

آزینا جهانشاد<sup>۱</sup>

محمد رضا عسگری<sup>۲</sup>

وحید اسدی کلی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۰/۸/۱

تاریخ دریافت: ۹۰/۴/۲۰

### چکیده

بررسی تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی در بورس اوراق بهادار تهران هدف اصلی این تحقیق است. از ضروریات و اهداف دیگر این پژوهش، ایجاد آگاهی در سرمایه گذاران، تحلیل گران مالی و مدیران در ارتباط با تغییرات سود سهام پرداختی شرکت‌ها در جهت تصمیم‌گیری و انجام پیش‌بینی‌های مناسب‌تر، کمک به مسئولین بازار سهام در شناسایی یک متغیر مهم (درصد تغییرات سود سهام پرداختی) و اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان برای پیش‌بینی سود واحد تجاری تا بتوانند نسبت به وضعیت واحد تجاری قضاوت نمایند.

این پژوهش دارای یک متغیر مستقل (درصد تغییرات سود سهام پرداختی) و یک متغیر وابسته (رشد سود آتی) و ۵ متغیر کنترلی شامل سایز شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی‌ها، نسبت سود به قیمت و رشد سود با وقفه زمانی است. دوره زمانی این پژوهش از ۱۳۸۸-۱۳۸۴ می‌باشد. برای آزمون فرضیه تحقیق از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده و نتایج پژوهش نشان داد که تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی دارای رابطه مثبت (مستقیم) و معناداری می‌باشد.

**واژه‌های کلیدی:** درصد تغییرات سود سهام پرداختی، رشد سود آتی، رشد سود با وقفه زمانی، نسبت Q توبین.

۱- استادیار- دکتری حسابداری، عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی (مسئول مکاتبات)

az\_jahanshad@yahoo.com

۲- استادیار- دکتری مدیریت مالی، عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهرری

۳- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

## مقدمه

پیش بینی، عاملی کلیدی در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است. سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مدیریت و دیگر اشخاص در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی متکی به پیش‌بینی و انتظارات هستند. از آنجایی که سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی از سود به عنوان 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. آنان با پیش‌بینی سود، نسبت به وضعیت یک شرکت قضاوت می‌کنند، زیرا در اصل تفاوت در این پیش‌بینی‌هاست که تخصیص منابع سرمایه به بخش‌ها و واحدهای مختلف تجاری را تعیین می‌کند. این موضوع برای سرمایه‌گذاران بالقوه نیز اهمیت دارد. آن‌ها با پیش‌بینی جریان‌های نقدی و سودهای آتی نسبت به سرمایه‌گذاری و تخصیص منابع سرمایه خود اقدام می‌کنند.

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است، زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیمات پیش‌رو مدیران به شمار می‌رود. مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت تقسیم، و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. پرداخت سود تقسیمی مستقیماً سهامداران را بهره‌مند می‌سازد، توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره‌گیری از فرصت‌های رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. هر سرمایه‌گذار با توجه به نوع سلیقه، سهام شرکتی را خریداری می‌کند که

سیاست تقسیم سود آن را مطلوب می‌داند. میزان سود سهام پیشنهادی توسط هیئت مدیره معمولاً حاوی اطلاعاتی در خصوص انتظارات مدیران در مورد سودآوری آینده شرکت است [۴]. تقسیم سود از دو جنبه قابل بحث می‌باشد: از یک سو عاملی تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت است یعنی تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی شرکت و افزایش نیاز به منابع مالی خارجی است. از طرف دیگر بسیاری از سهامداران خواهان تقسیم سود شرکت می‌باشند. بنابراین مدیران با حداکثر کردن ثروت شرکت همواره بین علایق مختلف آن‌ها و فرصت‌های سود آور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود بسیار مهم و دارای اهمیت است [۸]. از این رو در این تحقیق به بررسی تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. تفاوت پژوهش فوق با تحقیقات داخلی پیشین در موارد زیر خلاصه می‌گردد:

(۱) مبنای پژوهش فوق بر اساس تحقیقی است که در سال ۲۰۱۰ در کشور استرالیا انجام پذیرفته است. (۲) مدل استفاده شده در این پژوهش مدل پینگ و رولند (۲۰۰۶) می‌باشد که به بررسی رابطه فوق، در یک رگرسیون چند متغیره می‌پردازد. (۳) متغیرهای استفاده شده در پژوهش فوق شامل درصد تغییرات سود سهام پرداختی (متغیر مستقل) و رشد سود آتی (متغیر وابسته) است. (۴) دامنه پژوهش فوق از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ می‌باشد. ویژگی‌های بیان شده،

سود توسط شرکت‌ها، شامل سه عنصر اصلی ذیل باشند:

نخست: ارائه برآوردی معقول و منطقی از سودآوری آتی شرکت به استفاده‌کنندگان جهت ارزیابی اوضاع مالی شرکت.

