

## تأثیر شوک های اطلاعاتی درونی بر بازده غیرعادی انباشته

### سیروان عزیزی

دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین، ایران.  
seirvan\_a@yahoo.com

### محمدرضا وطن پرست

استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد واحد اسلامی، رشت، ایران. (نویسنده مسئول)  
vatanparast@alumni.ut.ac.ir

### مهرداد صدرآرا

استادیار گروه اقتصاد و حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه گیلان، رشت، ایران،  
mehrdadsadrara@guilan.ac.ir

### فرزین رضایی

دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران  
rezaei@qiau.ir.farzin

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۵/۰۷ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۵/۱۵

### چکیده

در این مقاله با در نظر گرفتن نظریه علامت دهی مبنی بر اینکه مدیران شرکت ها اطلاعات بیشتری درباره ارزش شرکت دارند، سیاست تقسیم سود منحصر به فردی را جهت انتقال اطلاعات به بازار در نظر می گیرند. براین اساس رابطه نزدیکی بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود برقرار است. بدین ترتیب مدیران با ایجاد شوک های اطلاعاتی ناشی از عدم تقارن، سیاست های تقسیم سود را در پیش می گیرند. برای دستیابی به هدف پژوهش، داده های ۹۰ شرکت نمونه، در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۷ جمع آوری شد و به شیوه تحلیل توصیفی - همبستگی با اجرای آزمون رگرسیون چندگانه و آزمون وونگ تجزیه و تحلیل شدند. یافته ها نشان داد که از میان شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی ماکیت نهادی و تغییرات اساسی هیات مدیره)، شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره) در قیاس با متغیر دیگر شوک اطلاعاتی، ارتباط بیشتری با سیاست تقسیم سود و بازده غیرعادی انباشته دارد.

واژه های کلیدی: شوک اطلاعاتی درونی، بازده غیرعادی انباشته، سیاست تقسیم سود.

## ۱- مقدمه

میلر و مودیگیلیانی (۱۹۶۱) ثابت کردند که سیاست تقسیم سود در یک بازار سرمایه کامل و کارآبی ربط است. با این حال، مشاهده این که قیمت سهام به طور معمول با افزایش سود سهام شرکت ها افزایش می یابد، نشان می دهد که برعکس، سود سهام اهمیت دارد. مطالعات پیشین (آلن و میشائلی، ۲۰۰۳) توضیحات مختلفی را در مورد رفتار سود سهام شرکت ها ارائه داده است. در میان آنها، نظریه علامت دهی سود سهام از توضیحات غالب است. طبق مدل های علامت دهی، جان و ویلیامز (۱۹۸۵) و میلر و راک (۱۹۸۵)، مدیران بیشتر از ارزش واقعی شرکت نسبت به سرمایه گذاران خود اطلاع دارند و از سود سهام برای انتقال اطلاعات به بازار استفاده می کنند. بنابراین، مدل ها رابطه مثبتی بین عدم تقارن اطلاعات و سیاست تقسیم سود نشان می دهند.

از طرفی سود از جمله مفاهیم با اهمیت حسابداری و مالی است که موجب با اهمیت تر شدن سیاست تقسیم سود در مدیریت مالی می گردد. تاکید بیش از حد بازار سرمایه به سود و اطلاعات مرتبط با آن باعث شده است که این رقم به یکی از مهم ترین عوامل تغییرات قیمت سهام تبدیل گردد و با ایجاد یک بازده غیر عادی، ارزش شرکت را به خود وابسته سازد. توزیع سود از جمله راهبردهای کوتاه مدت و بلندمدت شرکت ها است که آثار آن در هر سال مالی در مجامع عمومی شرکت آشکار می گردد و بر پایه آن عملکرد شرکت ارزیابی می گردد. این سیاست در بازار سهام، محتوای اطلاعاتی دارد و تغییر آن نیز برای سهامداران حاوی اطلاعات است. بنابراین آگاهی از عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکت ها ارائه می دهد، امکان برآورد رفتار آتی آنها را نیز فراهم می سازد. لذا شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود و تصمیمات مدیران از اهمیت ویژه ای برخوردار است.

نقش عدم تقارن اطلاعات در بازارهای مالی باعث شده است تا موضوع به طور قابل توجهی در معرض تحقیقات قرار گیرد. ادبیات دو مفهوم اساسی ارائه می دهند (۱) مدیران عدم تقارن اطلاعات را به نفع خود به کار می گیرند و (۲) سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی همراه است. این امکان وجود دارد که تغییر در محیط اطلاعاتی شرکت منجر به تغییر در پرداخت سود سهام آن شود. بدین ترتیب سیاست تقسیم سود و منافع حاصل از آن به مدیران ممکن است مرتبط باشد، زیرا هر دو مربوط به عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه گذاران خارج از سازمان هستند. از آنجا که بازده های غیرعادی قبل و بعد از اعلام سود سهام به وجود آمده است به نظر می رسد سیاست

