

تأثیر ارزش نهایی وجه نقد بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام با توجه به نقش تعدیل کنندگی شوک نقدینگی

سید مرتضی نبویان*

سید علی نبوی چاشمی**

ایمان داداشی***

بهرام محسنی ملکی****

چکیده

یکی از مهمترین عامل تأثیرگذار بر مسائل تامین مالی به عنوان چالش پیش روی شرکت ها، حفظ انعطاف پذیری مالی است. انعطاف پذیری مالی داخلی از نقدینگی شرکت متأثر شده و نگهداشت وجه نقد مشخص کننده توانایی شرکت در مواجهه با ریسک‌هاست که به صورت عمده به تغییرات جریان نقدی و سیاست تقسیم سود شرکت بستگی دارد. برای اندازه گیری سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام که معیاری برای سنجش هموارسازی سود بوده، از رگرسیون غلتان با توجه به مدل لیتنر (۱۹۵۶)، و همچنین جهت سنجش ارزش نهایی وجه نقد که شاخصی برای اندازه گیری انعطاف پذیری مالی است، از روش فالدکندر و وانگ (۲۰۰۶) استفاده شده است. با توجه به محدودیت‌های تحقیق، ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۸۷ با استفاده از نرم افزار استاتا مورد بررسی قرار گرفته اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد ارزش نهایی وجه نقد بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام تأثیر معناداری ندارد. همچنین شوک نقدینگی تأثیری بر ارتباط بین ارزش نهایی وجه نقد و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام ندارد.

واژگان کلیدی: انعطاف پذیری مالی، هموارسازی سود، سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام و ارزش نهایی وجه نقد..

* دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد بابل، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران.

** دانشیار گروه مدیریت مالی، واحد بابل، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران. (نویسنده مسئول)

anabavichashmi2003@gmail.com

*** استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران

**** استادیار گروه حسابداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران.

مقدمه

مهمترین خروجی سیستم حسابداری به عنوان یک سیستم اطلاعاتی و زیر مجموعه سیستم اطلاعاتی مدیریت، گزارش های مالی است که مهمترین هدف این گزارش ها فراهم کردن اطلاعات لازم برای ارزیابی عملکرد و توانایی سودآوری بنگاه اقتصادی است (رستگارپویانی، ۱۳۸۷).

یکی از اقلام حسابداری که در گزارش های مالی (صورت سود و زیان) تهیه و ارائه می شود، سود خالص است که کاربردهای متفاوتی دارد. معمولاً سود به عنوان مبنایی برای محاسبه مالیات، عاملی برای تدوین سیاستهای تقسیم سود و راهنمایی برای سرمایه گذاری و تصمیم گیری صحیح و بالاخره عاملی برای پیش بینی به حساب می آید. به دلیل اهمیت سود شرکت برای استفاده کنندگان صورتهای مالی، مدیریت سعی می کند مبلغ و نحوه ارائه سود شرکت را بهبود ببخشد. یکی از روش های بهبود ارائه سود، هموارسازی سود است. هموارسازی سود به رفتار آگاهانه ای اطلاق می شود که به منظور کاهش نوسانهای دوره ای سود، شکل می گیرد (تقفی و محمدرضاخانی، ۱۳۹۴). طبق نظریه انتظارات عقلایی، سهامداران انتظارات خاصی را از شرکت در مورد سود دارند. اگر اعلان سود مطابق آن چیزی باشد که بازار انتظار دارد، قیمتها تغییر نخواهند کرد ولی اگر سهامدار در بازار یک تغییر غیر منتظره در سود تقسیمی ببیند از خود خواهد پرسید که منظور مدیران از این تغییر چه بوده است (تهرانی و شمس، ۱۳۸۲). شرکتها سیاستهای مختلفی را برای تقسیم سود دارند ولی صرف نظر از سیاست خاص هر شرکت، مدیران سعی می کنند با توجه به اطلاعاتی که از آینده شرکت دارند میزان سود تقسیمی را طوری تنظیم کنند که از تأثیرات منفی تغییرات سود تقسیمی بر روی سهامداران احتراز نمایند. در پژوهش حاضر برای اندازه گیری هموارسازی سود از شاخص سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام^۱ استفاده شده است. جان لینتر در اواسط دهه ۵۰ طی تحقیقاتی مفهوم جدیدی به نام «سرعت تعدیل سود تقسیمی را وارد ادبیات مالی نمود و آن را حاصل تقسیم تغییرات واقعی سود تقسیمی بر تغییرات مورد انتظار سود تقسیمی تعریف نمود. لینتر^۲ (۱۹۵۶) بیان کرد که اگر عدم اطمینان در مورد توانایی شرکت برای حفظ سود تقسیمی سهام در سطح بالاتر وجود داشته باشد، وقتی سود افزایش پیدا می کند، یک شرکت کل سود تقسیمی سهام خود را تعدیل

1. dividends adjustment speed

2. Lintner

نخواهد کرد. علاوه بر این فرضیه تعدیل جزئی توسط لیتنر (۱۹۵۶) نشان داده است که شرکت‌ها تمایل به کاهش میزان سود تقسیمی سهام دارند که به موجب آن تغییرات در سود تقسیمی سهام به صورت تدریجی خواهد بود.

انعطاف پذیری مالی^۱ یکی از موضوعات اساسی در مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری است که به بهبود عملکرد مدیران هنگام استفاده از فرصت‌های رشد منجر می‌شود و زمینه ورود شرکت به بازارهای سرمایه‌گذاری را فراهم می‌کند. انعطاف پذیری مالی، مبنایی برای ارزیابی توان نقدینگی شرکتها است. این معیار، تعیین‌کننده توانایی واحد تجاری برای پرداختهایی مانند حقوق و مزایا به کارکنان، تأمین‌کنندگان کالا و خدمات، مخارج مالی، سرمایه‌گذاری، بازپرداخت تسهیلات دریافتی و توزیع سود بین صاحبان سهام است. به طور کلی هر واحد تجاری که از انعطاف پذیری مالی بیشتری برخوردار است، در مجموع با مخاطره کمتری روبرو می‌شود (چو، ۲۰۱۲).

ول بردا (۱۹۹۸) انعطاف پذیری مالی را توانایی اجرای فعالیتهای سودآور به دنبال تغییرات ایجادشده در محیط تجاری و همچنین سازگاری پیش‌بینی تغییراتی که اهداف شرکت را دربرمی‌گیرد، تعریف کرده است. از نظر وی انعطاف پذیری مالی شامل دو چشم‌انداز زیر است:

- انعطاف پذیری مالی داخلی: مانند میزان ظرفیت شرکت برای سازگاری با نیازهای محیط؛
- انعطاف پذیری مالی خارجی: مانند میزان ظرفیت شرکت برای تأثیرگذاری در محیط و در نهایت کاهش آسیب‌پذیری.