دوم: ارائه ابزارهای لازم به استفاده‌کنندگان برای ارزیابی منطقی اطلاعات افشاء شده. ارائه پیش‌بینی‌های سود همراه با ابزارهای لازم جهت ارزیابی منطقی این پیش‌بینی‌ها، مسئله‌ای است که امروزه در گزارش‌های مالی، بسیار مورد توجه قرار گرفته است. برای مثال کمیته تحقیقات حسابداری انجمن حسابداران خبره کانادا، اظهار می‌دارد [۱۶]:

«روش‌های حسابداری یک شرکت، وضعیت مالی را که در صورت‌های مالی آن انعکاس یافته است، تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین، افشاء روش‌های حسابداری بکار گرفته شده در یک مؤسسه مورد تأکید هدف سودمندی صورت‌های مالی قرار می‌گیرد.»

## ۲- پیشینه تحقیق

### پیشینه خارجی

آنتونی فلین، آندراو تن و گری تیان در سال (۲۰۱۰) به بررسی رابطه‌ی بین رشد سود آتی با نسبت پرداخت سود سهام در بازار سهام استرالیا پرداختند و بررسی‌های خود را در شرکت‌های استرالیایی بین سال‌های ۱۹۸۹-۲۰۰۸ انجام دادند و نتایج تحقیقات آن‌ها ابتدا با تجزیه تحلیل تک متغیره صورت پذیرفت که نشان دهنده ارتباط به شدت قوی نسبت پرداخت سود سهام با رشد سود آتی در دوره یک ساله و سه ساله و پنج

منجر به متمایز بودن پژوهش فوق نسبت به تحقیقات پیشین می‌گردد.

## ۱- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

### تقسیم سود

بازدهی هر سهم ناشی از ۴ مورد به شرح زیر می‌باشد:

۱) افزایش قیمت سهام

۲) سود سهام نقدی

۳) سهام جایزه (سود سهمی)

۴) حق تقدم خرید سهام

هرکدام از موارد فوق به نحوی بر ثروت سهامداران تأثیر می‌گذارند در تحقیق فوق سود سهام پرداختی از دیدگاه روش توزیع سود سهام نقدی بررسی شده است [۷].

### اهداف پیش‌بینی سود

گزارش کمیته تروبلاد به دنبال بررسی افشاء اطلاعاتی بود که به «پیش‌بینی، مقایسه و ارزیابی جریان‌ات نقدی» و «فصاوت در مورد توانایی مدیریت برای تخصیص بهینه منابع شرکت» کمک می‌نماید. نتایج این مطالعه بیانگر این مطلب است که «پیش‌بینی‌های مالی، هنگامی که قابلیت اتکاء پیش‌بینی‌های مالی استفاده‌کنندگان را افزایش می‌دهند، می‌بایست افشاء شوند». گزارش دیگری که در انگلیس تهیه شده است، با نتیجه‌ای مشابه، بیان می‌دارد که گزارش‌های مالی شرکت‌ها می‌بایست شامل سطح مناسبی از «گزارش جنبه‌های احتمال سودهای آتی، سطوح سرمایه‌گذاری و استخدامی» باشد [۱۱]. به طور کلی مناسب به نظر می‌رسد که گزارش پیش‌بینی

زمانی که سودآوری آتی از میانگین خودش دورتر باشد (چه بالاتر و چه پایین‌تر)، بیشتر می‌باشد. برای مثال هنگامی که سودآوری آتی پایین‌تر از میانگین خود باشد، تغییرات بزرگ در سود (خواه افزایش یا کاهش) سریع‌تر از تغییرات کوچک در سود گرایش به معکوس شدن طی سال‌های متوالی دارند و اینکه تغییرات منفی نیز سریع‌تر از تغییرات مثبت گرایش به معکوس شدن دارد. روش آماری مورد استفاده آن‌ها، رگرسیون آن‌ها، همبستگی مقطعی برای سال به سال بود [۱۲]. ویوین در سال (۲۰۰۶) در بررسی رابطه‌ی بین رشد سود آتی با نسبت پرداخت سود سهام یک ارتباط مثبت قوی در ۲۰ صنعت کشور انگلستان پیدا کرد؛ و به این نتیجه رسید که متغیر رشد سود با وقفه زمانی در استنتاج نسبت پرداخت سود ناتوان می‌باشد ولی همین متغیر در تشریح رشد سود آتی بسیار کارآمد و موثر می‌باشد [۱۷].

#### پیشینه داخلی

فرشته افتخارنژاد در سال (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر سود انباشته و توزیع شده بر سودآوری آتی و بازدهی سهام پرداخت. در این تحقیق در ابتدا سود را به دو جزء سود انباشته و سود توزیع شده تجزیه نمود و سپس نقش سود انباشته و سود توزیع شده در سودآوری آتی و بازدهی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد. سود انباشته شامل اقلام تعهدی عملیاتی جاری، اقلام تعهدی عملیاتی غیر جاری، جریان وجوه نقد انباشته شده و سود توزیع شده شامل جریان وجه

