

## بررسی رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و سود هر سهم بر تغییرات سود آتی

### دکتر عباس قدرتی زوارم

گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه فنی حرفه ای، شیروان، ایران. (نویسنده مسئول).  
abbas.ghodratizoeram@gmail.com

### دکتر فرهاد عزیزی

مدرس گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.  
azizi.f7@gmail.com

### الهام باقری ایرج

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی، موسسه آموزش عالی اشراق، بجنورد، ایران.  
elham\_bagheri\_e@yahoo.com

### داریوش نصیری

دانشجوی دکتری مدیریت، بانک کشاورزی.  
darushnasiri@gmail.com

## چکیده

سرمایه‌گذاران در دارایی‌های فیزیکی و مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند. سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی از طریق خرید سهام، اوراق قرضه و ... صورت می‌گیرد. هنگامی که شخصی سهام شرکتی را خریداری می‌کند مالک شرکت شده و از مزایایی مثل سود تقسیمی، سود سهمی، افزایش قیمت سهام و ... بهره‌مند می‌شود. لذا بر پایه این استدلال، هدف از پژوهش حاضر بررسی رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و سود هر سهم بر تغییرات سود آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری پژوهش حاضر متشکل از ۱۰۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ است. نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که تغییرات سود تقسیمی بر تغییرات سود آتی سهام تأثیر معناداری دارد. همچنین نتایج حاکی از آن است که بین سود هر سهم و تغییرات سود آتی سهام ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** سود هر سهم، تغییرات سود آتی، تغییرات سود تقسیمی استاندارد شده، سرمایه‌گذاری.

## مقدمه

از عمده‌ترین استفاده‌کنندگان اطلاعات شرکت‌های سهامی در بورس، سرمایه‌گذاران بالقوه در سهام شرکت‌ها هستند. سهامداران و سرمایه‌گذاران برای ارزیابی شرکت‌ها از فاکتورهای مختلفی استفاده می‌نمایند که از آن جمله، سود هر سهم<sup>۱</sup> و سود تقسیمی<sup>۲</sup> می‌باشد که تغییرات آن‌ها می‌تواند اطلاعاتی درباره وضعیت و عملکرد شرکت در حال و آینده بدهد. سود سهام بازدهی است که سهامداران عادی در قبال سرمایه‌گذاری که در شرکت انجام داده‌اند از شرکت دریافت می‌کنند.

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به‌عنوان یکی از بحث‌انگیزترین مباحث علم مالی مطرح بوده است، به‌طوری‌که علاقه اقتصاددانان قرن حاضر و بیش از پنج دهه اخیر را به خود معطوف کرده و موضوع الگوهای نظری جامع و بررسی‌های تجربی بوده است. الگوهای نظری متضاد که گاهاً فاقد پشتوانه قوی تجربی هستند، به دنبال توضیح

<sup>1</sup> EPS

<sup>2</sup> DPS

سیاست‌های تقسیم سود شرکت می‌باشند (فرانکفورتر و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲). تقسیم سود از دو جنبه مهم قابل‌بحث است. از یک سو می‌توان آن را به‌عنوان یک عامل اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش روی شرکت دانست. چراکه تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع خارجی می‌شود. از سوی دیگر بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند، از این رو مدیران باهدف حداکثر کردن ثروت همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود بسیار حساس و دارای اهمیت است (خدمی پور و همکاران، ۱۳۹۱).

همچنین، پرداخت سود نقدی منوط به داشتن وجه نقد کافی است. عدم تناسب نقدینگی و سود تقسیمی به معنی چالش آفرینی شرکت است. شرکت‌ها زمانی سود نقدی توزیع می‌کنند که جریان نقد کافی برای توزیع سود را داشته باشند (دنيس و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). جریان‌های نقدی هر واحد تجاری اطلاعاتی در مورد موقعیت مالی شرکت برای سهامداران فراهم می‌کند تا آن‌ها را قادر به ارزیابی توانایی شرکت برای ایجاد وجه نقد و معادل وجه نقد در آینده نماید. با توجه به این موضوع در سالهای اخیر توجه به گزارشگری جریان‌های نقدی افزایش قابل‌توجهی یافته و هیئت‌های تدوین استانداردهای حسابداری در اکثر کشورها، شرکت‌ها را ملزم به تهیه صورت جریان وجه نقد به‌عنوان بخشی از گزارشگری مالی خود نموده‌اند. به اعتقاد تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری، اطلاعات جریان‌های وجه نقد در تعیین خطمشی‌های تقسیم سود شرکت‌ها مفید می‌باشند. اما صاحب‌نظران در مورد اینکه چه نوع اطلاعاتی برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی مفید هستند اختلاف‌نظر دارند (احمدی‌نیا و همکاران، ۱۳۹۳).

