فصلنامه حسابداری مالی/سال دهم/ شماره ۴۰ /زمستان ۹۷/صفحات ۷۸- ۵۲

ویژگی‌های شرکت و سرعت تعدیل نسبت سود نقدی: رویکرد گشتاورهای تعمیم یافتهٔ سیستمی و تفاضل‌گیری شده

افسانه دهقانی دشتابی*
نیما تمجیدی**
عباس افلاطونی***

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۸/۳۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۲/۲۷

چکیده

شرکت‌ها همواره به دنبال کشف و استفاده از یک نسبت سود نقدی هدف (بهینه) هستند، چراکه پرداخت بیش از اندازهٔ سود نقدی و یا عدم پرداخت آن می‌تواند شرکت را با آسیب‌های مالی مواجه سازد. باید توجه داشت که نسبت مذکور عددی پویا است و از عوامل مختلفی در طول زمان تأثیر می‌پذیرد. سرعت حرکت نسبت سود نقدی واقعی به سمت نسبت هدف نیز به عوامل متعددی وابسته است. در این پژوهش، با استفاده از مدل تعدیل جزئی با داده‌های ترکیبی پویا و برآوردگر گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ سیستمی، تأثیر برخی ویژگی‌های شرکت (شامل اندازه، فرصت‌های رشد، سودآوری، اهرم مالی و نوسان در جریان وجوه نقد عملیاتی) بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی در ۱۴۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازهٔ زمانی ۱۳۸۵ تا پایان ۱۳۹۶ بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اندازهٔ شرکت تأثیر منفی و فرصت‌های رشد، نسبت اهرمی و نوسان در جریان وجوه نقد عملیاتی تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل دارند. نتایج تکمیلی با رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ تفاضل گیری شده، یافته‌های اصلی پژوهش را تأیید می‌کند.

*کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران
Email: A.Dehghani298@gmail.com

**استادیار حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران
Email: Nima_tamjidi@yahoo.com

*** استادیار حسابداری، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران (نویسنده مسئول)
Email: A.Aflatooni@basu.ac.ir

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

واژه‌های کلیدی: ویژگی‌های شرکت، سرعت تعدیل نسبت سود نقدی، برآوردگر سیستمی، برآوردگر تفاضل گیری شده، گشتاورهای تعمیم‌یافته.

۱- مقدمه

یکی از وظایف مدیران که با آیندهٔ شرکت ارتباط دارد، تصمیم‌گیری در خصوص توزیع سود تقسیمی است (عرب صالحی، میرزایی و ملکی، ۱۳۹۶). سیاست تقسیم سود از مباحث بسیار مهم در حوزهٔ مطالعات مالی به شمار می‌آید. سود نقدی بیانگر پرداخت‌های نقدی شرکت است و مدیران باید تصمیم بگیرند که چه میزانی از سود را بین سهامداران تقسیم کنند و چه میزان از آن را در شرکت نگه‌دارند (بیکر و پاول[1]، ۲۰۰۹). از آن‌جا که سود نقدی بر آیندهٔ شرکت و ارزش سهام آن تأثیر می‌گذارد، مدیر شرکت پیش از آن‌که دربارهٔ چگونگی پرداخت سود تقسیمی تصمیم‌گیری نماید، باید عوامل مختلفی را در نظر بگیرد؛ چرا که دلایل زیادی برای تقسیم یا عدم تقسیم سود وجود دارد (ایزدی‌نیا، سلطانی و علینقیان، ۱۳۸۸). پرداخت سود نقدی نشان‌دهندهٔ عملکرد موفق شرکت است در حالی که حذف سود نقدی می‌تواند بیانگر عملکرد ضعیف یا مشکلات مالی شرکت باشد؛ بنابراین، سیاست تقسیم سود اعم از افزایش، کاهش یا حتی عدم تغییر در آن، بر واکنش بازار مؤثر است (محمودی و محقق، ۱۳۹۰).

