

فرصت های سرمایه گذاری و پیام دهی سودآوری آتی سهام

امیر محمدزاده^۱، علیرضا یوسف نژاد^{۲*}، محود نصیری^۳

^۱دانشیار، گروه مدیریت، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران
^۲دانشجوی دکتری، گروه مدیریت، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران (عهده دار مکاتبات)
^۳استادیار، گروه مدیریت، دانشگاه بین المللی امام خمینی، قزوین، ایران
تاریخ دریافت: بهمن ۱۴۰۱، اصلاحیه: خرداد ۱۴۰۲، پذیرش: مرداد ۱۴۰۲

چکیده

هدف: این مقاله رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و پیام دهی سودآوری آتی سهام را مورد بررسی قرار داده است. روش: جهت بررسی موضوع و آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های رگرسیون خطی و از اطلاعات ۱۵۰۰ مشاهده شرکت-سال در بازه زمانی ۱۳۸۶ لغایت ۱۳۹۹ شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. یافته ها: نتایج نشان می دهد، مدیران شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری ضعیف، به جای نگهداری وجه نقد سود را بین سرمایه گذاران تقسیم می کنند. اما در شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری قوی وجه نقد موجود را در فرصت های سرمایه گذاری با ارزش مثبت سرمایه گذاری کرده و سال بعد برای جلوگیری از تبعات نامطلوب کاهش تقسیم سود برای سهامداران سود بیشتری توزیع می نمایند. همچنین، تغییرات سود تقسیمی در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری قوی و ضعیف امکان پیش بینی تغییرات سود آتی شرکت ها در سال های آتی فراهم می آورد، اما قدرت قابل ملاحظه ای ندارد. نتیجه گیری: یافته های این مطالعه نشان می دهد تغییرات سود تقسیمی حاوی اطلاعاتی در خصوص میزان فرصت های سرمایه گذاری پیش روی شرکت است. دانش افزایی: میزان تغییرات سود تقسیمی در بازه های کوتاه مدت می تواند شاخص مناسبی برای ارزیابی میزان سودآوری شرکت در آینده برای سرمایه گذاران فراهم آورد.

واژه های اصلی: سود تقسیمی، پیام دهی سود سهام، فرصت های سرمایه گذاری

۱- مقدمه

پرداخت سود کم باعث کاهش اطمینان سرمایه گذاران نسبت به دریافت بازده سرمایه شان می شود. از منظر برخی سرمایه گذاران، افزایش سود سهام نشانه توانایی سودآوری آتی شرکت بوده و به عنوان یک خبر خوب مبنی بر روشن بودن افق آینده شرکت از دید مدیریت تفسیر می شود. از طرفی برخی سرمایه گذاران افزایش سود سهام را نشانه در دسترس نبودن فرصت های سرمایه گذاری و رشد و توسعه و یا عدم استفاده شرکت از این فرصت ها دانسته و در نتیجه نشانه مثبتی نیست. این دسته، احتمالاً به فروش سهام این شرکت اقدام خواهند کرد [۴]. مطالعات تجربی نشان می دهد شرکت های سودآور با فرصت های سرمایه گذاری ضعیف، از طریق سطح سود تقسیمی، خود را از شرکت های کم سودتر متمایز می کنند. در مقابل شرکت هایی که فرصت های سرمایه گذاری قوی دارند اغلب سود سهام پرداخت نمی کنند. زمانی هم که پرداخت انجام می شود در پاسخ به تغییرات مجموعه فرصت های سرمایه گذاری آنهاست که بسته به شرایط شرکت، صورت می گیرد. بنابراین، سود تقسیمی اطلاعات کمتری در مورد سودآوری آینده این شرکت ها دارد، چون مشخص نیست که پرداخت صورت خواهد گرفت یا خیر [۱۵].

توزیع جریان نقدی و شیوه های آن بین مالکان شرکت ها یکی از مباحث بسیار مهم بازار سرمایه است. یکی از شیوه های توزیع که مطالعات زیادی را به خود اختصاص داده، سود نقدی است. شواهد تجربی اجماع نظر کاملی را در مورد چرایی پرداخت سود سهام توسط شرکت ها، ارائه نمی دهد. شرکت ها با اهداف متفاوتی همچون جذب مشتریان خاص، انتقال اطلاعات به بازار و یا ایجاد بازده منصفانه وجوه نقد مازاد برای همه سهامداران، اقدام به توزیع سود نقدی می کنند. بر این اساس، هیچ یک از نظریه های سود سهام به تنهایی نتوانسته موفق تر از سایر نظریه های دیگر باشد. علت آن می تواند به وجود انگیزه های متفاوت برای پرداخت سود سهام مرتبط باشد [۶]. تغییرات سود تقسیمی، حامل پیام به سهامداران و سرمایه گذاران در خصوص چگونگی وضعیت مالی شرکت است. در نهایت می توان گفت، تغییرات سود تقسیمی معلول علت هایی است و بازار در پی کشف این علت ها است و متناسب با ادارک خود از علت ها، به این واقعه واکنش نشان می دهد [۱]. با توجه به فرضیه محتوای اطلاعاتی یا پیام دهی، آغاز پرداخت سود سهام یا افزایش قابل توجه سود سهام توسط شرکت، می تواند پیام های متفاوتی از دید سهامداران مختلف داشته باشد.

