

تاثیر توزیع سود سهام بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی

رمضان رضائیان^۱، جواد رضائی^۲، سید مهدی حسینی بنویدی^۳

^۱ استادیار گروه ریاضیات مالی، دانشکده علوم پایه، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور، نور، ایران

^۲ استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم پایه، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور، نور، ایران

^۳ دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور، نور، ایران

چکیده

هدف از پژوهش حاضر بررسی تاثیر سود سهام توزیع شده بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که بدون روش نمونه گیری و تحت شرایط خاص ۸۲ شرکت انتخاب گردید. جهت بررسی فرضیات از روش داده های ترکیبی و پانل دیتا و روش های رگرسیونی استفاده شد. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که سود سهام توزیع شده بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تاثیر منفی و معنی دار دارد؛ همچنین رابطه منفی توزیع سود سهام و ریسک سقوط آتی قیمت سهام برای شرکت هایی با سطح بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، قوی تر (منفی تر) است.

واژه های کلیدی: سود سهام توزیعی، قیمت سهام، سقوط قیمت سهام، عدم تقارن اطلاعاتی.

۱- مقدمه

نتایج تحقیقات نشان می‌دهد که ریسک سقوط آتی قیمت سهام برای شرکت‌هایی با پرداخت سود سهام نسبت به شرکت‌هایی با عدم پرداخت سود سهام، به طور قابل ملاحظه‌ای پایین‌تر است. علاوه بر این، اثر پرداخت سود سهام بر پایین آوردن ریسک سقوط آتی برای شرکت‌هایی با جریان‌های نقد آزاد بیشتر و با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر (که توسط نسبت بالای ارزش بازار به ارزش دفتری سهام یا مخارج مثبت هزینه‌های تحقیق و توسعه اندازه‌گیری شده است)، به صورت رسمی و قابل ملاحظه می‌باشد. علاوه بر این نتایج نشان می‌دهد که پرداخت سود سهام به صورت منفی با بیش سرمایه‌گذاری و تجمع اخبار بد مرتبط شده‌اند در حالی که بیش سرمایه‌گذاری و تجمع اخبار بد به صورت مثبتی با ریسک سقوط آتی قیمت سهام مرتبط شده‌اند. پرداخت سود سهام احتمال نیاز شرکت به بازارهای سرمایه خارجی را افزایش می‌دهد. این موضوع، مدیران را به بررسی دقیق‌تر تامین کنندگان سرمایه خارجی مانند سهامداران جدید و طلب کاران ترغیب می‌کند؛ بنابراین، پرداخت سود سهام متعاقباً منجر به این می‌شود که مدیران با شدت بیشتری به نظارت و یا بررسی‌های دینفعان خارجی مانند سرمایه‌گذاران نهادی، تحلیل‌گران مالی و موسسات رتبه‌بندی اعتباری بپردازند. از آنجایی که پرداخت سود سهام ریسک سقوط آتی را کاهش دهد، مدیران باید بدانند که عملیات شرکت و گزارشگری مالی به طور کامل توسط تامین کنندگان سرمایه از طریق بدهی آزمون خواهد شد (مانند بانک‌های تجاری و سایر وام‌دهندگان خصوصی). به عقیده هاتن و همکارانش ۲۰۰۹ شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی زیادی دارند، سقوط قیمت سهام را با شدت بیشتری تجربه می‌کنند. عدم تقارن اطلاعاتی ممکن است پیامدهای نامطلوبی از قبیل افزایش هزینه معاملات، کاهش کارایی بازار، کاهش نقدینگی و به طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات را در بازار سرمایه به همراه داشته باشد و به نوسانات زیاد در قیمت سهام منجر شود (قائم‌ی و تقی زاده، ۱۳۹۵). یکی از راه‌های جلوگیری از کاهش نوسان قیمت سهام، پرداخت سود سهام است (کیم و همکاران^۱، ۲۰۱۴). تصمیم مدیران درباره سود سهام، بر اساس ارزیابی آنها از سودهای بلندمدت و پایدار است؛ بنابراین سود سهام به احتمال زیاد حاوی اطلاعاتی درباره کیفیت سود است (سالتز^۲، ۲۰۱۱). کیفیت سودها برای شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت می‌کنند، بیشتر است. همچنین جنسن و همکاران^۳ (۱۹۸۶) اشاره کرده‌اند که پرداخت سود سهام احتمال استفاده شرکت‌ها از وجوه خارجی را افزایش می‌دهد؛ بنابراین، سود سهام می‌تواند نظارت خارجی بر مدیران را تسهیل کند و به کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر شود (تقی زاده خانقاه و زینالی، ۱۳۹۴). ریزش قیمت سهام پدیده‌ای است که عموماً به علت وجود حباب در قیمت سهام شرکت رخ می‌دهد و این مسأله به علت اقدامات مدیریتی نظیر تعویق در انتشار اخبار بد و تسریع در انتشار اخبار خوب، فرار از مالیات، استمرار پروژه‌های با ارزش فعلی منفی و عدم شفافیت اطلاعات مالی صورت می‌پذیرد. کیم و ژانگ^۴ (۲۰۱۰) و هاتن و تهرانیان^۵ (۲۰۰۹) نشان دادند که بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه مثبتی وجود دارد. مؤسسات اختصاصی نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند. کیم و همکاران (۲۰۱۴)، در پژوهشی با عنوان «اطمینان بیش از حد مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام» نشان دادند که پس از کنترل مدیریت سود برگرفته از مسائل نمایندگی، وجود ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیریت، احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. حقیقت (۱۳۹۲)، در پژوهشی تحت عنوان تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر همزمانی قیمت و ریسک سقوط قیمت سهام، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردارند. حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکتها منجر گردد. این امر از فعالیت‌های نظارتی این سرمایه‌گذاران ناشی می‌شود. خدارحمی و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و

¹ Kim² Soltés³ Jensen⁴ Kim, J. B. & Liandong Zhang⁵ Hutton, A., Marcus, A., Tehranian

به این نتیجه رسیدند که بین عدم تهران اطلاعاتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، رابطه مستقیم وجود دارد؛ بنابراین می توان نتیجه گرفت با افزایش میزان عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام افزایش می یابد. بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۶)، در پژوهش به بررسی تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که پرداخت سود سهام تأثیر منفی و معنی داری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. همچنین زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران زیاد است، تأثیر منفی پرداخت سود سهام بر خطر سقوط قیمت سهام تشدید می شود. نتیجه دیگر اینکه عدم انتشار اخبار بد تأثیر مثبت و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد و این تأثیر در شرکت هایی که عدم تقارن اطلاعاتی زیادی دارند، شدیدتر است. بنابراین انباشت اخبار بد، بازده منفی و شدیدتر سهام را به شکل سقوط قیمت سهام در پی دارد.

۲- ادبیات تحقیق

سقوط قیمت سهام، به عنوان وقوع بازده شدید منفی سهام تعریف شده که باعث خسارات قابل توجه در ثروت و اعتماد سرمایه گذاران در بازار سهام می شود. سوال این است که چه چیزی باعث توجه بسیاری از محققان در خصوص سقوط قیمت سهام شده است. مطالعات قبلی نشان داده که دو علت اصلی موجب سقوط قیمت سهام میشود. ابتدا، به علت تضاد منافع و حسب تئوری نمایندگی، مدیران انگیزه شنیدن اخبار بد برای مدت طولانی را دارند (بال^۱، ۲۰۰۹).

هنگامی که مجموع خبرهای بد به نقطه اوج برسد، انباشت این اخبار بد غیر قابل اجتناب است بنابراین این احتمال وجود دارد که بین همه سرمایه گذاران خارجی خارج از بازار به یک باره منتشر شود که ناگهان منجر به کاهش مقیاس بزرگ در قیمت سهام شرکت ها، یا سقوط قیمت سهام می شود (جین و همکارانش^۲، ۲۰۰۶).

دوم، به علت تضاد منافع، مدیران در راستای تامین منافع شخصی خود انگیزه دارند که سرمایه گذاری بیشتری در پروژه ها انجام دهند؛ اما این بیش سرمایه گذاری موجب انتخاب سرمایه گذاری هایی با خالص ارزش فعلی منفی می شود بطوریکه پنهان کردن عملکرد ضعیف در این پروژه های بی سود، مانع مالکان و هیئت مدیران از اقدامات اصلاحی در مراحل اولیه می شود. در نتیجه، پروژه های نامطلوب برای مدت طولانی حفظ می شوند و عملکرد ضعیف در طول زمان انباشت می شود که در نهایت به سقوط قیمت دارایی منجر می شود (بلک^۳، ۲۰۰۷).