میلر و مودیگلیانی[2] (۱۹۶۱) ادّعا کردند که در شرایط بازار سرمایه کامل و کارا، سیاست سود نقدی بر ارزش شرکت تأثیر نمی‌گذارد. با این حال، بسیاری از پژوهشگران (مانند گلِن، کارموکولیس، میلر و شاه[3]، ۱۹۹۵؛ لاپورتا، لوپز-دسیلز، شلیفر و ویشنی[4]، ۲۰۰۰؛ آیوازیان، بوث و کلری[5]، ۲۰۰۳a و ۲۰۰۳b) استدلال می‌کنند که با وجود نقایص بازارهای مالی (مانند عدم تقارن اطلاعاتی، مالیات، هزینه معاملات و مشکلات نمایندگی)، سیاست سود نقدی بر ارزش شرکت تأثیر دارد و این ابزار می‌تواند به عنوان یک سازوکار مؤثر برای حداقل سازی نقایص بازارها به کار رود. برای نخستین بار، لینتنر[6] (۱۹۵۶) مفهوم "سرعت تعدیل"[7] نسبت سود نقدی را وارد ادبیات حوزهٔ مالی کرد. به عقیدهٔ وی، شرکت‌ها به دنبال کشف یک نسبت پرداخت سود نقدی بهینه (هدف) برای بلندمدت هستند. او کمک زیادی به روشن شدن عوامل

1 Baker and Powell
2 Miller and Modigliani
3 Glen, Karmokolias, Miller and Shah
4 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny
5 Aivazian, Booth and Cleary
6 Lintner
7 Speed of Adjustment

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

مؤثر بر آن نمود. شواهد تجربی به‌دست آمده توسط لینتنر (۱۹۵۶) و سایر پژوهشگران (ازجمله فاما و بابیاک[1]، ۱۹۶۸؛ موکرجی[2]، ۱۹۹۲؛ دیونتر و واردر[3]، ۱۹۹۸؛ تهرانی و شمس، ۱۳۸۲ و تهرانی و فیروزی، ۱۳۹۲) درخصوص میزان سرعت تعدیل سود نقدی، در برخی موارد متفاوت است.

به عقیدهٔ النجار و کلینکارسلان[4] (۲۰۱۷)، مهم‌ترین علّتِ کشف نتایج متفاوت توسط پژوهشگران، در نظر گرفتن مقداری ثابت برای نسبت سود نقدی هدف و عدم توجه به پویا بودن آن در طول زمان است. به همین دلیل و برای غلبه بر این مشکل، در پژوهش حاضر، نسبت سود نقدی هدف به عنوان یک مفهوم پویا در نظر گرفته‌شده و برای سنجش سرعت تعدیل، با پیروی از النجار و کلینکارسلان (۲۰۱۷) از مدل تعدیل جزئی پویا[5] استفاده گردیده است. از سوی دیگر، با آن که پژوهش‌های داخلی روی عوامل مؤثر بر میزان سود نقدی تمرکز زیادی کرده‌اند؛ مفهوم سرعت تعدیل نسبت سود نقدی و عوامل مؤثر بر آن، مغفول مانده است. لذا با الگوگیری از پژوهش‌های پیشین، بررسی شده که آیا ویژگی‌های شرکت‌های ایرانی شامل اندازه، فرصت‌های رشد، سودآوری، نسبت اهرمی و نوسان در جریان وجوه نقد عملیاتی، بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی مؤثرند یا خیر؟ در ادامه، به ترتیب مبانی نظری و پیشینه، روش پژوهش و یافته‌های آن و در پایان، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش، ارائه گردیده است.

۲- مبانی نظری و مروری بر ادبیات پژوهش

سیاست تقسیم سود بیانگر رویکرد کلّی شرکت‌ها در توزیع وجه نقد بین سهامداران است و به عنوان یک معمّا در مطالعات مالی شرکت‌ها مطرح است (بلک[6]، ۱۹۷۶). سیاست تقسیم سود می‌تواند بیانگر واقعی بودن یا نبودن سود گزارش‌شده و ارائهٔ منصفانهٔ عملکرد عملیاتی واحد تجاری باشد. در واقع، زمانی مدیران تصمیم به پرداخت یا افزایش سودهای نقدی می‌گیرند؛ که سود شرکت به‌طور قابل‌ملاحظه تحت تأثیر مدیریت سود نباشد و کاهش سودهای نقدی در آینده، غیرمحتمل باشد (فاما و فرنچ[7]، ۲۰۰۱). مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت توزیع و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. با اینکه

1 Fama and Babiak
2 Mookerjee
3 Dewenter and Warther
4 Al-Najjar and Kilincarslan
5 Dynamic Partial Adjustment Model
6 Black
7 Fama and French

