دارد (چاریتو و همکاران، ۲۰۰۰؛ ۲۰۱). که می‌تواند سبب واکنش رفتاری بازار شود. همچنین، ارتباط میان تغییر سودتقسیمی، پایداری مشکلات عملکردی و تغییرات الگوهای عملکردی و سودتقسیمی گذشته، باید منعکس‌کننده‌ی ارتباط میان تغییر معیارهای عملکردی جاری و احتمال تغییر سودتقسیمی باشد. یعنی زمانی که تغییر در معیارهای عملکردی اتفاق می‌افتد، با فرض اینکه این تغییر نتیجه‌ی اقدام استثنایی نیست، بلکه نتیجه‌ی ناکارآمدی ساختاری است، که انتظار می‌رود به صورت پایدار ادامه یابد، احتمال تغییر سودتقسیمی بیشتر می‌شود. افزون بر این، با توجه به اینکه مدیران تمایلی به تغییر سودتقسیمی ندارند، هر چه الگوهای عملکردی و سودتقسیمی گذشته بلندمدت‌تر باشد، معیارهای عملکردی تحقق یافته‌ی شرکت در مقایسه با شرکت‌هایی که ثبات کمتری دارند دارای واکنش بازار بیشتری برای تغییر سودتقسیمی است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱؛ ۳-۴). با توجه به مطالب مطرح شده، در دنیای امروز، به نظر می‌آید که بازار سهام نسبت به تمام پدیده‌ها واکنش داشته باشد، که یکی از مهمترین این متغیرها میزان عملکرد است. آغاز پرداخت سود، برای سرمایه‌گذاران دربردارنده‌ی این پیام است که شرکت موفق عمل می‌کند؛ در حالی که حذف سود می‌تواند علامت این باشد که شرکت درگیر مشکلات است. در این پژوهش واکنش بازار به تغییرات در روند سود پرداختی سهام در نتیجه تغییر در روند معیارهای عملکردی شرکت بررسی می‌شود. به بیانی دیگر، در این پژوهش چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران به شکست روند افزایشی به صورت روندهای بلندمدت و کوتاهمدت

بررسی می‌شود. مطابق مبانی تئوریک در فرضیه‌ها انتظار بر این است که واکنش بازار برای شکست الگوهای بلندمدت افزایشی نسبت به شکست الگوهای کوتاه‌مدت بیشتر باشد. چرا که مطابق با استدلال‌های بیان شده این الگوها دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری نسبت به سودآوری آتی شرکت هستند (یکینی و همکاران، ۲۰۱۶؛ ۳۳۰).

پیشینه تجربی

بحث تاثیر الگوی سود و سودتقسیمی گذشته بر محتوای اطلاعاتی سودتقسیمی برای اولین بار توسط چاریتو و همکاران (۲۰۱۰؛ ۱۵۳)، بررسی شد. آنان تاثیر الگوی سود و سودتقسیمی گذشته را بر محتوای اطلاعاتی سودتقسیمی در زمان کاهش سود، بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که هر چه ثبات (روند افزایشی) الگوی سود و سودتقسیمی گذشته در میان شرکت‌هایی که کاهش سود داشته‌اند، بلندمدت‌تر باشد؛ الف) اطلاعات منتقل شده توسط سودهای تقسیمی درباره سودهای آینده تقویت می‌شود و ب) نقش مقدار سود تحقق یافته در جهت روشن ساختن تصمیم‌گیری سیاست تقسیم سود که در آن سود در بردارنده‌ی محتوای اطلاعاتی بیشتری در توضیح احتمال کاهش سودتقسیمی است، افزایش می‌یابد. همچنین آنان در سال (۲۰۱۱؛ ۳۵۱)، تاثیر الگوی سود و سودتقسیمی گذشته را بر واکنش بازار در زمان متحمل شدن کاهش سود بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که در یک نمونه از شرکت‌هایی که متحمل کاهش سود شده‌اند، هر چه ثبات (روند افزایشی) الگوی سود و سودتقسیمی گذشته بلندمدت‌تر باشد، شرکت با واکنش منفی بیشتری از سوی بازار رو به رو می‌شود.

سزاری و میر (۲۰۱۵؛ ۲۷۴) تاثیر تغییرات سودتقسیمی بر ارزشمندی قیمت سهام را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که ارتباط مثبت معناداری میان بازده گذشته و تغییرات فعلی سودتقسیمی وجود دارد. همچنین، مطالعه آنان اطلاعات خصوصی موجود در قیمت سهام را به عنوان یک عامل تعیین کننده مهم سیاست تقسیم سود برجسته ساخته است.

چن و تایرس (۲۰۱۵؛ ۱) در پژوهشی به بررسی سایر منابع اطلاعاتی به عنوان عامل موثر بر واکنش منفی بازار به شگفتی‌های سود پرداختند. که چرا بازار لزوماً به شگفتی‌های مثبت (منفی) واکنش مثبت (منفی) نشان نمی‌دهد. نتایج نشان داد که سایر منابع اطلاعاتی عامل اصلی این واکنش متضاد می‌باشند و اثر سایر منابع اطلاعاتی هنگامی که سرمایه‌گذاران با شک و تردید به اطلاعات سود نگاه می‌کنند، بیشتر است. همچنین، نتایج نشان داد که سایر منابع اطلاعاتی ارزیابی سرمایه‌گذاران از اطلاعات سود را تسهیل می‌کنند.

یکینی و همکاران (۲۰۱۶؛ ۳۲۵) به بررسی واکنش بازار با توجه به اعلامیه‌های مثبت گزارشگری سالانه پرداختند. نمونه آنان شامل ۱۴۱۰ شرکت انگلیسی بود. نتایج پژوهش آنان نشان داد که گستردگی بیشتری از واکنش بازار نسبت به اخبار مثبت در اطراف تاریخ افشا وجود دارد. همچنین،

آنان معتقدند که اعلامیه‌های ارائه شده شرکت نباید به عنوان ابزاری در اختیار مدیریت باشد بلکه به عنوان کانال‌هایی برای ارائه اطلاعات هستند.

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

آگاپوا و دیوایدس (۲۰۱۷) به بررسی واکنش بازار با توجه به شکست الگوی افزایشی و کاهش سود پرداختند. نمونه آنان شامل شرکت‌های امریکایی از سال ۱۹۶۱ تا ۲۰۰۸ بوده که شامل ۲۰۹۰۳ فصل-شرکت با شکست در الگوی افزایشی سود و ۱۴۱۸۶ فصل-شرکت با شکست در الگوی کاهش سود می‌باشد. آنان برای اندازه‌گیری واکنش بازار از بازده غیرعادی استفاده کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بازار واکنش قوی نسبت به این شکست‌ها از خود نشان می‌دهد.

شارمیلا و آناند (۲۰۱۷؛ ۳۸۴) به بررسی تاثیر واکنش قیمت سهام نسبت به تغییرات سودتقسیمی پرداختند. نمونه آنان شامل ۵۰۰ اعلامیه تغییرات سودتقسیمی بین سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۲ است. نتایج پژوهش نشان داد که بازار به صورت مثبتی با افزایش، کاهش و ثبات اعلامیه سودتقسیمی واکنش نشان می‌دهد. همچنین، نتایج موید آن است که افزایش مستمر در میانگین بازده غیرعادی انباشته برای هر سه تغییر در سودتقسیمی نشان دهنده ترجیح سهامداران به سمت درآمد سودتقسیمی است.

محمودی و محقق (۱۳۹۰؛ ۲۹) معتقدند که در روند افزایشی، انحراف مثبت اساسی باعث واکنش مثبت بازار، انحراف با روند ثابت باعث واکنش منفی جزئی و انحراف کاهش اساسی نیز همین روند را در پی داشته است. در روند ثابت، افزایش اساسی باعث واکنش مثبت، ادامه روند ثابت واکنش معنادار جزئی منفی و در کاهش اساسی واکنش منفی معناداری را از طرف بازار داشته است. در روند کاهش، کاهش اساسی و افزایش اساسی با واکنش منفی جزئی بازار و ادامه روند ثابت با واکنش مثبت مواجه شده‌اند. نتایج ارزیابی‌ها شواهدی بدست می‌دهند مبنی بر اینکه بازار با دنبال کردن روندی خاص، واکنش مثبتی به افزایش صورت گرفته از سوی آن روند نشان می‌دهد. تا زمانی که بنگاه از روند قبلی خود منحرف نشود، بازار واکنش غیر منتظره‌ای نشان نمی‌دهد. با توجه به این که واکنش بازار در برابر انحراف مثبت اساسی از روندی منفی، واکنشی منفی بوده است، می‌توان نتیجه گرفت که خبرهای مثبت، در برابر روند منفی با واکنش مناسبی از جانب بازار روبه‌رو نمی‌شود و بازار روند را در این گونه انحرافات دنبال می‌کند.