هدف این مطالعه، بررسی این است که چطور و چگونه سیاست پرداخت سود سهام بر خطر سقوط قیمت سهام موثر است. بر اساس یافته های محققان پیشین انتظار بر این است پرداخت سود سهام به منظور کاهش ریسک براساس یافته های محققان قبلی باشد. ابتدا اسکینر و سولتر^۴ (۲۰۱۱)، نشان می دهند که کیفیت سود سهام پرداختی در شرکت هایی که سود سهام میپردازند، بالاتر از شرکت هایی هستند که سود سهام پرداخت نمی کنند. کسلی و همکاران^۵ (۲۰۱۳)، کشف کرده اند که پرداخت سود سهام در شرکتها احتمال ارتکاب تخلف حسابداری را کاهش می دهد و پرداخت سود سهام کیفیت گزارش مالی بالاتری را نشان می دهد. لاسن و وانگ^۶ (۲۰۱۵)، نشان دادند که بعد از کنترل عوامل مشترک در تعیین دستمزد حسابرسی، حسابرسی، شرکت هایی که سود سهام را پرداخت می کنند از هزینه حسابرسی پایین تری نسبت به شرکت هایی که سود سهام پرداخت نمی کنند، برخوردارند که این امر نشان دهنده درک بالاتر کیفیت گزارش مالی حسابرسان از شرکت های که سود سهام پرداخت می کنند، است. به طور مستقیم، کیفیت بالای گزارش مالی موجب کاهش انحراف مدیران از شنیدن

¹ Ball

² Jin, L., Myers, S. C

³ Bleck, A., Liu, X

⁴ Skinner, D., Soltes, E.

⁵ Caskey

⁶ Lawson, B.P., Wang

اخبار بد می شود. علیرغم تحقیقات گوناگون، نتایج مبهم و دوپهلویی در خصوص اثرات توزیع سود سهام بر کاهش یا تشدید مشکلات نمایندگی و ریزش قیمت آتی سهام حاصل شده است، ارتباط بین توزیع سود سهام و ریسک سقوط آتی قیمت سهام به عنوان یک سؤال جهت بررسی تجربی، ارزشمند است. هدف این پژوهش بررسی رابطه توزیع سود سهام و ریسک سقوط قیمت آتی سهام شرکت با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی می باشد. برای پاسخ به دو پرسش مطرح شده، این پژوهش از دو بخش تشکیل شده است. در بخش اول، ارتباط بین توزیع سود سهام و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت به واسطه فرضیه اول ارزیابی می شود و در بخش دوم، ارتباط بین توزیع سود سهام و ریسک سقوط قیمت سهام؛ در گروه ای از شرکت ها دارای عدم تقارن اطلاعاتی حاد مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۳. سقوط قیمت سهام

موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام، طی سال های اخیر و به ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری از دانشگاهیان و افراد حرفه ای را به خود جلب کرده است. این تغییرات، به دو صورت سقوط و جهش قیمت سهام رخ میدهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده میشود، در مقایسه با جهش بیش تر مورد توجه پژوهش گران قرار گرفته است (فروغی و ساکیانی، ۱۳۹۵؛ فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱).

تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است:

۱. سقوط قیمت سهام، یک تغییر بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه ی مهم اقتصادی رخ میدهد.

۲. این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی هستند.

۳. سقوط قیمت سهام، یک پدیده ی واگیردار در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمیشود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل میشود (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱).

روش دیگر اثبات وجود عدم تقارن در تغییرات بازده بازار، بررسی قیمت اوراق اختیار خرید سهام است. روند این قیمت ها با فرض نرمال بودن قیمت ها در بلند مدت که در مدل قیمت گذاری اختیار خرید سهام بلک شولز (۱۹۷۳) به آن تاکید شده است، مغایرت دارد. از این رو، روند قیمت اوراق اختیار خرید سهام، بیانگر وجود چولگی منفی در بازده این نوع اوراق بهادار است. سومین ویژگی تعریف سقوط قیمت سهام، این است که سقوط، پدیده های است که تمام بازار را در بر می گیرد. بدین معنی که این پدیده به تمام انواع سهام موجود در بازار سرایت میکند. هانگ و استین^۱ (۲۰۰۳) بیان میکنند که این موضوع به این دلیل است که در زمان وقوع پدیده ی سقوط، همبستگی بین انواع سهام موجود در بازار افزایش می یابد. آن ها اثبات کردند که بررسی روند داده های تاریخی مربوط به قیمت بازار اوراق اختیار خرید سهام نشان میدهد که در مواردی که شاخص قیمت اختیار خرید سهام با کاهش مواجه بوده است، همبستگی بین انواع مختلف اوراق اختیار خرید افزایش یافته است.

میزان اطلاعات منفی که مدیران میتوانند انباشت و مخفی کنند، در شرکت های مختلف متفاوت است. علاوه بر این، توانایی ها و فرصت های مدیران برای انباشت و عدم افشای اخبار منفی، به هزینه ها و منافع آن بستگی دارد. برای مثال، در شرایطی که هیچگونه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران وجود ندارد، مدیران انگیزه های برای افشای نامتقارن اطلاعات ندارند؛ زیرا در چنین شرایطی هزینه های ننگه داری و عدم افشای اخبار منفی بیش از منافع آن خواهد بود؛ اما در شرایطی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بالا است، هزینه های عدم افشای اخبار منفی و انباشت آن ها در داخل شرکت، کم تر از منافع آن خواهد بود و بنابراین مدیران انگیزه پیدا می کنند تا اخبار منفی را داخل شرکت انباشت کرده و آن ها را افشا نکنند. با توجه به این که عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه منجر به گزارشگری مالی محافظه کارانه می شود، میتوان گفت که در محیطی با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، محافظه کاری نقش مهم تری در محدود کردن انگیزه های مدیران

¹ Hong, H. and Stein, J. C

برای عدم افشای اخبار منفی ایفا می کند و از این رو، میتوان انتظار داشت که توانایی محافظه کاری جهت کاهش ریسک سقوط قیمت سهام، در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران، بیش تر باشد (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱).

بسیاری از پژوهشگران بر این باورند که سقوط قیمت سهام از مدیریت اطلاعات داخلی آن ناشی می شود. در شرایطی که اطلاعات به صورت تصادفی وارد بازار می شود و فرایند انتشار اطلاعات بدون توجه به خوب یا بد بودن آن به صورت سیستماتیک انجام می گیرد، می توان گفت که اطلاعات منتشر شده دارای توزیع نا متقارن است؛ به عبارت دیگر، اگر مدیران همه اطلاعات را به سرعت افشا کنند، این عمل سبب می شود که بازده سهام دارای توزیع نا متقارن باشد. بدین معنی که متوسط حجم بازده مثبت در مورد اخبار خوب، بایستی با متوسط حجم بازده منفی در رابطه با اخبار بد برابر باشد. مدیران واحد اقتصادی به همان اندازه که به انتشار اخبار خوب^۱ در خصوص شرکت تمایل دارند؛ سعی در پنهان نمودن اخبار بد نیز دارند (کوتاری و همکاران^۲، ۲۰۰۹). وجود یک سری شرایط خاص می تواند انگیزه مدیران را در مخفی نمودن اخبار بد شرکت دو چندان کند. مدیران انگیزه دارند تا به جهت حفظ شغل و دست یابی به پاداش حداکثری عملکرد مالی خود را خوب جلوه دهند که این امر از طریق انباشت اخبار بد از سرمایه گذاران تا زمانی که امکان دارد صورت می پذیرد (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۰).

