



نقش فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین سیاست‌های تقسیم سود در پیش‌بینی سودآوری، بازدهی و تغییرات در آمد شرکت‌ها

امید جهان‌بخش

گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

رحمان ساعدی^۱

گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

محسن دستگیر

گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳ آبان ۱۴۰۳؛ تاریخ پذیرش: ۲۰ اسفند ۱۴۰۳)

هدف: از میان اطلاعات ارائه شده توسط واحدهای تجاری، اطلاعات سود به عنوان مجرای مهم ارتباطی بین سرمایه‌گذاران و مدیران؛ از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است. از این رو هدف این مقاله بررسی نقش فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین سیاست‌های تقسیم سود در پیش‌بینی سودآوری، بازدهی و تغییرات درآمد شرکت‌ها است.

روش: جامعه آماری پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بین سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۱ می‌باشد که با روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. برای آماده‌سازی داده‌ها و تخمین مدل‌ها و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از الگوی داده‌های ترکیبی استفاده شده است.

یافته‌ها: نتایج نشان داد فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تقسیم سود در پیش‌بینی سودآوری آتی دارد. همچنین نتایج نشان داد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی بازده آتی دارد. ولی فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر معناداری بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی درآمدهای آتی ندارد. همچنین نتایج نشان داد حاکمیت شرکتی بر تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی سودآوری آتی اثر مثبتی دارد.

نتیجه‌گیری: در صورت استقرار سیستم حاکمیت شرکتی مطلوب در شرکت عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع ایجاد شده بین مدیران و سهامداران کاهش یافته و منجر به تخصیص مناسب منابع شرکت‌ها در بین دارائی‌های به صورت مجموعه سرمایه‌گذاری کارآ شده و یا به صورت تقسیم سود بین سهامداران می‌شود از این طریق بازده و سودآوری مورد انتظار ذینفعان نیز برآورده خواهد شد.

واژه‌های کلیدی: بازده سهام، حاکمیت شرکتی، سودآوری، سیاست تقسیم سود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری.

¹ saedi.r@iau.ac.ir

مقدمه

با وجود بازارهای رقابتی و فرصت‌های رشد، تلاش برای ماندن در عرصه‌ی رقابت و حفظ روند رشد و سودآوری، از دغدغه‌های اصلی مدیران اجرایی شرکت‌ها است. شرکت‌ها برای حفظ بقای خود، باید همواره روند رشد و سودآوری مناسب داشته و برای جذب سرمایه‌ها باید ترکیب بهینه‌ای از ریسک و بازدهی را برای سرمایه‌گذاران فراهم کنند [۱۰]. فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیز در طول سال‌های اخیر توجه زیادی را به خود جلب کرده است. از نظر اقتصادی، واحدهای تجاری که در نقطه آغازین و شروع فعالیت خویش می‌باشد، فرصت‌های رشد بالاتر و نوسان سود بیشتری دارند [۱۱].

هدف اصلی شرکت‌های سهامی به حداکثر رساندن ثروت و سودآوری شرکت است. یکی از عوامل مؤثر بر این امر، سیاست تقسیم سود شرکت است. تصمیم‌گیری درباره پرداخت سود و مقدار آن، موضوع مهم و بحث‌برانگیزی در حوزه مدیریت شرکت است. تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم قابل بحث است. از یک منظر تقسیم سود عاملی اثرگذار بر روی سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت‌هاست. هر قدر که سود بیشتری تقسیم شود، منابع داخلی شرکت به منظور اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری، کمتر خواهد شد و نیاز به منابع مالی خارج از شرکت بیشتر می‌شود که این می‌تواند بر قیمت سهام شرکت‌ها در آینده تأثیر داشته باشد. از طرف دیگر بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند. از این رو مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران همواره باید بین علایق مختلف سهامداران، تعادلی را برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز بعضی از سهامداران را بپردازند. بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود بسیار حساس و دارای اهمیت است [۱۳].

سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله سیاست‌های تقسیم سود قرار گیرد که سیاست‌های تقسیم سود به علت توزیع منابع داخلی شرکت در بین سهامداران و کاهش نقدینگی، اثر منفی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد. شرکت‌ها با سرمایه‌های داخلی محدودی که در دسترس دارند باید بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و پرداخت سود نقدی سهام یک مورد را انتخاب کنند. بسیاری از مدیران برای حفظ سطح توزیع سود سهام از فرصت‌های سرمایه‌گذاری باارزش صرف نظر می‌کنند [۱۶].

به عقیده جنسن [۲۳] مدیران انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیشتر داشته و در نتیجه به احتمال زیاد آنان برخی پروژه‌های با ارزش فعلی منفی را برای به حداکثر رساندن منافع شخصی خود نگهداری می‌کنند و تمایلی به فسخ آن‌ها نشان نمی‌دهند و از این طریق وجه نقد نگهداری شده در شرکت را به جای تقسیم بین سهامداران به سمت این فرصت‌های سرمایه‌گذاری به منظور رسیدن به انگیزه‌های فرصت‌طلبانه سوق می‌دهند. در این بین اگر سیستم حاکمیت شرکتی خوب عمل کند عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع ایجاد شده از هزینه نمایندگی بین مدیران و سهامداران کاهش پیدا کرده و فرصت‌های سرمایه‌گذاری هم‌راستا با منافع سهامداران از سوی مدیران مد نظر قرار خواهد گرفت. بر این اساس که با وجود حاکمیت شرکتی مطلوب تصمیمات مدیریت شرکت‌ها منجر به تخصیص مناسب

منابع شرکت‌ها در بین دارائی‌های آن به صورت مجموعه سرمایه‌گذاری کارآ شده و یا به صورت تقسیم سود بین سهامداران باشد و از این طریق بازده و سودآوری مورد انتظار ذینفعان را برآورده نماید. از این رو انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی بر تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی بازده و سودآوری آتی تاثیرگذار باشد [۲۵].

سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، کسب منافع از محل سود تقسیمی شرکت‌ها و افزایش قیمت سهام را هدف قرار داده، به امید افزایش بازدهی و ثروت هستند. در این راستا، اتخاذ سیاست‌های تقسیم سود مناسب، از جمله مسائلی است که می‌تواند بر علایق و انگیزه‌های سرمایه‌گذاران و هدایت منابع بازار مؤثر باشد. همچنین اتخاذ سیاست‌های تقسیم سود مناسب می‌تواند موجب افزایش سودآوری و بازده آتی سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه شود، که این موضوع برای سهامداران و سرمایه‌گذاران بسیار بااهمیت می‌باشد. لذا هدف این پژوهش بررسی نقش فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین سیاست‌های تقسیم سود در پیش‌بینی سودآوری، بازدهی و تغییرات درآمد شرکت‌ها است.

مبانی نظری پژوهش

سیاست تقسیم سود یکی از مباحث مهم و سؤال برانگیز در مدیریت مالی می‌باشد که تاکنون جواب معینی برای آن ارائه نشده است، تا جایی که از آن به عنوان معمای سود سهام یاد می‌شود [۱۴]. چگونگی پرداخت سود تقسیمی مورد توجه محققان زیادی قرار گرفته است. بسیاری از شرکت‌ها یک برنامه بلندمدت برای تقسیم سود سهام خود دارند، در حالی که تعداد کمتری از شرکت‌ها تمایل دارند که سودهای سال جاری خود را بین سهامداران تقسیم کنند. از آن جا که خطی مشی سود سهام در برنامه‌ریزی‌های بلند مدت و پرداخت سود به سهامداران مؤثر است، لذا شرکت ممکن است در تصمیم‌گیری پرداخت سود سهام به دو نکته مهم توجه کند: اول اینکه، عدم پرداخت سود سهام باعث افزایش منابع در دسترس شرکت شده و امکان اجرای پروژه‌های سودآور در آینده بیشتر می‌شود و دوم اینکه پرداخت سود سهام منجر به این می‌شود که ارزش سهام از دیدگاه سهامداران افزایش یابد، لذا شرکت‌ها جهت حداکثر کردن ثروت سهامداران میزان سود سهام را به منظور محاسبه حداقل بازده مورد انتظار آنها اعلام و تقسیم می‌کنند [۱۹]. از عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود می‌توان به فرصت‌های سرمایه‌گذاری اشاره کرد. در مدل‌های کلاسیک علامت‌دهی تقسیم سود، اطلاعات منتقل شده توسط تقسیم سود سهام با کیفیت فرصت‌های سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد [۲۴؛ ۲۷]. مطالعات تجربی نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف بیشترین مقدار سود سهام را پرداخت می‌کنند، که منجر به رد فرضیه علامت‌دهی تقسیم سود به عنوان توضیحی برای پرداخت سود سهام می‌شود [۱۸؛ ۲۹].

شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا به احتمال زیاد هزینه‌های سرمایه‌گذاری را با تغییر در تقسیم سود سهام تامین می‌کنند. لذا شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی، احتمال بیشتری دارد که تقسیم سود سهام را کاهش دهند، در حالی که سرمایه‌گذاری خود را افزایش می‌دهند. از

آنجایی که این شرکت‌ها به‌طور قابل توجهی می‌توانند تقسیم سود سهام را حفظ کنند، شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی تمایل کمتری به متحمل شدن هزینه فرصت از دست دادن سرمایه‌گذاری‌های سودآور برای حفظ پایداری تقسیم سود سهام دارند [۲۵]. از سوی دیگر به عقیده‌ی جنسن [۲۳] سیاست تقسیم سود، با کاهش منابع و جریان نقد آزاد در دسترس مدیران، تضاد نمایندگی را کاهش می‌دهد. به علاوه، سود تقسیمی به کاهش نابرابری اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران کمک کرده و اگر سیستم حاکمیت شرکتی خوب عمل کند، مشکلات اطلاعاتی و نظارتی کمتری وجود خواهد داشت [۲۹]. لذا می‌توان انتظار داشت که حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی سودآوری آتی اثرگذار باشد [۲۵].

پیشینه پژوهش

گلیجانی و شهبازی [۱۲] به بررسی رابطه متغیرهای بنیادی حسابداری با بازده سهام پرداختند و نشان دادند هر سه متغیر سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم و ارزش دفتری هر سهم، بر بازده سهام شرکت‌ها اثری مثبت و معنادار دارند. خیرجو و همکاران [۴] به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر سودآوری و کارایی عملیاتی شرکت‌ها پرداختند و نشان دادند ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی عملیاتی شرکت و سودآوری تاثیر مثبت و معنادار دارد. قدرتی زوارم و همکاران [۹] نشان دادند که تغییرات سود تقسیمی بر تغییرات سود آتی سهام تاثیر معناداری دارد. همچنین نتایج حاکی از آن است که بین سودهرسهم و تغییرات سود آتی سهام ارتباط معنی‌داری وجود دارد. عزیزی و همکاران [۸] نشان دادند که حاکمیت شرکتی بر رابطه بین رقابت بازار محصول و سود تقسیمی نقش تعدیل‌گر را دارد. سیرانی و قاسم نژاد [۷] نشان دادند که از بین مولفه‌های مورد بررسی، استقلال کمیته حسابرسی، استقلال هیئت مدیره، تخصص کمیته حسابرسی، تنوع جنسیتی هیئت مدیره، تصدی مدیر عامل، تخصص و صلاحیت واحد حسابرسی داخلی و نوع حسابرسی بر سودآوری شرکت تاثیر مثبت دارند. دوگانگی وظایف مدیریتی در هیئت مدیره بر سودآوری شرکت تاثیر منفی داشته است. حسینی و همکاران [۲] نشان دادند که مالکیت خانوادگی بر سودآوری تاثیر مثبت و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد. خوشکار و نیکویی [۳] به بررسی تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رویه‌های تقسیم سود پرداختند. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه‌ها بیانگر این بود که در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی بین نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها، نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به دارایی‌ها و اندازه شرکت با سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد و بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سود تقسیمی رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف بین متغیرهای ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و اندازه شرکت با سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد و بین متغیرهای نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها و نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها با سود تقسیمی رابطه معناداری وجود ندارد.

داس و دولی [۱۷] نشان دادند که وقتی شرکت‌ها مجموعه‌های فرصت سرمایه‌گذاری مثبتی دارند، بازار به کاهش تقسیم سود سهام پاسخ مثبت می‌دهد. نتایج از این موضوع حمایت می‌کند که همیشه کاهش سود سهام خبر بدی نیستند. هارتونو و همکاران [۲۰] نشان دادند که سازوکارهای حاکمیت شرکتی مانند استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره و کمیته حسابرسی بر سیاست تقسیم سود سهام شرکت‌ها تاثیرگذار است. کاپلان و پرزکوازوس [۲۵] نشان دادند که تقسیم سود سهام نشان‌دهنده درآمد‌های پایدار تولید شده توسط دارایی‌های موجود برای شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف است. در مقطعی، هم سطوح تقسیم سود سهام و هم تغییرات آن، حاوی اطلاعات سود بیشتری در بین شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف‌تر هستند. از نظر زمانی، هنگامی که مجموع فرصت‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد بدتر است، تغییرات تقسیم سود سهام اطلاعات سود بیشتری را منتقل می‌کند. در مقابل، تقسیم سود سهام ارتباط منفی بیشتری با مخارج سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی با گزینه‌های رشد قوی دارد، زیرا سرمایه‌گذاری تامین مالی برای آن شرکت‌ها اولویت بالاتری دارد. امالیا و نفیسا [۱۵] نشان دادند که سودآوری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر معناداری بر سیاست تقسیم سود ندارند، اما به طور همزمان سودآوری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر معناداری بر سیاست تقسیم سود دارند. ایفادا و ویتیاستوتی [۲۲] نشان دادند که مجموعه فرصت سرمایه‌گذاری تاثیر منفی معناداری بر تقسیم سود سهام شرکت‌های تولیدی دارد و زمانی که فرصت سرمایه‌گذاری تعیین شده برای شرکت بیشتر باشد، سود تقسیم شده کمتر است. کیم [۲۶] نشان داد هنگامی که شرکت‌ها به مدت سه یا پنج سال به پرداخت سودهای غیر کاهنده ادامه می‌دهند، ممکن است شهرتی برای سود سهام خود ایجاد کنند، که می‌تواند بر رابطه بین بازده تقسیم سود و بازده سهام تاثیر بگذارد. به عبارت دیگر نتایج نشان داد که رابطه بین بازده تقسیم سود سهام و بازده آینده سهام به شهرت تقسیم سود سهام شرکت بستگی دارد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی (اثر) تقسیم سود در پیش‌بینی سودآوری آتی دارد.

فرضیه دوم: فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی بازده آتی سهام دارد.

فرضیه سوم: فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی درآمد‌های آتی دارد.

فرضیه چهارم: حاکمیت شرکتی بر تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی سودآوری آتی اثر مثبتی دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های توصیفی-همبستگی و در حوزه پژوهش‌های حسابداری و مالی می‌باشد. همچنین این پژوهش از لحاظ طبقه‌بندی پژوهش بر مبنای هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی است. در

این پژوهش برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. همچنین نرم‌افزارهای اکسل و ایویوز و استاتا مورد استفاده قرار گرفته است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۱ بوده که با استفاده از روش حذف سیستماتیک که شرایط آن به صورت زیر تعریف شده است تعداد ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد:

- ۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
- ۲- به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از نوع بانک‌ها، موسسات مالی و اعتباری، بیمه و لیزینگ نباشند.
- ۳- در دوره زمانی پژوهش حداقل هر سه ماه یک بار سهام آن مبادله شده باشد.
- ۴- در دوره زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.
- ۵- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش قابل دسترس باشد.