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

پرداخت سود نقدی به‌طور مستقیم سهامداران را بهره‌مند می‌کند، ولی توانایی شرکت را در انباشت سود جهت بهره‌گیری از فرصت‌های رشد تحت تأثیر قرار می‌دهد (بیکر و پاول، ۲۰۰۵). لینتنر (۱۹۵۶) و فاما و بابیاک (۱۹۶۸) عقیده دارند که بسیاری از شرکت‌ها یک برنامهٔ بلندمدت برای پرداخت سود سهام دارند و تعداد کمی از آن‌ها تمایل دارند سودهای سال جاری خود را بین سهامداران تقسیم کنند.

پژوهش‌های نظری فراوانی در خصوص سیاست‌های سود نقدی انجام شده است. در این خصوص پرینریچ[1] (۱۹۳۲) برای نخستین بار نظریهٔ تقسیم سود باقیمانده[2] را مطرح کرد. بر اساس این نظریهٔ، منابع مالی شرکت ابتدا به پروژه‌هایی که خالص ارزش فعلی مثبت دارند تخصیص می‌یابند و تنها وجوه نقد مازاد (باقیمانده) بین سهامداران توزیع می‌شود. نظریهٔ نامربوطی سود نقدی[3] که توسط میلر و مودیگلیانی (۱۹۶۱) مطرح شد، بیان می‌کند که در شرایط بازار کامل و کارا، سیاست سود نقدی بر ارزش شرکت بی‌تأثیر است. نظریهٔ پرنده در دست[4] که در پاسخ به نظریهٔ نامربوطی سود نقدی مطرح گردید، بیان می‌کند که با افزایش سود نقدی، هزینه سرمایهٔ سهام عادی کاهش می‌یابد و سهامداران برای سود نقدی مورد انتظار، بیش از تغییرات مورد انتظار در قیمت سهام، ارزش قائل می‌شوند. جنسن و مک‌لینگ[5] (۱۹۷۶) با تعریف مدیران به‌عنوان کارگزار و سهامداران به عنوان کارگمار، مبانی نظریهٔ نمایندگی[6] را مطرح نمودند. مطابق با نظریهٔ نمایندگی، بین مدیران و سهامداران تضاد منافع وجود دارد و این امر منجر به بروز مشکلات نمایندگی می‌شود. با این حال، توزیع پایدار سود نقدی، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد، زیرا مدیران را ملزم می‌کند برای پرداخت سود، وجه نقد کافی ایجاد نمایند و از هدر رفتن آن جلوگیری کنند. همچنین توزیع سود نقدی اطلاعات مثبتی درخصوص شرکت به بازار مخابره می‌کند و تأمین مالی از بازارهای سرمایه را برای شرکت تسهیل می‌نماید. بر اساس نظریهٔ علامت‌دهی[7] مدیران از اعلان سود به عنوان ابزاری برای مخابرهٔ اخبار خوب به بازار استفاده می‌کنند (اهرونی و اسواری[8]، ۱۹۸۰). تئوری

1 Preinreich
2 Residual Dividend Theory
3 Dividend Irrelevance
4 Bird In the Hand Theory
5 Jensen and Meckling
6 Agency Theory
7 Signaling Theory
8 Aharony and Swary

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

بلوغ[1] توسط گرولون، میشیلی و سوانیسن[2] (۲۰۰۲) مطرح گردید. مطابق با این نظریهٔ، شرکت‌های بالغ‌تر جریان‌های نقد آزاد بیشتری در اختیار دارند و برای کاهش هزینهٔ نمایندگی ناشی از آن، احتمالاً سود نقدی بیشتری توزیع خواهند نمود؛ بنابراین، افزایش سود نقدی بیانگر کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نرخ رشد و سودهای مورد انتظار آتی شرکت است. نظریهٔ پذیرایی[3] با فرض کامل و کارا نبودن بازار سرمایه بیان می‌کند که مدیران تقاضای سرمایه‌گذاران را شناسایی کرده و مطابق با خواسته‌های آنان عمل می‌کنند. این موضوع باعث می‌شود بازار سرمایه واکنش مثبتی به ارزش سهام شرکت‌ها نشان دهد (بیکر و ورگلر[4]، ۲۰۰۴).

