

تاریخ دریافت: ۱۳۸۷/۱۱/۳۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۸/۷/۴

سودمندی اطلاعات سودهای تقسیمی درباره سودهای آتی

دکتر فرخ برزیده*

سید محمد برهانی**

چکیده

این تحقیق با استفاده از یک روش و رویکرد جدید، شواهد تازه ای برای اعتبار فرضیه علامت دهی سود تقسیمی ارائه می‌نماید. سؤال اصلی تحقیق حاضر این است که آیا سودهای تقسیمی در باره سود سال آتی واحدهای تجاری مفید و سود مند هستند؟ این پژوهش موضوع مذکور را براساس رابطه بازده سال جاری سهام با سودهای سال جاری و آتی واحدهای تجاری که سود پرداخت می‌کنند در مقایسه با واحدهای تجاری که سود پرداخت نمی‌کنند مورد آزمون قرار داده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که سود پرداخت می‌کنند بین بازده سال جاری سهام و سود سال آتی رابطه مثبت بزرگتری در مقایسه با واحدهای تجاری که سود پرداخت نمی‌کنند وجود دارد.

در حالت کلی نتایج این تحقیق در راستای این موضوع است که سود های تقسیمی اطلاعات مربوط و سودمندی درباره سود سال آتی واحدهای تجاری به بازار ارائه می‌دهد و این اطلاعات تاثیر خود را بر روی قیمت سهام می‌گذارد.

واژه‌های کلیدی: فرضیه علامت دهی سود تقسیمی، سود تقسیمی هر سهم، سود سال

آتی.

مقدمه

سرمایه‌گذاران برای ارزیابی شرکت‌ها از معیارهای مختلفی استفاده می‌نمایند که از آن جمله می‌توان به سود هر سهم و سود تقسیمی اشاره کرد که تغییرات آنها می‌تواند اطلاعاتی درباره وضعیت عملکرد شرکت در حال و آینده بدهد.

ادبیات تحقیق وسیعی در خصوص سودهای تقسیمی و نقش علامت دهی آنها به بازار تحت عنوان فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی وجود دارد و این که آیا مدیران از سودهای تقسیمی به عنوان ابزارهایی جهت علامت دهی در خصوص وضعیت آتی شرکت‌های خویش استفاده می‌کنند؟ اغلب تفاسیر و آزمون‌های فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی به بررسی این موضوع پرداخته است که آیا تغییرات سود تقسیمی می‌تواند اطلاعاتی در خصوص تغییرات سودهای آتی واحد تجاری ارائه دهد یا خیر؟ این تحقیق نیز در راستای فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی به بررسی محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی در باره سود آتی واحد‌های تجاری می‌پردازد.

بیان مسئله

سود سهام^۱ بازدهی است که سهامداران عادی بابت سرمایه‌گذاری خود از شرکت دریافت می‌کنند (ساربانها، ۱۳۸۲). در صورت عدم توزیع سود، شرکت آن را دوباره سرمایه‌گذاری می‌کند تا ایجاد منفعت نماید. به این طریق، توانائی شرکت برای پرداخت سود سهام در آینده افزایش می‌یابد. فرضیه محتوای اطلاعاتی یا علامت دهی^۲ بیان می‌کند که میزان سود سهام از دید سهامداران به معانی مختلفی تفسیر می‌شود. چنانچه سود سهام بیش از میزان مورد انتظار آنان باشد سرمایه‌گذاران آن را نشانه پیش‌بینی بهتر سود از طرف مدیریت و افق آینده روشن شرکت تفسیر می‌کنند، در حالی که کاهش سود سهام پیش‌بینی سود ضعیف را برای سرمایه‌گذاران به همراه دارد (مایکل هانلون، جیمز میر، تری شلین، ۲۰۰۷)^۳. آغاز پرداخت سود سهام توسط یک شرکت و یا افزایش قابل توجه سود سهام توسط یک واحد تجاری می‌تواند تفاسیر متفاوتی از دید سهامداران مختلف

1- Dividend

2- Signaling Theory

3- Michelle Hanlon-James Myers-Terry Shevlin

داشته باشد. این احتمال وجود دارد که سرمایه‌گذاران وجه نقد ناشی از پرداخت سود سهام را به همان میزان افزایش در ارزش سهام خود ترجیح دهند. این امر دلایل متفاوتی می‌تواند داشته باشد از جمله این که سود سهام درآمد با ثباتی برای سهامداران فراهم می‌آورد به طوری که آنها می‌توانند بر اساس آن هزینه‌های زندگی خود را تنظیم کنند و یا پرداخت سود سهام باعث کاهش عدم اطمینان سهامداران نسبت به دریافت بازده سرمایه‌شان می‌شود و یا همان طور که در فرضیه علامت دهی عنوان شد افزایش میزان سود سهام از دید سرمایه‌گذاران نشانه افزایش توان سود آوری آتی شرکت بوده و به عنوان یک خبر خوب مبنی بر روشن بودن افق آینده شرکت از دید مدیریت تفسیر می‌شود. بنابر این به نظر می‌رسد اگر شرکتی در زمینه تقسیم سود تصمیمی اتخاذ کند، آن دسته از سرمایه‌گذاران که سلیقه آنها هماهنگ با سیاست تقسیم سود شرکت است این عمل را به عنوان یک خبر خوب تلقی می‌کنند و اقدام به خرید سهام کرده و تا زمانی که این سیاست تغییر نکند سهامدار شرکت باقی می‌مانند. بنابراین افزایش در میزان پرداخت سود سهام نسبت به سود سهام سنوات قبل می‌تواند به عنوان یک خبر خوب غیر منتظره برای سهامداران دارای محتوای اطلاعاتی باشد و منجر به عکس العمل سرمایه‌گذاران در برابر این پدیده گردد. از طرفی برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است افزایش سود سهام را نشانه در دست نبودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد و توسعه شرکت و یا عدم استفاده شرکت از این فرصت‌ها دانسته و در نتیجه افزایش سود سهام علامت مثبتی از دید آنها نباشد. این دسته احتمالاً اقدام به فروش سهام این شرکت‌ها خواهند کرد. به عبارتی نوع تصمیم شرکت در توزیع سود یا عدم توزیع آن می‌تواند در حجم معاملات سهام شرکت و ساختار سهامداران آن موثر باشد. سئوالات اساسی که در این تحقیق مطرح شده عبارت است از این که:

- الف) آیا سود تقسیمی سهام اطلاعات مربوطی درباره سودهای آتی واحد تجاری ارائه می‌دهد؟
- ب) آیا مقدار سود تقسیمی بر میزان محتوای اطلاعاتی آن درباره سودهای آتی تاثیر می‌گذارد؟

پیشینه تحقیق

بیش از چندین دهه است که پژوهشگران دانشگاهی و کارشناسان وال استریت و

مدیران عالی رتبه شرکت‌ها تلاش کرده‌اند تاثیر سرمایه‌گذاری مجدد سود شرکت‌ها را در مقایسه با اثر تقسیم سود بین سهامداران، بر ثروت آتی سهامداران مورد مطالعه قرار دهند. نتایج این تحقیقات را می‌توان به صورت زیر طبقه‌بندی کرد (بهرام فرو و مهرانی، ۱۳۸۳):

۱- آن دسته از تحقیقاتی که به بررسی رابطه بین ارزش بازار سهام و سود تقسیمی می‌پردازند که عمدتاً مبتنی بر دو نظریه هستند:

الف) نظریه مربوط بودن (تاثیر سود تقسیمی بر ارزش شرکت) که از طرفداران این نظریه می‌توان به والتر و گوردون اشاره نمود.

ب) نظریه نامربوط بودن (عدم تاثیر سود تقسیمی بر ارزش شرکت) که از طرفداران این نظریه می‌توان به مودیلیانی و میلر اشاره کرد.

۲- آن دسته که به بررسی اثرات علامت دهی (اطلاع رسانی) اعلام سود سهام بر ارزش شرکت می‌پردازند^۱. طبق این فرضیه سود تقسیمی محتوای اطلاعاتی دارد که در ادامه در این خصوص توضیحات بیشتری ارائه می‌شود.

۳- آن دسته که به بررسی تاثیر ترکیب سهامداران بر سیاست تقسیم سود می‌پردازند (تئوری صاحب کار). طبق این نظریه سیاست تقسیم سود تابعی از ترکیب علائق سهامداران است.

۴- آن دسته از مطالعاتی که رابطه بین سرمایه‌گذاری، سود تقسیمی و سود را بررسی می‌کنند، با بهره‌گیری از روش‌های رگرسیونی سعی در مدل سازی بین متغیرهای فوق، دارند.

تحقیقات خارجی

تحقیقات بسیاری درباره این که سودهای تقسیمی حاوی چه اطلاعات مفیدی هستند، انجام شده است، اما در هر حال توافق عمومی و اتفاق نظر کمی در این مورد صورت گرفته است. به عنوان مثال، مدل‌های تئوریک توسط باتاچاریا^۲ (۱۹۷۹) میلر و روک^۳ (۱۹۸۵) بیانگر این موضوع می‌باشد که تغییر در سیاست سود تقسیمی اطلاعاتی را در مورد جریان‌های وجه نقد آتی منتقل می‌نماید (مثلاً افزایش یا کاهش سود تقسیمی اطلاعاتی را در مورد افزایش یا کاهش جریان‌های نقدی آتی را منتقل می‌نماید).

1- dividend signaling hypothesis

2- Bhattacharya

3- Miller and Rock

مارک لیپسون^۱ (۱۹۸۸) شواهدی یافت که سود تقسیمی علامت دهنده مناسبی از وضعیت سودآوری آینده شرکت می باشد و مدیریت اقدام به تقسیم سود نمی کند مگر تا زمانی که مطمئن شود سود تقسیمی از محل درآمدهای آتی می تواند در همین سطح حفظ شود.

واتس^۲ و گوندز^۳ (۱۹۷۳) هیچ مدرکی مبنی بر این که تغییر غیر منتظره در سود تقسیمی دارای محتوای اطلاعاتی جدیدی در خصوص درآمد آینده شرکت باشد، پیدا نکرده اند.

بنارتزی^۴، میچالی^۵ و تالر^۶ (۱۹۹۷) گزارش کردند که افزایش درآمد شرکت هایی که در گذشته افزایش سود تقسیمی داشته اند دائمی تر از شرکت هایی است که سود تقسیمی خود را متناسب با افزایش درآمد اضافه نموده بودند. اسکویت^۷ و مولینز^۸ (۱۹۸۳) وهیلی^۹ و پالپو^{۱۰} (۱۹۸۸) همبستگی مثبت کمی را بین شروع توزیع سود و سودآوری آتی شرکت یافتند. میچالی، تالر و ومک^{۱۱} (۱۹۹۵) اعلام کردند که پس از برقراری سود تقسیمی، تا ۳ سال پس از اعلام سود تقسیمی بازده مثبت مشاهده گردید.

تحقیقات داخلی

صمدزاده (۱۳۷۴) در تحقیق خود با عنوان خط مشی های تقسیم سود و تأثیر آنها بر ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران به نتایج زیر دست یافت:

۱- سیاست های تقسیم سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران برای مدیران شرکت ها ناشناخته بوده و یا آنها از این سیاست ها به عنوان ابزاری برای ارائه اطلاعات در مورد وضعیت شرکت استفاده نمودند. احتمالاً مدیران از عوامل دیگری برای استفاده از مزایای سیاست تقسیم سود استفاده می کنند.

۲- سهامداران نیز به سود نقدی و تغییرات آن به عنوان یک مقوله دارای پیام توجه

1- M. lipson

2- watts

3- Gonedes

4- Benartzi

5- Michaely

6- thaler

7- asqith

8- mullins

9- Healy

10- palepu

11- womack

نمی‌کنند، و احتمالاً به سایر عوامل در رابطه با تأثیر آن بر بازده توجه بیشتری نشان می‌دهند.

۳- تمایل به درآمد جاری که از طرف گروه‌های سرمایه‌گذاری ممکن است وجود داشته باشد، در بازار بورس تهران موجود نیست و احتمالاً افرادی که صرفاً به خاطر منافع بلندمدت اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، سهم عمده‌ای را در معاملات سهام بورس تشکیل می‌دهند.

۴- به دلیل عدم تثبیت بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یک بازار سرمایه‌گذاری مردمی و ملی، سهام اکثراً به وسیله کسانی مورد معامله قرار می‌گیرد که در پس نیت سرمایه‌گذاری خویش احتمالاً اهداف بورس‌بازی و سفته‌بازی دارند.

۵- چگونگی تقسیم سود، بر بازده سهم تأثیر نمی‌گذارد و یا تأثیر بطنی آن بوسیله عوامل دیگر موثر بر بازده تحت الشعاع قرار می‌گیرد.