*ammo1396@gmail.com

پیامهای متفاوتی از دید سهامداران مختلف دارد. از دید سرمایه‌گذاران، پرداخت سود کم باعث کاهش اطمینان آنها نسبت به دریافت بازده سرمایه‌شان می‌شود. در مقابل، افزایش سود تقسیمی، نشانه توانایی سودآوری آتی شرکت بوده و به عنوان یک خبر خوب مبنی بر روشن بودن افق آینده شرکت از دید مدیریت تفسیر می‌شود. [۷].

۲-۲- پیشینه

در تحقیقات انجام شده در زمینه سود و سودآوری نتایج مختلفی حاصل شده که گاه متناقض یکدیگر می‌باشند. به عنوان مثال برخی از پژوهشها وجود رابطه مثبت بین پرداخت سود سهام و سرمایه‌گذاری و سود را نشان می‌دهند. از جمله این تحقیقات می‌توان به تحقیق انجام شده توسط لاری و همکاران [۱۴] اشاره کرد. آن‌ها در رابطه با پیام‌دهی سود سهام نشان دادند که ارتباط بین تغییرات سود سهام و تغییرات درآمد آتی نسبت به افقی که تغییرات سود در آن اندازه گیری می‌شود بسیار حساس است، به طوری که ارتباط بین سود سهام و تغییرات سود آتی، در آینده قابل اندازه‌گیری است. یعنی اگر ماهیت سود سهام را برای چند سال آتی پیش‌بینی کنیم باید تغییرات سود آتی را هم برای چند سال آینده مورد بررسی قرار دهیم.

اسقادات طی بررسی پیام‌دهی، حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود متعادل، نشان داد که سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، می‌تواند پیام‌هایی را در مورد تغییرات پرداخت سود سهام در آینده، به سهامداران منتقل نمایند. زاویک با بررسی عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های لهستانی، مشاهده کرد عواملی از قبیل سودآوری، نقدینگی، اندازه و اهرم شرکت بر تصمیمات تقسیم سود شرکت‌ها تاثیر دارد.

در تحقیق دیگر لیو و چن [14] نظریه پیام‌دهی را مورد آزمون قرار دادند و نتایج نشان داد که مدیران با تغییر سود تقسیمی، سود مورد انتظار آتی را به بیرون علامت می‌دهند. همچنین مدیران سود تقسیمی را برای علامت دهی تغییرات سودهای گذشته، تغییر می‌دهند.

شنگ، لن و چنگ [۱۹] در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه سودهای آتی و سیاست تقسیم سود بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تایوان، نشان دادند سود تقسیمی با سودهای واقعی دو سال آتی شرکت در ارتباط است و این یافته را به صورت وجود محتوای اطلاعاتی در سودهای تقسیمی برای سرمایه‌گذاری تفسیر نمودند.

اصغری، عباسیان، فریدونی و نسل موسوی [۲] تاثیر مثبت و معنادار بالا بودن سطح نقدینگی شرکت‌ها در سال قبل بر سطح نقدینگی بازار در سال جاری را مورد اثبات قرار دادند. همچنین، آنها نشان دادند احساسات سرمایه‌گذاران بر وجود نقدینگی شرکت در بازار سهام مثبت و معنادار است. خوش طینت و حاجیان [۴] با بررسی تاثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران که می‌تواند نشان دهنده محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی است، دریافتند، افزایش سود تقسیمی بر حجم معاملات سهام موثر است. به عبارتی حجم معاملات سهام پس از اعلام افزایش تقسیم سود افزایش می‌یابد. این امر تایید کننده نظریه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی است.

بنابراین، این مساله در بر دارنده این سوال تجربی است که، آیا سود تقسیمی دارای قدرت پیام‌دهی قوی‌تری برای سودآوری شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف نسبت به شرکت‌های دارای فرصت‌های قوی است یا خیر؟

در این مقاله این موضوع مورد بررسی قرار گرفته است که، آیا بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و پیام‌دهی سودآوری آتی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟ همچنین این ارتباط برای شرکت‌هایی دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف و شرکت‌های با فرصت‌های قوی، یکسان است یا متفاوت می‌باشد؟