با اینکه نظریه‌های متعددی درخصوص سیاست سود نقدی وجود دارد، امّا به عقیدهٔ آلن و میشیلی[5] (۲۰۰۳) نظریه‌های موجود توان توضیحی کمی دارند و قادر به تبیین کامل سیاست‌های سود نقدی نیستند. لینتنر (۱۹۵۶) در اواسط دههٔ ۵۰ میلادی مفهوم سرعت تعدیل سود نقدی را مطرح کرد. به اعتقاد وی، سود نقدی شرکت‌ها بر اساس نسبت پرداخت سود در بلندمدت، تعیین می‌گردد و درصورتی که سود مورد انتظار شرکت نسبت به گذشته افزایش یافته باشد، شرکت تمایل خواهد داشت سود نقدی سال جاری را به میزان نرخ تقسیم سود بلندمدت، به سود نقدی سال قبل اضافه کند و در غیراینصورت، آن را تغییر ندهد. همچنین، به عقیدهٔ لینتنر (۱۹۵۶)، هرچند شرکت‌ها تمایل به افزایش سود نقدی به شیوهٔ فوق‌الذکر دارند؛ ولی در مرحلهٔ عمل، به دلیل برخی محدودیت‌ها، تعداد کمی از شرکت‌ها قادر به انجام این کار هستند و افزایش واقعی در سود نقدی تنها به صورت درصدی از تغییرات مورد انتظار، رخ می‌دهد.

تانگ و میائو[6] (۲۰۱۱) عقیده دارند که شرکت‌های بزرگ‌تر، به دلیل دسترسی به منابع نقدی بیشتر در پرداخت سود نقدی، از سیاست‌های سود نقدی پایدارتر و در نتیجه از سرعت تعدیل سود نقدی کمتری برخوردارند. به عقیدهٔ آنان، در شرکت‌های بزرگ، مدیران بر اساس نظریهٔ علامت‌دهی، از سیاست سود نقدی پایدار برای اثرگذاری بر دیدگاه سرمایه‌گذاران درخصوص شرکت، استفاده می‌کنند. آنان اعتقاد دارند، در شرکت‌هایی که اهرم مالی بزرگ‌تری دارند، اعتباردهندگان مانع از ایجاد سیاست سود نقدی پایدار در شرکت می‌شوند و این موضوع

1 Maturity Theory
2 Grullon, Michaely and Swaminathan
3 Catering Theory
4 Baker and Wurgler
5 Allen and Michaely
6 Tong and Miao

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

موجب افزایش سرعت تعدیل نسبت سود نقدی می‌شود. افزون بر آن، نوسان‌های بیشتر در جریان وجوه نقد عملیاتی از توان شرکت در اعمال سیاست پایدار در پرداخت سود نقدی می‌کاهد و این موضوع به‌صورت ناخواسته باعث افزایش سرعت تعدیل نسبت سود نقدی می‌گردد. به عقیدهٔ النجار و کلینکارسلان (۲۰۱۷) با این‌که سیاست سود نقدی ثابت می‌تواند شرکت را از دیدگاه سهامداران، کم ریسک جلوه دهد؛ ولی از آن‌جا که عوامل درون‌سازمانی، عوامل سطح صنعت و نیز عوامل کلان اقتصادی می‌توانند در تعیین نسبت سود نقدی هدف و سرعت تعدیل به سمت آن، نقش پررنگی بازی کنند؛ استفاده از نسبت سود نقدی ثابت (و نه پویا)، در بلندمدت نمی‌تواند منافع سهامداران را حداکثر نماید و ممکن است نگرشی منفی در سهامداران ایجاد کند؛ بنابراین، شرکت‌ها همواره در طول زمان سعی می‌کنند تا نسبت سود نقدی خود را به نسبت هدف نزدیک سازند. در این مسیر، شرکت‌ها با سرعت‌های تعدیل متفاوتی به سمت نسبت هدف، حرکت می‌کنند. به علاوه، آنان عقیده دارند شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد، منابع مالی را بیشتر در پروژه‌های خود شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند و منابع را کم‌تر به شکل سود نقدی توزیع می‌کنند و در نتیجه، تمایلی به ایجاد سیاست سود نقدی پایدار ندارند. این موضوع می‌تواند باعث افزایش سرعت تعدیل نسبت سود نقدی گردد. آنان اعتقاد دارند که سودآور بودن شرکت الزاماً موجب تغییر در سرعت تعدیل سود نقدی نمی‌شود و این موضوع به کیفیت سود گزارش‌شده نیز وابسته است. لذا، جهت تأثیرگذاری سودآوری شرکت بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی، مشخص نبوده و با ابهام همراه است.