مدل‌های پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه اول تا چهارم پژوهش به پیروی از پژوهش کاپلان و پرز-کاوازوس [۲۵] به ترتیب از رابطه (۱)، (۲)، (۳) و (۴) استفاده شد. در رابطه (۱) در صورتی که ضریب β_3 معنادار باشد، فرضیه اول پژوهش تایید می‌شود. در این رابطه برای متغیر سودآوری شرکت از پنج وقفه زمانی $t+1$ تا $t+5$ استفاده می‌شود. در رابطه (۲) در صورتی که ضریب β_3 معنادار باشد، فرضیه دوم پژوهش تایید می‌شود. در این رابطه برای متغیر بازده سهام شرکت از دو وقفه زمانی $t+1$ تا $t+2$ استفاده می‌شود. در رابطه (۳) در صورتی که ضریب β_3 معنادار باشد، فرضیه سوم پژوهش تایید می‌شود. در این رابطه برای متغیر تغییرات درآمد شرکت از دو وقفه زمانی $t+1$ تا $t+2$ استفاده می‌شود. در رابطه (۴) در صورتی که ضریب β_7 معنادار باشد، فرضیه چهارم پژوهش تایید می‌شود. در این رابطه برای متغیر سودآوری شرکت از پنج وقفه زمانی $t+1$ تا $t+5$ استفاده می‌شود. هر کدام از این وقفه‌های زمانی به صورت مجزا برازش شده و به صورت مجزا تفسیر می‌شود.

$$E_{it+\tau} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 InvOpp_{it} + \beta_3 DIV_{it} * InvOpp_{it} + \beta_4 Cash_{it} + \beta_5 E_{it} + \beta_6 Ret_{it} + \beta_7 A_{it} + \beta_8 NegE_{it} + \beta_9 AC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

$$R_{(it+1,t+2)} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{it} + \beta_2 InvOpp_{it} + \beta_3 \Delta DIV_{it} * InvOpp_{it} + \beta_4 Cash_{it} + \beta_5 E_{it} + \beta_6 Ret_{it} + \beta_7 A_{it} + \beta_8 NegE_{it} + \beta_9 AC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

$$\Delta REV_{(it+1,t+2)} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{it} + \beta_2 InvOpp_{it} + \beta_3 \Delta DIV_{it} * InvOpp_{it} + \beta_4 Cash_{it} + \beta_5 E_{it} + \beta_6 Ret_{it} + \beta_7 A_{it} + \beta_8 NegE_{it} + \beta_9 AC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۳)$$

$$E_{it+\tau} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{it} + \beta_2 InvOpp_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 \Delta DIV_{it} \quad \text{رابطه}$$

$$* InvOpp_{it} + \beta_5 \Delta DIV_{it} * GOV_{it} + \beta_6 InvOpp_{it} \quad (۴)$$

$$* GOV_{it} + \beta_7 \Delta DIV_{it} * InvOpp_{it} * GOV_{it}$$

$$+ \beta_8 Cash_{it} + \beta_9 E_{it} + \beta_{10} Ret_{it} + \beta_{11} A_{it}$$

$$+ \beta_{12} NegE_{it} + \beta_{13} AC_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$E_{it+\tau}$: سودآوری شرکت τ سال (سال‌های $t+1$ تا $t+5$): DIV_{it} : تقسیم سود شرکت t در سال t , $InvOpp_{it}$: فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت t در سال t , $Cash_{it}$: نگه‌داشت وجه نقد شرکت t در سال t , E_{it} : سودآوری شرکت t در سال t , Ret_{it} : بازده سهام شرکت t در سال t , A_{it} : اندازه شرکت t در سال t , $NegE_{it}$: زیان شرکت t در سال t , AC_{it} : کل ارقام تعهدی شرکت t در سال t , ΔDIV_{it} : تغییرات تقسیم سود شرکت t در سال t , $R_{(it+1,t+2)}$: بازده سهام شرکت t در سال $t+1$ و $t+2$, $\Delta REV_{(it+1,t+2)}$: تغییرات درآمد شرکت t در سال $t+1$ و $t+2$: $GOV_{it,t+2}$: حاکمیت شرکتی شرکت t در سال t .

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

متغیرهای وابسته این پژوهش سودآوری سال $t+1$ ، بازده سهام سال $t+1$ و تغییرات درآمدها سال $t+1$ می‌باشد که به شرح زیر محاسبه می‌شوند:

سودآوری سال $t+1$ (E_{t+1}): برابر است با نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها در سال $t+1$

بازده سهام سال $t+1$ (R_{t+1}): برابر است با بازده سالانه سهام شرکت در سال $t+1$

تغییرات درآمدها سال $t+1$ (ΔREV_{t+1}): برابر است با نسبت تغییرات درآمد فروش به کل دارایی‌ها در سال $t+1$

متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل این پژوهش تقسیم سود و تغییرات تقسیم سود می‌باشد که به شرح زیر محاسبه می‌شوند:

تقسیم سود (DIV): برابر است با نسبت سود تقسیم شده به کل سود شرکت.

تغییرات تقسیم سود (ΔDIV): برابر است با نسبت تغییرات سود تقسیم شده به کل سود شرکت.

متغیر تعدیل‌کننده

متغیرهای تعدیل‌کننده این پژوهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی می‌باشد که به شرح زیر محاسبه می‌شوند:

الف) فرصت‌های سرمایه‌گذاری ($InvOpp$): در این پژوهش برای محاسبه فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطابق با پژوهش آقابالایی بختیار و همکاران [۱] از حاصل جمع مقادیر به دست آمده از سه شاخص

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت ناخالص دارایی‌های ثابت مشهود به دست می‌آید:

۱- نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها^۱ (FIRMASS): مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت تقسیم بر ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها.

۲- نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام^۲ (MKTBEQ): ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

۳- نسبت ناخالص دارایی‌های ثابت مشهود^۳ (PPEGT): ناخالص دارایی‌های ثابت مشهود تقسیم بر مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت.

ب) حاکمیت شرکتی (Gov): برای محاسبه حاکمیت شرکتی با مد نظر قرار دادن ادبیات موجود و پژوهش‌های صورت گرفته درباره حاکمیت شرکتی نظیر پژوهش‌های انجام شده به وسیله نیکومرام و محمدزاده سالطه (۱۳۸۹)، هاشمی و یونسی (۱۳۹۲)، بدین منظور از عوامل تأثیر گذار بر این شاخص به شرح رابطه زیر استفاده می‌شود:

۱) تفکیک پست مدیر عامل از اعضای هیأت مدیره: اگر مدیر عامل خارج از اعضای هیأت مدیره باشد ارزش یک و در صورتی که عضو هیأت مدیره باشد ارزش صفر داده می‌شود. ۲) نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره: برای موسساتی که دارای اعضای غیر موظف با درصد بیشتری نسبت به میانگین هستند کد یک و برای مابقی کد صفر تعلق می‌گیرد. ۳) مقدار سهامی که در اختیار سهامداران نهادی می‌باشد: در پژوهش حاضر به سازمانی که سه سهامدار نهادی به غیر از دولت دارد (نهادها و موسسات دولتی و شبه دولتی) و جمع درصد سهام آنها بیشتر از ۵۰ درصد بوده باشد کد یک و دیگران کد صفر داده می‌شود. ۴) موسساتی که فرعی هستند: این متغیر گویایی این مطلب است که آیا سازمانی که مورد مطالعه قرار گرفته زیر نظر و کنترل (در اختیار داشتن سهام بالای ۵۰ درصد) سازمان دیگری است یا نه. بدین شکل اگر سازمان مورد مطالعه سازمان فرعی بوده به آن کد یک و به غیر از این حال کد صفر می‌دهیم. ۵) سطح نفوذ و در اختیار داشت سهام توسط دولت: اگر سازمان مورد مطالعه زیر نفوذ دولت، نهادها و سازمان‌های دولتی و شبه دولتی بوده باشد (بالاتر از ۲۰٪ سهام آن در اختیار دولت یا سازمان‌های وابسته به دولت بوده باشد) به آن کد یک و به غیر از این حال کد صفر می‌دهیم. ۶) نوع حسابرسی: در صورتی که سازمان حسابرسی و مؤسسات و شرکتهای حسابرسی مرجع حسابرسی شرکت بود باشند که جزء مؤسسات و سازمان‌ها بزرگ و با کیفیت به حساب می‌آید به آن کد یک و اگر به وسیله دیگر مؤسسات حسابرسی مورد بررسی قرار گیرد، کد صفر می‌دهیم. با در نظر گرفتن این مطلب که به هر یک از متغیرهای ارائه شده در بالا کد یک یا صفر در نظر گرفته می‌شود معیار حاکمیت شرکتی بر مبنای رابطه (۵) اندازه‌گیری می‌شود.