به طور عمده، انعطاف پذیری مالی داخلی از نقدینگی و ظرفیت بدهی شرکت تأثیر می‌پذیرد. نگهداشت وجه نقد مشخص‌کننده توانایی شرکت در مواجهه با ریسک‌هاست و ظرفیت بدهی نیز چگونگی عملکرد شرکت در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب را تعیین می‌کند (خالقی مقدم و همکاران، ۱۳۹۷). وجه نقد که عامل اصلی و تعیین‌کننده انعطاف‌پذیری مالی داخلی شرکت در این پژوهش به شمار می‌رود، بخش شایان توجهی از دارایی‌های شرکت را به خود اختصاص می‌دهد و از اقلام مهم دارایی‌های جاری در فرایند اجرای عملیات شرکت و واحدهای انتفاعی تلقی می‌شود. مانده وجه نقد از دوره‌ای به دوره‌ای دیگر متفاوت است و به طور عمده به تغییرات جریان نقدی و

1. Financial Flexibility

2. Chua

سیاست تقسیم سود شرکت بستگی دارد اگرچه وجه نقد نگهداری شده، دارایی مهمی برای شرکت است، از سوی دیگر، نگهداری بیش از اندازه این دارایی می تواند نشانه ای از ناکارایی تخصیص منابع باشد و هزینه هایی را به شرکت تحمیل کند که برخی از این هزینه ها شامل هزینه فرصت سرمایه و هزینه نمایندگی مرتبط با نظارت است. در واقع انعطاف پذیری با نگه داشتن مبالغ زیاد وجه نقد به دست نمی آید؛ زیرا برای نگهداشت وجه نقد، دو عامل بازدارنده مالیاتی و هزینه های شرکت، محدودیت ایجاد میکنند. همچنین هزینه فرصت وجه نقد در اثر نگهداشت وجه نقد زیاد در شرکت، موجب از دست دادن فرصت های سرمایه گذاری و کاهش سرمایه گذاری های مثبت شرکت می شود. بنابراین مدیریت وجه نقد و نگهداری سطح مطلوبی از آن در شرکت، از مهمترین وظایف فرایند مدیریت مالی است (پیری و برزگری صدقیانی، ۱۳۹۴).

اکثر مطالعات و تحقیقات انجام شده داخلی تاکنون ارتباط بین متغیرهای ارزش نهایی وجه نقد و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام را بررسی نکرده اند و فقط برخی از محققان به بررسی ارتباط بین اجزای هر یک از این متغیرها با سایر عوامل پرداخته اند. بنابراین با توجه به انگیزه نشأت گرفته از این پژوهش، محققین بر آن شدند تا رابطه بین ارزش نهایی وجه نقد و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام را با توجه به نقش تعدیل کننده شوک نقدینگی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سالهای ۱۳۹۶-۱۳۸۷ مطالعه و بررسی نمایند.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مبانی نظری

سرمایه گذاران به طور عام به رقم سود توجه ویژه ای دارند، آنها سودهای بدون نوسان و یا کم نوسان را با کیفیت تر تلقی می کنند، به عبارت بهتر آنها حاضرند در شرکت هایی سرمایه گذاری کنند که روند سود آن شرکت ها دارای ثبات بیشتری است. بنابراین سودهای گزارش شده همواره به عنوان یکی از معیارهای تصمیم گیری مالی دارای اعتبار ویژه ای است و اغلب تحلیلگران مالی سود را به عنوان یک عامل اساسی در بررسی ها و قضاوت های خود مد نظر قرار می دهند. مدیران انگیزه قوی دارند که سود را مدیریت کنند و مدیران واحدهای تجاری سعی می کنند در فرآیند تعیین سود دخالت کنند تا رقم سود در راستای اهداف دلخواه آنها گزارش شود. یکی از جنبه های مدیریت سود،

هموارسازی سود است که در این پژوهش مدنظر است.

هموارسازی سود به عنوان اقدامی آگاهانه و عامدانه برای کاهش تغییرها و نوسان‌های دوره ای سود گزارش شده یا سود مورد پیش بینی از طریق استفاده از فن‌های گزینه‌ای حسابداری در چارچوب اصول عمومی پذیرفته‌شده حسابداری تعریف شده است (بادآورنهدی و همکاران، ۱۳۸۹).

در محیط تجاری امروز شرکتی که بتواند در رابطه با تأمین مالی از انعطاف پذیری بالایی برخوردار باشد، موفق تر خواهد بود. همچنین مفاهیم نظری مبین این است که یکی از اهداف اصلی صورت‌های مالی که در مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران بیان شده " ارائه اطلاعات تلخیص و طبقه بندی شده در مورد انعطاف پذیری مالی است." در این تعریف انعطاف پذیری مالی عبارت است از " توانایی واحد تجاری مبنی بر اقدام مؤثر جهت تغییر میزان و زمان جریانهای نقدی" به گونه ای که بتوان در قبال رویدادها و فرصت های غیرمنتظره واکنش نشان دهد (شعری آناقیز و محسنی ملکی رستاقی، ۱۳۹۴). مدیران بیان کرده اند که انعطاف پذیری نقش مهمی در توانمند ساختن آنها در خصوص سرمایه گذاری در آینده ایفا می کند. بر مبنای مباحث صورت گرفته توسط مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳)، مشکلات بازار سرمایه حفظ انعطاف پذیری را برای شرکت ها جهت استفاده از فرصت های سودآور الزامی کرده است (خدائی وله زافرود و زارع تیموری، ۱۳۸۹).

انعطاف پذیری مالی عامل تعیین کننده کلیدی انحرافات مقطعی در سیاستهای هموارسازی سود تقسیمی سهام است. در مقابل، سود تقسیمی سهام و پایداری سود سهام تقسیمی هنوز جزء بسیار مهمی در تصمیم گیری مالی هستند. هرچه میزان سود تقسیمی بیشتر باشد، منابع داخلی شرکت به منظور اجرای پروژه های سرمایه گذاری کمتر خواهد شد و امکان دارد نیاز به منابع مالی خارج از شرکت بیشتر شود. از سوی دیگر ممکن است بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی باشند. بنابراین مدیران همواره باید بین علایق مختلف سهامداران تعادلی برقرار نمایند تا هم فرصت های سرمایه گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز بعضی از سهامداران را بپردازند (تهرانی و فیروزی، ۱۳۹۲).