برای مثال ممکن است از طریق منظور نمودن هزینه های یک دوره به عنوان دارایی باعث کاهش هزینه ها و گزارش بیشتر سود در صورت های مالی شوند. نتیجه این عملیات منجر به این می شود که تصویر واحد تجاری بهتر از وضعیت واقعی به نظر رسیده و انگیزه های افراد برون سازمانی برای سرمایه گذاری در واحد تجاری افزایش یابد (بال^۳، ۲۰۰۹). تمایل مدیران از خوب جلوه دادن عملکرد واحد تجاری در واقع نیازمند مخفی نمودن اطلاعات و اخبار آن می باشد. چنانچه مدیران برای مدت زمان طولانی از افشای اخبار بد خودداری کنند، اخبار منفی در داخل شرکت انباشته می شود. از سوی دیگر حجم اخبار بدی که مدیران می توانند انباشته کنند، محدود است. علت این موضوع آن است وقتی که حجم اخبار منفی انباشته به آستانه معینی می رسد نگر داری و افشای آن برای مدت طولانی تری غیرممکن و پرهزینه خواهد شد. در نتیجه توده اخبار نامطلوب پس از رسیدن به نقطه اوج خود به یکباره وارد بازار شده و این موضوع به سقوط قیمت سهام منجر می شود. در واقع در یک چنین سطح و آستانه ای، به دلیل ملاحظات منفعت هزینه و یا سایر شرایط مخفی نمودن اخبار بد امکان پذیر نبوده و مدیران در مقابل مخفی نمودن اخبار بد تسلیم می گردند. در این مرز با افشای اخبار بد شرکت همگان از اخبار بد شرکت آگاه شده و در نهایت کاهش شدید قیمت سهام اتفاق می افتد (فروغی و ساکیانی، ۱۳۹۵).

۴. عدم تقارن اطلاعاتی

عدم تقارن اطلاعاتی موضوعی مهم و پرتعداد در میان دانشگاهیان بوده و پژوهش های بسیاری در این زمینه صورت گرفته است. عدم تقارن اطلاعاتی می تواند بر میزان معاملات و نقد شوندگی سهام یک شرکت موثر باشد (لین و همکاران^۴، ۲۰۰۰). عدم تقارن اطلاعاتی یکی از عوامل مهم در تصمیم گیری می باشد. در صورتیکه اطلاعات مورد نیاز به صورتی نابرابر بین استفاده کنندگان توزیع شود، این عمل می تواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوع واحد دربرداشته باشد؛ بنابراین قبل از اینکه خود اطلاعات برای فرد استفاده کننده مهم باشد، این کیفیت توزیع اطلاعات است که باید بصورت دقیق مورد ارزیابی قرار گیرد. وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار باعث می شود سرمایه گذاران برای جبران ریسک سرمایه گذاری تقاضای بازده بالاتر کنند که بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اختلاف ایجاد شده و هر چه این اختلاف بیشتر باشد میزان عدم تقارن اطلاعاتی شرکت مورد نظر بیشتر خواهد بود که باعث عدم اطمینان سرمایه گذاران از دریافت بازده مناسب ناشی از سرمایه

^۱ Good News

^۲ Kothari, S.P., Shu, S., Wysocki, P.D

^۳ Ball

^۴ Lie

گذاری خواهد شد. به منظور جلب اطمینان سرمایه گذاران، بایستی ارزیابی صحیح علمی از عملکرد شرکت ها و در نهایت تعیین ارزش آنها انجام داد. مدیران به عنوان مسئول تهیه صورت های مالی با آگاهی کامل بر وضعیت مالی شرکت و با برخورداری از سطح آگاهی بیشتر نسبت به استفاده کنندگان صورت های مالی، به طور بالقوه سعی دارند که تصویر واحد تجاری را مطلوب جلوه دهند. همچنین ممکن است دارایی ها و سرمایه واحد تجاری بیشتر از میزان واقعی گزارش گردد. نتیجه کلی این عملیات چنین خواهد بود که تصویر واحد تجاری بهتر از وضعیت واقعی به نظر رسد و انگیزه سرمایه گذاری افراد برون سازمانی در واحد تجاری افزایش یابد. در این صورت شکاف اطلاعاتی بین استفاده کنندگان داخلی و خارجی بوجود می آید که در اصطلاح عدم تقارن اطلاعاتی^۱ نامیده می شود.

۵. اطلاعات نامتقارن و اطلاعات متقارن

یکی از موضوعاتی که در دهه های اخیر در حوزه دانش اقتصاد در حال گسترش می باشد، اقتصاد اطلاعات است. عمده بحثها در این اقتصاد به موضوع اطلاعات نامتقارن^۲ مربوط می شود. در مباحث اقتصاد خرد متعارف یا کلاسیک فرض اساسی که به طور ضمنی در همه نظریه ها و قواعد اقتصادی در نظر گرفته می شود، فرض اطلاعات کامل است، بدین معنی که بین عاملین اقتصادی در بازار رقابتی، چه در طرف عرضه و چه در طرف تقاضا اطلاعات کامل وجود دارد؛ اما با مطرح شدن نظریه بازارهای لمون^۳ توسط آکرلوف^۴ در سال ۱۹۷۰ مبنی بر وجود اطلاعات نامتقارن بین خریداران و فروشندگان در دنیای واقعی اصل فوق زیر سؤال رفته و زیر بنای بسیاری از مباحث اقتصاد خرد در بازار رقابتی متزلزل شد. یکی از بازارهایی که به شدت تحت تأثیر نامتقارن بودن اطلاعات قرار می گیرد، بازار سرمایه است. نقش اصلی بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از اجزای این بازار، جذب و هدایت نقدینگی در اقتصاد به سمت تأمین سرمایه بوده، به گونه ای که منجر به تخصیص بهینه منابع کمیاب مالی شود. دستیابی به این مهم منوط به وجود یک ساز و کار کارآ و شفاف از طریق ایجاد شرایط رقابتی در بازار سرمایه است. برای ایجاد شفافیت در یک بازار سرمایه، قابل دسترس بودن اطلاعات مهم ترین عامل است. هر چه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه به صورت شفافاً اصطلاحاً اطلاعات متقارن نامیده می شود، بیشتر باشد، تأثیرگذاری این بازار بر رشد و توسعه اقتصادی بیشتر خواهد شد (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱).

تلاش جهت ایجاد امکان دسترسی مساوی به اطلاعات و شفافیت اطلاعاتی و حاکمیت رقابت گامی در جهت ایجاد کارایی و تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه تلقی می شود. از جمله راهکارهای پیشنهادی جهت ایجاد شفافیت اطلاعاتی استفاده از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی^۵ است. تعاریف مختلفی برای حاکمیت شرکتی وجود دارد که می توان جامعترین تعریف آن را بدینگونه بیان کرد که حاکمیت شرکتی شامل قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگها و سیستم هایی که موجب دستیابی به هدفهای پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می گردد، می باشد. از جمله مهمترین عوامل تأثیرگذار بر حاکمیت شرکتی سرمایه گذاران نهادی (سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانکهای دولتی و خصوصی، صندوقهای بازنشستگی، شرکتهای بیمه و سازمان تأمین اجتماعی، صندوقها و شرکتهای سرمایه گذاری، بنیادها و نهادها هستند که به خرید و فروش حجم عظیمی از اوراق بهادار می پردازد)، مدیران غیر موظف هیأت مدیره (عضوی که در شرکت سمت اجرایی نداشته و حضور او در هیأت مدیره باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت و در نتیجه، بهبود عملکرد شرکت می شود)، تعداد اعضای هیأت مدیره، تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره، کمیته حسابرسی و ... می باشند. حاکمیت شرکتی مطلوب باعث بهبود عملکرد شرکتهای و نهایتاً موجب رشد اقتصاد ملی خواهد شد. فرض وجود اطلاعات کامل و متقارن در بازار رقابت کامل متضمن این است که هیچ دسته و گروهی نمی تواند برتری اطلاعاتی داشته باشد. با احراز فروض بازار رقابت،

¹ Information Asymmetry

² Asymmetric Information

³ Lemon Market

⁴ Akerlof

⁵ Corporat Governance

نیروهای بازار یا همان دست نامرئی، تخصیص بهینه منابع و تعادل در بازار را موجب می شوند که در نهایت برابری قیمت با هزینه موجب تعادل در بازار و تعیین قیمت نهایی کالا می شود. قیمت در این بازار معیاری از کیفیت کالا محسوب می شود که در بلندمدت اقتصاد را به نقطه بهینه پارتو می رساند؛ اما وجود اطلاعات کامل بین خریداران و فروشندگان به سختی امکانپذیر است. اولین بار نقد کامل بودن اطلاعات، تحت عنوان اقتصاد اطلاعات در کار استیگلر^۱ که نقش اطلاعات را در تعیین قیمت‌های بازار و بازار نیروی کار مطالعه نموده، دیده می شود. مطالعه وی توسط آکرلوف، اسپنس^۲ و رادسچیلد^۳ و استیگلنر توسعه یافت. آکرلوف با استفاده از رابطه بین کیفیت و عدم قطعیت، مفهوم اطلاعات نامتقارن (وضعیتی که یک طرف معامله دارای اطلاعات بیشتری در خصوص کیفیت کالا نسبت به دو طرف دیگر می باشد) را معرفی کرده و نشان داد که تفاوت اطلاعات بین خریداران و فروشندگان باعث مساله لمون و انتخاب نامناسب^۴ شده که نتیجه آن شکست بازار است^۵ (مرادی و همکاران، ۱۳۹۰).

