

مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز
دوره اول، شماره اول، پاییز ۱۳۸۸، پیاپی ۵۷/۳
(مجله علوم اجتماعی و انسانی سابق)

آزمون تجربی فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود نقدی در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر غلامرضا کردستانی*
دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)

چکیده

فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود سهام نقدی بیان می‌دارد، سود نقدی حاوی اطلاعاتی در باره تغییرات سودهای آتی است و تغییر سود سهام نقدی از تغییر سودهای آتی شرکت خبر می‌دهد. بر این اساس، مدیران شرکت‌ها فقط وقتی سود سهام را افزایش می‌دهند که مطمئن باشند می‌توانند در آینده سطح جدیدی از توزیع سود را حفظ کنند. آنها با افزایش سود نقدی به سهامداران پیام می‌دهند که سودآوری آتی شرکت رو به افزایش است. در این مطالعه، به منظور فراهم نمودن شواهدی تجربی درباره‌ی پیام‌رسانی سود نقدی، رابطه بین درصد تغییرات سود نقدی با سود غیر منتظره بر روی نمونه‌ای متشکل از ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره‌ی هشت ساله (۱۳۷۸-۱۳۸۵) مورد بررسی قرار گرفته و فرضیه‌ی تحقیق بر اساس داده‌های ترکیبی و مقطعی آزمون شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد، بین درصد تغییرات سود نقدی و سود غیر منتظره (تغییرات سودهای آتی) رابطه‌ی مثبت معناداری وجود دارد و پس از کنترل بازده سهامداران عادی این ارتباط همچنان معنادار باقی می‌ماند. این نتایج، فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود سهام نقدی را در بورس اوراق بهادار تهران تایید می‌کند. این یافته، پیش‌بینی سودآوری آتی شرکت‌ها را برای سرمایه‌گذاران تسهیل می‌کند، زیرا فرض بر این است که افزایش سود نقدی از افزایش سودآوری آتی خبر می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: ۱. تغییرات سود نقدی ۲. سود غیر منتظره ۳. سود آوری آتی ۴. پیام‌رسانی سود نقدی.

۱. مقدمه

فرضیه‌ی اطلاعات نامتقارن بیان می‌دارد، مدیران اطلاعات محرمانه‌ای درباره‌ی آینده‌ی شرکت

* استادیار بخش حسابداری

دارند و در جهت پیام‌رسانی این اطلاعات محرمانه سود نقدی توزیع می‌کنند. این پیام‌رسانی در صورتی که شرکت‌هایی با چشم‌انداز آتی ضعیف نتوانند اعلان سود نقدی شرکت‌های قوی را تقلید کنند باورکردنی خواهد بود. مدیران از طریق اعلان سود نقدی در هر دوره به سهامداران اطمینان می‌دهند که در آینده قابل پیش‌بینی به این پرداخت‌ها ادامه می‌دهند، مگر شرایط از کنترل آن‌ها خارج شود و شرکت با مشکلات مالی مواجه گردد، یا مدیریت جدید این سیاست را تغییر دهد. بر این اساس می‌توان گفت پرداخت سود نقدی دارای منطق اقتصادی است و فرضیاتی درباره اثرات اعلان سود نقدی ایجاد می‌کند که به صورت تجربی مشاهده شده‌اند. (فرنکفورت و بوب، ۲۰۰۰)

زمانی که وقتی اطلاعات نامتقارن است، گروهی نسبتاً آگاه هستند (مانند؛ مدیران) و گروهی (مانند؛ سهامداران فعلی و بالقوه) تقریباً از وضعیت مالی شرکت بی‌اطلاع هستند. سرمایه‌گذاران ممکن است در مواجهه با مدیرانی که انتظار می‌رود اطلاعات بیشتری نسبت به آن‌ها داشته باشند و از این اطلاعات استفاده برتری بکنند، برای حفظ منافع‌شان قیمت بالاتری در جهت استفاده از منابع مالی‌شان درخواست نمایند.

یکی از روش‌های حذف هزینه‌های عدم تقارن اطلاعات این است که مدیران قراردادهایی برای کاهش عدم تقارن اطلاعات ببندند و اطلاعاتی را که به تایید حسابرس مستقل رسیده برای سهامداران ارائه کنند. انجام چنین قراردادهایی گران خواهد بود، ولی هزینه‌ی سرمایه‌ی را کاهش داده و اجازه می‌دهد سرمایه‌گذاری‌ها سودآور شوند و ادامه یابند و این برای همه گروهها بهتر است.

روش دیگر آرایه‌ی اطلاعات قابل اتکا درباره‌ی ارزش شرکت که البته همراه با هزینه است، توزیع سود نقدی با اهداف پیام‌رسانی است. گزارش سود و به دنبال آن توزیع سود نقدی هر دو بخشی از ساختار اطلاعاتی بازار هستند و به نظر می‌رسد سود نقدی در ارتباط با گزارش‌های سود، نقش پیام‌رسانی داشته باشد.

مدیران معمولاً با توجه به اهداف بلندمدتی که دارند نسبتی از سود را که باید توزیع شود تعیین کرده و به جای توجه به مبلغ سود، بر تغییر سود نقدی تاکید می‌کنند. در صورتی که سود سال جاری بیشتر از سال قبل باشد، سود نقدی افزایش نمی‌یابد، مگر مدیران معتقد باشند که سودهای آتی به اندازه‌ی کافی افزایش خواهد داشت که بتوان توزیع سود نقدی بالاتر را ادامه داد.

سهامداران از افزایش سود نقدی به این نتیجه می‌رسند که، به اعتقاد مدیران سودهای آتی و سود نقدی آتی، در سطح بالاتری از آنچه در گذشته وجود داشته، تداوم خواهد داشت. بنابراین، سهامداران که فرض می‌شود به اندازه‌ی مدیران از وضعیت مالی شرکت اطلاعات ندارند به افزایش سود نقدی واکنش نشان داده و قیمت سهام را در بازار افزایش می‌دهند. (فرنکفورت و بوب، ۲۰۰۰)

برعکس زمانی که مدیران بر این باور باشند که سودآوری بلندمدت کاهش خواهد یافت، سود نقدی را کاهش داده و سهامداران از طریق معامله سهام شرکت با قیمت پائین‌تر، واکنش نشان می‌دهند.