۲- مبانی نظری، ادبیات و پیشینه ها

۲-۱- مبانی نظری

تقسیم سود یکی از قدیمی‌ترین و معمول‌ترین راه‌های انتقال بازده از طرف شرکت‌ها به سهامداران است. مدیریت شرکت همواره باید در خصوص نگهداری و یا توزیع تمام یا بخشی از سود سهام تصمیم‌گیری کند. تصمیمات مربوط به تقسیم سود در اقتصاد رقابتی امروز بسیار مهم است. چنانچه تصمیمات کارا باشد می‌تواند موجب تغییر در ارزش شرکت شود. [۱۵] از نگاه سرمایه‌گذاری، شرکت‌ها باید تنها بخشی از سودهای سالانه را که برای هزینه در فرصت‌های سرمایه‌گذاری‌شان نیاز دارند، نگهداری کنند. چنانچه فرصت‌های سرمایه‌گذاری کافی که بتواند بازده پیش‌بینی شده‌ای بیش از بازده مورد انتظار فراهم کند وجود نداشته باشد، منابع به کار گرفته نشده باید به عنوان سود سهام پرداخت شود [۵] دیدگاه‌های مختلفی درباره سیاست پرداخت سود سهام وجود دارد. دیدگاه اول که به عنوان مکتب بازارهای ناقص مورد اشاره قرار می‌گیرد، سیاست پرداخت سود سهام را مربوط و با اهمیت تلقی می‌کند. در دیدگاه دوم یعنی مکتب بازارهای کامل، سیاست پرداخت سود سهام اساساً نامربوط محسوب می‌شود.

پیروان نظریه ارتباط سیاست تقسیم سود سهام با قیمت سهام به عنوان پیام‌دهی همچون گوردن و والتر (مکتب بازارهای ناقص)، موسسات را به سه گروه در حال رشد، راکد و موسسات در حال افول تقسیم می‌کنند. آنها معتقدند پرداخت سود در موسسات در حال رشد، باعث کاهش ارزش سهام، در موسسات راکد، فاقد اثر بر ارزش سهام و در مؤسسات در حال افول، باعث افزایش ارزش سهام می‌شود [۴].

مبتهی بر نظریه پیام‌دهی، سود تقسیمی ابزاری برای پیام‌دهی سود مورد انتظار است، زیرا مدیران دارای اطلاعات نامتقارن درباره سودآوری آتی شرکت‌ها هستند. در صورت صحت نظریه پیام‌دهی، مدیران دارای اطلاعات درون سازمانی درباره چشم‌انداز سودآوری شرکت بوده و از سود تقسیمی به عنوان ابزاری برای پیام‌دهی استفاده می‌کنند. در نتیجه، این گونه استدلال می‌شود که سودآوری آتی شرکت با استفاده از تغییر سود تقسیمی جاری قابل پیش‌بینی است. براین اساس، مدیریت شرکت نسبت به سهامداران، از اطلاعات بیشتری در مورد چشم‌انداز آتی آن برخوردار است [۱۷]. در واقع با توجه به محتوای اطلاعاتی یا پیام دهی، آغاز پرداخت سود سهام و یا افزایش قابل توجه سود سهام توسط شرکت‌ها،

۳-۲- فرضیه‌ها

با توجه به مبانی نظری مطرح شده در پیوند با فرصت‌های سرمایه‌گذاری، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل تدوین شده است:

فرضیه اصلی: بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱: بین پیام‌دهی سود سهام و سودآوری آتی، در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲: بین پیام‌دهی سود سهام و سودآوری آتی، در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی رابطه معناداری وجود دارد.

۳- روش‌شناسی

در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های موجود در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۹ استفاده شده است. بعد از جمع‌آوری داده‌ها و با استفاده از مدل‌های رگرسیون، رابطه‌ی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی مورد بررسی قرار گرفت.

۳-۱- جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های فعال بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ لغایت ۱۳۹۹ است. شرکت‌های مورد بررسی به روش حذفی نظام‌مند انتخاب شده‌اند، به گونه‌ای که شرکت‌های مالی، و صنعتی که از شرکت‌های فعال کمتری برخوردار بود، از انتخاب آن‌ها برای بررسی خودداری شده است. در نهایت از اطلاعات ۱۰۷ شرکت که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند می‌باشد، در پژوهش استفاده شد. اطلاعات مورد نیاز از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج و با استفاده از نرم‌افزار ایوبوز ۹، تجزیه و تحلیل داده‌ها صورت گرفت.