از نظر مفهومی هم در اقتصاد اطلاعات عنوان می شود که اطلاعات بهتر به تخصیص منابع، کاهش هزینه های مبادله و در نتیجه به افزایش کارایی در اقتصاد کمک می کند. شفافیت بیشتر نه تنها موجب اطمینان بیشتر به شرکت ها می شود بلکه موجب افزایش سرمایه گذاری مستقیم خارجی نیز خواهد شد (مرادی و همکاران، ۱۳۹۰). همچنین، افشای اطلاعات مالی به سرمایه گذاران در ارزیابی بهتر شرکت ها کمک می کند و فرایند تصمیم گیری با آگاهی بیشتر و ابهام کمتر صورت می گیرد که نتیجه آن سرازیر شدن سرمایه به سمت مولدترین استفاده کننده آن خواهد بود. شفافیت بیشتر در نهایت منجر به کارایی تخصیصی بازار می شود و حاصل نهایی آن، افزایش رشد و کارایی برای کل جامعه است.

کیفیت افشای اطلاعات شرکت به طور بالقوه از دو راه، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می دهد. اول، کیفیت افشای اطلاعات از طریق تغییر در رفتار معامله ای سرمایه گذاران ناآگاه بر عدم تقارن اطلاعاتی اثر گذار است. در این رابطه با توجه به فرضیه شناخت سرمایه گذاری (مرتون^۶، ۱۹۷۸) سرمایه گذاران ناآگاه با احتمال بیشتری در شرکت هایی که به خوبی شناخته شده اند و دارای شهرت می باشند، سرمایه گذاری و معامله می کنند؛ بنابراین اگر کیفیت افشای بالاتر باعث مطرح شدن شرکت شده و یا هزینه فرایند افشای اطلاعات را کاهش دهد، معامله سهام شرکت بیشتر توسط سرمایه گذاران ناآگاه صورت خواهد گرفت. بر این اساس، کیفیت بالاتر افشاء با معاملات بالنسبه کمتر آگاهانه مرتبط بوده که به نوبه خود با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی همراه می باشد.

دومین راه تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی، تغییر در انگیزه جستجوی اطلاعات خصوصی است. شرکتهای با کیفیت افشای بالاتر با احتمال بیشتری اطلاعات کلی و آینده نگر را به سرعت منتشر می نمایند. با افزایش کیفیت افشای اطلاعات، احتمال کشف اطلاعات پیش از افشای عمومی آنها، کاهش می یابد و به دنبال آن سود مورد انتظار از جستجوی اطلاعات محرمانه و انگیزه های کشف اطلاعات محرمانه کاهش می یابد. در نتیجه کیفیت افشای بالاتر، تعداد سرمایه گذاران علاقمند به کسب اطلاعات محرمانه و معامله بر اساس آنها کاهش و به دنبال آن هزینه مبادله کاهش می یابد (مرادی و همکاران، ۱۳۹۰). امروزه اکثر بازارها را می توان جزئی از بازارهای با اطلاعات نامتقارن در نظر گرفت. در چنین بازارهایی که اطلاعات نامتقارن است، قیمت‌ها به عنوان معیاری برای کیفیت کالاها محسوب نمی شوند. در این شرایط برخی بنگاه ها ممکن است بازار را در اختیار گرفته و اقدام به تبعیض قیمت در بین بخشهای بازار با استفاده از تفاوت جریان اطلاعات نمایند. به علت وجود اطلاعات نامتقارن در رابطه با آنچه مورد مبادله قرار می گیرد، هزینه هایی ایجاد می شود که دارای تأثیر اساسی بر فعالیت های اقتصادی هستند (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱). در چنین حالتی عدم توازن اطلاعات در زیربخشهای بازار سبب عدم

¹ Stigler

² Spence

³ Rothschild

⁴ Adverse Selection

⁵ Market Failure

⁶ Merton

موفقیت نیروهای بازار و در نتیجه شکست بازار و از بین رفتن ویژگیهای مطلوب بازار رقابتی از جمله تخصیص بهینه و کارآیی اقتصادی می شود.

۶. نظریه عدم تقارن اطلاعاتی

پژوهشگران، اولین بار در سال ۱۹۷۰ به کمک نظریه عدم تقارن اطلاعاتی نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی می تواند موجب افزایش گزینش مغایر در بازارها شود که این امر قبل از وقوع معامله برای افراد به وجود می آید. آن ها نوعی بازار را به تصویر می کشند که در آن فروشنده نسبت به خریدار اطلاعات بیشتری را در اختیار دارد. در ادبیات مالی، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه بخش هزینه پردازش سفارش، هزینه نگهداری موجودی هزینه گزینش معکوس، تشکیل می شود. هزینه پردازش سفارش مبلغی است که بازارسازها برای آماده بودن برای انجام سفارش های خرید و فروش، هزینه می کنند (فرزانه و همکاران، ۱۳۹۱). مدلسازی هزینه نگهداری موجودی، بیان می کند که هزینه معاملات باعث می شود بازارسازها پرتفوی متنوع نگهداری نمایند تا از این طریق بتوانند هزینه های خود را پوشش دهند. در نهایت، گزینش معکوس نشان دهنده یک امر جبرانی برای معامله گران جهت پذیرش ریسک معامله با افرادی است که احتمال دارد اطلاعات با اهمیت و محرمانه ای در اختیار داشته باشند. به بیان دیگر، اگر بخش عمده ای از بازار را افراد غیرمطلع تشکیل دهند، بازارسازها دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را افزایش می دهند تا از این طریق ریسک گزینش معکوس را جبران کنند (حقیقت، ۱۳۹۲).

برطبق مدل عدم تقارن اطلاعاتی در بازار می توان دو نوع معامله گر را متصور شد: الف) معامله گران نقد ب) معامله گران مطلع. معامله گران مطلع به این خاطر اقدام به انجام معامله می کنند که دارای اطلاعات محرمانه ای هستند که در قیمت ها منعکس نشده است. در حالیکه معامله گران نقد (سرمایه گذاران غیر مطلع) تنها به دلیل دارا بودن نقدینگی به انجام مبادله اقدام می کنند. البته این مدل ها بر روابط بین تفاوت قیمت خرید و فروش و افراد مطلع در بازار اشاره دارند. بازارسازها از انجام معامله با افراد مطلع دچار زیان می شوند و این زیان را از طریق گسترش دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام جبران می کنند. براساس این مدل، عدم تقارن اطلاعاتی در بازار منجر به افزایش دامنه قیمت های پیشنهادی می شود.

۶-۱. ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و سقوط

قیمت سهام ارائه اطلاعات در خصوص عملیات و سایر فعالیت های شرکت، از جمله وظایف مهم مدیران تلقی می شود. ارائه این اطلاعات به سرمایه گذاران کمک می کند به ارزیابی وظیفه مباشرت یا حسابدهی مدیران در مورد منابع در اختیار آن ها بپردازند. این موضوع سبب میشود مدیر که مسئول تهیه اطلاعات مالی است، باید همواره بکوشد عملکرد مالی شرکت را به بهترین شکل ممکن گزارش کند. در این راستا مدیران به منظور حفظ سمت و اعتبار خود، برای افشاندن اطلاعات و اخبار منفی انگیزه خواهند داشت. این اطلاعات منفی به مرور زمان در داخل شرکت انباشت خواهد شد و هنگامی که به نقطه اوج خود می رسد، ناگهان وارد بازار میشود و به افت شدید یا سقوط قیمت سهام می انجامد. توانایی ها و فرصت های مدیران برای انباشت و افشاندن اخبار منفی به شکل مذکور، به هزینه ها و منافع آن بستگی دارد. در شرایطی که هیچ گونه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران وجود ندارد، مدیران برای افشای نامتقارن اطلاعات، انگیزه ای ندارند؛ زیرا در چنین وضعیتی، هزینه های نگهداری و افشاندن اخبار منفی بیش از منافع آن خواهد بود. از این رو می توان احتمال داد در وضعیت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک سقوط قیمت سهام افزایش یابد.

