



Investigating the relationship between dividend policy and dividend adjustment speed in Tehran Stock Exchange

Yaser Sadeghi^{1*}, Ayat Balali², Reza Shamsi¹

1. Ph.D. Student of Accounting, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran
2. Lecture of Accounting, Lahijan Branch, Islamic Azad University, Lahijan, Iran

Abstract

The research was formed with the aim of knowing the relationship between the dividend policy and the dividend speed. This study examines the effect of the factors of investment ratio and dividend payment ratio on the dividend speed and it is done by relying on the financial information of the companies listed to the Tehran Stock Exchange. This research is descriptive, analytical and correlational in terms of its nature and method, which is an applied research in terms of its purpose. In this research, using a quantitative method to analyze the financial information collected from the companies listed to the Tehran stock exchange and the test of research hypotheses was discussed. The statistical sample consists of 112 companies between 2016 to 220, which investigated the research hypotheses by using the regression model and benefiting from Eviews 10, and in this way, the type of relationship and significance of the research variables was determined. The results and findings of the research indicate the existence of a positive and significant relationship between the investment ratio and the rate of dividend adjustment in the statistical sample and the absence of a relationship between the dividend payment ratio and the rate of dividend adjustment among the companies listed to the Tehran Stock Exchange. This issue shows that with a change in the investment approach of Iranian companies, their desire to provide domestic financial resources from the place of dividend will probably increase, and as a result, the level of dividend adjustment speed will also increase or decrease.

Keywords: Dividend policy, Dividend theories, Dividend adjustment speed, Profit savings.

*Corresponding author: Yaser Sadeghi, yasersadeghii0181@gmail.com



بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و سرعت تعدیل سود تقسیمی در بورس اوراق بهادار تهران

یاسر صادقی*

آیت بلالی

رضا شمسی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران
مریی حسابداری، واحد لاهیجان، دانشگاه آزاد اسلامی، لاهیجان، ایران
دانشجوی دکتری حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران

چکیده

پژوهش با هدف شناخت رابطه بین سیاست تقسیم سود و سرعت تعدیل سود تقسیمی شکل گرفته است. این مطالعه اثرگذاری عوامل نسبت سرمایه‌گذاری و نسبت پرداخت سود را بر سرعت تعدیل سود تقسیمی مورد آزمون قرار می‌دهد و با اتکاء به اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت پذیرفته است. این پژوهش از نظر ماهیت و روش توصیفی، تحلیلی و از نوع همبستگی می‌باشد که از حیث هدف، پژوهشی کاربردی است. در این پژوهش با استفاده از روش کمی به تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی گردآوری شده از شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران و آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شد. نمونه آماری متشکل از ۱۱۲ شرکت در فاصله زمانی ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ می‌باشد که با استفاده از مدل رگرسیون و بهره‌مندی از نرم‌افزار Eviews10 به بررسی فرضیه‌های پژوهش پرداخته و از این طریق نوع ارتباط و معناداری متغیرهای پژوهش مشخص گردید. نتایج و یافته‌های پژوهش حاکی از وجود ارتباط مثبت و معنادار بین نسبت سرمایه‌گذاری و سرعت تعدیل سود تقسیمی در نمونه آماری و عدم ارتباط بین نسبت پرداخت سود و سرعت تعدیل سود تقسیمی در بین شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است. این موضوع مبین این است که با تغییر در رویکرد سرمایه‌گذاری شرکت‌های ایرانی، احتمالاً تمایل آنها به تأمین منابع مالی داخلی از محل سود قابل تقسیم افزایش پیدا خواهد کرد و در نتیجه سطح سرعت تعدیل سود تقسیمی نیز افزایش یا کاهش پیدا می‌کند.

واژگان کلیدی: سیاست تقسیم سود، تئوری‌های تقسیم سود، سرعت تعدیل سود تقسیمی، پس انداز سود.

۱. مقدمه

خط‌مشی تقسیم سود به مجموعه دستورالعمل‌هایی اطلاق می‌شود که برای تصمیم‌گیری در خصوص میزان و درصد تقسیم سود جاری یک شرکت برای سهامداران، استفاده می‌شود و اصطلاحاً به آن سیاست تقسیم سود نیز گفته می‌شود (احمد و جاوید، ۲۰۱۰). آنگونه که محققان می‌گویند، سیاست تقسیم سود کاملاً یک معما است (بیکر و پاول، ۲۰۱۲؛ ابرو و غلامحسین، ۲۰۱۳). مبحث تقسیم سود و بررسی روند آن در سال‌های گذشته و پیش‌بینی خط‌مشی آن برای سنوات آتی، منبعی تصمیم‌ساز برای فعالان بازار سرمایه به جهت سرمایه‌گذاری بهینه می‌باشد که برآیندی از تئوری علامت‌دهی بوده و برای تمامی افراد فعال در بازار منجمله افراد ذینفع، شرکت‌های عرضه‌کننده و تقاضاکننده سهام، دارای ارزشی غیر قابل انکار می‌باشد. سیاست تقسیم سود از موضوعات مهم و مورد توجه ادبیات مالی در سال‌های اخیر است و تاکنون دلیل آن که چرا و چگونه شرکت‌ها بخشی از عایدی خود را بعنوان سود تقسیمی بین سهامداران توزیع می‌کنند و یا اینکه چرا سهامداران به سود تقسیمی توجه دارند به روشنی توضیح داده نشده است و این موضوع بعنوان معمای سود تقسیمی در ادبیات مالی همچنان مطرح می‌باشد، تاکنون فرضیه‌های زیادی برای حل این معما ارائه شده است. مودیلیانی و میلر (۱۹۶۱) بیان می‌کنند که مدیریت تقسیم سود نمی‌تواند باعث افزایش (کاهش) ثروت ذی‌نفعان در یک بازار کامل و کارا گردد، البته هرچند که بازارهای سرمایه ای بطور کامل کارا نیستند.

از سویی دیگر تحقیقات تجربی متعددی در مورد سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و رفتار سرمایه‌گذاران نسبت به آن انجام شده است. یک تحقیق برجسته تجربی که نشان می‌دهد شرکت‌ها سیاست پایداری در تقسیم سود دارند و بخش قابل توجهی از سود خود را بعنوان سود تقسیمی توزیع می‌کنند توسط لپنتر (۱۹۵۶) صورت گرفته است. عوامل متعدد دیگری از سوی سایر پژوهشگران در خصوص سیاست تقسیم سود مورد آزمون تجربی قرار گرفته است که از آن جمله می‌توان به مطالعات بنجامین و همکاران (۲۰۱۶) اشاره کرد؛ آنان با بررسی شرکت‌های چند ملیتی در استرالیا نشان دادند که شرکت‌های جهانی، سود سهام بیشتری نسبت به شرکت‌های محلی پرداخت می‌کنند. همچنین الکاید (۲۰۱۷) به این نتیجه رسید که به دلیل بحران‌های مالی، پرداخت سود سهام شرکت‌های دولتی تقریباً به اندازه پرداخت سود سهام شرکت‌های خصوصی کاهش یافته است. علاوه بر این، اختر (۲۰۱۸) دریافت که مالکیت مدیریتی تأثیر نامطلوبی دارد در حالی که مالکیت نهادی تأثیر مطلوبی بر پرداخت سود سهام در بین شرکت‌های تولیدی دارد. به همین ترتیب، دواسیری و همکاران (۲۰۱۹) یک رابطه ناسازگار بین شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت می‌کردند پیدا کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها، سود سهام را بر اساس نقدینگی و در دسترس بودن سود پرداخت می‌کنند. آنها همچنین به این نتیجه رسیدند که تأمین مالی بدهی یا اهرم، عامل مهمی برای تعیین سود سهام است و نیز آنور و همکاران (۲۰۲۰)، با تجزیه و تحلیل داده‌های شرکت‌های پاکستانی مشخص کردند که تعداد زیادی از این شرکت‌ها در میان شرکت‌های سهامی عام در بخش تولیدی در صنعت، یا سود سهام را پرداخت نمی‌کنند، یا با وقفه‌ی یک یا دو ساله آن را پرداخت می‌کنند، یا به هیچ وجه سود سهام را پرداخت نمی‌کنند.