سود تقسیمی انتظارات مدیران را درباره سودهای آتی شرکت نشان می‌دهد. مدیران افراد داخلی شرکت هستند که اطلاعات خاصی را درباره انتظاراتشان از درآمدهای آتی شرکت به سرمایه‌گذاران نشان می‌دهند. این موضوع توسط نظریه علامت‌دهی عنوان می‌شود (بهاتاچاری<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷). از آنجایی که سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی از سود به‌عنوان یکی از معیارهای اصلی برای ارزیابی شرکت‌ها استفاده می‌کنند، آنان تمایل به اندازه‌گیری میزان سودآوری آتی دارند تا نسبت به نگهداری یا فروش سهام خود تصمیم‌گیری کنند. زیرا در اصل تفاوت در این ارزیابی‌هاست که تخصیص منابع سرمایه به بخش‌ها و واحدهای مختلف تجاری را تعیین می‌کند (آقایی، ۱۳۷۳).

بازار سرمایه به‌عنوان نبض اقتصادی کشورهای توسعه‌یافته، یکی از مهم‌ترین منابع تأمین مالی و ابزار تخصیص کارآمد منابع تلقی می‌گردد که در رویکردهای اثباتی جهت تعیین الگوهای رفتاری بازار و سرمایه‌گذاران، همواره در کانون توجه محققین و پژوهش‌گران مالی و حسابداری قرار دارد. علی‌رغم وجود نواقصی در ساختار بورس اوراق بهادار تهران و عدم آشنایی خانوارهای ایرانی با سرمایه‌گذاری‌های مالی، بورس اوراق بهادار همچنان از جذابیت‌هایی برای سرمایه‌گذاران برخوردار است و مطالعه پیرامون آن می‌تواند در بهبود الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران و تخصیص بهینه منابع اقتصادی کشور مؤثر باشد. (مستوری، ۱۳۸۴). با توجه به این موضوع و کاربرد سود تقسیمی در تصمیم‌گیری‌های مدیران و اهمیت سودهای آتی برای سهامداران و تحلیل‌گران مالی، هدف پژوهش حاضر بررسی و شناخت عوامل مرتبط با تغییرات سود تقسیمی و تأثیر آن بر تغییرات سود آتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با اجرای این پژوهش می‌توان انتظار داشت که سرمایه‌گذاران، مدیران مالی و تحلیل‌گران بازار سرمایه کشور با شناخت بهتر عوامل مرتبط با تغییرات سود و با اعمال سیاست‌های مناسب و مؤثر باعث رونق بازار سرمایه گردند.

<sup>1</sup> Frankfurter et al

<sup>2</sup> Denis et al

<sup>3</sup> Bhattacharyya

### پیشینه تجربی پژوهش

اسلام و خانداکر (۲۰۱۵) در تحقیقشان تصمیم‌گیری در مورد اهرم مالی شرکت‌ها را مورد بحث قرار دادند. در این تحقیق، ۱۶۲۰ شرکت استرالیایی در یک دوره ۱۳ ساله از سال ۲۰۰۰ تا سال ۲۰۱۲ به دو بخش معدنی و غیر معدنی تقسیم شده است. نویسنده معتقد است که این صنعت در کشور متبوعش از اولویت‌های اقتصادی بوده بدین ترتیب تفاوت اثر اهرم مالی را بر آن‌ها سنجیده است. یافته‌های این مقاله نشان می‌دهد که در انتخاب اهرم اختلاف قابل توجهی بین شرکت‌های معدنی و غیرمعدنی وجود دارد. بر اساس شواهد شرکت‌های استخراج معدن حساسیت بیشتری نسبت به دارایی‌های مشهود و سودآوری دارند. زیرا در این شرکت‌ها سودآوری و دارایی‌های مشهود هیچ‌کدام ارتباط معناداری با شرکت غیر-معدنی ندارند. نتایج کلی نشان می‌دهند که نوع صنعت در تصمیم‌گیری‌های مربوط به اهرم‌های سازمانی اهمیت دارد.