بهرامفر و مهرانی (۱۳۸۳) رابطه بین سود هر سهم سود سهام و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران را بررسی نموده‌اند و در این راستا جهت بررسی این موضوع هفت فرضیه طراحی و با ایجاد ۱۴ مدل این فرضیه‌ها را آزمون کرده‌اند. تحلیل فرضیه‌ها در دو سطح تحلیل شرکتی و داده‌های ترکیبی با استفاده از روش رگرسیون صورت پذیرفته است.

براساس نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق مذکور ملاحظه گردید که رابطه بین سود با سود پیش بینی شده و تقسیمی معنادار و قوی بوده و سود تقسیمی و پیش بینی شده نیز رابطه معناداری دارند.

تأیید فرضیه‌ها و مدل‌های فوق بدین معنی است که اعلام سود پیش بینی شده بر سود تقسیمی تأثیرگذار است و همزمان با اعلام آن انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به سود تقسیمی شکل می‌گیرد. لذا شرکت‌ها باید هنگام اعلام سود پیش بینی شده دقت کافی را مبذول دارند، زیرا در صورت اغراق در پیش بینی و تعدیل منفی آن تأثیرات زیادی بر رفتار سرمایه‌گذاران و نگرش آنها نسبت به سود تقسیمی می‌گذارد. این نکته بسیار مهم است، زیرا در مدل‌های قیمت‌گذاری سود تقسیمی ملاک اساسی است.

همچنین طبق نتایج این تحقیق رابطه سود تقسیمی با سود تقسیمی سال قبل و سود جاری طبق مدل لینتنر تأیید گردید و رابطه سود تقسیمی به صورت مدل پویا با سود هر سهم در دوره قبل و جاری نیز تأیید شد، یعنی رابطه معنی داری بین سود تقسیمی دوره جاری با

سودهای دوره گذشته وجود دارد.

علاوه بر این در تحقیق مذکور رابطه بین سود تقسیمی و مالیات نیز بررسی شد که این مدل تائید نگردید، یعنی شرکت‌ها با توجه به تغییر قانون مالیات در سیاست تقسیم سود خود تغییر نداده‌اند.

همچنین رابطه سرمایه‌گذاری با سود تقسیمی تائید گردید که بدین معنی است شرکت‌های دارای فرصت سرمایه‌گذاری می‌بایست سود کمتری را تقسیم نمایند.

عبداله پور (۱۳۷۶) نیز در تحقیق خود به بررسی خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران پرداخت. نتایج تحقیق بیانگر آن بود که شرکت با اعمال هر یک از خط مشی‌های تقسیم سود در واقع دست به آرایش ترکیب سهامداران خود می‌زند. هر یک از سهامداران با ویژگی‌های خاص خودشان از قبیل تحصیلات، شغل، درآمد، ... تمایل به سیاست‌های تقسیم سود خاصی دارند که در نهایت آنان را به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی هدایت می‌کند که از این سیاست‌ها در تقسیم سود خود استفاده می‌کنند.

قلی پور (۱۳۷۴) با بررسی سیاست‌های تقسیم سود به ارزش سهام شرکت‌های بورسی به نتایج زیر دست یافت:

- ۱- ثروت سهامداران شرکت‌هایی که سود نقدی پرداخت کرده‌اند از ثروت سهامداران شرکت‌هایی که سهم جایزه توزیع نموده‌اند افزایش بیشتری یافته است.
- ۲- توزیع سود نقدی باعث کاهش ارزش سهام می‌شود.
- ۳- سهم جایزه از نظر سهامداران دارای ارزش بیشتری نسبت به سود نقدی است.

فرضیه علامت دهی سود سهام

سیاست تقسیم سود و تغییر آن می‌تواند حاوی اطلاعاتی برای سهامداران باشد. سرمایه‌گذاران با توجه به سلیقه خود سهام شرکتی را خریداری می‌کنند که سیاست تقسیم سود آن را قبول دارند. میزان سود سهام پیشنهادی هیات مدیره معمولاً حاوی اطلاعاتی در خصوص انتظارات مدیران در مورد سودآوری آینده شرکت است. بدیهی است اگر مدیریت شرکت در صدد بر آید تا میزان سود پرداختی را افزایش دهد، در واقع مدعی است که قدرت سودآوری شرکت افزایش یافته است. محققان بر این باورند که تغییر غیرمنتظره سود تقسیمی دارای محتوای اطلاعاتی مهمی است، به ویژه در مواقعی که میزان سود تقسیمی کاهش یابد یا اصلاً پرداخت نشود. معمولاً در یک بازار کارا 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. (جهانخانی و پارسایان، ۱۳۷۵)

شرکت باید همیشه این سوال را مطرح کند که چه اطلاعاتی را با سود سهام فعلی و چه اطلاعاتی را با تغییر احتمالی سود تقسیمی انتقال می‌دهد. هر وقت که اعلام خبری بر قیمت سهام تاثیری می‌گذارد، می‌توان استنباط کرد که اعلام این خبر حاوی اطلاعات می‌باشد. در واقع اعلام خبر به خودی خود کمک‌چندانی نخواهد کرد مگر اینکه معلوم شود مدیران اطلاعاتی دارند که سرمایه‌گذاران فاقد آن اطلاعات هستند. (محسن دستگیر، ۱۳۷۱)

ممکن است سود سهام نقدی به عنوان علامتی برای سرمایه‌گذاران تلقی شود. شرکت‌هایی که خبرهای خوب در مورد سودآوری آینده خود دارند و می‌خواهند آن را به سرمایه‌گذاران اطلاع دهند، به جای انجام یک اعلام ساده، سود تقسیمی خود را افزایش می‌دهند تا با یک اقدام عملی موضوع را به سهامداران خویش اطلاع داده باشند. زمانی که شرکت از رویه پرداخت سود تقسیمی ثابتی پیروی می‌کرده و حالا سود تقسیمی خود را تغییر می‌دهد، سهامداران آن را به عنوان یک تغییر در سودآوری آینده شرکت تلقی می‌کنند. علائم مالی برای سهامداران به این مفهوم است که مدیریت و هیات مدیره باور دارد که اوضاع مالی شرکت بهتر از چیزی است که در قیمت سهام انعکاس یافته است. به عبارت دیگر، سود تقسیمی صدایی رساتر از سایر اطلاعات مالی داشته و تغییر در سود تقسیمی حاوی اطلاعاتی قابل توجه است.