مطالعات مربوط به سود سهام با اکتشافات جالبی به پایان می‌رسد. مطالعه‌هایی با دامنه‌ی مشابهی از سیاست تقسیم سود، که شرکت‌های سودآور تمایل به پرداخت سود سهام دارند در حالی که شرکت‌هایی که متحمل ضرر می‌شوند تمایلی به پرداخت آن ندارند، مطالعات پیشین همچنین بیانگر این است که شرکت‌هایی که سود پایداری دارند و تمایل به سودآوری

دارند، به طور مداوم سود سهام بیشتری را به سهامداران خود پرداخت می‌کنند. با این حال، پژوهش‌های متعددی منجمله تحقیقات محمد (۲۰۲۱) مبین این است که یک سیاست سود سهام پایدار در شرکت‌ها وجود ندارد. در نهایت عباس و همکاران (۲۰۲۱) دریافته‌اند که به دنبال تئوری سیگنال‌دهی (علامت‌دهی)، شرکت‌های سودآور، سود سهام بیشتری را به سهامداران خود پرداخت می‌کنند. همه موارد فوق نشان می‌دهد که سیاست تقسیم سود، در مطالعات مختلف یا پایدار و ثابت است و یا بی‌ثبات است. بنابراین، پژوهش حاضر سعی دارد بخشی از این معما را به صورت تجربی و اقتصادسنجی بررسی کند. تصمیم در مورد پرداخت سود سهام باعث اختلاف نظر بین سهامداران و مدیریت شرکت‌ها در سراسر جهان است. جنبه دیگر بحث برانگیز آن، عدم تقارن اطلاعاتی است. طبق سیاست تقسیم سود، مدیریت شرکت حق دارد کل سود را تحت یک سیاست حفظ، ۱۰٪ حفظ کند تا از آن برای سرمایه‌گذاری بیشتر و همچنین برای خرید هر گونه دارایی عملیاتی یا گسترش عملیات تجاری شرکت استفاده کند که این امر منجر به پرداخت سود سهام صفر می‌شود (لابهان و ماهاکود، ۲۰۱۶). همانطور که می‌دانیم، وظیفه اصلی مدیریت افزایش ثروت سهامداران است در حالی که سیاست حفظ، ممکن است باعث کاهش آن شود (مولیانی و همکاران، ۲۰۱۶). برای حل این مسئله، به ویژه در بازار بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشگر سعی می‌کند تا در پژوهش پیش رو، در مورد اینکه آیا سیاست تقسیم سود می‌تواند بر سرعت تعدیل سود تقسیمی شرکت‌های فعال در آن بازار، تأثیرگذار باشد یا نه، به بررسی سوالات پژوهش می‌پردازد.

پژوهش حاضر با تجزیه و تحلیل داده‌های گزارش‌های مالی شرکت‌های نمونه تأثیرات نحوه اثرگذاری رفتار سیاست‌های تقسیم سود بر سرعت تعدیل سود تقسیمی را در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داده و امید است بتواند به نتایج مطلوبی دست یابد که در نهایت برای سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه، مثمر در تصمیم‌گیری‌های مالی باشد و از نتایج پژوهش منتفع شده و تصمیم‌گیری‌های خود را بر مبنای تجربیات بدست آمده از یافته‌های پژوهش، کارا تر اتخاذ نمایند. لذا با توجه به اهداف اصلی پژوهش می‌کوشیم تا با بررسی روابط بین متغیرهای پژوهش به رفع ابهام پیرامون این موضوع که کانون توجه این پژوهش را تشکیل می‌دهد، پردازیم. همانطور که مکرراً در بندهای قبل بیان شد، در جهت حل جنبه‌ای از این معما و تشریح و تبیین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها و عوامل تعیین‌کننده آن که یکی از بزرگترین چالش‌های پیش روی متفکران حوزه مالی است، مطالعه حاضر به بررسی تجربی نقش سیاست‌های تقسیم سود بر سرعت تعدیل سود تقسیمی، رابطه‌ی بین آن‌ها و تعیین نوع اثرگذاری آنها بر یکدیگر می‌پردازد تا از این طریق به کسب دانش تجربی و دانش افزائی نظری در این زمینه‌ی پُر اهمیت یاری رساند. به منظور تسهیل انتقال مفاهیم در زمینه پژوهش، بخش مبانی نظری به مروری بر تئوری‌ها و نظریه‌های مرتبط با سیاست تقسیم سود می‌پردازد.

۲. مبانی نظری پژوهش

۱.۲. سیاست تقسیم سود

سیاست تقسیم سود یکی از مهمترین مباحث در مدیریت مالی به شمار می‌رود و به نوعی پارامتر ارزش‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌پذیر توسط سرمایه‌گذاران و تحلیلگران به شماره می‌رود. مقصود از ارزش‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران، پیش‌بینی ارزش فعلی جریان‌های نقد آتی است. سرمایه‌گذاران در قبال پذیرش ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت به دنبال دو نوع

بازده می باشند؛ سود نقدی و سود سرمایه‌ای (ناشی از تغییرات ارزش سهام). سود نقدی سهام مهمترین منبع پرداخت وجوه نقد به سهامداران بوده و لذا از اهمیت بالایی نزد سهامداران برخوردار است.

تصمیم شرکت در مورد اینکه چه میزان از سود می تواند به عنوان سود تقسیمی پرداخت شود و چه میزان از آن می تواند نزد شرکت انباشته شود موضوع تصمیم‌گیری در مورد سیاست تقسیم سود می‌باشد. سیاست بهینه تقسیم سود موضوعی است که با حداکثر سازی قیمت سهام، به حداکثر شدن ثروت سهامداران و در نتیجه رشد سریع اقتصادی می انجامد. این سطح بهینه باعث ایجاد توازن میان سود جاری و رشد آتی شده و به همین دلیل باعث حداکثرسازی قیمت سهام می‌شود. اما در عمل هر شرکتی سیاست تقسیم سود مربوط به خود را دارد. برخی محققان معتقدند که شرکت‌ها از سود تقسیمی به عنوان مکانیزمی برای علامت‌دهی در خصوص چشم اندازهای رشد و ثبات شرکت به استفاده کنندگان بیرونی اطلاعات مالی بهره می برند (نظری و همکاران، ۱۳۹۱). شرکت‌های سرمایه پذیر با برگزاری مجامع سالانه، اقدام به ارائه گزارش عملکرد و درخواست تصمیم‌گیری در مورد برخی از امور شرکت می‌کنند. در اکثر اوقات، بحث برانگیزترین بخش مجمع، تصمیم‌گیری درباره تقسیم سود است، به این دلیل که سهامداران برای دریافت بازده نقدی سرمایه گذاری خود، پیشنهاد توزیع حداکثری سود را ارائه می‌کنند و در مقابل مدیران شرکت‌ها برای جبران کمبود نقدینگی و جلوگیری از خروج منابع مالی، تمایلی به تقسیم سود ندارند. لذا مباحث مختلفی در رابطه با تقسیم سود از جمله میزان تقسیم سود و زمان پرداخت بین مدیران و سهامداران مطرح می‌شود که در نهایت تعیین کننده سیاست شرکت در مورد تقسیم سود نقدی است. همانطور که پیش تر نیز بیان شد، سود حسابداری و اجزای مربوط به آن از جمله اطلاعاتی است که هنگام تصمیم‌گیری توسط استفاده کنندگان اطلاعات مالی در نظر گرفته می‌شود و یا به عبارتی دارای محتوای اطلاعاتی است و می‌تواند بر قیمت سهام اثرگذار باشد، هرچند با توجه به اینکه محاسبه سود واحدهای تجاری متأثر از روش‌های برآوردی حسابداری بوده و تهیه صورت‌های مالی به عهده مدیریت واحد تجاری است و وی ممکن است بنا به دلایل مختلف، از مدیریت سود برای دستکاری در سود حسابداری استفاده نماید. این مدیریت و یا دستکاری در ارقام حسابداری به منظور تغییر در سود حسابداری بر مبنای تئوری نمایندگی تشریح می‌شود که بیان می‌دارد؛ انگیزه مدیریت در دستکاری سود ممکن است به منظور نیل به اهداف شخصی صورت گیرد که نه تنها الزاماً با اهداف صاحبان سهام همسو نمی‌باشد، بلکه در اکثر قریب به اتفاق موارد با اهداف آنها در تضاد است (مشایخی و همکاران، ۱۳۸۴). بلک (۱۹۷۶) در حدود پنج دهه پیش در خصوص سیاست تقسیم سود این چنین بیان می‌کند؛ "هر چه عمیق تر به مسئله تقسیم سود می‌نگریم بیشتر به مثابه پازلی است که قطعات آن به درستی بر یکدیگر منطبق نمی‌شوند". به طور معمول، سهامداران یک شرکت فکر می‌کنند که سود سهام سیگنال مهمی را ارائه می‌کند که توانایی شرکت‌ها را در افزایش سود، نشان می‌دهد (برونزل و همکاران، ۲۰۱۴). اما تا به امروز این تصویر و پیچیدگی‌های آن، همچنان به قوت خود باقی است و هنوز نیاز تحقیقات تجربی و نظری بیشتری برای درک تمام ابعاد این مسئله (سیاست تقسیم سود) و ارائه تئوری جامع برای تشریح و پیش‌بینی آن وجود دارد. پژوهشگران مدل‌ها و تئوری‌های بسیاری را برای تشریح، تبیین و پیش‌بینی عوامل اثرگذار بر تصمیم‌های شرکت‌ها در باب تقسیم سود ارائه نموده‌اند. اهمیت این موضوع با توجه به اینکه میزان سود تقسیمی یکی از عوامل اثرگذار و نهایی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌باشد، دوچندان می‌شود.