1. Price-to-Book Ratio

2. Market-to-Book Equity

3. Gross property, plant and Equipment Ratio

$$GINDEX = \frac{\sum d}{\sum h} \quad \text{رابطه (۵)}$$

در این رابطه $\sum d$ نشان دهند تمام اقلامی می‌باشد که کد یک به آن‌ها تعلق گرفته و $\sum h$ نشان دهند مجموع تعداد اقلامی می‌باشد که کدهای صفر یا یک به آن‌ها تعلق گرفته شده است. به بیان دیگر در رابطه (۵) صورت کسر عددی میان صفر تا شش می‌باشد و مخرج کسر عدد شش می‌باشد. به این ترتیب، در مورد هر شرکت معیار حاکمیت شرکتی محاسبه شده، در دامنه صفر تا یک واقع می‌شود.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش به شرح زیر است:

نگهداشت وجه نقد (Cash): برابر است با نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها. سود سال جاری (E): برابر است با نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها در سال t. بازده سهام سال جاری (Ret): برابر است با بازده سالانه سهام شرکت در سال t. اندازه شرکت (A): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت. زیان (NegE): یک متغیر ساختگی است، در صورتیکه شرکت زیان داشته باشد عدد یک می‌گیرد و در غیراینصورت صفر می‌گیرد. اقلام تعهدی (AC): برابر است با سود عملیاتی منهای جریان نقد عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌ها.

یافته‌های پژوهش

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشینه و کمینه، چولگی و کشیدگی و... است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای مدل

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
تقسیم سود	۰/۰۲۶	۰/۰۰۰	۰/۴۹۳	۰/۰۰۰	۰/۰۶۶	۳/۵۶۷	۱۷/۲۰۲
تغییرات تقسیم سود	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۳۹۶	-۰/۴۱۵	۰/۰۵۲	۱/۲۸۹	۲۳/۵۷۵
سودآوری شرکت	۰/۰۸۹	۰/۰۷۶	۰/۸۳۸	-۰/۷۸۹	۰/۲۰۴	-۰/۴۸۳	۶/۰۷۲
بازده سهام	۰/۵۵۱	۰/۰۴۹	۸/۳۲۰	-۱/۴۸۴	۱/۴۹۸	۲/۲۹۰	۸/۶۰۵
تغییرات درآمد شرکت	۰/۲۲۴	۰/۱۵۷	۱/۹۶۸	-۰/۸۹۷	۰/۵۸۲	۲/۳۱۳	۷۵/۲۱۳

فرصت های سرمایه گذاری	۷/۵۹۴	۴/۹۱۶	۶۲/۳۳۶	-۱۸/۰۹۱	۹/۱۲۰	۲/۳۷۹	۱۰/۸۵۶
حاکمیت شرکتی	۰/۴۶۶	۰/۵۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۸۴	۰/۳۸۷	۳/۱۴۳
نگهداشت وجه نقد	۰/۰۴۲	۰/۰۲۷	۰/۲۶۱	۰/۰۰۰۲	۰/۰۴۴	۱/۷۴۰	۶/۳۶۳
اندازه شرکت	۱۴/۹۹۶	۱۴/۸۷۵	۲۰/۵۸۳	۱۰/۶۴۴	۱/۶۱۳	۰/۳۸۰	۳/۷۸۸
زیان شرکت	۰/۲۰۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۰۳	۱/۴۶۳	۳/۱۴۱
کل اقلام تعهدی	۰/۰۳۵	۰/۰۳۰	۱/۲۱۸	-۱/۹۴۸	۰/۱۸۱	-۱/۳۴۷	۲۳/۰۸۵

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر فرصت های سرمایه گذاری برابر با ۷/۵۹۴ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی می باشد که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همانطور که مشاهده می شود میانه این متغیر ۴/۹۱۶ می باشد که نشان می دهد که نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. از مهمترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرها، متغیر نگه داشت وجه نقد کمترین و فرصت های سرمایه گذاری بیشترین میزان پراکندگی را دارا می باشند. که نشان می دهد این دو متغیر به ترتیب کمترین و بیشترین میزان تغییرات را دارا می باشند.

نتایج آزمون فرضیه ها

با توجه به آنچه بیان شد، در این پژوهش برای آزمون معناداری کل مدل از آماره اف استفاده شده و برای آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره تی استفاده شده است. همچنین از ضریب تعیین تعدیل شده برای بررسی رابطه میان متغیرهای وابسته و مستقل استفاده شده است. به منظور تعیین نوع داده از آزمون اف لیمر و هاسمن، آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقیمانده ها آماره والد و بررسی آزمون عدم خود همبستگی باقیمانده ها از آزمون ولد ریچ استفاده شده است. نتایج حاصل از تخمین مدل برای آزمون فرضیه اول در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها فرضیه اول

$E_{it+\tau} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 InvOpp_{it} + \beta_3 DIV_{it} * InvOpp_{it} + \beta_4 Cash_{it} + \beta_5 E_{it} + \beta_6 Ret_{it} + \beta_7 A_{it} + \beta_8 NegE_{it} + \beta_9 AC_{it} + \varepsilon_{it}$										
وقفه پنجم		وقفه چهارم		وقفه سوم		وقفه دوم		وقفه اول		متغیر
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰/۰۴۵	۰/۳۴۶-	۰/۰۴۳	۰/۳۸۵-	۰/۲۱۰	۰/۱۲۵-	۰/۳۵۵	۰/۰۳۶	۰/۰۰۰	۰/۳۹۴	DIV
۰/۰۶۹۵	۰/۰۰۰۵	۰/۰۶۲۰	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰۳	INVOPP
۰/۰۰۰	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	۰/۰۴۴	۰/۰۰۰	۰/۰۲۰	۰/۰۰۰	۰/۰۲۳	۰/۰۰۰۱	۰/۰۴۰	DIV*INVOPP
۰/۳۷۲	۰/۰۵۲-	۰/۰۹۹۱	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۱	۰/۲۶۷	۰/۰۰۰۲	۰/۲۷۵	۰/۰۰۰	۰/۴۷۴	CASH
۰/۰۰۰	۰/۰۰۵-	۰/۰۰۰	۰/۲۴۷-	۰/۰۰۲	۰/۲۲۹-	۰/۱۵۴	۰/۰۷۲-	۰/۰۲۲	۰/۱۲۷	EE
۰/۷۲۵	۰/۰۰۱-	۰/۰۶۵۷	-	۰/۷۸۱	-	۰/۸۹۲	۰/۰۰۰۲	۰/۰۶۹۲	۰/۰۰۰۴	RET
			۰/۰۰۰۴		۰/۰۰۰۷					
۰/۰۲۱	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	۰/۰۲۸	۰/۰۴۹	۰/۰۱۶	۰/۰۰۰	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	۰/۰۱۸	A
۰/۰۰۰	۰/۱۳۷	۰/۰۳۱	۰/۰۱۳	۰/۳۱۱	۰/۰۱۲	۰/۰۱۶	۰/۰۲۱-	۰/۰۰۰	۰/۱۶۲-	NEGE
۰/۰۶۷	۰/۰۳۸-	۰/۰۹۷۹	-	۰/۹۷۰	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۴	۰/۱۳۰	۰/۰۰۰	۰/۲۵۷	AC
			۰/۰۰۰۵							
۰/۱۵۳	۰/۱۴۸-	۰/۰۰۰۱	۰/۲۸۹-	۰/۲۰۲	۰/۱۴۹-	۰/۰۰۰۱	۰/۱۸۸-	۰/۰۰۰۵	۰/۱۹۴-	C
۰/۷۰		۰/۷۱		۰/۷۰		۰/۷۰		۰/۸۴		R-squared
۰/۶۵		۰/۶۷		۰/۶۶		۰/۶۶		۰/۸۲		Adjusted R-squared
۱۵/۱۸۶		۱۶/۲۸۹		۱۵/۴۴۸		۱۵/۶۱۰		۳۵/۲۵۰		F آماره
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		Prob(F-statistic)
تابلویی										آزمون اف لیمر
اثرات ثابت										آزمون هاسمن
وجود همسانی										آزمون والد
خود همبستگی		عدم وجود خودهمبستگی				خود همبستگی		آزمون ولدریج		

با توجه به این که متغیر وابسته در مدل فرضیه اول پیش بینی سودآوری آتی بوده و برای متغیر سودآوری شرکت از پنج وقفه زمانی $t+1$ تا $t+5$ استفاده شده از این رو برای سنجش فرضیه اول مدل با پنج وقفه زمانی سنجیده می‌شود چنانچه در هر پنج وقفه مدل مثبت و معنادار باشد فرضیه اول پژوهش تایید می‌شود. با توجه به مقدار احتمال به دست از آماره F برای هر پنج وقفه که کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که مدل پژوهش معنادار می‌باشد. مقدار ضریب متغیر $DIV*INVOPP$ مبین شاخصی برای آزمون فرضیه اول

است، در صورتی که ضریب مذکور در هر پنج وقفه معنادار و مثبت باشد نشان دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار احتمال آماره تی برای این متغیر در وقفه اول تا وقفه پنجم به ترتیب برابر ۰/۰۰۰، ۰/۰۰۰، ۰/۰۰۰، ۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۰ می‌باشد و در هر پنج وقفه کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، علاوه بر این علامت ضریب این متغیر در هر پنج وقفه نیز مثبت می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت که فرضیه اول پژوهش مبنی بر این که فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی (اثر) تقسیم سود در پیش بینی سودآوری آتی دارد، در سطح خطای ۵ درصد در همه وقفه‌ها پذیرفته می‌شود. یافته‌های به دست آمده از برازش مدل برای آزمون فرضیه دوم در جدول (۳) انعکاس یافته است.