فدایی‌نژاد و کامل‌نیا (۱۳۹۱؛ ۲۷) واکنش بازار سهام به اعلامیه‌های سود فصلی در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج حاصله نشان داد که اعلامیه‌های سود حاوی اطلاعات مربوطی

برای بازار سهام است. و زمانی که سود واقعی سه ماهه بیش از پیش بینی شرکت باشد (اخبار خوب)، در پنج روز بعد از اعلام سود، بازدهی غیرعادی مثبت معنی داری مشاهده می‌شود. تداوم این بازدهی غیرعادی طی چند روز پس از اعلام سود، نشان دهنده آن است که سرعت تعدیل قیمت‌ها در این بورس کوچک کم است. در اعلامیه‌های سودی که سود واقعی کمتر از پیش بینی است (اخبار بد)، بازدهی غیرعادی مشاهده نمی‌شود. شاید بورس تهران توانایی کشف اخبار بد را بهتر از اخبار خوب دارا باشد. همچنین، رابطه منفی بین محتوای اطلاعاتی و شاخص‌های اطلاعات پیش از افشا به دست آمد که با نتایج بازارهای بزرگ همخوانی دارد.

سجادی و همکاران (۱۳۹۴؛ ۷۱) به بررسی تاثیر الگوهای تاریخی سود و سود سهام بر محتوای اطلاعاتی سود سهام جاری برای پیش بینی سودهای آتی در زمان کاهش سود پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که هر چه الگوی با ثبات‌تری در افزایش سود و سود نقدی پرداختی وجود داشته باشد، کاهش در سود و سود نقدی حاوی اطلاعات مربوطتری بوده و با سودآوری آینده شرکت‌ها ارتباط معنادارتری دارد. همچنین، نتایج بیانگر آن است که تغییر در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها زمانی که دارای الگوی با ثبات‌تر و بلندمدت‌تر در سود و سود نقدی باشند، ارتباط بیشتری با سودآوری دوره جاری و تغییرات این الگوها دارد. به طور کلی، نتایج موید آن است که هر چه سوابق سود و الگوی سود تقسیمی گذشته در میان شرکت‌هایی که متحمل کاهش سود شده‌اند، بلندمدت‌تر باشد؛ محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی در باره‌ی سودهای آینده افزایش می‌یابد همچنین، باعث افزایش نقش مقدار کاهش سود تحقق یافته در تصمیم‌گیری سیاست تقسیم سود می‌شود، که در آن سود در بر دارنده‌ی محتوای اطلاعاتی بیشتری در توضیح احتمال کاهش سود تقسیمی است.

آقایبگ‌زاده و فروغی (۱۳۹۶؛ ۱۲۴) به بررسی واکنش بازار سهام به اخبار همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه پرداختند. نمونه آنان شامل ۱۰۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ است. روش پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نوع همبستگی و برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش رگرسیون استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که میزان واکنش بازار به اخبار پیش‌بینی سود سالیانه نسبت به اخبار سود میان‌دوره‌ای همزمان بیشتر است و سازگاری (ناسازگاری) این دو اخبار همزمان تأثیر معناداری بر محتوای اطلاعاتی بیشتر پیش‌بینی سود سالیانه ندارد. همچنین، نتایج دیگر پژوهش نشان داد که میزان واکنش بازار به اخبار بد همزمان سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالیانه بیشتر از اخبار خوب همزمان می‌باشد.

نصیرزاده و موسوی‌گوکی (۱۳۹۶؛ ۵۳) به بررسی واکنش بازار نسبت به افشای اطلاعات بااهمیت پرداختند. نمونه آنان شامل ۱۷۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ است. که پس از اعمال محدودیت‌ها ۲۱۳ اطلاعیه برای تجزیه و تحلیل انتخاب شد. روش انجام پژوهش، مطالعه رویدادی با استفاده از تحلیل محتوا بوده است. نتایج حاکی از آن است که

سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعیه‌های منفی در روزهای پیش از انتشار اطلاعیه، واکنش مثبت و معنادار نشان می‌دهند، اما پس از تاریخ انتشار واکنش معناداری نشان نمی‌دهند. همچنین، سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعیه‌های مثبت و شفاف‌ساز واکنش مثبت و معناداری دادند.

فرضیه‌های پژوهش

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

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

فرضیه اول: در شرکت‌هایی که پس از یک دوره افزایشی در سود هر سهم و سود نقدی، کاهش در سود هر سهم آنها رخ دهد؛ کاهش سود نقدی، سبب تاثیر منفی بیشتری بر واکنش بازار می‌شود.

فرضیه دوم: در شرکت‌هایی که پس از یک دوره افزایشی در سود عملیاتی هر سهم و سود نقدی، کاهش در سود عملیاتی هر سهم آنها رخ دهد؛ کاهش سود نقدی، سبب تاثیر منفی بیشتری بر واکنش بازار می‌شود.

فرضیه سوم: در شرکت‌هایی که پس از یک دوره افزایشی در وجه نقد عملیاتی هر سهم و سود نقدی، کاهش در وجه نقد عملیاتی هر سهم آنها رخ دهد؛ کاهش سود نقدی، سبب تاثیر منفی بیشتری بر واکنش بازار می‌شود.

فرضیه چهارم: در شرکت‌هایی که پس از یک دوره افزایشی در تغییر خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم و سود نقدی، کاهش در خالص دارایی‌های هر سهم آنها رخ دهد؛ کاهش سود نقدی، سبب تاثیر منفی بیشتری بر واکنش بازار می‌شود.

روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش گردآوری اطلاعات در دو مرحله انجام شده است. در مرحله اول برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌های موردنظر از ماهنامه‌های بورس و سایت‌های بورس و بانک مرکزیو نرم افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده شده است. سپس، برای آماده سازی اطلاعات از نرم افزار اکسل استفاده شده است، به این ترتیب که پس از استخراج اطلاعات مربوط به متغیرهای مورد بررسی از منابع ذکر شده، این اطلاعات در کاربرگ‌های ایجاد شده در محیط این نرم افزار وارد شده و سپس، محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای مورد بررسی انجام شده است و در نهایت نیز به منظور آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار ایویز (Eviews) نسخه ۹ استفاده شده است.

۳. روش شناسی پژوهش

جامعه و نمونه‌ی آماری

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

۱. شرکت‌ها باید در طول دوره‌ی مورد بررسی تداوم فعالیت داشته باشند.
۲. نمونه‌ی آماری شامل شرکت‌های تولیدی و صنعتی باشد.
۳. شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به انتهای اسفند ماه ختم می‌شود.
۴. در خلال روزهای مورد بررسی سهام (تاریخ اعلام سودنقدی)، اگر شرکتی بیش از چهار هفته قبل و بعد تاریخ اعلام به صورت مستمر فاقد معامله باشد آن شرکت از نمونه‌ها حذف شده است.
۵. در طی دوره مورد بررسی شرکت وقفه معاملاتی طولانی مدت نداشته باشد.
۶. هیچ گونه اخباری راجع به تجزیه سهام اعلان سود سهمی و اطلاعات مهم دیگری در چهار هفته قبل و بعد از اعلام سود تقسیمی منتشر نشده باشد.
۷. تاریخ اعلام سود تقسیمی هر سهم تا انتهای تیرماه باشد.