نسبت بالای سود پرداختی نشان دهنده این مطلب است که مدیریت نسبت به آینده شرکت مطمئن و خوش بین است، در حالی که نسبت پایین سود پرداختی ممکن است بیانگر این موضوع باشد که مدیریت آینده شرکت را نامطمئن ارزیابی کرده است. استدلال ساده تر 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 به تبع 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 به طور کوتاه مدت عمل می‌کنند مصداق بیشتری دارد.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های این تحقیق به شرح ذیل است:

- ۱) در شرکت های پرداخت کننده سود، بین سود سال آتی و بازده سهام رابطه مستقیم بزرگتری در مقایسه با شرکتهایی که سود پرداخت نمی کنند وجود دارد.
- ۲) در شرکتهایی که سود بیشتری پرداخت می کنند، بین سود سال آتی و بازده سهام رابطه مستقیم بزرگتری در مقایسه با شرکت هایی که سود کمتری می پردازند وجود دارد.

روش تحقیق

روش این تحقیق همبستگی ادغامی است که در واقع ترکیب همبستگی مقطعی و سری زمانی می باشد. روش‌شناسی مورد استفاده در این تحقیق از نوع پس رویدادی بوده و از اطلاعات گذشته استفاده شده است. در مواردی که بررسی ارتباط بین یک متغیر وابسته با چند متغیر مستقل مد نظر باشد، هدف محقق این است که با استفاده از داده‌های تاریخی، پارامتر (پارامترهایی) برای متغیر (متغیرهای)، مستقل برآورد و با ارائه مدل اقدام به پیش بینی نماید.

روش‌های آماری و مدل های تحقیق

هدف این تحقیق تعیین این موضوع است که آیا سرمایه گذاران، تحلیل گران و ... نسبت به متغیر سود تقسیمی شرکت‌ها واکنش نشان می دهند و آن را به عنوان یک ابزار علامت دهنده در خصوص سود های آتی واحد تجاری تلقی می کنند. برای یافتن پاسخ این سؤال باید از متغیر واکنش بازار استفاده نمود.

واکنش بازار نسبت به اطلاعات منتشره شده را به دو طریق (۱) حجم معاملات (۲) قیمت سهام و متعاقباً بازده سهام مورد سنجش و اندازه گیری قرار داد. بنابراین در این تحقیق از بازده سهام به عنوان متغیر وابسته و معیار واکنش بازار استفاده شده است. (اسماعیلی، ۱۳۸۵)

این تحقیق با بررسی رابطه بازده سال جاری سهام و سود آتی برای واحدهای تجاری که در سال جاری سود پرداخت می کنند در مقایسه با واحدهای تجاری که سود پرداخت نمی کنند مدارک و شواهدی برای فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی ارائه می نماید.

به منظور آزمون فرضیه اول این تحقیق از یک متغیر ساختگی^۱ مستقل بنام DP_t استفاده می‌شود که این متغیر برای واحدهای تجاری ای که در سال t سود نقدی تقسیم می‌کنند ارزشی برابر ۱ می‌گیرد، در غیر این صورت ارزش آن برابر صفر است. بنابراین معادله رگرسیونی جهت آزمون فرضیه اول به شرح ذیل می‌باشد:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 E_{t-1} + \beta_2 E_t + \beta_3 E_{t+1} + \beta_4 R_{t+1} + \beta_5 DP_t + \beta_6 DP_t * E_{t-1} + \beta_7 DP_t * E_t + \beta_8 DP_t * E_{t+1} + \beta_9 DP_t * R_{t+1} + \varepsilon_t$$

در آزمون فرضیه اول شرکت‌ها را براساس تقسیم یا عدم تقسیم سود نقدی به دو دسته تفکیک می‌شوند که با فرض درستی فرضیه اول باید بین سود آتی و بازده جاری برای واحدهای تجاری تقسیم‌کننده سود رابطه مستقیم و قوی تری برقرار باشد. با توجه به اینکه ممکن است بین شرکت‌هایی که سود پرداخت می‌کنند با شرکت‌هایی که سود پرداخت نمی‌کنند تفاوت‌های اساسی وجود داشته باشد، به همین منظور در این تحقیق برای افزایش اعتبار فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی فرضیه دوم فقط در شرکت‌های پرداخت‌کننده سود نقدی که بر اساس بزرگی و کوچکی میزان سود تقسیمی تفکیک شده‌اند مورد آزمون قرار می‌گیرد.

همچنین به منظور آزمون فرضیه دوم این تحقیق از دو متغیر مستقل ساختگی به نام‌های SDP_t و LDP_t استفاده می‌شود و معادله رگرسیونی جهت آزمون فرضیه دوم به شرح ذیل می‌باشد:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 E_{t-1} + \beta_2 E_t + \beta_3 E_{t+1} + \beta_4 R_{t+1} + \beta_5 SDP_t + \beta_6 LDP_t + \beta_7 SDP_t * E_{t-1} + \beta_8 SDP_t * E_t + \beta_9 SDP_t * E_{t+1} + \beta_{10} SDP_t * R_{t+1} + \beta_{11} LDP_t * E_{t-1} + \beta_{12} LDP_t * E_t + \beta_{13} LDP_t * E_{t+1} + \beta_{14} LDP_t * R_{t+1} + \varepsilon_t$$

که متغیرهای دو مدل فوق به تفکیک وابسته و مستقل به شرح ذیل تعریف می‌شوند.

متغیر وابسته

R_t : عبارتست از بازده سهام برای سال مالی t که از طریق فرمول ذیل محاسبه شده است:

$$R_t = \frac{(1 + \alpha)P_t - P_0 + DPS - 1000\beta}{P_0} \times 100$$

R_t : عبارتست از بازده شرکت در سال مالی t

P_t : قیمت سهم در پایان دوره

P_0 : قیمت سهم در ابتدای دوره

DPS : سود تقسیمی هر سهم

α : درصد کل افزایش سرمایه

β : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات

عدد 1000 مربوط به قیمت اسمی هر سهم می‌باشد.

متغیرهای مستقل

E_{t-1} : سود یا زیان خالص برای سال مالی $t-1$ که به وسیله ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال t همگن شده است.

E_t : سود یا زیان خالص برای سال مالی t که به وسیله ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای t همگن شده است.

E_{t+1} : سود یا زیان خالص برای سال مالی $t+1$ که به وسیله ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای سال مالی t همگن شده است.