جدول ۳. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها فرضیه دوم

$R_{(it+1,t+2)} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{it} + \beta_2 InvOpp_{it} + \beta_3 \Delta DIV_{it} * InvOpp_{it} + \beta_4 Cash_{it} + \beta_5 E_{it} + \beta_6 Ret_{it} + \beta_7 A_{it} + \beta_8 NegE_{it} + \beta_9 AC_{it} + \varepsilon_{it}$				
وقفه دوم		وقفه اول		متغیر
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰/۰۳۹	۱/۱۱۸-	۰/۶۶۱	۰/۳۶۶	DDIV
۰/۰۰۰	۰/۰۲۱-	۰/۰۰۰	۰/۰۱۲-	INVOPP
۰/۰۰۰۸	۰/۱۵۷	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۴	DDIV*INVOPP
۰/۶۵۰	۰/۶۱۳-	۰/۰۸۱	۱/۱۶۹	CASH
۰/۰۸۹	۰/۵۲۳-	۰/۲۳۴	۰/۳۲۹-	EE
۰/۰۹۹	۰/۱۲۷-	۰/۰۳۳	۰/۲۳۶-	RET
۰/۲۱۰	۰/۱۲۲	۰/۵۷۵	۰/۰۳۶-	A
۰/۰۹۸	۰/۱۱۲-	۰/۴۰۲	۰/۰۵۵	NEGE
۰/۰۰۱	۰/۷۷۴-	۰/۴۰۷	۰/۲۰۵-	AC
۰/۵۳۶	۰/۸۶۹-	۰/۲۰۰	۱/۳۴۷	C
۰/۲۱		۰/۲۴		R-squared
۰/۰۸		۰/۱۳		Adjusted R-squared
۱/۷۲۱		۲/۱۲۸		آماره F
۰/۰۰۰۰۲		۰/۰۰۰		Prob(F-statistic)
تابلویی				آزمون اف لیمر
اثرات ثابت				آزمون هاسمن
وجود همسانی				آزمون والد

آزمون ولدریج	خود همبستگی
--------------	-------------

با توجه به این که متغیر وابسته در مدل فرضیه دوم پیش بینی بازده آتی بوده و برای بازده سهام شرکت از دو وقفه زمانی $t+1$ تا $t+2$ استفاده شده از این رو برای سنجش فرضیه دوم مدل با دو وقفه زمانی سنجیده می شود چنانچه در هر دو وقفه مدل مثبت و معنادار باشد فرضیه دوم پژوهش تایید می شود. با توجه به مقدار احتمال به دست از آماره F برای هر پنج وقفه که کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می شود و این نشان می دهد که مدل پژوهش معنادار می باشد. مقدار ضریب متغیر $DDIV \# INVOPP$ مبین شاخصی برای آزمون فرضیه دوم است، در صورتی که ضریب مذکور معنادار و مثبت باشد نشان دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار احتمال آماره تی برای این متغیر در وقفه اول و دوم به ترتیب برابر ۰/۰۰۴۴ و ۰/۰۰۰۸ می باشد، علاوه بر این علامت ضریب این متغیر در وقفه اول و دوم نیز مثبت می باشد، بنابراین می توان گفت فرضیه دوم مبنی بر این که فرصت های سرمایه گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش بینی بازده آتی سهام دارد، در سطح خطای ۵ درصد در هر دو وقفه ها پذیرفته می شود.

یافته‌های به دست آمده از برازش مدل برای آزمون فرضیه سوم در جدول (۴) انعکاس یافته است.

جدول ۴. نتایج تجزیه و تحلیل داده ها فرضیه سوم

$\Delta REV_{(it+1,t+2)} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{it} + \beta_2 InvOpp_{it} + \beta_3 \Delta DIV_{it} * InvOpp_{it} + \beta_4 Cash_{it} + \beta_5 E_{it} + \beta_6 Ret_{it} + \beta_7 A_{it} + \beta_8 NegE_{it} + \beta_9 AC_{it} + \varepsilon_{it}$				
وقفه دوم		وقفه اول		متغیر
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰/۲۴۶	۰/۲۵۸	۰/۱۰۸	۰/۲۹۳	DDIV
۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۸	INVOPP
۰/۰۱۰	-۰/۰۵۷	۰/۵۱۳	۰/۰۱۵-	DDIV#INVOPP
۰/۰۸۴	۰/۵۵۶	۰/۰۱۳	۰/۶۳۱	CASH
۰/۰۰۰	۰/۲۷۲-	۰/۰۴۷	۰/۱۴۴-	EE
۰/۱۲۳	۰/۰۰۸-	۰/۰۹۳	۰/۰۰۸-	RET
۰/۰۰۰	۰/۱۳۷	۰/۰۰۰	۰/۰۹۴	A
۰/۰۰۳	۰/۰۳۶	۰/۰۰۰۹	۰/۰۲۴-	NEGE
۰/۱۲۰	۰/۱۱۸-	۰/۱۲۶	۰/۰۶۷-	AC
۰/۰۰۰	۱/۷۸۷-	۰/۰۰۰	۱/۲۲۵-	C
۰/۴۵		۰/۵۲		R-squared
۰/۳۷		۰/۴۵		Adjusted R-squared
۵/۳۸۵		۷/۱۵۳		آماره F
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		Prob(F-statistic)

آزمون اف لیمر	تابلویی
آزمون هاسمن	اثرات ثابت
آزمون والد	وجود همسانی
آزمون ولدریج	خود همبستگی

با توجه به این که متغیر وابسته در مدل فرضیه سوم تغییرات درآمد شرکت بوده و برای متغیر تغییرات درآمد شرکت از دو وقفه زمانی $t+1$ تا $t+2$ استفاده شده از این رو برای سنجش فرضیه سوم مدل با دو وقفه زمانی سنجدیده می شود چنانچه در هر دو وقفه مدل مثبت و معنادار باشد فرضیه سوم پژوهش تایید می شود. با توجه به مقدار احتمال به دست از آماره F برای هر دو وقفه که کمتر از $0/05$ است، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می شود و این نشان می دهد که مدل پژوهش معنادار می باشد. مقدار ضریب متغیر $DDIV*INVOPP$ مبین شاخصی برای آزمون فرضیه سوم است، در صورتی که ضریب مذکور مثبت و معنادار باشد نشان دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار احتمال آماره تی برای این متغیر در وقفه اول و دوم به ترتیب برابر $0/5131$ و $0/101$ می باشد که نشان می دهد در وقفه اول بیشتر از خطای ۵ درصد بوده و معنادار نمی باشد و در وقفه دوم نیز کمتر از خطای ۵ درصد بوده ولی با توجه به علامت ضریب متغیر که منفی می باشد، می توان نتیجه گرفت که فرضیه سوم مبنی بر این که فرصت های سرمایه گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش بینی درآمدهای آتی دارد، در سطح خطای ۵ درصد در هر دو وقفه پذیرفته نمی شود.

یافته های به دست آمده از برازش مدل برای آزمون فرضیه چهارم در جدول (۵) انعکاس یافته است.