با توجه به اینکه مدیران از سهامداران اطلاعات بیشتری دارند و قادرند سود سال جاری را به دو بخش ناپایدار و پایدار تجزیه کنند، احتمالاً پیام‌رسانی سود سهام نقدی معتبر باقی می‌ماند، زیرا مدیران سعی می‌کنند از طریق در دسترس قرار دادن سایر منابع اطلاعاتی صداقت و درستی خودشان را نزد سرمایه‌گذاران حفظ نمایند. چرا که خدشه‌دار شدن شهرت مدیران، ترس از قانون و سایر فرصت‌هایی که برای تصفیه حساب گذشته وجود دارد بر درآمد آتی مدیران تاثیر می‌گذارد. (اسکینر^۲، ۲۰۰۳)

البته، جان لینتزر - اقتصاددان مالی فقید دانشگاه هاروارد - بر این عقیده بود که اثر متقابل اخبار سود و سود نقدی در طول زمان تغییر می‌یابد، همان‌طور که انگیزه‌ی پرداخت سود نقدی تغییر می‌کند. (لینتزر^۲، ۱۹۵۶)

بازار به چند دلیل به اعلان سود نقدی واکنش مثبتی نشان می‌دهد:

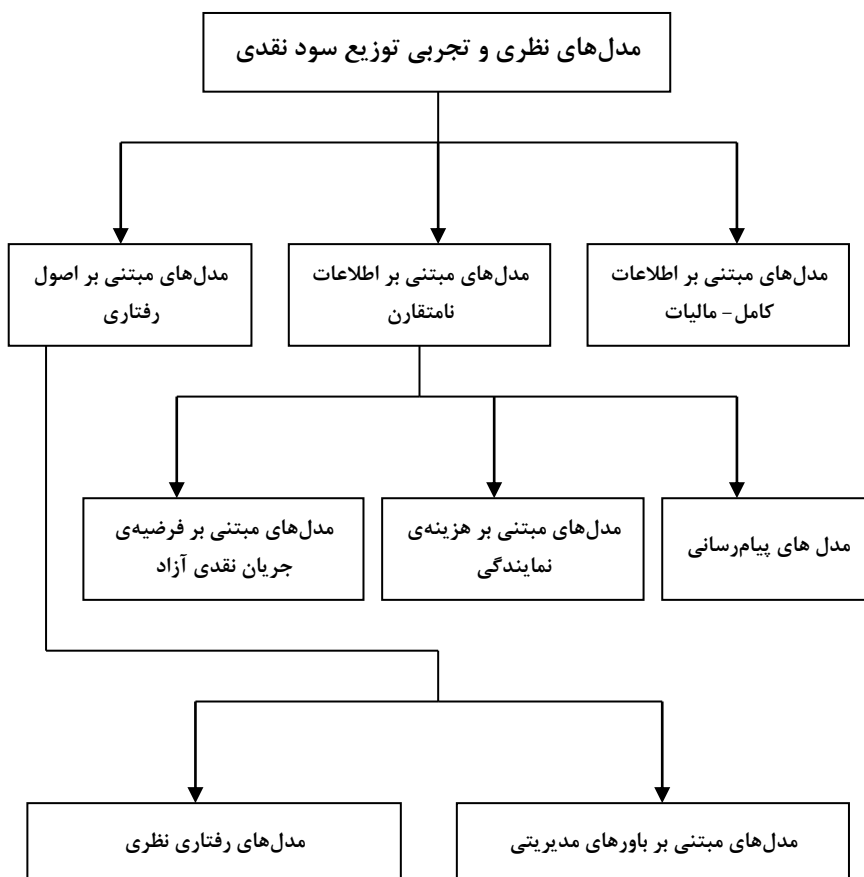
دلیل اول این است که بازار از اهمیت اعلان سود (به عنوان یک پیش‌بینی کننده از سودهای پایدارتر) آگاه است و فواید متصور از کاهش ریسک سیستماتیک شرکت، بیشتر از جبران کاهش مورد انتظار در سود آوری و جریان نقدی شرکت است.

دلیل دوم این است که سهامداران با اعلان سود نقدی به این نتیجه می‌رسند که هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد. زیرا، سود نقدی وجه نقد در دسترس مدیران برای مصارف اختیاری را کاهش می‌دهد.

دلیل سوم این است که اعلان سود نقدی نشانه‌ای از کندی رشد شرکت است و مدیران جریان نقدی آزاد ناشی از ثبات و مرحله‌ی بلوغ واقعی شرکت را در پروژه‌های غیر بهینه مصرف نمی‌کنند.

۲. مدل‌های توزیع سود نقدی

به طور کلی می‌توان مدل‌های نظری و تجربی توزیع سود را بر مبنای معیارهای کیفی مرتبط با ماهیت ساختاری بازار و یا عملکرد عقلایی سرمایه‌گذاران به سه دسته تفکیک نمود، که مدل‌های پیام‌رسانی جزء مدل‌های مبتنی بر اطلاعات نامتقارن هستند. در نمودار شماره ۱ مدل‌های نظری و تجربی توزیع سود نقدی منعکس شده است:



نمودار ۱: دسته بندی مدل‌های نظری و تجربی توزیع سود نقدی

در این بخش فقط به توضیح مدل‌های مبتنی بر اطلاعات نامتقارن که شامل مدل‌های پیام‌رسانی سود نقدی است پرداخته شده و از توضیح سایر مدل‌ها به جهت عدم ارتباط با موضوع تحقیق، صرف‌نظر شده است.

۳. مدل‌های مبتنی بر اطلاعات نامتقارن

۳.۱. مدل‌های پیام‌رسانی

عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و مالکان و تعدیل آن از طریق تغییرهای غیرمنتظره در سیاست تقسیم سود، سنگ بنای مدل‌های پیام‌رسانی است. طرفداران نظریه‌ی پیام‌رسانی بر این باورند که سیاست تقسیم سود شرکت یکی از روش‌های پیام‌رسانی درباره‌ی کیفیت سود شرکت می‌باشد که هزینه‌ی آن از سایر روش‌های پیام‌رسانی کمتر است.