ولن پی (۲۰۱۴) رابطه و تاثیر ساختار سرمایه و وضعیت نقدینگی بر سودآوری شرکت‌های مخابراتی پذیرفته شده در بورس سریلانکا پرداختند که نتایج نشان داد ساختار سرمایه شرکت‌های مخابراتی دارای همبستگی منفی با سودآوری است و وضعیت نقدینگی همبستگی مثبت با سودآوری دارد.

مارتینز-سوال و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی تاثیر وجه نقد نگهداری شده بر ارزش شرکت پرداختند، نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که یک سطح وجه نقد بهینه وجود دارد که ارزش شرکت را ماکزیمم می‌کند. آن‌ها نشان دادند که این سطح برای شرکت‌های نمونه (آمریکایی) در دوره مورد مطالعه حدود ۱۴٪ کل دارایی‌هاست. بعلاوه، انحراف (مثبت و منفی) از سطح بهینه وجه نقد، ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. نتایج آن‌ها دلالت بر ارزش نهایی مثبت وجه نقد، زمانی که کمتر از سطح بهینه، وجه نقد، نگهداری شده است و ارزش نهایی منفی برای وجه نقد، زمانی که بیشتر از سطح بهینه، وجه نقد نگهداری می‌شود، دارد.

گیل و شه (۲۰۱۲) به بررسی عوامل مؤثر بر نگه‌داشت وجه نقد در نمونه‌ای شامل ۱۶۶ شرکت بورس اوراق بهادار تورنتو کانادا در سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۰ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، جریان نقدی، خالص سرمایه در گردش، اهرم، اندازه شرکت، یکسان نبودن مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره، تاثیر شایان توجهی بر وجه نقد نگهداری شده دارد. همچنین آن‌ها نشان دادند مشکلات نمایندگی به‌عنوان یکی از عوامل اثرگذار بر وجه نقد نگهداری شده است و وجه نقد را کاهش می‌دهد.

نمازی و شیرزاده (۱۳۸۳) در تحقیق خود به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه مورد بررسی مشتمل بر ۱۰۸ شرکت از صنایع مختلف بود که اطلاعات مربوط به میانگین نسبت بدهی به دارایی‌ها و نسبت بازده دارایی‌ها، طی دوره ۵ ساله به صورت متمرکز و همچنین سالانه جمع‌آوری و آزمون شد. به منظور آزمون فرضیه‌ها از ضریب همبستگی استفاده شد. نتایج به دست آمده حاکی از این مطلب است که به طور کلی، بین ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌ها، رابطه مثبتی وجود دارد، اما این رابطه از نظر آماری در حد ضعیف است.

نمازی و منصوری (۱۳۸۵) در پژوهشی با عنوان بررسی تجربی دوره تبدیل وجه نقد و تجزیه و تحلیل نقدینگی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران «دوره تبدیل وجه نقد را به‌عنوان یک شاخص نقدینگی در ۲۱۶ شرکت، در فاصله سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۰ بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که دوره تبدیل وجه نقد رابطه منفی و معناداری با نسبت سود خالص به فروش و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام دارد؛ اما رابطه معناداری بین دوره تبدیل وجه نقد و نسبت بازده دارایی‌ها مشاهده نشد.

کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) تاثیر عواملی مانند اندازه، دارایی‌های مشهود، سودآوری و صرفه‌جویی مالیاتی شرکت را بر ساختار سرمایه بررسی کردند و دریافتند که بین اندازه شرکت با ساختار سرمایه، رابطه‌ای مستقیم و معنادار و بین

صرفه‌جویی مالیاتی و سودآوری با ساختار سرمایه، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. نتیجه‌گیری مذکور، مطابق با تئوری موازنه ایستا می‌باشد.

قالیباف اصل (۱۳۸۸) تاثیر عواملی مانند اندازه، سودآوری، دارایی‌های وثیقه‌ای، ریسک تجاری و نقدینگی شرکت را با ساختار سرمایه در ۶۸ شرکت طی سال‌های ۱۳۷۶ الی ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان داد که عوامل اندازه، سودآوری و نقدینگی از عواملی هستند که ارتباط معکوس و معناداری با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند؛ ولی ارتباط معناداری بین ریسک شرکت با ساختار سرمایه آن مشاهده نشد. علی‌اکبر اربابیان و صفری گرایلی (۱۳۸۸) هدف این تحقیق، بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر سودآوری‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، تعداد ۱۰۰ شرکت از ۱۳ صنعت مختلف به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شد و از طریق برازش مدل‌های رگرسیون چند متغیره با داده‌های تابلویی، رابطه میان معیارهای ساختار سرمایه و سودآوری شرکت طی دوره‌ی ۶ ساله (۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵) برای شرکت‌های نمونه مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان‌دهنده آن است که بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به دارایی و سودآوری شرکت و همچنین بین نسبت کل بدهی به دارایی و سودآوری، رابطه مثبت وجود دارد. اما بین نسبت بدهی بلندمدت به دارایی و سودآوری، رابطه منفی وجود دارد.