جدول ۵. نتایج تجزیه و تحلیل داده ها فرضیه چهارم

$E_{it+\tau} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{it} + \beta_2 InvOpp_{it} + \beta_3 GOV_{it} + \beta_4 \Delta DIV_{it} * InvOpp_{it} + \beta_5 \Delta DIV_{it} * GOV_{it} + \beta_6 InvOpp_{it} * GOV_{it} + \beta_7 \Delta DIV_{it} * InvOpp_{it} * GOV_{it} + \beta_8 Cash_{it} + \beta_9 E_{it} + \beta_{10} Ret_{it} + \beta_{11} A_{it} + \beta_{12} NegE_{it} + \beta_{13} AC_{it} + \varepsilon_{it}$										
وقفه پنجم		وقفه چهارم		وقفه سوم		وقفه دوم		وقفه اول		متغیر
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰/۹۳۵	۰/۰۲۶	۰/۳۳۱	۰/۲۹۹-	۰/۰۷۹	۰/۵۱۵	۰/۷۶۰	۰/۰۸۴-	۰/۸۵۰	۰/۰۶۸	DDIV
۰/۱۰۷	۰/۰۰۲	۰/۷۸۱	۰/۰۰۰۸-	۰/۷۶۷	۰/۰۰۰۱-	۰/۴۴۵	۰/۰۰۱	۰/۷۶۲	۰/۰۰۰۱	INVOPP
۰/۰۱۳	۰/۰۴۵-	۰/۴۴۹	۰/۰۲۶-	۰/۲۹۸	۰/۰۱۷-	۰/۱۳۷	۰/۰۳۹	۰/۴۲۲	۰/۰۲۵	GOV
۰/۵۲۳	۰/۰۳۶	۰/۸۸۷	۰/۰۰۵-	۰/۱۴۲	۰/۰۶۴-	۰/۸۹۵	۰/۰۰۷-	۰/۷۲۷	۰/۰۱۰-	DDIV*INVOPP
۰/۰۰۰	۰/۲۵۱-	۰/۰۰۲	۰/۱۱۲	۰/۲۱۵	۰/۷۱۲-	۰/۳۱۹	۰/۶۲۵	۰/۴۹۲	۰/۴۲۶	DDIV*GOV
۰/۰۰۲	۰/۰۰۴-	۰/۰۰۵	۰/۰۱۴	۰/۰۱۸	۰/۰۰۳	۰/۵۱۵	۰/۰۰۱	۰/۹۴۶	۰۵E-۹/۸۶	INVOPP*GOV
۰/۰۳۷	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰	۰/۱۰۶	۰/۰۰۰۳	۰/۹۲۲	۰/۰۰۰۲	۰/۰۲۲	۰/۰۰۰	۰/۴۳۲	DDIV*INVOPP*GOV
۰/۳۹۷	۰/۰۵۰-	۰/۸۴۹	۰/۰۱۲-	۰/۰۰۱	۰/۲۹۳	۰/۰۰۰۲	۰/۳۰۵	۰/۰۰۰	۰/۴۷۳	CASH
۰/۳۸۵	۰/۰۴۴-	۰/۰۰۰	۰/۲۷۹-	۰/۰۰۲	۰/۲۲۱-	۰/۲۹۳	۰/۰۵۷-	۰/۰۰۲	۰/۱۶۱	EE
۰/۰۰۰	۰/۰۰۷-	۰/۰۰۹۵	۰/۰۰۱-	۰/۸۰۶	۰/۰۰۰۷-	۰/۵۶۸	۰/۰۰۰۷	۰/۴۱۲	۰/۰۰۱	RET

۰/۰۱۸	۰/۰۱۹	۰/۰۰۰	۰/۰۳۳	۰/۰۴۶	۰/۰۲۰	۰/۰۰۰۱	۰/۰۱۵	۰/۰۰۰۳	۰/۰۱۳	A
۰/۲۰۵	۰/۰۱۰	۰/۰۵۱	۰/۰۱۴	۰/۱۷۹	۰/۰۱۵	۰/۰۰۵	۰/۰۲۴-	۰/۰۰۰	۰/۱۶۴-	NEGE
۰/۰۳۷	۰/۰۴۶-	۰/۸۱۰	۰/۰۰۵	۰/۷۷۹	۰/۰۰۵-	۰/۰۰۱	۰/۱۰۷	۰/۰۰۰	۰/۲۵۸	AC
۰/۱۷۳	۰/۱۵۴-	۰/۰۰۰	۰/۳۵۳-	۰/۱۴۳	۰/۲۰۹-	۰/۰۰۰۵	۰/۱۷۹-	۰/۰۱۰	۰/۱۳۲-	C
۰/۷۰	۰/۷۱	۰/۶۹	۰/۷۰	۰/۸۴	R-squared					
۰/۶۵	۰/۶۷	۰/۶۴	۰/۶۶	۰/۸۱	Adjusted R-squared					
۱۴/۸۲۱	۱۵/۷۲۲	۱۴/۲۶۶	۱۵/۰۱۸	۳۳/۳۶۸	آماره F					
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	Prob(F-statistic)					
تابلویی										آزمون اف لیمر
اثرات ثابت										آزمون هاسمن
وجود همسانی										آزمون والد
خود همبستگی			عدم وجود خود همبستگی			خود همبستگی			آزمون ولدریج	

با توجه به این که متغیر وابسته در مدل فرضیه چهارم پیش بینی سودآوری آتی بوده و برای متغیر سودآوری شرکت از پنج وقفه زمانی $t+1$ تا $t+5$ استفاده شده از این رو برای سنجش فرضیه چهارم مدل با پنج وقفه زمانی سنجدیده می شود چنانچه در هر پنج وقفه مدل مثبت و معنادار باشد فرضیه چهارم پژوهش تایید می شود. با توجه به مقدار احتمال به دست از آماره F برای هر پنج وقفه که کمتر از $0/05$ است، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می شود و این نشان می دهد که مدل پژوهش معنادار می باشد. مقدار ضریب متغیر $DDIV*INVOPP*GOV$ مبین شاخصی برای آزمون فرضیه چهارم است، در صورتی که ضریب مذکور معنادار و مثبت باشد نشان دهنده تأیید این فرضیه است. مقدار احتمال آماره تی برای این متغیر در وقفه اول تا پنجم به ترتیب برابر $0/0003$ ، $0/0002$ ، $0/000$ ، $0/0003$ و $0/000$ می باشد و در هر پنج وقفه کمتر از سطح خطای $0/05$ است، علاوه بر این علامت ضریب این متغیر در هر پنج وقفه مثبت می باشد، بنابراین می توان گفت فرضیه چهارم مبنی بر این که حاکمیت شرکتی بر تاثیر فرصت های سرمایه گذاری بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش بینی سودآوری آتی اثر مثبتی دارد، در سطح خطای $0/05$ درصد در همه وقفه ها پذیرفته می شود.

نتیجه گیری و ارائه پیشنهادها

در فرضیه اول پژوهش بیان شد: فرصت های سرمایه گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی (اثر) تقسیم سود در پیش بینی سودآوری آتی دارد. نتایج نشان داد که فرصت های سرمایه گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی (اثر) تقسیم سود در پیش بینی سودآوری آتی دارد، در نتیجه فرضیه اول پژوهش تایید می شود. اطلاعات مربوط به فرصت های سرمایه گذاری، که در دسترس فعالان بازار است، بر انگیزه های شرکتها برای نشان دادن پایداری سود تأثیر می گذارد. به طور خاص، شرکت های متوسط (یعنی آنهایی که

