

آزمون تئوری علامت‌دهی و تئوری سودهای پیشین در رابطه میان تقسیم سود و سودآوری آتی

مهدی مرادزاده فرد*

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، البرز، ایران

ناهید محرم زاده

کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، البرز، ایران

چکیده

مدیران ممکن است سود تقسیمی را جهت علامت‌دهی پایداری تغییرات تقسیم سود گذشته تعدیل کنند؛ بر این اساس، تئوری سودهای پیشین و تئوری علامت‌دهی استدلال می‌کنند که سود تقسیمی تابعی از سودهای گذشته و ابزاری برای علامت‌دهی سود مورد انتظار است. از آنجاکه سهامداران و سرمایه‌گذاران برای ارزیابی شرکت‌ها از فاکتورهای مختلفی از جمله سود جهت تصمیم‌گیری استفاده می‌نمایند و از سویی مدیران شرکت‌ها، اطلاعات درون‌سازمانی درباره چشم‌انداز سودآوری شرکت در اختیار دارند و از سود تقسیمی به‌عنوان یک ابزار علامت‌دهی به سهامداران و سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند، بنابراین ارتباط بین سود تقسیمی و سودآوری آتی به‌عنوان یک مسئله مورد مطالعه قرار گرفته است. در این پژوهش اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی ۱۲۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های مالی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که نسبت سود تقسیمی سال قبل با نسبت سود تقسیمی سال جاری رابطه منفی و معنی‌دار و نسبت سودآوری سال جاری با نسبت سود تقسیمی سال جاری رابطه مثبت و معنی‌دار دارد. همچنین نسبت سود تقسیمی سال جاری و نسبت سودآوری سال جاری با نسبت سودآوری سال آتی رابطه مثبت و معنی‌دار دارد. این یافته‌ها خلاف تئوری سودهای پیشین و هم‌راستا با تئوری علامت‌دهی می‌باشد.

واژگان کلیدی: سود تقسیمی، تئوری علامت‌دهی سود تقسیمی، تئوری سودهای پیشین.

۱- مقدمه

توزیع جریان نقدی بین مالکان شرکت بحث بسیار مهمی در بازار سرمایه است. شرکت‌ها جریان‌های نقدی خود را به شیوه‌های متفاوتی توزیع می‌نمایند. یکی از شیوه‌های توزیع که مطالعات زیادی را به خود اختصاص داده، توزیع سود نقدی است. شواهد تجربی در مورد این سؤال اساسی که چرا شرکت‌ها سود سهام پرداخت می‌کنند، اجماع نظر کاملی را نشان نمی‌دهد. اهداف شرکت‌ها از پرداخت سود سهام متفاوت است. برخی شرکت‌ها جهت جذب مشتریان خاص یا انتقال اطلاعات به بازار اقدام به توزیع سود نقدی می‌کنند. برخی دیگر فقط به منظور بازده منصفانه وجود نقد مازاد برای همه سهامداران سود نقدی پرداخت می‌نمایند. بر این اساس، هیچ‌یک از تئوری‌های سود سهام به‌تنهایی نتوانسته است موفق‌تر از سایر تئوری‌های دیگر باشد و علت آن احتمالاً به وجود انگیزه‌های متفاوت برای پرداخت سود سهام برمی‌گردد (کردستانی و همکاران، ۱۳۸۹).

در همین راستا، ما در این مطالعه دو تئوری مطرح‌شده در این رابطه (تئوری سودهای پیشین^۱ و تئوری علامت‌دهی^۲) را مورد بررسی قرار می‌دهیم. به‌طور کلی انجام پژوهش‌هایی در حوزه تقسیم سود، اخبار مربوط به تقسیم سود، تغییرات سود تقسیمی نسبت به سنوات گذشته و پیش‌بینی سودآوری آتی شرکت برای سهامداران اهمیت بسزایی دارد؛ چراکه آن‌ها با استفاده از این اطلاعات در مورد شرکت قضاوت و در نهایت تصمیم‌گیری می‌نمایند. همان‌طور که بیان شد با توجه به اهمیت موضوع، تاکنون در این ارتباط تئوری‌ها و دیدگاه‌های زیادی مطرح شده‌اند. یکی از این دیدگاه‌ها بیان می‌دارد که تغییرات سود تقسیمی به سهامداران و سرمایه‌گذاران پیام می‌دهد که وضعیت مالی شرکت چگونه است. در نهایت می‌توان گفت، تغییرات سود تقسیمی معلول علت‌هایی است و بازار در پی کشف این علت‌هاست و متناسب با ادراک خود از علت‌ها، به این واقعه واکنش نشان می‌دهد (اسدی و عزیزی بصیر، ۱۳۸۷). سود سهام نقدی، به‌واسطه عینیت و ملموس بودن از جایگاه ویژه‌ای نزد مالکان شرکت برخوردار است و سرمایه‌گذاران شرکت با هدف آگاهی از توان ایجاد نقدینگی و توزیع آن بین سهامداران، علاقه ویژه‌ای به این مقوله دارند. زیرا آن‌ها سود نقدی تقسیمی را عاملی مؤثر بر وجوه نقد مورد انتظار آتی و بازده مورد انتظار خود می‌دانند. پرداخت سود سهام به‌عنوان یکی از ابزارهای مؤثری تلقی می‌شود که می‌تواند به‌وسیله مدیران، جهت کاهش تعارض‌های نمایندگی در شرکت به کار گرفته شود (مرادی و همکاران، ۱۳۹۰).

سهامداران و سرمایه‌گذاران برای ارزیابی شرکت‌ها از فاکتورهای مختلفی استفاده می‌نمایند که از آن جمله، سود هر سهم (EPS) و سود تقسیمی (DPS) می‌باشد، که تغییرات آن‌ها می‌تواند اطلاعاتی درباره وضعیت و عملکرد شرکت در حال و آینده بدهد. بازار سرمایه هم مانند دیگر

آزمون تئوری علامت‌دهی و تئوری سودهای پیشین در رابطه میان تقسیم سود و سودآوری آتی/۱۰۳

بازارها شامل یکسری خریدار و فروشنده است که رقابت بین فروشندگان باعث افزایش کارایی عملکرد شرکت‌ها می‌شود و نشانه این کارایی شرکت در استفاده بهینه از سرمایه فراهم شده، افزایش سود و سودآوری آن شرکت خواهد بود (محرم زاده و همکاران، ۲۰۱۷).