۷. فرضیه های تحقیق

فرضیه شماره ۱: با فرض ثابت بودن سایر شرایط، توزیع سود سهام رابطه منفی (معکوسی) با ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد.

فرضیه شماره ۲: رابطه منفی توزیع سود سهام و ریسک سقوط آتی قیمت سهام برای شرکت هایی با سطح بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران قوی تر (منفی تر) است.

۸. روش تحقیق

این تحقیق به لحاظ ماهیت و روش از نوع تحقیق همبستگی است. تحقیقات همبستگی برای کسب اطلاع از وجود رابطه میان متغیرها انجام می پذیرد و در این نوع تحقیقات بر کشف وجود رابطه میان دو گروه از اطلاعات تاکید می شود و در صورت وجود چنین ارتباطی، نوع آن کدام و میزان آن چقدر است (حافظنیا، ۱۳۸۵). تحقیق حاضر مطالعه ای کاربردی با تاکید بر روابط همبستگی و تحلیلی می باشد. در تحقیقات رگرسیون چندگانه، هدف پیدا کردن متغیرهای مستقلی است که تغییرات متغیر وابسته را چه به تنهایی و چه مشترکاً پیش بینی کنند (بازرگان، ۱۳۸۴).

این پژوهش از لحاظ ماهیت پژوهش جزء پژوهش های رگرسیونی (پس رویدادی) است. تحقیقات علی (پس رویدادی)، تحقیقاتی هستند که هدف کشف علت ها یا عوامل بروز یک رویداد یا پدیده مورد نظر است؛ بنابراین، پس آنکه واقعه ای روی داد، تحقیق درباره آن شروع می شود. در اینجا محقق در متغیرها دخل و تصرف نداشته، بلکه تحقیق علی را انجام می دهد تا این متغیرها و عواملی را که باعث بروز واقعه شده است شناسایی کند (حافظ نیا ۱۳۸۹، صفحه ۸۲). به بیان دیگر، با استخراج اطلاعات روی داده در گذشته (داده های بورسی) و با بهره گیری از رگرسیون، داده ها، مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد. هدف مطالعه یافتن رابطه علت- معلولی است.

۸-۱- جامعه آماری، روش نمونه گیری و حجم نمونه

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است. از آنجاییکه برای محاسبه متغیرهای پژوهش از اطلاعات یک و دو سال قبل استفاده شده است، قلمرو زمانی برای آزمون فرضیات دوره زمانی ۶ ساله را شامل می شود. نمونه آماری در این پژوهش بدون انجام نمونه گیری و تحت شرایط خاص ارائه شده، کلیه شرکت های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده اند، به عنوان نمونه انتخاب شده اند:

- ۱- به منظور افزایش هم سنجی و همسان سازی شرایط انتخابی شرکت ها، پایان سال مالی شرکت ها ۲۹ اسفند ماه می باشد.
- ۲- به دلیل متفاوت بودن ماهیت اقتصادی برخی شرکت ها (نظیر شرکت سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ) از سایر شرکت ها، این شرکت ها از نمونه حذف شده اند.
- ۳- طی دوره زمانی تحقیق تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
- ۴- اطلاعات مورد نیاز متغیرهای تحقیق (صورت های مالی و یادداشت های توضیحی) در دسترس باشد.
- ۵- هر شرکت حداقل دارای ۷ بازده ماهانه در هر سال مالی باشد.

گردآوری اطلاعات مربوط به بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش از منابع کتابخانه ای و مراجعه به اسناد و مدارک و مقالات فارسی و لاتین و پژوهش های انجام شده ... صورت گرفته است. داده های مورد نیاز در این پژوهش از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت ها از طریق پایگاه های زیر گردآوری شده است: نرم افزار اطلاعاتی رهاورد نوین، صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس از سایت، پایگاه های اینترنتی اطلاعاتی جامع شرکت های پذیرفته شده در بورس. مدل آماری که در این پژوهش به کار گرفته شده مدل رگرسیون چند متغیره است که برای مشخص کردن عوامل در کنار دیگر عوامل به کار برده می شود. داده های جمع آوری شده از طریق نرم افزار Excel اصلاح و طبقه بندی و تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم افزار Eviews 9 انجام می گیرد. حسب مورد مفروضات و مقدمات آزمون فرضیات مد نظر قرار می گیرد. برای بررسی و برآورد مدل کلی از تحلیل پانلی استفاده می شود. دلیل استفاده از این روش به علت نوع ماهیت داده ها است؛ زیرا در تحلیل پانلی، داده ها به صورت مقطعی- زمانی گردآوری شده اند. در تحلیل پانلی می توان کمبودهایی را که در هر یک از مدل های سری زمانی و مقطعی وجود دارد، کاهش داد. مشکلات مدل های سری زمانی معمولاً مشکل خود همبستگی

می‌باشد و در آمارهای مقطعی مشکل واریانس ناهمسانی وجود دارد. در پنل با تلفیق این دو گروه از اطلاعات با افزایش تعداد مشاهدات و درجه آزادی مشکل هم راستایی بین متغیرهای توضیحی کمتر می‌شود و کارایی تخمین اقتصادسنجی افزایش می‌یابد.

آمار توصیفی حاصل از متغیرها در جدول (۱) بیان شده است. برای بررسی مشخصات عمومی و پایه ای متغیرها جهت برآورد مدل، تجزیه و تحلیل دقیق آنها و شناخت جامعه آماری مورد تحقیق، آشنایی با آماره های توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. خلاصه ویژگی های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق شامل آماره های گزارش شده در برگزیده شاخص ها و معیارهای مرکزی شامل میانگین، میانه و شاخص های پراکندگی شامل واریانس، انحراف معیار متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق می باشد.

جدول ۱: نتایج آماره های توصیفی مورد استفاده در این تحقیق

متغیر	DUVOL	LEV	MTB	DIVYLDJ	RET	TURN	SPREAD
میانگین	-۰/۰۰۱۲۷۸	۰/۶۷۹۶۹۸	۲/۱۳۰۳۷۲	۰/۰۷۶۹۱۴	۵۶/۴۵۲۶۱	۱۲۲۵/۱۰۳	۰/۰۸۲۷۵۵
میانه	-۰/۰۰۸۰۲۶	۰/۶۴۸۸۶۱	۱/۹۶۶۴۴۳	۰/۰۵۸۶۶۹	۱۹/۳۹۰۸۶	۵۲۱/۷۵۳۹	۰/۰۰۴۲۳۱
انحراف معیار	۰/۰۵۲۰۷۸	۰/۳۰۵۳۹۵	۵/۴۱۲۵۹۸	۰/۰۸۰۹۸۲	۱۰۵/۱۱۱۵	۲۵۸۶/۶۶۶	۰/۵۲۶۸۰۳
چولگی	۰/۸۵۰۱۲۲	۱/۲۷۱۶۰۱	۶/۱۳۴۷۰۵	۱/۹۵۸۴۵۵	۲/۷۰۳۶۹۵	۶/۴۲۰۳۸۴	۰/۳۴۰۷۶۷
کشیدگی	۶/۲۸۳۷۹۳	۵/۸۶۹۱۵۴	۱۳۹/۴۳۹۹	۹/۲۳۸۱۸۷	۱۴/۳۷۲۳۰	۵۴/۹۶۸۷۴	۲/۸۰۸۷۶۲

یکی از مواردی که در بحث داده‌ها مطرح می‌باشد، پایایی یا ایستایی^۱ داده‌ها است. به عبارتی می‌توان گفت که داده‌های پایا، داده‌هایی هستند که دارای میانگین، واریانس و خودکوریانس ثابت باشند. به عبارت ساده می‌توان گفت زمانی که داده‌ها پایا باشند، رگرسیون کاذب نخواهیم داشت. برای بررسی پایایی از آزمون ریشه واحد^۲ استفاده شده است. در این تحقیق، برای آزمون ریشه واحد متغیرها در حالت کلی (بررسی پایایی)، از آزمون لوین، لین و چو؛ شین و پسران؛ فیشر و فیلیپس و پرون^۳ (PP) استفاده شده است که فرضیه آماری در زیر ارائه شده است:

۸-۲ فرضیه آماری آزمون فیلیپس و پرون (PP):

H_0 : داده‌ها دارای ریشه واحد هستند و پایا نیستند

H_1 : داده‌ها دارای ریشه واحد نیستند و پایا هستند

نتایج آزمون پایایی داده‌ها در جدول (۲) ارائه شده است:

¹ Stationary

² Unit Root test

³ Philips & Perron (PP) test

جدول ۲: پایایی داده ها

آزمون	آماره	معنی داری	نتیجه
PP-FISHE CHI-SQUARE	-۲۹/۲۶۶۹	۰/۰۰۰۰	تایید پایایی
Levin, Lin & Chu t*	-۳۲/۸۱۵۱	۰/۰۰۰۰	تایید پایایی
Im, Pesaran and Shin W-stat	-۳۱/۸۱۶۴	۰/۰۰۰۰	تایید پایایی
ADF - Fisher Chi-square	۶۸۶/۸۹۶	۰/۰۰۰۰	تایید پایایی

با توجه به نتایج آزمون ریشه واحد چون مقدار P کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند و پایا بودن داده ها نشان از غیرکاذب بودن برآورد مدل رگرسیونی خواهد بود

۸-۳ بررسی ناهمسانی واریانس

واریانس ناهمسانی یکی از مشکلاتی است که در برآورد معادلات رگرسیون با آن مواجه می‌شویم. واریانس ناهمسانی بدان معناست که واریانس U_t (و به دنبال آن واریانس Y_t) ثابت نیست و معمولاً همراه با یک یا چند متغیر، افزایش می‌یابد. اگر مدل دارای واریانس ناهمسانی باشد و آن را نادیده بگیریم، در این صورت تخمین‌ها به درستی انجام نخواهد شد. برای حل این مشکل، ابتدا بایستی مدل را به گونه‌ای تبدیل کنیم که واریانس ناهمسانی آن برطرف گردد و سپس تخمین‌ها را انجام دهیم. این روش معروف به حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS^1) یا حداقل مربعات وزنی (WLS^2) است. در این پژوهش برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس جملات اخلاص آزمون آرچ LM در تحقیق انجام شده است. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس آرچ LM به شرح جدول زیر می باشد:

جدول ۳: نتایج آزمون ناهمسانی آرچ LM

شرح	مقدار آماره	احتمال
F-statistic	۲۷/۳۵۰۸۴	۰/۰۰۰۰
Obs*R-squared	۲۶/۰۰۰۱۸	۰/۰۰۰۰

با توجه به اینکه آماره این آزمون در سطح ۵ درصد معنادار است، بنابراین فرض همسانی واریانس رد شده و ناهمسانی واریانس جملات اخلاص پذیرفته می شود. هم چنین آزمون F به جهت آزمون برابری ضرایب عرض از مبدا مقاطع مختلف و آزمون هاسمن نیز به منظور تبیین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی مورد برآورد قرار گرفته اند که نتایج این دو آزمون در جدول شماره ۴ نشان داده شده است.

¹ Generalized least squares

² Weighted least squares

جدول ۴: نتایج آزمون F

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
Cross-section F	۲/۲۰۸۹۴۴	(۸۱/۴۰۳)	۰/۰۰۰۰

F محاسبه شده با F جدول مقایسه می گردد و اگر فرض H_0 رد شود کارا بودن روش اثرات ثابت پذیرفته می شود. نتایج آزمون فوق نشان می دهد که مقدار آماره ۲/۲۰۸۹۴۴ و احتمال بدست آمده برای آن ۰/۰۰۰۰ می باشد که این نتایج بیانگر متفاوت بودن عرض از مبدا های مقاطع مختلف می باشد و روش اثرات ثابت پذیرفته می شود.

همچنین نتایج آزمون هاسمن در جدول (۵) نشان داده شده است:

جدول ۵: نتایج آزمون هاسمن

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
Cross-section random	۲۵/۲۲۷۴۴۰	۵	۰/۰۰۰۷

مقدار آماره آزمون هاسمن در اینجا برابر ۲۵/۲۲۷۴۴۰ است و با توجه به اینکه احتمال بدست آمده برای آن ۰/۰۰۰۷ است. فرض H_1 این آزمون مبتنی بر ارجحیت روش اثرات ثابت بر اثرات تصادفی، در سطح ۵ درصد پذیرفته و روش اثرات ثابت انتخاب می گردد. با توجه به موارد ذکر شده در بالا در این تحقیق از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) و مدل اثرات ثابت استفاده می شود.

۸-۴ آزمون مدل تحقیق (فرضیه اصلی اول)

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل به شرح جدول (۶) مشاهده می شود که مقدار با معنایی احتمال مربوط به آماره (F-Statistic) که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می باشد، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می باشد. ضریب تعیین برابر ۰/۳۲ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۳۲٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مدل قابل تبیین است. به منظور بررسی عدم وجود همبستگی در مدل از آماره دوربین - واتسون استفاده می شود. این آماره که بر اساس یافته ها عدد ۲/۲۵ می باشد. با توجه به آماره به دست آمده می توان بیان نمود که مقدار این آماره مناسب است و نشان دهنده رفع خود همبستگی بین اجزای اخلاص مدل اولیه می باشد؛ به عبارتی در مدل بیان شده عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می شود.

جدول ۶: نتایج آزمون رگرسیون ترکیبی مدل تحقیق (فرضیه اول)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	PROB	نوع رابطه
C	-۰/۰۰۱۲۱۰	۰/۰۰۳۷۷۳	-۰/۳۲۰۵۵۹	۰/۷۴۸۷	بی معنی
LEV	-۰/۰۰۱۲۸۶	۰/۰۰۵۰۰۴	-۰/۲۵۶۹۳۳	۰/۷۹۷۴	بی معنی

بی معنی	۰/۵۵۴۶	-۰/۵۹۱۳۴۷	۰/۰۰۰۱۵۵	۰۵E-۱۸-۹/	MYB
منفی و معنی دار	۰/۰۷۵۰	-۱/۷۸۵۱۳۸	۰/۰۰۶۶۰۶	-۰/۰۱۱۷۹۲	DIVYLDJ
مثبت و معنی دار	۰/۰۹۵۵۵	۱/۶۷۰۷۴۷	۰۶E-۷/۹۰	۰۵E-۱/۳۲	RET
بی معنی	۰/۶۸۷۲	۰/۴۰۲۹۱۶	۵/۸۵ E-۰۶	۲/۳۶E-۰۷	TURN
دوربین واتسون	F احتمال آماره	F آماره	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	
۲/۲۵۰۰۰۸	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۲۲۶۹۳۹	۰/۱۷۷۴۸۳	۰/۳۲۲۱۳۸	آماره ها

با توجه به آزمون انجام گرفته و مقادیر بدست آمده که در جدول ۴-۷ مشاهده می شود، با توجه به معنی دار بودن متغیر توزیع سود سهام می توان نتیجه گرفت که فرضیه با فرض ثابت بودن سایر شرایط، توزیع سود سهام رابطه منفی (معکوسی) با ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد، در سطح اطمینان ۹۰ درصد تایید می گردد؛ و نیز این میزان با توجه به منفی بودن رابطه ی میان متغیر توزیع سود سهام با متغیر ریسک سقوط آتی قیمت سهام روندی کاهش را در پیش خواهد گرفت. آزمون F به جهت آزمون برابری ضرایب عرض از مبدا مقاطع مختلف و آزمون هاسمن نیز به منظور تبیین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی مورد برآورد قرار گرفته اند که نتایج این دو آزمون در جدول شماره ۷ نشان داده شده است.

جدول ۷: نتایج آزمون F

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
Cross-section F	۲/۲۶۱۳۴۸۹	(۴۰/۱۹۸)	۰/۰۰۰۰

F محاسبه شده با F جدول مقایسه می گردد و اگر فرض H_0 رد شود کارا بودن روش اثرات ثابت پذیرفته می شود. نتایج آزمون فوق نشان می دهد که مقدار آماره ۲/۲۶۱۳۴۸۹ و احتمال بدست آمده برای آن ۰/۰۰۰۰ می باشد که این نتایج بیانگر متفاوت بودن عرض از مبدا های مقاطع مختلف می باشد و روش اثرات ثابت پذیرفته می شود. همچنین نتایج آزمون هاسمن در جدول (۸) نشان داده شده است:

جدول ۸: نتایج آزمون هاسمن

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
Cross-section random	۱۵/۳۳۷۵۸۳	۵	۰/۰۰۰۰

مقدار آماره آزمون هاسمن در اینجا برابر ۱۵/۳۳۷۵۸۳ است و با توجه به اینکه احتمال بدست آمده برای آن ۰/۰۰۰۰ است. فرض H_1 این آزمون مبتنی بر ارجحیت روش اثرات ثابت بر اثرات تصادفی، در سطح ۵ درصد پذیرفته و روش اثرات ثابت انتخاب می گردد.