استفاده از سود سهام نقدی به عنوان روشی برای انتقال پیام، دلالت بر این دارد که سایر روش‌های پیام‌رسانی جایگزین کاملی برای سود سهام به حساب نمی‌آیند. (آسکئید و مولینز^۴، ۱۹۸۶)

۳.۲. مدل‌های مبتنی بر هزینه‌ی نمایندگی

مسئله‌ی نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعات، به انتقال بالقوه‌ی ثروت از دارندگان اوراق قرضه به سهامداران منجر می‌شود. مدیران نیز از طریق قبول پروژه‌های سرمایه‌گذاری با بازدهی و ریسک بالا و کوتاهی در قبول پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت و مصرف وجوه اضافی باقیمانده (بیش از حد معمول) زمینه‌ی انتقال ثروت را فراهم می‌سازند. سیاست تقسیم سود شرکت به دو طریق این روابط را تحت تاثیر قرار می‌دهد:

تضاد منافع بالقوه بین دارندگان قرضه و سهامداران موجب می‌شود تا در قراردادهای بدهی، پرداخت سود سهام به حداقل برسد تا از انتقال ثروت جلوگیری شود.

روش دیگری که سیاست تقسیم سود هزینه‌های نمایندگی را تحت تاثیر قرار می‌دهد، کاهش این هزینه‌ها با افزایش نظارت بازار سرمایه است.

پرداخت سود سهام نقدی به میزان زیاد، وجوه در دسترس برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مصارف بیش از حد مدیریت را کاهش داده و مدیران را به تامین مالی از بازار سرمایه وادار می‌کند. نظارت کارآی بازار سرمایه از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بهینه‌ی شرکت و مصرف بیش از حد عواید اضافی مدیریت می‌کاهد و هزینه‌های مرتبط با تفکیک مدیریت از مالکیت را کاهش می‌دهد. کارلوس اظهار می‌دارد در حالی که عملکرد مدیریت کمتر از آنچه باید کنترل می‌شود، تداوم موفقیت شرکت‌ها و حیات طولانی آن‌ها بیانگر این است که عملکرد مدیریت در کل قابل قبول می‌باشد. (کارلوس^۵، ۱۹۹۲)

۳.۳. مدل‌های مبتنی بر فرضیه‌ی جریان نقدی آزاد

ترکیب عدم تقارن اطلاعات بازار و نظریه‌ی نمایندگی، منجر به ارایه‌ی فرضیه‌ی جریان نقدی آزاد جنسن شد. مدیران با تدبیر در جستجوی بیشترین منافع برای سهامداران باید در کلیه‌ی فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری کنند. وجوه باقیمانده بعد از تامین مالی کلیه‌ی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، علت تضاد منافع بین مدیران و سهامداران است. تفکیک مدیریت از مالکیت، مدیران را وسوسه می‌کند تا وجوه نقد مازاد بر سرمایه‌گذاری را بیهوده مصرف کنند (جنسن^۶، ۱۹۸۶).

پرداخت سود سهام نقدی و بهره‌ی بدهی‌ها، جریان نقدی آزاد در دسترس مدیریت برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت و مصرف بیش از حد معمول مدیریت را کاهش می‌دهد.

۴. مسأله‌ی تحقیق

در ادبیات مالی دو فرضیه‌ی «پیام‌رسانی سود نقدی^۷» و «محتوای اطلاعاتی سود نقدی^۸»، مورد آزمون تجربی قرار گرفته و تحقیقات زیادی را به خود اختصاص داده است.

۴.۱. فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود نقدی

این فرضیه بیان می‌دارد: سود سهام نقدی حاوی اطلاعاتی درباره‌ی تغییرات سودهای آتی است. وقتی سود سهام نقدی تغییر می‌کند، این تغییر از تغییر سودهای آتی خبر می‌دهد. زمانی که شرکت‌ها پرداخت سود سهام نقدی را تعهد می‌کنند، به ویژه وقتی این سود محتوای اقتصادی داشته باشد، به سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند که درباره‌ی 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 پایدار خواهد بود.

شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد سود سهام نقدی اطلاعاتی درباره‌ی کیفیت سودهای گزارش شده فراهم می‌کند، ولی درباره‌ی تغییرات سودهای آتی پیامی نمی‌دهد. بنابراین، علی‌رغم تحقیقات زیاد انجام شده، اعتبار تجربی فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود سهام نقدی، در ادبیات دانشگاهی بحث‌انگیز باقی مانده است. (اسکینر، ۲۰۰۳)

۴.۲. فرضیه‌ی محتوای اطلاعاتی سود نقدی

این فرضیه بیان می‌دارد: سود سهام نقدی حاوی اطلاعاتی درباره‌ی چشم‌انداز آتی سودهای شرکت است. مدیران شرکت‌ها تمایلی به افزایش سود سهام نقدی ندارند، مگر باور آن‌ها بر این باشد که می‌توانند سطح جدیدی از سود سهام نقدی را در آینده حفظ کنند.

بنابراین، توزیع منظم سود سهام نقدی از پایداری سودهای آتی خبر می‌دهد و فرض می‌شود سود سهام نقدی حاوی اطلاعاتی درباره‌ی کیفیت سود است.

بر این اساس، بعید به نظر می‌رسد شرکت‌هایی که کیفیت سود آن‌ها سوال برانگیز است بتوانند از سیاست پرداخت منظم سود سهام نقدی که از نظر اقتصادی با اهمیت باشد حمایت کنند. در این رابطه سوالی که مطرح می‌شود این است که اگر بتوان از سود سهام نقدی برای ارزیابی کیفیت سودهای گزارش شده استفاده کرد، آیا سودهای گزارش شده‌ی جاری شرکت‌هایی که به طور منظم سود سهام نقدی توزیع می‌کنند با سودهای آتی رابطه‌ی معناداری خواهد داشت و آیا می‌توان سودهای جاری را پایدار در نظر گرفت؟ پایداری سود، پیش‌بینی سود را که مورد استفاده در مدل‌های ارزشیابی سهام است برای سرمایه‌گذاران تسهیل می‌کند.

در این تحقیق به دنبال پیدا کردن پاسخی برای سوال زیر هستیم:

آیا شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق توزیع سود نقدی درباره‌ی چگونگی تغییر سودآوری آتی شرکت به سرمایه‌گذاران پیام می‌دهند؟ در صورتی که پاسخ مثبت باشد، سرمایه‌گذاران می‌توانند تغییر سود نقدی را مرتبط با تغییر سودآوری آتی شرکت در نظر بگیرند و آن را به عنوان یک متغیر مربوط وارد مدل تصمیم خود نمایند.

