

رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و عملکرد آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

میرحسین موسوی^۱ / بهاره شفیع زاده^۲

چکیده

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از بحث انگیزترین مباحث علم مالی مطرح بوده است. سهامداران خواهان تقسیم سود نقدی می‌باشند و از اطلاعات سود تقسیمی به عنوان مبنایی برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌نمایند. بر اساس فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی^۳، سود تقسیمی نشان‌دهنده اطلاعاتی درخصوص سودهای آتی است. در تحقیق حاضر رابطه میان تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ۸ ساله (۱۳۹۱-۱۳۸۴) مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که رابطه معنی‌داری بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری جاری شرکت‌ها وجود دارد، لیکن بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی شرکت‌ها رابطه معنادار وجود ندارد.

واژگان کلیدی: سود تقسیمی، سودآوری آتی، اندازه تغییرات سود تقسیمی، ثبات سود تقسیمی.

طبقه‌بندی موضوعی: M41, G35

۱. استادیار گروه اقتصاد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا (س)

۲. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهرا (س)

مقدمه

سودآوری یکی از معیارهای اصلی سنجش عملکرد مدیریت واحد انتفاعی به حساب می آید. علاوه بر این، سودآوری مبنای معیار ارزش گذاری سهام واحدهای انتفاعی و در نهایت عامل حداکثر شدن ثروت سهامداران می باشد. تقسیم سود موضوع بااهمیتی است که از دیرباز مورد توجه پژوهشگران مالی بوده و هنوز هم از مسائل بحث انگیز در حوزه مدیریت مالی است. تقسیم سود از چند جنبه حائز اهمیت است؛ اول این که تقسیم سود عاملی مؤثر بر استفاده از فرصت های سرمایه گذاری پیش روی شرکت هاست. هر قدر میزان سود تقسیمی بیشتر باشد، منافع داخلی شرکت به منظور اجرای پروژه های سرمایه گذاری کمتر و نیاز به منابع مالی خارج از شرکت بیشتر می شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو، مدیران همواره باید میان علایق مختلف سهامداران تعادل برقرار نمایند تا هم فرصت های سودآور سرمایه گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز سرمایه گذاران را بپردازند (مهرانی و همکاران، ۱۳۷۷).

همچنین، سیاست تقسیم سود از عوامل مؤثر بر ارزش شرکت است. سیاست تقسیم سود بین سهامداران، موجب تداوم فعالیت شرکت و حداکثر نمودن ثروت سهامداران شده و می تواند بر انتظارات سهامداران، جریان نقد آزاد، شیوه تأمین مالی، ساختار مالی و تداوم فعالیت واحد انتفاعی تأثیر مستقیم داشته باشد (Thanatawee, 2011).

امروزه سرمایه گذاری به شیوه های متعدد به خصوص سرمایه گذاری در سهام شرکت ها به طور وسیعی مورد توجه افراد قرار گرفته است. همچنین افراد برای سرمایه گذاری و اطمینان از کسب بازده مناسب به دنبال کسب اطلاعات از منابع مختلف می باشند. معمولاً هدف اغلب سرمایه گذاران و سهامداران از سرمایه گذاری در سهام شرکت ها افزایش ثروت و کسب سود می باشد. لذا وجود اطلاعات در مورد عملکرد آتی شرکت به خصوص نحوه سودآوری و تقسیم سود آن در سال های آتی می تواند اهمیت بسزایی در تصمیمات سرمایه گذاران و ارزیابی شرکت داشته باشد. یکی از شیوه های انتقال اطلاعات در مورد عملکرد آینده شرکت ها استفاده از تغییرات سودهای تقسیمی توسط مدیران شرکت ها می باشد که فرضیه محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی نام دارد. در این پژوهش هدف اصلی، بررسی رابطه بین سودهای تقسیمی و اندازه آنها با میزان اطلاع رسانی در مورد سودهای آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. این تحقیق رابطه بین تغییرات جاری سود تقسیمی و سودآوری آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار می دهد.

چارچوب نظری

افزایش ثروت سهامداران و سودآوری، از مهمترین اهداف شرکت‌هاست که به طور عمده تحت تأثیر افزایش حاشیه سود، تصمیمات سرمایه‌گذاری و تصمیمات ساختار سرمایه محقق می‌شود (Ajanthan, 2013). بر این اساس، توانایی شرکت در افزایش ثروت سهامداران و قدرت سودآوری از منابع سرمایه‌گذاری شده توسط سهامداران، یک از جنبه‌های ارزیابی عملکرد شرکت است (Murekefu, et al., 2012).

از جمله عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری، تعیین ارزش شرکت است که با توجه به ارزش سهام آن قابل تعیین است (سینایی، سلگی و محمدی، ۱۳۹۰). سیاست تقسیم سود، بر ارزش شرکت و به تبع آن، ثروت سهامداران مؤثر است (Baker, et al., 2001). ازاین‌رو، سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند. از جمله عوامل مؤثر بر ارزش شرکت، تصمیم‌گیری‌های مالی شامل ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود است.

میلر و مودیلیانی (Miller, et al., 1958) نظریه ساختار سرمایه را با فرض وجود بازار رقابت کامل و تعادل در بازار پی‌ریزی کردند. آن‌ها با فرض بازار رقابت کامل و نبود مالیات، هزینه‌های مبادلات، عدم تقارن اطلاعاتی و غیره و با فرض ثبات خط‌مشی سرمایه‌گذاری واحد اقتصادی، به این نتیجه رسیدند که سیاست تأمین مالی واحد اقتصادی تأثیری بر ارزش جاری شرکت نخواهد داشت. آنان در سال ۱۹۶۱ نظریه ساختار سرمایه را به سیاست تقسیم سود تعمیم داده و چنین استدلال کردند که تا زمانی که توزیع جریان‌های نقدی واحد اقتصادی ثابت است، بدون در نظر گرفتن مالیات، انتخاب رویه تقسیم سود، تأثیری بر ارزش جاری شرکت نخواهد داشت (Purmessur, et al., 2009). همچنین این پژوهشگران نشان دادند زمانی که شرکتی سیاست تقسیم سود باثباتی داشته و سپس سود تقسیمی خود را تغییر می‌دهد، سرمایه‌گذاران تغییر سود سهام را به عنوان تغییر دیدگاه مدیریت در مورد سودآوری آینده شرکت، تفسیر خواهند کرد. به عبارت دیگر، از نظر تجربی، تصمیم مدیریت نسبت به تغییرات سود تقسیمی، ممکن است با انتظارات آنها درخصوص سودآوری آتی شرکت ارتباط داشته باشد (Miller and Modigliani, 1961).