۳-۲- روش آزمون فرضیه‌ها

با استفاده از مدل رگرسیونی چند گانه شماره یک، ارتباط بین پیام‌دهی سود سهام شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف با سودهای آتی مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین جهت بررسی تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی بر اطلاعات سود آتی منتقل شده توسط تغییرات سود سهام (پیام‌دهی سود سهام)، از مدل رگرسیون شماره دو استفاده شده است.

$$E_{i,t} + \tau = a_0 + a_1 A_{i,t} + a_2 D_{i,t} + a_3 E_{i,t} + a_4 NegE_{i,t} + a_5 AC_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\Delta E_{[t+1:t+2]} = \beta_1 \Delta DIV_{i,t} + \beta_2 InvOpp + \beta_3 \Delta DIV_{i,t} \times InvOpp + Controls + ai + at + \epsilon \quad (2)$$

E_{at} : سود سالانه

A_{im} : جمع دارایی‌ها (ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان سال)

D_{iet} : سود تقسیمی

$NegE_{i,t}$: در صورتی که شرکت زیان ده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

AC_{it} : اقلام تعهدی با استفاده از رویکرد بایزالوف و باسو (۲۰۱۶) و به صورت زیر محاسبه می‌گردد.

$$ACC = [(\Delta ACT - \Delta CHE) - (\Delta LCT - \Delta DLC - \Delta TXP - \Delta DP)]$$

ΔACT : تغییر در دارایی‌های جاری

ΔCHE : تغییر در وجه نقد

ΔLCT : تغییر در بدهی‌های جاری

ΔDLC : تغییر در تسهیلات جاری

ΔTXP : تغییر در مالیات پرداختنی

ΔDP : تغییر در سود سهام پرداختنی

ΔE : تغییرات سود سالانه

ΔD : تغییرات سود تقسیمی

$InvOpp$: فرصت‌های سرمایه‌گذاری، لگاریتم طبیعی سال بعد ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به اضافه کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها.

متغیرهای کنترلی شامل:

$SIZE$: اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال)

GTA : رشد دارایی‌ها

برای انجام تجزیه و تحلیل، شرکت‌ها به دو گروه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی و با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف، بر اساس تغییرات سود تقسیمی نسبت به سال قبل مرتب شده و به صورت زیر عمل شده است:

$\Delta DIV > 0$ شرکت‌های با فرصت سرمایه‌گذاری ضعیف

$\Delta DIV < 0$ شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی

۴- یافته‌ها

۴-۱- آمار توصیفی

برای آزمون فرضیه‌ها از تعداد ۱۵۰۰ مشاهده (سال - شرکت) استفاده شده است که با توجه به نحوه برازش مدل‌ها و همپوشانی داده‌ها، تعداد مشاهدات مربوط به شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف ۱۳۸۹ سال-شرکت و مشاهدات مربوط به شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی ۶۳۴ سال-شرکت می‌باشد. برای یکسان سازی داده‌ها، اعداد مطلق به جمع دارایی‌های سال قبل تقسیم شده‌اند. جدول شماره ۱ و ۲ نتایج آمار توصیفی متغیرها برای شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی و ضعیف را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد در شرکت‌های مورد بررسی توزیع کل دارایی‌ها (A) و اندازه شرکت ($SIZE$) و فرصت‌های سرمایه‌گذاری ($InvOpp$) در هر دو شرکت با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی و شرکت‌های ضعیف یکسان بوده و سود (E) در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی بیشتر از شرکت‌های ضعیف بوده و اقلام تعهدی (AC) شرکت‌های قوی نسبت به شرکت‌های ضعیف بسیار پایین تر (منفی تر بوده) است.

نتایج آمار توصیفی شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی (جدول ۱) نشان می‌دهد به تناسب میانگین رشد سود شرکت و به علت داشتن فرصت‌های مطلوب سرمایه‌گذاری، میزان سود تقسیمی کاهش یافته و همچنین بخش نقدی سود (با توجه به میانگین اقلام تعهدی

پیش‌بینی سال‌های خیلی دور است اما برای سال‌های نزدیک قدرت پیام‌دهی همچنان بالا است. باتوجه به عدم معنی داری ضریب سود تقسیمی در سال اول و دوم، امکان نتیجه‌گیری برای سال‌های اول وجود ندارد. اما این امر برای سال‌های بعد، مکان پذیر است.