سودآوری قوی دارند، اما گزینه‌های رشد ضعیفی دارند) با پرداخت سود سهام بالا، خود را از شرکت‌های ضعیف (یعنی شرکت‌هایی با سودآوری ضعیف و گزینه‌های رشد ضعیف) متمایز می‌کنند. با این حال، شرکت‌های قوی (یعنی آن‌هایی که سودآوری بالا و گزینه‌های رشد قوی دارند) انتخاب می‌کنند که سودآوری خود را با میزان تقسیم سود سهام نشان ندهند، بلکه برای جدا کردن خود از شرکت‌های نوع ضعیف و متوسط به اطلاعات اضافی تکیه می‌کنند. در این بین زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف هستند، مدیران اطلاعات خصوصی خود را در مورد سودهای آتی با تقسیم سود سهام به افراد خارج از سازمان منتقل می‌کنند. این تصور که وقتی هزینه‌های انتقال اطلاعات کمتر است، سیگنال‌ها قوی‌تر هستند، با مدل‌های اخیر علامت‌دهی متقابل که انتقال اطلاعات را در حضور چندین منبع اطلاعاتی بررسی می‌کنند، سازگار است. نتایج به دست آمده در این پژوهش از بعد معناداری با نتایج پژوهش‌های خوشکار و نیکویی [۳]، داس و دولی [۱۷]، کاپلان و پرزکوازوس [۲۵]، امالیا و نفیسا [۱۵] و ایفادا و ویتیاستوتی [۲۲] همخوانی دارد. در فرضیه دوم پژوهش بیان شد: فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی بازده آتی سهام دارد. نتایج نشان داد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی بازده آتی سهام دارد، در نتیجه فرضیه دوم پژوهش تایید می‌شود. شرکت‌های سودآور با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف، خود را از شرکت‌های با سودآوری کم از طریق سطح سود تقسیمی متمایز می‌کنند. در مقابل، شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی دارند، اغلب سود سهام پرداخت نمی‌کنند و زمانی سود پرداخت می‌کنند، که در پاسخ به تغییرات مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری آنها است. افزون بر این شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف، اطلاعات سود آتی را به‌طور قابل توجهی از طریق تغییرات در سود تقسیمی منتقل می‌کنند. به‌طور خاص، زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتر باشد، تغییرات تقسیم سود سهام اطلاعات بیشتری را در مورد بازده آتی سهام منتقل می‌کند و این تغییرات واکنش‌های مهمتری را توسط بازار ایجاد می‌کند. واکنش‌های بزرگتر بازار به نوبه خود، انگیزه‌های ارزش‌گذاری قوی‌تری برای پرداخت سود سهام ایجاد می‌کند. مطابق با واکنش شرکت‌ها به این انگیزه‌های ارزش‌گذاری شرکت افزایش یافته و می‌توان انتظار داشت شرکت‌ها زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتری دارند، تقسیم سود سهام را افزایش دهند. نتایج به دست آمده در این پژوهش از بعد معناداری با نتایج پژوهش‌های گلیجانی و شهبازی [۱۲]، داس و دولی [۱۷]، کاپلان و پرزکوازوس [۲۵]، امالیا و نفیسا [۱۵] و ایفادا و ویتیاستوتی [۲۲] همخوانی دارد. در فرضیه سوم پژوهش بیان شد: فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی درآمدهای آتی دارد. مدل آزمون فرضیه سوم پژوهش در دو وقفه زمانی مورد برآزش قرار گرفته نتایج فرضیه سوم در هر دو وقفه مبنی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش‌بینی درآمدهای آتی دارد، رد می‌شود. تقسیم سود سهام می‌تواند به عنوان سیگنال قوی‌تری از پایداری سود (یعنی سود پایدار تولید شده توسط دارایی‌های موجود) در زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف‌تر هستند، عمل کند. نسبت به شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی‌تری دارند، انتظار

می رود شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیف متعهد شوند که مقدار بیشتری از درآمدهای آتی را به عنوان سود سهام پرداخت کنند. از منظر اطلاعاتی، این امر باعث می‌شود که سود سهام شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری ضعیفی دارند، اطلاعات بیشتری را در مورد درآمدهای آتی ارائه دهند. ارتباط بین سود سهام و درآمدهای آتی با ضعیف‌تر شدن فرصت‌های سرمایه‌گذاری به طور یکنواخت افزایش می‌یابد. این موضوع با هزینه فرصت بالاتر پرداخت سود سهام در بین شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری قوی دارند و اطلاعات سودآوری خود را در تقسیم سود سهام کاهش می‌دهد، سازگار است. از این رو انتظار می‌رفت که فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش بینی درآمدهای آتی داشته باشد ولی نتایج این پژوهش نشان داد فرصت‌های سرمایه‌گذاری تاثیر مثبتی بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش بینی درآمدهای آتی ندارد. وجود عواملی چون سرمایه‌گذاران فرصت‌طلب، دخالت‌های دولت و وجود شواهدی دال بر کارا نبودن بازار موجب ایجاد این عدم رابطه در این پژوهش شده است. نتایج به دست آمده در این پژوهش از بعد معناداری با نتایج پژوهش‌های قدرتی زوارم و همکاران [۹]، داس و دولی [۱۷] و کاپلان و پرزکاوایوس [۲۵] همخوانی ندارد. در فرضیه چهارم پژوهش بیان شد: حاکمیت شرکتی بر تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش بینی سودآوری آتی اثر مثبتی دارد. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی بر تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش بینی سودآوری آتی اثر مثبتی دارد، در نتیجه فرضیه چهارم پژوهش تایید می‌شود. مدل‌های نظری و تجربی سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، به طور وسیع بر اساس منطق مختص خودشان به مدل‌های فرموله شده در وضعیت اطلاعات کامل، عدم تقارن اطلاعاتی و مدل‌هایی که از اصول رفتاری استفاده می‌کند تفکیک شده‌اند. مدل‌های اطلاعات نامتقارن حاصل از نواقص بازار (نبودن رقابت کامل)، مبنایی برای تشریح سیاست‌های تقسیم سود شرکت فراهم می‌آورد. کاهش نابرابری اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران در برابر تغییرات غیرمنتظره سیاست‌های تقسیم سود، پایه و اساس مدل‌های علامت دهی سود تقسیمی می‌باشد. مدیران سودهای تقسیمی را زمانی افزایش می‌دهند که انتظار دارند سود در آینده افزایش یابد و افزایش تقسیم سود سهام اطلاعات خوبی درباره عملکرد جاری و آتی شرکت داشته باشد. لذا تغییرات سود سهام حاوی اطلاعاتی است و به همین دلیل اثر علامت دهی، اثر محتوای اطلاعاتی نیز نامیده می‌شود. افزون بر این سیاست تقسیم سود، با کاهش منابع و جریان نقد آزاد در دسترس مدیران، تضاد نمایندگی را کاهش می‌دهد. به علاوه، سود تقسیمی به کاهش نابرابری اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران کمک کرده و اگر سیستم حاکمیت شرکتی خوب عمل کند، مشکلات اطلاعاتی و نظارتی کمتری وجود خواهد داشت. لذا می‌توان انتظار داشت که حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با توانایی تغییرات تقسیم سود در پیش بینی سودآوری آتی اثر مثبتی داشته باشد. نتایج به دست آمده در این پژوهش از بعد معناداری با نتایج پژوهش‌های قدرتی زوارم و همکاران [۹]، عزیزی و همکاران [۸]، سیرانی و قاسم نژاد [۷]، حسینی و همکاران [۳]، داس و دولی [۱۷]، هارتونو و

همکاران [۲۰]، کاپلان و پرزکوازوس [۲۵]، امالیا و نفیسا [۱۵]، ایفادا و ویتیاستوتی [۲۲] و کیم [۲۶] همخوانی دارد.

با وجود این که در حالت کلی در جامعه آماری ارتباط معنی داری بین فرصت های سرمایه گذاری و سیاست های تقسیم سود کشف شد ولی با توجه به رابطه مستقیم بین فرصت های سرمایه گذاری و سیاست های تقسیم سود می توان گفت متأسفانه سرمایه گذاران به دلیل تورم و عوامل دیگر سود تقسیمی زیاد را به کم ترجیح می دهند که اگر همین روال ادامه پیدا کند شرکت ها در سال های بعد دچار مشکل اساسی شده و توان رقابت داخلی و خارجی خود را از دست می دهند چرا که علاوه بر کاهش فرصت های رشد آتی، ارزش شرکت را نیز تحت تاثیر قرار می دهند لذا پیشنهاد می گردد حتماً در مجامع عمومی شرکت ها اولاً پروژه های سرمایه ای به تفصل به سرمایه گذاران ارائه و ثانیاً با توجه به پروژه های سرمایه گذاری اقدام به تعیین سیاست تقسیم سود نمایند. کارگزاران بورس و مشاوران مالی مسئولیت تجزیه و تحلیل وضعیت مالی شرکت های داخل بورس و تشریح وضعیت مالی آینده شرکت ها به ویژه در زمینه پیش بینی سودآوری آتی و بازده آتی برای متقاضیان خرید و فروش سهام را دارا هستند. آن ها می توانند با استفاده از مدل این پژوهش و با توجه به نحوه و میزان تاثیرگذاری متغیرهای نظیر فرصت های سرمایه گذاری، سیاست های و حاکمیت شرکتی بر پیش بینی سودآوری آتی و بازده آتی، تصمیمات بهتر در خصوص امور مالی متقاضیان سهام مبنی بر خرید و فروش آن در بازار اوراق بهادار اتخاذ نمایند.