لوپزایتوریج و همکاران (Lopez Iturriaga, et al., 2010) و توره و همکاران (Ture, et al., 2007)، اثر تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه و تقسیم سود را با فرض وجود مالیات، هزینه‌های مبادلات، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی در بازارهای سرمایه بررسی کردند.

نتایج به دست آمده از این پژوهش‌ها نشان می‌دهد که تصمیم شرکت درخصوص موارد یاد شده، ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار خواهد داد.

با توجه به اهمیت سیاست تقسیم سود برای یک شرکت، نحوه عمل مدیران در سیاست‌گذاری سود تقسیمی و پیروی از رویه‌ها و راهبردهای صریح و دقیق، ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به علاوه، سود نقدی می‌تواند بر عملکرد آتی شرکت نیز تأثیر داشته باشد (Purmessur, et al., 2009).

براساس تئوری هزینه نمایندگی، سیاست تقسیم سود بر اساس هزینه نمایندگی ناشی از اختلاف بین مالکیت و کنترل تعیین می‌گردد. مدیران لزوماً سیاست تقسیم سودی را که منجر به افزایش ارزش سهامداران شود، انتخاب نمی‌کنند؛ بلکه ممکن است سیاستی را اتخاذ کنند که منافع شخصی خود را حداکثر نمایند. پرداخت سود سهام که منجر به کاهش جریان‌های نقدی آزاد و در دسترس مدیران می‌شود، این اطمینان را به وجود می‌آورد که مدیران به جای استفاده از وجوه برای افزایش منافع شخصی خود، درصدد حداکثر کردن ثروت سهامداران هستند (DeAngelo, et al., 2006).

سود سهام نقدی، به واسطه عینیت و ملموس بودن، از جایگاه ویژه‌ای نزد سرمایه‌گذاران برخوردار است. در واقع استفاده‌کنندگان بالفعل و بالقوه اطلاعات مالی، میلند از توان ایجاد نقدینگی و توزیع آن در بین سهامداران شرکت آگاهی یابند؛ زیرا این اطلاعات نه تنها تصویر روشنی از وضعیت حال شرکت ارائه می‌دهد، بلکه امکان برآورد و ارزیابی وضعیت آتی آن را نیز فراهم می‌سازد (تهرانی و همکاران، ۱۳۸۸).

فرضیه پیام‌رسانی سود بیان می‌دارد سود سهام نقدی حاوی اطلاعاتی درباره تغییرات سودهای آتی است. وقتی سود سهام نقدی تغییر می‌کند، از تغییر سودهای آتی خبر می‌دهد و زمانی که شرکت‌ها پرداخت سود نقدی را تعهد می‌کنند، به ویژه زمانی که این سود، محتوای اقتصادی داشته باشد، به سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند که درباره کیفیت سودهای گزارش شده متقاعد شوند. بنابراین، حتی اگر تغییر سود نقدی به طور قابل اتکایی از تغییرات سودهای آتی پیام‌رسانی نکند، به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا متقاعد شوند که سود گزارش شده در دوره‌های آتی حفظ خواهد شد (کردستانی، ۱۳۸۳).

مدیران شرکت‌ها سعی می‌کنند سود تقسیمی را هموار کنند، بنابراین تغییرات ناپایدار در درآمد، به ندرت سود تقسیمی را تحت تأثیر قرار می‌دهد (Lee, et al., 2012).

ادبیات تجربی

لینتر (Lintner, 1956) طی تحقیقی در مورد سیاست تقسیم سود نشان می‌دهد تغییرات سود تقسیمی، می‌تواند اطلاعات بااهمیتی درخصوص چشم‌انداز آتی شرکت ارائه دهد؛ به علاوه، او به این نتیجه رسید که مدیران تمایل چندانی به افزایش سود تقسیمی ندارند، مگر اینکه اطمینان کافی داشته باشند که می‌توانند سطح جدیدی از سود سهام نقدی را در آینده قابل پیش‌بینی، حفظ کنند. این نشان می‌دهد که تغییرات سود تقسیمی، به جای آن‌که نشان از تغییرات درآمد شرکت در کوتاه مدت باشد، تغییرات بلندمدت را در پی دارد.

نیسیم و همکاران (Nissim, et al., 2001) رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری آتی (شامل سودآوری آتی و سودآوری غیرعادی آتی) را بررسی کردند. بر اساس "فرضیه محتوای اطلاعاتی سود سهام"، نتایج حاصل از تحقیق نشان داد تغییرات سود تقسیمی، اطلاعاتی درخصوص سطح سودآوری سال‌های آتی ارائه می‌کند. همچنین، تغییرات سود تقسیمی تا دو سال پس از تغییر، رابطه مثبتی با تغییرات سودآوری شرکت‌ها دارد.