تقسیم سود برای برخی از سرمایه گذاران از اهمیت خاصی برخوردار بوده که تا حدی به دلیل مالیات بر سود سرمایه است. در این بین شرکت ها می توانند در تقسیم سود سیاست های متفاوتی را در نظر بگیرند. چرا که مدیران شرکت ها دریافته اند که سهامداران خواهان دریافت سود پایدار هستند. بنابراین در صورتی که این روند از ثبات و پایداری لازم برخوردار نباشد، ریسک تجاری آن بالاتر خواهد بود. بدین معنی که شرکت از نقدینگی کافی برای تدوام در پرداخت سود برخوردار نیست. تغییر در سود تقسیمی در بردارنده اطلاعات و علائمی به بازار سرمایه بوده و واکنش حجم معاملات و قیمت سهام را در برخواهد داشت. مدیران با انتخاب راهکاری مناسب برای از بین بردن خلأ وارده از طریق ایجاد شوک اطلاعاتی درونی (تغییر اعضای هیات مدیره و مالکیت نهادی) بدنبال دستیابی به رونق بازار سهام برای کسب بازده غیرعادی خواهند بود. بدین ترتیب توزیع اطلاعات به صورت نابرابر میان مدیران و مالکان از مبناهای تشریح سیاست تقسیم سود است که به عنوان شوک های اطلاعاتی شناخته می شود (هایل و همکاران، ۲۰۱۴). از آنجا که شوک خاصیت کوتاه مدت و گذرا دارد، مدیران از این سیاست به عنوان یک فرصت استفاده خواهند کرد تا بتواند قیمت سهام خود را در رونق نگاه دارند. با توجه به مطالب بیان شده، این سؤال مطرح می شود که تاثیر شوک های اطلاعاتی درونی بر سیاست تقسیم سود و بازده غیرعادی انباشته چگونه است؟

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

اهداف شرکت ها از پرداخت سود سهام متفاوت بوده و ممکن است برای جذب مشتریان خاص یا انتقال اطلاعات به بازار باشد و یا فقط بازده غیرعادی برای همه سهامداران را به طور منصفانه در پی داشته باشد. به این جهت، هیچ یک از تئوری های سود سهام به تنهایی نتوانسته است از سایر تئوری های دیگر موفق تر باشد و علت آن احتمالاً به وجود انگیزه های متفاوت برای پرداخت سود سهام بر می گردد (فرانکفورد و وود، ۲۰۰۲). نحوه تصمیم گیری درباره میزان تقسیم سود در ارتباط با عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مشکلات نمایندگی خواهد بود. مدیران به دلیل دارا بودن اطلاعات محرمانه درباره شرکت، اطلاعات بیشتر و بهتری نسبت به بازار در اختیار داشته و به اطلاعات شرکت قبل از اطلاع بازار دسترسی دارند.

میلر و راک، (۱۹۸۵) محتوای اطلاعاتی در سیاست تقسیم سود تاثیر دارد. طبق تئوری علامت دهی ارائه شده توسط باتاجاریا (۱۹۷۹) سود سهام از طریق علامت دهی اطلاعات در مورد چشم انداز شرکت ممکن است عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران را کاهش دهد. بنابراین ممکن است بین

همراه آورد. از یک سو نظارت می کند و می تواند اقدامات مدیران را تغییر مسیر دهند و از سوی دیگر توصیه هایی به مدیریت با توجه به غنای دانش خود دهند (فاما و جنسن، ۱۹۸۳).

روزنشتاین و وات (۱۹۹۰) تغییر اعضای هیات مدیره بخصوص اگر دانش مالی داشته باشند، بازار سهام به این تغییر واکنش مثبتی دارد و افزایش قیمت را در بر خواهد داشت. تغییر عضو هیئت مدیره، علامتی به بازار سرمایه منتقل می کند که شرکت در حال شروع رویه ها و اقداماتی است که باعث افزایش کارایی آن و در نتیجه بهبود عملکردهای آینده خود خواهد شد. از سوی دیگر تغییر در ترکیب هیئت مدیره می تواند به دلایل زیادی اتفاق بیفتد و شرکت ها ممکن است عضو جدیدی را به عنوان ابزاری برای افزایش اثربخشی سازمانی در هیئت مدیره معرفی کنند. بنابراین می توان ادعا کرد که انتصاب های جدید انجام نمی شود مگر اینکه تصور شود که کارایی شرکت را بهبود می بخشد. علاوه بر این، انتصاب های جدید فقط به عنوان علامت دهی به بازار انجام می شود. بنابراین در بازار کاراً، تغییر عضو هیئت مدیره مطابق با محتوای اطلاعات این رویداد پردازش می شود و انتظار می رود که به طور کامل و سریع در قیمت سهام منعکس و منجر به افزایش بازده غیرعادی شود. اما ادبیات پیشین (گروسمن و استیگلیتز، ۱۹۸۰) نشان می دهد که اطلاعات به دلیل هزینه بر بودن نمی توانند کاملاً کاراً باشند. بدین شکل در صورت توزیع نامتقارن اطلاعات، شوک اطلاعاتی نمود پیدا می کند.