در پژوهش حاضر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام به عنوان شاخص اندازه گیری هموارسازی سود و ارزش نهایی وجه نقد^۱ به عنوان شاخص اندازه گیری انعطاف پذیری

مالی مطرح شده است. لری و میکائیلی^۱ (۲۰۱۱) نشان دادند که شرکتهای بزرگ و بالغ، سود سهام باثبات تری را ارائه می دهند. بنابراین سوال اصلی تحقیق این است آیا شرکتهایی که ارزش نهایی وجه نقد بالاتری دارند (از نظر مالی منعطف تر هستند)، سرعت تعدیل سود تقسیمی سهامشان بیشتر است؟ و اینکه ارتباط بین متغیرهای فوق با وارد کردن شوک نقدینگی چگونه است؟ بررسی ها و پژوهش های اخیر نشان داده است شرکتهایی که از نظر مالی منعطف تر هستند، بیشتر سود تقسیمی سهامشان را هموارسازی می کنند. همچنین شرکت ها با شوک نقدینگی بهتر می توانند سود سهام را هموار کنند. لذا شرکتهایی که سود تقسیمی سهام خود را به سرعت تعدیل می کنند، شرکتهایی بزرگتر و با سوددهی کمتر هستند. همچنین شرکتهایی با سود سهام بسیار ثابت، ارزش گذاری بازار بالاتری دارند. علاوه بر این، شوک نقدینگی به تنهایی اثر مستقیمی بر سیاستهای هموارسازی و سود تقسیمی سهام ندارد. اما همانطور که شرکتها از نظر مالی منعطف تر می شوند، می توانند بیشتر سود سهام خود را با وجود یک شوک نقدینگی هموارسازی کنند (فلیرز^۲، ۲۰۱۶).

پیشینه پژوهش

سولا و همکاران^۳ (۲۰۱۸) تأثیر فرصت های رشد، محدودیت های مالی و آشفتگی مالی را بر سرعت تعدیل شرکت های کوچک و متوسط (SMEs) به نگهداشت وجه نقد شرکتهای اسپانیایی در طی سال های ۱۹۹۸ الی ۲۰۱۲ بررسی کرده اند. نتایج آنها نشان داد که انگیزه شرکتهای برای نگهداشت وجه نقد باعث می شود که آنها با احتیاط عمل کنند. همچنین SMEs با فرصت های رشد بیشتر، سرعت تعدیل سریعتری برای سطح نگهداشت وجه نقد هدفشان برای حفظ انعطاف پذیری مالی داشته و آن ها قادرند از مزایای فرصتهای سرمایه گذاری سودآور در زمانی که ایجاد می شوند، بهره مند شوند. علاوه بر این شرکتهای کوچک و متوسط در زمان مشکلات مالی سرعت تعدیل بالاتری دارند تا از هزینه های آشفتگی مالی اجتناب کنند. در نهایت آنها در دوره بحران ها سرعت تعدیل سریعتری را برای نگهداشت وجه نقد برای همه شرکتهای مشاهده کرده اند که به عنوان یک

1. Leary & Michaely

2. Fliers

3. Sola et al

پاسخ احتمالی به محدودیت های اعتباری مواجه شده با SMEs است. راجو و راین^۱ (۲۰۱۸) در پژوهشی هموارسازی سود تقسیمی سهام و کاربرد مدل لیتنر را برای ۵۱ شرکت A&B برای یک دوره ۱۵ ساله در بخش فلزات شرکتهای خودرویی هند بررسی کرده اند. روش تجزیه و تحلیل پژوهش آنها سری زمانی بر حسب داده های پانل مقطعی بوده است. جان لیتنر (۱۹۵۶) در مورد سیاست سود تقسیمی دریافت که مدیران شرکت های هدف یک نسبت بلند مدتی از سود تقسیمی سهام را پرداخت می کنند و نتیجه گرفت که سود سهام شرکت های چسبنده به سود پایدار بلندمدت مرتبط بوده که توسط شرکت های بالغ پرداخت می شود و از سالی به سال دیگر هموارتر می شود. آنها با توجه به مدل لیتنر نشان دادند که سیاست سود تقسیمی سهام به شدت به سود سهام معوق و سود خالص با ضرایب آماری دقیق و با اهمیت بستگی دارد و همچنین نسبت سود بالای هدف همراه با سرعت تعدیل (SOA) نشان دهنده ی هموارسازی سود تقسیمی سهام است و تجربه و تحلیل تجربی این پژوهش به شدت در تایید و حمایت از نظریه لیتنر (۱۹۵۶) است.

فراندو و همکاران^۲ (۲۰۱۷) تأثیر انعطاف پذیری مالی بر توانایی سرمایه گذاری شرکتهای اروپایی در بحران سال ۲۰۰۷ را مورد بررسی قرار داده و نشان دادند شرکتهای با انعطاف پذیری مالی بالاتر، تأثیر منفی شوک های نقدینگی بر توانایی سرمایه گذاری را کاهش داده اند.

فلیرز (۲۰۱۶) در پژوهشی اثر انعطاف پذیری مالی را بر هموارسازی سود تقسیمی سهام بررسی کرد. وی انعطاف پذیری مالی را به عنوان توانایی شرکت برای سرمایه گذاری کردن و تجدید ساختار منابع تامین مالی آن تعریف کرد. وی انعطاف پذیری مالی شرکت را با استفاده از معیارهای شرکت همچون ظرفیت بدهی استفاده نشده و سرعت های تعدیل ساختار سرمایه اندازه گیری کرد. نتایج پژوهش وی نشان داد که اگر شرکتهای از نظر مالی منعطف تر باشند، شرکتهای سود تقسیمی سهام خود را هموارتر می کنند. همچنین شرکتهای هنگامی سود تقسیمی سهام خود را بیشتر هموار می کنند که هزینه های نمایندگی بالا باشند و در نهایت ساختار سرمایه شرکتهای شوک ها به سود خالص را جذب کرده و می توانند سود سهام را هموار کنند.

بارترام^۱ (۲۰۱۴) به بررسی رابطه بین انعطاف پذیری مالی و میزان سرمایه گذاری واقعی شرکتها پرداخته است. نتایج وی نشان داد که انعطاف پذیری مالی عامل با اهمیتی در میزان سرمایه گذاری شرکت های غیر مالی در جهان می باشد. در مقایسه با شرکت های مشابه نتایج نشان داد شرکت هایی که دارای انعطاف پذیری بیشتری می باشند، دارای کمتر از ۵٪ مخارج سرمایه ای و بیش از ۱۲٪ مخارج تحقیق و توسعه هستند.

ارسلان و همکاران^۲ (۲۰۱۰) در تحقیق خود با عنوان انعطاف پذیری مالی، سرمایه-گذاری شرکت و عملکرد نشان دادند که شرکتها جهت حفظ انعطاف پذیری مالی در درجه ی اول، سیاستهای محافظه کارانه بدهی را در پیش گرفته و به ندرت با نگهداری وجوه نقد زیاد، به داشتن انعطاف پذیری مالی مبادرت ورزیدند (مطابق یافته های آنها، بدهی مهمترین جزء انعطاف پذیری مالی است) همچنین نتایج تحقیق نشان داد شرکت هایی که در طول دوره بحران مالی انعطاف پذیری مالی داشته اند، توانایی بیشتری در جذب فرصتهای سرمایه گذاری و وابستگی اندکی به در دسترس بودن منابع داخلی جهت سرمایه گذاری داشته اند. همچنین شرکتهای دارای انعطاف پذیری مالی نسبت به شرکتهایی که انعطاف پذیری کم تری دارند، عملکرد بهتری داشته اند.