گرو لون و همکاران (Grullon, et al., 2005) تحقیقی با عنوان تغییرات سود سهام نقدی، نشانه‌ای از تغییر در سودآوری آتی نیست، انجام دادند. نتایج نشان داد، با کنترل الگوهای غیرخطی در رفتار سود شرکت‌ها، تغییرات سود تقسیمی، هیچ اطلاعاتی درخصوص تغییرات سود آتی شرکت‌ها ندارند. به علاوه، تغییرات سود سهام نقدی، همبستگی منفی با تغییرات آینده سودآوری (بازده دارایی‌ها) دارد. همچنین، آن‌ها به بررسی این موضوع پرداختند که آیا مدل‌های شامل تغییرات سود نقدی، به پیش‌بینی درآمد خارج از نمونه کمک می‌کند. یافته‌های تحقیق نشان داد مدل‌های شامل تغییرات سود نقدی نسبت به مدل‌های فاقد تغییرات سود نقدی، برتری ندارند.

هنلون و همکاران (Hanlon, et al., 2007) آگاهی‌دهندگی سود تقسیمی درخصوص سودآوری آتی شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آنان پژوهش خود را از طریق بررسی رابطه بین بازده‌های سهام سال جاری و سودآوری جاری و آتی شرکت‌های دارای سود سهام نقدی در مقایسه با شرکت‌های بدون سود سهام نقدی، آزمون کردند. شواهد نشان داد، شرکت‌هایی که اقدام به پرداخت سود سهام نقدی نمودند، در مقایسه با شرکت‌هایی که سود سهام نقدی پرداخت نکردند، دارای بازده‌های بیشتری بوده که با سودآوری آتی آنها ارتباط دارد. به علاوه، نتایج حاصل از تحقیق نشان داد، زمانی که شرکت سود تقسیمی اعلام می‌کند، بازار درک بهتری از سودآوری آتی شرکت دارد. نتایج تحقیق بر

این اساس استوار بود که سود تقسیمی، اطلاعات مربوطی درخصوص سودآوری آتی، به بازار ارائه می‌دهد و این اطلاعات در قیمت سهام گنجانده می‌شود.

پورمسور و همکاران (Purmessur, et al., 2009) در پژوهشی به بررسی نظری توان علامت‌دهی سود تقسیمی در خصوص سود آتی شرکت پرداختند. براساس پژوهش‌های انجام گرفته، بررسی سود تقسیمی شرکت‌ها و رویه‌های مربوط به آن به این دلیل حائز اهمیت است که اطلاعاتی درخصوص عملکرد آتی شرکت را در بردارد.

چویی و همکاران (Choi, et al., 2011) فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی را در بازار کره بررسی کردند. نتایج حاصل از تحقیق نشان داد، با وجود الگوهای غیرخطی در سود، اثبات فرضیه مذکور، دشوار است. با تقسیم بندی شرکت‌ها به شابل^۱ و غیرشابل و از طرف دیگر به شرکت‌های با رشد بالا و شرکت‌های با رشد پایین، نتایج تحقیق نشان داد فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی اعتبار دارد. این امر به خصوص در مورد شرکت‌های شابل و با رشد کم، شدت بیشتری دارد. به علاوه، این مطالعه نشان داد ممکن است اعتبار فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی، به ویژگی‌های شرکت مانند حاکمیت شرکتی و سطح رشد بستگی داشته باشد.

مورکفو و همکاران (Murekefu, et al., 2012) پژوهشی با عنوان رابطه بین پرداخت سود نقدی و عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس کنیا انجام دادند. این پژوهش به دنبال ایجاد رابطه بین پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت در میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کلمبو^۲ بود. یافته‌های حاصل از تجزیه و تحلیل رگرسیون بین پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت نشان داد که پرداخت سود سهام عامل اصلی مؤثر بر عملکرد شرکت بوده و رابطه آن‌ها نیز قوی و مثبت می‌باشد. به عبارت دیگر، سیاست‌های سود سهام، حاوی اطلاعات مربوطی در خصوص سودآوری شرکت‌ها است. بر اساس یافته‌های این پژوهش، می‌توان نتیجه گرفت که سیاست‌های سود سهام حاوی اطلاعات مربوط است و مدیران باید زمان کافی در طراحی سیاست تقسیم سود، که موجب افزایش عملکرد شرکت و ثروت سهامداران می‌شود، اختصاص دهند.

لی و همکاران (Lee, et al., 2012) با آزمون ۲۳۹۶ از تغییرات سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مالزی در طول دوره ۲۰۰۷-۱۹۹۸ به بررسی رابطه بین تغییرات سود

۱. Chaebol اصطلاحی است که برای شرکت‌های کره جنوبی بکار می‌رود و به معنی شرکت‌های هلدینگ است که عموماً به صورت خانوادگی اداره می‌شوند.

رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و عملکرد آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق ... = ۱۰۱

تقسیمی و سودآوری آتی شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد تغییرات سود نقدی با تغییرات سودآوری جاری شرکت رابطه قوی و با تغییرات سودآوری یک سال بعد، رابطه ضعیف داشته و با سودآوری پس از یک سال رابطه ندارد. به علاوه، شواهد ضعیفی از اینکه اندازه تغییرات سود تقسیمی با سودآوری آتی ارتباط دارد، مشاهده شد. همچنین، شواهد نشان داد ثبات سود تقسیمی با محتوای اطلاعاتی سودهای آتی رابطه معنادار و مستقیم دارد.

ایمانی‌پور مقدم (۱۳۷۷) به بررسی رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات سودهای آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۶۸ تا ۱۳۷۶ پرداخت. در این پژوهش از درآمد هر سهم (EPS) و سود تقسیمی (DPS) به عنوان فاکتورهای مورد استفاده در ارزیابی شرکت‌ها برای سهامداران و سرمایه‌گذاران استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد سود تقسیمی و درآمد هر سهم می‌توانند به عنوان عواملی برای کنترل و ارزیابی عملکرد مدیریت شرکت توسط سهامداران باشند و رابطه بین این دو عامل نشان‌دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است. اردکانی و همکاران (۱۳۸۹) با استفاده از رگرسیون چند متغیره در مدل CKSS، به بررسی رابطه بین اندازه سودهای تقسیمی و میزان دقت پیش‌بینی سودهای آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد میزان پرداخت سودهای تقسیمی در میزان دقت پیش‌بینی سودهای آتی تأثیری ندارد.