هدف ما در این پژوهش فراهم آوردن شواهد تازه‌ای در رابطه با تئوری علامت‌دهی سود تقسیمی و تئوری سودهای پیشین است. بنابراین تحقیق حاضر سعی دارد به این پرسش‌ها پاسخ دهد که آیا تغییر در سود تقسیم‌شده سودآوری آتی شرکت‌ها را به بیرون علامت می‌دهد؟ و چه متغیرهایی در این رابطه تأثیرگذار هستند؟ و هر یک از این متغیرها چه اندازه بر این رابطه تأثیر می‌گذارند؟ تحقیقات پیشین موارد مختلفی را به‌عنوان ویژگی‌های مؤثر بر سودآوری شرکت‌ها ذکر کرده‌اند. این پژوهش تأثیر نسبت DPS به EPS با استفاده از متغیرهای اندازه شرکت، نسبت بدهی، رشد فروش، درصد مالکیت سهامدار عمده را بر سودآوری شرکت بررسی می‌کند. با توجه به اینکه در این پژوهش سعی شده است به‌طور همزمان هر دو تئوری سودهای پیشین و تئوری علامت‌دهی، مورد بررسی قرار گرفته و با پیشینه تجربی موجود مقایسه و ارتباطی بین تحقیقات تجربی و این تئوری‌ها برقرار گردد، موجب افزودن دانش در این زمینه خواهد گردید.

۲- مبانی نظری و پیشینه و فرضیه‌ها

بر اساس تئوری سودهای پیشین، از تغییرات تقسیم سود به‌عنوان یک علامت درباره تداوم تغییرات سود گذشته استفاده می‌شود، زیرا مدیران تمایلی به افزایش (کاهش) سودهای تقسیمی ندارند، مگر زمانی که افزایش (کاهش) سود مداوم و پایدار است. بنابراین تغییرات سود تقسیمی باید به‌طور مثبتی به تغییرات سود گذشته ارتباط داشته باشد. بنابراین مطابق با نظریه سودهای پیشین، مدیران ممکن است سود تقسیمی را جهت علامت‌دهی پایداری تغییرات تقسیم سود گذشته تعدیل کنند (لیو و چن^۲، ۲۰۱۵).

از سویی دیگر تئوری علامت‌دهی سود تقسیمی استدلال می‌کند که سود تقسیمی ابزاری برای علامت‌دهی سود مورد انتظار است، زیرا مدیران دارای اطلاعات نامتقارن درباره سودآوری آتی شرکت‌ها هستند. اگر تئوری علامت‌دهی درست باشد به این معنی است که مدیران اطلاعات درون‌سازمانی درباره چشم‌انداز سودآوری شرکت در اختیار دارند و از سود تقسیمی به‌عنوان یک ابزار علامت‌دهی استفاده می‌کنند، بنابراین این‌گونه استدلال می‌شود که سودآوری آتی شرکت با استفاده از تغییر سود تقسیمی جاری پیش‌بینی می‌شود. طبق تئوری علامت‌دهی سود، مدیریت یک شرکت در مورد چشم‌انداز آتی آن نسبت به سهامداران از اطلاعات بیشتری برخوردار است. بر اساس این تئوری اگر شرکت سود سهام بیشتری نسبت به آنچه توسط بازار پیش‌بینی شده است اظهار کند، این موضوع ممکن است نشانه آن باشد که چشم‌انداز مالی آینده شرکت روشن‌تر از وضعیت مورد انتظار است. اگر مدیران یک شرکت تئوری علامت‌دهی را باور داشته باشند

همیشه در مورد پیام قابل استنتاج از تصمیم تقسیم سودشان که به سرمایه‌گذاران می‌رسد بسیار محتاط خواهند بود. حتی اگر شرکت برخی فرصت‌های سرمایه‌گذاری جذاب داشته باشد که ملزم به نگهداری سود برای تأمین مالی آن باشد مدیریت ممکن است با فرض اینکه این فرصت‌ها منجر به جلوگیری از پرداخت سود سهام مورد انتظار سرمایه‌گذاران و ارسال پیام نامساعد به بازار باشد، از آن‌ها صرف‌نظر کند. بنابراین به نظر می‌رسد اعلام سود سهام حاوی اطلاعاتی در مورد چشم‌انداز آتی شرکت است (لیو و چن، ۲۰۱۵). در واقع با توجه به فرضیه محتوای اطلاعاتی یا علامت‌دهی، آغاز پرداخت سود سهام توسط یک شرکت و یا افزایش قابل توجه سود سهام توسط شرکت، پیام‌های متفاوتی از دید سهامداران مختلف دارد. پرداخت سود کم باعث کاهش اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به دریافت بازده سرمایه‌شان می‌شود. افزایش آن از دید سرمایه‌گذاران نشانه توانایی سودآوری آتی شرکت بوده و به‌عنوان یک خبر خوب مبنی بر روشن بودن افق آینده شرکت از دید مدیریت تفسیر می‌شود (خوش‌طینت و حاجیان، ۱۳۸۷).

سرمایه‌گذاران با توجه به سلیقه خود، سهام شرکتی را خریداری می‌کنند، که سیاست تقسیم سود آن را قبول دارند، میزان سود سهام پیشنهادی هیئت‌مدیره، معمولاً حاوی اطلاعاتی در خصوص انتظارات مدیران در مورد سودآوری آتی شرکت است. بدیهی است، اگر مدیریت شرکت درصدد برآید، تا میزان سود پرداختی را افزایش دهد، درواقع مدعی است که قدرت سودآوری شرکت افزایش یافته است. محققان بر این باورند که تغییر غیرمنتظره سود تقسیمی، دارای محتوای اطلاعاتی مهمی است، به‌ویژه در مواقعی که میزان سود تقسیمی کاهش یابد، یا اصلاً پرداخت نشود. معمولاً در یک بازار کارآ، مدیریت شرکت، زمانی چنین روشی را در پیش خواهد گرفت، که بخواهد به سهامداران و سرمایه‌گذاران این پیام را بدهد، که سود سال‌های آتی کاهش خواهد یافت (ریموند. پی. نوو، ۱۳۸۸). استدلال ساده‌تر این است که گفته شود، سهامداران دریافته‌اند که تقسیم سود، عدم اطمینان آنان را کاهش می‌دهد و بر همین اساس نتیجه‌گیری می‌شود که سهامداران سود تقسیمی را نسبت به سودهای ناشی از سرمایه‌گذاری مجدد ترجیح می‌دهند، و به‌تبع آن هر چه نسبت سود تقسیمی بالاتر رود (در صورت ثابت ماندن سایر شرایط) قیمت سهام نیز در بازار بالاتر می‌رود. البته این موضوع عمدتاً در بازارهایی که سرمایه‌گذاران به‌طور کوتاه‌مدت عمل می‌کنند، مصداق بیشتری دارد (لیو و چن، ۲۰۱۵).