۵. پیشینه‌ی تحقیق

اسکینر، اعتبار فرضیه‌ی محتوای اطلاعاتی سود سهام نقدی و فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود سهام نقدی را مورد بررسی مجدد قرار داد. وی دو سؤال زیر را به صورت تجربی آزمون کرد: آیا سود سهام نقدی اطلاعاتی درباره‌ی کیفیت سودهای گزارش شده ارائه می‌کند؟ آیا سود سهام نقدی حاوی اطلاعاتی درباره‌ی تغییرات آتی سودهای گزارش شده است؟

شواهد نشان می‌دهد سود سهام نقدی حتی از سودهای جاری بار اطلاعاتی بیشتری در مورد سودهای آتی ارائه می‌کند. همچنین رابطه‌ی سودهای آتی و سودهای جاری برای شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت می‌کنند در مقایسه با شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند قوی‌تر است و برای شرکت‌هایی که سود سهام نقدی بیشتری توزیع می‌کنند، این رابطه قوت بیشتری می‌یابد. در کل سود سهام نقدی حاوی اطلاعاتی درباره‌ی چشم‌انداز آتی سودهای شرکت است.

شواهد همچنین نشان می‌دهد به دلیل تغییر سیاست توزیع سود و روآوردن مدیران به سیاست توزیع سود محافظه‌کارانه و یکنواخت، فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود سهام نقدی قابل دفاع نیست. وی بیان می‌دارد در سال‌های ۱۹۲۰ تا ۱۹۴۰ سیاست توزیع سود در شرکت‌های امریکایی نسبتاً متغیر و متقارن بود و به طور بالقوه سود سهام نقدی حاوی اطلاعاتی درباره‌ی تغییرات سودهای آتی می‌شد.

از حدود ۱۹۵۰، سیاست توزیع سود به طور فزاینده‌ای محافظه‌کارانه و نامتقارن شد. سود سهام نقدی به دفعات بیشتری توزیع شد و این توزیع ادامه یافت. در حالیکه کاهش در توزیع سود سهام نقدی و عدم توزیع سود به ندرت واقع می‌شد. سری‌های زمانی سود نیز در کل و در طول زمان هموارتر شده و این در سطح تغییرپذیری سود به طور نسبی و مطلق صادق است.

بنابراین، با توجه به تغییر سیاست توزیع سود شرکت‌ها، فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود نقدی امروزه کمتر باورکردنی است. دلیل دیگری که موجب شده است این فرضیه امروزه نسبت به اوایل قرن بیستم کمتر قابل دفاع باشد، پیشرفت تکنولوژی و گسترش اطلاع‌رسانی و فناوری ارتباطات است. اگر مدیران در اوایل قرن بیستم ارتباط کمی با خارج از شرکت به ویژه سرمایه‌گذاران و بازار داشتند و فقط از طریق صورت‌های مالی اطلاع‌رسانی می‌کردند و در چنین محیطی سود سهام نقدی به عنوان یک ابزار ارزشمند برای مدیریت تلقی می‌شد تا در مورد چشم‌انداز آتی سودهای شرکت پیام‌رسانی کند، ولی امروز بر اثر پیشرفت تکنولوژی و گسترش اطلاع‌رسانی و سرعت ارتباطات، مدیران ارتباطات زیادی با سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران مالی و بازار دارند و گروه‌های ذینفع می‌توانند از منابعی غیر از توزیع سود سهام نقدی به ارزیابی چشم‌انداز آتی سودهای شرکت بپردازند. بنابراین، فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود ممکن است کلاً منسوخ شده باشد. شواهد نشان می‌دهد در کل سود سهام نقدی حاوی اطلاعاتی درباره‌ی چشم‌انداز آتی سودهای شرکت است، ولی تغییر سود سهام نقدی در مورد تغییرات سودهای آتی پیام‌رسانی نمی‌کند. (اسکینر، ۲۰۰۳)

نی سیم و زیو، ارتباط بین تغییرات سود نقدی و سود آوری آتی را مورد مطالعه قرار دادند و

شواهدی در تایید فرضیه‌ی محتوای اطلاعاتی سود نقدی ارائه کردند. یافته‌های مطالعه‌ی آن‌ها نشان می‌دهد بعد از کنترل تغییرات مورد انتظار در سودهای آتی، تغییرات سود نقدی رابطه‌ی مثبتی با تغییرات سود در دو سال بعد از تغییر سود نقدی دارد. همچنین تغییر سود نقدی اطلاعاتی درباره‌ی سطح سودآوری در سال‌های بعد از تغییر فراهم می‌کند. (نی سیم و زیو^۹، ۲۰۰۱).

کوچ و سان، تغییرات سود نقدی به عنوان نشانه‌ای از پایداری تغییرات سودهای گذشته را مورد مطالعه قرار دارند. آن‌ها واکنش بازار به تغییرات سود نقدی و تغییرات سودهای گذشته را آزمون کردند. یافته‌ها حاکی از این است که سرمایه‌گذاران بر مبنای تغییرات سود نقدی در ارزیابی خود از پایداری سودهای گذشته تجدید نظری کنند (کوچ و سان^{۱۰}، ۲۰۰۳).

شارما، در پایان نامه‌ی خود اهمیت اخبار سود نقدی را در زمینه‌ی عملکرد شرکت‌ها، ریسک و بازده سهامداران مورد مطالعه قرار داد. یافته‌های تحقیق وی نشان می‌دهد:

شرکت‌ها طی یک دوره‌ی سه ساله قبل از اعلان سود، بهبود معناداری در معیارهای کلیدی عملکرد شرکت گزارش کرده‌اند. سود آوری قوی‌تر شده، جریان نقدی ایجاد شده بهبود یافته و اهرم مالی کاهش یافته است. همچنین متعاقب اعلان سود و ده سال بعد از آن کاهش در سود آوری، افزایش در مخارج سرمایه‌ای و اهرم مالی شرکت‌ها گزارش شده است. تغییر پذیری سود بعد از اعلان سود نقدی به طور معناداری کاهش یافته و ریسک سیستماتیک شرکت‌ها نیز بعد از اعلان سود نقدی کاهش نشان می‌دهد. بلافاصله بعد از اعلان سود بازده مثبت اضافی وجود دارد، ولی بازده اضافی در طول پنج سال بعد از اعلان سود به طور معناداری نسبت به دوره‌ی مشابه قبل از اعلان سود، پایین‌تر است. (شارما^{۱۱}، ۲۰۰۱)

ادواز فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود نقدی را در بازار بورس نیویورک مورد بررسی قرار داد. وی شرکت‌های مورد مطالعه را به سه گروه تقسیم کرد:

گروه اول شرکت‌هایی بودند که سودنقدی را کمی افزایش داده بودند (تا ۱۵ درصد).