راعی و همکاران (۲۰۱۲) با تمرکز بر آزمون تجربی تئوری علامت‌دهی و با هدف ایجاد شواهدی از علامت‌دهی سود تقسیمی درخصوص ویژگی‌های عملیاتی شرکت (شامل بازده، عملکرد و سودآوری)، در پژوهشی به بررسی تأثیر سیاست‌های تقسیم سود بر ویژگی‌های عملیاتی شرکت پرداختند. آن‌ها در این پژوهش با استفاده از مدل‌های رگرسیون خطی نشان دادند که بین سود تقسیمی و بازده، و نیز بین سود تقسیمی و کل سود شرکت، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این بدان معنی است که سود تقسیمی دارای محتوای اطلاعاتی درخصوص بازده و سود می‌باشد که این امر مؤید تئوری علامت‌دهی نیز می‌باشد. از طرف دیگر، نتایج پژوهش وجود رابطه بین سود تقسیمی و عملکرد شرکت را نشان نداده و تئوری علامت‌دهی در این خصوص مورد تأیید قرار نگرفت. به علاوه براساس نتایج این پژوهش، رابطه معنادار و مستقیمی بین سود تقسیمی و اندازه شرکت مشاهده گردید که نشان می‌دهد شرکت‌های بزرگتر سود سهام نقدی بیشتری پرداخت می‌کنند.

جامعه آماری و روش پژوهش

جامعه آماری این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به دلیل قابل دسترس بودن اطلاعات مالی آن‌ها و اعتبار نسبی این اطلاعات، تشکیل می‌دهد. نمونه آماری این تحقیق شامل اطلاعات یک دوره ۸ ساله (۱۳۹۱-۱۳۸۴) شرکت‌هایی است که دارای ویژگی‌های زیر می‌باشند:

- ۱- نام شرکت تا پایان سال ۱۳۸۳ در فهرست بورس درج شده باشد.
 - ۲- سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 - ۳- شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده باشد.
 - ۴- شرکت حداقل در دو سال متوالی در دوره مورد مطالعه، تقسیم سود داشته باشد.
 - ۵- شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سرمایه نداشته باشد.
 - ۶- اطلاعات شرکت در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.
 - ۷- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، هلدینگ، بانک و لیزینگ نباشد.
- سهامداران با سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه به دنبال کسب بازده، و در نتیجه افزایش ثروت خود هستند. بازده این سرمایه‌گذاری‌ها از طریق کسب سود سرمایه‌ای حاصل از خرید و فروش سهام و دریافت سود تقسیمی محقق می‌شود. فرضیه محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی بیان می‌کند: سود تقسیمی و تغییرات آن دارای محتوای اطلاعاتی است و مدیران می‌توانند از آن برای علامت دادن و رساندن اخبار خوب یا بد در مورد وضعیت سودآوری و عملکرد آتی شرکت استفاده کنند.

در این پژوهش تأثیر رابطه بین "تغییرات سود تقسیمی" به عنوان متغیر مستقل و "تغییرات سود هر سهم" به عنوان متغیر وابسته مورد بررسی قرار گرفته است. این مطالعه به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا تغییرات جاری سود تقسیمی با سودآوری آتی شرکت‌ها رابطه دارد یا خیر (Lee, et al., 2012).

برای این منظور سه فرضیه به شرح زیر طراحی شد:

۱. تغییرات جاری سود تقسیمی با تغییرات سودآوری آتی شرکت‌ها رابطه مثبت و معنادار دارد.
- علاوه بر بررسی فرضیه بالا می‌خواهیم بدانیم آیا متغیرهای کنترلی بر رابطه بین تغییرات جاری سود تقسیمی و تغییرات سود آتی اثر می‌گذارند یا خیر. متغیرهای کنترلی که در این تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرند عبارتند از: اندازه تغییرات سود تقسیمی و ثبات سود تقسیمی.

رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و عملکرد آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق ... = ۱۰۳

۲. اندازه تغییرات سود تقسیمی با تغییرات سود هر سهم رابطه معنادار دارد.

اندازه تغییرات سود تقسیمی: تغییرات سود تقسیمی به دو دسته بزرگ و کوچک تقسیم می‌شوند. فرض بر این اساس است که تغییرات سود تقسیمی بزرگ (شامل افزایش یا کاهش) تأثیر بیشتری بر فرضیه محتوای اطلاعاتی داشته و در مقایسه با تغییرات سود تقسیمی کوچک، ارتباط قوی‌تری با تغییرات سود هر سهم خواهد داشت (همان منبع).

۳. ثبات سود تقسیمی با تغییرات سود هر سهم رابطه معنادار دارد.

ثبات سود تقسیمی: در این پژوهش، فرض شده است شرکت‌ها سیاست تقسیم سود ثابتی را اعمال و سپس تغییراتی در سود تقسیمی ایجاد می‌کنند؛ تغییرات سود تقسیمی این شرکت‌ها در مقایسه با شرکت‌هایی که سیاست تقسیم سود باثباتی ندارند، تأثیر بیشتری بر سودآوری دارند. ثبات سود تقسیمی به صورت سال‌هایی که شرکت قبل از تغییر سود تقسیمی، درصد تقسیم سود با ثباتی داشته، تعریف می‌شود (همان منبع).

هدف این تحقیق بررسی محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی می‌باشد؛ به عبارت دیگر، آیا تغییرات سود تقسیمی اطلاعاتی در خصوص سودآوری آتی دارد یا خیر. تغییرات سود تقسیمی به صورت ما به تفاوت سود تقسیمی سال t و سود تقسیمی سال $t-1$ تعریف شده است:

(۱)

$$\Delta \text{Div}_{i,0} = \frac{(\text{Div}_{i,0} - \text{Div}_{i,-1})}{\text{Div}_{i,-1}}$$

$\Delta \text{Div}_{i,0}$ = تغییرات سود تقسیمی هر سهم شرکت i در سال صفر؛

$\text{Div}_{i,0}$ = سود تقسیمی هر سهم شرکت i در سال صفر؛

$\text{Div}_{i,-1}$ = سود تقسیمی هر سهم شرکت i در سال قبل.