با تأکید بر اینکه یکی از مهمترین اطلاعات اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری‌های افراد، میزان سود شرکت بوده و سرمایه‌گذاران بر اساس سیاست تقسیم سود شرکت، میزان جریان نقد دریافتی خود را پیش‌بینی می‌کنند و بر اساس ارزیابی‌ها و پیش‌بینی‌های خود اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. بنابراین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها به عنوان عامل تعیین‌کننده‌ی میزان تقسیم سود، در میان عوامل موثر بر تصمیم‌گیری، نقش پُررنگ‌تری خواهد داشت.

پژوهشگران تاکنون مدل‌ها و تئوری‌های بسیاری برای تشریح، تبیین و پیش‌بینی عوامل موثر بر تصمیمات شرکت در باب تقسیم سود ارائه نموده‌اند. هر تحقیق علمی جدید بایستی با بررسی و استفاده از نتایج تحقیقات مشابه قبلی و در جهت پیشبرد سیر تکاملی طی شده توسط تحقیقات پیشین تدوین گردد (اعتمادی و اسمعیلی کجانی، ۱۳۹۴). تئوری‌های مهم و گوناگونی در باب توضیح رفتار و خط‌مشی جاری در سیاست تقسیم سود مطرح شده‌اند که فهرست برخی از مهمترین آنها در نگاره (۱) به تصویر کشیده شده است (صادقی و بلالی، ۱۳۹۹):



شکل ۱. تئوری‌های سیاست تقسیم سود

امروزه، مدیریت سیاست تقسیم سود، بنابه دلایل عدیده‌ای منجمله مهم و اثرگذار بودن در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری توجه خاصی را به خود جلب کرده است و از نگاه پژوهشگران آکادمیک نیز یکی از موضوعات جذاب در پژوهش‌های حسابداری به شمار می‌رود. با تأکید بر آنکه سود به عنوان یکی از مهمترین شاخص‌های حسابداری است و دارای محتوای اطلاعاتی می‌باشد، همواره برای مقاصد مختلفی نظیر ارزش‌گذاری سهام، ارزیابی عملکرد مدیریت شرکت و مواردی از این قبیل مورد توجه بوده است. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران در مقایسه با سایر شاخص‌های عملکرد از قبیل سود نقدی، جریانهای نقدی و تغییرات سود، اتکای بیشتری بر روی اطلاعات مربوط به رقم سود دارند. از این رو سود گزارش شده یکی از معیارهای تعیین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است و برای اینکه اطلاعات مالی گزارش شده بتواند در ارزیابی عملکرد و توان سودآوری شرکت به استفاده کنندگان کمک کند و سرمایه‌گذاران با اتکاء به اطلاعات سود، بازده مورد انتظار خود را برآورد کنند، ارائه اطلاعات باید به نحوی

باشد که ارزیابی عملکرد گذشته را ممکن سازد و در سنجش توان سودآوری و پیش‌بینی فعالیت‌های آتی مؤثر باشد (سپاسی و حسن زاده، ۱۳۹۵).

بنابر آنچه تا کنون بیان شد سیاست تقسیم سود یکی از مهمترین موضوعاتی است که در ادبیات مالی مدرن به طور گسترده مورد بررسی قرار گرفته است، چرا که عدم قطعیت نظریه‌هایی که در زمینه درک اهمیت سیاست تقسیم سود در تعیین ارزش شرکت مطرح شده‌اند، آنرا به یکی از بحث برانگیزترین موضوعات پژوهش تبدیل کرده است (افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰). می‌توان ریشه این بحث را در مطالعات مودیلیانی و مولر دانست، آنها باور رایج در زمینه تأثیر تقسیم سود بر افزایش ارزش شرکت را به چالش کشیده و معتقد بودند که در بازار سرمایه‌ای کارا، سیاست تقسیم سود نمی‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (مودیلیانی و مولر، ۱۹۵۸). در مقابل محققانی چون لیتنر در حمایت از نظریه پرنده در دست، معتقد بود که در محیطی با عدم قطعیت و اطلاعات ناقص، پرداخت بیشتر سود سهام موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود (لیتنر، ۱۹۵۶). اما در بازار سرمایه ایران در مقایسه با بازار سرمایه سایر کشورها، بخصوص کشورهای صنعتی، بازار بورس ایران ضعیف عمل می‌کند و بازار بورس اوراق بهادار تهران شرایط بازار آزاد و رقابتی سرمایه را ندارد و لازم است که اقداماتی در جهت تقویت بازار سرمایه و توسعه این بازار انجام گیرد. سرمایه‌گذاران ایرانی کمتر به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی تمایل دارند و این نشان دهنده عدم اطمینان و شناخت آنها از بازارهای مالی است. برای ترغیب سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی باید چاره‌جویی کرد و شرایطی را فراهم نمود که به سرمایه‌گذاران در آگاهی دادن درباره بازارهای مالی و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری آنها کمک شود. یک عامل بسیار مهم که تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد عامل بازده سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشد و اگر بتوان بازده عایدی سرمایه‌گذاری‌ها را پیش‌بینی کرد و مدل‌هایی برای آن ارائه داد در واقع شرایط مطمئن تری در بازار سرمایه ایجاد شده که به امر گسترش سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی کمک خواهد کرد (خلعتبری لیماکی، ۱۳۹۱).

به طور کلی این بحث (سیاست تقسیم سود) منجر به شکل‌گیری ادبیات مالی گسترده‌ای شده است، اما به نظر می‌رسد که محققان نتوانسته‌اند به نتیجه‌ی واحدی در این زمینه دست یابند و تنها موضوعی که بر سر آن یک اجماع کلی وجود دارد، این است که هیچ عاملی به تنهایی نمی‌تواند رفتار و سیاست تقسیم سود را توضیح دهد (افزا و حسن میرزا، ۲۰۱۰). در اغلب پژوهش‌های داخلی و خارجی که تاکنون با هدف تبیین عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود صورت گرفته، تأکید بر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بوده است.