ساله می‌باشد؛ و در تجزیه تحلیل رگرسیون چند متغیره ارتباط نسبت پرداخت سود سهام با رشد سود آتی مثبت و بسیار با اهمیت می‌باشد [۱۰]. گیولیم و همکاران در سال (۲۰۰۶) در بررسی رابطه‌ی بین رشد سود آتی با نسبت پرداخت سود سهام به این نتیجه رسیدند که گرچه نسبت پرداخت سود سهام یک موضوع گسترده در مدل سازی نظری، توسط محققان شرکت مالی می‌باشد. با وجود نادیده گرفتن نسبت پرداخت سود سهام توسط محققان، بین نسبت پرداخت سود سهام و رشد سود آتی در طول ۱۰ سال بین سال‌های ۱۸۷۱-۲۰۰۱ یک رابطه مثبت پیدا شد. یک رابطه منفی یا ضریب منفی، در متغیر رشد سود با وقفه زمانی پیدا می‌شود؛ و با استناد به فرضیه جریان نقدی آزاد یک ارتباط منفی بین نسبت پرداخت سود سهام و سطح سرمایه گذاری ناخالص داخلی به تولید ناخالص داخلی پیدا شد [۱۳]. پارکر در سال (۲۰۰۵) نشان داد که در سطح شاخص بازار در کشورهای امریکا، کانادا و استرالیا، نسبت پرداخت سود سهام با رشد سود آتی رابطه مثبت دارد. چرا که سود سهام و سود تقسیمی از ویژگی‌های شرکت‌های بزرگ می‌باشند، که این نتایج را محکم می‌کنند؛ و افزایش نسبت پرداخت سود سهام منجر به افزایش رشد سود آتی می‌گردد؛ و ضعیف‌ترین ارتباط در استرالیا در طول دوره ۱۹۵۶-۲۰۰۵ می‌باشد [۱۴]. فاما و فرنچ در سال (۲۰۰۰)، پیش بینی سودآوری آتی را توسط اصلاح مدل‌های قبلی با استفاده از متغیر سود قبل از هزینه بهره برای کل دارایی‌های دفتری برای ۲۳۴۳ شرکت در هر سال بررسی نمودند. نتایج حاصل نشان دهنده این مطلب بود نرخ بازگشت به میانگین،

تهران مورد بررسی قرار گرفت؛ و فرضیه تحقیق به شرح زیر بیان می‌گردد.  
**فرضیه:** "درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی مؤثر است"

**تعریف و نحوه اندازه‌گیری متغیرها پژوهش**  
**متغیر وابسته:** رشد سود آتی، از تقسیم سود سال آتی بر سود سال جاری منهای یک محاسبه می‌گردد.

(رابطه ۱)

$$r = \frac{EARN_{t+1}}{EARN_t} - 1$$

Future Earnings Growth

$$EG = \sqrt[n]{(1+r_1) + \dots + (1+r_n)}$$

**متغیر مستقل:** درصد تغییرات سود سهام پرداختی، از تقسیم سود سهام گزارش شده سال جاری منهای سود سهام گزارش شده سال قبل بر سود سهام گزارش شده سال قبل محاسبه می‌شود.

(رابطه ۲)

$$\% \Delta Payout = \frac{DIV_t - DIV_{t-1}}{DIV_{t-1}} \times 100$$

% Δ Dividend Payout

**متغیرهای کنترلی:** متغیرهای کنترلی در این تحقیق، اندازه شرکت، اهرم شرکت، بازده دارایی‌ها، نسبت سود به قیمت، رشد سود با وقفه زمانی است و نحوه محاسبه آن به شرح زیر می‌باشد.

نقد صاحبان سهام و جریان وجه نقد ناشی از پرداخت بدهی می‌باشد. تعداد ۵۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده و از طریق تحلیل پانلی و رگرسیون چندگانه برای سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۸۶ مورد بررسی قرار گرفت [۳]. نادری نور عینی در سال (۱۳۸۵) به شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده نقش کیفیت سود در پیش بینی سود های آتی پرداخت که رابطه مثبت (منفی) بین نسبت وجه نقد و حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به سود عملیاتی (کل ارقام تعهدی) و سودهای آتی وجود دارد. در تمام مدل‌های مورد استفاده برای بررسی ارتباط فوق ضریب تعیین بالاتر از ۹۷٪ (۹۶٪) می‌باشد که نشان از خوبی و برازش و قدرت رابطه دارد [۹]. آرزو جلیلی در سال (۱۳۸۴) به بررسی سودمندی متغیرهای بنیادی در پیش بینی رشد سود عملیاتی شرکت‌های فعال در صنعت دارویی و شیمیایی بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. در راستای این هدف، اطلاعات مربوط به ۴ متغیر مستقل (ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، قیمت سهام، سود تقسیمی و سود عملیاتی) و رشد سود عملیاتی به عنوان متغیر وابسته را مورد مطالعه قرار داد. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که بین سه متغیر مستقل با رشد سود عملیاتی رابطه معنی داری وجود دارد. اما رابطه بین سود تقسیمی و رشد سود عملیاتی رد شده است [۵].

### فرضیه تحقیق

در این تحقیق تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی در بورس اوراق بهادار

(رابطه ۷)

$$r = \frac{EARN_t}{EARN_{t-1}} - 1$$

Lagged Earnings Growth / PEG

به منظور بررسی تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی از دو مدل که در مطالعه پینگ و رولند بکار گرفته شده است استفاده می‌شود [۱۵].

(مدل ۱)

$$EG_{it,1.3.5} = \alpha + \beta_1 \% \Delta Payout_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 \frac{E}{P_{it}} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 PEG_{it-1.3.5} + e_{it}$$

در این مدل V/A که شاخصی برای Q توین می‌باشد به مدل اضافه می‌گردد.