در تحقیقات انجام شده در زمینه تقسیم سود و سودآوری نتایج مختلفی حاصل شده است که گاهاً متناقض یکدیگر می‌باشد. به‌عنوان مثال برخی از پژوهش‌های انجام‌شده در خصوص تقسیم سود و سودآوری حاکی از وجود رابطه مثبت بین پرداخت سود نقدی و سودآوری می‌باشد. از جمله این تحقیقات می‌توان به تحقیق انجام‌شده توسط نیسیم و زیو^۴ (۲۰۰۱) اشاره کرد. آن‌ها در تحقیقی با عنوان «تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی شرکت‌ها» شرکت‌های نمونه را به سه دسته، دارای تغییرات مثبت، تغییرات منفی و بدون تغییر در سود تقسیمی، تقسیم کرده و بر

آزمون تئوری علامت‌دهی و تئوری سودهای پیشین در رابطه میان تقسیم سود و سودآوری آتی/۱۰۵

مبنای تحقیقات خود دریافتند تغییرات سود تقسیمی با سطح سودآوری آتی شرکت‌ها رابطه مستقیمی دارد. همچنین آن‌ها به شواهد محکمی، جهت تأیید محتوای اطلاعاتی سود دست یافتند. پس از آن‌ها لیو و چن (۲۰۱۵) پژوهشی با عنوان «آیا شرکت‌ها با استفاده از تغییرات سود تقسیمی سودآوری آتی شرکت را علامت می‌دهند؟» انجام دادند. در این پژوهش، تئوری علامت‌دهی مجدداً آزمون شد. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که مدیران با تغییر سود تقسیمی، سود مورد انتظار آتی را به بیرون علامت می‌دهند. همچنین مدیران سود تقسیمی را برای علامت‌دهی تغییرات سودهای گذشته، تغییر می‌دهند.

از دیگر تحقیقات که تئوری علامت‌دهی را تأیید می‌کند تحقیق انجام‌شده توسط لای و همکاران^۵ (۲۰۱۷) است. آن‌ها در پژوهش خود نشان دادند که سود نقدی رابطه معنی‌داری با سودآوری آتی دارد.

در مقابل پژوهش‌های یادشده، برخی مطالعات خلاف یافته‌های محققان مذکور را نشان دادند. به‌عنوان مثال گرویل و همکاران^۶ (۲۰۰۵) در پژوهشی نشان دادند که برخلاف این پیش‌بینی، پس از کنترل الگوهای غیرخطی شناخته‌شده در رفتار سودآوری، تغییرات سود تقسیمی حاوی اطلاعاتی در مورد تغییرات سودآوری آتی نیست. آن‌ها همچنین نشان دادند که تغییرات سود تقسیمی با تغییرات سودمندی آتی (بازده دارایی‌ها) رابطه منفی دارد. آرائوچو و همکاران^۷ (۲۰۱۱) نیز ادعا کردند که شکست در تأیید این پیش‌بینی، رویکرد علامت‌دهی را نقض نمی‌کند. علامت‌دهی امکان‌پذیر است و تغییر در سود تقسیمی و تغییر در سودآوری آتی می‌تواند به‌صورت مثبت یا منفی باهم مرتبط باشند. پژوهش دیگری که توسط علی و همکاران^۸ (۲۰۱۷) انجام شد نیز نتیجه‌ای متضاد با تئوری علامت‌دهی را نشان داد.

علاوه بر دو طیف از تحقیقاتی که تئوری علامت‌دهی را تأیید یا رد می‌کردند، برخی پژوهشگران از جمله براجین و موور^۹ (۲۰۱۱) در پژوهش خود با عنوان «آیا تغییرات تقسیم سود، سودآوری آتی را علامت می‌دهد؟» دریافتند که هنوز به‌طور کامل نمی‌توان تشخیص داد که آیا رابطه بین تغییر سود تقسیمی و تغییرات سودهای آتی به علت علامت‌دهی است، زیرا مدیران ممکن است به‌عنوان مثال برای حفظ سرمایه برای سرمایه‌گذاری‌های آتی یا پرداخت بیش‌ازحد وجه نقد، سود تقسیمی را تغییر دهند؛ چون جایگزین بهتری برای آن‌ها وجود ندارد. مالیات، اطلاعات نامتقارن، قراردادهای ناقص، محدودیت‌های نهادی و هزینه‌های معامله باعث می‌شود ارزش شرکت تحت تأثیر سیاست تقسیم سود قرار نگیرد. هم‌راستا با این یافته‌ها، میچالی و روبرتز^{۱۰} (۲۰۱۲) نیز نشان دادند که علاوه بر علامت‌دهی علل دیگر برای تغییر سود تقسیمی امکان‌پذیر است مانند توزیع جریان نقدی آزاد برای کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از تعارض بین کارمندان داخلی و خارجی.

در داخل کشور نیز پژوهش‌های انجام‌شده، نتایج متفاوتی را نشان داده‌اند. خوش طینت و حاجیان (۱۳۸۷) در تحقیقی، تأثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران را که نشان‌دهنده محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی است، بررسی نمودند. نتایج تحقیق آن‌ها حاکی از آن بود که افزایش سود تقسیمی بر حجم معاملات سهام مؤثر است، به عبارتی حجم معاملات سهام پس از اعلام افزایش تقسیم سود افزایش می‌یابد. این امر تأییدکننده تئوری محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی است. در تحقیق دیگری که توسط کردستانی و همکاران (۱۳۸۹) انجام شد، تئوری‌های پرداخت سود، پیام‌دهی و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدی موردبررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن بود که کاهش سود نقدی حاوی اطلاعات مهمی درباره کاهش سودهای آتی است، در مقابل، افزایش سود نقدی از افزایش سودهای آتی خبر نمی‌دهد. لذا نتایج این محققان از تئوری علامت‌دهی حمایت نمی‌کند. اما تحقیق انجام‌شده توسط انواری رستمی و همکاران (۱۳۸۹) مؤید تئوری علامت‌دهی بود. آن‌ها با بررسی سودمندی اطلاعات جریان‌های نقدی، سودآوری و سود تقسیمی به این نتیجه دست یافتند که داده‌های جریان‌های نقدی (زمانی که به‌تنهایی یا به‌عنوان اطلاعات مکمل با دیگر اطلاعات حسابداری استفاده می‌شود) و سود خالص هر سهم (EPS) محتوای افزاینده اطلاعاتی سود تقسیمی را مورد تأیید قرار می‌دهند. پژوهش دیگری که در مورد ارتباط سود تقسیمی با پیش‌بینی سودهای آتی توسط سعیداردکانی و محمودیان (۱۳۸۹) انجام شد، بیانگر آن بود که میزان پرداخت سودهای تقسیمی در میزان دقت پیش‌بینی سودهای آتی تأثیری ندارد؛ درحالی‌که یحیی زاده فر و عمادی (۱۳۹۰) نشان داد که بین وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد، اما بین جریان نقدی آزاد و میزان سود تقسیمی شرکت‌ها رابطه معنادار وجود ندارد. پژوهش دیگری که توسط کامیابی و همکاران (۱۳۹۳)، انجام گرفت نیز این نتیجه را تأیید کرد. آن‌ها پس از بررسی تأثیر جریان‌های نقدی و سود هر سهم در پیش‌بینی سودهای تقسیمی مشاهده کردند که بین سود هر سهم و سطح سود تقسیمی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما بین جریان‌های نقدی عملیاتی و سطح سود تقسیمی هیچ رابطه‌ای وجود ندارد. در تحقیقی دیگر که توسط رضازاده چاری و نبوی چاشمی (۱۳۹۵) انجام شد، تأثیر سودآوری بر سیاست‌های تقسیم سود بررسی شد و نتیجه پژوهش حاکی از تأثیر معنادار و مستقیم سودآوری، سودهای انباشته نسبت به کل دارایی‌ها و نرخ رشد دارایی‌ها بر روی سود سهام پرداختی بود.