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

نگاره ۱. زیر نمونه‌های پژوهش*

| معیار عملکردی | الگوهای عملکردی | تعداد شکست |
|---|-------------------------|------------|
| سود هر سهم | کوتاه‌مدت (سه ساله) | ۱۸۵ |
| | بلندمدت (بیش از شش سال) | ۶۴ |
| سود عملیاتی هر سهم | کوتاه‌مدت (سه ساله) | ۲۱۲ |
| | بلندمدت (بیش از شش سال) | ۸۸ |
| جریان نقد عملیاتی هر سهم | کوتاه‌مدت (سه ساله) | ۱۸۷ |
| | بلندمدت (بیش از شش سال) | ۵۱ |
| رشد خالص دارایی‌های هر سهم (تعدیل شده بر اساس تورم) | کوتاه‌مدت (سه ساله) | ۲۲۶ |
| | بلندمدت (بیش از شش سال) | ۷۰ |

الگوها و متغیرهای پژوهش

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

الگوی (۱)

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

الگوی (۲)

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

الگوی (۳)

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

الگوی (۴)

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

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

متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته

$CAR_{i,t}$: برابر با واکنش بازار سهام شرکت است. که بر اساس بازده غیر عادی انباشته سهام پنج روز معاملاتی پیرامون تاریخ اعلان سود نقدی (پنج روز قبل و بعد) محاسبه شده است (تا چهار هفته قبل و بعد اعلام). بازده غیر عادی انباشته از طریق مقایسه بازده واقعی سهام شرکت و بازده واقعی بازار به صورت انباشته محاسبه شده است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

متغیرهای مستقل

EPS: برابر با سود هر سهم شرکت است که از تقسیم سود خالص پس از کسر اقلام استثنایی بر تعداد سهام شرکت بدست می‌آید. لازم به ذکر است، در این نسبت تاثیر افزایش و کاهش سرمایه، سودسهمی و سهام خزانه لحاظ شده است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

Operat Profit: برابر با سود عملیاتی هر سهم است که از تقسیم سود عملیاتی پس از کسر اقلام استثنایی بر تعداد سهام شرکت بدست می‌آید (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۰).

Cash Flow: برابر با جریان وجه نقد عملیاتی هر سهم است که از تقسیم جریان وجه نقد عملیاتی پس از کسر اقلام استثنایی بر تعداد سهام شرکت بدست می‌آید (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۰).

Net Asset: برابر با تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم نسبت به سال قبل است که از تقسیم تغییرات خالص دارایی‌های تعدیل شده بر حسب تورم پس از کسر اقلام استثنایی بر تعداد سهام شرکت بدست می‌آید (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۰).

ESTAB: یک متغیر موهومی است در صورتی که پس از یک دوره‌ی مشخص (سه ساله و بیش از شش سال) در افزایش معیارهای عملکردی و سود نقدی شرکت‌ها، کاهش در معیارهای عملکردی و سود تقسیمی رخ داده باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

DIV_REDUCTION: یک متغیر موهومی است در صورتیکه در سود نقدی پرداختی شرکت‌ها کاهش رخ داده باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

متغیرهای کنترل

CFO: جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت که توسط دارایی‌های اول دوره همگن شده است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

Size: اندازه‌ی شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت محاسبه شده است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

MTB: نسبت فرصت‌های رشد شرکت که از طریق نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت محاسبه شده است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

DEBTEQ: نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

SPI: نسبت اقلام خاص (اقلام استثنایی) صورت سود و زیان به سود خالص دوره است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

SALEGR: برابر با رشد درآمد جاری شرکت نسبت به سال قبل است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

RETTE: نسبت سود انباشته به جمع حقوق صاحبان سهام شرکت است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

$Current\ ratio_{i,t}$: برابر با نسبت دارایی‌های جاری شرکت به بدهی‌های جاری آن است (چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

$Turnover_{i,t}$: برابر با میانگین حجم معاملات روزانه سهام است (یکینی و همکاران، ۲۰۱۶).

۴. یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

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

نگاره ۲. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیر | میانگین | میانه | انحراف معیار | بیشینه | کمینه | چولگی | کشدگی |
|--|---------|--------|--------------|---------|---------|--------|-------|
| درصد واکنش بازار | ۱۶/۶۳۶ | ۱۲/۲۷۰ | ۲/۶۳۰ | ۵۸/۲۱۰ | ۰ | ۰/۰۶۸ | ۳/۰۲۶ |
| سودتقسیمی هر سهم | ۷۸۱/۴۷ | ۴۵۰ | ۲۶/۶۱۹ | ۴۵۸۰ | ۰ | ۰/۰۸۵ | ۳/۰۶۵ |
| سود هر سهم | ۹۷۳/۸۱ | ۶۷۱/۵۰ | ۳۱/۹۳۴ | ۵۰۵۰ | -۲۴۵۰ | ۰/۰۷۵ | ۳/۰۵۷ |
| سود عملیاتی هر سهم | ۱۱۸۰ | ۸۳۸/۵۹ | ۲۹/۶۰۹ | ۵۷۵۲/۰۷ | -۱۶۰۴/۱ | ۰/۰۴۹ | ۳/۰۷۲ |
| جریان نقد عملیاتی هر سهم | ۷۰۸/۳۳ | ۴۲۷/۹۴ | ۲۴/۲۲۸ | ۴۲۲۲/۳۶ | -۱۲۶۰/۴ | ۰/۰۴۷ | ۳/۰۴۳ |
| تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم | ۲۶۲/۱۹ | ۱۹۳/۱۵ | ۱۱/۴۹۹ | ۲۹۳۹/۲۰ | -۲۱۰۲/۵ | ۰/۰۵۸ | ۳/۰۹۲ |
| نسبت جریان نقد عملیاتی شرکت به دارایی اول دوره اندازه شرکت | ۰/۰۹۸ | ۰/۰۸۲ | ۰/۰۱۲۵ | ۰/۰۳۶۹ | -۰/۲۱۸ | -۰/۰۱۵ | ۲/۸۶۴ |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام | ۵/۵۲۸ | ۵/۴۷۸ | ۰/۷۵۹ | ۷/۸۵۳ | ۳/۷۷۰ | ۰/۰۰۵ | ۳/۰۲۲ |
| نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام | ۲/۶۰۰ | ۲/۱۰۷ | ۲/۱۹۲ | ۸/۵۷۵ | -۲/۴۰۵ | ۰/۰۵۷ | ۳/۱۱۰ |
| نسبت اقلام خاص (اقلام استثنایی) به سود خالص | ۲/۴۱۹ | ۱/۹۲۸ | ۲/۳۸۰ | ۸/۰۲۰ | -۳/۰۵۴ | ۰/۰۴۵ | ۳/۱۰۹ |
| رشد درآمد شرکت | ۰/۲۸۰ | ۰/۲۲۳ | ۰/۳۴۵ | ۰/۷۷۳ | -۰/۴۰۴ | -۰/۰۰۶ | ۲/۹۶۹ |
| نسبت سود آنبانسته به حقوق صاحبان سهام | ۰/۱۹۰ | ۰/۱۷۶ | ۰/۲۷۲ | ۰/۶۶۲ | -۰/۳۸۹ | -۰/۰۰۳ | ۲/۹۵۷ |
| نسبت جاری | ۰/۲۸۵ | ۰/۲۴۹ | ۰/۳۹۰ | ۱/۳۲۸ | -۰/۶۲۴ | ۰/۰۲۳ | ۳/۰۳۵ |
| لگاریتم میانگین حجم معاملات روزانه | ۱/۲۲۰ | ۱/۱۴۹ | ۰/۴۶۵ | ۲/۵۴۸ | -۰/۴۱۴ | ۰/۰۴۹ | ۳/۰۸۰ |
| | ۴/۶۳۱ | ۴/۶۰۵ | ۰/۸۶۹ | ۶/۱۹۰ | ۲/۹۱۲ | ۰/۰۵۲ | ۲/۹۲۲ |

با توجه به نتایج بدست آمده از آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش و نزدیک به هم بودن میانگین و میانه در بیشتر متغیرهای پژوهش، می‌توان بیان کرد که کلیه متغیرها از توزیع مناسبی برخوردار هستند. افزون بر این، آماره‌های انحراف معیار، ضریب کشیدگی، چولگی و احتمال آماره جارک‌برا نیز به منظور بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها بکار گرفته می‌شوند (کلر و وارا، ۲۰۰۳). با بررسی معیارهای مذکور می‌توان اظهار داشت که داده‌های مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته از توزیع نرمال برخوردار هستند زیرا، متغیرها دارای حداقل فاصله از ارزش ارایه شده برای کشیدگی می‌باشند. از سوی دیگر، سودتقسیمی هر سهم دارای میانگین تقریبی ۷۸۱ ریالی است که با توجه به دوره پژوهش ۲۵ ساله، نشان دهنده پرداخت سودتقسیمی بالا در شرکت‌های ایرانی است. علاوه بر این، متغیرهای عملکردی دارای میانگین مثبتی بوده که بیانگر عملکرد مثبت شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. از سوی دیگر، با توجه به میانگین متغیر رشد درآمد شرکت که برابر ۰/۱۹ می‌باشد می‌توان ادعا کرد که فروش شرکت‌ها در دوره پژوهش دارای رشد معقولی با توجه به میانگین نرخ تورم، داشته است. همچنین، با توجه به میانگین متغیر نسبت جاری که برابر ۱/۲۲ است می‌توان بیان کرد که در شرکت‌های ایرانی این نسبت در حد معقولی نبوده و شرکت‌ها به صورت میانگین دارای ضعف نقدینگی هستند.

ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش

همانطور که در نگاره (۳) مشاهده می‌شود، نتایج همبستگی بین متغیرهای پژوهش نشان داده شده است.

نگاره ۳. همبستگی متغیرهای پژوهش

| متغیر | ۱ | ۲ | ۳ | ۴ | ۵ | ۶ | ۷ | ۸ | ۹ | ۱۰ | ۱۱ | ۱۲ | ۱۳ | ۱۴ |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| واکنش بازار | ۱ | | | | | | | | | | | | | |
| سودتقسیمی هر سهم | -۰/۰۱ | ۱ | | | | | | | | | | | | |
| سود هر سهم | -۰/۰۳ | ۰/۶۳ | ۱ | | | | | | | | | | | |
| سود عملیاتی هر سهم | -۰/۰۴ | ۰/۵۹ | ۰/۶۰ | ۱ | | | | | | | | | | |
| چریان نقد عملیاتی هر سهم | -۰/۰۶ | ۰/۴۳ | ۰/۴۵ | ۰/۴۸ | ۱ | | | | | | | | | |
| تفسیر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم | -۰/۰۶ | ۰/۴۰ | ۰/۵۷ | ۰/۴۹ | ۰/۲۰ | ۱ | | | | | | | | |
| اندازه شرکت | -۰/۱۳ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۳ | -۰/۱۹ | -۰/۰۲ | ۱ | | | | | | | |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری | -۰/۰۱ | ۰/۳۰ | ۰/۳۵ | ۰/۲۹ | ۰/۱۸ | ۰/۱۲ | -۰/۰۱ | ۱ | | | | | | |
| حقوق صاحبان سهام | -۰/۰۳ | ۰/۰۸ | ۰/۱۳ | ۰/۱۶ | -۰/۰۱ | ۰/۰۴ | ۰/۰۲ | ۰/۵۰ | ۱ | | | | | |
| نسبت بدوی به حقوق صاحبان سهام | -۰/۰۰ | -۰/۰۱ | -۰/۰۲ | ۰/۰۴ | -۰/۰۱ | ۰/۰۹ | -۰/۰۱ | ۰/۱۱ | ۰/۰۶ | ۱ | | | | |
| نسبت اقلام خاص (اقلام غیر شرقیه) به سود خالص | ۰/۰۸ | ۰/۱۸ | ۰/۲۶ | ۰/۲۷ | ۰/۰۳ | ۰/۲۶ | ۰/۱۰ | ۰/۱۳ | ۰/۰۶ | ۰/۰۶ | ۱ | | | |
| زیتند درآمد شرکت | -۰/۰۱ | ۰/۱۱ | ۰/۰۶ | ۰/۰۹ | ۰/۱۳ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۴ | -۰/۰۵ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | ۱ | | |
| نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام | -۰/۰۰ | ۰/۰۹ | ۰/۱۶ | ۰/۱۱ | -۰/۰۲ | ۰/۲۵ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | ۱ | |
| نسبت جاری | -۰/۰۳ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | -۰/۰۱ | ۱ |
| میانگین حجم معاملات روزانه | | | | | | | | | | | | | | |

* منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نگاره (۳)، همانگونه که مشاهده می‌شود ضریب همبستگی متغیرهای پژوهش منطقی است که نشان دهنده وجود عدم همبستگی، در بین متغیرهای پژوهش است.

آزمون هم خطی متغیرهای مستقل و بررسی همسانی واریانس

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

آمار استنباطی

هدف این پژوهش، بررسی واکنش رفتاری بازار سهام، بر اساس روندهای افزایشی بلندمدت و کوتاه مدت معیارهای عملکردی شرکت، در زمان کاهش سود نقدی است. در همین راستا، با توجه به

مبانی نظری مطرح شده چهار فرضیه تدوین و در ادامه به بررسی و آزمون آن‌ها پرداخته شده است. البته لازم است، قبل از برازش الگوهای پژوهش، آزمون چاو و هاسمن به ترتیب به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های تلفیقی و انتخاب از بین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی برای نمونه پژوهش انجام شود (افلاطونی، ۱۳۹۲). نتایج حاصل از آزمون چاو و هاسمن برای الگوهای پژوهش در نگاره (۴) نشان داده شده است. نتایج این آزمون به صورت زیر است:

نگاره ۴. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن برای الگوهای پژوهش

| الگوی مورد بررسی | آزمون چاو | | آزمون هاسمن | | روش پذیرفته شده |
|--|-----------|---------|-------------|---------|-----------------|
| | آماره | سطح خطا | آماره | سطح خطا | |
| الگوی کوتاه مدت (سه ساله) | | | | | |
| الگوی (۱) برای معیار عملکردی سود هر سهم | ۱/۷۳۳ | ۰/۰۰۰ | ۳۳/۳۳۳ | ۰/۰۰۱ | روش اثرات ثابت |
| الگوی (۲) برای معیار عملکردی سود عملیاتی هر سهم | ۱/۷۳۵ | ۰/۰۰۰ | ۳۴/۷۸۳ | ۰/۰۰۰ | روش اثرات ثابت |
| الگوی (۳) برای معیار عملکردی جریان نقد عملیاتی هر سهم | ۱/۷۶۰ | ۰/۰۰۰ | ۴۸/۸۹۷ | ۰/۰۰۰ | روش اثرات ثابت |
| الگوی (۴) برای معیار عملکردی تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم | ۱/۷۲۹ | ۰/۰۰۰ | ۲۹/۳۳۷ | ۰/۰۰۵ | روش اثرات ثابت |
| الگوی بلندمدت (بیش از شش سال) | | | | | |
| الگوی (۱) برای معیار عملکردی سود هر سهم | ۱/۷۳۱ | ۰/۰۰۰ | ۲۹/۷۷۶ | ۰/۰۰۵ | روش اثرات ثابت |
| الگوی (۲) برای معیار عملکردی سود عملیاتی هر سهم | ۱/۷۲۹ | ۰/۰۰۰ | ۳۰/۶۴۴ | ۰/۰۰۳ | روش اثرات ثابت |
| الگوی (۳) برای معیار عملکردی جریان نقد عملیاتی هر سهم | ۱/۷۵۰ | ۰/۰۰۰ | ۴۳/۷۰۴ | ۰/۰۰۰ | روش اثرات ثابت |
| الگوی (۴) برای معیار عملکردی تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم | ۱/۷۳۰ | ۰/۰۰۰ | ۲۹/۲۱۸ | ۰/۰۰۶ | روش اثرات ثابت |

* منبع: یافته‌های پژوهش

همانطور که در نگاره (۴) قابل مشاهده است، نتایج حاکی از آن است که روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت برای الگوهای پژوهش روش ارجح است. بنابراین، در ادامه به تخمین الگوی (۱) پژوهش به منظور بررسی فرضیه اول با توجه به روش ارجح پرداخته شد. نتایج حاصل از بررسی این فرضیه در نگاره (۵) ارائه شده است.