(مدل ۲)

$$EG_{it,1.3.5} = \alpha + \beta_1 \% \Delta Payout_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 \frac{E}{P_{it}} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 \% \Delta Payout_{it} \times \frac{V}{A} + e_{it}$$

در مدل ۲ (V/A) ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بعلاوه جمع ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها شرکت محاسبه می‌شود که شاخصی برای Q توین می‌باشد. سطح بالا در این شاخص، نشان دهنده فرصت‌های سرمایه گذاری بهتر و کاهش در مشکلات و موانع جریان‌های نقدی آزاد شرکت می‌گردد. سطح بالا در سود سهام پرداختی موجب افزایش در سود آتی با کاهش هزینه‌ها و کاهش فرصت‌های سرمایه گذاری آتی شرکت می‌گردد.

سایز شرکت (Size): اندازه شرکت، با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام (MVE) به دست می‌آید که ارزش بازار سهام از حاصل ضرب قیمت سهام در پایان سال در تعداد سهام صادره محاسبه می‌شود.

(رابطه ۳)

$$Size = \ln[MVE_0]$$

اهرم مالی (LEV): برای محاسبه این شاخص از تقسیم ارزش دفتری کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

(رابطه ۴)

$$LEV_0 = \frac{BVD_0}{TA_0}$$

بازده دارایی‌ها (ROA): برای محاسبه این شاخص از تقسیم سود قبل از بهره و مالیات بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

(رابطه ۵)

$$ROA = \frac{EARN_0}{TA_0}$$

نسبت سود به قیمت (E/P): برای محاسبه این شاخص از تقسیم سود هر سهم بر ارزش بازار سهم استفاده می‌شود.

(رابطه ۶)

$$\frac{E}{P} = \frac{EARN_0}{MVE_0}$$

رشد سود با وقفه زمانی (r): از تقسیم سود سال جاری بر سود سال پیشین منهای یک محاسبه می‌گردد.

## روش‌شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از نوع تحقیقات کاربردی و روش تحقیق از نوع همبستگی می‌باشد. برای آزمون فرضیه تحقیق از روش رگرسیون چند متغیره به صورت panel data استفاده شده و اطلاعات به وسیله نرم‌افزار Excel محاسبه و با نرم‌افزار Spss و Eviews6 مورد تجزیه و تحلیل در سطح اطمینان ۹۵ درصد قرار گرفته‌اند. جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این تحقیق برای انتخاب نمونه شرکت‌هایی مد نظر قرار گرفته‌اند که:

- ۱) اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها در دسترس باشد.
- ۲) سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ختم شود.
- ۳) قبل از سال ۸۴ در بورس پذیرفته شده باشند.
- ۴) جزء شرکت‌ها واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری نباشند.
- ۵) وقفه معاملاتی برای مدت طولانی نداشته باشد.
- ۶) شرکت در هر سال حداقل ۷۰ روز معاملاتی داشته باشد. (به منظور سیال بودن سهام شرکت)

طبق ماده ۵ آیین‌نامه شرایط و ضوابط پذیرش سهام در بورس اوراق بهادار، یکی از موارد حذف نام شرکت‌ها از تابلو یکم و انتقال به تابلو دوم تالار اصلی این است که سهام شرکت بیش از ۷۰ روز متوالی یا ۱۲۰ روز غیر متوالی در یک سال داد و ستد نشود. از مزایای ۷۰ روز معاملاتی، سیال بودن سهام شرکت‌ها و

در نتیجه قابل اتکاء بودن قیمت سهم و بازده آن است [۲].

در این تحقیق از روش حذف سیستماتیک برای انتخاب نمونه استفاده شد. بر این اساس نمونه آماری این تحقیق متشکل از ۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. جهت روش تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه و برآورد مدل کلی از تحلیل پانلی استفاده شده است. دلیل استفاده از این روش به علت نوع ماهیت داده‌ها است. زیرا در تحلیل پانلی، داده‌ها به صورت مقطعی - زمانی گردآوری شده‌اند. در داده‌هایی که بدین صورت جمع آوری می‌شوند، استقلال مشاهدات حفظ نمی‌گردد؛ زیرا از هر شرکت در سال‌های مختلف چندین مشاهده وجود دارد که این مشاهدات به هم وابسته‌اند. به عبارت دیگر در این تحلیل تعداد داده‌ها از حاصلضرب تعداد شرکت‌ها در تعداد سال‌ها به دست می‌آید. دلیل استفاده از دوره‌های زمانی یک ساله و سه ساله منبع خارجی (۲۰۱۰) تحقیق فوق بوده است. مدل ۱ با توجه به رشد سود آتی یک ساله به صورت زیر است.

(مدل ۱)

$$EG_{it} = \beta_0 + \beta_1 \% \Delta Payout_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 E/P_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 PEG_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

مدل ۲ با توجه به رشد سود آتی سه ساله به صورت زیر است.

(مدل ۲)

$$EG_{3it} = \beta_0 + \beta_1 \% \Delta Payout_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 E/P_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 PEG_{it-3} + \varepsilon_{it}$$



جمله انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای متغیرهای مختلف محاسبه شده است بزرگ بودن میانگین از میانه وجود نقاط بزرگ را در داده‌ها نشان می‌دهد. زیرا میانگین تحت تأثیر این مقادیر قرار می‌گیرد در این موارد توزیع داده‌ها چوله به راست است برای مثال متغیرهای، تغییرات سود سهام پرداختی، رشد سود با وقفه زمانی یک ساله، رشد سود با وقفه زمانی سه ساله و حاصلضرب تغییرات سود سهام پرداختی در نسبت Q توپین از این قبیل هستند. در سایر متغیرها مقادیر میانگین و میانه نزدیک به هم است که در این موارد توزیع متغیرها تقارن نسبی دارد از جمله این متغیرها متغیر وابسته EG1 و EG3 است. (نگاره ۱)

مدل ۳ با توجه به رشد سود آتی یک ساله و اضافه شدن متغیر کنترل V/A به عنوان شاخصی برای Q توپین به صورت زیر است.