۳- پیشینه خارجی پژوهش

در پژوهش‌های تجربی، لینتنر (۱۹۵۶) برای بررسی سرعت تعدیل نسبت سود نقدی، بر مبنای مصاحبه‌های گسترده با مدیران شرکت‌های آمریکایی، یک مدل ریاضی ایجاد کرد و دریافت سود نقدی سال جاری تابعی از سود سال جاری و سود نقدی سال گذشته است. همچنین، وی دریافت شرکت‌ها برای رسیدن به نسبت سود نقدی هدف، تعدیل‌های جزئی انجام می‌دهند و مقدار سود نقدی را هم‌زمان و بلافاصله با تغییرات سود، مطابقت نمی‌دهند. پس از لینتنر (۱۹۵۶)، پژوهش‌های بسیاری درخصوص سنجش سرعت تعدیل نسبت سود نقدی انجام شد. برای مثال، دارلینگ[1] (۱۹۵۷)، بریتین[2] (۱۹۶۴) و فاما و بابیاک (۱۹۶۸) با افزودن متغیرهای جدید به مدل لینتنر و به‌کارگیری رویکردهای جامع‌تر، یافته‌های لینتنر (۱۹۵۶) درخصوص شرکت‌های آمریکایی را تأیید کردند.

1 Darling
2 Brittain

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

چاتو[1] (۱۹۷۹) با استفاده از مدل تعدیل جزئی نشان داد که سرعت تعدیل نسبت سود نقدی در شرکت‌های کانادایی کمتر از شرکت‌های آمریکایی است. موکرجی (۱۹۹۲) نشان داد که مدل لینتنر رفتار سود نقدی را در شرکت‌های هندی توضیح می‌دهد. وی در پژوهش خود، سرعت تعدیل سود نقدی را حدود ۷۳درصد، گزارش کرد. دیونتر و واردر (۱۹۹۸) دریافتند که در قیاس با شرکت‌های آمریکایی، شرکت‌های ژاپنی از سرعت تعدیل نسبت سود نقدی بالاتری برخوردارند. آداُقلو[2] (۲۰۰۰) سرعت تعدیل سود نقدی در شرکت‌های ترکیه‌ای را نزدیک به ۱۰۰درصد و پاندی[3] (۲۰۰۳) این مقدار را برای صنایع مختلف شرکت‌های مالزیایی بین ۲۰ تا ۶۳ درصد، گزارش نمودند.

آیوازیان و همکاران (۲۰۰۳a) دریافتند که رفتار سود نقدی شرکت‌های هشت بازار در حال ظهور (ترکیه، تایلند، هند، پاکستان، اردن، مالزی، کره جنوبی، زیمبابوه) چندان از مدل لینتنر پیروی نمی‌کند. آنان نشان دادند در شرکت‌های ترکیه‌ای که پرداخت‌کنندهٔ سود نقدی هستند، سرعت تعدیل سود نقدی ۸۸ درصد است ولی این مقدار برای تمام شرکت‌ها حدود ۴درصد، بیشتر است. این موضوع نشان می‌دهد که شرکت‌های ترکیه‌ای از سیاست سود پایدار پیروی نمی‌کنند. برایو، گراهام، هاروی و میشیلی[4] (۲۰۰۵) دریافتند که در شرکت‌های آمریکایی، سرعت تعدیل نسبت سود نقدی از ۱۹۵۰ تا ۲۰۰۲ حدود ۴۴ درصد کاهش داشته است.