برای محاسبه تغییرات سود، سود قبل از اعلام غیرمترقبه مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این تحقیق به جای تغییرات کل درآمد، تغییرات سود هر سهم ($\Delta \text{Div}_{i,0}$) را مورد مطالعه قرار می‌دهیم. برناتزی و همکاران (Bernatzi, et al., 1997) از نسبت تغییرات سود هر سهم بر قیمت سهام اولین روز دوره تغییرات سود تقسیمی استفاده کردند. در این تحقیق نیز فرمول را زیر برای محاسبه تغییرات سود بکار می‌بریم.

(۲)

$$\Delta \text{EPS}_{i,t} = \frac{(\text{EPS}_{i,t} - \text{EPS}_{i,t-1})}{P_{i,t}}$$

$\Delta \text{EPS}_{i,t}$ = تغییرات سود هر سهم شرکت i در سال t ؛

$EPS_{i,t}$ = سود هر سهم شرکت i در سال t

$EPS_{i,t-1}$ = سود هر سهم شرکت i در سال $t-1$

$P_{i,t}$ = قیمت سهام در اولین روز دوره تغییرات سود تقسیمی.

برای تعیین رابطه بین تغییرات جاری سود تقسیمی تعریف شده در فرمول ۱ و تغییرات جاری و آتی سود تعریف شده در فرمول ۲، از رگرسیون OLS استفاده خواهیم نمود. در این مدل رگرسیون، متغیر مستقل، تغییرات سود تقسیمی و متغیر وابسته، تغییرات سود هر سهم ($\Delta EPS_{i,t}$) در سال صفر، یک یا دو نسبت به سال اعلام سود می‌باشد. مدل رگرسیون این تحقیق مطابق با مدل برناتزی و همکاران (Bernatzi, et al., 1997) برآورد شده است:

مدل رگرسیون اول:

$$\Delta EPS_{i,t} = a_0 + a_1 \Delta Div_{i,0} + a_2 DIdum_{i,0} + e_i$$

$\Delta EPS_{i,t}$ = تغییرات سود هر سهم شرکت i در سال t ($t = 0, 1, 2, 3$)

$\Delta Div_{i,0}$ = تغییرات سود تقسیمی سال صفر شرکت i

$DIdum_{i,0}$ = افزایش سود تقسیمی که در صورت افزایش سود از مقدار ۱ و در غیر این صورت از مقدار صفر استفاده خواهد شد.

در تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده گردید. به دلیل اینکه تعداد سال ها به مقدار کافی زیاد نیست (کمتر از ۱۵ سال) نیازی به آزمون ریشه واحد نمی‌باشد. برای بررسی وضعیت داده‌های تلفیقی و تعیین روش تخمین مدل از آزمون F-لیمر و هاسمن استفاده شده و نتایج آن در پیوست ارائه شده است. نتایج حاصل از برازش مدل در سال صفر، سال یک و سال دو در جداول ۲ تا ۴ پیوست ارائه شده است. با توجه به وجود داده‌های پرت در نمونه و تأثیر آنها بر نتایج، داده‌های مذکور به صورت متغیر مجازی وارد مدل شده‌اند.

خلاصه آماره‌های مدل اول در نمایه زیر ارائه شده است که در آن مقدار ضریب تعیین r^2 و r^2 تعدیل شده نشان داده شده و ضریب تعیین، نشان‌دهنده این موضوع است که تغییرات ناشی از رگرسیون چه درصدی از تغییرات کل را به خود اختصاص می‌دهد. در این مدل رگرسیونی a_0 ضریب ثابت و a_1 و a_2 ضرایب متغیرهای مستقل است.

رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و عملکرد آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق ... = ۱۰۵

جدول (۱): خلاصه آماره‌های مدل رگرسیونی

a_2	a_1	a_0	ضریب	سال تغییر سود تقسیمی
۰.۰۷۹۰۲۹	۰.۰۱۶۵۱۶	-۰.۰۳۲۲۶۲	مقدار برآورد شده	
۴.۱۶۸۶۴۲	۲.۴۹۳۳۴۷	-۲.۳۹۴۸۵۷	آماره t	
۰.۰۰۰۰۱	۰.۰۱۳۹	۰.۰۱۸۱	Prob	
انحراف استاندارد	r^2 تعدیل شده	r^2	آماره	
۰.۰۹۲۹۸۹	۰.۵۷۴۱۹۴	۰.۵۸۷۰۷۹	مقدار	یک سال پس از تغییر سود تقسیمی
a_2	a_1	a_0	ضریب	
۰.۰۲۵۸۳	-۰.۰۰۸۳۹۲	۰.۰۰۱۹۵۰	مقدار برآورد شده	
۱.۱۶۷۳۱۴	-۰.۹۷۹۷۸۳	۰.۱۲۵۳۶۴	آماره t	
۰.۲۴۵۶	۰.۳۲۹۳	۰.۹۰۰۵	Prob	
انحراف استاندارد	r^2 تعدیل شده	r^2	آماره	دو سال پس از تغییر سود تقسیمی
۰.۱۲۰۷۳۶	۰.۳۰۹۷۷۰	۰.۳۳۳۷۷۸	مقدار	
a_2	a_1	a_0	ضریب	
-۰.۰۱۵۷۴۳	-۰.۰۰۵۵۴۰	۰.۰۱۲۸۱	مقدار برآورد شده	
-۰.۴۹۵۷۲۶	-۰.۵۵۶۱۵۰	۰.۶۳۴۸۱۹	آماره t	
۰.۶۲۱۳	۰.۵۷۹۴	۰.۵۲۷۱	Prob	
انحراف استاندارد	r^2 تعدیل شده	r^2	آماره	
۰.۱۳۸۵۸۳	۰.۲۹۰۴۴۵	۰.۳۱۲۶۱۹	مقدار	