بدیهی است که انتصاب همواره باید تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت داشته باشد. واکنش قیمت سهم نسبت به تغییر اعضای هیئت مدیره نشان می دهد که آیا بازار چنین تغییری را مهم می داند یا خیر و رفتار بازده غیرعادی چگونه می شود. برخی از مطالعات پیشین بانیر و برون (۱۹۸۹) فورتادو (۱۹۸۶)، بازده غیرعادی مثبت چشمگیری پیرامون تغییر اعضای هیئت مدیره گزارش می دهند. پری و پیر (۲۰۰۵)، در مورد انتصاب هیئت مدیره به این نتیجه رسیدند که میانگین بازده غیرعادی انباشته منفی است حتی اگر مدیران دارای مالکیت سهام کمتری باشند و هیئت مدیره مستقلاً نداشته باشند. در مقابل، بازده غیرعادی انباشته برای شرکت هایی که مدیران در آن مستقل هستند، منفی نیست.

تاسی، تژنگ و چانگ (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی عدم تقارن اطلاعات، نقدینگی بازار و بازده غیرعادی پرداختند. نتایج نشان داد، بازده غیر عادی تفاوت معناداری بین نسبت بالایی از سهام انفرادی و نسبت بالایی از سهام موسسات ندارد. بازده غیرعادی بلند مدت به طور قابل توجهی بیشتر از بازده های غیرعادی کوتاه مدت است، زیرا سهام دارای تغییرات قابل

سیاست تقسیم سود و شوک های اطلاعاتی به دلیل عدم تقارن اطلاعات در بین سرمایه گذاران، تعامل شدیدی صورت گیرد. شوک اطلاعاتی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل ناشی می شود. در حالت کلی شوک اطلاعاتی را می توان به صورت شوک درونی متصور شد. شوک درونی به مجموعه تصمیماتی که در داخل شرکت گرفته می شود که می تواند به عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود تأثیر بگذارد.

معاملات سهام در بازار سرمایه زمانی رونق خواهد گرفت که کلیه عوامل درونی شوک آور متاثر بر رونق معاملات مانند تقسیم سود و نفوذ مالکان نهادی در نظر گرفته شود. بدیهی است که درصد مالکیت نهادی تأثیر مهمی بر روی مدیریت، تصمیمات، رفتار شرکت و همچنین قیمت سهام دارد، این امر از فعالیت های نظارتی و اطلاعاتی که این سرمایه گذاران انجام می دهند، نشأت می گیرد. نقش مالکان نهادی در تئوری های تقسیم سود، از ترجیحات مالکان نهادی، مبنی بر توزیع جریان های نقدی به منظور کاهش هزینه های نمایندگی ناشی می شود. با توجه به موقعیت دارای نفوذ و اثرگذار سرمایه گذاران نهادی، انتظار می رود این گروه از مالکان بر سیاست های مالی شرکت، شامل سیاست تقسیم سود تأثیر داشته باشند. چنین استدلال می شود کاهش یا افزایش نسبت مالکان نهادی پیام هایی به بازار مخابره می کند که هزینه های نمایندگی ناشی از فعالیت های نظارتی این گروه از سرمایه گذاران کاهش یا افزایش یافته است. به بیان دیگر شرکت هایی که دارای نوسان بالایی در نسبت های مالکیت نهادی هستند با بی ثباتی بالایی در نسبت پرداخت سود سهام خود و بازده غیرعادی همراه هستند. بنابراین بر اساس نظریه نمایندگی، انتظار داریم بین تغییرات مالکیت نهادی به عنوان شوک درونی و بازده غیرعادی انباشته رابطه معناداری برقرار شود.

از نظر تئوری، مسئولیت نهایی در مورد اطمینان از مدیریت صحیح شرکت بر سهامداران است، اما با تفکیک مالکیت از مدیر، در اکثر شرکت های بزرگ تجاری مسئولیت تصمیمات استراتژیک و اطمینان از اینکه مدیران ارشد وظایف روزانه خود را بر عهده می گیرند کاملاً مؤثر و کاراً به اعضای هیئت مدیره واگذار شده است. اعضای هیئت مدیره، می توانند نقش مهمی در رفتارهای احتمالی مدیریت و همچنین قدرت و نفوذ بیشتری در استراتژی، سیاست گذاری و اختیار تصمیم گیری شرکت داشته باشند (فاما و جنسن، ۱۹۸۳).

همه مدیران این توانایی را دارند که روی سیاست ها و اهداف بنگاه و بنابراین عملکرد تأثیر بگذارند. انتصاب جدید هیئت مدیره می تواند انگیزه ای تازه و پویا را برای فعالیت ها به

کلی محیط اطلاعاتی و در نتیجه ساختار حاکمیت شرکتی در اقتصاد عمل می‌کنند. آنها دریافته‌اند که پس از این دو رویداد، شرکت‌ها به احتمال کمتری سود سهام را می‌پردازند، اما احتمال قطع (توقف) چنین پرداخت‌هایی را بیشتر خواهد کرد. این تغییرات حول زمان شوک اطلاعاتی و تنها در کشورها و شرکت‌هایی که مشمول تغییر نظارتی هستند رخ می‌دهد. زمانی که مسایل نمایندگی و یا شوک‌های اطلاعاتی قوی‌تر هستند، آنها بیشتر دیده می‌شوند. همچنین محتوای اطلاعاتی سود سهام پس از آن کاهش می‌یابد. نتایج اهمیت هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقد آزاد (و تغییرات در آن) را برای شکل‌دهی سیاست‌های پرداخت شرکت‌ها برجسته می‌کند.