R_{t+1} : بازده سهام برای سال مالی $t+1$.

DP_t : یک متغیر ساختگی که برای شرکتهایی که براساس مجمع عمومی عادی سالانه خود سود نقدی تصویب کرده‌اند و درصد تقسیم آن در سال مالی t بالای ۱۰٪ می‌باشد دارای ارزش ۱ و برای شرکتهایی که سود نقدی پرداخت نمی‌کنند یا درصد تقسیم سود کمتر از ۱۰٪ باشد^۱ ارزش آن برابر صفر است.

LDP_t : یک متغیر ساختگی مربوط به واحدهای تجاری که درصد توزیع سود تقسیمی طی سال‌های $t-2$ تا t بیشتر یا مساوی میانگین درصد توزیع سود تقسیمی کل واحدهای تجاری در دوره تحقیق باشد.

SDP_t : یک متغیر ساختگی مربوط به واحدهای تجاری که درصد توزیع سود تقسیمی طی سال‌های $t-2$ تا t کوچکتر از میانگین درصد توزیع سود تقسیمی کل واحدهای

۱- بر اساس ماده ۹۰ قانون تجارت شرکت باید ۱۰ درصد از سود قابل تقسیم خود را پرداخت نماید. بر این اساس در این تحقیق فرض می‌شود که درصد توزیع سود تا سقف ۱۰ درصد دارای محتوای اطلاعاتی برای بازار نبوده و نشأت گرفته از الزام قانون می‌باشد.

تجاری در دوره تحقیق باشد.

دوره زمانی تحقیق

دوره زمانی تحقیق از سال ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۵ به مدت ۶ سال می باشد.

دلایل انتخاب دوره زمانی تحقیق:

۱) هرچقدر از لحاظ زمانی به عقب تر می‌رویم اطلاعات مورد نیاز کمتر در دسترس می‌باشد.

۲) عدم ثبات شرایط اقتصادی (نرخ تورم بالا، نرخ ارز متغیر و ...) روی آزمون‌های مدل آماری تاثیرگذار است. به دلیل بالا بردن اعتبار درونی تحقیق دوره زمانی کوتاه‌تری انتخاب شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه بزرگترین مجموعه از موجودات است که در یک زمان معین مطلوب ما قرار می‌گیرد (آذر و مومنی، ۱۳۸۱). از آنجا که اطلاعات مورد نیاز این پژوهش در بورس اوراق بهادار قابل دسترسی بوده و اطلاعات آنها از قابلیت استفاده بیشتری برخوردار است، شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری انتخاب گردیده است.

شرکتهای نمونه از کل جامعه آماری به صورت مرحله ای بر اساس معیارهای زیر انتخاب شدند:

الف) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به اسفند ماه باشد. علت انتخاب این معیار این است که تا حد امکان دوره‌های زمانی، مشابه باشند و شرایط و عوامل فصلی در انتخاب عوامل و متغیرها اثرگذار نباشند.

ب) شرکت جزء شرکت‌های ذیل نباشد:

- سرمایه‌گذاری
- واسطه‌گری مالی
- چند رشته‌ای صنعتی
- انبوه‌سازی املاک و مستغلات
- بانک‌ها و موسسات اعتباری

علت انتخاب این معیار، ساختار متفاوت صورت سود و زیان این شرکت‌ها در مقایسه با شرکت‌های تولیدی است.

ج) شرکت قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

تجزیه و تحلیل آماری

نرمال بودن

تحلیل رگرسیون و یا تحلیل پانلی در صورتی از اعتبار کافی برخوردار است که داده‌ها از فرضیه‌ها مشخصی برخوردار باشند. فرضیه‌هایی از جمله نرمال بودن، خطی بودن، همسانی، واریانس و... از اهم این فرضیه‌ها هستند (آذر و مومنی، ۱۳۸۱). بنابراین لازم است قبل یا بعد از برازش مدل این فرضیه‌ها بررسی و صحت برقراری آن‌ها کنترل گردد. بررسی برخی از این فرضیه‌ها با نمودارها امکان‌پذیر است. برای مثال، جهت بررسی وجود ارتباط، متداول‌ترین و موثرترین روش رسم نمودار پراکنش^۱ است. همچنین لازم است قبل از برازش مدل، نرمال بودن متغیر وابسته نیز بررسی گردد. لازم به ذکر است که نرمال بودن باقیمانده‌های مدل، شرط لازم برای اعتبار رگرسیونی است ولی در صورتی که متغیر وابسته نرمال باشد باقیمانده‌ها نیز نرمال خواهند بود. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می‌شود:

$$\begin{cases} H_0: & \text{داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می‌کند} \\ H_1: & \text{داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند} \end{cases}$$

آزمون کلموگروف - اسمیرنف^۲ برای بررسی فرض صفر بالا به کار رفته است. در صورت غیرنرمال بودن مدل‌های رگرسیونی و پانلی از اعتبار ساقط خواهند بود و باید برای نرمال بودن داده‌ها از شیوه‌های مناسب مثل تبدیلات استفاده نمود. همانگونه که در جدول زیر دیده می‌شود برای متغیر وابسته یعنی بازده مقادیر سطح معنی‌داری در تمامی سال‌ها (به غیر از ۱۳۸۴) کمتر از ۰/۰۵ است. پس فرض صفر رد می‌شود، یعنی داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی‌کنند. اما با تبدیل لگاریتمی توزیع متغیر در سالهای مختلف نرمال شده است، زیرا مقادیر سطح معنی‌داری بالاتر از ۰/۰۵ بدست آمده است.