فارینها و موریرا[5] (۲۰۰۷) دریافتند شرکت‌هایی که سود باکیفیت‌تری دارند و مدیریت سود در آن‌ها کمتر است، تمایل بیشتری به پرداخت سود نقدی دارند و در پاسخ به تغییرات سود سال جاری، سود نقدی را آهسته‌تر از سایر شرکت‌ها، تعدیل می‌کنند؛ به عبارت دیگر، در شرکت‌های ذکرشده، سرعت تعدیل سود نقدی کمتر از سایر شرکت‌ها است. النجار[6] (۲۰۰۹) دریافت که سیاست سود نقدی شرکت‌های اُردنی تا حدّ زیادی از مدل لینتنر پیروی می‌کند. همچنین، وی نشان داد که شرکت‌های اردنی دارای نسبت سود نقدی هدف هستند و سود نقدی خود را با سرعتی بیشتر از شرکت‌های آمریکایی، به سوی نسبت هدف تعدیل می‌کنند. چمانیور، هی، هو و لیو[7] (۲۰۱۰) دریافتند که پرداخت سود نقدی در شرکت‌های هنگ‌کنگ

1 Chateau
2 Adaoglu
3 Pandey
4 Brav, Graham, Harvey and Michaely
5 Farinha and Moreira
6 Al-Najjar
7 Chemmanur, He, Hu and Liu

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

بیشتر به درآمد سال جاری مربوط می‌شود و سرعت تعدیل سود نقدی در آن‌ها به میزان قابل‌توجهی بیشتر از شرکت‌های ایالات‌متحده است.

الاجمی و ابوحسین[1] (۲۰۱۱) نشان دادند که در شرکت‌های سعودی، سود نقدی سال جاری با سود نقدی سال قبل و سود خالص سال جاری همبستگی بالایی دارد. آنان دریافتند که سیاست سود نقدی شرکت‌های سعودی از مدل لینتنر تبعیت می‌کند و از سیاست‌های سود نقدی شرکت‌های آمریکایی منعطف‌تر است. تانگ و میائو (۲۰۱۱) دریافتند که شرکت‌های بزرگ‌تر، شرکت‌هایی با نسبت اهرمی کوچک‌تر و نیز شرکت‌هایی با نوسان‌های کمتر در جریان وجوه نقد عملیاتی، دارای سیاست سود نقدی پایدارتر و به تبع، سرعت تعدیل کمتری هستند. یافته‌های پژوهش اسکینر و سولتس[2] (۲۰۱۱) و کاسکی و هنلان[3] (۲۰۱۳) نشان داد شرکت‌هایی که کیفیت سود بالاتری دارند، از سرعت تعدیل سود نقدی پایین‌تری، برخوردارند.

النجار و کلینکارسلان (۲۰۱۷) دریافتند فرصت‌های رشد بالاتر که به معنای عدم تمایل شرکت برای پرداخت سود نقدی پایدار است، سرعت تعدیل سود نقدی را افزایش می‌دهد. افزون بر آن، سودآور بودن شرکت بسته به کیفیت سود گزارش‌شده، می‌تواند اثرات متناقضی بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی داشته باشد. کوپر و لندرتیدز[4] (۲۰۱۸) نشان دادند که تغییرات بزرگ در میزان پرداخت سود نقدی همواره در پاسخ به یک افزایش قابل‌ملاحظه در اهرم مالی رخ می‌دهد. این امر، از تلاش مدیریت برای استفادهٔ بیشتر از ظرفیت بدهی‌ها نشأت می‌گیرد. گرنان[5] (۲۰۱۸) دریافت که تغییر سیاست‌های سود نقدی چند شرکت فعّال در یک صنعت می‌تواند موجب تغییر سیاست‌های سود نقدی سایر شرکت‌های همتراز در آن صنعت شود.

۴- پیشینه داخلی پژوهش

در پژوهش‌های داخلی، غالباً روی عوامل مؤثر بر میزان سود نقدی تمرکز شده و توجه چندانی به مفهوم سرعت تعدیل نشده است. در این راستا، تهرانی و شمس (۱۳۸۲) نشان دادند که میانگین سرعت تعدیل سود نقدی در شرکت‌های ایرانی بیش از ۱۰۰درصد است و مدیران سود نقدی را با شدّتی بیشتر نسبت به تغییرات سود هر سهم تغییر می‌دهند. جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) دریافتند سیاست سود نقدی از الگوی گام تصادفی پیروی می‌کند و تمرکز یا