گروه دوم شرکت‌هایی بودند که افزایش متوسطی در سود نقدی داشتند (بین ۱۵ تا ۵۰ درصد).

گروه سوم شرکت‌هایی بودند که سود نقدی را زیاد افزایش داده بودند (۵۰ درصد و بیشتر).

یافته‌ها نشان می‌دهد، شواهدی برای حمایت از این نکته که تغییرات سود نقدی حاوی اطلاعاتی درباره‌ی سودهای آتی است وجود ندارد. بهر حال، ارتباط قوی بین تغییرات سود و تغییرات سود نقدی وجود دارد. شواهدی برای حمایت از رابطه بین سودهای گذشته و سود نقدی سال جاری وجود ندارد. افزایش سود نقدی قادر نیست بین رشد سود دائمی و موقتی شرکت‌ها تمایزی قایل شود. تغییرات همزمان سود بین شرکت‌هایی که سود نقدی خود را کاهش داده و شرکت‌هایی که سود نقدی آن‌ها تغییر نداشته، تفاوت معناداری ندارد. در مجموع می‌توان گفت که تغییرات سود نقدی فقط تغییرات همزمان سود را منعکس می‌کند و درباره‌ی سودهای گذشته، آینده و پایداری سودهای فعلی حرف مهمی برای گفتن ندارد. (ادواز^{۱۲}، ۱۹۹۹)

بنارتز و همکارانش به بررسی این موضوع پرداختند که آیا تغییرات سود نقدی از گذشته پیام می‌دهد یا از آینده؟ آن‌ها برای بررسی اینکه آیا تغییرات سود نقدی دارای محتوای اطلاعاتی درباره‌ی سود است محتوای اطلاعاتی را به صورت زیر تعریف کردند:

- شرکت‌هایی که در سال صفر سود نقدی‌شان را افزایش (کاهش) می‌دهند در سال ۱، ۲ و... سود غیرمنتظره مثبت (منفی) خواهند داشت.

- از میان شرکت‌هایی که سود نقدی‌شان را افزایش می‌دهند، افزایش بیشتر در سود نقدی همراه با افزایش بیشتر در سود غیر منتظره در سال‌های بعد خواهد بود.

یافته‌ها نشان می‌دهد شواهد کمی در حمایت از این دیدگاه وجود دارد که تغییر سود نقدی از تغییر سود آتی خبر می‌دهد. همچنین، شرکت‌هایی که سود نقدی‌شان را افزایش داده‌اند در مقایسه با شرکت‌هایی که تغییری در سود نقدی نداشته‌اند، تمایل کمتری به کاهش سود در آینده دارند.

به این ترتیب، تغییر سود نقدی حاوی این پیام است که افزایش جاری در سود دائمی است. اگر اعلان سود نقدی دارای محتوای اطلاعاتی باشد، باید گفت که تغییر در سودهای جاری دائمی است تا موقتی. (بنارتز، رونی و ریچارد^{۱۳}، ۱۹۹۷)

بهرام فر و مهرانی، رابطه‌ی بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های تحقیق آن‌ها موید وجود رابطه‌ی معنادار بین سود تقسیمی و سود پیش‌بینی شده هر سهم است. آن‌ها همچنین نشان دادند سود تقسیمی تابعی از سود تقسیمی دوره‌ی قبل و سود هر سهم در دوره‌ی جاری است (بهرام‌فر و مهرانی، ۱۳۸۳)

اعتمادی و چالاکی، رابطه‌ی بین عملکرد و سود نقدی شرکت‌ها را مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های تحقیق آن‌ها حاکی از وجود رابطه‌ی مثبت بین سود عملیاتی و سود نقدی و همچنین سود هر سهم و سود نقدی هر سهم می‌باشد که از نظر آماری معنادار است. (اعتمادی و چالاکی، ۱۳۸۴)

علوی طبری و جلیلی سودمندی، متغیرهای بنیادی در پیش‌بینی رشد سود را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها از چهار متغیر ارزش‌دفتري حقوق‌صاحیان سهام، قیمت سهام، سود تقسیمی و سود عملیاتی به عنوان متغیرهای بنیادی برای پیش‌بینی رشد سود استفاده کردند. یافته‌های تحقیق آن‌ها نشان داد، سود تقسیمی ارتباط معناداری با رشد سود عملیاتی ندارد. (علوی طبری و جلیلی، ۱۳۸۵)

۶. فرضیه‌ی تحقیق

فرضیه‌ی تحقیق برای آزمون سوال تحقیق مبنی بر وجود ارتباط معنادار بین تغییرات سود نقدی و سودآوری آتی شرکت، به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه‌ی تحقیق: رابطه‌ی مثبت معناداری بین سود غیر منتظره و تغییرات سود نقدی وجود دارد.

۷. روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات تجربی^{۱۴} است که با توجه به عدم امکان کنترل کلیه متغیرهای نامربوط، نمی‌تواند از نوع تجربی محض^{۱۵} باشد. با توجه به تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته این تحقیق، از نوع تحقیقات شبه آزمایشی^{۱۶} است.

۷.۱. قلمرو تحقیق

مساله‌ی پیام رسانی سود نقدی، تئوری‌های تقسیم سود، رابطه‌ی بین تغییرات سود نقدی با سودآوری آتی و سود غیر منتظره قلمرو موضوعی تحقیق، بورس اوراق بهادار تهران قلمرو مکانی و سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ قلمرو زمانی تحقیق را تشکیل داده‌اند.

۷.۲. گردآوری اطلاعات

اطلاعات موردنیاز برای آزمون فرضیه‌ی تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌های مورد مطالعه استخراج یا بر اساس آن محاسبه شده است. این اطلاعات، شامل سود عملیاتی، سود غیر منتظره، سود نقدی، تغییرات سود نقدی، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده سهامداران عادی است.