دولو و جنتی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر واکنش بازار نسبت به افزایش سود نقدی پرداختند. یافته‌های آنها نشان داد که افزایش سود نقدی شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا منجر به بازده غیرعادی مثبت و قوی‌تر می‌شود. همچنین شرکت‌های با سابقه کاهش نوسان غیر سیستماتیک پس از افزایش سود نقدی، بازده غیر عادی مثبتی تجربه می‌کنند. واکنش مثبت بازده پس از افزایش سود نقدی، برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا محرز است.

قالیباف اصل و ولی زاده (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقد شوندگی سهام پرداختند. آنها دریافته‌اند که در بورس اوراق بهادار تهران بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین رابطه معکوس معناداری بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود سهام پیش بینی شده، به بررسی واکنش بازار به تعدیل منفی در سود هر سهم پیش بینی شده (خبر بد) و اعلام دیر هنگام این خبر پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از این بود که بازار به اخبار بد واکنش منفی نشان می‌دهد. اما اعلام دیر هنگام، با واکنش مثبت بازار روبرو می‌شود. همچنین دریافته‌اند که بین اخبار بد دیر هنگام و زود هنگام از نظر واکنش بازار تفاوتی وجود ندارد، اما اعلام دیر هنگام اخبار خوب با یک واکنش مثبت همراه بوده است.

اعتمادی، انواری رستمی و احمدیان (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی آزمون نظریه‌های اصلی تقسیم سود با تاکید بر نقش سهامداران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که مطابق با نظریه سلسله مراتبی، سیاست تقسیم

توجهی در سهم سهامداران انفرادی یا موسسه هستند. از بین شوک‌هایی که بر عدم تقارن اطلاعات تأثیر می‌گذارد، گردش مالی بیشترین تأثیر را دارد، دوم بازده بازار و در آخر بازده غیر عادی است و هر متغیر با عدم تقارن اطلاعات رابطه مثبت دارد. هاراک<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر شوک‌های اطلاعاتی پرداخت سود سهام و ارتباط ارزشی تقسیم سود پرداختند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که تصویب IFRS از طریق کاهش اطلاعات نامتقارن، کمک زیادی به افزایش پرداخت تقسیم سود می‌شود. علاوه بر این، بهبود محیط اطلاعات به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا با استفاده از اعداد حسابداری برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت، بیشتر اطمینان پیدا کنند که موجب کاهش قابل توجهی در ارزش و سود سهام بین شرکت‌های پراهمیت می‌شود.

نگو<sup>۲</sup> و سکاکی (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی ثبات مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود پرداختند. آنها دریافته‌اند که صاحبان شرکت‌های بزرگ طرفدار پرداخت سود سهام هستند. همچنین بین ثبات مالکیت و پرداخت سود سهام رابطه مثبت وجود دارد. در مقابل، بنگاه‌هایی که پرداخت سود سهام خود را به طور مکرر تغییر می‌دهند با انحراف بزرگتر در مالکیت نهادی همراه هستند. علاوه بر این، حضور سرمایه‌گذاران نهادی حساس نسبت به فشار به طور قابل توجهی با سیاست پرداخت سود سهام مرتبط است. برعکس، سرمایه‌گذاران نهادی غیر حساس به فشار به جای این که شرکت‌های سرمایه‌گذار مکلف به پرداخت سود سهام خود کنند، از اشکال جایگزین نظارت استفاده می‌کنند، این امر به منظور کاهش مشکلات نمایندگی است.

بهانا (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی واکنش بازار سهام به تغییرات هیئت مدیره پرداخت. نتایج نشان داد فعالان بازار، تغییر در ترکیب هیئت مدیره شرکت را محتوای اطلاعاتی در نظر می‌گیرند و از نظر آماری تغییر قابل توجهی در قیمت سهام شرکت مورد نظر ایجاد می‌کنند. به ویژه، اثرات اطلاع‌رسانی انتصابات جدید توسط بازار از استعفای هیئت مدیره شرکت متفاوت است. نتایج همچنین شواهدی را نشان می‌دهد که بازار نسبت به انتصاب مدیرعامل غیر اجرایی نسبت به انتصاب مدیر اجرایی واکنش مطلوبی نشان می‌دهد.

هایل و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی پرداخت سود تقسیمی و شوک اطلاعاتی پرداختند. آنها پیش‌بینی‌ها را با تحلیل رفتار پرداخت سود تقسیمی یک نمونه جهانی از شرکت‌ها حول پذیرش اجباری IFRS و اجرای اولیه قوانین تجارت داخلی جدید آزمون کردند. هر دو رویداد به عنوان پروکسی برای بهبود

<sup>2</sup> Ngo

<sup>1</sup> Harakeh

شد. مقدار ضریب تعیین (R2) بیانگر ارتباط سود تقسیمی و بازده غیرعادی انباشته است.

الگوی (۱)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPR_{it} + \epsilon_{it}$$

(۲) جهت برازش مدل های رگرسیونی فرضیه های پژوهش با واردکردن شوک اطلاعاتی درونی مقدار تغییرات ضریب تعیین (R2) با آزمون وونگ اندازه گیری می شود.