نگاره ۵. نتایج تخمین الگوی (۱) پژوهش*

| متغیر | الگوی سه ساله | | الگوی بیش از شش سال | |
|---|---------------|----------|---------------------|------------|
| | ضریب متغیر | آماره تی | سطح خطا | ضریب متغیر |
| عرض از مبدا | ۵/۶۳۹ | ۱/۲۹۱ | ۰/۱۹۶ | ۵/۷۱۱ |
| سود هر سهم | -۰/۰۰۰۰۶ | -۰/۲۱۲ | ۰/۸۳۱ | -۰/۰۰۰۰۷ |
| کاهش سودتقسیمی | -۱/۷۱۸ | -۲/۱۷۲ | ۰/۰۲۹ | -۱/۸۴۲ |
| سود هر سهم در کاهش سودتقسیمی | -۰/۰۰۰۰۸ | -۰/۱۶۵ | ۰/۸۶۸ | -۰/۰۰۰۰۳ |
| کاهش همزمان سود هر سهم و سودتقسیمی | -۰/۹۶۷ | -۳/۹۷۴ | ۰/۰۰۰ | -۱/۲۴۱ |
| سود هر سهم در کاهش سود تقسیمی در کاهش همزمان سود هر سهم و سودتقسیمی | -۰/۰۰۰۰۹ | -۳/۴۳۶ | ۰/۰۰۰ | -۰/۰۱۶ |
| نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها | ۱۲/۲۴۸ | ۴/۷۸۹ | ۰/۰۰۰ | ۱۲/۲۷۱ |
| اندازه شرکت | ۱/۸۶۶ | ۲/۳۷۴ | ۰/۰۱۷ | ۱/۸۵۶ |

| | | | | | | |
|--------------------------------------|---------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| فرصت‌های رشد شرکت | -۰/۳۹۹ | -۳/۱۲۹ | -۰/۰۰۱ | -۰/۳۹۸ | -۳/۱۳۴ | -۰/۰۰۱ |
| نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام | ۰/۵۱۴ | ۳/۳۲۶ | -۰/۰۰۰ | ۰/۵۱۵ | ۳/۲۰۲ | -۰/۰۰۱ |
| نسبت اقلام خاص به سود خالص | -۰/۱۲۹ | -۰/۱۴۲ | -۰/۸۸۷ | -۰/۱۴۹ | -۰/۱۶۶ | -۰/۸۶۷ |
| رشد درآمد شرکت | ۴/۵۲۷ | ۴/۵۸۹ | -۰/۰۰۰ | ۴/۵۴۸ | ۴/۶۹۶ | -۰/۰۰۰ |
| نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام | ۰/۳۹۶ | ۰/۴۴۰ | ۰/۶۵۹ | ۰/۳۸۶ | ۰/۴۲۳ | ۰/۶۷۲ |
| میانگین حجم معاملات روزانه | -۰/۰۰۰۰۰۰۲ | -۰/۵۳۹ | -۰/۵۸۹ | -۰/۰۰۰۰۰۰۲ | -۰/۵۲۶ | ۰/۵۹۸ |
| ضریب تعیین | ۰/۳۴۹ | | | ۰/۳۵۷ | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۲۸۱ | | | ۰/۲۹۰ | | |
| آماره‌ی دوربین-واتسون | ۲/۰۷۴ | | | ۲/۰۷۵ | | |
| آماره‌ی F | (۰/۰۰۰) ۲/۱۸۶ | | | (۰/۰۰۰) ۲/۱۹۸ | | |
| ازمون مقایسه ضرایب (ازمون تی) | | | | | | |
| نتایج ازمون مقایسه ضرایب † | ۲/۳۶۱ | | | ۰/۰۱۸ | | |

* منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در نگاره (۵) و با توجه آماره F بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر (۲/۱۸۶) و (۲/۱۹۸) و سطح خطای آن‌ها که برابر (۰/۰۰۰) است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر ۲۸ و ۲۹ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۲۸ و ۲۹ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که به ترتیب برابر ۲/۰۷۴ و ۲/۰۷۵ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد. مطابق مبانی تئوریک در فرضیه اول انتظار بر این بود که ضریب منفی متغیر سود هر سهم در کاهش سود تقسیمی و در کاهش همزمان سود هر سهم و سود تقسیمی برای الگوی بلندمدت نسبت به الگوی کوتاه‌مدت بیشتر و در نتیجه دارای واکنش رفتاری بیشتری باشد. نتایج نیز نشان داد ضریب منفی این متغیر برای الگوی بلندمدت (۰/۰۱۶-) بیشتر از الگوی کوتاه‌مدت (۰/۰۰۹-) است. بنابراین، فرضیه اول پژوهش تایید می‌شود. افزون بر این، با توجه به اینکه سطح خطا برای آزمون مقایسه‌ای ضرایب زیر ۵ درصد بوده است در نتیجه، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است (مطابق نتایج پژوهش چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

از سوی دیگر، برای بررسی فرضیه دوم از الگوی (۲) استفاده شده است. نتایج تخمین الگوی (۲) با روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، در نگاره (۶) ارائه شده است.

نگاره ۶. نتایج تخمین الگوی (۲) پژوهش*

| الگوی بیش از شش سال | | | الگوی سه ساله | | | متغیر |
|---------------------|----------|--------------|---------------|----------|--------------|---|
| سطح خطا | آماره تی | ضریب متغیر | سطح خطا | آماره تی | ضریب متغیر | |
| ۰/۲۵۰ | ۱/۱۴۸ | ۴/۹۲۸ | ۰/۲۵۲ | ۱/۱۴۳ | ۴/۹۲۹ | عرض از مبدا |
| ۰/۵۹۴ | ۰/۵۳۲ | ۰/۰۰۰۱ | ۰/۵۸۷ | ۰/۵۴۲ | ۰/۰۰۰۱ | سود عملیاتی هر سهم |
| ۰/۰۴۱ | -۲/۰۴۲ | -۱/۶۲۹ | ۰/۰۱۸ | -۲/۳۴۹ | -۱/۹۸۶ | کاهش سود تقسیمی |
| ۰/۷۶۱ | -۰/۳۰۴ | -۰/۰۰۰۱ | ۰/۳۷۹ | -۰/۸۷۸ | -۰/۰۰۰۴ | سود عملیاتی هر سهم در کاهش سود تقسیمی |
| ۰/۰۰۰ | -۳/۷۲۶ | -۲/۴۵۴ | ۰/۰۰۰ | -۳/۹۶۰ | -۲/۱۵۲ | کاهش همزمان سود عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی |
| ۰/۰۰۰ | -۶/۲۴۵ | -۰/۰۳۸ | ۰/۰۰۰ | -۵/۱۲۶ | -۰/۰۲۲ | سود تقسیمی در کاهش همزمان سود عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی |
| ۰/۰۰۰ | ۴/۸۷۳ | ۱۱/۹۲۳ | ۰/۰۰۰ | ۴/۶۸۵ | ۱۲/۰۱۶ | نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها |
| ۰/۰۱۰ | ۲/۵۷۴ | ۱/۹۹۰ | ۰/۰۱۰ | ۲/۵۶۴ | ۱/۹۸۶ | اندازه شرکت |
| ۰/۰۰۱ | -۳/۲۴۸ | -۰/۴۰۶ | ۰/۰۰۱ | -۳/۲۶۷ | -۰/۴۱۳ | فرصت‌های رشد شرکت |
| ۰/۰۰۱ | ۳/۱۵۶ | ۰/۴۸۴ | ۰/۰۰۱ | ۳/۱۱۲ | ۰/۴۸۵ | نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام |
| ۰/۸۶۱ | -۰/۱۷۴ | -۰/۱۵۲ | ۰/۸۹۱ | -۰/۱۳۶ | -۰/۱۲۴ | نسبت اقلام خاص به سود خالص |
| ۰/۰۰۰ | ۴/۴۳۳ | ۴/۳۴۹ | ۰/۰۰۰ | ۴/۴۴۴ | ۴/۴۰۱ | رشد درآمد شرکت |
| ۰/۸۰۷ | ۰/۲۴۴ | ۰/۲۱۵ | ۰/۸۱۸ | ۰/۲۲۹ | ۰/۲۰۸ | نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام |
| ۰/۵۷۰ | -۰/۵۶۷ | -۰/۰۰۰۰۰۰۲ | ۰/۵۹۱ | -۰/۵۳۶ | -۰/۰۰۰۰۰۰۲ | میانگین حجم معاملات روزانه |
| | | ۰/۳۴۹ | | | ۰/۳۳۰ | ضریب تعیین |
| | | ۰/۲۸۱ | | | ۰/۲۶۸ | ضریب تعیین تعدیل شده |
| | | ۲/۰۷۵ | | | ۲/۰۷۴ | آماره‌ی دوربین-واتسون |
| | | (۰/۰۰۰)۲/۲۹۰ | | | (۰/۰۰۰)۲/۲۰۱ | آماره‌ی F |
| | | | | | | آزمون مقایسه ضرایب (آزمون تی) |
| | | ۰/۰۳۶ | | | ۲/۰۹۶ | نتایج آزمون مقایسه ضرایب t |

* منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در نگاره (۶) و با توجه آماره F بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر (۲/۲۰۱) و (۲/۲۹۰) و سطح خطای آن‌ها که برابر (۰/۰۰۰) است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر ۲۶ و ۲۸ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش

از ۲۶ و ۲۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دورین واتسون که به ترتیب برابر ۲/۰۷۴ و ۲/۰۷۵ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی مانده‌های الگو وجود ندارد. مطابق مبانی تئوریک در فرضیه دوم انتظار بر این بود که ضریب منفی متغیر سود عملیاتی هر سهم در کاهش سود تقسیمی و در کاهش همزمان سود عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی برای الگوی بلندمدت نسبت به الگوی کوتاه‌مدت بیشتر و در نتیجه دارای واکنش رفتاری بیشتری باشد. نتایج نیز نشان داد ضریب منفی این متغیر برای الگوی بلندمدت (۰/۰۳۸-) بیشتر از الگوی کوتاه‌مدت (۰/۰۲۲-) است. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش تایید می‌شود. افزون بر این، با توجه به اینکه سطح خطا برای آزمون مقایسه‌ای ضرایب زیر ۵ درصد بوده است در نتیجه، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است (مطابق نتایج پژوهش چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

از سوی دیگر، برای بررسی فرضیه سوم از الگوی (۳) استفاده شده است. نتایج تخمین الگوی (۳) با روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، در نگاره (۷) ارائه شده است.