۷.۳. جامعه‌ی آماری و نمونه

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه‌ی آماری مورد مطالعه است. نمونه‌ی نهایی تحقیق شامل ۶۰ شرکت است که اطلاعات مرتبط با سود غیر منتظره، تغییرات سود نقدی و بازده سهامداران عادی آن‌ها در دوره‌ی زمانی مورد مطالعه (۱۳۷۸-۱۳۸۵) در دسترس بوده است. انتخاب نمونه‌ی تحقیق بر اساس معیارهای زیر صورت گرفته است:

۱. شرکت‌هایی که از سال ۱۳۷۷ در بورس پذیرفته شده‌اند.

۲. شرکت‌هایی که در طی دوره‌ی مورد مطالعه سود نقدی توزیع کرده‌اند.

۳. شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند بوده است.

۷.۴. مدل‌های مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل اطلاعات

به منظور تعقیب اهداف تحقیق از مدل‌های ۱ تا ۴ به شرح زیر استفاده شده است.

۷.۴.۱. **تغییر سود نقدی:** سود نقدی یک شرکت ممکن است در سال جاری نسبت به سال گذشته افزایش یا کاهش داشته باشد. برای محاسبه‌ی تغییر سود نقدی، از مدل (۱) زیر استفاده شده است:

$$\Delta DIV_{j,t} = \frac{(DIV_{j,t} - DIV_{j,t-1})}{DIV_{j,t-1}} \quad (1)$$

که در آن:

$\Delta DIV_{j,t}$ = تغییر سود نقدی شرکت j در سال t .

$DIV_{j,t}$ = سود نقدی شرکت j در سال t .

$DIV_{j,t-1}$ = سود نقدی شرکت j در سال $t-1$.

۲.۴.۷. سود غیرمنتظره: برای محاسبه‌ی سود غیرمنتظره در این تحقیق از مدل گشت تصادفی استفاده شده است. در این مدل، سود پیش‌بینی شده در سال t برابر با سود سال $t-1$ فرض می‌شود. بر این اساس، سود غیر منتظره از مدل (۲) به دست می‌آید.

$$UE_{j,t} = (E_t - E_{t-1}) / BV_{j,t-1} \quad (2)$$

که در آن:

$$UE_{j,t} = \text{سود غیر منتظره‌ی شرکت } j \text{ در سال } t.$$

$$E_{j,t} = \text{سود گزارش شده‌ی شرکت } j \text{ در سال } t.$$

$$E_{j,t-1} = \text{سود گزارش شده‌ی شرکت } j \text{ در سال } t-1.$$

$$BV_{j,t-1} = \text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت } j \text{ در سال } t-1.$$

۳.۴.۷. مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ی تحقیق: برای آزمون فرضیه‌ی تحقیق از

مدل (۳) استفاده شده است.

$$UE_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t-1} \quad (3)$$

در این مدل متغیرها به شرح زیر تعریف شده‌اند:

$$UE_{j,t} = \text{سود غیر منتظره‌ی شرکت } j \text{ در سال } t.$$

$$\Delta DIV_{j,t} = \text{تغییر سود نقدی شرکت } j \text{ در سال } t.$$

$$\varepsilon_{j,t} = \text{جزء خطاست.}$$

۵.۷. متغیر کنترلی

در این تحقیق، بازده سهامداران عادی که نشان دهنده‌ی سطح سودآوری شرکت‌های مورد مطالعه است، کنترل شده است. مدل (۴) پس از افزودن متغیر کنترلی به مدل (۳) به صورت زیر درآمده است:

$$UE_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t-1} + ROE_{j,t} + \varepsilon_{j,t-1} \quad (4)$$

۸. تحلیل داده‌ها و یافته‌های تحقیق

۸.۱. نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی تحقیق: داده‌های ترکیبی

فرضیه‌ی تحقیق بیان می‌دارد: رابطه‌ی مثبت معناداری بین سود غیر منتظره و درصد تغییرات سود نقدی وجود دارد.

برای آزمون فرضیه‌ی تحقیق مدل (۳) برآورد شده است. جدول شماره ۱ نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی

تحقیق را نشان می‌دهد:

جدول ۱: نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی تحقیق - داده‌های ترکیبی

$$UE_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t-1} \quad (3)$$

متغیر وابسته: سود غیر منتظره

نتیجه	P-Value	آماره t	ضریب متغیر	علامت پیش بینی شده	متغیر توضیحی
به شدت معنادار	۰/۰۰۰۰	۱۷/۴	۰/۹۹	+	درصد تغییرات سود نقدی
F= ۹۴/۹۸			P-value = ۰/۰۰۰۰۰۰		
DW = ۲/۱۴۸			R ² = ۰/۴۵۵		

همان‌گونه که در جدول شماره ۱ مشاهده می‌شود، ضریب متغیر توضیحی مثبت و برابر ۰/۹۹ است. آماره‌ی t برابر با ۱۷/۴ و P-value = ۰/۰۰۰۰ است که از نظر آماری در سطح خطای ۱ درصد معنادار است. بنابراین، رابطه‌ی مثبت و معناداری بین سود غیر منتظره و درصد تغییرات سود نقدی مشاهده می‌شود. آماره‌ی F برابر با ۹۴/۹۸ و P-value = ۰/۰۰۰۰۰۰ مؤید معناداری کل رگرسیون در سطح خطای یک درصد است و بر این اساس، فرضیه‌ی تحقیق تایید می‌شود. از این رو می‌توان نتیجه‌گیری کرد که ارتباط بسیار قوی بین تغییرات سود نقدی و سود غیر منتظره‌ی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران برقرار هست. آماره‌ی دوربین واتسون برابر با ۲/۱۴۸ است که موید عدم وجود خود همبستگی بین اجزای خطا در مدل رگرسیون است. این یافته، فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود نقدی را تایید می‌کند و نشان می‌دهد مدیران برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، اطلاعات خود درباره سودآوری آینده شرکت را از طریق توزیع سود نقدی به سرمایه‌گذاران پیام‌رسانی می‌کنند. بر این اساس، سرمایه‌گذاران می‌توانند به اخبار سود نقدی واکنش مثبت نشان دهند، زیرا توزیع سود نقدی از پایداری سود و تغییر سود نقدی از تغییر سطح سودآوری آتی خبر می‌دهد. آن‌ها همچنین در می‌یابند که هزینه‌های نمایندگی در حال کاهش است و مدیران جریان نقدی آزاد ناشی از مرحله‌ی ثبات و کندی رشد شرکت را در پروژه‌های غیر بهینه سرمایه‌گذاری نمی‌کنند.