### فرضیه پژوهش

فرضیه اول: بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات سود آتی رابطه وجود دارد.

فرضیه دوم: بین سود هر سهم و تغییرات سود آتی رابطه وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس‌رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته انجام گرفته است. از نظر روش تحلیل داده‌ها نیز تحقیق همبستگی است، زیرا پژوهش حاضر در پی یافتن رابطه بین متغیرهای پژوهش در یک جامعه آماری است. داده‌های پژوهش از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری گردید. در نهایت، با توجه به حجم نمونه‌ها، از نرم‌افزار ایویوز نسخه یازدهم و استاتا برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شد. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ است.

### الگوی رگرسیونی و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیات پژوهش نیز از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$\frac{E_{AVG\{it+1, it+2\}} - E_{it}}{B_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 D\Delta IV + \alpha_2 \frac{\Delta DIV_{it}}{B_{it-1}} + \alpha_3 \frac{E_{it}}{B_{it-1}} + \alpha_4 \frac{E_{it} - E_{it-1}}{B_{it-1}} + \varepsilon_0$$

که در این فرمول:

$E_{it}$ : برابر است با سود سال  $t$ .

$E_{AVG\{it+1, it+2\}}$ : برابر است با میانگین سود در سال‌های  $t+1$  و  $t+2$ .

$B_{it-1}$ : برابر است با ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال  $t$ .

$\Delta DIV_{it}$  : برابر است با تغییرات سود تقسیمی سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$ .  
 $D\Delta IV$  : برابر است با یک ضریب ثابت که در صورت تغییر سود تقسیمی عدد ۱ و در صورت عدم تغییر سود تقسیمی عدد صفر می‌گیرد.

### متغیرهای مستقل

الف) تغییر سود تقسیمی:  
 $D\Delta IV$  : برابر است با یک ضریب ثابت که در صورت تغییر سود تقسیمی عدد ۱ و در صورت عدم تغییر سود تقسیمی عدد صفر می‌گیرد.

$$\frac{\Delta DIV_{it}}{B_{it-1}}$$

ب) تغییرات سود تقسیمی استاندارد شده:

$$\frac{E_{it}}{B_{it-1}}$$

ج) سود هر سهم استاندارد شده:

$$\frac{E_{it} - E_{it-1}}{B_{it-1}}$$

د) تغییرات سود هر سهم استاندارد شده:

### متغیر وابسته

$$\frac{E_{AVG\{it+1, it+2\}} - E_{it}}{B_{it-1}}$$

تغییرات سودهای آتی استاندارد شده:

این معادلات در شرکت‌هایی که قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و بازده حقوق صاحبان سهام بالا و پایین دارند، بررسی می‌گردد.

### متغیرهای کنترل (مجازی):

الف) قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی:

منظور از جریان‌های نقدی، جریان‌های نقدی عملیاتی می‌باشد که به منظور پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی سال بعد ما از جریان‌های نقدی سال جاری و اجزای تعهدی سود استفاده می‌کنیم.

برآورد قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی:

ما به منظور برآورد قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی، مدل مطرح شده به وسیله (بریتچ و همکاران، ۲۰۰۱) را که جریان‌های نقدی عملیاتی دوره بعد را با استفاده از جریان‌های نقدی دوره جاری و ارقام تعهدی سود تخمین می‌زد به

شرح زیر استفاده کردیم:

$$CFO_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 CFO_{i,t} + \beta_2 \Delta AR_{i,t} + \beta_3 \Delta INV_{i,t} + \beta_4 \Delta AP_{i,t} + \beta_5 DEPR_{i,t} + \beta_6 AMORT_{i,t} + \beta_7 OTHER_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

که در آن :