نگاره ۷. نتایج تخمین الگوی (۳) پژوهش*

| الگوی بیش از شش سال | | | الگوی سه ساله | | | متغیر |
|---------------------|----------|---------------|---------------|----------|---------------|--|
| سطح خطا | آماره تی | ضریب متغیر | سطح خطا | آماره تی | ضریب متغیر | |
| ۰/۱۲۹ | ۱/۵۱۵ | ۶/۵۱۶ | ۰/۱۰۷ | ۱/۶۰۸ | ۶/۹۳۱ | عرض از مبدا |
| ۰/۰۰۵ | ۲/۷۶۰ | -۰/۰۰۰۷ | ۰/۰۰۷ | ۲/۶۵۹ | -۰/۰۰۰۷ | جریان نقد عملیاتی هر سهم |
| ۰/۰۰۴ | -۲/۸۷۰ | -۱/۷۴۹ | ۰/۰۰۲ | -۲/۹۹۸ | -۱/۸۶۰ | کاهش سود تقسیمی |
| ۰/۶۰۴ | -۰/۵۱۷ | -۰/۰۰۰۰۲ | ۰/۶۲۴ | -۰/۴۸۹ | -۰/۰۰۰۰۲ | جریان نقد عملیاتی هر سهم در کاهش سود تقسیمی |
| ۰/۰۱۴ | -۲/۴۳۳ | -۳/۵۰۳ | ۰/۰۲۸ | -۲/۱۹۸ | -۰/۷۴۹ | کاهش همزمان جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی |
| ۰/۰۰۰ | -۵/۵۲۴ | -۰/۰۵۳ | ۰/۰۰۰ | -۳/۶۶۹ | -۰/۰۲۶ | جریان نقد عملیاتی هر سهم در کاهش سود تقسیمی در کاهش همزمان جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود تقسیمی |
| ۰/۱۱۶ | -۱/۵۷۱ | -۱/۱۱۶ | ۰/۱۱۹ | -۱/۵۵۸ | -۱/۱۰۸ | نسبت جاری |
| ۰/۰۰۴ | ۲/۸۲۰ | ۲/۱۴۵ | ۰/۰۰۶ | ۲/۷۱۳ | ۲/۰۶۷ | اندازه شرکت |
| ۰/۰۰۴ | -۲/۸۴۰ | -۰/۳۵۶ | ۰/۰۰۳ | -۲/۹۲۶ | -۰/۳۶۸ | فرصت‌های رشد شرکت |
| ۰/۰۲۱ | ۲/۳۰۵ | ۰/۳۶۸ | ۰/۰۱۶ | ۲/۴۰۸ | ۰/۳۸۴ | نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام |
| ۰/۹۳۱ | -۰/۰۸۵ | ۰/۰۷۷ | ۰/۹۲۴ | ۰/۰۹۵ | ۰/۰۸۵ | نسبت افلام خاص به سود خالص |
| ۰/۰۰۰ | ۴/۷۰۵ | ۴/۴۷۶ | ۰/۰۰۰ | ۴/۶۵۷ | ۴/۴۳۱ | رشد درآمد شرکت |
| ۰/۸۳۷ | -۰/۲۰۴ | -۰/۱۸۵ | ۰/۸۷۱ | -۰/۱۶۲ | -۰/۱۴۶ | نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام |
| ۰/۵۰۲ | -۰/۶۷۰ | -۰/۰۰۰۰۰۳ | ۰/۵۲۳ | -۰/۶۳۸ | -۰/۰۰۰۰۰۳ | میانگین حجم معاملات روزانه |
| | | ۰/۳۴۷ | | | ۰/۳۲۷ | ضریب تعیین |
| | | ۰/۲۷۹ | | | ۰/۲۵۸ | ضریب تعیین تعدیل شده |
| | | ۲/۰۷۰ | | | ۲/۰۷۱ | آماره‌ی دورین-واتسون |
| | | (۰/۰۰۰) ۲/۱۹۰ | | | (۰/۰۰۰) ۲/۱۴۲ | آماره‌ی F |
| | | ۰/۰۲۸ | | | ۲/۱۸۵ | آزمون مقایسه ضرایب (آزمون تی) |
| | | | | | | نتایج آزمون مقایسه ضرایب t |

* منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در نگاره (۷) و با توجه آماره F بدست آمده برای الگوهای کوتاهمدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر (۲/۱۴۲) و (۲/۱۹۰) و سطح خطای آن‌ها که برابر (۰/۰۰۰) است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگوهای کوتاهمدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر ۲۵ و ۲۷ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۲۵ و ۲۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین و واتسون که به ترتیب برابر ۲/۰۷۱ و ۲/۰۷۰ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی مانده‌های الگو وجود ندارد. مطابق مبانی تئوریک در فرضیه سوم انتظار بر این بود که ضریب منفی متغیر جریان نقد عملیاتی هر سهم در کاهش سودتقسیمی و در کاهش همزمان جریان نقد عملیاتی هر سهم و سودتقسیمی برای الگوی بلندمدت نسبت به الگوی کوتاهمدت بیشتر و در نتیجه دارای واکنش رفتاری بیشتری باشد. نتایج نیز نشان داد ضریب منفی این متغیر برای الگوی بلندمدت (۰/۰۵۳-) بیشتر از الگوی کوتاهمدت (۰/۰۲۶-) است. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش تایید می‌شود. افزون بر این، با توجه به اینکه سطح خطا برای آزمون مقایسه‌ای ضرایب زیر ۵ درصد بوده است در نتیجه، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است (مطابق نتایج پژوهش چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱).

از سوی دیگر، برای بررسی فرضیه چهارم از الگوی (۴) استفاده شده است. نتایج تخمین الگوی (۴) با روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، در نگاره (۸) ارائه شده است.

نگاره ۸. نتایج تخمین الگوی (۴) پژوهش*

| متغیر | الگوی سه ساله | | | الگوی بیش از شش سال | | |
|---|---------------|----------|---------|---------------------|----------|---------|
| | ضریب متغیر | آماره تی | سطح خطا | ضریب متغیر | آماره تی | سطح خطا |
| عرض از مبدا | ۵/۱۱۱ | ۱/۲۱۸ | ۰/۲۲۳ | ۵/۰۸۹ | ۱/۲۱۴ | ۰/۲۲۴ |
| تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم | -۰/۰۰۰۰۵ | -۰/۱۲۸ | ۰/۸۹۷ | -۰/۰۰۰۰۵ | -۰/۱۰۱ | ۰/۹۱۹ |
| کاهش سودتقسیمی | -۲/۰۴۵ | -۳/۱۴۹ | ۰/۰۰۱ | -۱/۹۷۲ | -۳/۱۱۰ | ۰/۰۰۱ |
| تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم در کاهش سودتقسیمی | -۰/۰۰۰۰۸ | -۱/۱۰۹ | ۰/۲۶۷ | -۰/۰۰۰۰۷ | -۰/۸۸۸ | ۰/۳۷۴ |
| کاهش همزمان تغییر در خالص دارایی‌های و سودتقسیمی | -۰/۷۳۲ | -۲/۶۷۳ | ۰/۰۰۷ | -۰/۷۲۱ | -۲/۲۰۹ | ۰/۰۲۷ |
| تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم در کاهش سود تقسیمی | -۰/۰۱۲ | -۰/۲۸۰ | ۰/۷۷۸ | -۰/۰۲۳ | -۱/۱۲۱ | ۰/۲۶۱ |
| کاهش همزمان تغییر در خالص دارایی‌های هر سهم و سودتقسیمی | | | | | | |