جدول (۳): نتایج آزمون مدل برای شرکت‌های قوی

مدل	متغیر	α	A	D	E	Negev	AC	R^2	Adj.R ²
E_1	مقدار	۰/۱۱۶۰	-۰/۰۸۹۵	۰/۲۲۷۰	۰/۶۶۷۹	-۰/۰۲۱۹۴	۰/۴۶۵۲	۰/۷۰۳۰	۰/۶۹۱۳
	ضریب	۱/۸۸۳۳	-۱/۸۰۶۹	۱/۳۷۴۰	۲/۵۴۱۸	-۰/۱۷۷۲	۹/۵۸۸۹		
E_2	مقدار	۰/۱۸۸۴	-۰/۱۰۵۴	۰/۷۰۷۰	-۰/۰۰۴۸	-۰/۱۸۱۱	۰/۳۱۳۸	۰/۳۹۴۱	۰/۳۶۵۰
	ضریب	۲/۲۳۰۷	-۱/۵۵۷۰	۲/۵۴۱۸	-۰/۰۲۱۵	-۱/۲۱۵۳	۴/۱۵۵۰		
E_3	مقدار	۰/۳۹۰۴	-۰/۲۴۳۹	۰/۷۸۰۷	-۰/۱۳۰۰	-۰/۲۵۰۰	۰/۱۰۹۵	۰/۲۴۱۰	۰/۲۰۲۶
	ضریب	۳/۶۶۸۶	-۲/۸۳۱۸	۲/۲۴۵۳	-۰/۴۶۷۶	-۱/۳۸۷۵	۱/۱۵۹۴		
E_4	مقدار	۰/۲۳۹۴	-۰/۱۲۳۰	۰/۷۵۰۸	۰/۰۶۷۱	-۰/۰۸۲۶	-۰/۰۶۵۶	۰/۲۲۵۱	۰/۱۸۱۵
	ضریب	۱/۸۸۹۰	-۱/۲۱۴۷	۱/۸۱۱۵	۰/۲۰۲۷	-۰/۳۹۸۹	-۰/۵۷۷۵		
E_5	مقدار	۰/۱۶۴۴	-۰/۰۷۹۷	۰/۴۸۴۶	۰/۶۰۵۳	۰/۷۵۵۰	-۰/۲۱۴۲	۰/۴۵۷۲	۰/۴۲۰۹
	ضریب	۱/۲۱۱۳	-۰/۶۹۵۳	۱/۲۵۰۲	۱/۹۹۸۳	۴/۰۷۳۳	-۲/۰۷۸۵		

شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف) در این گروه از شرکت‌ها بالا می‌باشد. این امر در مورد شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف (جدول ۲) برعکس می‌باشد و میزان سود تقسیمی افزایش یافته و بخش تعهدی سود در این شرکت‌ها بالا می‌باشد. با وجود این، مقایسه میانگین فرصت‌های سرمایه‌گذاری دو گروه نشان‌دهنده وجود اختلاف معنادار نیست و میزان سودآوری شرکت‌ها می‌تواند به نحوه مدیریت بهینه منابع در اختیار مرتبط باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی برای شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
A	۱/۲۵۱۵	۱/۱۹۵۷	۰/۲۵۰۱	۲/۰۶۷۲	۰/۷۷۳۹
SIZE	۲۱/۹۷۷۰	۲۱/۹۱۱۳	۲/۱۴۷۷	۲۶/۶۹۶۳	۱۷/۸۲۳۶
InvOpp	۶/۲۱۶۶	۶/۱۶۱۲	۰/۴۳۶۳	۷/۲۳۱۷	۵/۲۱۲۲
NegE	۰/۰۱۴۶	۰/۰۰۰۰	۰/۱۲۰۳	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
GTA	۰/۲۵۱۵	۰/۱۹۵۷	۰/۲۵۰۱	۱/۰۶۷۲	-۰/۲۲۶۰
E	۰/۲۴۷۹	۰/۲۲۹۷	۰/۱۷۳۶	۰/۸۳۰۸	-۰/۱۴۶۲
D	۰/۱۷۳۵	۰/۱۵۴۶	۰/۱۲۵۲	۰/۴۴۱۲	۰/۰۰۲۱
ΔE	۰/۰۵۶۷	-۰/۰۳۵۲	۰/۱۱۷۷	۰/۳۶۱۸	-۰/۳۷۵۳
ΔD	-۰/۰۵۲۵	-۰/۰۲۹۳	۰/۰۵۶۲	-۰/۰۰۱۱	-۰/۱۸۱۰
AC	۰/۰۶۱۸	۰/۰۳۷۱	۰/۱۸۹۲	۰/۵۳۱۷	-۰/۲۵۷۱

جدول (۲): آمار توصیفی برای شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
A	۱/۲۷۱۸	۱/۲۰۵۰	۰/۲۶۸۱	۲/۴۳۱۹	۰/۸۹۲۷
SIZE	۲۱/۹۲۷۹	۲۱/۶۳۶۹	۲/۰۷۲۲	۲۷/۴۳۱۵	۱۷/۹۴۵۷
InvOpp	۶/۱۹۳۴	۶/۱۷۵۱	۰/۴۰۵۲	۷/۲۶۱۸	۵/۱۹۶۶
NegE	۰/۰۴۴۱	۰/۰۰۰۰	۰/۲۰۵۵	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
GTA	۰/۲۷۱۷	۰/۲۰۵۰	۰/۲۶۸۱	۱/۴۳۱۹	-۰/۱۰۷۳
E	۰/۲۲۲۶	۰/۱۷۷۱	۰/۱۷۱۵	۰/۸۱۹۵	-۰/۱۰۶۸
D	۰/۱۶۱۰	۰/۱۲۵۷	۰/۱۴۲۴	۰/۷۶۴۲	۰/۰۰۱۷
ΔE	۰/۰۷۷۷	۰/۰۴۷۶	۰/۱۰۶۵	۰/۴۷۴۷	-۰/۲۲۲۲
ΔD	۰/۰۶۲۲	۰/۰۳۰۴	۰/۰۷۴۱	۰/۳۶۴۴	۰/۰۰۰۲
AC	۰/۰۹۴۷	۰/۰۷۵۸	۰/۲۹۳۸	۰/۹۳۰۹	-۱/۰۰۴۱