(مدل ۳)

$$EG_{3it} = \beta_0 + \beta_1 \% \Delta Payout_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 E/P_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 \% \Delta Payout_{it} \times V/A + \varepsilon_{it}$$

مدل ۴ با توجه به رشد سود آتی سه ساله و اضافه شدن متغیر کنترل V/A به عنوان شاخصی برای Q توپین به صورت زیر است.

(مدل ۴)

$$EG_{3it} = \beta_0 + \beta_1 \% \Delta Payout_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 E/P_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 \% \Delta Payout_{it} \times V/A + \varepsilon_{it}$$

#### یافته‌های و نتایج پژوهش

در نگاره شماره ۱ شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی از

نگاره شماره ۱- توصیف داده‌ها برای تمام متغیرها بر اساس شاخص‌های آماری

متغیرها	نماد	مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
رشد سود آتی ۱ ساله	EG1	۲۶۵	۰/۱۸۲۲۲	۰/۱۳۵۸	۰/۱۹۱۴۹	۰/۶۸۵	۰/۸۶۵
رشد سود آتی ۳ ساله	EG3	۱۳۳	۰/۳۲۷۹۵	۰/۲۱۸۹۶	۱/۲۵۴۲۳۴	۰/۷۳۹	۰/۵۹۳
درصد تغییرات سود سهام پرداختی	delta Payout	۳۲۵	۱۱۴/۸۱۸۰۸	۷/۷۸۱۵۸	۴۲۲/۳۴۶۲۴	۴/۳۳۶	۲۰/۳۳۷
سایز شرکت	SIZE	۳۳۵	۵/۹۸۸۲۰	۵/۸۸۸۶۶	۰/۶۰۶۳۴۶	۰/۸۰۸	۰/۴۳۲
بازده دارایی‌ها	ROA	۳۳۵	۰/۱۶۸۷۶	۰/۱۵۷۲۶	۰/۱۴۰۶۹۸	۰/۳۵۰	۱/۶۹۶
نسبت سود به قیمت	E/P	۳۳۱	۰/۲۲۰۶۹	۰/۲۰۷۹۰	۰/۱۲۸۱۳۷	-۰/۵۵۴	۴/۸۵۸
اهرم مالی	LEV	۳۳۵	۰/۶۱۶۶۱	۰/۶۱۴۵۰	۰/۱۷۹۲۶۲	۰/۲۴۳	۱/۲۶۳
رشد سود با وقفه زمانی ۱ ساله	PEG-1	۳۳۴	۰/۱۵۱۵۷	۰/۰۷۶۴۱	۰/۸۷۴۹۷۵	۱/۳۲۲	۵/۵۱۰
رشد سود با وقفه زمانی ۳ ساله	PEG-3	۳۳۵	۰/۸۷۴۵۸	۰/۳۷۰۴۷	۲/۲۳۰۶۱۹	۲/۹۱۵	۱۲/۶۱۱
درصد تغییرات سود سهام پرداختی در نسبت Q توپین	delta Payout*V/A	۳۲۵	۲۷۳/۵۴۱۴	۷/۸۵۹۵۴۶	۱/۸۴۴۸۳ ۱۸۲۴	۱۲/۵۰۷	۱۷۹/۰۹۶



### ۱- بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته

نرمال بودن باقیمانده های مدل رگرسیونی یکی از فرض های رگرسیونی است که نشان دهنده اعتبار آزمون های رگرسیونی است در ادامه با استفاده از آزمون کلموگروف-اسمیرنف نرمال بودن توزیع رشد سود آتی یک ساله و سه ساله بررسی شده است. (نگاره ۲)

برای رشد سود آتی یک ساله مقادیر سطح معناداری برای سال های ۸۴ الی ۸۷ به ترتیب برابر با ۰/۱۶۵، ۰/۵۰۴، ۰/۲۹۵ و ۰/۱۳۶ بدست آمده است. که در همه سال ها سطح معناداری بالاتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر تأیید می شود، یعنی داده ها برای متغیر وابسته، رشد سود آتی یک ساله از توزیع نرمال پیروی می کند. برای رشد سود آتی سه ساله مقادیر سطح معناداری برای سال های ۸۴ و ۸۵ به ترتیب برابر با ۰/۰۶۲ و ۰/۷۳۱ بدست آمده است که همگی بیشتر از ۰/۰۵ است. بنابراین نرمال بودن توزیع متغیر وابسته (رشد سود آتی سه ساله) در سطح

۹۵ درصد رد نمی شود. فرض صفر تأیید می شود یعنی داده ها برای متغیر وابسته، رشد سود آتی سه ساله از توزیع نرمال پیروی می کند.

### ۲- آزمون فرضیه

مدل ۱: تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی یک ساله (نگاره ۳).

مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر با ۰/۰۲ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین تنها برابر با ۰/۰۶ است یعنی ۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی بیان می گردد. معادله رگرسیونی مدل اول به صورت زیر بیان می گردد.

$$EG_{it} = 1/31 + 0/000301\% \Delta Payout_{it} - 1/04 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

نگاره شماره ۲. آزمون کلموگراف-اسمیرنف

سال	پارامترهای نرمال		حد نهایی اختلاف			سطح معنی داری فرض (دو طرفه)
	میانگین	انحراف استاندارد	مطلق	مثبت	منفی	
EG1 ۸۴	۰/۱۶۴۵۰	۰/۶۷۸۰۱۸	۰/۱۸۷	۰/۱۸۷	-۰/۱۳۵	۰/۱۶۵
۸۵	۰/۱۵۳۶۱	۰/۷۳۸۸۲۸	۰/۱۶۹	۰/۱۶۹	-۰/۱۴۳	۰/۵۰۴
۸۶	۰/۱۶۹۲۹	۰/۹۰۸۷۸۰	۰/۱۹۸	۰/۱۹۸	-۰/۱۰۵	۰/۲۹۵
۸۷	۰/۲۴۴۲۸	۰/۹۴۲۲۶۶	۰/۲۱۸	۰/۲۱۸	-۰/۸۸	۰/۱۳۶
EG3 ۸۴	۰/۵۵۰۹۰	۱/۴۳۲۹۶۷	۰/۱۶۱	۰/۱۶۱	-۰/۰۸۰	۰/۰۶۲
۸۵	۰/۱۰۱۶۲	۱/۰۰۳۱۸۲	۰/۰۸۵	۰/۰۸۵	-۰/۰۵۹	۰/۷۳۱

## نگاره شماره ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه در مدل اول

$EG_{it} = \beta_0 + \beta_1 \% \Delta Payout_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 E/P_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 PEG_{it-1} + \varepsilon_{it}$					
سطح معنی داری F		آماره F	R <sup>2</sup>	آماره دوربین واتسون	نتایج تحلیل آماری برای مدل
۰/۰۲		۲/۶۴	۰/۰۶	۲/۲	
رابطه	سطح معنی داری	آماره t	اندازه ضریب	متغیر	نتایج تحلیل آماری برای ضرایب
معنادار	۰/۰۱	۲/۶۹	۰/۰۰۰۳۰۱	delta Payout	
بی معنی	۰/۲۷	-۱/۱۰	-۰/۱۰	SIZE	
معنادار	۰/۰۲	۲/۲۶	-۰/۰۴	ROA	
بی معنی	۰/۱۶	-۱/۴۳	-۰/۶۵	E/P	
بی معنی	۰/۲۷	-۱/۱۰	-۰/۳۹	LEV	
بی معنی	۰/۱۲	۱/۵۷	۰/۱۱	PEG-1	

دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۳۴ است یعنی ۳۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی بیان می‌گردد. معادله رگرسیونی مدل دوم به صورت زیر بیان می‌گردد.

$$EG_{3it} = 4/50 + 0/00343\% \Delta Payout_{it} - 0/52 Size_{it} - 2/16 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل ۲: تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی (سه ساله) (نگاره ۴)  
مقدار احتمال F برابر با ۰/۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود

## نگاره شماره ۴. نتایج حاصل از آزمون فرضیه در مدل دوم

$EG_{3it} = \beta_0 + \beta_1 \% \Delta Payout_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 E/P_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 PEG_{it-3} + \varepsilon_{it}$					
سطح معنی داری F		آماره F	R <sup>2</sup>	آماره دوربین واتسون	نتایج تحلیل آماری برای مدل
۰/۰۰		۶/۱۹	۰/۳۴	۱/۹۸	آماره موزون
-		-	۰/۲۲	۰/۸۰	آماره ناموزون
رابطه	سطح معنی داری	آماره t	اندازه ضریب	متغیر	نتایج تحلیل آماری برای ضرایب
معنادار	۰/۰۰	۶/۹۹	۰/۰۰۳۴۳	delta Payout	
معنادار	۰/۰۲	-۲/۴۳	-۰/۵۲	SIZE	
معنادار	۰/۰۳	-۲/۱۶	-۲/۱۶	ROA	
بی معنی	۰/۸۰	۰/۲۶	۰/۳۱	E/P	
بی معنی	۰/۰۵	-۱/۹۴	-۱/۲۰	LEV	
بی معنی	۰/۴۱	-۰/۸۳	-۰/۰۴	PEG-3	

**مدل ۳:** تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی (یک ساله) با توجه به اضافه شدن متغیر کنترلی V/A به عنوان شاخصی برای Q توبین. (نگاره ۵)

مقدار احتمال F برابر با ۰/۰۱ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۳۸ است یعنی ۳۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی بیان می‌گردد. معادله رگرسیونی مدل سوم به صورت زیر بیان می‌گردد.

$$EG_{it} = 6/81 + 0/000404\% \Delta Payout_{it} - 1/04 Size_{it} - 2/75 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

**مدل ۴:** تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی (سه ساله) با توجه به اضافه شدن متغیر کنترلی V/A به عنوان شاخصی برای Q توبین (نگاره ۶)

مقدار احتمال F برابر با ۰/۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۳۴ است یعنی ۳۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی بیان می‌گردد. معادله رگرسیونی مدل چهارم به صورت بیان می‌گردد.