۲.۲. سرعت تعدیل سود تقسیمی

یکی از اولین مقالات درباره سود تقسیمی با عنوان «بررسی خط مشی سود تقسیمی، رشد و تغییرات در درآمدها» است که بوسیله لیتنر در سال ۱۹۵۶ میلادی ارائه شد. وی با دریافت مجموعه‌ای از نظرات مدیران شرکت‌ها درباره عوامل مؤثر بر خط مشی تقسیم سود، به این نتیجه می‌رسد که سود تقسیمی تا حدی به درآمد فعلی شرکت و نیز تا حدودی به سود تقسیمی سال گذشته بستگی دارد. جان لیتنر در اواسط دهه پنجاه میلادی طی تحقیقاتی مفهوم جدیدی به نام "سرعت تعدیل سود تقسیمی" را وارد ادبیات مالی نمود و آنرا حاصل تقسیم تغییرات واقعی سود تقسیمی بر تغییرات مورد انتظار سود تقسیمی تعریف نمود سپس سعی کرد از طریق این نسبت رابطه بین سود تقسیمی یکسال و میانگین وزنی سود در سال‌های قبل را تعیین کند. تلاش‌های وی کمک‌شایانی به روشن شدن دیدگاه‌های جدیدی از تقسیم سود و عوامل مؤثر بر

آن مخصوصاً تأثیر دیدگاه انتظارات سرمایه‌گذاران نمود ولی در آزمون‌های تجربی به عمل آمده توسط خودش و محققین پس از او نتایج متناقض و مختلفی بدست آمد. در ادامه‌ی مطالعات لینتر محققین دیگری همچون فاما و بابایک ضمن تکمیل پژوهش‌های لینتر این موضوع را که آیا شرکت‌ها می‌کوشند تا درصد سود تقسیمی را بر مبنای سود عادی حفظ کنند یا خیر به مطالعه پرداختند (آرچر، ۱۹۹۸).

طبق نظریه انتظارات عقلایی، سهامداران انتظارات خاصی را از شرکت در خصوص سود دارند. اگر اعلان سود مطابق آن چیزی باشد که بازار انتظار آن را دارد، در نتیجه قیمت‌ها تغییر نخواهد کرد اما اگر سهامداران در بازار تغییر غیر منتظره‌ای در سود ببینند از خود خواهند پرسید که هدف مدیران از این تغییر چیست (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۶). در تشریح پژوهش‌های مبتنی بر نظریه انتظارات عقلایی می‌توان گفت که مقدار سود شرکت‌ها دارای تأثیر روانی بر قیمت سهام و انتظارات سهامداران است. همین امر سبب می‌گردد تا شرکت‌ها سیاست‌های متفاوتی در خصوص تقسیم سود داشته باشند ولی صرف نظر از سیاست‌های خاص هر شرکت، مدیران نیز تلاش می‌کنند تا با توجه به اطلاعاتی که از آینده دارند میزان سود تقسیمی را به شیوه‌ای تنظیم کنند که از تأثیرات منفی تغییرات سود تقسیمی بر قیمت سهام جلوگیری شود. فارغ از اینکه مدیران قادرند با استفاده از شیوه‌های حسابداری و هزینه‌یابی برآوردی منجمله ذخایر اختیاری، در سود شرکت اعمال نفوذ کنند، و آن‌را مورد دستکاری قرار دهند، آنها همچنین می‌توانند دست کم در کوتاه مدت بر سود تقسیمی نیز اعمال نفوذ کنند.

لینتر در پی یافتن الگویی برای فرمول بندی سود سهام بود و پس از بررسی دقیق متون و منابع دانشگاهی و غیر دانشگاهی، فهرستی از ۱۵ عامل و خصوصیت که ظاهراً ارتباط مهمی را با پرداخت‌ها و سیاست سود سهام دارا بودند، منعکس نمود. سپس اطلاعات موجود در این خصوص را در بیش از ۶۰۰ شرکت معتبر، مورد بررسی و نهایتاً ۲۸ شرکت را برای تحقیقات خود برگزید. روش ایشان از طریق مصاحبه با مدیران این شرکت‌ها و تکنیک مورد استفاده OLS بوده است. لینتر در بررسی شرکت‌ها و تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی آنها به مدت ۷ سال (۱۹۵۳-۱۹۴۷)، توجه خود را به این نکته معطوف کرد که "آیا نرخ موجود در پرداخت سود سهام باید تغییر یابد یا خیر؟" او در بررسی خود هیچ نمونه‌ای یافت نکرد که در آن میزان پرداخت در یک فصل یا یک سال معین بدون توجه به نرخ موجود مورد ملاحظه قرار گرفته باشد. یعنی نرخ جدید از تغییر در نرخ موجود تعیین می‌شود و اینطور نیست که برای آن یک میزان جدید بطور مستقل تعیین شود. از طرف دیگر این نکته نیز مشخص شد که سهامداران یک نرخ ثابت و معقول را ترجیح می‌دهند و امتیازی که بازار برای ثبات یا رشد تدریجی نرخ قائل می‌شود آنقدر نیرومند است که بیشتر مدیران به دنبال اجتناب از تغییر در نرخ سود سهامشان هستند. نهایتاً این محافظه‌کاری و تلاش برای اجتناب از تغییرات فاحش در نرخ‌ها، بطور کلی موجب توسعه الگوهای رفتاری یکسان در تصمیمات سود سهام می‌شود. بنابر این، این سیاست مستمر "تطبيق جزئی" و میل به ثابت نگه داشتن توزیع سود سهام باعث می‌گردد تا واکنش‌های مخالف و زیان‌بار انتظارات سهامداران به حداقل برسد و در عین حال مدیریت را قادر می‌سازد تا با رویدادهای نامعین و غیر قابل اجتناب در خصوص توسعه برنامه‌های آینده راحت‌تر تصمیم‌گیری نماید، بخصوص زمانی که سود جاری کاهش یافته و مدیریت علاقه‌ای به کاهش تقسیم سود خود ندارد. به اعتقاد لینتر مهمترین عامل در تصمیمات تقسیم سود، عواید سال جاری می‌باشد بویژه اینکه در مصاحبه با مدیران دریافت

که سطح سود جاری تقریباً و بطور ثابت نقطه آغازین در ملاحظات مدیریت بوده و او همچنین دریافت که رابطه بین سود جاری و نرخ موجود در سود سهام عامل مهمی بوده که میزان هرگونه تغییر در سود سهام را تعیین می نماید.

خلاصه نتایج پژوهش لیتنر را در خصوص سیاست‌های تقسیم سود و عوامل اثرگذار آن را می توان بصورت زیر بیان کرد:

- ❖ مدیران بیشتر شرکت‌هایی که توسط لیتنر مورد مطالعه قرار گرفته بودند، اعتقاد داشتند که به سیاست تقسیم سود از زاویه پرداخت به سهامداران باید ارجحیت بیشتری قائل شد تا سیاست نگهداشتن سود بعنوان یک منبع مالی برای سرمایه‌گذاری‌ها.

- ❖ با فرض ثبات نسبت پرداخت سود سهام، سود قابل پرداخت سال آینده، معادل نسبت ثابتی از عایدی هر سهم (EPS) خواهد بود.

- ❖ شرکت‌هایی که همیشه نسبت پرداخت سود سهام مورد نظر خود را رعایت می کنند با تغییر سود سالانه، سود سهامشان را تغییر می دهند. اما مدیران مورد مصاحبه در مطالعات لیتنر علاقه‌ای به این تغییرات از خود نشان نداده‌اند.

- ❖ مدیران مورد مصاحبه مطالعات وی ابراز کرده بودند که سهامداران یک نرخ رشد ثابت در پرداخت سود سهام را ترجیح می‌دهند.

- ❖ جان لیتنر مدعی است که تسهیم سود از طرفی به عایدات جاری شرکت و از طرف دیگر به روند تسهیم سود سال‌های قبل بستگی دارد، به عبارتی دیگر در این مدل تسهیم، سود تابعی از عایدات سالجاری و عایدات و سودهای تسهیم شده‌ی سال قبل است.