مدل رگرسیونی فرضیه ۱:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 DPR \times IIS_{1it} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 NIBE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 Capex_{it} + \epsilon_{it}$$

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 DPR \times IIS_{2it} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 NIBE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 Capex_{it} + \epsilon_{it}$$

### متغیر تعدیل گر- شوک اطلاعاتی درونی

برای اندازه گیری شوک اطلاعاتی درونی از دو شاخص استفاده شده است:

(۱) تغییرات اساسی مالکیت نهادی: تغییرات اساسی

مالکیت نهادی (درصد سهامداران نهادی به کل سهام) براساس طبقه بندی استاندارد شماره ۱۵ (تا ۲۰ نفوذ وجود ندارد یا خیلی کم است؛ بین ۲۰ تا ۵۰ درصد نفوذ قابل ملاحظه ای دارند؛ از ۵۰ بیشتر، کنترل وجود دارد) صورت گرفت. بدین شکل که اگر مالکیت نهادی شرکتی در سال جاری نسبت به سال قبل تغییر طبقه بندی فوق را داشته باشد به عنوان تغییرات اساسی مالکیت نهادی تلقی شده، متغیر مجازی یک و در غیر این صورت متغیر مجازی صفر اختیار می کند.

(۲) تغییرات اساسی اعضای هیات مدیره: در صورتی که اعضای

هیأت مدیره سال جاری، نسبت به سال قبل بیشتر از سه نفر تغییر کرده باشند از متغیر مجازی یک و در غیر این صورت متغیر مجازی صفر اختیار می کند.

### متغیر مستقل - سود تقسیمی

نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم

### متغیر وابسته - بازده غیرعادی انباشته

بازده غیرعادی انباشته برابر است با بازده های غیرعادی ماهانه ای که در طول یکسال جمع می شوند.

$$CAR_t = \sum_{i=1}^{12} AR_{it}$$

سود شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی با عدم تقارن اطلاعاتی دارد. همچنین در تأیید نظریه های سلسه مراتبی، علامت دهی، توازن ایستا و نظریه نمایندگی، یک رابطه منفی بین سیاست های سود سهام و وابستگی مالی خارجی وجود دارد. یافته ها نشان می دهد که سیاست تقسیم سود شرکت های دارای درصد سهامدار نهادی بالا در مقایسه با شرکت های دارای سهامدار نهادی پایین، حساسیت کمتری به عدم تقارن اطلاعاتی و وابستگی مالی خارجی نشان می دهد. همچنین با رد نظریه چرخه عمر در بورس اوراق بهادار تهران، نتایج این پژوهش گویای آن است که رابطه معناداری بین عمر شرکت و سیاست های تقسیم سود وجود ندارد.

### ۳- فرضیه پژوهش

باتوجه به آنچه بیان شد، فرضیه های پژوهش به شرح زیر مطرح می شود:

**فرضیه ۱:** شوک های اطلاعاتی درونی بر رابطه سود تقسیمی و بازده غیرعادی انباشته موثر است.

### ۴- روش شناسی پژوهش

داده های این پژوهش از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه های اینترنتی مانند تارنمای کدال و پایگاه رسمی بورس استخراج شده است. جهت تعیین نمونه آماری پژوهش محدودیت هایی بدین شرح اعمال شد: ۱- دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند هر سال می باشد. ۲- سال مالی در طی دوره های مورد نظر تغییر نداشته باشد. ۳- سهام شرکت حداقل شش ماه در سال مورد معامله قرار گرفته باشد. ۴- جزء شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری و مالی نباشد. ۵- اطلاعات مورد نیاز برای انجام این تحقیق در دوره زمانی مورد بررسی در دسترس باشد. در نهایت اطلاعات مالی مربوط به ۹۰ شرکت به طور نمونه در دوره زمانی ۷ ساله از سال های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۷ با اعمال محدودیت های فوق بعنوان نمونه مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

### ۵- روش تجزیه و تحلیل داده ها

برای آزمون فرضیات تحقیق، پس از غربالگری و انتخاب نمونه از جامعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و جمع آوری اطلاعات متغیرهای معرفی شده در تعریف عملیاتی متغیرها به شرح زیر اقدام شد:

(۱) جهت سنجش ارتباط بین سود تقسیمی و بازده غیرعادی انباشته، الگوی رگرسیونی شماره (۱) برآورد

## ۶- نتایج پژوهش

### تحلیل توصیفی

مطابق جدول شماره ۱ و ۲، آمار توصیفی شرکت های موجود در نمونه را ارائه می نماید. با توجه به مجازی بودن شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی) و میانگین آن یعنی عدد ۰/۰۸۳ می توان دریافت که در این پژوهش، تعداد سال - شرکت های دارای تغییرات اساسی مالکیت نهادی تنها ۸/۳ درصد شرکت های نمونه را نشان می دهد. متغیر شوک درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره) با میانگین ۰/۱۴۶ نشان می دهد که ۱۵ درصد شرکت های نمونه نسبت به سال قبل تغییرات بیش از سه نفر اعضای هیات مدیره را تجربه کرده اند. میانگین نسبت سود تقسیمی با مقدار ۰/۶۳۱ نشان می دهد که حدود ۶۳ درصد از سال - شرکت های نمونه پژوهش سود نقدی پرداخت نموده اند. میانگین بازده غیرعادی انباشته با مقدار ۳۴/۵۲۲ نشان می دهد که حدود ۳۵ درصد از شرکت های نمونه پژوهش نرخ بازدهی مازاد بر نرخ بازده مورد انتظار در یک سال کسب کرده اند.