جدول (۴): نتایج آزمون مدل ۱ برای شرکت‌های ضعیف

مدل	متغیر	α	A	D	E	Negev	AC	R^2	Adj.R ²
E_1	مقدار	۰/۱۷۵۰	-۰/۰۹۹۰	۰/۰۸۶۵	۰/۵۸۸۴	-۰/۱۲۵۴	۰/۳۰۸۰	۰/۵۴۸۶	۰/۵۴۴۵
	ضریب	۶/۳۷۹۴	-۴/۲۱۶۷	۱/۴۰۳۰	۱۰/۴۴۴۱	-۴/۱۵۸۹	۱۳/۴۲۶۴		
E_2	مقدار	۰/۲۰۱۹	-۰/۰۸۵۴	-۰/۰۶۳۹	۰/۶۰۰۹	-۰/۰۵۱۶	۰/۱۰۳۷	۰/۲۳۵۱	۰/۲۲۷۳
	ضریب	۵/۱۴۵۶	-۲/۵۰۶۸	-۰/۶۸۷۳	۷/۰۵۸۲	-۱/۴۱۴۴	۲/۹۷۱۴		
E_3	مقدار	۰/۲۳۰۹	-۰/۱۰۳۴	۰/۳۲۰۵	۰/۲۲۸۰	-۰/۰۲۸۶	۰/۰۳۰۴	۰/۳۹۵۴	۰/۳۷۵۳
	ضریب	۵/۶۸۵۲	-۲/۹۱۷۳	۳/۳۷۴۶	۳/۱۸۳۶	-۰/۷۹۵۳	۰/۸۱۸۰		
E_4	مقدار	۰/۳۰۲۶	-۰/۱۵۸۹	۰/۲۸۷۳	۰/۲۵۹۸	-۰/۰۹۸۶	-۰/۰۲۱۲	۰/۳۵۸۶	۰/۳۳۶۳
	ضریب	۶/۸۶۰۳	-۴/۱۴۷۷	۲/۶۲۵۷	۲/۴۸۴۶	-۲/۴۶۰۶	-۰/۴۹۰۸		
E_5	مقدار	۰/۲۲۸۶	-۰/۱۰۷۰	۰/۱۳۶۲	۰/۳۶۲۱	-۰/۰۸۹۷	۰/۰۰۹۵	۰/۲۶۰۳	۰/۲۲۴۰
	ضریب	۵/۰۱۷۳	-۲/۷۳۷۵	۱/۱۵۹۳	۳/۲۶۶۷	-۱/۷۹۶۰	۰/۲۰۷۷		

نتایج آزمون مدل ۲ در جداول شماره ۵ و ۶ برای دو گروه شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی و ضعیف ارائه شده است. همانطور که در جدول شماره ۵ مشاهده می‌شود، علی‌رغم کاهش در میانگین سود

نتایج آزمون مدل ۱ در جداول شماره ۳ و ۴ برای دو گروه شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی و ضعیف ارائه شده است. ضریب D، میانگین سود تقسیمی نمونه را نشان می‌دهد. یافته‌ها، چه در مورد شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی و چه ضعیف و متناسب با ضریب تعیین تعدیل‌شده، نشان می‌دهد قدرت پیش‌بینی‌کنندگی سود تقسیمی در ارتباط با سود سال‌های آتی به تدریج کاهش پیدا می‌کند که این امر نشان‌دهنده کاهش قدرت پیام‌دهی سود تقسیمی نسبت به

تقسیمی (ΔD)، با کاهش ضری تعیین تعدیل شده در سال بعد مواجه می‌شویم که نشان از کاهش قدرت پیش‌بینی کنندگی سود تقسیمی در ارتباط با سود سال‌های آتی است

جدول (۵): نتایج آزمون مدل ۲ برای شرکت‌های قوی

مدل	متغیر	A	ΔD	Invopp	ΔD , Invopp	GTA	SIZE	R ²	Adj.R ²
ΔE_1	مقدار ضریب	-۰/۶۵۲۰	۳/۶۱۵۷	۰/۱۰۵۵	-۰/۵۵۷۸	-۰/۱۲۰۴	۰/۰۰۳۲	۰/۲۳۴۹	۰/۲۲۸۵
	آماره t	-۷/۴۶۱۸	۴/۱۴۷۷	۸/۰۳۰۷	-۳/۹۸۲۰	-۵/۸۰۱۹	۱/۴۶۸۸		
ΔE_2	مقدار ضریب	-۰/۱۹۷۴	-۲/۲۱۶۰	۰/۰۲۶۰	۰/۳۳۶۴	-۰/۰۲۹۸	۰/۰۰۳۰	۰/۱۴۲۰	۰/۱۱۸۵
	آماره t	-۱/۵۱۱۲	-۱/۸۲۱۷	۱/۳۶۸۵	۱/۶۹۴۳	-۱/۲۳۱۱	۰/۹۵۰۵		