۸-۵ آزمون مدل تحقیق (فرضیه دوم)

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل به شرح جدول (۹) مشاهده می شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F(prob (F-statistic)) که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می باشد، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می باشد. ضریب تعیین برابر ۰/۳۷ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۳۷٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مدل قابل تبیین است. به منظور بررسی عدم وجود خود همبستگی در مدل از آماره دوربین - واتسون استفاده می شود. این آماره که بر اساس یافته ها عدد ۲/۲۵ می باشد. با توجه به آماره به دست آمده می توان بیان نمود که مقدار این آماره مناسب است و نشان دهنده رفع خود همبستگی بین اجزای اخلاص مدل اولیه می باشد؛ به عبارتی در مدل بیان شده عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می شود.

جدول ۹: نتایج آزمون رگرسیون ترکیبی مدل تحقیق (فرضیه دوم)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	PROB	نوع رابطه
C	۰/۰۳۶۶۰۹	۰/۰۳۲۰۶۴	۱/۱۴۱۷۷۰	۰/۲۵۴۹	بی معنی
LEV	-۰/۰۰۶۸۳۰	۰/۰۰۷۶۱۰	-۰/۸۹۷۴۵۵	۰/۳۷۰۶	بی معنی
MTB	-۰/۰۰۰۲۱۵	۰/۰۰۰۱۸۵	-۱/۱۶۵۶۱۰	۰/۲۴۵۲	بی معنی
DIVYLDJ	-۰/۰۳۴۳۰۴	۰/۰۱۸۱۴۵	-۱/۸۹۰۵۴۸	۰/۰۰۲۰	منفی و معنی دار
RET	۰۵E-۱/۱۴	۰۵E-۱/۰۹	۱/۰۴۳۳۰۲	۰/۲۹۸۱	بی معنی
TURN	۱/۰۲ E-۰۶	۵/۵۷E-۰۷	۱/۸۳۶۳۰۷	۰/۰۶۷۸	مثبت و معنی دار
SPREAD	-۰/۲۰۷۸۰۴	۰/۰۵۲۹۲۴	-۳/۹۲۶۴۹۱	۰/۰۰۰۱	منفی و معنی دار
	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	احتمال آماره F	دوربین واتسون
آماره ها	۰/۳۷۷۱۱۹	۰/۲۳۲۴۱۰	۲/۶۰۶۰۴۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۲/۲۵۷۹۴۲

۸-۶ آزمون F و هاسمن فرضیه دوم مدل تحقیق (بخش دوم)

آزمون F به جهت آزمون برابری ضرایب عرض از مبدا مقاطع مختلف و آزمون هاسمن نیز به منظور تبیین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی مورد برآورد قرار گرفته اند که نتایج این دو آزمون در جدول شماره ۱۰ نشان داده شده است.

جدول ۱۰: نتایج آزمون F

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
Cross-section F	۹/۰۲۸۳۲۷	(۴۰/۱۹۸)	۰/۰۰۰۰

F محاسبه شده با F جدول مقایسه می گردد و اگر فرض H_0 رد شود کارا بودن روش اثرات ثابت پذیرفته می شود. نتایج آزمون فوق نشان می دهد که مقدار آماره ۹/۰۲۸۳۲۷ و احتمال بدست آمده برای آن ۰/۰۰۰۰ می باشد که این نتایج بیانگر متفاوت بودن عرض از مبدا های مقاطع مختلف می باشد و روش اثرات ثابت پذیرفته می شود.

همچنین نتایج آزمون هاسمن در جدول (۱۱) نشان داده شده است:

جدول ۱۱: نتایج آزمون هاسمن

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
Cross-section random	۱۱/۳۲۴۷۵۷	۶	۰/۰۷۸۸

مقدار آماره آزمون هاسمن در اینجا برابر ۱۱/۳۲۴۷۵۷ است و با توجه به اینکه احتمال بدست آمده برای آن ۰/۰۰۰۰ است. فرض H_1 این آزمون مبتنی بر ارجحیت روش اثرات ثابت بر اثرات تصادفی، در سطح ۵ درصد پذیرفته و روش اثرات ثابت انتخاب می گردد. با توجه به موارد ذکر شده در بالا در این تحقیق از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) و مدل اثرات ثابت استفاده می شود.

۷-۸ آزمون مدل تحقیق (فرضیه دوم)

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل به شرح جدول (۱۲) مشاهده می شود که مقدار P-Value مربوط به آماره $F(\text{prob})$ (F-statistic) که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می باشد، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می باشد. ضریب تعیین برابر ۰/۲۱ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۲۱٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مدل قابل تبیین است. به منظور بررسی عدم وجود خود همبستگی در مدل از آماره دوربین - واتسون استفاده می شود. این آماره که بر اساس یافته ها عدد ۲/۴۸ می باشد. با توجه به آماره به دست آمده می توان بیان نمود که مقدار این آماره مناسب است و نشان دهنده رفع خودهمبستگی بین اجزای اخلاص مدل اولیه می باشد؛ به عبارتی در مدل بیان شده عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می شود.

جدول ۱۲: نتایج آزمون رگرسیون ترکیبی مدل تحقیق (فرضیه دوم بخش دوم)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	PROB	نوع رابطه
C	۰/۰۸۵۲۸۵	۰/۰۶۲۶۴۲	۱/۳۶۱۴۶۸	۰/۱۷۴۹	بی معنی
LEV	۰/۰۰۳۳۵۵	۰/۰۰۷۱۰۰	۰/۴۷۲۴۷۷	۰/۶۳۷۱	بی معنی

بی معنی	۰/۲۲۰۰	۱/۲۳۰۵۳۱	۰/۰۰۱۳۳۱	۰/۰۰۱۶۳۷	MTB
منفی و معنی دار	۰/۰۰۳۷	-۲/۹۱۴۳۰۷	۰/۰۰۵۳۲۸	-۰/۰۱۵۵۲۶	DIVYLDJ
بی معنی	۰/۳۶۷۶	۰/۹۰۳۰۷۵	۰۵E-۱/۷۲	۰۵E-۱/۵۵	RET
بی معنی	۰/۵۹۱۱	-۰/۵۳۸۱۶۷	۱/۱۹E-۰۶	-۶/۴۰ E-۰۵	TURN
منفی و معنی دار	۰/۰۰۰۱	-۳/۸۸۵۰۲۵	۰/۰۰۵۸۹۸	-۰/۰۲۲۹۱۳	SPREAD
دوربین واتسون	احتمال آماره F	آماره F	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	
۲/۴۸۷۲۸۹	۰/۰۰۰۰۰۰	۸/۹۹۰۳۳۰	۰/۰۲۸۹۳۵	۰/۲۱۲۰۰۵	آماره ها

فرضیه دوم: رابطه منفی توزیع سود سهام و ریسک سقوط آتی قیمت سهام برای شرکت هایی با سطح بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران قوی تر (منفی تر) است. با توجه به آزمون های انجام گرفته و مقادیر بدست آمده که در جداول ۴-۹ و ۴-۱۲ مشاهده می شود، این فرضیه در هر دو شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و پایین تایید شد. با توجه به ضریب همبستگی، در شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا (۰/۰۳۴۳۰۴) و در شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی پایین (۰/۰۱۵۵۲۶) محاسبه شده است که این ضریب نشان می دهد که در شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، رابطه منفی بین توزیع سود سهام و ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است. همچنین ضریب تعیین در شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی بال (۰/۳۷) و رد شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی پایین (۰/۲۱) بوده که نشان می دهد که در شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا بیشتر است.