فتحی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر ارزش انعطاف پذیری مالی بر سیاست های مالی شرکت ها و هزینه سرمایه سهام با استفاده از مدل گامبا و تریانتیس برای ۸۴ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۳ پرداختند. ارزش انعطاف پذیری مالی با استفاده از چهار عامل فرصت های رشد، سودآوری، هزینه تأمین مالی خارجی و نسبت مشهود بودن دارایی ها اندازه گیری شد. نتایج آنها نشان داد که ارزش انعطاف پذیری مالی بر متغیرهای اهرم مالی و هزینه سرمایه سهام تأثیر منفی و معنادار، بر متغیر نگهداشت وجه نقد دارای تأثیر مثبت و معنادار است؛ همچنین بر تصمیمات تقسیم سود شرکت ها تأثیر قابل توجهی ندارد.

مراد زندی و تنانی (۱۳۹۴) تأثیر جریان وجه نقد آزاد و سطح انباشت وجه نقد بر انعطاف پذیری مالی را بررسی کردند. در نهایت یافته های تحقیق وجود تأثیر جریان وجه نقد آزاد و سطح انباشت وجه نقد بر انعطاف پذیری مالی را مورد تأیید قرار داد. همچنین مشخص گردید جریان وجه نقد آزاد و سطح انباشت وجه نقد در شرکتهای دارای انعطاف پذیری مالی، نسبت به شرکتهایی که انعطاف پذیری مالی ندارند، تفاوت مثبت و

1. Bartram

2. Arslan et al

معنی داری دارد.

طالب نیا و درویش (۱۳۹۳) در پژوهشی رابطه‌ی بین مانده وجه نقد و هموارسازی سود را در ۷۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده و نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین مانده وجه نقد و هموارسازی سود رابطه معنادار و مثبت وجود داشته اما بین تغییرات مثبت مانده وجه نقد سال جاری نسبت به سال قبل و هموارسازی سود رابطه معناداری یافت نشد.

تهرانی و شمس (۱۳۸۲) به محاسبه سرعت تعدیل تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی رابطه آن با رشد بازده سهام پرداختند. در تحقیق آنها مدل تقسیم سود در مورد شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۱۳۸۱-۱۳۷۳ به آزمون گذاشته شد. بر مبنای نتایج بدست آمده شرکتهای ایرانی بطور متوسط ۶۸٪ عایدی خود را تقسیم کردند و در این بین صنعت رادیو و تلویزیون در مقایسه با سایر صنایع، نسبت بیشتری از سود خود را در بلندمدت تقسیم کردند. بررسی سرعت تعدیل سود تقسیمی در این شرکتهای مختلف معناداری را بین صنایع مختلف نشان نداد. بالا بودن این نسبت در بورس تهران بیانگر این مطلب است که مدیران مقدار سود تقسیمی را با شدتی بیشتر از تغییرات عایدی هر سهم تغییر داده اند. در ضمن رابطه معنی داری بین رشد بازده شرکتهای و سرعت تعدیل سود تقسیمی بدست نیامد.

روش شناسی تحقیق

جامعه و نمونه تحقیق

جامعه آماری تحقیق از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل شده و قلمرو زمانی تحقیق به صورت یک دوره ده ساله از سال ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۹۶ تعریف شده است. همچنین، نمونه آماری به روش حذفی و با در نظر گرفتن معیارهای چهارگانه زیر انتخاب شده است:

(۱) شرکت منتخب در طول دوره زمانی تحقیق (۱۳۸۷-۱۳۹۶) نباید پایان سال مالی خود را تغییر داده باشد.

(۲) دوره مالی شرکت منتخب منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

(۳) شرکت برگزیده متعلق به صنایع بورسی «بانکها، مؤسسات اعتباری و سایر

نهادهای پولی»، «سایر واسطه‌گری‌های مالی»، «سرمایه‌گذاری‌های مالی» و «شرکت‌های چندرشته‌ای صنعتی» نباشد.

(۴) اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.

باتوجه به شرایط اشاره شده در بالا، از مجموع شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تعداد ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه تحقیق استفاده شده است.

ابزار گردآوری اطلاعات

این پژوهش از لحاظ نوع نتیجه، کاربردی و از لحاظ روش پژوهش تجربی از نوع پس‌رویدادی است. در پژوهش‌های پس‌رویدادی، روابط احتمالی بین متغیرها از طریق مشاهده شرایط موجود، مورد مطالعه قرار می‌گیرد که در آن، موارد مورد مطالعه در گذشته رخ داده‌اند و توسط محقق قابل دستکاری نیستند. از لحاظ روش استدلال نیز این تحقیق از نوع پژوهش‌های استقرایی است که با استفاده از مشاهده اجزایی از جامعه (نمونه) نسبت به ارائه الگویی برای کل جامعه اقدام می‌نماید. پژوهش حاضر از لحاظ آماری از نوع تحقیقات همبستگی است که برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، رگرسیون خطی چندمتغیره به کار می‌رود. به منظور پژوهش، داده‌های کمی مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از صورت‌های مالی حسابرسی منتشر شده در سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (شبکه کدال) و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است. برای گردآوری داده‌ها، از نرم‌افزار Excel و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار STATA استفاده شده است.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: ارزش نهایی وجه نقد بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: شوک نقدینگی بر ارتباط بین ارزش نهایی وجه نقد و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

مدل و متغیرهای پژوهش

مدل‌های پژوهش

جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل‌های ۱ و ۲ با توجه به پژوهش‌های فلیرز (۲۰۱۶) و

فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) استفاده می شود:

مدل (۱)

$$SOA_{i,t} = \alpha + \beta_1 FFLEX_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 TANG_{i,t} + \beta_4 BM_{i,t} + \beta_5 L_{i,t} + \beta_6 PROF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)

$$SOA_{i,t} = \alpha + \beta_1 FFLEX_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 TANG_{i,t} + \beta_4 BM_{i,t} + \beta_5 L_{i,t} + \beta_6 PROF_{i,t} + \beta_7 Shock_{i,t} + \beta_8 Shock_{i,t} * FFLEX_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام (SOA) متغیر وابسته تحقیق حاضر بوده که به عنوان شاخصی جهت سنجش هموارسازی سود است که مطابق پژوهش فلیرز (۲۰۱۶) و با توجه به رگرسیون غلتان و فرضیه تعدیل جزئی مدل لیتنر (۱۹۵۶) طبق مدل (۳) اندازه گیری می شود.

$$\Delta Div_t = \alpha + \beta_1 E_t + \beta_2 Div_{t-1} + \varepsilon_t; \forall \text{ firms at time } t \quad \text{مدل (۳)}$$

E_t سود جاری شرکت و ΔDiv_t تغییرات در سود سهام است که به وسیله سطوح تقسیم سود سهام قبل و سود جاری تعیین می شود. سرعتی که شرکت با آن سود سهامش را تعدیل می کند (SOA) با β_2 نشان داده شده است. SOA یا سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام شرکت ها که با β_2 نشان داده شده، با استفاده از رگرسیون غلتان بدست آمده است.