جدول

(۶): نتایج آزمون مدل ۲ برای شرکت‌های ضعیف

مدل	متغیر	A	ΔD	Invopp	ΔD , Invopp	GTA	SIZE	R ²	Adj.R ²
ΔE_1	مدار ضریب	-۰/۷۸۷۳	-۲/۷۸۵۸	۰/۱۳۴۰	۰/۳۹۸۰	-۰/۱۲۴۲	۰/۰۰۱۰	۰/۱۷۴۲	۰/۱۶۶۰
	آماره t	-۵/۹۵۵۷	-۲/۰۳۷۲	۷/۰۱۵۹	۱/۸۴۴۱	-۵/۵۱۶۱	۰/۳۴۴۵		
ΔE_2	مقدار ضریب	۰/۱۱۷۲	-۱/۹۷۵۵	-۰/۰۴۶۳	۰/۳۱۵۱	-۰/۰۱۶۱	۰/۰۰۸۷	۰/۰۲۲۹۱	۰/۰۱۲۳
	آماره t	۰/۸۰۹۹	-۱/۳۵۱۲	-۲/۱۹۳۳	۱/۳۵۰۷	۰/۶۹۳۲	۲/۵۴۰۱		

سرمایه‌گذاری ضعیف برای جذب سرمایه‌گذاران، به جای نگهداری وجه نقد، سود را بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌کنند اما در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی به جای تقسیم سود، وجه نقد موجود را در فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش مثبت سرمایه‌گذاری کرده و سال بعد برای جلوگیری از تبعات نامطلوب کاهش تقسیم سود برای سهامدان، سود بیشتری توزیع می‌نمایند. در فرضیه دوم بین پیام‌دهی سود سهام و سود آوری آتی در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این امر نشان از تغییرات در مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی با هدف افزایش در سودآوری آتی شرکت است. بر این اساس، مدیران شرکت‌ها به علت داشت فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر و با هدف افزایش ارزش شرکت، با پذیرش مخاطره پیش رو، اقدام به سرمایه‌گذاری جدید و عدم توزیع سود می‌نمایند، اما در شرکت‌های با فرصت‌های سودآوری ضعیف، مدیران این مخارج را به علت مخاطره بالا و برای جلوگیری از کاهش ارزش شرکت و از دست‌دادن سرمایه‌گذاران موجود انجام نمی‌دهند.

یافته‌های این تحقیق با تحقیقات لاری و کاپلان [۱۳]، لیو و چن [۱۴]، شنگ، لن و چنگ [۱۹]، دی آنجلو و همکاران [۱۲]، نیسیم و زیو [۱۷]، میشلی و همکاران [۸] مطابقت داشته 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، سود پرداختی و مبلغ آن را به عنوان یک علامت از سودهای آتی دریافت نموده و نسبت به آن واکنش نشان می‌دهد. در داخل کشور نیز یافته‌ها با پژوهش‌های انجام شده توسط اصغری، عباسیان، فریدونی و نسل موسوی [۲]، اسدی

تغییرات سود تقسیمی در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی امکان پیش‌بینی تغییرات سود آتی شرکت‌ها را در سال‌های آتی فراهم می‌آورد ولی این عامل قدرت قابل ملاحظه‌ای ندارد، چرا که در حضور عوامل کنترلی (SIZE و GTA) حداکثر توان پیش‌بینی‌کنندگی آن ۲۲٪ می‌باشد، یعنی در صورت تغییر صددرصدی در سود تقسیمی امکان پیش‌بینی تغییر در سود سال آتی در حدود ۲۲٪ می‌باشد که این امر برای سال‌های آتی از شدت کمتری برخوردار است.

این امر در مورد شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف، علی‌رغم افزایش در میزان سود تقسیمی نیز مصداق دارد و از شدت بیشتری نسبت به شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی برخوردار است.

۵- نتیجه‌گیری

میزان سود پرداختی اطلاعات مهمی را به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی ارائه می‌دهد. همچنین تغییرات سود تقسیمی می‌تواند اطلاعاتی در خصوص تغییرات سودآوری آتی به خارج از شرکت مخابره نماید. با توجه به نظریه پیام‌دهی و نظریه 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 پیام‌دهی سودآوری آتی پرداخته شد. آزمون فرضیه‌ها با استفاده از مدل‌های رگرسیون انجام و نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد بین پیام‌دهی سود سهام و سودآوری آتی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به این ترتیب، مدیران در شرکت‌های با فرصت‌های

مغایرت دارد، زیرا آنان به این نتیجه رسیدند که رابطه بین تغییر سود تقسیمی و تغییرات در مخارج سرمایه‌گذاری معنادار نیست.