| | | | | | | |
|--|---------------|--------|-------|---------------|--------|-------|
| نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها | ۱۲/۱۲۷ | ۵/۰۴۹ | ۰/۰۰۰ | ۱۲/۰۲۸ | ۵/۰۰۵ | ۰/۰۰۰ |
| اندازه شرکت | ۱/۹۷۰ | ۲/۶۰۳ | ۰/۰۰۹ | ۱/۹۷۰ | ۲/۶۰۵ | ۰/۰۰۹ |
| فرصت‌های رشد شرکت | -۰/۴۱۳ | -۳/۳۰۷ | ۰/۰۰۱ | -۰/۴۱۱ | -۳/۲۹۷ | ۰/۰۰۱ |
| نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام | ۰/۵۲۲ | ۳/۲۸۶ | ۰/۰۰۱ | ۰/۵۲۷ | ۳/۳۱۹ | ۰/۰۰۰ |
| نسبت اقلام خاص به سود خالص | -۰/۱۹۰ | -۰/۲۱۱ | ۰/۸۳۲ | -۰/۱۸۱ | -۰/۲۰۱ | ۰/۸۴۰ |
| رشد درآمد شرکت | ۴/۳۳۳ | ۴/۴۶۹ | ۰/۰۰۰ | ۴/۳۳۱ | ۴/۴۶۶ | ۰/۰۰۰ |
| نسبت سود انباشته به حقوق صاحبان سهام | ۰/۳۲۹ | ۰/۳۷۰ | ۰/۷۱۰ | ۰/۳۶۵ | ۰/۴۱۱ | ۰/۶۸۰ |
| میانگین حجم معاملات روزانه | -۰/۰۰۰۰۰۰۲ | -۰/۵۱۸ | ۰/۶۰۳ | -۰/۰۰۰۰۰۰۲ | -۰/۵۲۸ | ۰/۵۹۶ |
| ضریب تعیین | ۰/۳۱۹ | | | ۰/۳۳۰ | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۲۶۱ | | | ۰/۲۷۱ | | |
| آماره‌ی دوربین-واتسون | ۲/۰۷۶ | | | ۲/۰۷۷ | | |
| آماره‌ی F | (۰/۰۰۰) ۲/۱۲۰ | | | (۰/۰۰۰) ۲/۱۹۲ | | |
| آزمون مقایسه ضرایب (آزمون تی) | | | | | | |
| نتایج آزمون مقایسه ضرایب t | ۰/۲۱۰ | | | ۰/۸۳۳ | | |

* منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در نگاره (۸) و با توجه آماره F بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر (۲/۱۲۰) و (۲/۱۹۲) و سطح خطای آن‌ها که برابر (۰/۰۰۰) است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگوهای کوتاه‌مدت (سه ساله) و بلندمدت (بیش از شش سال) که به ترتیب برابر ۲۶ و ۲۷ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۲۶ و ۲۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که به ترتیب برابر ۲/۰۷۶ و ۲/۰۷۷ است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد. مطابق مبانی تئوریک در فرضیه چهارم انتظار بر این بود که ضریب منفی متغیر تغییر خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم در کاهش سودتقسیمی و در کاهش همزمان تغییر خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم و سودتقسیمی برای الگوی بلندمدت نسبت به الگوی کوتاه‌مدت بیشتر و در نتیجه دارای واکنش رفتاری بیشتری باشد. نتایج نیز نشان داد ضریب این متغیر برای الگوی بلندمدت (-۰/۰۲۳) بیشتر از الگوی کوتاه‌مدت (-۰/۰۱۲) است، اما این نتیجه معنادار نیست. بنابراین، فرضیه چهارم پژوهش رد می‌شود. افزون بر این، با توجه به اینکه سطح خطا برای آزمون مقایسه‌ای ضرایب بیشتر از ۵ درصد بوده است در نتیجه، اختلاف ضرایب در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیست.

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش به بررسی واکنش رفتاری بازار سهام، بر اساس شکست روندهای افزایشی بلندمدت و کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی شرکت (شامل؛ سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم، جریان وجه نقد عملیاتی هر سهم و رشد خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم بر حسب تورم) در زمان کاهش سود نقدی پرداخته شد. بدین منظور فرضیه‌هایی برای بررسی این موضوع تدوین و با استفاده از اطلاعات در دسترس به تجزیه و تحلیل آن پرداخته شد. به طور کلی، این پژوهش استدلال می‌کند که باید میان دو عامل جداگانه‌ی اثر گذار بر تصمیم‌گیری در ارتباط با سیاست تقسیم سود تمایز قائل شد؛ الف) تاثیر تغییرات معیارهای عملکردی ب) تاثیر الگوهای تاریخی. در نتیجه، فرضیه‌های پژوهش بیان می‌کند در صورت تغییر معیارهای عملکردی، توانایی عملکرد جاری به عنوان سیگنال عملکرد آتی نمی‌تواند تنها بر کیفیت سود وابسته باشد؛ بلکه تابعی از: الف) سیاست تقسیم سود ب) ثبات رویه شرکت در به وجود آوردن سود و تعمیم آن در شکلی از پرداخت سود سهام است. از سوی دیگر، استدلال می‌شود که چون مدیران تمایلی به تغییر سیاست سودتقسیمی ندارند، در ارتباط با مشکلات عملکردی که انتظار می‌رود پایدار باشد هر چه الگوهای عملکردی و الگوی سودتقسیمی گذشته بلندمدت‌تر باشد؛ احتمال تغییر سودتقسیمی بیش‌تر می‌شود. در واقع، هر چه الگوی افزایشی معیارهای عملکردی و سودتقسیمی قبل از تغییر معیارهای عملکردی، بلندمدت‌تر باشد؛ انتظار می‌رود تغییر معیارهای عملکردی، واکنش رفتاری بیشتری در توضیح احتمال تغییر سودتقسیمی داشته باشد. در نتیجه، زمانی که معیارهای عملکردی تغییر می‌کند به منزله‌ی نقص در یک الگوی ثابت از معیارهای عملکردی است که بر تصمیم‌گیری در رابطه با سودتقسیمی تاثیر گذار است و این موضوع زمانی که سوابق گذشته معیارهای عملکردی و سودتقسیمی قبل از تغییر در معیارهای عملکردی، بلندمدت‌تر باشد بیشتر خود را نشان می‌دهد. به بیانی دیگر، در این پژوهش چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران به شکست روند افزایشی به صورت روندهای بلندمدت و کوتاه‌مدت بررسی می‌شود. مطابق مبانی تئوریک در فرضیه‌ها انتظار بر این است که واکنش بازار برای شکست الگوهای بلندمدت افزایشی نسبت به شکست الگوهای کوتاه‌مدت بیشتر باشد. چرا که مطابق با استدلال‌های بیان شده این الگوها دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری نسبت به سودآوری آتی شرکت هستند. مطابق با این استدلال‌ها، نتایج پژوهش نشان داد که برای معیارهای عملکردی سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم، واکنش منفی بازار به کاهش همزمان معیار عملکردی و سودتقسیمی، برای الگوهای بلندمدت نسبت به الگوهای کوتاه‌مدت بیشتر است (مطابق نتایج پژوهش چاریتو و همکاران، ۲۰۱۱ و آگاپوا و دیوایدس ۲۰۱۷). از سوی دیگر، نتایج موید آن است که برای معیار عملکردی تغییر در خالص دارایی‌های تعدیل شده هر سهم، واکنش منفی بازار به کاهش همزمان معیار عملکردی و سودتقسیمی، برای الگوهای بلندمدت و الگوهای کوتاه‌مدت غیرمعنادار است. بنابراین، تمامی فرضیات پژوهش به استثنای فرضیات چهارم در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید

می‌شود. دلایل احتمالی رد این فرضیه و عدم توجه بازار به این معیار عملکردی، می‌تواند به دلیل نرخ تورم بالا در دوره پژوهش بوده که با توجه به این نرخ تورم، بازار به این معیار عملکردی اطمینانی نداشته است. چرا که نرخ دقیقی برای تورم در اختیار بازار نمی‌باشد تا بتواند برآورد دقیقی داشته و بر اساس آن واکنش نشان دهد.