فهرست منابع

۱. آقابالایی بختیار، حنانه، صراف، فاطمه، فرج‌زاده‌دهکردی، حسن. (۱۳۹۷). "رابطه بین فرصت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و تأخیر در ارائه گزارش حسابرسی". **مجله بررسی‌های حسابداری**، ۵ (۱۹)، ۱-۲۰.
۲. حسینی، سیده مریم، گرجی‌زاده، داود، خان محمدی، محمدحامد. (۱۳۹۹). "ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک". **رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری**، ۴۰ (۱)، ۱۰۰-۱۱۵.
۳. خوشکار، فرزین، نیکویی، مرضیه. (۱۳۹۶). "تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رویه‌های تقسیم سود". **مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری**، ۳ (۴)، ۸۷-۱۰۷.
۴. خیرجو، الهه، زحمتکش، زینب، شهرستانی، سهیلا. (۱۴۰۲). "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سودآوری و کارآیی عملیاتی شرکت‌ها". **مدیریت و حسابداری در هزاره سوم**، ۲۷، ۱۱-۸۸.
۵. رضایی، فرزین، صادق‌نژاد هزاوه، سامانه. (۱۳۹۷). "بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش تضاد بین تصمیمات سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود". **نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۱۰ (۳۷)، ۲۱-۴۰.
۶. رنگزن مقدم، رقیه، لشگری، زهرا. (۱۳۹۷). "تأثیر سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با تأکید بر کیفیت گزارشگری مالی". **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی**، ۱۰ (۴۰)، ۲۱-۴۶.
۷. سیرانی، محمد، قاسم‌نژاد، فاطمه. (۱۴۰۱). "بررسی تأثیر مولفه‌های حاکمیت شرکتی بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری و حاکمیت شرکتی**، ۱ (۱)، ۴۳-۶۲.
۸. عزیزی، فرهاد، قدرتی زوارم، عباس، محمددوست، اعظم، شاهمرادی، مهدی. (۱۴۰۱). "بررسی ارتباط بین رقابت در بازار محصولات و سود تقسیمی با نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی". **نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری**، ۶ (۲۰)، ۲۵۳۲-۲۵۵۰.
۹. قدرتی زوارم، عباس، عزیزی، فرهاد، باقری ایرج، الهام، نصیری، داریوش. (۱۴۰۱). "بررسی رابطه بین تغییرات سود تقسیمی و سود هر سهم بر تغییرات سود آتی". **فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت**، ۵ (۶۳)، ۲۷-۳۷.

۱۰. کربلایی میرزایی، مریم، شاه ویسی، فرهاد، ایوانی، فرزاد. (۱۳۹۵). "مطالعه اثر رشد شرکت بر ارتباط بین ارقام تعهدی اختیاری با بازده سهام". **مطالعات تجربی حسابداری مالی**، ۱۳(۵۲)، ۷۵-۱۱۰.
۱۱. مرادزاده فرد، مهدی، عدل‌زاده، مرتضی، فرج‌زاده، مریم، عظیمی، صدیقه. (۱۳۹۲). "عدم اطمینان اطلاعاتی، عدم تقارن اطلاعاتی و فرصت‌های رشد". **فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی**، ۱۱(۳۹)، ۱۲۵-۱۴۵.
۱۲. گلیجانی، مهرداد، شهبازی، فرشته. (۱۴۰۲). "متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده سهام". **نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری**، ۷(۲۵)، ۱۸۶۰-۱۸۷۴.
۱۳. یحیی‌زاده فر، محمود، عمادی، سید مهدی. (۱۳۹۰). "رابطه میان جریان نقدی آزاد، وضعیت سودآوری و میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، ۱۴، ۱۸۷-۲۰۱.
14. Adaoglu, C. (2000). "Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange _ ISE/ corporations: evidence from an emerging market". **Emerging Markets Review**, 1, 252-270.
15. Alza, R. Z., Utama, A. A. G. S. (2018). "Pengaruh kebijakan pendanaan, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan resiko bisnis sebagai variabel pemoderasi". **Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis Airlangga**, 3 (1), 396-415.
16. Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., Michaely, R. (2005). "Payout Policy in the 21st Century". **Journal of Financial Economics**, 77 (3), 483-527.
17. Das, S., Dhole, S. (2024). "Dividend cuts and a firm's investment opportunity set". **J Bus Fin Acc**, 1-36.
18. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R. M. (2006). "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory". **Journal of Financial Economics**, 81 (2), 227-254.
19. Esqueda, Omar A. (2015). "Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy". **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 3, 1-14.
20. Hartono, W., Kazia, L., Kartikasari, G. (2023). "The Impact of Corporate Governance on Dividend Pay-out Ratio Policy During the Covid-19 Era: The study case in the Basic Material Industry in Indonesia". **IJAFAP**, 6 (2), 67-82.

21. Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". **The American Economic Review**, 76 (2), 323-329.
22. Ifadah, A. Z., Witiastuti, R. S. (2021). "Investment Opportunity Set and Dividend Policy: An Evidence in Indonesia Manufacturing Sector". **Management Analysis Journal**, 10 (2), 212-222.
23. Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". **The American Economic Review**, 76 (2), 323-329.
24. Miller, M. H., Rock, K. (1985). "Dividend policy under asymmetric information". **Journal of Finance**, 40 (4), 1031-1051.
25. Kaplan, Zachary, Pérez-Cavazos, Gerardo. (2022). "Investment as the Opportunity Cost of Dividend Signaling". **The Accounting Review**, 97 (3), 279-308.
26. Kim, R. (2021). "Dividend reputation, dividend yield and stock returns in Korea". **Journal of Derivatives and Quantitative Studies**, 29 (1), 73-99.
27. Silva, L., Goergen, M., Renneboog, L. (2004). **Dividend Policy and Corporate Governance**, Oxford University Press.



The Role of Investment Opportunities and Corporate Governance on the Relationship between Dividend in Predicting Future Profitability and Company Future Returns

Omid Jahanbakhsh

Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran

Rahman Saedi¹©

Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran

Mohsen Dastgir

Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran

(Received: November 3, 2024; Accepted: March 10, 2025)

Purpose: among the information provided by commercial units, profit information as an important channel of communication between investors and managers; It has a special place. There are two theoretical schools in the field of profit sharing. The school of imperfect markets considers the profit sharing policy to be relevant, and the school of perfect markets considers it irrelevant. The followers of the school of incomplete markets believe that it is better for companies to have a stable dividend policy. Followers of the school of perfect markets believe that dividend distribution does not affect the value of companies. Because the market is complete and the cost of financing from outside and inside the company is the same. Therefore, the purpose of this paper is to examine the role of investment opportunities and corporate governance on the relationship between profit sharing in predicting future profitability and future returns of the company

Method: In terms of the purpose, the current research is of the type of basic experimental research. In this research, the required data has been extracted from the financial statements of companies and Sandakawi, as well as from the Kodal website. The statistical population of the current research is the companies accepted in the Tehran Stock Exchange, in the period from 2015 to 2022, and 105 companies were selected as a sample by the method of systematic elimination. Eviews 10 and Stata 14 software were used for data preparation and model estimation, and for testing the research hypotheses, a composite data model was used.

Findings: The results showed that investment opportunities have a positive effect on the ability of profit sharing in predicting future profitability. Also, the results showed that investment opportunities have a positive effect on the ability of changes in profit distribution in predicting future returns. But investment opportunities do not have a significant effect on the ability of changes in profit distribution to predict future income. Also, the results showed that corporate governance has a positive effect on the impact of investment opportunities on the ability of changes in profit distribution in predicting future profitability.

Conclusion: If a favorable corporate governance system is established in a company, the information asymmetry and conflict of interest created between managers and shareholders will be reduced and lead to the appropriate allocation of company resources among assets in the form of an efficient investment portfolio or in the form of profit distribution among shareholders. In this way, the expected returns and profitability of the stakeholders will also be met.

Keywords: Stock Returns, Corporate Governance, Profitability, Dividend Policy, Investment Opportunities.

¹ saedi.r@iau.ac.ir © (Corresponding Author)