آنچه از نظر خوانندگان در این بخش و بخش مقدمه گذشت به مبانی نظری، مفاهیم سرعت تعدیل سود تقسیمی و سیاست‌های تقسیم سود اختصاص داشت که توسط جان لیتنر و با هدف تبیین رابطه بین سود تقسیمی در سنوات قبل و پیش‌بینی سود در سنوات آتی مطرح شده است و انتظار می‌رود در جهت حل جنبه‌ای از این معما و تشریح و تبیین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها که یکی از بزرگترین چالش‌های پیش روی متفکران حوزه مالی است، بتواند با بررسی تجربی نقش سیاست‌های تقسیم سود بر سرعت تعدیل سود تقسیمی، رابطه‌ی بین آن‌ها را کشف و ارائه نماید تا از این طریق به دانش افزائی نظری در این زمینه‌ی پُر اهمیت یاری رسانده باشد.

۳,۲. پیشینه پژوهش

بشیر و همکاران (۲۰۲۲) در مطالعه خود نشان می‌دهند که پرداخت سود سهام در شرکت‌های تولیدی پاکستانی به طور قابل توجهی تحت تأثیر نسبت بدهی کوتاه مدت، نسبت بدهی بلندمدت، نسبت کل بدهی، نسبت چرخه عمر و نسبت نقدی است. به طور مشابه، نسبت بدهی کوتاه مدت، نسبت بدهی بلندمدت و نسبت چرخه عمر، پرداخت سود سهام را افزایش می‌دهد در حالی که نسبت نقدی، نسبت تقسیم سود را برای شرکت‌های تولیدی پاکستانی که به صورت عمومی معامله می‌شوند، کاهش می‌دهد.

کیم و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهش خود دریافتند که شرکت‌های تولیدی، برای تنظیم پرداخت سود سهام خود، به شدت به EPS و DPS گذشته وابسته هستند. آنها همچنین دریافتند که شرکت‌هایی که سود پایدار دارند و تمایل به سودآوری دارند، به طور مداوم سود سهام بیشتری را به سهامداران خود پرداخت می‌کنند.

عباس و همکاران (۲۰۲۱) پژوهشی در باب سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پاکستانی انجام داده‌اند، آنان دریافتند که به دنبال تئوری سیگنالی‌نگ (علامت‌دهی)، شرکت‌های سودآور در بخش تولیدی آن کشور، سود سهام بیشتری را به سهامداران خود پرداخت می‌کنند.

پاهی و یاداو (۲۰۱۹) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود سهام شرکت‌ها پرداخته‌اند. یافته‌ها نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی قوی‌تر هستند، تمایل به پرداخت سود سهام بالاتر دارند که نشان می‌دهد تمایل شرکت به پرداخت سود سهام با بهبود استانداردهای حاکمیت شرکتی افزایش می‌یابد. در میان ساختار هیئت مدیره شاخص‌های مدیریت شرکت، کمیته حسابرسی و هنجارهای افشاء رابطه مثبت و معنادار را نشان داده‌اند.

دواسیری و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی دریافتند که یک رابطه ناسازگار بین شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت می‌کنند، وجود دارد؛ آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها سود سهام را بر اساس نقدینگی و در دسترس بودن سود پرداخت می‌کنند. آنها همچنین به این نتیجه رسیدند که تأمین مالی بدهی یا اهرم مالی، عامل مهمی برای تعیین سود سهام است.

فیسا و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی رابطه ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود نقدی پرداختند. آنان دریافتند که با بهبود ساختار مالکیت، پرداخت سود نقدی نیز بیشتر می‌شود. آنان دریافتند که رابطه منفی میان پایداری سود و حق الزحمه-های حسابرسی در شرکت‌هایی که سود تقسیم می‌نمایند، نسبت به شرکت‌هایی که سود تقسیم نمی‌نمایند، بیشتر است.

کیونجای و کیونگ سو (۲۰۱۸) پرداخت سود سهام ارتباط مکمل با سرمایه‌گذاری داشته و تأمین مالی یک شرکت و تعیین سطح نقدینگی در آن بعنوان یک فرایند ضروری است، چنانچه سطح بالایی از سود، پس انداز شود ممکن است در دراز مدت بر نقدینگی شرکت تأثیر منفی داشته باشد، همچنین یافته‌های تحقیق آنها نشان داد که بین نسبت پرداخت سود و سرعت تعدیل سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود ندارد.

اختر (۲۰۱۸) در پژوهشی که به بررسی تفاوت بین مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی بر سیاست‌های تقسیم پرداخت، دریافت که مالکیت مدیریتی تأثیر نامطلوبی دارد در حالی که مالکیت نهادی تأثیر مطلوبی بر پرداخت سود سهام در بین شرکت‌های تولیدی دارد.

سو و چانگ (۲۰۱۷) به مطالعه رابطه ساختار سرمایه و شوک منفی بازده سهام پرداختند. نتایج نشان داد شرکت‌هایی با اهرم بسیار پایین و شرکت‌هایی که وجوه نقد کافی دارند نسبت به شرکت‌های دسته مقابل، بعد از شوک منفی قیمت سهام برای جبران کاهش قیمت سهام و تعدیل مجدد اهرم بجای بازخرید بدهی به بازخرید سهام می‌پردازند.

بنجامین و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود، عوامل تعیین کننده تصمیم پرداخت سود سهام در رابطه با شرکت‌های چند ملیتی در استرالیا را بررسی کرد که نشان داد شرکت‌های چند ملیتی سود سهام بیشتری نسبت به شرکت‌های محلی پرداخت می‌کنند.

کالیسکانا و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی ریسک پذیری مدیرعامل و تصمیمات پرداخت سود نقدی پرداختند؛ آنان دریافتند که مدیران جسورتر، سیاست‌های پرداخت سود نقدی بیشتر را در پیش می‌گیرند.

تویاس و همکاران (۲۰۱۴) کاهش و تخفیف تقسیم سود به عنوان یک امکان برای بهبود قدرت مالی بانک‌ها با حفظ درآمد پیشنهاد شده است. با این حال، این ترس وجود دارد که سرمایه‌گذاران می‌توانند کاهش سود سهام را به عنوان نشانه

ای برای مشکلات آینده تفسیر کنند. سود سهام بانک‌ها نباید تقلیل یا حتی حذف شود. شواهد تجربی از صنعت بانکداری در اروپا نشان می‌دهد که نشانه‌های سود سهام و پرداخت سود تقسیم شده با پدیده‌های اقتصادی مرتبط نیست.

لی و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهش خود بیان نمودند که سود در دوره رونق نسبت به دوره رکود پایداری بیشتری دارد و پایداری بخش نقدی، بیشتر از بخش تعهدی سود است.

دش ماکز (۲۰۰۳) پویایی سیاست تقسیم سود را برای استفاده از یک مدل تصادفی بررسی کرد و به این نتیجه رسید که تقسیم سود با میزان نابرابری اطلاعات و رشد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رابطه‌ای معکوس و با سطح جریان‌های نقدی رابطه‌ای مستقیم دارد.

افسری و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به تبیین تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود پرداختند، یافته‌های آنان نشان می‌دهد که (۱) تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تأثیر گذار است. (۲) نسبت مدیران غیرموظف بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تأثیر معنادار نداشته است. (۳) میانگین سهام اعضای هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تأثیر گذار است. (۴) مالکیت دولت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تأثیر گذار است. (۵) میزان سهام بزرگترین سهامدار شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تأثیر گذار است. (۶) میزان سهام دومین سهامدار بزرگ شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تأثیر معنادار نداشته است. (۷) میزان سهام شناور شرکت در بازار بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تأثیر گذار است.

مرادی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین کیفیت سود و حق الزحمه حسابرسی با سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بین کیفیت سود و حق الزحمه حسابرسی با سیاست تقسیم سود ارتباط مستقیم و معناداری وجود دارد.

دموری و ایزدی (۱۳۹۸) در تحقیقات خود به بررسی تأثیر رقابت بازار محصول بر رابطه بین تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج بررسی پژوهش آنها نشان داد که شرکت‌های با تمرکز بالا در مالکیت، سود نقدی بیشتری را بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند.