با عنایت به ادبیات نظری و پیشینه تجربی مرتبط با تقسیم سود و سودآوری چهار فرضیه به شرح ذیل مطرح گردید:

فرضیه اول: میان نسبت DPS به EPS سال قبل و نسبت DPS به EPS سال جاری رابطه مستقیم و معنی‌دار وجود دارد.

آزمون تئوری علامت‌دهی و تئوری سودهای پیشین در رابطه میان تقسیم سود و سودآوری آتی/۱۰۷

فرضیه دوم: میان نسبت سودآوری سال جاری و نسبت DPS به EPS سال جاری رابطه مستقیم و معنی‌دار وجود دارد.

فرضیه سوم: میان نسبت DPS به EPS سال جاری و نسبت سودآوری سال آتی رابطه مستقیم و معنی‌دار وجود دارد.

فرضیه چهارم: میان نسبت سودآوری سال جاری و نسبت سودآوری سال آتی رابطه مستقیم معنی‌دار وجود دارد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. همچنین، با توجه به اینکه در این پژوهش ارتباط بین دو یا چند متغیر مورد بررسی قرار می‌گیرد، از نظر نوع آزمون فرضیه‌ها این پژوهش در زمره پژوهش‌های همبستگی قرار دارد. از سویی با عنایت به اینکه این پژوهش بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته (صورت‌های مالی شرکت‌ها) انجام می‌گیرد از نوع تحقیقات پس‌رویدادی است. همچنین این پژوهش از منظر تئوریک جزء تحقیقات اثباتی قرار می‌گیرد.

جامعه آماری پژوهش شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طول سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ می‌باشد که به روش حذف سیستماتیک بر اساس شرایط ذیل انتخاب شده‌اند:

- به‌منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی، این شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - داده‌های مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد.
 - تحقیق برای شرکت‌های غیرمالی انجام می‌شود، لذا بانک‌ها و کلیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ‌ها، مؤسسات مالی و شرکت‌های بیمه از نمونه حذف می‌شوند. علت انتخاب این معیار، ساختار متفاوت صورت‌های مالی این شرکت‌ها در مقایسه با شرکت‌های تولیدی است.
 - به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد.
 - در طی دوره تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
 - معاملات سهام شرکت به‌طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از سه ماه در مورد سهام یادشده اتفاق نیفتاده باشد.
- داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی «ره‌آورد نوین» و همچنین سایت کدال استخراج شده است. به‌منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده‌ها به اطلاعات مورد نیاز و همچنین تجزیه و تحلیل آن‌ها، از صفحه گسترده Excel و نرم‌افزار Eviews8 استفاده شده است.

مدل پژوهش و نحوه اندازه‌گیری متغیرها

به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از دو مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود که بر اساس مبانی نظری و تعدیل مدل نظری پژوهش‌های پیشین ازجمله مطالعه باراجین و موور (۲۰۱۱)، لیو و چن (۲۰۱۵)، لای و همکاران (۲۰۱۷) می‌باشد:

رابطه (۱)

$$DPS/EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 \frac{DPS}{EPS_{it-1}} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SG_{it} + \beta_6 BS_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۲)

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 \frac{DPS}{EPS_{it}} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SG_{it} + \beta_6 BS_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل نخست، متغیرهای مستقل، نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال قبل و نسبت سودآوری سال جاری می‌باشند و متغیر وابسته نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال جاری است. در مدل دوم نیز متغیرهای مستقل شامل نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال جاری و نسبت سودآوری سال جاری است و متغیر وابسته، سودآوری سال آتی می‌باشد. در ادامه نحوه اندازه‌گیری این متغیرها تشریح می‌گردد.

نسبت DPS/EPS (D/E): از نسبت‌های پرداخت سود است که نشان می‌دهد چه مقدار از سود هر سهم به سهامداران پرداخت می‌شود و از تقسیم سود تقسیمی به سود هر سهم به دست می‌آید. نسبت سودآوری (ROA): حاصل تقسیم سود خالص به مجموع دارایی‌ها است.

متغیرهای کنترلی این تحقیق شامل اندازه شرکت، نسبت بدهی، رشد فروش و درصد مالکیت سهامدار عمده می‌باشد که به ترتیب ذیل محاسبه می‌گردند.

اندازه شرکت (SIZE): از طریق لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت حاصل می‌شود.

نسبت بدهی (LEV): از طریق تقسیم مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها، محاسبه می‌شود.

رشد فروش (SG): حاصل تفاوت فروش سال جاری با فروش سال گذشته، تقسیم بر فروش سال گذشته است.

درصد مالکیت سهامدار عمده (BS): برابر است با درصد سهام متعلق به سهامدار عمده شرکت. سهامدار عمده، سهامداری است که با توجه به یادداشت سرمایه مندرج در صورت‌های مالی شرکت، در ترکیب سهامداران، بیشترین سهام را در اختیار دارد.

۴- یافته‌های پژوهش

در این بخش ابتدا به تحلیل آمار توصیفی و سپس تجزیه و تحلیل آمار استنباطی می‌پردازیم. در نگاره ۱ برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد در شرکت‌های مورد بررسی، به‌طور متوسط تقریباً ۵۹٪ منابع مالی شرکت‌ها از طریق بدهی تأمین مالی شده و میانگین نسبت مالکیت سهامدار عمده در سهام تقریباً ۷۵,۵۶٪ می‌باشد. نتایج همچنین بیان می‌دارد که میانگین نسبت سود نقدی به سود هر سهم در سال جاری و سال قبل به ترتیب ۰/۷۶۲۷ و ۰/۷۸۶۵ می‌باشد. میانگین نسبت سودآوری سال جاری و سال آتی نیز به ترتیب ۰/۱۵۷۸ و ۰/۱۵۱۳ می‌باشد.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال جاری	DPS _{it} /EPS _{it}	۰/۷۶۲۷	۰/۷۲۰۶	۲/۱۹۲۹	۰/۰۰۴۲	۰/۴۲۳۴
نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال قبل	DPS _{it-1} /EPS _{it-1}	۰/۷۸۶۵	۰/۷۳۲۷	۲/۲۶۳۶	۰/۰۰۴۲	۰/۴۳۰۳
نسبت سودآوری سال جاری	ROA _{it}	۰/۱۵۷۸	۰/۱۴۲۱	۰/۴۱۵۹	۰/۰۰۱۹	۰/۰۹۳۷
نسبت سودآوری سال آتی	ROA _{it+1}	۰/۱۵۱۳	۰/۱۳۶۲	۰/۴۰۷۷	-۰/۰۰۶۸	۰/۰۹۳۷
اندازه شرکت	SIZE _{it}	۱۳/۴۸۵	۱۳/۴۰۵	۱۶/۱۷۱	۱۱/۵۷۹	۱/۰۳۱۵
نسبت بدهی	LEV _{it}	۰/۵۹۰۸	۰/۶۰۹۹	۰/۸۸۳۲	-۰/۲۵۹۳	۰/۱۵۱۷
رشد فروش	SG _{it}	۰/۱۹۹۶	۰/۱۷۵۲	۰/۸۰۰۶	-۰/۲۶۲۸	۰/۲۱۹۱
نسبت مالکیت سهامدار عمده	BS _{it}	۰/۷۵۵۶	۰/۷۷۰۸	۰/۹۴۵۷	۰/۱۳۹۸	۰/۱۲۱۰