جدول ۱. نتایج آزمون کلموگروف - اسمیرنوف

Year	N	Normal Parameters		Most Extreme Differences			Kolmogorov Smirnovz	Asymp.Sig (2-tailed)
		Mean	Std Deviation	Absolute	Positive	Negative		
Rt 1380	67	0.562716	0.8106253	0.169	0.169	-0.158	1.381	0.044
1381	67	0.585248	0.9461653	0.183	0.183	-0.151	1.494	0.023
1382	67	0.597975	0.9907195	0.210	0.210	-0.168	1.722	0.005
1383	67	0.372407	0.9236574	0.263	0.263	-0.187	2.151	0.000
1384	67	-0.0374	0.3041754	0.081	0.081	-0.048	0.662	0.773
1384	67	0.254325	0.6052739	0.239	0.239	-0.141	1.959	0.001
Ln(Rt) 1380	66	0.3355	0.35591	0.067	0.055	-0.067	0.547	0.925
1381	67	0.3381	0.47602	0.103	0.103	-0.080	0.845	0.473
1382	67	0.3445	0.46310	0.118	0.118	-0.085	0.967	0.307
1383	67	0.1850	0.46765	0.131	0.131	-0.057	1.069	0.203
1384	67	-0.0890	0.32832	0.074	0.074	-0.074	0.603	0.860
1385	67	0.1464	0.37726	0.157	0.157	-0.080	1.287	0.073

نتایج آزمون آماری

پس از جمع آوری داده‌های آماری، نوبت به تجزیه و تحلیل و آزمون داده‌ها می‌رسد. همان‌طور که عنوان شد اساس آزمون فرضیه‌ها بررسی رابطه همبستگی بین متغیرهای تحقیق می‌باشد که عموماً برای این کار از طریق محاسبه و مقایسه ضریب همبستگی استفاده می‌شود. البته پیش از آزمون فرضیه‌ها باید برخی از اطلاعات استخراج شده را مورد پردازش قرار داد تا اطلاعات جدیدی براساس آن بدست آید.

آزمون فرضیه اول

همان‌گونه که عنوان شد فرضیه اول تحقیق (که به عنوان فرضیه پایه تحقیق نیز می‌باشد) به رابطه بین سود آتی و بازده و تاثیراتی که سود تقسیمی بر این رابطه می‌گذارد مربوط می‌شود. بنابراین فرضیه اول تحقیق به شرح ذیل می‌باشد:

"در شرکت‌های پرداخت کننده سود، بین سود سال آتی و بازده سهام رابطه مستقیم بزرگتری در مقایسه با شرکت‌هایی که سود پرداخت نمی‌کنند وجود دارد."

برای آزمون فرضیه بالا شرکت‌های موجود در نمونه بر اساس تقسیم یا عدم تقسیم سود به دو دسته تفکیک می‌شود و رابطه بین سود سال آتی و بازده سال جاری در این دو دسته شرکت مقایسه می‌گردد. بنابراین فرضیه H0 و H1 به شرح ذیل مورد آزمون قرار می‌گیرد:

H0: در شرکت‌های پرداخت کننده سود، بین سود سال آتی و بازده سهام رابطه مستقیم بزرگتری در مقایسه با شرکت‌هایی که سود پرداخت نمی‌کنند وجود ندارد.

H1: در شرکت‌های پرداخت کننده سود، بین سود سال آتی و بازده سهام رابطه مستقیم

بزرگتری در مقایسه با شرکت‌هایی که سود پرداخت نمی‌کنند وجود دارد.

جدول ۲. نتایج مدل مربوط به فرضیه اول

Prob.	t-آماره	انحراف معیار	Coefficient	Variables	
0/3257	-0/9842	0/0588	-0/0579	β_0	C
0/0205	-2/3275	0/1852	-0/4310	β_1	E_{t-1}
0/05146	1/9736	0/2488	0/1701	β_2	E_t
0/05125	1/9797	0/1544	0/0895	β_3	E_{t+1}
0/3983	0/8456	0/2926	-0/2474	β_4	R_{t+1}
0/0001	3/8476	0/0695	0/2674	β_5	DP_t
0/0000	-4/2943	0/2120	-0/9103	β_6	$DP_t * E_{t-1}$
0/0549	1/9258	0/2368	0/4560	β_7	$DP_t * E_t$
0/0491	1/9929	0/1731	0/3276	β_8	$DP_t * E_{t+1}$
0/3345	-0/9662	0/2939	-0/2839	β_9	$DP_t * R_{t+1}$
0/2065	میانگین متغیر وابسته		0/2182	ضریب تعیین (R2)	
0/4381	انحراف معیار متغیر وابسته		0/1999	ضریب تعیین تعدیل شده	
59/1270	مجموع مجذور پس مانده ها		0/3919	انحراف معیار رگرسیون	
2/1308	دوربین - واتسون		11/9395	آماره F-	
			0/0000	Prob (F-statistic)	

تایید فرضیه اول
تایید فرضیه دوم
تایید فرضیه سوم
تایید فرضیه چهارم
تایید فرضیه پنجم
تایید فرضیه ششم
تایید فرضیه هفتم
تایید فرضیه هشتم
تایید فرضیه نهم
تایید فرضیه دهم

میزان ضریب تعیین تعدیل شده حدود ۰/۲ است یعنی حدود ۲۰ درصد از تغییرات به وسیله مدل ذکر شده بیان می‌گردد. با توجه به اینکه مقدار احتمال F برابر با ۰/۰۰۰ است و چون این مقدار از ۰/۰۵ کوچکتر است، بنابراین معنی داری مدل در سطح ۹۵ درصد تایید می‌گردد. در مدل بالا مقادیر احتمال کمتر از (۰/۰۵ یا ۰/۱۰) حاکی از معنی داری در سطح ۹۵ درصد (یا ۹۰ درصد) می‌باشد. بنابراین مدل برازش شده به شرح ذیل می‌باشد:

$$\ln(R_{it}) = -0.057 - 0.043E_{t-1} + 0.017E_{t+1} + 0.0895E_{t+1} - 0.24R_{t+1} + 0.26DP_t - 0.91DP * E_{t-1} + 0.45DP * E_t + 0.32DP * E_{t+1} - 0.28DP * R_{t+1}$$

با توجه به مدل برازش شده بالا و نتایج جدول (۲) رابطه سود سال آتی و بازده سال جاری در شرکت‌هایی که سود پرداخت می‌کنند و شرکت‌هایی که سود پرداخت نمی‌کنند

مستقیم بوده و در سطح ۹۰ درصد معنادار می باشد و مقدار ضریب متغیر مستقل E_{t+1} برای شرکت هائی که سود پرداخت می کنند در مقایسه با شرکت هائی که سود پرداخت نمی کنند بزرگتر است. بر این اساس فرضیه H1 مورد قبول واقع می شود.

آزمون فرضیه دوم

در فرضیه دوم تحقیق شرکت هائی که سود پرداخت می کنند به دو دسته تفکیک شده اند:

الف) شرکت هائی که میزان سود تقسیمی سال جاری آنها بزرگتر یا مساوی میانگین سود تقسیمی کل نمونه تحقیق می باشد.

ب) شرکت هائی که میزان سود تقسیمی سال جاری آنها کوچکتر از میانگین سود تقسیمی کل نمونه تحقیق می باشد.