$CFO_{i,t}$  = جریان خالص ورود و خروج وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی برای شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$$\begin{aligned} &= \Delta AR_{i,t} \\ &\text{تغییر در حساب‌های دریافتی سال } t \text{ نسبت به سال } t-1. \\ &= \Delta INV_{i,t} \\ &\text{تغییر در حساب موجودی کالای سال } t \text{ نسبت به سال } t-1. \\ &= \Delta AP_{i,t} \\ &\text{تغییر در حساب‌های پرداختی و هزینه‌های پرداختی سال } t \text{ نسبت به سال } t-1. \\ &= DEPR_{i,t} \\ &\text{هزینه استهلاک دارایی مشهود شرکت } i \text{ در سال } t. \\ &= AMORT_{i,t} \\ &\text{هزینه استهلاک دارایی نامشهود شرکت } i \text{ در سال } t. \\ &= OTHER_{i,t} \\ &\text{سایر اقلامی (به‌غیر از اقلام فوق) که در صورت تطبیق سود عملیاتی با جریان نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی ارائه شده است.} \end{aligned}$$

$$= \varepsilon_{i,t+1} \text{ محدوده خطا که میانگین آن صفر و واریانس آن ثابت فرض می‌شود.}$$

(ب) نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری:

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری از تقسیم ارزش بازار هر سهم به ارزش دفتری هر سهم شرکت در پایان سال به دست می‌آید.

(ج) بازده حقوق صاحبان سهام:

بازده حقوق صاحبان سهام از تقسیم سود بعد از مالیات به حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید

### ویژگی‌های توصیفی متغیرها

این ویژگی‌ها شامل اطلاعات آماری همانند میانگین، میانه، ماکزیمم، مینیمم، انحراف معیار و تعداد مشاهدات است که اطلاعات اولیه‌ای از چگونگی داده‌های مورد استفاده در مدل به ما می‌دهد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

بازده حقوق صاحبان سهام	نسبت ارزش بازار به دفتری	قابلیت پیش‌بینی جریان نقدی	تغییرات سودهای آتی استاندارد شده	تغییرات سود هر سهم استاندارد شده	سود هر سهم استاندارد شده	تغییرات سود تقسیمی استاندارد شده	تغییرات سود تقسیمی	آمار توصیفی
۰/۱۶۷	۰/۰۶۶۱۵۲	۰/۱۰۵۶۹	۰/۱۴۵۸۰	۰/۱۴۹۸۹	۰/۵۰۰۳۶	۰/۷۸۳۸۳	۰/۱۹۱	میانگین
۰/۱۲۹	۰/۱۰۲۸۳۶	۰/۰۹۳۴۷	۰/۱۴۳۸۵	۰/۱۴۹۳۰	۰/۴۹۵۴۱	۰/۷۹۱۴۲۵	۰/۰۰۰۰	میانه
۰/۸۸۹	-۱/۲۰۶۴۶	۰/۴۸۱۳۱	۰/۱۹۹۲۰	۰/۱۹۹۰	۰/۶۹۹۵۹	۰/۳۴۹۰۲۰	۱/۰۰۰۰	بیشینه
۰/۰۰۱۰	۰/۲۲۰۹۳۷	۰/۰۰۷۷۰۶	۰/۱۰۲۲۰	۰/۱۰۱۲۰	۰/۳۰۰۰۳	۰/۲۱۵۱۵	۰/۰۰۰۰	کمینه
۰/۱۶۵۲	۰/۶۴۵۲۳	۰/۰۸۸۱۹	۰/۰۲۹۲۵	۰/۰۲۸۷۶	۰/۱۱۶۶۰۶	۰/۳۲۸۵۴۶	۰/۳۹۲	انحراف معیار

در جدول فوق برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر مشاهده‌ها به‌عنوان شاخص‌های مرکزی و انحراف معیار به‌عنوان شاخص پراکندگی و ضریب کشیدگی، ضریب چولگی به‌عنوان شاخص‌های توزیعی ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه‌ی تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر تغییرات سود تقسیمی برابر با ۰/۱۹۱۲۵ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد میانه متغیر تغییرات سود تقسیمی استاندارد شده برابر با ۰/۷۹۱۴۲۵ است که بیانگر این است که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این

مقدار هستند. انحراف معیار یکی از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است؛ مقدار این پارامتر برای متغیر انحراف معیار سود هر سهم استاندارد شده برابر با ۰/۰۲۸۷ است.