طبق اطلاعات ارائه شده در بالا، رابطه مثبت و معنی‌داری بین تغییرات سود تقسیمی سال جاری و تغییرات درآمد هر سهم همان سال وجود دارد. برای سال صفر ($t=0$) مقدار برآورد شده برای تغییرات سود تقسیمی و متغیر مجازی، هر دو مثبت و معنی‌دار است. نتایج برای سال اول و دوم پس از تغییر سود تقسیمی نشان می‌دهد که هیچ رابطه معناداری بین تغییرات درآمد هر سهم و سود تقسیمی جاری وجود ندارد. برای آزمون معنی‌دار بودن ضرایب مدل، فرضیه‌های آماری به شرح زیر مطرح شد:

$$\begin{cases} H_0: \text{ضریب مدل معنی‌دار نیست} \\ H_1: \text{ضریب مدل معنی‌دار است} \end{cases}$$

چنانچه در مدل رگرسیونی هر ضریب معنی دار نشود (فرض H_0 پذیرفته نشود) به این معنی است که در مدل، آن متغیر بر متغیر وابسته اثر ندارد. به عبارت دیگر، اگر Prob کمتر از α باشد، ضریب معنی دار می شود (فرض t رد می شود) و اگر Prob بیشتر از α باشد، ضریب معنی دار نمی شود (فرض H_0 پذیرفته می شود).

جدول (۲): بررسی معنی دار بودن کل مدل

وضعیت	آماره F	Prob
سال تغییر سود تقسیمی	۴۵.۵۰۰۱۲	۰
یک سال پس از تغییر سود تقسیمی	۱۳.۹۰۲۷۸	۰
دو سال پس از تغییر سود تقسیمی	۱۴.۰۹۸۶۹	۰

فرضیه اول این تحقیق انتظار داشت تغییرات جاری سود تقسیمی با سودآوری آتی رابطه مثبت و معنادار داشته باشد. نتایج، این فرضیه را تأیید نمی کند. یکی از برداشت هایی که می توان از این نتایج داشت این است که مدیران در تعیین سیاست سود تقسیمی سال جاری، به علامت دهی درخصوص سودآوری آتی شرکت توجهی ندارند. ممکن است عوامل دیگری مانند میزان دسترسی وجه نقد، سودآوری جاری و انتظارات سهامداران از ملاحظات اصلی مدیران شرکت در تعیین سیاست تقسیم سود باشد (Isa, 2008).

با توجه به معنی دار بودن ضریب متغیر مستقل در وضعیت سال تغییر سود تقسیمی، در سطح ۵ درصد فرضیه تأیید نمی شود؛ یعنی "تغییرات جاری سود تقسیمی با تغییرات سودآوری آتی شرکت ها رابطه معنادار ندارد."

مدل رگرسیون دوم:

$$\Delta EPS_{i,t} = a_0 + a_1 \Delta Div_{i,0} + a_2 SDIdum_{i,0} + a_3 LDIdum_{i,0} + a_4 LDDIdum_{i,0} + e_i$$

$SDIdum_{i,0}$ = افزایش کم سود تقسیمی (افزایش کمتر از ۵۰ درصد سود تقسیمی سال جاری نسبت به سود تقسیمی سال قبل) که در صورت افزایش کم سود از مقدار ۱ و در غیر این صورت از مقدار صفر استفاده خواهد شد.

$LDIdum_{i,0}$ = افزایش زیاد سود تقسیمی (افزایش بزرگتر یا مساوی ۵۰ درصد سود تقسیمی سال جاری نسبت به سود تقسیمی سال قبل) که در صورت افزایش زیاد سود از مقدار ۱ و در غیر این صورت از مقدار صفر استفاده خواهد شد.

رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و عملکرد آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق ... = ۱۰۷

$LDDIdum_{i,0}$ = کاهش زیاد سود تقسیمی (کاهش بزرگتر یا مساوی ۵۰ درصد سود تقسیمی سال جاری نسبت به سود تقسیمی سال قبل) که در صورت کاهش زیاد سود از مقدار ۱ و در غیر این صورت از مقدار صفر استفاده خواهد شد.

با توجه به نتایج حاصل از تخمین مدل اول و بی معنی بودن ضرایب مدل رگرسیون برای سال یک و سال دو پس از تغییر سود تقسیمی، مدل دوم تنها برای وضعیت سال تغییر سود تقسیمی برازش شده است. با توجه به وجود داده‌های پرت در نمونه و تأثیر آنها بر نتایج، داده‌های مذکور به صورت متغیر مجازی وارد مدل شده‌اند.

خلاصه آماره‌های مدل شامل مقدار ضریب تعیین r^2 ، r^2 تعدیل شده^۱، و همچنین انحراف استاندارد^۲ برای هر مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب مدل و آزمون معنی‌دار بودن آن‌ها در زیر ارائه شده است که در آن مقدار ضریب تعیین r^2 و r^2 تعدیل شده، نشان داده شده و ضریب تعیین نشان‌دهنده این موضوع است که تغییرات ناشی از رگرسیون چه درصدی از تغییرات کل را به خود اختصاص می‌دهد. این مدل رگرسیونی شامل a_0 ضریب ثابت و a_1, a_2, a_3 و a_4 ضرایب متغیرهای مستقل است.