ادیب (۱۳۹۷) به بررسی رابطه بین خط‌مشی تقسیم سود سهام با معیارهای مختلف نقد شوندگی و عامل عدم نقد شوندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت و نتایج تحقیق نشان می‌دهد، در سطح ۹۵ درصد اطمینان بین سیاست تقسیم سود و رتبه نقد شوندگی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین سیاست تقسیم سود و نقد شوندگی با روش نرخ گردش، نسبت آمیوست و نسبت آمیهود رابطه معناداری وجود ندارد.

فیل سرائی و زارعی (۱۳۹۷) در پژوهش خود به ارتباط بین تقسیم سود و شاخص حاکمیت شرکتی در چهار چوب تئوری نمایندگی پرداخته و به این نتیجه رسیده‌اند که سرمایه‌گذاران نهادی متمرکز و سرمایه‌گذاران شرکتی متمرکز به ترتیب دارای رابطه مثبت و منفی بر سیاست تقسیم دارند.

عرب مازار یزدی و خوری (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند آنها با بررسی داده‌های ۱۲۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ به این نتیجه رسیدند که بین نرخ بهره ارتباط مستقیم و نرخ ارز ارتباط معکوس با سیاست تقسیم سود وجود دارد و همچنین نرخ تورم با سیاست تقسیم سود ارتباطی ندارد.

حمیدیان و معصومی (۱۳۹۲) به بررسی اثر اعلان تعدیل سود پیش‌بینی شده بر قیمت سهام پرداختند و نتایج مطالعات ایشان حاکی از این واقعیت بود که اعلان تعدیل مثبت سود پیش‌بینی شده با افزایش قیمت سهام همراه بوده و همچنین اعلان تعدیل منفی سود پیش‌بینی شده با کاهش قیمت سهام همراه بوده است.

نظری و همکاران (۱۳۹۱) نشان دادند که بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود رابطه مستقیمی وجود داشته و این نتایج با تئوری علامت‌دهی سیاست تقسیم سود مطابقت دارد. همچنین به منظور اطمینان از صحت نتایج حاصله تأثیر سایر عوامل نظیر اندازه، سود آوری و ریسک بر میزان سود تقسیمی بررسی شده و در نهایت با در نظر گرفتن سایر عوامل نیز این نتیجه تأیید شد که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر در شرکتها موجب افزایش سودهای تقسیمی می‌شود.

پورحیدری و همکاران (۱۳۸۵) در پژوهشی به بررسی پایداری خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق ایشان برخلاف تحقیقات لیتنر که نتایج آن مؤید این است که شرکت‌ها دارای خط‌مشی پایدار سود هستند، شرکت‌های ایرانی از خط‌مشی ثابت در تقسیم سود پیروی نمی‌کنند.

۳. روش‌شناسی پژوهش

۳.۱. روش پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و روش توصیفی، تحلیلی و از نوع همبستگی می‌باشد که از حیث هدف، پژوهشی کاربردی است. به منظور بررسی روابط بین متغیرها، از اطلاعات گذشته استفاده شده است، بنابراین در ردیف مطالعات پس‌رویدادی قرار می‌گیرد. در این پژوهش از متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی استفاده گردیده است و در ادامه فرضیه‌های پژوهش، جامعه و نمونه آماری و نحوه عملیاتی شدن متغیرها تشریح می‌شود.

۳.۲. فرضیه‌های پژوهش

پژوهش پیش‌رو دارای دو فرضیه اصلی می‌باشد که به شرح زیر بیان می‌گردند:

فرضیه اول: بین نسبت سرمایه‌گذاری و سرعت تعدیل سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین نسبت پرداخت سود و سرعت تعدیل سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد.

۳.۳. جامعه و نمونه آماری پژوهش

بازه‌ی زمانی پژوهش بین سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ (۵ ساله) می‌باشد و با توجه به اینکه در مدل رگرسیونی، برخی از متغیرها برای سال $t-1$ محاسبه می‌شود از داده‌های سال ۱۳۹۴ نیز استفاده شده است و دلیل انتخاب این بازه بررسی رابطه بین دو متغیر سیاست تقسیم سود و سرعت تعدیل سود تقسیمی، در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های اخیر می‌باشد.

به منظور نیل به اهداف این پژوهش از روش انتخاب نمونه غربالگری استفاده شده و برای جامعه آماری محدودیت‌های زیر مد نظر قرار گرفته است:

۱- کلیه شرکت‌ها تا تاریخ ۱۳۹۴/۱۲/۲۹ در بورس پذیرفته شده باشند.

۲- شرکت‌ها در طول قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشند.

۳- پایان سال مالی شرکت‌ها ۱۲/۲۹ باشد.

- ۴- شرکت‌های مورد مطالعه جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بان‌ها و موسسات مالی نباشند.
 - ۵- شرکت‌های مورد بررسی بیش از ۳ ماه وقفه معاملاتی داشته باشند.
 - ۶- اطلاعات مورد نیاز جهت انجام پژوهش، در دسترس باشد.
 - ۷- شرکت‌هایی که مجموع حقوق صاحبان سهام آنها منفی نباشد.
- تعداد اعضای نمونه شامل ۱۱۲ شرکت است؛ که پس از اعمال معیارهای فوق بدست آمده است.

۴.۳. تعاریف مفهومی و عملیاتی متغیرهای پژوهش

❖ متغیر وابسته و شیوه اندازه‌گیری آن

در این تحقیق (SOA) مخفف Speed of adjustment است که به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است و نحوه اندازه‌گیری این متغیر به شرح زیر می‌باشد:

$$\text{Adj EPS}_t = \frac{\text{EPS}_t \times n}{\text{EPS}_t} \quad (1)$$

در رابطه‌ی فوق EPS نمایانگر سود هر سهم است و در تعداد سهام (n) ضرب و بر تعداد سهام سال پایه (اولین سال تحقیق، ۱۳۹۵) (EPS_t) تقسیم می‌شود تا عددی ارائه شود که محدودیت‌های تجزیه سهام و افزایش سرمایه را در خود نداشته باشد (تقفی و عالی فامیان، ۱۳۹۸).

❖ متغیر مستقل و شیوه اندازه‌گیری آن

الف) در این پژوهش نسبت سرمایه‌گذاری (Inv) به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده که از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$\text{INV} = \frac{\text{دارایی ثابت‌های اول سال} - \text{دارایی ثابت‌های پایان سال}}{\text{دارایی ثابت‌های اول سال}} \quad (2)$$

ب) در این پژوهش نسبت پرداخت سود (Pay R) به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده که از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$\text{سود سهام} = \frac{\text{سود نقدی هر سهم}}{\text{سود هر سهم}} \quad (3)$$

❖ متغیرهای کنترلی و شیوه اندازه‌گیری آنها

این پژوهش دارای پنج متغیر کنترلی به شرح زیر می‌باشد:

- ۱- بازده دارایی ۲- اهرم مالی ۳- اندازه شرکت ۴- جریان نقدی آزاد ۵- نسبت سود و زیان انباشته
- در ادامه تعاریف عملیاتی هر کدام از متغیرها بیان می‌گردد.

- بازده دارایی‌ها (ROA): بازده دارایی‌ها از تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید (دستگیر و واحد پور، ۱۳۹۶).
 - اهرم مالی (LEV): برابر است با تقسیم کل بدهی‌های شرکت بر کل دارایی‌های شرکت (کیونجای و کیونگ سو، ۲۰۱۸).
 - اندازه شرکت (SIZE): برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام استفاده می‌گردد (مشایخی و دلدار، ۱۳۹۵).
 - جریان نقدی آزاد (FREE CASH FLOW): جریان نقدی آزاد از رابطه زیر حاصل می‌گردد (کیونجای و کیونگ سو، ۲۰۱۸).
- $$(4) \quad \text{جریان نقدی آزاد} = \frac{\text{سود پرداختی به سهامداران} + \text{هزینه مالی} + \text{مالیات} - (\text{سود عملیاتی} + \text{هزینه استهلاک})}{\text{کل دارایی‌ها در اول سال}}$$
- نسبت سود و زیان انباشته (Ret E): از تقسیم سود و زیان انباشته بر کل دارایی‌ها حاصل می‌شود (کیونجای و کیونگ سو، ۲۰۱۸).