متغیر مستقل

در این پژوهش برای اندازه گیری انعطاف پذیری مالی ($FFLEX_{i,t}$) از معیار ارزش نهایی وجه نقد به شرح زیر استفاده می شود:

شاخص ارزش نهایی وجه نقد ($MVOC_{i,t}$): برای محاسبه این شاخص از روش فالکندر و وانگ^۱ (۲۰۰۶) استفاده می شود. ایده اصلی این است که بین تغییرات در ارزش بازار و تغییرات در مانده وجه نقد رگرسیونی را ایجاد کرده و همزمان برای کنترل سایر

عوامل بالقوه تأثیرگذار در ارزش، از متغیرهای کنترلی استفاده می شود. در این صورت ضریب رگرسیون بدست آمده برای متغیر تغییر در وجه نقد نگهداری شده، بیانگر ارزش نهایی وجه نقد نگهداری شده می باشد. نحوه محاسبه شاخص ارزش نهایی وجه نقد به صورت زیر می باشد:

مدل (۴) برآورد اولیه ضرایب برای تعیین ارزش نهایی وجه نقد

$$R_{i,t} - \bar{R}_{pt} = \lambda_0 + \lambda_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_3 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\ + \lambda_4 MB_{i,t} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_5 \frac{Dep_{i,t}}{TA_{i,t}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_6 Size_{i,t} \\ * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_7 \frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_8 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_9 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\ + \lambda_{10} \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{11} \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{12} \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \lambda_{13} \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} \\ + \lambda_{14} \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}} + \lambda_{15} MB_{i,t} + \lambda_{16} \frac{Dep_{i,t}}{TA_{i,t}} + \lambda_{17} Size_{i,t} \\ + \lambda_{18} \frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}} + \mu_{i,t}$$

$R_{i,t} - \bar{R}_{pt}$: برابر بازده غیرعادی می باشد که آن بازده واقعی سهام و بازده بازار است که نشان دهنده بازده مورد انتظار است. $R_{i,t}$: بازده واقعی سهام، R_{pt} : شاخص بازده کل بازار، C : وجه نقد موجود در شرکت، E : سود (زیان) عملیاتی، NA : مجموع دارایی ها پس از کسر وجه نقد، I : هزینه بهره، D : سود تقسیم شده سهامداران عادی، L : نسبت اهرم مالی (مجموع بدهی ها به مجموع دارایی ها)، NF : خالص تأمین مالی (مجموع بدهی و سهام منتشر شده)، TA : مجموع دارایی ها، CF : جریان وجه ناشی از عملیات، MB : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، Dep : هزینه استهلاک، $Size$: لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها، FA : دارایی های ثابت، M : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام. در ادامه ضرایب به دست آمده از مدل ۴ در مدل ۵ جایگذاری شده و ارزش نهایی وجه نقد برای هر سال - شرکت بدست می آید:

مدل (۵)

$$MVOC_C = \lambda_1 + \lambda_2 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \lambda_3 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}} + \lambda_4 MB_{i,t} + \lambda_5 \frac{Dep_{i,t}}{TA_{i,t}} + \lambda_6 Size_{i,t} \\ + \lambda_7 \frac{FA_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

متغیر تعدیل کننده

Shock_{i,t} همان شوک نقدینگی است که براساس پژوهش فلیرز (۲۰۱۶) اگر سود تقسیمی شرکتی در دوره جاری بیشتر از ۲ درصد ارزش دارایی‌های آن دوره باشد، شوک نقدینگی به شرکت وارد شده و عدد ۱ گرفته و در غیر اینصورت عدد صفر می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی عبارتند از:

۱. اندازه شرکت (SIZE): از لگاریتم مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید.
۲. دارایی‌های ثابت مشهود (TANG): از تقسیم دارایی‌های ثابت بر مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید.
۳. نسبت ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام (BM): این نسبت از ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.
۴. اهرم مالی (L): نسبت اهرم مالی که از مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید.
۵. سودآوری (PROF): از سود قبل از بهره و استهلاک تقسیم بر مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

در این تحقیق برای جمع آوری، خلاصه کردن، طبقه بندی و توصیف حقایق عددی از آمار توصیفی استفاده میشود. شاخصهای مرکزی و پراکندگی برای متغیرهای تحقیق به منظور تحلیل توصیفی متغیرها قبل از آزمون فرضیه به کار گرفته میشوند. این اقدام به منظور ارائه دیدگاهی کلی نسبت به تعداد ۱۰۵۰ مشاهده و شناخت بیشتر آن صورت می‌گیرد. در نگاره ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق ارائه شده است:

جدول ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه
سرعت تعدیل سود تقسیمی	SOA	-۰/۰۱	۰/۰۶۴	-۱/۴۱	۰/۲۵۹	-۰/۰۰۱
ارزش نهایی وجه نقد	MVOC	۰/۹۷	۲/۵۶	-۱۰/۸۹	۵۰/۲۲	۰/۶۹
اندازه شرکت	SIZE	۶/۰۲	۰/۵۹۶	۴/۳۸	۸/۴۱	۵/۹۹
اهرم	L	۰/۵۷۵	۰/۱۷۴	۰/۰۱۶	۱/۱۴	۰/۵۹

۰/۱۹	۰/۹۵۶	-۰/۱۰۸	۰/۱۵۵	۰/۲۲۱	PROF	سودآوری
۰/۲۲	۰/۸۹	۰/۰۳۸	۰/۱۸۱	۰/۲۶	TANG	دارایی ثابت مشهود
۰/۵۱	۴/۳۵	-۰/۲۳۱	۰/۴۷	۰/۶۳۷	BM	نسبت ارزش دفتری به بازار
(درصد) فراوانی						متغیر مجازی
۸۳۱ (۷۹)						شوگ

منبع: یافته های پژوهشگر

آمار استنباطی

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول اینگونه مطرح شد که ارزش نهایی وجه نقد بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام تأثیر معناداری دارد. در این تحقیق بر مبنای مدل های رگرسیونی ۱ و ۲، اثرات سال و صنعت کنترل شده و برازش مدل از نوع مقطعی خواهد بود؛ لذا نیازی به انجام آزمونهای تشخیصی لیمر و هاسمن جهت تفکیک اثرات مشترک، ثابت و تصادفی نیست. قبل از برازش نهایی مدل تحقیق، ابتدا پیش فرض های کلاسیک رگرسیون مانند ناهمسانی واریانس اجزای خطا، خودهمبستگی مرتبه اول جملات اخلال و هم خطی متغیرهای توضیحی مورد بررسی قرار می گیرند. در صورتی که تعداد مقاطع از دوره زمانی بیشتر باشد، میتوان انتظار داشت که اجزای اخلال دارای ناهمسانی واریانس باشند. در نگاره ۲ نتایج مربوط به بررسی ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی مرتبه اول جملات اخلال ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج بررسی فروض کلاسیک رگرسیون خطی

پیش فرض	آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
ناهمسانی واریانس	بروش پاگان	۵۱۱۴/۳۹	۰/۰۰۰	وجود مشکل ناهمسانی واریانس
خود همبستگی	ولدریچ	۰/۶۲۱	۰/۴۵۱	عدم وجود خود همبستگی مرتبه اول