جدول (۳): خلاصه آماره‌های مدل رگرسیونی

a_4	a_3	a_2	a_1	a_0	ضریب	سال تغییر سود تقسیمی
-۰.۰۴۱۳۳۸	۰.۱۱۶۹۸۴	۰.۰۴۳۷۴۴	۰.۰۱۵۳۳۵	-۰.۰۳۶۹۸۵	مقدار برآورد شده	
-۰.۴۱۲۸۴۴	۴.۰۱۳۸۴۹	۲.۳۵۶۸۶۴	۲.۱۳۷۰۵۲	-۲.۲۵۲۶۴۱	آماره t	
۰.۶۸۰۴	۰.۰۰۰۱	۰.۰۲۰۰	۰.۰۳۴۵	۰.۰۲۶۰	Prob	
		انحراف استاندارد	r^2 تعدیل شده	r^2	آماره	
		۰.۰۹۲۲۲۲	۰.۵۷۳۵۳۷	۰.۵۹۲۹۲۲	مقدار	

طبق اطلاعات ارائه شده در بالا، نتایج رگرسیون برای سال صفر ($t=0$) نشان می‌دهد که ضرایب a_1 ، a_2 ، a_3 و a_4 در سطح ۵ درصد معنادار هستند. مقدار برآورد شده برای افزایش زیاد سود تقسیمی بزرگتر از مقدار برآورد شده برای افزایش کم سود تقسیمی و در جهتی است که پیش‌بینی کرده بودیم. به علاوه، مقدار برآورد شده برای کاهش زیاد سود تقسیمی، منفی و معنادار است.

1. Adjusted R Square
2. Standard Error of the Regression

مدل رگرسیون سوم:

$$\Delta EPS_{i,t} = a_0 + a_1 \Delta Div_{i,0} + a_2 SD2dum_{i,0} + a_3 SD3dum_{i,0} + e_i$$

$SD2dum_{i,0}$ = متغیر مجازی که در صورت ثابت ماندن درصد سود تقسیمی شرکت طی دو سال قبل از تغییر سود تقسیمی، عدد ۱ و در غیر این صورت از مقدار صفر استفاده خواهد شد.

$SD3dum_{i,0}$ = متغیر مجازی که در صورت ثابت ماندن درصد سود تقسیمی شرکت طی سه سال قبل از تغییر سود تقسیمی، عدد ۱ و در غیر این صورت از مقدار صفر استفاده خواهد شد.

با توجه به نتایج حاصل از تخمین مدل اول و بی معنی بودن ضرایب مدل رگرسیون برای سال یک و سال دو پس از تغییر سود تقسیمی، مدل دوم تنها برای وضعیت سال تغییر سود تقسیمی برازش شده است. با توجه به وجود داده های پرت در نمونه و تأثیر آنها بر نتایج، داده های مذکور به صورت متغیر مجازی وارد مدل شده اند.

خلاصه آماره های مدل شامل مقدار ضریب تعیین r^2 ، r^2 تعدیل شده^۱، و همچنین انحراف استاندارد^۲ برای هر مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب مدل و آزمون معنی دار بودن آنها در زیر ارائه شده است که در آن مقدار ضریب تعیین r^2 و r^2 تعدیل شده نشان داده شده و ضریب تعیین نشان دهنده این موضوع است که تغییرات ناشی از رگرسیون چه درصدی از تغییرات کل را به خود اختصاص می دهد. در این مدل رگرسیونی a_0 ضریب ثابت و a_1 ، a_2 و a_3 ضرایب متغیرهای مستقل است.

جدول (۴): خلاصه آماره های مدل رگرسیونی

a_3	a_2	a_1	a_0	ضریب	سال تغییر سود تقسیمی
-۰.۰۲۷۰۱۶	۰.۰۳۹۳۵۸	۰.۰۷۷۶۸۶	-۰.۰۱۱۷۱۸	مقدار برآورد شده	
-۰.۲۸۸۱۲۱	۱.۲۲۱۴۲۹	۷.۹۴۲۳۳۹	-۰.۸۰۶۲۵۱	آماره t	
۰.۷۷۳۹	۰.۲۲۴۸	۰	۰.۴۲۲۰	Prob	
	انحراف استاندارد	r^2 تعدیل شده	r^2	آماره	
	۰.۰۸۵۶۳۰	۰.۶۸۰۲۷۰	۰.۶۹۵۴۹۶	مقدار	

1. Adjusted R Square

2. Standard Error of the Regression

رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و عملکرد آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق ... = ۱۰۹

طبق اطلاعات ارائه شده در بالا، نتایج رگرسیون برای سال صفر ($t=0$) نشان می‌دهد که ضرایب a_2 و a_3 در سطح ۵ درصد معنادار نیستند.

ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی و نرمال بودن مدل‌ها از طریق آزمون‌های مربوطه انجام شد و نتایج حاکی از عدم وجود ناهمسانی واریانس، عدم وجود خود همبستگی و نرمال بودن توابع رگرسیون می‌باشد.

نتیجه‌گیری

این پژوهش، اعتبار فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی^۱ را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار داد. برای بررسی اینکه آیا رابطه معناداری بین تغییرات جاری سود تقسیمی و سودآوری آتی شرکت‌ها وجود دارد، از روش حداقل مربعات معمولی (OLS^2) استفاده شد. نتایج نشان داد، رابطه مثبت و معناداری بین تغییرات سود تقسیمی و سودآوری جاری شرکت‌ها وجود دارد. به علاوه، زمانی که مدل رگرسیون بین سودآوری سال‌های آتی و تغییرات جاری سود تقسیمی برازش شد، نتایج معناداری حاصل نشد و شواهدی درخصوص محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی به دست نیامد. نتایج حاصل از بررسی رابطه بین اندازه تغییرات سود تقسیمی و ثبات سود تقسیمی با تغییرات سود هر سهم نشان داد، رابطه معناداری بین اندازه تغییرات سود تقسیمی و تغییرات سود هر سهم وجود دارد در حالیکه بین ثبات سود تقسیمی و تغییرات سود هر سهم رابطه معناداری مشاهده نشد.