در راستای نتایج بدست آمده می‌توان بیان کرد که مدیران باید توجه زیادی به عدم انحراف از ثبات سودتقسیمی داشته باشند، زیرا این مورد می‌تواند توسط سرمایه‌گذاران به عنوان یک تغییر ساختاری در قدرت سودآوری به صورت تاثیر بلندمدت درک شود. در نتیجه، عدم تمایل به شکستن الگوی ثابت سودتقسیمی ثبات رویه بیشتری را در این الگو تقویت می‌کند، اما آن را نیز منوط به درک مدیران از تداوم مشکلات سود می‌کند. بنابراین، در صورت تداوم مشکلات سود، مدیران مجبور به تغییر سیاست تقسیم سود و شکستن الگوی بلندمدت می‌شوند، در صورتی که؛ الف) هر چه الگوی سود و سودتقسیمی گذشته بلندمدت‌تر باشد، ب) کاهش سود و سودتقسیمی به صورت قابل ملاحظه باشد. به طور خلاصه، یافته‌های پژوهش بینش جدیدی را برای فعالان بازار نشان می‌دهد. درک رابطه میان شرکت‌های با ثبات در مقابل شرکت‌های با ثبات کمتر در سوابق معیارهای عملکردی و سودتقسیمی گذشته، می‌تواند به سرمایه‌گذاران برای ارزیابی محتوای اطلاعاتی سودتقسیمی زمانی که شرکت متحمل تغییرات معیار عملکردی می‌شود، کمک کند. از سوی دیگر، مدیران با تمرکز بر چنین آگاهی‌هایی می‌توانند با استفاده از سیاست تقسیم سود عملکرد آتی شرکت را بهتر توضیح دهند. همچنین، با توجه به نتایج پژوهش به فعالان بازار و تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌های خود به بحث شرکت‌های با ثبات در مقابل شرکت‌ها با ثبات کمتر در معیارهای عملکردی و توزیع آن به شکل سودتقسیمی، توجه کنند. علاوه بر این، به مدیران نیز پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌گیری در ارتباط با توزیع سودتقسیمی به الگوهای گذشته شرکت توجه کنند؛ چرا که با توجه به نتایج پژوهش، الگوهای گذشته شرکت در معیارهای عملکردی و توزیع آن به شکل سودتقسیمی، بر شدت واکنش بازار تاثیر گذار است.

با انجام هر پژوهش، راه به سوی مسیری جدید باز می‌شود و ادامه‌ی راه مستلزم انجام پژوهش‌های دیگری است. بنابراین، انجام پژوهش‌هایی به شرح زیر پیشنهاد می‌شود:

- بررسی محتوای اطلاعاتی سودتقسیمی بر اساس شکست روندهای بلندمدت و کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی شرکت و سودتقسیمی بر اساس تفکیک صنایع متفاوت و با کنترل دوره‌های متفاوت اقتصادی در دوره پژوهش.

- بررسی واکنش بازار بر اساس شکست روندهای بلندمدت و کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی شرکت و سودتقسیمی بر اساس تفکیک صنایع متفاوت و با کنترل دوره‌های متفاوت اقتصادی در دوره پژوهش.

● بررسی محتوای اطلاعاتی سودتقسیمی بر اساس شکست روندهای بلندمدت و کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی شرکت و سودتقسیمی بر اساس سودهای اعلامی و پیش‌بینی شده فصلی یا شش‌ماهه.

● بررسی واکنش بازار بر اساس شکست روندهای بلندمدت و کوتاه‌مدت معیارهای عملکردی شرکت و سودتقسیمی بر اساس تفکیک صنایع متفاوت و با کنترل دوره‌های متفاوت اقتصادی در دوره پژوهش بر اساس سودهای اعلامی و پیش‌بینی شده فصلی یا شش‌ماهه.

یادداشت‌ها

1. Agency conflict
2. Signalling theory

کتابنامه

۱. افلاطونی، ع. (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی، چاپ اول، تهران، انتشارات ترمه.
۲. ایزدی نیا، ناصر؛ علینقیان، نسرین. (۱۳۹۰). شناسایی عوامل موثر بر سودتقسیمی با بکارگیری مدل لاجیت، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳ (۱): ۲۱-۳۸.
۳. آقاییک‌زاده، مهدی و فروغی، داریوش. (۱۳۹۶). بررسی واکنش بازار سهام به اخبار همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه، فصلنامه حسابداری مالی، ۹ (۴): ۱۲۴-۱۴۹.
۴. برزیده، فرخ؛ برهانی، محمد. (۱۳۸۸). سودمندی اطلاعات سودهای تقسیمی درباره سودهای آتی، مطالعات حسابداری، ۲۳ (۴): ۶۷-۸۲.
۵. سجادی، حسین؛ نیک‌کار، جواد؛ حاجی‌زاده، سعید؛ ملک‌خدایی، الهه. (۱۳۹۴). تاثیر الگوهای تاریخی سود و سود سهام بر محتوای اطلاعاتی سود سهام جاری برای پیش‌بینی سودهای آتی در زمان کاهش سود، دانش حسابداری مالی، ۲ (۴): ۲۷-۴۵.
۶. فدایی‌نژاد، اسماعیل؛ کامل‌نیا، مجتبی. (۱۳۹۱). واکنش بازار به اعلامیه‌های سود فصلی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۵ (۴): ۷۱-۹۰.
۷. کردستانی، غلامرضا؛ نصیری، محمد؛ رحیم‌پور، محمد. (۱۳۸۹). تئوری‌های پرداخت سود، پیام‌دهی و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدی، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲ (۱): ۶۳-۷۶.
۸. محمودی، وحید؛ محقق، هادی. (۱۳۹۰). بررسی واکنش بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به انحرافات اساسی از روند تقسیم سود سهام، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۶۶ (۳): ۲۹-۴۰.

۹. نصیرزاده، فرزانه و موسوی گوکی، علی. (۱۳۹۶). بررسی واکنش بازار نسبت به افشای اطلاعات بااهمیت، دانش حسابداری، ۸(۳): ۵۳-۸۰.

10. Agapova, A, and DeVides, Z, M. (2017). Market Reaction to Patterns of Earnings, www.ssrn.com.

11. Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., and Michaely, R. 2005. Payout Policy in the 21st Century, *Journal Of Financial Economics*, 77 (3): 483-527.

12. Cesari, D, A., & Meier, W, H. 2015. Dividend Changes and Stock Price Informativeness, *Journal of Corporate Finance*, 34 (4): 274-303.

13. Charitou, A. 2000. The impact of losses and cash flows on dividend: Evidence for Japan, *Abacus*, 36(2): 198-225.

14. Charitou, A., Colin, D, B., and Andreou, A. 2000. The Value Relevance of Earnings And Cash Flows: Empirical Evidence for Japan, *Journal of International Financial Management & Accounting* , 11 (1): 1-22.

15. Charitou, A., Lambertides, N., and Theodoulou, G. 2010. The Effect of Past Earnings and Dividend Patterns on the Information Content of Dividends When Earnings Are Reduced , *Abacus*, 46 (2): 153-187.

16. Charitou, A., Lambertides, N., and Theodoulou, G. 2011. Losses, Dividend Reduction, and Market Reaction Associated with Past Earnings and Dividends Patterns, *Journal of Accounting, auditing, finance*, 41 (2): 351-382.

17. Chen, V.Y., and Tiras, S, L. 2015. Other information as an explanatory factor for the opposite market reactions to earnings surprises, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(4): 757-784.

18. DeAngelo, H., L. and Stulz, R, M. 2006. Dividend Policy and the Earned Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory, *Journal of Financial Economics*, 81 (3): 227-254.

19. Ijaz, A., Noor, M., & Gohar, A. 2017. Do Firms Use Dividend Changes to Signal Future Earnings? An Investigation Based on Market Rationality, *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 9(4); 2017, pp165-191.

20. Keller, G., & Warrack, B. 2003. Statistics for management and economics (6th ed.). Pacific Grove, CA: Duxbury Press.

21. Liu, SH., & Chen, A, S. 2014. Do firms use dividend changes to signal future profitability? A Simultaneous Equation analysis, *International Review of Financial Analysis*, 67(4), pp 178-209.

22. Miller, M., and Modigliani, F. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of Shares, *Journal of Business*, 34 (4): 411- 433.

23. Sharmila, R, & Anand, P. (2017). How do stock prices react to change in dividends?, *International Journal of Applied Research* 2017; 2(5): 384-388.

24. Yekini, S., Wisniewski, T, P., & Millo, Y. 2016. Market Reaction to the Positiveness of Annual Report Narratives, *The British Accounting Review*, 86(3), pp 325-35.