برای کنترل سطح سودآوری شرکت‌های نمونه، بازده سهامداران عادی (ROE) کنترل شده است. جدول شماره ۲ نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی تحقیق را پس از کنترل بازده سهامداران عادی نشان می‌دهد.

جدول ۲: نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی تحقیق - داده‌های ترکیبی

$$UE_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t-1} + ROE_{j,t} + \varepsilon_{j,t-1} \quad (۴)$$

متغیر وابسته: سود غیر منتظره

نتیجه	P-value	آماره t	ضریب متغیر	علامت پیش بینی شده	متغیر توضیحی
به شدت معنادار است	۰/۰۰۰۰	۱۷/۴۹	/۹۹۸۹	+	درصد تغییرات سود نقدی
معنادار نیست	۰/۱۳۰۸	-۱/۵	-۰/۰۰۰۸	-	بازده سهامداران عادی
F= ۴۹/۳۶۲			P-value = ۰/۰۰۰۰۰۰		
DW = ۲/۱۶			R ² = ۰/۴۵۹		

پس از کنترل بازده سهامداران عادی همان‌طور که در جدول شماره ۲ منعکس شده است، آماره‌ی t برابر ۱۷/۴۹ و P-value = ۰/۰۰۰۰ موید این است که رابطه‌ی مثبتی بین درصد تغییرات سود نقدی و سود غیر منتظره برقرار است که از نظر آماری در سطح خطای ۱ درصد به شدت معنادار است. براین اساس، می‌توان بیان کرد تغییرات سود نقدی دارای بار اطلاعاتی درباره‌ی تغییرات سودهای آتی است. بنابراین، فرضیه‌ی تحقیق در سطح خطای ۱ درصد تایید می‌شود. بازده سهامداران عادی نیز رابطه‌ی منفی با سود غیر منتظره دارد. آماره‌ی t برابر -۱/۵ و P-value = ۰/۱۳۰۸ است که این رابطه‌ی منفی از نظر آماری معنادار نیست. آماره‌ی دوربین واتسون برابر با ۲/۱۶ است که نشان می‌دهد بین اجزای خطا در مدل رگرسیون خود همبستگی وجود ندارد.

۸.۲. نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی تحقیق: داده‌های مقطعی

به منظور فراهم نمودن شواهد اضافی فرضیه‌ی تحقیق علاوه بر داده‌های ترکیبی بر اساس داده‌های مقطعی نیز آزمون شده است. جدول شماره ۳ نتیجه‌ی آزمون فرضیه تحقیق را نمایش می‌دهد:

جدول ۳: نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی تحقیق - داده‌های مقطعی

$$UE_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t-1} \quad (۳)$$

متغیر وابسته: سود غیر منتظره

نتیجه	P-value	آماره t	ضریب متغیر	علامت پیش بینی شده	متغیر توضیحی
به شدت معنادار	۰/۰۰۰۰	۷/۴۱۳	۱/۳۵۴	+	درصد تغییرات سود نقدی
F= ۵۴/۹۶			P_value = ۰/۰۰۰۰۰۰		
DW = ۱/۹۷۴۵			R ² = ۰/۴۷۷		

بر اساس داده‌های مقطعی، ضریب متغیر توضیحی مثبت و برابر ۱/۳۵۴ است. آماره‌ی t برابر با ۷/۴۱۳، آماره‌ی F برابر با ۵۴/۹۶ و $P\text{-value} = ۰/۰۰۰۰$ است که از نظر آماری در سطح خطای ۱ درصد معنادار است. بنابراین، رابطه‌ی مثبت و معناداری بین سود غیر منتظره و درصد تغییر در سود نقدی مشاهده می‌شود. این نتایج با نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ی تحقیق به روش داده‌های ترکیبی مطابقت دارد و فرضیه‌ی تحقیق را تایید می‌کند.

جدول شماره ۴ نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی تحقیق را پس از کنترل بازده سهامداران عادی، بر اساس داده‌های مقطعی منعکس کرده است.

جدول ۴: نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی تحقیق - داده‌های مقطعی

$$UE_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t-1} + ROE_{j,t} + \varepsilon_{j,t-1} \quad (۴)$$

متغیر وابسته: سود غیر منتظره

نتیجه	P-value	آماره t	ضریب متغیر	علامت پیش بینی شده	متغیر توضیحی
به شدت معنادار است	۰/۰۰۰۰	۸/۴۷۷	۱/۵۳۸	+	درصد تغییرات سود نقدی
معنادار است	۰/۰۳۷	-۳/۰۳۱۶	-۰/۰۰۰۰۶۳	-	بازده سهامداران عادی
F= ۳۵/۹۵۸			P_value = ۰/۰۰۰۰۰۰		
DW = ۱/۹۸۲			R ² = ۰/۵۴۲۳ تعدیل شده		

پس از کنترل بازده سهامداران عادی بر اساس داده‌های مقطعی آماره‌ی t برابر با ۸/۴۷۷، آماره‌ی F برابر با ۳۵/۹۵۸ و برای هر دو آماره $P\text{-value} = ۰/۰۰۰۰$ است که هماهنگ با داده‌های ترکیبی، موید وجود رابطه‌ی مثبتی بین درصد تغییرات سود نقدی و سود غیر منتظره است و این رابطه از نظر آماری در سطح خطای ۱ درصد به شدت معنادار است. براین اساس، فرضیه‌ی تحقیق در سطح خطای ۱ درصد تایید می‌شود. بازده سهامداران عادی نیز، رابطه‌ی منفی با سود غیر منتظره دارد. آماره t برابر ۳/۰۳۱۶ و $P\text{-value} = ۰/۰۳۷$ است که این رابطه‌ی منفی از نظر آماری در سطح خطای ۵ درصد، معنادار است.