۹- بحث و نتیجه گیری

هدف از پژوهش حاضر، بررسی تاثیر سیاست توزیع سود سهام بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. قلمرو مکانی تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی طی یک دوره ۶ ساله و از سال های بین ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ بوده است. در این تحقیق، ریسک سقوط آتی قیمت سهام به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. همچنین سیاست توزیع سود سهام به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شده است. پژوهش حاضر از نوع تحقیقات توصیفی-همبستگی، بر اساس ماهیت داده ها، از نوع تحقیق کمی و بر اساس اهداف نیز از نوع تحقیق کاربردی به حساب می آید. در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات، از روش کتابخانه ای استفاده می شود. تجزیه و تحلیل داده ها در دو بخش آمار توصیفی و استنباطی با استفاده از نرم افزار Eviews انجام شده است. در این پژوهش از رگرسیون ترکیبی و آزمون های F هاسمن و فنون مختلف اقتصادسنجی برای مدل سازی، آزمون فرضیه ها و تجزیه و تحلیل داده ها استفاده شده است با توجه به خروجی مدل برآورد شده، فرضیه اول پژوهش مبنی بر «با فرض ثابت بودن سایر شرایط، توزیع سود سهام رابطه منفی (معکوسی) با ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد.» تایید شد. ضریب همبستگی بین متغیر توزیع سود سهام و ریسک سقوط آتی قیمت سهام منفی بدست آمده است و از آنجایی که ضریب معناداری از ۰/۰۵ کمتر می باشد در نتیجه معنادار نیز می باشد؛ به عبارتی با افزایش سود توزیع شده سهام، ریسک سقوط قیمت سهام کاهش می یابد. اینطور می توان استنباط نمود که شرکت هایی که سود سهام بیشتری پرداخت کرده اند، با خطر سقوط سهام پایینی در دوره جاری

مواجه اند. بدین ترتیب پرداخت سود سهام، احتمال استفاده شرکت ها از وجوه خارجی را افزایش می دهد؛ بنابراین سود سهام می تواند نظارت خارجی بر مدیران را تسهیل کند و به کاهش خطر سقوط قیمت سهام منجر شود.

همچنین با توجه به خروجی مدل برآورد شده، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر «رابطه منفی توزیع سود سهام و ریسک سقوط آتی قیمت سهام برای شرکت هایی با سطح بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران قوی تر (منفی تر) است.» تایید شد. با توجه به آزمون فرضیه در دسته از شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و پایین؛ در شرکت هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بالا داشتند، مقدار ضریب همبستگی و همچنین مقدار ضریب تعیین بیشتری بدست آمده است که نشان از منفی تر بودن رابطه بین توزیع سود سهام و ریسک سقوط آتی قیمت سهام بوده است. این طور استنباط می شود که هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهام داران شرکت ها بیشتر باشد؛ آنها انگیزه بیشتری برای افشا نکردن اطلاعات مالی و مخفی کردن اخبار بد پیدا می کنند و در نتیجه با تجمیع اطلاعات و اخبار بد توسط مدیران، به یک باره این اخبار بد افشا شده و سبب ریسک سقوط قیمت سهام می گردد. در نتیجه اینطور به نظر می رسد که سود سهام توزیعی و پرداخت سود توسط چنین شرکت هایی، سبب می گردد تا شرکت ها برای تامین منابع وجوه خود، از وجوه خارجی استفاده نموده و در نتیجه استفاده از وجوه خارجی اعمال نظارتی افزایش یافته و از خارج بر کار شرکت ها نظارت صورت میگیرد و سبب محدود سازی اقدامات فرصت طلبانه مدیریت و تضادهای نمایندگی می گردد و در نتیجه با نظارت خارجی و پرداخت سود توزیع شده، انباشت اطلاعات کاهش یافته و این سبب می گردد تا ریسک سقوط قیمت سهام نیز کاهش یابد.

۱۰-پیشنهادهای برای پژوهش های آتی

۱. انجام پژوهش حاضر با توجه به سایر عوامل موثر بر ریسک سقوط قیمت سهام؛
۲. وارد کردن متغیرهای کنترلی بیشتر؛ بازده دارایی، جریان نقدی و ... و انجام پژوهش؛
۳. انجام پژوهش با اضافه کردن متغیر دیگری مانند کارایی سرمایه گذاری و بررسی آن؛
۴. انجام پژوهش در صنایع مختلف و همچنین در شرکت های فرابورسی و بحث و مقایسه نتایج با یک دیگر

منابع

۱. بادآور نهندی، یونس؛ تقی زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۶)، تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی. دانشکده مدیریت دانشگاه تهران. دوره ۲۴. شماره ۱. ص ۱۹-۴۰.
۲. تقی زاده خانقاه، وحید؛ زینالی، مهدی (۱۳۹۴). نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه گذاری شرکت ها در مراحل چرخه عمر، بررسی های حسابداری و حسابرسی. ص ۱۶۱-۱۸۲.
۳. حقیقت، آرزو. (۱۳۹۲). پایان نامه کارشناسی ارشد، تاثیر سرمایه گذاران نهادی بر همزمانی قیمت و سقوط آتی قیمت سهام، دانشگاه اصفهان دانشکده علوم اقتصاد و علوم اداری.
۴. خدارحمی، بهروز؛ فروغ نژاد، حیدر؛ شریفی، محمد جواد (۱۳۹۵). تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی -پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی. سال چهارم. شماره سوم. پیاپی (۱۴). ص ۳۹-۵۸.
۵. فروغی، داریوش؛ ساکیانی، امین (۱۳۹۵). تاثیر سررسید بدهی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، مجله پژوهش حسابداری، شماره ۲۰، ص ۹۹-۱۱۶.

۶. فروغی، داریوش؛ میرزایی، منوچهر (۱۳۹۱). تاثیر محافظه کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، ۱۱۷-۷۷:۲.
۷. فروغی، داریوش؛ ساکیانی، امین (۱۳۹۵). تاثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، مجله دانش حسابداری، دوره ۳، شماره ۲، ص ۳۱-۵۲.
۸. مرادی، جواد؛ ولی پور، هاشم؛ قلمی، مرجان (۱۳۹۰). تأثیر محافظه کاری حسابداری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام. مجله حسابداری مدیریت، سال چهارم شماره یازدهم، ص: ۹۳-۱۰۶.
9. Ball, R., 2009. Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. *Journal of Accounting Research* 47: 277-323.
10. Bleck, A., Liu, X., 2007. Market transparency and the accounting regime. *Journal of Accounting Research* 45, 229-256.
11. Callen, J.L., and Fang, X. 2013. "Institutional Investor stability and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?" *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3047-3063.
12. Easterbrook, F.H., 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74, 650-659.
13. Hong, H. and Stein, J. C. 2003. "Differences of Opinion, Short-sales Constraints, and Market Crashes." *The Review of Financial and Studies*, Vol. 16, No. 2, pp. 487-525.
14. Harford, J., 1999. Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance* 54, 1969-1997.
15. Hutton, A., Marcus, A., Tehranian, H., 2009. Opaque financial reports and the distribution of stock returns. *Journal of Financial Economics* 94, 67-86.
16. Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.
17. Jin, L., Myers, S.C., 2006. R2 around the world: new theory and new tests. *Journal of Financial Economics* 79, 257-292.
18. Kim, J. B. & Liandong Zhang. 2010. Does accounting conservatism reduce stock price crash risk? Retrieved from <http://www.Ssrn.Com>.
19. kim, J. B., Wang, Z., Zhang, L. 2014. CEO Overconfidence and Stock Price crash Risk, Working Paper, Available: <Http://www.ssrn.com>.
20. Kim, J.-B., Li, Y., Zhang, L., 2011b. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics* 100, 639-662.
21. Skinner, D., Soltes, E., 2011. What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies* 16, 1-28.

The effect of Dividend Payments and Stock Price Crash Risk with an emphasis on information asymmetry

Ramzan Rezaeyan¹, Seeyd Mehdi Hosseini²

1. Department of Finance Mathematical, Islamic Azad University Nour Branch, Nour, Iran.

2. Master of Science (MSc) in Accounting, Islamic Azad University Nour Branch, Nour, Iran.

Abstract

The purpose of this study was to investigate the effect of Dividend Payments on Stock Price Crash Risk with the emphasize on information Asymmetry in accepted Firms in Tehran Stock Exchange. This research is descriptive and, in terms of purpose, is an applied research and is included in descriptive-post-event studies. The statistical population of this research is the companies accepted in the Tehran Stock Exchange that Among the statistical population of the 82 accepted firms in Tehran Stock Exchange was selected without sampling method and under specific circumstances. Combined data and data panel and regression methods were used to study hypotheses. The results of the research showed that Dividend Payments have significant and negative relationship on Stock Price Crash Risk; Also, Negative Relationship between Dividend Payments and Stock Price Crash Risk is more than in higher information asymmetry firms.

Keywords: Dividend Payment, Stock Price, Stock Price Crash Risk, Information Asymmetry