در واقع متغیر DP_t فرضیه اول به دو متغیر SDP_t و LDP_t تبدیل شد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق به شرح ذیل بیان گردید:

"در شرکتهایی که سود بیشتری پرداخت می کنند بین سود سال آتی و بازده سهام رابطه مستقیم بزرگتری در مقایسه با شرکت هایی که سود کمتری می پردازند وجود دارد". حال باید آزمون های فرض آماری را برای آن تشکیل داد بنابراین:

H0: در شرکتهایی که سود بیشتری پرداخت می کنند بین سود سال آتی و بازده سهام رابطه مستقیم بزرگتری در مقایسه با شرکت هایی که سود کمتری می پردازند وجود ندارد.

H1: در شرکتهایی که سود بیشتری پرداخت می کنند بین سود سال آتی و بازده سهام رابطه مستقیم بزرگتری در مقایسه با شرکت هایی که سود کمتری می پردازند وجود دارد.

جدول ۳. نتایج مدل مربوط به فرضیه دوم

Prob.	آماره-t	انحراف معیار	Coefficient	Variables		
0/3291	-0/9772	0/0592	-0/0578	β_0	C	تقسیم کرده‌اند شرکت‌هایی که سود
0/0213	-2/3124	0/1864	-0/4309	β_1	E_{t-1}	
0/05146	1/9736	0/2504	0/1677	β_2	E_t	
0/05125	1/9797	0/1552	0/0913	β_3	E_{t+1}	
0/3997	-0/8432	0/2946	-0/2484	β_4	R_{t+1}	
0/0011	3/3007	0/0800	0/2642	β_5	LDP_t	تقسیم کرده‌اند شرکت‌هایی که سود زیاد
0/0002	-3/7071	0/2256	-0/8364	β_6	$LDP_t * E_{t-1}$	
0/0556	1/9280	0/2721	0/3233	β_7	$LDP_t * E_t$	
0/0964	1/6665	0/1650	0/2749	β_8	$LDP_t * E_{t+1}$	
0/3717	-0/8943	0/2963	-0/2650	β_9	$LDP_t * R_{t+1}$	
0/0035	2/9411	0/0806	0/2371	β_{10}	SDP_t	تقسیم کرده‌اند شرکت‌هایی که سود
0/0000	-4/5389	0/2440	-1/1077	β_{11}	$SDP_t * E_{t-1}$	
0/0078	2/6731	0/3242	0/8667	β_{12}	$SDP_t * E_t$	
0/07690	1/7939	0/2112	0/1621	β_{13}	$SDP_t * E_{t+1}$	
0/2897	-1/0603	0/2995	-0/3176	β_{14}	$SDP_t * R_{t+1}$	
0/2065	میانگین متغیر وابسته		0/2413	ضریب تعیین (R2)		
0/4381	انحراف معیار متغیر وابسته		0/2134	ضریب تعیین تعدیل شده		
57/3796	مجموع مجذورریس مانده‌ها		0/3886	انحراف معیار رگرسیون		
2/1651	دوربین واتسون		8/6330	آماره F-		
			0/0000	Prob (F-statistic)		

میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۲۱ است یعنی ۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل ذکر شده در مدل بیان می‌گردد. با توجه به اینکه مقدار احتمال F برابر با ۰/۰۰۰ است و چون این مقدار از ۰/۰۵ کوچکتر است، بنابراین معنی داری مدل در سطح ۹۵ درصد تایید می‌گردد. در مدل بالا مقادیر احتمال کمتر از ۰/۰۵ (یا ۰/۱۰) حاکی از معنی داری در سطح ۹۵ درصد (یا ۹۰ درصد) می‌باشد. بنابراین مدل برازش شده به شرح ذیل می‌باشد:

$$\ln(R)_t = -0.057 - 0.43E_{t-1} + 0.16E_t + 0.09E_{t+1} - 0.24R_{t+1} + 0.23SDP_t + 0.26LDP_t - 1.1SDP_t * E_{t-1} + 0.86SDP_t * E_t + 0.16SDP_t * E_{t+1} - 0.3SDP_t * R_{t+1} - 0.8LDP_t * E_{t-1} + 0.32LDP_t * E_t + 0.27LDP_t * E_{t+1} - 0.26LDP_t * R_{t+1} + \epsilon_t$$

با توجه به مدل برازش شده بالا و نتایج جدول (۳) بعد از تفکیک شرکت‌ها براساس میزان سود تقسیمی مشاهده می‌شود که ضریب سود آتی با متغیر وابسته در شرکت‌هایی که سود بیشتری پرداخت می‌کنند بزرگتر از شرکت‌هایی است که سود کمتری پرداخت می‌کنند. با توجه به Prop جدول فوق نتایج حاصله در سطح ۹۰ درصد رابطه معناداری را بین سود سال آتی و بازده سهام سال جاری نشان می‌دهد. بنابراین فرضیه H1 با اطمینان ۹۰ درصد مورد تأیید می‌باشد.

نتیجه‌گیری

براساس تحقیقات انجام شده موضوع وابستگی سودهای آتی به اعلامیه‌های تغییر سود تقسیمی به خوبی مستند شده است. براساس تحقیقات محققینی همچون چن و وو^۱ (۱۹۹۹)، نیسیم و زیو^۲ (۲۰۰۱)، هارادا و ان‌جی یوین^۳ (۲۰۰۵)، موضوع تغییرات سود تقسیمی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است که نتایج آن بیانگر یک رابطه قوی تغییرات سود تقسیمی و سودهای آتی می‌باشد. متقابلاً تعداد زیادی از تحقیقات نیز در رابطه با همین موضوع با شکست مواجه شده است که از جمله آنها تحقیقات واتر^۴ (۱۹۷۳)، دی آنجلو، دی آنجلو و اسکینر^۵ (۱۹۹۲ و ۱۹۹۶)، بنارتزی، مایکلی و تالر^۶ (۱۹۹۵)، گرالون، مایکلی و سوامیناتان^۷ (۲۰۰۲) می‌باشد.

طبق نتایج این تحقیق نیز بازار پرداخت سود را به عنوان یک علامت از سود سال آتی دریافت نموده است و نسبت به آن واکنش مناسب نشان داده است. علاوه بر این میزان سود تقسیمی نیز حاوی اطلاعات سودمندی در خصوص سود آتی برای بازار می‌باشد که این اطلاعات مفید توسط بازار دریافت شده است.