۵.۳. مدل تحلیلی پژوهش

با هدف بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده خواهد شد:

$$SOA_{it} = \beta + \beta_1 INV_{it} + \beta_2 PAYR_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 FCF_{it} + \beta_7 RETE_{it} + \varepsilon_i \quad (5)$$

که در آن:

SOA: سرعت تعدیل سود تقسیمی؛ *INV*: نسبت سرمایه‌گذاری؛ *PAYR*: نسبت سود تقسیمی؛ *FCF*: جریان نقدی آزاد؛

ROA: سود آوری

LEV: اهرم مالی؛ *SIZE*: اندازه شرکت؛ *Ret E*: نسبت سود و زیان انباشته؛ ε : خطای باقی مانده

۴. یافته‌های پژوهش

۴.۱. آمار توصیفی

جدول (۱) نشان‌دهنده آمار توصیفی متغیرهای پژوهش می‌باشد و ۵۶۰ مشاهده (شرکت-سال) را در بر می‌گیرد. در این جدول، شاخص‌های میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی بیان گردیده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
SOA	۱۴۶۴,۲۴۴	۶۲۲	۷۸۷۵۰	۰,۳۵۷	۳۷۲۳,۱۸۲	۱۶,۲۷۱	۳۳۳,۲۶۹
INV	۰,۳۴۶	۰,۰۳۴	۲۴,۰۰۹	-۰,۷۵۵	۱,۶۸۹	۹,۱۱۹	۱۰۱,۰۲۹
PAYR	۶,۳۳	۰,۶۸۸	۱۷۵۰	۰	۷۶,۸۵۶	۲۱,۲۲۴	۴۷۶,۳۶۸
ROA	۰,۱۲۸	۰,۰۹۸	۰,۶۰۳	۰,۰۰۰۲	۰,۱۱۱	۱,۲۵۴	۴,۴۸۷
LEV	۰,۵۵۳	۰,۵۵۸	۱,۲۷۳	۰,۰۹	۰,۱۸۶	-۰,۰۵۶	۲,۹۹
SIZE	۱۴,۶۹	۱۴,۳۹۲	۱۹,۸۰۴	۱۱,۳۶	۱,۵۲۷	۰,۸۷۲	۳,۴۳۶
FCF	۰,۰۶۶	۰,۰۴۱	۱,۱۱۳	۰,۰۰۰۲	۰,۰۸۵	۵,۲۲۹	۵۰,۲۷۱
RETE	۰,۱۵۸	۰,۱۴۴	۰,۶۹۷	-۰,۲۸۹	۰,۱۴	۰,۵۶۴	۴,۴۱۱

۲,۴. آزمون‌های آماری پژوهش

آزمون‌های آماری لازم و نوع آماره استفاده شده جهت تحلیل رگرسیون چند متغیره در جدول شماره (۲) ارائه شده است و با توجه به محدودیت ارائه آنها در مقاله، صرفاً به فهرست آزمون‌های پژوهش اشاره می‌گردد.

جدول ۲. آزمون‌های آماری پژوهش

ردیف	نوع آزمون استفاده شده	نوع آماره استفاده شده
۱	آزمون نرمال بودن متغیرها	جاک برا
۲	آزمون مانایی	لوین، لین و چو
۳	آزمون تشخیص نوع داده‌های ترکیبی	F لیمر
۴	آزمون تعیین نوع روش برآورد (در صورت نیاز)	هاسمن
۵	آزمون هم خطی	ضریب همبستگی
۶	آزمون عدم خودهمبستگی جملات خطا	دوربین واتسون
۷	آزمون معنادار بودن مدل رگرسیون	F
۸	آزمون معنادار بودن ضرایب	آماره T
۹	آزمون همسانی واریانس خطاها	آزمون بارتلت
۱۰	آزمون نرمال بودن خطاها	جاک برا

همانطور که در بخش‌های قبلی بیان شد؛ فرضیه‌های پژوهش بدین صورت می‌باشند: فرضیه اول: بین نسبت سرمایه‌گذاری و سرعت تعدیل سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد؛ فرضیه دوم: بین نسبت پرداخت سود و سرعت تعدیل سود تقسیمی رابطه معناداری وجود دارد. پس از آزمون فرضیه‌ها از طریق مدل رگرسیونی فوق نتایج تخمین مدل به دست آمد که در جدول (۳) نشان داده شده است.

۳.۴. نتایج تخمین مدل

جدول (۳) نتایج حاصل از برآورد مدل را با استفاده از نرم افزار Eviews10 را نشان می دهد.

جدول ۳. نتایج تخمین مدل پژوهش

ردیف	متغیر	ضریب استاندارد	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
1	C	-۲۹۸۳,۷۵۴	۳۶۵,۸۱۹	-۸,۱۵۶	۰
2	INV	۳۷,۴۵۶	۱۵,۳۴۶	۲,۴۴	۰,۰۱۵
3	PAYR	-۰,۲۶۹	۰,۴۳۲	-۰,۶۲۲	۰,۵۳۳
4	ROA	۴۴۷۵,۸۰۲	۴۱۵,۱۴۵	۱۰,۷۸۱	۰
5	LEV	-۲۷۰۲,۷۳۸	۲۱۳,۷۷۸	-۱۲,۶۴۲	۰
6	SIZE	۸۳,۷۳	۲۴,۰۹۵	۳,۴۷۴	۰
7	FCF	۱۶۴,۶۸۷	۳۳۷,۴۱۷	۰,۴۸۸	۰,۶۲۵
8	RETE	۴۷۷۰,۷۰۷	۲۹۸,۹۲۷	۱۵,۹۵۹	۰
		ضریب تعیین ۰,۵۸۹	ضریب تعیین تعدیل شده ۰,۵۸۴		
آماره دورین واتسون		آماره آزمون $F = 113.107$		احتمال آزمون $F = ۰,۰۰۰$	
۱,۸۷۸					

نتایج مندرج در جدول (۳) نشان می دهد که P-value آزمون F برابر با ۰,۰۰۰ می باشد که کوچک تر از ۰,۰۵ است و از آنجائی که آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می دهد در نتیجه می توان گفت این مدل با احتمال ۹۵٪ معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده این مدل برابر ۰,۵۸۴ است. این عدد نشان می دهد که ۵۸ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است و از آنجائی که آماره دورین - واتسون مدل برابر با ۱,۸۷۸ است و این مقدار بین ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد، می توان گفت که در مدل خود همبستگی وجود ندارد.

۵. نتیجه گیری

این مطالعه اثر گذاری عوامل نسبت سرمایه گذاری و نسبت پرداخت سود را بر سرعت تعدیل سود تقسیمی مورد آزمون قرار داد. نمونه آماری متشکل از ۱۱۲ شرکت در فاصله زمانی ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ می باشد که با استفاده از مدل رگرسیون و بهره مندی از نرم افزار Eviews10 به بررسی فرضیه های پژوهش پرداخت و از این طریق نوع ارتباط و معناداری متغیرهای پژوهش مشخص گردید. فرضیه اول پژوهش بیان می کند که بین نسبت سرمایه گذاری و سرعت تعدیل سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد. مطابق با نتایج به دست آمده در جدول (۳)، سطح معناداری (Prob) محاسبه شده برای متغیر نسبت سرمایه گذاری (INV) عدد ۰/۰۱۵ بوده و کوچک تر از ۰,۰۵ است و ضریب برآورد شده آن متغیر مثبت می باشد. در نتیجه می توان اظهار داشت نسبت سرمایه گذاری تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل سود تقسیمی دارد. در تفسیر این نتایج می توان گفت با افزایش نسبت سرمایه گذاری، سطح سرعت تعدیل سود تقسیمی افزایش پیدا می کند و بالعکس. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه بین نسبت سرمایه گذاری و سرعت تعدیل سود تقسیمی

ارتباط معناداری وجود دارد، تأیید می‌شود. نتیجه به دست آمده حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش، موافق با یافته‌های پژوهش کیونجای و کیونگ سو (۲۰۱۸) می‌باشد. فرضیه دوم پژوهش که به دنبال کشف ارتباط و معناداری بین نسبت پرداخت سود و سرعت تعدیل سود تقسیمی است، مطابق با نتایج به دست آمده در جدول (۳) نشان می‌دهد که سطح معناداری (Prob) محاسبه شده برای متغیر نسبت پرداخت سود (PAYR) عدد ۰/۵۳۳ است و این عدد بزرگ‌تر از ۰,۰۵ می‌باشد و همچنین ضریب برآورد شده آن متغیر منفی است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت نسبت پرداخت سود تأثیر معناداری بر سرعت تعدیل سود تقسیمی ندارد. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه بین نسبت پرداخت سود و سرعت تعدیل سود تقسیمی ارتباط معناداری وجود دارد، رد می‌شود. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش، موافق با یافته‌های پژوهش کیونجای و کیونگ سو (۲۰۱۸) می‌باشد.