بازده غیرعادی: بازده غیرعادی حاصل تفاوت نرخ بازده واقعی و نرخ بازده مورد انتظار می باشد.

$$AR_i = R_i - R_m$$

AR: بازده غیرعادی سهام

R<sub>i</sub>: نرخ بازده واقعی سهام

R<sub>m</sub>: نرخ بازده مورد انتظار سهام

### متغیرهای کنترلی

- جریان نقد عملیاتی: جریان خالص وجه نقد حاصل از فعالیت عملیاتی تقسیم بر سود عملیاتی
- بازده دارایی: سودخالص متعلق به سهامداران عادی تقسیم بر کل دارایی ها
- اهرم مالی: کل بدهی ها تقسیم بر کل دارایی ها
- ظرفیت استقراض:

رابطه (۴)

$$Capex = \frac{TFA_T - TFA_{t-1}}{NA}$$

TFA<sub>t</sub> = دارایی های ثابت مشهود

TFA<sub>t-1</sub> = دارایی های ثابت مشهود سال قبل

- نوسان پذیری سودآوری: انحراف معیار حاصل تقسیم سود خالص بر میانگین دارایی ها طی ۳ سال گذشته

جدول ۱: تحلیل توصیفی مقادیر مربوط به متغیرهای مجازی

متغیر	نماد	مقادیر مجازی	فراوانی	درصد فراوانی	تعداد مشاهدات
شوک اطلاعاتی درونی	IIS1	۰	۵۷۸	۰/۹۱۷	۶۳۰
		۱	۵۲	۰/۰۸۳	
	IIS2	۰	۵۳۸	۰/۸۵۴	
		۱	۹۲	۰/۱۴۶	

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی	کمینه	بیشینه	تعداد مشاهدات
بازده غیرعادی انباشته	CAR	۳۴/۵۲۲	۶۵/۹۳۷	۶/۷۷۷	۱/۸۳۷	-۶۶/۶۲۸	۳۶۶/۰۹۹	۶۳۰
سود تقسیمی	DPR	۰/۶۳۱	۱/۲۰۸	۷/۴۴۹	۱/۵۵۶	-۴/۸۵۵	۷/۵۲۷	
اهرم مالی	LEV	۰/۵۷۹	۰/۲۱۷	۲/۶۳۹	-۰/۰۳۴	۰/۰۸۲	۱/۲۵۲	
نوسان پذیری سودآوری	NIBE	۰/۰۶۶	۰/۰۶۶	۲/۶۲۹	۲/۲۷۲	۰/۰۰۰۳	۰/۴۱۱	
نسبت جریان نقد عملیاتی	CF	۰/۷۱۳	۱/۲۷۶	۶/۷۶۵	-۰/۴۰۴	-۵/۷۷۸	۵/۶۰۳	
بازده دارایی	ROA	۰/۱۱۶	۰/۱۳۷	۴/۳۹۲	۰/۷۴۱	-۰/۳۷۰	۰/۶۳۱	
ظرفیت استقراض	CAPEX	۰/۰۳۵	۰/۱۱۳	۶/۰۶۲	۱/۱۷۳	-۰/۴۷۹	۰/۷۵۱	

## نتایج حاصل از آزمون مرحله اول

خطای پنج درصد است؛ بنابراین اطمینان از نکویی برازش و معنادار بودن آن حاصل شد. مقدار ضریب تعیین (R<sup>2</sup>) ۰/۷۴۵ بیانگر ارتباط بین سیاست تقسیم سود و بازده غیرعادی انباشته است. بنابراین نسبت تقسیم سود از توان توضیح دهندگی بالایی در ارتباط با سیاست تقسیم سود برخوردار است.

جدول شماره ۳ نتایج تخمین الگوی رگرسیونی شماره (۱) را نشان می دهد. برای اندازه گیری قدرت توضیح دهندگی مدل از ضریب تعیین (R<sup>2</sup>) استفاده گردید. با توجه به نتایج آزمون مقدار آماره اف بیانگر معنادار بودن کل رگرسیون، کمتر از سطح

جدول ۳: نتایج سنجش ارتباط بین سود تقسیمی و بازده غیرعادی انباشته

نماد	ضرایب	آماره تی	احتمال
C	۳۹/۷۹۹	۴/۵۳۸	۰/۰۰۰
DPR	۵/۲۱۴	۳/۰۷۱	۰/۰۰۲
CAPEX	۴/۵۶۲	۰/۳۶۴	۰/۷۹۲
CF	-۱/۷۱۶	-۱/۲۱۱	۰/۳۲۶
LEV	-۳۳/۱۴۶	-۲/۷۹۱	۰/۰۰۵
NIBE	۵۸/۹۷۵۵	۱/۷۹۷	۰/۰۷۳
ROA	-۲/۷۴۶	-۰/۱۵۶	۰/۸۷۶
	مقدار	آزمون	ضریب تعیین
	۰/۷۴۵	اف لیمر	۰/۹۹۸
	۲/۱۴۸	اف فیشر	۰/۰۰۰

## نتایج حاصل از آزمون مرحله دوم

وارد شدن شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی) تفاوت معناداری میان ضرایب تعیین دو مدل وجود ندارد. همچنین تفاوت معناداری میان ضرایب تعیین میان مدل های قبل و بعد از وارد شدن شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره) و شوک بیرونی وجود دارد.