$$EG_{3it} = 4/76 + 0/00376\% \Delta Payout_{it} - 0/55 Size_{it} - 2/64 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

نگاره شماره ۵. نتایج حاصل از آزمون فرضیه در مدل سوم

$EG_{it} = \beta_0 + \beta_1 \% \Delta Payout_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 E/P_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 \% \Delta Payout_{it} \times V/A + \varepsilon_{it}$				
نتایج تحلیل آماری برای مدل	آماره دورین واتسون	R <sup>2</sup>	آماره F	سطح معنی داری F
	۲/۶۲	۰/۳۸	۱/۵۴	۰/۰۱
نتایج تحلیل آماری برای ضرایب	متغیر	اندازه ضریب	آماره t	سطح معنی داری
	delta Payout	۰/۰۰۰۴۰۴	۲/۳۳	۰/۰۲
	SIZE	-۱/۰۴	-۱/۹۸	۰/۰۵
	ROA	-۲/۷۵	-۳/۹۶	۰/۰۰
	E/P	-۰/۷۵	-۱/۱۴	۰/۲۶
	LEV	۰/۴۳	۰/۷۴	۰/۴۶
	delta Payout * V/A	-۰/۰۰۰۰۶۴۵	-۱/۷۵	۰/۰۸

## نگاره شماره ۶. نتایج حاصل از آزمون فرضیه در مدل چهارم

$EG_{3it} = \beta_0 + \beta_1 \% \Delta Payout_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 E/P_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 \% \Delta Payout_{it} \times V/A + \varepsilon_{it}$					
نتایج تحلیل آماری برای مدل		آماره دوربین واتسون	R <sup>2</sup>	آماره F	سطح معنی داری F
آماره موزون		۲/۰۱	۰/۳۴	۱۰/۶۵	۰/۰۰
آماره ناموزون		۱۶۲/۴۱	۰/۲۲	-	-
نتایج تحلیل آماری برای ضرایب		متغیر	اندازه ضریب	آماره t	سطح معنی داری
		delta Payout	۰/۰۰۳۷۶	۴/۳۶	۰/۰۰
		SIZE	-۰/۵۵	-۲/۶۰	۰/۰۱
		ROA	-۲/۶۴	-۳/۱۴	۰/۰۰
		E/P	۰/۲۴	۰/۱۹	۰/۸۵
		LEV	-۱/۲۵	-۲/۰۲	۰/۰۵
		delta Payout * V/A	-۰/۰۰۰۱۷۸	-۰/۴۵	۰/۶۵

## نگاره شماره ۷. همبستگی متغیر مستقل با رشد سود آتی یک ساله

EG1								دوره مورد بررسی
متغیر مستقل	مدل	ضریب	رابطه	آماره t	معناداری	R <sup>2</sup>	مستقیم یا معکوس	
درصد تغییرات	مدل ۱	۰/۰۰۰۳۰۱	تأیید	۲/۶۹	معنادار	۰/۰۶	مستقیم	۱۳۸۸-۱۳۸۴
سود سهام پرداختی	مدل ۳	۰/۰۰۰۴۰۴	تأیید	۲/۳۳	معنادار	۰/۳۸	مستقیم	

## نگاره شماره ۸. همبستگی متغیر مستقل با رشد سود آتی سه ساله

EG3								دوره مورد بررسی
متغیر مستقل	مدل	ضریب	رابطه	آماره t	معناداری	R <sup>2</sup>	مستقیم یا معکوس	
درصد تغییرات سود	مدل ۲	۰/۰۰۳۴۳	تأیید	۶/۹۹	معنادار	۰/۳۴	مستقیم	۱۳۸۸-۱۳۸۴
سود سهام پرداختی	مدل ۴	۰/۰۰۳۷۶	تأیید	۴/۳۶	معنادار	۰/۲۳	مستقیم	

## نتیجه گیری و بحث و پیشنهادات

نگاره (۸) نشان دهنده روابط بین درصد تغییرات سود سهام پرداختی با رشد سود آتی سه ساله می‌باشد.

در تحقیقی که در کشور استرالیا، در مورد نسبت سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی طی

برای پاسخ به سؤال فرضیه، اطلاعات در ۴ مدل مورد بررسی قرار گرفت. نگاره (۷) نشان دهنده روابط بین درصد تغییرات سود سهام پرداختی با رشد سود آتی یک ساله می‌باشد و

طولانی سبب کاهش داده های تحقیق و حتی کوچک شدن نمونه می‌انجامد. (۲) برخی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های مورد بررسی کمتر از ۷۰ روز معاملاتی در سال به منظور سیال بودن سهام، داشته‌اند. به همین خاطر تعداد قابل توجهی از شرکت‌ها از نمونه اولیه حذف شده‌اند تا شرکت‌های باقی مانده در جامعه آماری دارای سهام سیال باشند.