بررسی ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

پیش از انجام آزمون رگرسیون، ابتدا با انجام آزمون همبستگی به بررسی ارتباط ابتدایی بین متغیرها می‌پردازیم. همان‌طور که در نگاره ۲ مشاهده می‌گردد بین متغیرها ارتباط معنادار وجود دارد و می‌توان به بررسی دقیق‌تر این روابط پرداخت. به‌عنوان مثال نتایج به‌دست آمده از جدول ضریب همبستگی نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪، نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال قبل با نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال جاری معناداری وجود دارد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ رشد فروش با نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال جاری همبستگی مستقیم و معناداری دارد.

نگاره (۲): ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

ردیف	متغیر	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)	(۷)	(۸)
(۱)	DPS _{it} /EPS _{it}	۱							
	احتمال	---							
(۲)	DPS _{it-1} /EPS _{it-1}	۰/۰۹۵ ^{***}	۱						
	احتمال	۰/۰۳۹۶	---						
(۳)	ROA _{it}	۰/۰۶۲	۰/۰۳۴	۱					
	احتمال	۰/۱۷۷۴	۰/۴۵۸۱	---					
(۴)	ROA _{it+1}	۰/۰۴۸	۰/۰۷۵	۰/۷۲۷*	۱				
	احتمال	۰/۲۹۵۵	۰/۱۰۲۰	۰/۰۰۰	---				
(۵)	SIZE _{it}	-۰/۰۱۷	۰/۰۶۹	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۹	۱			
	احتمال	۰/۷۱۰۵	۰/۱۳۵۲	۰/۹۷۷۵	۰/۸۳۷۶	---			
(۶)	LEV _{it}	-۰/۰۴۴	-۰/۰۳۸	-۰/۳۲۹ ^o	-۰/۲۳۹ ^o	۰/۱۱۸ ^o	۱		
	احتمال	۰/۳۳۴۸	۰/۴۰۳۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۱۰۰	---		
(۷)	SG _{it}	-۰/۲۷۰ ^o	-۰/۰۶۶	۰/۲۴۳ ^o	۰/۲۳۱*	۰/۰۹۵ ^o	۰/۰۸۲ ^o	۱	
	احتمال	۰/۰۰۰	۰/۱۵۲۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۳۸۲	۰/۰۷۳۴	---	
(۸)	BS _{it}	۰/۰۰۷	-۰/۰۳۵	۰/۱۱۴ ^o	۰/۱۳۷ ^o	-۰/۰۸۰ ^o	۰/۱۲۱ ^o	۰/۰۵۶	۱
	احتمال	۰/۸۷۳۰	۰/۴۵۰۷	۰/۰۱۳۰	۰/۰۰۲۸	۰/۰۸۱۸	۰/۰۰۸۴	۰/۲۲۰۶	---

* در سطح ۱٪ معنی دار؛ ** در سطح ۵٪ معنی دار؛ *** در سطح ۱۰٪ معنی دار

ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها)

در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون وایت مورد بررسی قرار گرفت؛ که نتایج آن در جدول ۳ نشان می‌دهد که در مدل دوم فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس پذیرفته می‌شود. به عبارت دیگر می‌توان گفت که در مدل دوم پژوهش، واریانس خطاها ثابت است. بنابراین فرض ثابت بودن واریانس جمله خطا در مدل دوم پذیرفته می‌شود. ولی در مدل اول فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد می‌شود. به عبارت دیگر می‌توان گفت که در مدل اول پژوهش، واریانس خطاها ناهمسان است. بنابراین، به منظور رفع ناهمسانی واریانس در مدل اول از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده می‌کنیم.

نگاره (۳): نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا

مدل	آماره F	احتمال	نتیجه
اول	۴/۰۳۲۷	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس جمله خطا
دوم	۰/۸۲۰۹	۰/۷۲۷۳	همسانی واریانس جمله خطا

عدم وجود خودهمبستگی جمله خطا (باقیمانده‌ها)

در این پژوهش، برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آزمون خودهمبستگی سریالی بروش-گادفری استفاده شده است. با توجه به نگاره ۴، نتایج حاصل از آزمون نشان می‌دهد از آنجاکه

آزمون تئوری علامت‌دهی و تئوری سودهای پیشین در رابطه میان تقسیم سود و سودآوری آتی/۱۱۱

در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال در هر دو مدل بیش از ۵٪ می‌باشد، فرض عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا در هر دو مدل مورد استفاده در پژوهش برقرار است.

نگاره (۴): نتایج حاصل از آزمون عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا

مدل	آماره F	احتمال	نتیجه
اول	۰/۰۴۰۷	۰/۹۶۰۱	عدم وجود خودهمبستگی جمله خطا
دوم	۲/۵۳۳۳	۰/۰۷۹۹	عدم وجود خودهمبستگی جمله خطا

عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی

برای بررسی عدم وجود هم خطی در این پژوهش از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. با توجه به نگاره‌های ۵ و ۶ نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که در هر دو مدل پژوهش، میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی مدل پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

نگاره (۵): نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی مدل اول پژوهش

متغیر	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
DPS_{it-1}/EPS_{it-1}	۰/۰۰۱۰۵۳	۱/۰۰۳۹۴۷
ROA_{it}	۴/۱۵۰۲۵۵	۱/۴۹۱۱۰۵
$SIZE_{it}$	۰/۰۲۵۸۱۶	۱/۰۱۶۸۵۵
LEV_{it}	۱/۷۹۹۶۹۳	۱/۴۹۹۱۳۵
SG_{it}	۰/۱۳۵۴۳۷	۱/۰۴۴۷۶۸
BS_{it}	۱/۷۵۹۸۷۵	۱/۰۷۵۷۴۴

نگاره (۶): نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی مدل دوم پژوهش

متغیر	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
DPS_{it}/EPS_{it}	۰/۰۰۰۰۱۷	۱/۰۰۱۴۲۷
ROA_{it}	۰/۰۰۰۰۶۸۶	۱/۴۸۹۲۷۰
$SIZE_{it}$	۰/۰۰۰۰۴۲۷	۱/۰۱۶۶۶۵
LEV_{it}	۰/۰۰۰۰۲۹۸	۱/۴۹۸۶۱۹
SG_{it}	۰/۰۰۰۰۲۲۴	۱/۰۴۳۷۷۲
BS_{it}	۰/۰۰۰۰۲۹۱	۱/۰۷۵۸۴۴

بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج آزمون مانایی در نگاره ۷ درج گردیده است. بر اساس آزمون «لوین، لین و چو»^{۱۱} چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از ۵٪ بوده است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش در سطح پایا^{۱۲} هستند. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت.