### آزمون ناهمسانی واریانس

جدول (۲): نتایج آزمون والد برای کشف ناهمسانی واریانس

مدل	فرضیه صفر ( $H_0$ )	آماره t	p-value	نتیجه آزمون
اول	واریانس‌ها همسان‌اند	۲/۶۹۸۴	۰/۰۰۲۸	$H_0$ رد می‌شود (ناهمسانی واریانس وجود دارد)

بنابر نتایج حاصل از این آزمون که در جدول شماره (۲) آورده شده است، در تمامی مدل‌های پژوهش مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد (زیرا احتمال یا p-value محاسبه شده کوچک‌تر از ۰.۰۵ است). بنابراین تخمین نهایی این مدل‌ها با استفاده از آزمون GLS صورت می‌گیرد تا فرض همسانی واریانس‌ها در تحلیل رگرسیون برقرار بماند و مشکل ناهمسانی واریانس‌ها به این ترتیب حل شود.

### آزمون F لیمر

جدول (۳): آزمون لیمر

نوع آزمون	نوع مدل	P-Value	درجه آزادی	مقدار آماره
آزمون F لیمر	پانل	۰/۰۲۶۳	۱۰۴/۳۷۶	$F = ۲/۸۷۲۳۵$

با توجه به شکل جدول ۳، چون Prob کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، فرض  $H_0$  مبنی بر پولینگ بودن داده‌ها رد می‌شود. بنابراین با توجه به آزمون لیمر، داده‌ها پانل است حال باید آزمون هاسمن را انجام داد.

### آزمون هاسمن

جدول (۴): آزمون هاسمن

نوع آزمون	نوع مدل	P-Value	درجه آزادی	مقدار آماره
آزمون هاسمن	اثرات ثابت	۰/۰۲۲۹	۶	$\chi_2^2 = ۵/۳۶۴۸۷$

بر اساس نتایج حاصل از آزمون F لیمر در جدول (۴) در برآورد مدل مربوط به فرضیات تحقیق، با توجه به اینکه مقدار P-Value نیز در سطح اطمینان ۹۵٪، برابر با صفر شده است، به عبارتی  $P\text{-Value} < 0.05$  است، لذا فرضیه صفر مبنی بر پولینگ بودن مدل رد شده و فرضیه مقابل (پانل) پذیرفته می‌شود. بنابراین برای تمامی مقاطع مورد مطالعه (شرکت‌ها) می‌توان جهت برآورد مدل از روش پانل استفاده کرد. همچنین نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای فرضیه اول، با توجه به اینکه درازا  $\alpha = 0.05$ ، میزان آماره هاسمن برای مدل‌های تحقیق،  $P\text{-Value} < 0.05$  است، لذا فرضیه صفر رد می‌شود. عدم پذیرش صفر ( $H_0$ ) نشان می‌دهد که روش اثرات تصادفی ناسازگار است و بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود.

### نتایج آزمون مدل فرضیات تحقیق پژوهش

نتایج حاصل از برآورد مدل فرضیات تحقیق به شرح جدول (۵) است.



جدول (۵): خلاصه نتایج آماری آزمون مدل تحقیق

$\frac{E_{AVG\{it+1, it+2\}} - E_{it}}{B_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 D\Delta IV + \alpha_2 \frac{\Delta DIV_{it}}{B_{it-1}} + \alpha_3 \frac{E_{it}}{B_{it-1}} + \alpha_4 \frac{E_{it} - E_{it-1}}{B_{it-1}} + \varepsilon_0$				
متغیر وابسته (تغییرات سودهای آتی استاندارد شده)	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (sig)
C (عرض از مبدأ)	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۰۱	۲/۱۲۳۹	۰/۰۳۴۱
تغییرات سود تقسیمی	۶/۵۷۳۱	۱/۰۹۶۳	۵/۹۹۵۷	۰/۰۰۰۹
تغییرات سود تقسیمی استاندارد شده	۵/۶۴۵۳	۱/۳۰۹۶	۴/۳۱۰۵	۰/۰۰۵۸
سود هر سهم استاندارد شده	۲۵/۱۹۲۶	۳/۸۹۹۸	۶/۴۵۹۹	۰/۰۰۰۰
تغییرات سود هر سهم استاندارد شده	۳۳/۲۸۸۸	۱۲/۲۷۴۶	۲/۷۱۲۰	۰/۰۱۶۷
قابلیت پیش بینی جریان نقدی	۲۵/۷۴۳۳	۳/۹۹۸۲	۶/۴۳۸۶	۰/۰۰۰۰
نسبت ارزش بازار به دفتری	۱/۰۷۰۷	۰/۲۸۸۹	۳/۷۰۶۰	۰/۰۰۱۲
بازده حقوق صاحبان سهام	۵/۶۴۵۳	۱/۳۰۹۶	۴/۳۱۰۵	۰/۰۰۴۲
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	۳/۶۳۱۵۴۸ (۰.۰۰۰۰۰)	آماره دوربین واتسون	۲/۱۰۸	
ضریب تعیین	۰/۷۸۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۷۶	

قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰/۰۰۰۰۰)، می توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می توان ادعا نمود، حدود ۷۸ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (تغییرات سودهای آتی استاندارد شده)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود.