به منظور آزمون تفاوت میان ضرایب تعیین قبل و بعد از وارد شدن شوک های اطلاعاتی درونی با آزمون وونگ در سطح شرکت های نمونه پژوهش انجام شد. نتایج در جدول (۴) آمده است. نتایج آزمون وونگ نشان می دهد که میان قبل و بعد از

جدول ۴: نتایج آزمون وونگ برای مدل های پژوهش

نتایج آزمون	ضریب تعیین مدل	نام مدل
۰/۷۹۱	۰/۱۹۰	مدل قبل از وارد شدن شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی)
	۰/۱۲۱	مدل بعد از وارد شدن شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی)
۰/۰۴۹	۰/۳۲۱	مدل قبل از وارد شدن شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره)
	۰/۳۶۰	مدل بعد از وارد شدن شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره)

## ۷- نتیجه گیری و بحث

درونی (تغییرات اساسی هیات مدیره) در قیاس با متغیر دیگر شوک اطلاعاتی ارتباط بیشتری با سیاست تقسیم سود و بازده غیرعادی انباشته دارد. از آنجا که بین سود تقسیمی و بازده غیرعادی انباشته ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد می توان به این نتیجه دست یافت که سود تقسیمی دارای بار اطلاعاتی است و تغییرات سود سهام با بازده مورد انتظار (واقعی) همراه است. در واقع، پرداخت یا عدم پرداخت سود سهام می تواند به عنوان یک علامت مثبت یا منفی برای سهامداران هر شرکت، نماد خوب یا بد داشته و حتی شرکت ها نیز با علم به این موضوع از

هدف از پژوهش حاضر بررسی تاثیر شوک های اطلاعاتی درونی بر بازده غیرعادی انباشته بین ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۷ است. با در نظر گرفتن نتایج حاصل از آزمون ها و بررسی سطح تغییرات توضیح دهندگی مدل ها می توان گفت؛ تغییرات در سیاست تقسیم سود حول شوک اطلاعاتی رخ می دهد. به نظر می رسد از میان شوک اطلاعاتی درونی (تغییرات اساسی مالکیت نهادی و تغییرات اساسی هیات مدیره)، شوک اطلاعاتی