نگاره (۷): نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج	لوین، لین و چو	نماد	متغیرها
	آماره		
مانا	-۱۸۵/۷۶۲	DPS _{it} /EPS _{it}	نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال جاری
مانا	-۲۱/۷۳۷۹	DPS _{it-1} /EPS _{it-1}	نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال قبل
مانا	-۱۱/۱۶۵۴	ROA _{it}	نسبت سودآوری سال جاری
مانا	-۱۸/۷۹۲۷	ROA _{it+1}	نسبت سودآوری سال آتی
مانا	-۷/۷۵۹۲	SIZE _{it}	اندازه شرکت
مانا	-۸/۶۵۵۸	LEV _{it}	نسبت بدهی
مانا	-۲۸/۰۲۴۱	SG _{it}	رشد فروش
مانا	-۱/۹۹۹۱	BS _{it}	نسبت مالکیت سهامدار عمده

آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

همان‌طور که در نگاره ۸ منعکس گردیده، احتمال F لیمر هر دو مدل پژوهش کمتر از ۵٪ می‌باشد؛ لذا برای تخمین این مدل‌ها از روش تابلویی استفاده می‌شود. با توجه به اینکه احتمال آزمون هاسمن هر دو مدل پژوهش کمتر از ۵٪ می‌باشد، لذا از مدل اثرات ثابت برای تخمین این مدل‌ها استفاده شده است.

نگاره (۸): نتایج حاصل از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

نتیجه	احتمال	آماره	آزمون	مدل
روش تابلویی	۰/۰۳۲۷	۱/۲۷۵۴	F لیمر	اول
اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۱۵۱/۲۱۴۴	هاسمن	
روش تابلویی	۰/۰۰۰۰	۲/۶۸۰۲	F لیمر	دوم
اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۲۶۸/۹۱۵۱	هاسمن	

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: میان نسبت DPS به EPS سال قبل و نسبت DPS به EPS سال جاری رابطه مستقیم و معنی‌دار وجود دارد.

به‌منظور آزمون این فرضیه از نتایج تخمین مدل ارائه‌شده در نگاره ۹ بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معنی‌داری) F برابر ۰,۰۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است، یعنی مدل معنی‌دار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۲,۰۳۲ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خودهمبستگی خطاها را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد تقریباً ۲۸,۹٪ تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪، به استثنای متغیر نسبت بدهی، مابقی متغیرهای موجود در مدل معنی‌دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که نسبت مالکیت سهامدار عمده بر نسبت DPS به EPS سال جاری تأثیر مثبت و معناداری دارد، درحالی‌که، اندازه شرکت و رشد فروش بر نسبت DPS به EPS سال جاری تأثیر منفی و معناداری دارد.

در حالت کلی نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر نسبت DPS به EPS سال قبل، -۰,۱۳۲۶۶۶ بوده که نشان‌دهنده تأثیر منفی نسبت DPS به EPS سال قبل بر نسبت DPS به EPS سال جاری است، و با توجه به آماره t، ضریب متغیر نسبت DPS به EPS سال قبل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار می‌باشد. با توجه به موارد فوق نمی‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه اول پژوهش را تأییدشده تلقی نمود. زیرا میان نسبت DPS به EPS سال قبل و نسبت DPS به EPS سال جاری رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. بر این اساس، تئوری سودهای پیشین در این مطالعه مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

نگاره (۹): نتایج تخمین مدل اول پژوهش

$DPS/EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS/EPS_{it-1} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SG_{it} + \beta_6 BS_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	ضریب	خطای	آماره t	احتمال
		برآوردی	استاندارد		
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	C	۲/۶۲۴۹۵۵	۰/۴۰۴۰۵۳	۶/۴۹۶۵۶۲	۰/۰۰۰۰
نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال قبل	DPSit-1/EPSt-1	-۰/۱۳۲۶۶۶	۰/۰۴۲۲۳۵	-۳/۱۴۱۱۲۳	۰/۰۰۱۷
نسبت سودآوری سال جاری	ROAit	۱/۴۱۴۱۷۱	۰/۳۵۸۱۱۱	۳/۹۴۸۹۷۵	۰/۰۰۰۱
اندازه شرکت	SIZEit	-۰/۱۲۹۹۷۸	۰/۰۴۰۷۹۱	-۳/۱۸۶۴۳۷	۰/۰۰۱۵
نسبت بدهی	LEVit	۰/۲۷۱۸۹۹	۰/۲۶۴۶۱۳	۱/۰۲۷۵۳۴	۰/۳۰۴۵
رشد فروش	SGit	-۰/۱۲۴۴۷۱	۰/۰۵۱۱۳۶	-۲/۴۳۴۱۲۲	۰/۰۱۵۱
نسبت مالکیت سهامدار عمده در سهام	BSit	۰/۴۹۸۱۸۶	۰/۲۱۶۹۰۳	۲/۲۹۶۸۱۷	۰/۰۲۱۹
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۲۸۹			
دوربین-واتسون		۲/۰۳۲			
آماره F		۲/۷۸۵۵			
احتمال (آماره F)		۰/۰۰۰۰			

فرضیه دوم: میان نسبت سودآوری سال جاری و نسبت DPS به EPS سال جاری رابطه مستقیم و معنی دار وجود دارد.

به منظور آزمون این فرضیه نیز از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول ۹ بهره گرفته شده است. در حالت کلی نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر نسبت سودآوری سال جاری، ۱.۴۱۴۱۷۱ بوده که نشان دهنده تأثیر مثبت نسبت سودآوری سال جاری بر نسبت DPS به EPS سال جاری می باشد؛ که با توجه به آماره t ضریب متغیر نسبت DPS به EPS سال جاری در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار می باشد، با عنایت به موارد فوق می توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه دوم پژوهش را تأیید شده تلقی نمود. به عبارت دیگر می توان گفت که، میان نسبت سودآوری سال جاری و نسبت DPS به EPS سال جاری رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

فرضیه سوم: میان نسبت DPS به EPS سال جاری و نسبت سودآوری سال آتی رابطه مستقیم و معنی دار وجود دارد.