منبع: یافته های پژوهشگر

در آزمون بروش پاگان اگر مقدار prob (سطح معنی داری) کمتر از ۵٪ باشد، به معنای رد فرضیه صفر و وجود مشکل ناهمسانی واریانس است و با توجه به اینکه مقدار سطح معنی داری آن صفر بدست آمده و کمتر از ۵٪ است، بنابراین مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد. لذا در این تحقیق بعد از کنترل اثرات سال و صنعت، برازش مدل رگرسیونی به روش خطاهای استاندارد مقاوم (پانل مقاوم) انجام گردیده، که موجب رفع مشکل ناهمسانی واریانس در بازه مورد مطالعه گردیده است. در آزمون ولدریچ اگر مقدار prob

(سطح معنی داری) کمتر از ۵٪ باشد، به معنای رد فرضیه صفر و وجود خودهمبستگی مرتبه اول بین خطاهاست و با توجه به اینکه مقدار سطح معنی داری آن ۰/۴۵۱ شده و بیشتر از ۵٪ است، بنابراین خودهمبستگی مرتبه اول بین خطاها وجود ندارد. جدول ۳، نتایج رگرسیون مدل مربوط به فرضیه اول پژوهش را نشان می دهد.

جدول ۳. نتایج تخمین مدل فرضیه ی اول پژوهش

متغیرها	نماد	ضریب	آماره t	سطح معنی داری	عامل تورم واریانس
ارزش نهایی وجه نقد	MVOC	۰/۰۰۰۵	۰/۰۵	۰/۹۵۸	۱/۶۱
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۵۸	۲/۶۶	۰/۰۰۹	۱/۶۷
اهرم	L	-۰/۰۰۳	-۰/۲۷	۰/۷۸۶	۱/۴۶
سودآوری	PROF	۰/۰۱۴	۱/۲۴	۰/۲۱۶	۱/۲۴
دارایی ثابت مشهود	TANG	۰/۰۰۸	۰/۶۰	۰/۵۴۸	۲/۳۰
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	-۰/۰۰۴۶	-۱/۳۱	۰/۱۹۴	۱/۰۷
ضریب ثابت مدل	C	-۰/۰۹۱	-۲/۸۴	۰/۰۰۵	-
اثر سال اثر صنعت ضریب تعیین تعدیل شده آماره F مدل (سطح معناداری) مشاهدات	کنترل شد کنترل شد ۰/۰۷۵ ۲/۷۸ (۰/۰۰۰) ۱۰۵۰				

منبع: یافته های پژوهشگر

در این پژوهش برای بررسی همخطی متغیرهای توضیحی از عامل تورم واریانس استفاده شده است؛ همچنان که در نگاره ۳ مشاهده می شود کلیه عوامل تورم واریانس کمتر از ۵ می باشد که بیانگر عدم وجود همخطی بین متغیرهای توضیحی تحقیق است. مقدار و سطح معنی داری آماره F مدل به ترتیب ۲/۷۸ و ۰/۰۰۰ می باشد و بیانگر آن است که مدل تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری مناسبی برخوردار می باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۰۷۵ می باشد و بیانگر آن است که ۷/۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تحقیق تبیین می شود. بر اساس نتایج جدول ۳، ارزش نهایی وجه نقد دارای ضریب ۰/۰۰۰۵ و سطح معناداری ۰/۹۵۸ است. بنابراین همانطور که انتظار داشتیم بین این متغیر و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام ارتباط مثبت مشاهده شد، ولی این رابطه معنادار نگردیده است. در نتیجه فرضیه تحقیق که رابطه

معنادار بین این دو متغیر را پیش بینی می کرد، تأیید نمی شود. همچنین براساس جدول ۳، از بین متغیرهای کنترلی فقط اندازه شرکت با سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام رابطه مثبت و معناداری دارد اما بین متغیرهای کنترلی اهرم، سودآوری، دارایی ثابت مشهود و نسبت ارزش دفتری به بازار با سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری مشاهده نگردیده است.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم اینگونه مطرح شد که شوک نقدینگی بر ارتباط بین ارزش نهایی وجه نقد و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام تأثیر معناداری دارد. در جدول ۴ نتایج مربوط به بررسی ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی مرتبه اول جملات اخلاص ارائه شده است:

جدول ۴. نتایج بررسی فروض کلاسیک رگرسیون خطی

پیش فرض	آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه
ناهمسانی واریانس	بروش پاگان	۵۱۱۳/۱۵	۰/۰۰۰	وجود مشکل ناهمسانی واریانس
خود همبستگی	ولدریچ	۰/۶۹۵	۰/۴۲۶	عدم وجود خود همبستگی مرتبه اول

منبع: یافته های پژوهشگر

در آزمون بروش پاگان اگر مقدار prob (سطح معنی داری) کمتر از ۵٪ باشد، به معنای رد فرضیه صفر و وجود مشکل ناهمسانی واریانس است و با توجه به اینکه مقدار سطح معنی داری آن صفر بدست آمده و کمتر از ۵٪ است، بنابراین مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد. لذا در این تحقیق بعد از کنترل اثرات سال و صنعت، برازش مدل رگرسیونی به روش خطاهای استاندارد مقاوم (پانل مقاوم) انجام گردیده، که موجب رفع مشکل ناهمسانی واریانس در بازه مورد مطالعه گردیده است. در آزمون ولدریچ اگر مقدار prob (سطح معنی داری) کمتر از ۵٪ باشد، به معنای رد فرضیه صفر و وجود خودهمبستگی مرتبه اول بین خطاهاست و با توجه به اینکه مقدار سطح معنی داری آن ۰/۴۲۶ شده و بیشتر از ۵٪ است، بنابراین خودهمبستگی مرتبه اول بین خطاها وجود ندارد. نگاره ۵، نتایج رگرسیون مدل مربوط به فرضیه دوم پژوهش را نشان می دهد.

جدول ۵. نتایج تخمین مدل فرضیه ی دوم پژوهش

متغیرها	نماد	ضریب	آماره t	سطح معنی داری	عامل تورم واریانس
ارزش نهایی وجه نقد	MVOC	-۰/۰۰۰۴	-۰/۴۴	۰/۶۵۷	۲/۱۹
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۶	۲/۷۸	۰/۰۰۷	۱/۷۳
اهرم	L	۰-/۰۰۴	-۰/۳۳	۰/۷۴۳	۱/۵۲
سودآوری	PROF	۰/۰۱۳	۱/۰۴	۰/۳۰۲	۱/۲۷
دارایی ثابت مشهود	TANG	۰/۰۰۵	۰/۳۹	۰/۶۹۴	۲/۴۹
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	-۰/۰۰۴	-۱/۳۱	۰/۱۹۳	۱/۰۷
شوک	Shock	۰/۰۰۰۷	۰/۰۹	۰/۹۳۰	۱/۳۸
شوک * ارزش نهایی وجه نقد	Shock* MVOC	۰/۰۰۱۶	۱/۵۸	۰/۱۱۸	۲/۵۳
ضریب ثابت مدل	C	-۰/۰۹۱۹	-۲/۷۵	۰/۰۰۷	-
اثر سال اثر صنعت ضریب تعیین تعدیل شده آماره F مدل (سطح معناداری) مشاهدات	کنترل شد کنترل شد ۰/۰۷۴ ۲/۶۵ (۰/۰۰۰) ۱۰۵۰				