## فهرست منابع

- این حربه در جهت دهی به قیمت سهام خود در بازار و در نتیجه هدایت سهامداران خود استفاده نمایند. بدیهی است که عدم تقارن اطلاعات به عنوان یک عامل مهم و اساسی برای تعریف سیاست تقسیم سود تعیین می شود. در حقیقت، سیاست تقسیم سود با سطوح مختلف عدم تقارن اطلاعات شرکت رابطه دارد. از این رو مدیران با تغییر محیط اطلاعاتی ناشی از شوک های اطلاعاتی به طور خاص شوک اطلاعاتی دورنی (تغییرات اساسی هیات مدیره) موجب تغییر در قیمت بازار سهام می شود. بدین ترتیب مدیران با ایجاد شوک اطلاعاتی ناشی از عدم تقارن، بازار سهام را در حالت رونق نگه داشته و این سیاست در شرکت های پذیرفته شده در بورس از قدرت کافی برخوردار می باشد. در واقع فرآیند تغییر اعضای هیات مدیره را می توان به عنوان یک استراتژی در نظر گرفت که در شرکت توسط مسئولین و مالکان در جهت هماهنگ نمودن آن با تغییرات محیطی انجام می گیرد و این فرآیند مکانیزم مداخله ای است که موجودیت فعلی و آتی شرکت را نشان می دهد. نتایج حاصل از تحقیق حاضر به نوعی مغایر با نتایج برخی از تحقیقات پیشین از جمله بهانا (۲۰۱۶) و قالیباف اصل و ولی زاده مطابقت دارد.
- با توجه به نتایج پژوهش حاضر به سرمایه گذاران و سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود که موضوع عدم تقارن اطلاعاتی را مد نظر قرار دهند و با توجه به نقش مهمی که در انجام معاملات صحیح آتی خواهد داشت، آثار بالقوه آن را در نظر بگیرند. همچنین به سرمایه گذاران، تحلیل گران و سایر ذی نفعان پیشنهاد می شود که هنگام شناسایی عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود، علاوه بر تصمیمات اقتصادی مدیران به انگیزه های شخصی آنها نیز توجه کنند.
- برای پژوهش های آتی پیشنهاداتی به شرح زیر ارائه می شود:
- در این پژوهش برای اندازه گیری بازده غیرعادی انباشته از تفاوت بازده مورد انتظار و بازده واقعی استفاده شده، پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی از سایر الگوهای اندازه گیری بازده غیرعادی شامل مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای یا مدل سه عامله فاما و فرنچ یا مدل آربیتراژ نیز استفاده و نتایج با این تحقیق مقایسه گردد.
  - در این پژوهش از متغیر وابسته بازده غیرعادی انباشته استفاده شد پیشنهاد می شود از متغیرهای دیگری چون (نسبت کیوتوبین، بازده سود سهام نقدی و...) استفاده شود.
- \* اعتمادی، حسین؛ انواری رستمی، علی اصغر؛ احمدیان، وحید (۱۳۹۳). آزمون نظریه های اصلی تقسیم سود با تاکید بر نقش سهامداران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی. دوره ۶، شماره ۳، صص ۲۰-۱.
- \* دولو، مریم؛ جنتی، علی. (۱۳۹۷). بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر واکنش بازار نسبت به افزایش سود نقدی. فصلنامه حسابداری مالی، سال دهم، شماره ۳۹، صص ۳۰-۱.
- \* فروغی، داریوش؛ مهرداد آیسک، سیدسعید (۱۳۹۴). بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هرسهام پیش بینی شده. پژوهش های تجربی حسابداری. (۱۷)۵، صص ۱۶۲-۱۳۹.
- \* قالیباف اصل، حسن؛ ولی زاده، فریده. (۱۳۹۵) بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی. مجله راهبرد مدیریت مالی، دانشگاه الزهراء، سال چهارم، شماره چهاردهم، صص ۲۳-۱.
- \* Allen, F. and R. Michaely, 2003, "Payout Policy," in G. Constantinides, M. Harris and R. Stulz, Eds., *Handbooks in Economics*, North-Holland/Elsevier, 337-429.
- \* Bhattacharya, S., 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy," *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
- \* Bonnier, K., & Brunner, R.F. (1989). *An analysis of stock price reaction to management changes in distressed firms. Journal of Accounting and Economics*, 11(1), 95-106.
- \* Bhana Narendra (2016). *The Stock Market Reaction to Board Changes: The South African Experience. Journal of Emerging Market Finance* .15(3) 1-26.
- \* Furtado, E.P. (1986). *The wealth effects of manager initiated management changes. Unpublished Manuscript, Kansas State University.*
- \* Fama, E. F., and Jensen, M. C. (1983). *Separation of ownership and control. Journal of Law and Economics*, 26 (2), pp. 301-325.
- \* Grossman, S., and J. Stiglitz. 1980. *On the impossibility of informationally efficient markets. American Economic Review* 70 (3):393-408. doi:10.1016/0309-586X(82)90048-6.
- \* Hail, L., Tahoun, A., Wang, C., 2014. *Dividend payouts and information shocks. J. Account. Res.* 52, 403-456.
- \* Harakeh, M, Lee, E, Martin Walker, (2018). *The effect of information shocks on dividend payout and dividend value relevance. Finana*, doi:10.1016/j.irfa.2018.10.0099.
- \* John, K. and J. Williams, 1985, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium," *Journal of Finance* 40, 1053-1070.
- \* Miller, M. and F. Modigliani, 1961, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business* 34, 411-433.



- \* Miller, M. and K. Rock, 1985, "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance* 40, 1031-1051.
- \* Ngo [Thanh](#), [Hamid Sakaki](#), (2017). Institutional Ownership Stability and Dividend Payout Policy. [Managerial Finance](#) 43(03) . DOI: 10.1108/MF-09-2016-0272.
- \* Perry, T., and Peyer, U. (2005). *Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective*. *The Journal of Finance*, 60 (4), pp. 2083-2123.
- \* Rosenstein, S., and Wyatt, J.G. (1990). *Outside directors, board independence, and shareholder wealth*. *Journal of Financial Economics*, 26 (2), pp. 175-191.
- \* Tsai, Yung-Shun, Shyh-Weir Tzang, Chun-Ping Chang. (2021). Information Asymmetry, Market Liquidity and Abnormal Returns. *Advances in Intelligent Systems and Computing* .Springer, Cham. Volume 1195. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-50399-4\\_50](https://doi.org/10.1007/978-3-030-50399-4_50).



*Accounting Knowledge & Management Auditing*  
Vol. 11/ No. 42/ Summer 2022

## **The effect of internal information shocks on abnormal accumulated returns**

**Sirvan Azizi**

Ph.D Student in Accounting, Accounting Group, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin , Iran.

**Mohammadreza Vatanparast**

Assistant Prof Accounting Group, Faculty of Management and Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran.

**Mehrdad Sadrara**

Assistant Prof Economics and Accounting Group, Faculty of Literature and Humanities, University of Guilan, Rasht, Iran

**Farzin Rezaei**

Associate Prof Accounting Group, Faculty of Management and Accounting, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin,Iran.

### **Abstract**

In this paper, considering the signaling theory that corporate managers have more information about the value of the company, they consider the policy of distributing unique profits to transfer information to the market. Accordingly, there is a close relationship between information asymmetry and profit sharing policy. Thus, managers create profit-sharing policies by creating information shocks caused by asymmetry. To achieve the research goal, the data of 90 sample companies were collected in the period 2012-2018 and were analyzed by descriptive-correlation analysis with multiple regression and Wong tests. The findings showed that among the internal information shocks (fundamental changes in the institutional mock-up and fundamental changes in the board of directors), the internal information shocks (fundamental changes in the board of directors) are more related to the policy of profit sharing and accumulated abnormal returns than other variables .

**Keywords:** Internal Information Shocks, Dividend Policy, accumulated abnormal returns