به منظور آزمون این فرضیه از نتایج تخمین مدل ارائه شده در نگاره ۱۰ بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر ۰,۰۰۰۰ بوده بنابراین مدل معنی دار است. مقدار آماره دوربین - واتسون ۱,۸۹۳ می باشد که این مقدار، عدم وجود خودهمبستگی خطاها را نشان می دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد، تقریباً ۶۳٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می شوند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که فقط متغیر اندازه شرکت بر سودآوری آتی شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. در حالت کلی نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر نسبت DPS به EPS سال جاری، ۰,۰۰۰۷۳۶ بوده که نشان دهنده تأثیر مثبت نسبت DPS به EPS سال جاری بر نسبت سودآوری آتی می باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر نسبت DPS به EPS سال جاری در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار می باشد. لذا با عنایت به موارد فوق می توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه سوم پژوهش را تأیید شده تلقی نمود. این امر بدین معنی است که، میان نسبت DPS به EPS سال جاری و نسبت سودآوری سال آتی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. به این ترتیب یافته ها مؤید و هم راستا با تئوری علامت دهی می باشد.

آزمون تئوری علامت‌دهی و تئوری سودهای پیشین در رابطه میان تقسیم سود و سودآوری آتی/۱۱۵

نگاره (۱۰): نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DPS/EPS_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SG_{it} + \beta_6 BS_{it} + \varepsilon_{it}$						
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآوردی	نماد	متغیر	
۰/۰۰۰۰	۴/۳۱۶۹۳۰	۰/۰۸۸۱۰۲	۰/۳۸۰۳۳۰	C	مقدار ثابت	
۰/۰۴۱۵	۲/۰۴۱۵۶۷	۰/۰۰۰۳۶۰	۰/۰۰۰۷۳۶	DPS _{it} /EPS _{it}	نسبت سود نقدی به سود هر سهم سال جاری	
۰/۰۰۰۰	۵/۵۱۷۶۱۸	۰/۰۵۹۲۵۷	۰/۳۲۶۹۵۷	ROA _{it}	نسبت سودآوری سال جاری	
۰/۰۰۴۸	-۲/۸۲۷۱۸۱	۰/۰۰۷۱۵۶	-۰/۰۲۰۲۳۱	SIZE _{it}	اندازه شرکت	
۰/۹۷۷۲	-۰/۰۲۸۵۹۹	۰/۰۴۰۵۵۸	-۰/۰۰۱۱۶۰	LEV _{it}	نسبت بدهی	
۰/۳۳۷۵	۰/۹۵۹۵۸۱	۰/۰۰۷۴۸۰	۰/۰۰۷۱۷۸	SG _{it}	رشد فروش	
۰/۸۱۸۲	-۰/۲۲۹۸۸۸	۰/۰۲۶۴۲۰	-۰/۰۰۶۰۷۴	BS _{it}	نسبت مالکیت سهامدار عمده در سهام	
		۰/۶۳			ضریب تعیین تعدیل‌شده	
		۱/۸۹۳			دوربین-واتسون	
		۱۴/۰۷۴۶			آماره F	
		۰/۰۰۰۰			احتمال (آماره F)	

فرضیه چهارم: میان نسبت سودآوری سال جاری و نسبت سودآوری سال آتی رابطه مستقیم معنی دار وجود دارد.

به منظور آزمون این فرضیه نیز از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول ۱۰ بهره گرفته شده است. همان‌طور که مشاهده می‌گردد ضریب متغیر نسبت سودآوری سال جاری، ۰.۳۲۶۹۵۷ بوده که نشان‌دهنده تأثیر مثبت نسبت سودآوری سال جاری بر نسبت سودآوری سال آتی می‌باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر نسبت سودآوری سال جاری در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار می‌باشد، با توجه به موارد فوق می‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه چهارم پژوهش را تأیید شده تلقی نمود. در نتیجه میان نسبت سودآوری سال جاری و نسبت سودآوری سال آتی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

میزان سود پرداختی اطلاعات مهمی را به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی علامت می‌دهد. تغییر سود تقسیمی، تغییر سودآوری آتی را به بیرون مخابره می‌کند. با توجه به تئوری علامت‌دهی و تئوری سودهای پیشین، اطلاعات مربوط به تقسیم سود می‌تواند موجب شود پیش‌بینی از وضعیت آتی شرکت دقیق‌تر انجام گردد. به همین منظور در این پژوهش به بررسی رابطه میان تقسیم سود و سودآوری آتی پرداخته شد. آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه انجام شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد میان نسبت DPS

به EPS سال قبل و نسبت DPS به EPS سال جاری رابطه منفی و معنی دار وجود دارد. این نتیجه با تئوری سودهای پیشین هم‌راستا نمی‌باشد. این یافته را می‌توان به این صورت توجیه نمود که مدیران در صورت داشتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب، به جای تقسیم سود، وجه نقد موجود را در فرصت‌های سرمایه‌گذاری باارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کرده و سال بعد برای جلوگیری از تبعات نامطلوب کاهش تقسیم سود برای سهامداران، سود بیشتری توزیع می‌نمایند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی دار میان نسبت سودآوری سال جاری و نسبت DPS به EPS سال جاری بود. این یافته نشان می‌دهد با افزایش سودآوری سال جاری نسبت پرداخت سود سهام نیز افزایش می‌یابد؛ لذا پیشنهاد می‌شود شرکت‌های سودآور برای کاهش هزینه نمایندگی، اطمینان بیشتر سهامداران و جذب سرمایه‌گذاران بالقوه سود تقسیمی بیشتری پرداخت نمایند. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان داد هر چه شرکت‌ها در سال جاری سود بیشتری توزیع نمایند، سودآوری آتی آن‌ها بیشتر بوده است. این امر نشان می‌دهد که توزیع سود زیاد در سال جاری به خاطر چشم‌انداز مطلوب از سودآوری آتی شرکت می‌باشد و طبق تئوری علامت‌دهی این توزیع سود، اخبار خوب را به بیرون از شرکت مخابره می‌کند. و این امر به این علت است که مدیران با درجه بالایی از اطمینان می‌دانند که سودآوری آینده شرکت تغییر خواهد کرد و در حال حاضر سود تقسیمی را تغییر می‌دهند. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه چهارم پژوهش نیز بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی دار میان نسبت سودآوری سال جاری و نسبت سودآوری سال آتی است. این نتیجه، شواهدی را تأیید می‌کند که نشان‌دهنده این امر است که وضعیت فعلی می‌تواند در آینده نیز تکرار شود. بر این اساس پیشنهاد می‌شود مدیران با افزایش سطح سودآوری شرکت، سودآوری سال‌های آتی را نیز تضمین نمایند و باعث جذب سرمایه‌گذاران شوند. به‌طورکلی به سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذینفعان توصیه می‌شود، توجه بیشتری به عوامل مرتبط با تغییرات سود تقسیمی داشته باشند و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند.