۱,۵. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

در راستای موضوع پژوهش پیشنهاداتی جهت پژوهش‌های آتی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

- ❖ پیشنهاد می‌شود نتایج این تحقیق به تفکیک در صنایع مختلف مورد بررسی قرار گیرد و رابطه بین سرعت تعدیل سود تقسیمی با سیاست‌های تقسیم سود در صنایع گوناگون باهم مقایسه شوند.
- ❖ پیشنهاد می‌شود به منظور دانش افزائی بیشتر در خصوص سیاست‌های تقسیم سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران، رابطه میان حاکمیت شرکتی و سیاست‌های تقسیم سود، مورد آزمون تجربی قرار گیرد.

References

- Abbas Muhammad, Y. (2021). Comparative Analysis of Determinants of Dividend in Oil and Gas Sector of Pakistan. SSRN, 1-73.
- Abbas, U., Farooq, M.I., Kashif, A.R., Hassan, S., & Scholar, S.M.P. (2021). Effect of Dividend Paying Behavior and Board Size and Board Composition On Firm's Performance: Evidence from Pakistan. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 25(2), 1-17.
- Abreu, J.F., & Gulamhussen, M.A. (2013). Dividend Payouts: Evidence from US Bank Holding Companies in the Con-text of the Financial Crisis. *Journal of Corporate Finance*, 22, 54-65.
- Adib, S. (2018). Investigating the relationship between the dividend policy with different liquidity criteria and the illiquidity factor in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *New Research Approaches in Management and Accounting*, 5. (in Persian).
- Afza, T., & Hassan Mirza, H. (2010). Ownership Structure and Cash Flows as Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3), 210-221.
- Ahmad, H., & Javid, A. (2010). The Ownership Structure and Dividend Payout Policy in Pakistan (Evidence from Karachi Stock Exchange 100 Index). *International Journal of Business Management and Economic Research*, 1(1), 58-69.
- Akhtar, S. (2018). Dividend Payout Determinants for Australian Multinational and Domestic Corporations. *Accounting & Finance*, 58(1), 11-55.
- Al-Kayed, L. T. (2017). Dividend Payout Policy of Islamic vs Conventional Banks: Case of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 117-128.
- Anwer, Z., Mohamad, S., Paltrinieri, A., & Hassan, M.K. (2020). Dividend Payout Policy of Shariah Compliant Firms: Evidence from United States. *Pacific-Basin Finance Journal*.

- Arab Mazar Yazdi, A., & Mohammad Khoury, A. (2015). Investigating the impact of macroeconomic variables on the dividend policy in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Audit Science*, 15(58). (in Persian).
- Baker, H.K., & Powell, G.E. (2012). Dividend Policy in Indonesia: Survey Evidence from Executives. *Journal of Asia Business Studies*, 6(1), 79-92.
- Benjamin, S.J., Wasiuzzaman, S., Mokhtarinia, H., & Nejad, N.R. (2016). Family Ownership and Dividend Payout in Malaysia. *International Journal of Managerial Finance*, 12(3), 314-334.
- Demouri, D., & Yazidi, M. (2019). Investigating the effect of product market competition on the relationship between ownership concentration and profit sharing policy in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting and Audit Research*, 11(42). (in Persian).
- Dewasiri, N.J., Koralalage, W.B.Y., Azeez, A.A., Jayarathne, P., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. (2019). Determinants of Dividend Policy: Evidence from an Emerging and Developing Market. *Managerial Finance*, 45(3), 413-429.
- Etimadi, H., Kajani, M., Esmaili, A. (2015). A comprehensive overview of the policy of profit sharing. *Research Institute of Humanities and Cultural Studies*. (in Persian).
- Fil Saraei, M., & Zarei, A. (2018). The endogenous relationship of ownership and profit sharing policy: using data assimilation based on the matching technique. *Financial Accounting and Auditing Research*, 10(38). (in Persian).
- Firth, M., Gao, J., Shen, J., & Zhang, Y. (2016). Institutional Stock Ownership and firms' Cash Dividend Policies: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 65, 91-107.
- Hamidian, H., & Masoumi, J. (2013). Investigating the effect of announcing the adjustment of expected profit on stock prices. *Applied researches in financial reporting*, 2(2). (in Persian).
- Jahankhani A., Parsaian, A. (1997). *Investment Management and Securities Evaluation*. First Edition. Tehran: Tehran University Press. Faculty of Management. (in Persian).
- Khalatbari Limaki, A.S. (2012). Measuring and comparing the explanatory power of added value, profits and cash flows from operations in predicting stock returns and determining a suitable model. *Management Accounting and Auditing Knowledge*. 1(2). (in Persian).
- Kim, J., Yang, I., Yang, T., & Koveos, P. (2021). The impact of R&D Intensity, Financial Constraints, and dividend pay-out policy on firm Value. *Finance Research Letters*, 40, 1-16.
- KyungJae, R., & Kyung Suh, P. (2018). Changes in dividend smoothing after the financial. *Economics Letters*, 172, 37-39.
- Labhane, N.B., & Mahakud, J. (2016). Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis. *Paradigm*, 20(1), 36-55.
- Lintner, J. (1956). Optimal dividends and corporate growth under uncertainty. *Journal of Economics*, 78, 49-95.
- Meshaikhi, B., & Deldar, M. (2016). The relationship between tax management and profit management in business groups. *Journal of Accounting Knowledge*, 26. (in Persian).
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of Capital, corporation Finance & the Theory of Investment. *J. American Economic Review*, 48, 261-297.
- Moradi, M., Safarpour, M., & Nik Tare Mofard, S. (2019). The relationship between the quality of profit and audit fees with the dividend policy of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Management Perspectives*, 2(12), 1-16. (in Persian).

- Mulyani, E., Singh, H., & Mishra, S. (2016). Dividends, Leverage, and Family Ownership in the Emerging Indonesian Market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 43, 16-29.
- Nazari, M., Parsai, M., & Nasiri, S. S. (2012). The relationship between information asymmetry and profit sharing policies in companies. *Quarterly Journal of Management Accounting and Auditing*, 1(2). (in Persian).
- Pahi, D., & Yadav, I. (2019). Does corporate governance affect dividend policy in India? Firm-level evidence from new indices. *Managerial Finance*, 45(9), 1219-1238.
- Pourheidari, O., Mohammadi, A., & Rahimi, A. (2006). examining the sustainability of the dividend policy in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Research Institute of Humanities and Cultural Studies, Comprehensive Humanities Portal*, 1. (in Persian).
- Sadeghi, Y., & Balali, A. (2020). An abstract on profit sharing policies. *The second national humanities and development conference*. (in Persian).
- Saghafi, A., & AliFamiyan, M. (2019). investigation of dividend smoothing in Tehran Stock Exchange. *Accounting Science*, 10(37). (in Persian).
- Sepasi, S., & Hassanzadeh, M. (2016). The impact of the economic dimension of corporate social responsibility on the sustainability of profit. *bi-quarterly journal of value and behavioral accounting*, 1(1). (in Persian).
- Zahid, B., Zulqurnain. Z.R., & Kashif, N.T. (2022). How do Dynamic Financing decisions explain the behavior of dividend payout policies? An empirical study of listed manufacturing Pakistani Firms. *Financial Intent Quarterly*, 18(1), 1-15.