۹. بحث و بررسی تطبیقی یافته‌ها

آزمون فرضیه‌ی تحقیق که هم بر اساس داده‌های ترکیبی و هم بر اساس داده‌های مقطعی انجام شده، شواهدی فراهم کرده که از وجود رابطه‌ی مثبت و معنادار بین تغییرات سود نقدی و سودآوری آتی شرکت حکایت دارد و با نتایج تحقیق نی سیم و زیو (۲۰۰۱) هماهنگ است. یافته‌های تحقیق اسکینر (۲۰۰۳) نیز نشان می‌دهد، سود سهام نقدی نسبت به سودهای جاری، بار اطلاعاتی بیشتری در

مورد سودهای آتی ارایه می‌کند. همچنین، رابطه‌ی سودهای آتی و سودهای جاری برای شرکت‌هایی که سود سهام نقدی بیشتری توزیع می‌کنند، قوت بیشتری می‌یابد. در کل، سود سهام نقدی حاوی اطلاعاتی درباره‌ی چشم‌انداز آتی سودهای شرکت است که با یافته‌ی این تحقیق مطابقت دارد. اگرچه یافته‌های تحقیق پیام‌رسانی سود نقدی را تایید می‌کند، ولی پیشرفت تکنولوژی و گسترش اطلاع‌رسانی و فناوری ارتباطات این امکان را برای مدیران فراهم کرده تا ارتباطات زیادی با سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران مالی و بازار داشته باشند و چنانچه سرمایه‌گذاران بتوانند از منابع اطلاعاتی غیر از صورت‌های مالی و توزیع سود سهام نقدی به ارزیابی چشم‌انداز آتی سودهای شرکت بپردازند، ممکن است فرضیه‌ی پیام‌رسانی سود نقدی قابل دفاع نباشد.

۱۰. محدودیت‌های تحقیق

برخی از محدودیت‌های که ممکن است در استفاده از یافته‌های تحقیق حایز اهمیت باشد، به شرح زیر است:

۱. خط و مشی تقسیم سود در صنایع مختلف ممکن است متفاوت باشد و بررسی فرضیه‌ی تحقیق بر حسب صنعت ممکن است به نتایج متفاوتی منجر گردد.
۲. دسته‌بندی شرکت‌ها بر اساس چرخه‌ی عمر به شرکت‌های در حال رشد و شرکت‌هایی که در دوره‌ی ثبات به سر می‌برند ممکن است، بر نتایج تحقیق تاثیر داشته باشد.

۱۱. نتیجه‌گیری

یافته‌های تحقیق مبین این است که تغییرات سود نقدی رابطه‌ی قوی با سود غیر منتظره (تغییرات سودآوری آتی) شرکت دارد. بنابراین، تغییرات سود نقدی برای توضیح سود غیر منتظره اطلاعاتی مربوط برای بازار سرمایه به حساب می‌آید و شرکت‌ها از طریق افزایش سود نقدی خود به افراد مشارکت‌کننده در بازار سرمایه پیام می‌دهند که سودآوری آتی شرکت در حال افزایش است و این پرداخت‌ها ادامه خواهد یافت.

اگرچه با پیشرفت تکنولوژی اطلاعات و گسترش روش‌های اطلاع‌رسانی و فناوری ارتباطات مدیران، ممکن است زمینه‌ی ارزیابی چشم‌انداز آتی سودهای شرکت به کمک منابع اطلاعاتی غیر از صورت‌های مالی و توزیع سود سهام نقدی را برای سرمایه‌گذاران فراهم سازند و پیام‌رسانی سود نقدی در بورس تهران مورد تردید قرار گیرد.

یادداشت‌ها

- | | |
|------------------------|------------------------|
| 1. Frankfurter and Bob | 2. Skinner |
| 3. Lintner | 4. Asquith and Mullins |
| 5. Carlos | 6. Jensen |

- | | |
|---------------------------------|------------------------------------|
| 7. Dividend signaling | 8. Information content of dividend |
| 9. Nissim and Ziv | 10. Koch and Sun |
| 11. Sharma | 12. Ed Voss |
| 13. Benartzi, Roni, and Richard | 14. Empirical |
| 15. Pure Empirical | 16. Quasi Experimental |

منابع

الف. فارسی

- اعتمادی، حسین و چالاکی، پری. (۱۳۸۴). رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲ (۳۹)، ۳۱-۴۷.
- بهرام‌فر، نقی و مهران، کاوه. (۱۳۸۳). رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۱ (۳۶)، ۲۷-۴۶.
- علوی طبری، حسین و جلیلی، آرزو. (۱۳۸۵). سودمندی متغیرهای بنیادی در پیش‌بینی رشد سود. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۳ (۴۳)، ۱۱۹-۱۳۴.

ب. انگلیسی

- Asquith, P. and Mullins, D. W. (1986). *Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues*. **Financial Management**, Autumn, 27-44.
- Benartzi, S., Roni, M. and Richard, T. (1997). *Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?* **The Journal of Finance**, 3, 1007-1034.
- Carlos, Ann M. (1992). *Principal-Agent Problems in Early Trading Companies*. **The American Economic Review**, 82, 140-145.
- Ed Voss, R. T. (1999). *Do Changes in Dividend Singnal Something? New Evidence From NewZealand*. Working Paper, University of Waikato, Department of Finance, www.yahoo.com.
- Frankfurter, M. G. and Bob, G. Word. (2000). *Dividend Policy Theory and Their Empirical Testes*, Working Paper, Louisiana State University. Online, www.yahoo.com.
- Jensen, M. C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow Corporate Finance and Takeovers*. **The American Economic Review**, 76, 323-29.

Koch S. A. and Sun, X. A. (2003). *Dividend Changes and the Persistence of Past Earnings Changes*. Working Paper, Mellon University. Online, www.yahoo.com.

Lintner, J. (1956). *Optimal Dividends and Corporate Growth Under Uncertainty*. **The Quarterly Journal of Economics**, 78, 49-95.

Nissim, D. and Ziv. A. (2001). *Dividend Changes and Future Profitability*. **The Journal of Finance**, 56.

Sharma, S. (2001). *Do Dividend Initiation Signal Firm Prosperity?* Dissertation, World Financial Center New York Online, www.yahoo.com.

Skinner, J. D. (2003). *What Do Dividend Tell us About Earnings Quality?* Working paper, University of Chicago, Online, www.yahoo.com.