ضریب برآوردی متغیر مستقل تغییرات سود تقسیمی در جدول بالا نشان دهنده رابطه معنادار میان تغییرات سود تقسیمی با تغییرات سودهای آتی استاندارد شده در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است. بنابراین می توان گفت که بین تغییرات سود تقسیمی با تغییرات سودهای آتی استاندارد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل تغییرات سود تقسیمی استاندارد شده در جدول بالا نشان دهنده رابطه معنادار میان تغییرات سود تقسیمی استاندارد شده با تغییرات سودهای آتی استاندارد شده در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است. بنابراین می توان گفت که بین تغییرات سود تقسیمی استاندارد شده با تغییرات سودهای آتی استاندارد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل سود هر سهم استاندارد شده در جدول بالا نشان دهنده رابطه معنادار میان تغییرات سود تقسیمی استاندارد شده با تغییرات سودهای آتی استاندارد شده در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است. بنابراین می توان گفت که بین سود هر سهم استاندارد شده با تغییرات سودهای آتی استاندارد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد.



ضریب برآوردی متغیر مستقل تغییرات سود هر سهم استاندارد شده در جدول بالا نشان دهنده رابطه معنادار میان تغییرات سود تقسیمی استاندارد شده با تغییرات سودهای آتی استاندارد شده در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است. بنابراین می توان گفت که بین تغییرات سود هر سهم استاندارد شده با تغییرات سودهای آتی استاندارد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیرهای کنترلی در جدول بالا نشان دهنده رابطه معنادار میان متغیرهای کنترلی تحقیق با تغییرات سودهای آتی استاندارد شده در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است. بنابراین می توان گفت که بین این متغیرهای کنترلی با تغییرات سودهای آتی استاندارد شده در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد.

### نتیجه گیری فرضیه اول

هدف اولیه از آزمون این فرضیه ها که از راه رگرسیون و همبستگی در فصل چهارم انجام شد، بررسی و ارزیابی رابطه میان تغییرات سود تقسیمی و تغییرات سود آتی شرکت ها می باشد، که مورد آزمون و بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون ها حاکی از آنست که تغییرات در سود تقسیمی بر تغییرات سودهای آتی تأثیرگذار است. نتیجه به دست آمده از این فرضیه را می توان این گونه استدلال کرد که افزایش در سودهای تقسیمی بین سهامداران ناشی از افزایش در سودهای آتی است و این منجر به افزایش سودهای آتی شرکت خواهد شد. به بیانی دیگر، با افزایش درصد سود سهام پرداختی می توان رشد سود آتی بالاتری را تجربه نمود. نتایج به دست آمده از فرضیه را می توان با مطالعات صورت گرفته توسط دلاوری و همکاران (۱۳۹۱)، جهانشاد و همکاران (۱۳۹۰)؛ کامیابی و همکاران (۱۳۹۲) همسو دانست.

### نتیجه گیری فرضیه دوم

با توجه به نتیجه به دست آمده از فرضیه دوم تحقیق که به این مطلب می پردازد؛ بین سود هر سهم و تغییرات سود آتی در سطح خطای ۰/۰۵ رابطه وجود دارد. بدین گونه که هرچه سود هر سهم بین سهامداران بیشتر باشد منجر به تغییرات سود آتی خواهد شد چراکه ارتباط دوسویه بین آن ها برقرار است. به عبارت دیگر سودهای آتی می تواند عاملی برای سود هر سهم باشد. نتایج به دست آمده از فرضیه دوم با مطالعات صورت گرفته توسط پژوهشگران از قبیل هاشمی و رسائیان (۱۳۸۹)، باباجانی و دیگران (۱۳۸۹) و ستایش و مهتری (۱۳۹۰) همسو می باشد.