یافته‌های این پژوهش با یافته‌های تحقیقات انجام‌شده توسط نیسیم و زیو (۲۰۰۱)، هانلون و همکاران (۲۰۰۷)، لی و همکاران (۲۰۱۲)، لیو و چن (۲۰۱۵) و همچنین لای و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد و یکسان است؛ زیرا یافته‌های این پژوهشگران نیز نشان داد که مدیران با تغییر سود تقسیمی، سود مورد انتظار آتی را به بیرون علامت می‌دهند و بازار، پرداخت سود و همچنین میزان سود پرداختی را به‌عنوان یک علامت از سود آتی دریافت نموده و نسبت به آن واکنش نشان می‌دهد. در داخل کشور نیز این یافته‌ها با پژوهش‌های انجام‌شده توسط خوش طینت و حاجیان (۱۳۸۷)، انواری رستمی و همکاران (۱۳۸۹)، یحیی زاده فر و عمادی (۱۳۹۰)، کامیابی و همکاران (۱۳۹۳) و همچنین رضازاده چاری و نبوی چاشمی (۱۳۹۵) مطابقت دارد.

آزمون تئوری علامت‌دهی و تئوری سودهای پیشین در رابطه میان تقسیم سود و سودآوری آتی/۱۱۷

در مقابل، نتایج ما با نتایج پژوهش گروئن و همکاران (۲۰۰۵)، براجین و موور (۲۰۱۱) و علی و همکاران (۲۰۱۷) مغایرت دارد؛ زیرا آنان به این نتیجه رسیدند که رابطه بین تغییر سود تقسیمی و تغییرات سودهای آتی معنی‌دار نیست. همچنین یافته‌های این مطالعه با برخی پژوهش‌های مشابه داخل کشور نیز مطابقت ندارد؛ از جمله این پژوهش‌ها می‌توان به پژوهش انجام‌شده توسط کردستانی و همکاران (۱۳۸۹) و همچنین مطالعه سعیداردکانی و محمودیان (۱۳۸۹) اشاره نمود.

یادداشت‌ها

1. Previous Earnings Theory
2. Signaling Theory
3. Liu & Chen
4. Nissim & Ziv
5. Lai et al.
6. Grullon et al.
7. Araujo et al.
8. Ali et al.
9. Braggion & Moor
10. Michaely & Roberts
11. Levin, Lin & Chu.
12. Stationarity

کتاب‌نامه

۱. اسدی، غلامحسین و عزیزی بصیر، سعید، (۱۳۸۹)، بررسی ارتباط بین سودآوری و نقدینگی در شرکت‌ها و تأثیر آن بر سود تقسیمی، چشم‌انداز مدیریت، ۷(۲۸): ۱۲۹-۱۵۰.
۲. انواری رستمی، علی اصغر، امینی، پیمان و گودرزی، علیرضا، (۱۳۸۹)، بررسی سودمندی اطلاعات جریان‌های نقدی، سودآوری و سود تقسیمی (آزمون تجربی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران)، حسابداری مالی، ۲(۶): ۱۹-۳۷.
۳. خوش طینت، محسن و نجمه حاجیان، (۱۳۸۷)، تأثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۱): ۳-۱۸.
۴. رضازاده چاری، محمدمهدی و نبوی چاشمی، سیدعلی، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر سودآوری بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ششمین کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تبریز، دانشگاه فنی و حرفه ای استان آذربایجان شرقی، سازمان مدیریت صنعتی تبریز.
۵. ریموند پی. نوو، (۱۳۸۸)، مدیریت مالی، ترجمه علی جهانخانی و علی پارساییان، نشر سمت، چاپ پانزدهم، تهران.
۶. سعیداردکانی، سعید و محمودیان، سودابه، (۱۳۸۹)، بررسی ارتباط بین سود تقسیمی با پیش‌بینی سودهای آتی با استفاده از مدل تعدیل‌شده CKSS، حسابداری مالی، ۲(۷): ۴۹-۷۲.
۷. کامیابی، یحیی، نوش‌آبادی، سیده زهرا و حق‌شناس، حسین، (۱۳۹۳)، تأثیر جریان‌های نقدی و سود هر سهم در پیش‌بینی سودهای تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۳(۹): ۱۲۵-۱۳۴.

۸. کردستانی، غلامرضا، نصیری، محمود و رحیم پور، محمد، (۱۳۸۹)، تئوری های پرداخت سود، پیام دهی و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدی، پژوهش های حسابداری مالی، ۲(۳): ۶۳-۷۶.

۹. مرادی، جواد، ولی پور، هاشم، موسوی و سیده سارا (۱۳۹۰)، سیاست سود تقسیمی از منظر تئوری نمایندگی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۲، صص ۱-۲۵.
۱۰. یحیی زاده فر، محمود و عمادی، سید مهدی، (۱۳۹۰)، رابطه میان جریان نقدی آزاد، وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۴(۱۴): ۱۸۷-۲۰۱.

11. Araujo, A., Moreira, H., Tsuchida, M. (2011), Do dividend changes signal future earnings, *Journal of Financial Intermediation*, 20(1):117-134.

12. Ali, I., Muhammad, N., & Gohar, A. (2017), Do Firms Use Dividend Changes to Signal Future Earnings? An Investigation Based on Market Rationality. *International Journal of Economics and Finance*, 9(4): 20-34.

13. Braggion, F., & Moore, L. (2011), Dividend policies in an unregulated market: The London Stock Exchange, 1895-1905, *The Review of Financial Studies*, 24(9):2935-2973.

14. Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2005), Dividend changes do not signal changes in future profitability, *Journal of Business*, 78(5):1659-1682.

15. Lai, H., Lin, S., Hsu, A., & Chang, C. (2017), Share repurchase, Cash dividend and Future profitability, *International Journal of Organizational Innovation*, 9(1):101-109.

16. Liu, C. & Chen, A. (2015), Do firms use dividend changes to signal future profitability? A Simultaneous Equation analysis, *International Review of Financial Analysis*, 37:194-207.

17. Michaely, R., & Roberts, M. (2012), Corporate dividend policies: Lessons from private firms, *Review of Financial Studies*, 25(3):711 – 746.

18. Moharamzadeh, N., Moradzadeh fard, M. & Banimahd, B. (2017), Dividend Payments Ratio and Previous Earnings Theory, *International Conference on Modern Approaches in Humanities, Management, Economics and Accounting*.

19. Nissim, D., and Ziv, A. (2001), Dividend Changes and Future Profitability, *Journal of Finance*, 56(6):2111–2133.