محدودیت‌های تحقیق

محدودیت‌های تحقیق در قالب اعتبار درونی و بیرونی تحقیق قابل بررسی می‌باشد. اعتبار درونی تحقیق حکایت از آن دارد که آیا متغیر وابسته تحت تاثیر متغیرهای مستقل

1- Chen and Wu

2- Nissim and Ziv

3- Harada and Nguyen

4- Watts

5- De Angelo, De Angelo and Skinaer

6- Benartzi, Michaely and Thaler

4- Grullon, Michaely and Swaminathan

عکس‌العمل نشان داده است. برخی از مواردی که ممکن است بر اعتبار درونی پژوهش تاثیر بااهمیتی داشته باشد به شرح زیر است:

الف) نخستین و مهمترین محدودیت این تحقیق، ویژگی های خاص تحقیقات نیمه تجربی بوده که در حوزه علوم اجتماعی متداول است. به عبارت دیگر، متغیرهای خارج از کنترل محقق بر نتایج تحقیق تاثیرگذارند. متغیرهائی مانند نوسانات شاخص های عمده اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت بازار سرمایه، عمر شرکت‌ها از جمله متغیرهائی هستند که ممکن است اثر گذار باشند.

ب) دومین محدودیت تحقیق، تفاوت در ویژگی شرکت‌های مورد بررسی است که می‌تواند بر نتایج تحقیق موثر باشد. ویژگی‌هائی نظیر رشته‌های مختلف صنعت، نوع مالکیت، و ترکیب سهامداران، حجم سهام موجود در بازار (حجم مینا)، حمایت یا بازارگردانی توسط سهامدار عمده برای نمونه‌ها و شرکت‌های مختلف می‌تواند متفاوت باشد. ج) سومین محدودیت مربوط به استفاده از رویکرد بازده - سود برای آزمون به صورت غیر مستقیم فرضیه علامت دهی سود تقسیمی می‌باشد.

د) با توجه به وضعیت بورس در سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳، افزایش بی‌رویه قیمت سهام اغلب شرکت‌ها و متعاقباً افزایش بازده سهام، نتایج ممکن است متأثر از تغییر شرایط اقتصادی باشد.

پیشنهاد‌های تحقیق

الف) پیشنهاد‌های مبتنی بر نتایج تحقیق

به سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذینفعان توصیه می‌شود به سود تقسیمی و میزان آن در شرکت‌ها بیشتر توجه داشته باشند و در هنگام تصمیم‌گیری در خصوص خرید یا فروش سهام متغیرهای مذکور را در نظر بگیرند. زیرا براساس نتایج تحقیق سود تقسیمی و میزان آن حاوی اطلاعات مفید و سودمندی در خصوص سود سال‌آتی واحدهای تجاری می‌باشد.

ب) پیشنهادها برای تحقیقات آتی

برخی از موضوعاتی که برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌گردد عبارتند از:

۱) عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود در بازار سرمایه ایران.

- (۲) رابطه سود غیر مستمر با پرداخت سود سهام در بورس اوراق و بهادار تهران.
- (۳) رابطه بین سود تقسیمی و کیفیت سود.
- (۴) رابطه سود تقسیمی با اندازه و عمر شرکت.

منابع و ماخذ

۱. آذر، عادل و مؤمنی، منصور، (۱۳۸۱)، "آمار و کاربرد آن در مدیریت"، جلد اول و دوم، تهران، انتشارات سمت.
۲. اسماعیلی، شاهپور، (۱۳۸۵)، "رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبائی.
۳. بهرام فر، نقی و کاوه مهرانی، (۱۳۸۳)، "رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه گذاری در شرکت های بورس اوراق و بهادار تهران"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۶.
۴. جمیز سی - ون هورن، (۱۳۷۱)، مدیریت مالی، ترجمه محسن دستگیر، نشر علوم دانشگاهی.
۵. ریموند پی. نوو، (۱۹۸۹)، مدیریت مالی، ترجمه دکتر علی جهانخانی، دکتر علی پارسائیان، انتشارات سمت، (۱۳۷۵).
۶. ساربانها، محمد رضا، (۱۳۸۲)، "اثر سود تقسیمی بر قیمت سهام شرکتها"، پایان نامه دکترای حسابداری - دانشگاه علامه طباطبائی.
۷. صمدزاده، محسن، (۱۳۷۴)، "خط مشی های تقسیم سود و تأثیر آنها بر ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
۸. عبدالله پور، محمد، (۱۳۷۶)، "بررسی خط مشی تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و علوم اداری دانشگاه تهران.
۹. قلی پور، علی، (۱۳۷۴)، "بررسی سیاست های تقسیم سود به ارزش سهام شرکت های بورسی"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و علوم اداری دانشگاه تهران.
10. Asquith, P. and D. Mullins, Jr. 1983. The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth, *Journal of Business* 56: 77-96.
11. Bhattacharya, S., 1979. Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1): 259-270.
12. Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler. 1997. Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance* 52 (3): 1007-1034.
13. Chen, Wu. 1999. "The dynamics of dividends, earnings and prices: evidence and implication for dividend smoothing and signaling" *Journal of empirical Finance*, Vol6, pp. 29-58
14. DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner. 1996. Reversal of fortune, dividend signaling, and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics* 40: 341-371.
15. Grullon, G., R. Michaely and B. Swaminathan. 2002. Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business* 75 (3): 387-424.
16. Harada. Kimie & Nguyen, Pascal. 2005. "Dividend change context and

- signaling efficiency in japan ,E LSEVIER Vol.13(5) pages 504-522November
17. Healy, P. M. and K. G. Palepu. 1988. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics* 21: 149-175.
 18. Lipson M .L. 1988. "Dividend Initiation and Earnings surprises", *Journal of Finance* 55: 273-308.
 19. Michaely, R., R. Thaler, and K. Womack. 1995. Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift? *Journal of Finance* 50: 573-608.
 20. Michelle Hanlon-James Myers-Terry Shevlin. 2007. Are Dividends Informative About Future Earnings? University of Michigan-Texas A&M University ,University of Washington, Working Paper.
 21. Miller, M. and K. Rock. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40 (4): 103-1051.
 22. Nissim, D., Ziv. 2001. The information content of dividend decreases: Earnings or risk news? University of Columbia, working paper.
 23. Watts, R. 1973. The information content of dividends. *Journal of Business* 46: 191-211.