منبع: یافته های پژوهشگر

در این پژوهش برای بررسی همخطی متغیرهای توضیحی از عامل تورم واریانس استفاده شده است؛ همچنان که در نگاره ۵ مشاهده می شود کلیه عوامل تورم واریانس کمتر از ۵ می باشد که بیانگر عدم وجود همخطی بین متغیرهای توضیحی تحقیق می باشد. مقدار و سطح معنی داری آماره F مدل به ترتیب ۲/۶۵ و ۰/۰۰۰ می باشد و بیانگر آن است که مدل تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری مناسبی برخوردار می باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۰۷۴ می باشد و بیانگر آن است که ۷/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تحقیق تبیین می شود. بر اساس نتایج جدول ۵، ضریب و سطح معناداری مربوط به متغیر تعامل شوک نقدینگی بر ارزش نهایی وجه نقد و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام به ترتیب اعداد ۰/۰۰۱۶ و ۰/۱۱۸ مشاهده شد و این بدان معناست که شوک نقدینگی بر ارتباط بین ارزش نهایی وجه نقد و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام تأثیر معناداری ندارد. بنابراین همانطور که انتظار داشتیم بین این متغیر و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام ارتباط مثبت مشاهده شد، ولی این رابطه معنادار نگردیده است. در نتیجه فرضیه تحقیق که رابطه معنادار بین این دو متغیر را پیش بینی می کرد، تأیید نمی شود. همچنین براساس جدول ۵، از بین متغیرهای کنترلی فقط اندازه

شرکت با سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام رابطه مثبت و معناداری دارد اما بین متغیرهای کنترلی اهرم، سودآوری، دارایی ثابت مشهود و نسبت ارزش دفتری به بازار با سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری مشاهده نگردیده است.

نتیجه گیری

انعطاف پذیری مالی یکی از موضوعات اساسی در مدیریت مالی و حسابداری است که به بهبود عملکرد مدیران هنگام استفاده از فرصتهای رشد منجر می شود و مبنایی برای ارزیابی توان نقدینگی شرکتها است. انعطاف پذیری مالی عامل تعیین کننده کلیدی انحرافات مقطعی در سیاستهای هموارسازی سود تقسیمی سهام است. در مقابل، سود تقسیمی سهام و پایداری سود سهام تقسیمی هنوز جزء بسیار مهمی در تصمیم گیری مالی هستند. در پژوهش حاضر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام به عنوان شاخص اندازه گیری هموارسازی سود و ارزش نهایی وجه نقد به عنوان شاخص انعطاف پذیری مالی مطرح شده است. بررسی ها و پژوهش های اخیر نشان داده است شرکت هایی که از نظر مالی منعطف تر هستند، بیشتر سود تقسیمی سهامشان را هموارسازی می کنند. همچنین شرکت ها با شوک نقدینگی بهتر می توانند سود سهام را هموار کنند. لذا شرکت هایی که سود تقسیمی سهام خود را به سرعت تعدیل می کنند، شرکت هایی بزرگتر و با سوددهی کمتر هستند. همچنین شرکت هایی با سود سهام بسیار ثابت، ارزش گذاری بازار بالاتری دارند. علاوه بر این، شوک نقدینگی به تنهایی اثر مستقیمی بر سیاستهای هموارسازی و سود تقسیمی سهام ندارد. اما همانطور که شرکتها از نظر مالی منعطف تر می شوند، می توانند بیشتر سود سهام خود را با وجود یک شوک نقدینگی هموارسازی کنند. نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد که ارزش نهایی وجه نقد اثر مثبتی بر سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام دارد اما این تأثیر معنادار نشد. نتایج این فرضیه با پژوهش های سولا و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت دارد و با پژوهش های فلیرز (۲۰۱۶)، ارسلان و همکاران (۲۰۱۰) و مرادزندی و تنانی (۱۳۹۴) مطابقت ندارد. دلیل این تفاوت می تواند نمونه مورد رسیدگی، بازه زمانی و روش تحقیق متفاوت با پژوهش های پیشین باشد. برای نمونه، آنها ارتباط بین هموارسازی سود، انعطاف پذیری مالی، ساختار سرمایه و نگهداشت وجه نقد را با یکدیگر و تا سال ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار داده ولی در این پژوهش اطلاعات تا سال ۱۳۹۶ نیز مورد بررسی قرار گرفته است. علاوه بر

این، با توجه به تغییرات غیرطبیعی محیط اقتصادی و شرایط کسب و کار و تأثیر شرایط نامناسب سیاست خارجی در عملکرد شرکت های بورس اوراق بهادار، احتمالاً متغیرهای دو سال مزبور در افزایش سطح بی معنایی رابطه مورد نظر، تأثیرگذار بوده است. برای نمونه، کاهش رونق کسب و کار و انگیزهای رقابتی بین شرکت های بورس اوراق بهادار می تواند سبب کاهش تمایل مدیران در ارائه غیرحقیقی نتایج عملکرد باشد. با توجه به آنچه که در ادبیات نظری گفته شد و همچنین در توجیه رابطه مثبت بین ارزش نهایی وجه نقد به عنوان معیار اندازه گیری انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل سود تقسیمی به عنوان معیار اندازه گیری هموارسازی سود می توان گفت هر شرکتی که انعطاف پذیری مالی بالاتری داشته باشد، در مجموع با ریسک کمتری مواجه بوده و موجب بهبود عملکرد مدیران هنگام استفاده از فرصت های رشد و سرمایه گذاری شده و در نهایت هموارسازی سود تقسیمی آنها بالاتر است که این توجیه با یافته های فتحی و همکاران (۱۳۹۷) و طالب نیا و درویش (۱۳۹۳) همخوانی دارد.

نتایج فرضیه فوق نشان داد که اندازه شرکت رابطه مثبت و معناداری با سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام دارند. این مسئله مطابق با یافته راجو و راین (۲۰۱۸) می باشد، و همچنین اهرم، سودآوری، دارایی ثابت مشهود و نسبت ارزش دفتری به بازار رابطه معنی داری با سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام ندارد، که این مسئله نیز هماهنگ با نتایج پژوهش فتحی و همکاران (۱۳۹۷) می باشد.