### پیشنهاد های پژوهش

- با توجه به نتایج به دست آمده از فرضیات تحقیق می توان پیشنهادهای زیر را ارائه نمود:
- با توجه به مباحث نظری مطرح، به سرمایه گذاران توصیه می شود هنگام تصمیم گیری برای سرمایه گذاری به اطلاعات مربوط به تغییرات سود خالص شرکت همراه با میزان نقدینگی آن توجه کنند، زیرا سودآوری به تنهایی معیار اصلی تعیین سودهای تقسیمی نیست و عوامل و متغیرهای متعددی بر سود قابل تقسیم و سودهای نقدی تقسیم شده مؤثر هستند.
  - به استفاده کنندگان از صورت های مالی از جمله تحلیل گران مالی توصیه می شود برای تصمیم گیری در مورد تقسیم سود به موضوع نسبت بدهی، سود خالص و جریان نقد عملیاتی توجه ای خاص نمایند.

به سهامداران عمده‌ای که نقش مؤثری در مجمع عمومی سالانه شرکت‌ها دارند توصیه می‌شود تا هنگام تصمیم‌گیری در مورد تقسیم سود به نسبت بدهی توجه ویژه‌ای داشته باشند.

## منابع

- ✓ احمدی نیا، سعید، جوادی فرد، محسن، لوادار، فاطمه، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین تغییرات اقلام تشکیل دهنده صورت جریان وجه نقد و تغییرات سود تقسیمی هر سهم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نخستین همایش منطقه ای نوین در حسابداری.
- ✓ پوریانی گیلانی، تقی، (۱۳۸۴)، ارزیابی نقش سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران.
- ✓ چالاک، پری، (۱۳۸۴)، رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۷-۱۳۸۱، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم و تحقیقات.
- ✓ خادم موخر شهرضا، علیرضا، (۱۳۸۰)، بررسی رابطه بین سیاست‌های تقسیم سود و تغییرات قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس تهران.
- ✓ سیاح رزینی، م، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه میان کیفیت سود و توزیع سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
- ✓ شاملو، عبدالرضا، (۱۳۸۹)، بررسی اثر تغییرات سود تقسیمی بر عملکرد شرکت‌ها. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم و تحقیقات.
- ✓ شباهنگ، رضا، (۱۳۸۷)، تئوری حسابداری (جلد اول)، تهران: انتشارات مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی.
- ✓ صمدزاده، م، (۱۳۷۲)، خط و مشی تقسیم سود و تأثیرات آن بر ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان.
- ✓ عالی ور، عزیز، (۱۳۸۱)، صورت‌های مالی اساسی. تهران: انتشارات مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی.
- ✓ عباسیان، محمدرضا، (۱۳۸۰)، اثرات خط و مشی تقسیم سود بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.
- ✓ موسوی، ا، (۱۳۷۴)، تاثیر تقسیم سود سهمی بر نرخ بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- ✓ Alwi S. (2009). "Dividend and Debt Policy as Corporate Governance Mechanism: Indonesian Evidence", Jurnal pengurusan, vol 29, pp 111-127.
- ✓ Bhattacharyya N. (2007). Dividend Policy: A Review, Managerial Finance, Vol 33 No1 pp 4-13.
- ✓ Barth M. Cram D.P, & Nelson K. "Accruals and the Prediction of Future Cash Flows". The Accounting Review 76 (2001a), pp 27-58.
- ✓ Chun-Chia (Amy) Chang-Praveen Kumar K. Sivaramakrishnan M 9. (2006). "Dividend Changes, Cash Flow Predictability, and Signaling of Future Cash Flows University of Houston".

- ✓ Denis, D.J. & Osobov I. (2008). “Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy”, *Journal of Financial Economics*, Vol 89, pp 62– 82.
- ✓ Veiera E. & C.raposo C. (2007), “Signaling with dividend?new evidence from europe ISCA-universidade deaveiro ISCTE-business school”.
- ✓ Flint, A. Tan, A. & Tian, G. (2010), “ Predicting Future Earnings Growth: A Test of The Dividend Payout Ratio in the Australian market”, *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol 4, Number 2.
- ✓ Frankfurter, G.M. & Wood B.G., (2002), “Dividend Policy Theories and Their Tests”, *international review of financial analysis*, volume 11, issue 2.
- ✓ Hanlon M. Myers J. Shevlin T. (2007) “Are Dividends Informative About Future Earnings? University of Michigan-Texas A&M University University of Washington”.
- ✓ Miller, M.H., & Modigliani F. (1961). “dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”. *Journal of Business*, 34, 411-433.
- ✓ Nissim, D., & Ziv A., (2001), “Dividend Changes and Future Profitability,” *Journal of Finance*, 56, 2111–2133.