نتایج حاصل از این تحقیق برای سرمایه‌گذاران، به خصوص افرادی که از اطلاعات سود تقسیمی به عنوان مبنایی برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌نمایند، اهمیت ویژه‌ای دارد. اگرچه ممکن است بر اساس تحقیقات در بازارهای اوراق بهادار سایر نقاط دنیا، فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی تأیید شده باشد، لیکن این مطالعه نشان می‌دهد که واکنش بازار به دلیل انتظارات سودآوری آتی نمی‌باشد و سرمایه‌گذاران بلندمدت به دنبال عوامل دیگری برای علامت‌دهی درخصوص انتظارات مدیریت شرکت‌ها از وضعیت سودآوری آتی آنان می‌باشند. این عوامل در بسیاری از پژوهش‌ها مورد بررسی قرار گرفته است، لیکن در نظر گرفتن همه عوامل تأثیرگذار در تصمیمات سرمایه‌گذاران و بررسی اثر متقابل این عوامل، نیازمند تحقیقات بیشتر در این زمینه می‌باشد.

به‌رغم اینکه بر اساس این مطالعه، فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی مورد تأیید قرار نگیرد، ولی انجام تحقیقات بیشتری در این زمینه ضروری به نظر می‌رسد که از آن جمله می‌توان به استفاده از

1. Information Content of Dividend Hypothesis

2. Ordinary Least Squares

مدلی پیچیده‌تر برای پیش‌بینی سودآوری آتی، بررسی تأثیر عواملی نظیر نوع صنعت در مدل‌های به کار رفته و بررسی اندازه سود تقسیمی و اطلاع‌رسانی آن در مورد سودهای آتی شرکت اشاره کرد. به علاوه، ممکن است نتایج تحقیق به دلیل محدودیت‌های پژوهش ناشی از مدل به کار رفته و دوره پژوهش تحت تأثیر قرار گرفته باشد.

منابع و مأخذ

۱. ایمانی پورمقدم، محسن، (۱۳۷۷)، "بررسی رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات سودهای آتی"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
۲. تهرانی، رضا و حامد ذاکری، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره ۵.
۳. ثقفی، علی و غلامرضا کردستانی، (۱۳۸۳)، "بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۷.
۴. رضوانی راز، کریم، قاسم رکابدار و محمدرضا احمدی، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۴.
۵. سعیدا اردکانی، سعید و سودابه محمودیان، (۱۳۸۹)، "بررسی ارتباط سود تقسیمی با پیش‌بینی سودهای آتی با استفاده از مدل تعدیل شده CKSS"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۷.
۶. سینایی، حسنعلی، محمد سلگی و کامران محمدی، (۱۳۹۰)، "تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت"، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره چهارم.
۷. نمازی، محمد، محمد حلاج و شهلا ابراهیمی، (۱۳۸۸)، "تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۸.
۸. مهرانی، ساسان و عبدالرضا تالانه، (۱۳۷۷)، "تقسیم سود در شرکت‌ها"، مجله حسابداری، شماره ۱۲۵.
9. Ajanthan, A., (2013), "The Relationship Between Dividend Payout and Firm Profitability: A Study of Listed Hotels and Restaurant Companies in Sri Lanka", International Journal of Scientific and Research Publications, Volume 3, Issue 6.
10. Baker, H. Kent and E. Theodore Veit, (2001), "Factors Influencing Dividend Policy Decisions of NASDAQ Firms", The Financial Review, Vol36. Issue 3.
11. Bernatzi, S., R. Michealy and R.H. Thaler, (1997), "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?", Journal of Finance, No.52.

12. Choi, Young M. Hyo K. Ju and Young K. Park,(2011),“Do Dividend Changes Predict the Future Profitability of Firms?”, Accounting and Finance, Vol.51, Issue.4.
13. Deangelo, H., L. Deangelo and R.Stulz,(2006),“Do Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a test of the life-cycle theory”, Journal of Financial Economics, no.81.
14. Grullon, Gustavo, Roni Michaely, Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler,(2005),“Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability”, The Journal of Business, Vol. 78, Issue 5.
15. Hanlon, Michelle, James Myers and Terry Shevlin,(2007),“Are Dividends Informative About Future Earnings?”, www.ssrn.com.
16. Isa, M,(2008),“Corporate finance practices in Malaysia: A survey analysis”, Capital Market Review, No.16.
17. Lee, Siew-Peng, Mansor Isa and Wei-Ling Lim,(2012),“DIVIDEND CHANGES AND FUTURE PROFITABILITY: EVIDENCE FROM MALAYSIA”, ASIAN Academy of Management Journal Of Accounting and Finance, Vol.8, No.2.
18. Lintner, J,(1956),“Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes”, American Economic Review. No.46.
19. Lopez Iturriaga, Felix J. and Vicente Lima Crisostomo,(2010),“Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation An Analysis of Brazilian Firms”, Emerging Markets Finance & Trade, Vol. 46, No. 3.
20. Miller, M H. and Modigliani,(1961),“Evidence on the Irish stock market's reaction to dividend announcements”, Applied Financial Economics.
21. Murukefu, Timothy Mahalang'ang'a and Ochuodho Peter Ouma,(2012),“The Relationship Between Dividend Payout and Firm Performance: A Study of Listed Companies In Kenya”, European Scientific Journal, Vol 8, No.9.
22. Nissim, Doron and Amir Ziv,(2001),“Dividend Changes and Future Profitability”, The Journal of Finance. Vol. LVI, No.6.
23. Purmessur, Rajshree Deeptee and Roshan Boodhoo,(2009),“Signalling Power of Dividend on Firms' Future Profits A Literature Review”, International Interdisciplinary Journal.
24. Raie, Reza, Mohammad Moradi and Hoda Eskandar,(2012),“Do Dividend Policies Signal Corporate Operating Characteristics?”, Journal of Applied Finance & Banking, Vol.2, No.4.
25. Thanatawae, Yordying,(2011),“Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence From Dividend Policy in Thailand”, International Journal of Financial Research. Vol 2, No.2.
26. Ture, A., J.C. Gozzi and S.L. Schmukler,(2007),“Capital Market Development: Whiter Latin America?”, Policy Research Working Paper Series, No.4156.