نتایج فرضیه دوم پژوهش نشان داد که شوک نقدینگی تأثیر مثبتی بر ارتباط بین ارزش نهایی وجه نقد و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام گذاشته اما این تأثیر معنادار نشده است. که این یافته با پژوهش فراندو و همکاران (۲۰۱۴) سازگار بوده و با پژوهش فلیرز (۲۰۱۶) مطابقت ندارد. به عقیده گروه پژوهش علت این تفاوت در شرایط اقتصادی کشورها و عوامل تأثیرگذار بر تعیین سیاست های کسب و کار می باشد. رابطه مزبور در این پژوهش برای نخستین بار در ایران مورد بررسی قرار گرفته است، لذا مورد مقایسه ای وجود ندارد. لذا، نمی توان به طور مطلق مدعی عدم تأثیر شد، اما شرایط متفاوت سیاسی و اقتصادی و رابطه محدود با بازارهای سایر کشورها، افزایش تحریم های اقتصادی و قطع مستمر روابط سیاسی سبب کاهش حساسیت کسب و کار شرکت های ایرانی نسبت به تغییرات عمده جهانی شده است. بنابراین تأثیر عوامل ذکر شده به قدری است که سطح معناداری رابطه مورد نظر را به بیشتر

از میزان سطح معنی داری پنج درصد رسانده و سبب بی معنایی آن شده است. همچنین شرایط اقتصادی و سیاسی خاص و تأثیر غیر طبیعی عوامل مختلف در کشورهای در حال توسعه، می تواند سبب پنهان ماندن تأثیر برخی عوامل بر معیارهای مورد نظر شده یا اندازه گیری تأثیر آن عوامل را منحرف نموده و نتایج ناصحیحی پدید آورد.

در بیان مهمترین محدودیت این تحقیق باید گفت، در محاسبه ی سرعت تعدیل سود تقسیمی شرکتها (SOA) با استفاده از رگرسیون غلطان از آن جایی که بعضی از شرکتها در بازه زمانی تحقیق سود تقسیمی آنها برای دو یا سه سال متوالی صفر بوده و یا اصلا سودی تقسیم نکرده اند، لذا ضریب سرعت تعدیل هم برای آن سال بدست نیامده است و این موجب شد تعداد نمونه های ما کمتر شود. لذا در تعمیم نتایج باید جانب احتیاط را رعایت کرد. به پژوهشگران آتی توصیه می شود اجزای انعطاف پذیری مالی خارجی را با سرعت تعدیل سود تقسیمی با وجود شوک نقدینگی مورد بررسی قرار دهند. همچنین پیشنهاد می - شود در پژوهش های آتی موضوع انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل سود تقسیمی سهام را با نقش تعدیل کننده شوک نقدینگی در دوره بحران مالی مورد بررسی قرار داد.

منابع

- بادآور نهندي، یونس؛ برادران حسن زاده، رسول؛ بلوری، امین؛ و محمودزاده باغبانی، سعید. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و سرمایه بر میزان هموار سازی سود شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی، ۲(۸)، ۷۵-۹۴.
- پیری، پرویز؛ و برزگری صدقیانی، سمانه (۱۳۹۴). بررسی ارتباط بین اجزای انعطاف پذیری مالی داخلی. فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ۲۲(۳)، ۳۱۹-۳۳۶.
- تهرانی رضا؛ و شهاب الدین شمس (۱۳۸۲). محاسبه سرعت تعدیل تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی رابطه آن با رشد بازده سهام. تحقیقات مالی، ۵(۱۵).
- تهرانی، رضا؛ و فیروزی، رضا (۱۳۹۲). شناسایی و تبیین عوامل و فاکتورهای تأثیرگذار بر سرعت تعدیل سود تقسیمی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تعیین شدت رابطه بین متوسط عایدی و سرعت تعدیل سود تقسیمی در صنعت سیمان (ج ۶، ص ۲۵). مقاله ارائه شده در ششمین کنفرانس توسعه نظام مالی در ایران.
- ثقفی، علی؛ و محمدرضاخانی، وحید (۱۳۹۴). هموارسازی سود؛ مروری جامع بر مفاهیم با تأکید بر تحقیقات داخلی و خارجی. پژوهش حسابداری، ۵(۱)، ۱۱۱-۱۲۸.
- خالقی مقدم، حمید؛ امیری، مقصود؛ و شیره زاده، جلال (۱۳۹۷). اندازه گیری انعطاف پذیری مالی. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۵(۵۹)، ۵۷-۳۵.
- خدایی وله زافرمد محمد؛ و زارع تیموری مهدی (۱۳۸۹). تاثیر انعطاف پذیری مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)، ۱(۳)، ۱۵۵-۱۷۳.
- رستگار پویانی، مجید (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین ویژگی های شرکت و پایداری سود با کیفیت ارقام تعهدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه ی کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران اهواز.
- شعری آناقیز، صابر؛ و محسنی ملکی رستاقی، بهرام (۱۳۹۴). انعطاف پذیری مالی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۲(۴۶)، ۲۶-۹.
- طالب نیا، قدرت اله؛ و درویش، قدرت (۱۳۹۳). رابطه ی بین مانده وجه نقد و هموارسازی سود. پژوهشهای حسابداری مالی و حسابرسی، ۶(۲۴)، ۷۱-۸۷.

- فتحی، سعید؛ گوگردچیان، احمد؛ و بهزادی، عاطفه (۱۳۹۷). بررسی تأثیر ارزش انعطاف-پذیری مالی بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها و هزینه سرمایه سهام با استفاده از مدل گامبا و تریانتیس. چشم‌انداز مدیریت مالی، (۲۱)۱، ۵۰-۲۹.
- مراد زندی، آناهیتا و تنانی، محسن (۱۳۹۴). تأثیر جریان وجه نقد آزاد و سطح انباشت وجه نقد بر انعطاف‌پذیری مالی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۷)، ۷۲-۵۷.
- Arslan, O., Florackis, C., & Ozkan, A. (2010). Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance. *SSRN Working Paper*.
- Bartram, Sshnke M. (2014). Corporate Financial Flexibility and Real Investment. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2395843>
- Chua, SH. (2012). Cash holdings, Capital structure and Financial flexibility. *Phd Thesis submitted to the University of Nottingham*.
- Faulkender, M., & Wang, R (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal of Finance*, (Vol. 61, No. 4), 1957-1990.
- Ferrando, A., Marchica, MT., & Mura, R. (2017). Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK: Financial Flexibility and Investment Ability. *European Financial Management*, 23(1), 87-126. <https://doi.org/10.1111/eufm.12091>.
- Fliers, P.T. (2016). Dividend Smoothing, Financial Flexibility and Capital Structure. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2821657>.
- Leary, M. T. and Michaely, R. (2011). Determinants of dividend smoothing: *Empirical evidence*. *Review of Financial Studies*, 24:3197{3249.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1910664>.
- Leary, M. T. and Michaely, R. (2011). Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. *Review of Financial Studies*, 24:3197-3249.
- Raju, G.; & Rane, A. (2018). Dividend smoothing and implications of Lintner's model: *An empirical analysis of Indian metal sector*. Retrieved from <http://irgu.unigoa.ac.in/drs/handle/unigoa/5192>.
- Sola, M., Cristina, GT., Pedro J., & Martínez-Solano, P. (2018). Cash holdings in SMEs: speed of adjustment, growth and financing. *Small Business Economics*, 51(4), 823-842. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-9990-y>.