و عزیزی [۹]، بهرامفر و مهرانی [۳]، رضازاده چاری و نبوی هاشمی [۱۸]، خوش طینت و حاجیان [۴] مطابقت دارد. در مقابل، نتایج ما با نتایج پژوهش اردکانی و محمودیان [۸]، کردستانی و همکاران [۱۶]

منابع و مأخذ

- [10] Asghari, A., Fereydoni, N., Mousavi, N. (2013), **The Impact of Investors' Emotional Tendencies on the Degree of Liquidity of the Stock Market**, Accounting Advances, No. 2, pp. 1-29. (in Persian)
- [11] Bahramfar, N., Mehrani, K. (2013), **Investigation of the Relationship between Profit Per Share, Dividends and Investment in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange**, Accounting and Auditing Quarterly, year 11, number 26, pp. 27- 40. (in Persian)
- [12] Deangelo, H., Deangelo, L. (2010). **The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem**. Journal of Financial Economics 79 (2): 293-315.
- [13] Lari, A., Kaplan, Z. (2015). **Show Me the Money! Dividend Policy in Countries with Weak Institutions**. Journal of Accounting Research 59.2 (2021): 613-655. Liu, C. & Chen, A. (2015), Do firms use dividend changes to signal future profitability, A Simultaneous Equation analysis, International Review of financial Analysis. International Review of financial Analysis.
- [14] Liu, C., Chen, A. (2015). **Do Firms Use Dividend Changes to Signal Future Profitability**. A Simultaneous Equation analysis, International Review of financial Analysis, International Review of financial Analysis.
- [15] Kaplan, Z., Gerardo, C. (2020). **University of California**, januray 6, 2020
- [16] Kurdestani, G., Nasiri, M., Rahimpour, M. (2009), **Theories of Dividend Payment, Messaging and Operational Performance of the Company Following Cash Profit Changes**, Financial Accounting Research, second year, number 3, 63-76. (in Persian)
- [17] Nissim, D., Ziv, A. (2001). **Dividend Changes and Future Profitability**. The Journal of Finance 56 (6): 2111-2133.
- [18] Rezazadeh, C. M. M., Nabavi Chashmi, S. A. (2015), **Investigating the Impact of Profitability on the Dividend Policies of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange**, the 6th National Conference on Management, Economics and Accounting, Tabriz, Technical and Vocational University East Azarbaijan Province, Tabriz Industrial Management Organization. (in Persian)
- [19] Sheng, L., Cheng, L. (2011), **A Study of Companies Listed on the Taiwan Stock Exchange, Investigating the Relationship between Future Earnings and Dividend Policy**, Journal of Financial Economics 136 (2): 547-570.
- [۱] اسدی، غلامحسین. عزیزی بصیر، سعید. (۱۳۸۹). **بررسی ارتباط بین سودآوری و نقدینگی در شرکت‌ها و تاثیر آن بر سود تقسیمی، فصلنامه چشم انداز مدیریت، سال هفتم، شماره ۲۸، صص ۱۲۹-۱۵۰.**
- [۲] اصغری، ابراهیم. عباسیان فریدونی، محمد مهدی. نسل موسوی، سید حسن. (۱۳۹۹). **تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر درجه نقدشوندگی بازار سهام، فصلنامه پیشرفت‌های حسابداری، بهار و تابستان ۱۳۹۹، دوره ۱۲، شماره ۱، صص ۲۷-۱.**
- [۳] بهرامفر، نقی. مهرانی، کاوه. (۱۳۸۳). **بررسی ارتباط بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۲۶، صص ۲۷-۴۰.**
- [۴] خوش‌طینت، محسن. حاجیان، نجمه. (۱۳۸۷). **تاثیرافزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۱، صص ۱۸-۳.**
- [۵] رضا زاده چاری، محمد مهدی. نبوی چاشمی، سید علی. (۱۳۹۵). **بررسی تاثیر 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.**
- [۶] کردستانی، غلامرضا. نصیری، محمود. رحیم پور، محمد. (۱۳۸۹). **تئوری‌های پرداخت سود، پیام‌دهی و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدی، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۳، ۶۳-۷۶.**
- [7] Allen, F., Michaely, R. (2003). **Payout Policy**. Handbook of the Economics of Finance 1: 337-429. North Holland: Elsevier.
- [8] Ardakani, S., Mahmoudian, S. (2009). **Investigating the Relationship between Profit Sharing and Forecasting Future Profits using the Modified CKSS Model**. Financial Accounting Quarterly, second year, number 7, pp. 49-72. (in Persian)
- [9] Asadi, G., Azizi Basir, S. (2009), **Investigating the Relationship between Profitability and Liquidity in Companies and Its Effect on Dividends, Management Perspective Quarterly**, 7th year, number 28, pp. 129-150. (in Persian)