#### نتایج تحقیق حاضر شواهدی فراهم نمود که برای تحقیقات آتی پیشنهادات زیر ارائه شود:

- (۱) پیشنهاد می‌شود نقش در صد تغییرات سود سهام پرداختی در صنایع مختلف به طور جداگانه مورد آزمون قرار گیرد.
- (۲) یکی از معیارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران میزان جریان‌های نقدی آزاد شرکت است، مناسب است تحقیقی در خصوص رشد ارقام صورت جریان‌های نقدی آزاد و تأثیر آن بر رشد سود آوری آتی شرکت انجام پذیرد.
- (۳) در تحقیق فوق تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی مورد بررسی قرار گرفت در تحقیقات آتی می‌توان سایر عوامل، همچون ارقام مندرج در صورت سود و زیان و سایر موضوعات از قبیل ساختار سرمایه، ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی، ریسک اطلاعاتی، سطح افشاء، ... و تأثیر آن بر رشد سود آتی مورد بررسی قرار گیرد

دوره زمانی ۲۰۰۸-۱۹۹۹ انجام شده است. نشان داد که نسبت سود سهام پرداختی بر رشد سود آتی تأثیر مثبت دارد نتایج به دست آمده شاید مشکل ساز به نظر می‌رسید. اما ویژگی‌های تقسیم سود و سودآوری تعدادی از شرکت‌ها می‌تواند بر این نتایج تسلط پیدا کند. همچنین این پژوهش در استرالیا نشان داد که هرچه میزان نسبت سود سهام پرداختی افزایش یابد، رشد سود آتی بالاتر می‌رود. رابطه نسبت سود سهام پرداختی با رشد سود آتی در دامنه زمانی یک ساله و سه ساله و پنج ساله، هم در رگرسیون تک متغیره و هم در رگرسیون چند متغیره مثبت می‌باشد. نتایج به دست آمده از تحقیق فوق طی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۴ نشان داد که تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر متغیر وابسته رشد سود آتی یک ساله و سه ساله رابطه مثبت (مستقیم) و معناداری می‌باشد. یعنی با افزایش درصد سود سهام پرداختی می‌توان رشد سود آتی بالاتری را تجربه نمود. هرچند این افزایش در رشد سود آتی اندک باشد؛ و زمانی که شاخص Q توبین به عنوان یکی دیگر از متغیرهای کنترلی به مدل اضافه می‌گردد، نیز رابطه بین درصد تغییرات سود سهام پرداختی و رشد سود آتی مثبت و معنادار است هرچند این رابطه ضعیف باشد. لازم به ذکر است که این تحقیق با محدودیت‌های زیر مواجه بوده است که احتمالاً در نتایج تحقیق حاضر موثر بوده است.

- (۱) از آنجا که حجم نمونه و تعداد داده های مورد بررسی تأثیر مستقیمی بر نتایج آزمون آماری دارد، لازم به ذکر است که شروط مطرح شده در انتخاب نمونه و حجم آن و همچنین توقف نمادهای معاملاتی به مدت

## فهرست منابع

- ۱) آذر، عادل، (۱۳۸۴)، آمار و کاربرد آن در مدیریت، چاپ یازدهم، تهران، نشر سمت.
- ۲) اسکندر، هدی (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و سود سهام نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران
- ۳) افتخار نژاد، فرشته، ۱۳۸۸، "بررسی تاثیر سود انباشته و توزیع شده بر سودآوری آتی و بازدهی سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم و تحقیقات
- ۴) جهانخانی، علی و قربانی، سعید (۱۳۸۴). "شناسایی و تبیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، شماره ۲۰ صص ۴۸-۲۷
- ۵) جلیلی، آرزو، ۱۳۸۴، "سودمندی متغیرهای بنیادی در پیش بینی رشد سود"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی دانشگاه الزهرا (س).
- ۶) قلی پور، علی (۱۳۷۵). "تأثیر سیاست‌های تقسیم سود و توزیع سهام جایزه بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، شماره ۹ و ۱۰، صص ۸۵-۱۱۷.
- ۷) مهران، ساسان و تالانه، عبدالرضا (۱۳۷۷) "تقسیم سود در شرکت‌ها" حسابداری، شماره ۱۲۵
- ۸) مهران، ساسان و مرادی، محمد و اسکندر، هدی (۱۳۸۹) "رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه"، پژوهشهای مالی، شماره اول، صص ۴۷-۶۲
- ۹) نادری نورعینی، محمد مهدی (۱۳۸۵). "نقش کیفیت سود در پیش بینی سودهای آتی"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی. دانشکده مدیریت و حسابداری
- 10) Anthony Flint and Andrew Tan and Gary Tian 2010, predicting future earnings Growth: A test of the dividend payout ration the Australian market, 43-58
- 11) Accounting Research Committee, CICA Hand book, parts. 1505.03
- 12) Fama, E. F., and French, K. R. (2000), Forecasting Profitability and Earnings. The Journal of Business, 73, 161-175.
- 13) Gwilym, O., Seaton, J., Suddason, K., and Thomas, S. (2006), International Evidence on the Payout Ratio, Earnings, Dividends, and Returns. Financial Analysts Journal, 62, 36-53.
- 14) Parker, K. C., (2005), Do higher dividends lead to higher earnings growth? Working Paper, Simon Fraser University.
- 15) Ping, Z., and Ruland, P. (2006), Dividend Payout and Future Earnings Growth. Financial Analysts Journal, 62, 58-69
- 16) The Corporate Report, 1975, para.6.5, p.48
- 17) Vivian, A. (2006), The Payout Ratio, Earnings Growth Returns: UK Industry Evidence. Working Paper, School of Economics, Finance and Business, University of Durham.