1 Al-Ajmi and Abo Hussain
2 Skinner and Soltes
3 Caskey and Hanlon
4 Cooper and Lambertides
5 Grennan

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

پراکندگی مالکیت نقش مهمی در تعیین سیاست تقسیم سود ایفا نمی‌کند. آنان دریافتند که درخصوص سیاست سود نقدی، شرکت‌های ایرانی به‌طور معمول از نظریهٔ علامت‌دهی پیروی می‌کنند. یافته‌های کردستانی (۱۳۸۸) با نتایج پژوهش جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴) سازگاری دارد؛ ولی نتایج پژوهش کردستانی، نصیری و رحیم‌پور (۱۳۸۹) با نظریهٔ علامت‌دهی سود نقدی مبنی بر مخابرهٔ پیام توسط مدیران به بازار سرمایه، سازگار نیست. پورحیدری، محمدی و رحیمی (۱۳۸۸) دریافتند که میزان سود نقدی توزیع‌شده در شرکت‌های ایرانی نوسان زیادی دارد و عامل اصلی در تعیین میزان سود نقدی پرداختی به سهامداران، سود خالص شرکت است. بزرگ‌اصل و سرافراز اردکانی (۱۳۸۸) نشان دادند که هرچه سود نقدی هموارتر و به تبع، سرعت تعدیل آن کمتر باشد؛ بازده سهام بیشتر می‌شود. نتایج پژوهش جبارزادهٔ کنگرلویی و متوسل (۱۳۹۱) نشان داد که مدیران برای ارضای نیاز سهامداران تلاش نمی‌کنند، سیاست تقسیم سود باثباتی ندارند و در نتیجه، سرعت تعدیل سود نقدی در آن‌ها زیاد است. تهرانی و فیروزی (۱۳۹۲) نشان دادند که در شرکت‌های فعّال در صنعت سیمان، بین متوسط بازده سهام شرکت‌ها و سرعت تعدیل سود نقدی، رابطهٔ معناداری وجود ندارد. صراف و چاووشی طهرانی (۱۳۹۵) دریافتند که اگر شرکت مشتریان و فروش عمده داشته باشد، سود به‌طور مستمر به سهامداران پرداخت می‌شود. این موضوع می‌تواند بیانگر سرعت تعدیل سود نقدی کمتر در شرکت‌های مذکور باشد.

حسنی القار و مرفوع (۱۳۹۶) نشان دادند که مدیران تواناتر سود نقدی بیشتری توزیع می‌کنند و تأثیر مثبت جریان‌های نقدی عملیاتی بر میزان توزیع سود نقدی در واحدهای تجاری با مدیران تواناتر، قوی‌تر است. به علاوه، یافته‌های آنان نشان می‌دهد که متغیرهای اندازهٔ شرکت، فرصت‌های رشد، اهرم مالی، نرخ بازده دارایی‌ها و جریان‌های نقد عملیاتی بر میزان توزیع سود نقدی مؤثرند. نتایج پژوهش حجازی، فصیحی و کرمشاهی (۱۳۹۶) نیز بیانگر وجود رابطهٔ مثبت و معنادار بین توان مدیران و میزان توزیع سود نقدی است. به علاوه، آنان نشان دادند که اندازهٔ شرکت، فرصت‌های رشد، اهرم مالی، نرخ بازده دارایی‌ها و میزان نگهداشت وجوه نقد بر میزان سود نقدی تأثیر معناداری دارند.

همان‌گونه که مشاهده می‌شود، پژوهش‌های پیشین داخلی نتایج متفاوتی درخصوص سیاست سود نقدی شرکت گزارش کرده‌اند. در این راستا، یافته‌های تهرانی و شمس (۱۳۸۲)، پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸)، کردستانی و همکاران (۱۳۸۹)، حسنی القار و مرفوع (۱۳۹۶) و حجازی و همکاران (۱۳۹۶) با پیش‌بینی‌های مطرح در نظریهٔ علامت‌دهی در تضاد است ولی یافته‌های جهانخانی و قربانی (۱۳۸۴)، کردستانی (۱۳۸۸) و بزرگ اصل و سرافراز اردکانی

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

(۱۳۸۸) با نظریهٔ علامت‌دهی همخوانی دارند. افزون بر آن، با این‌که در پژوهش‌های داخلی روی عوامل مؤثر بر میزان سود نقدی تمرکز زیادی شده است، مفهوم سرعت تعدیل نسبت سود نقدی و عوامل مؤثر بر آن، چندان مورد توجه قرار نگرفته‌اند.

۵- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مستندات ارائه‌شده در بخش مبانی‌نظری و جهت نیل به اهداف پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اوّل: اندازهٔ شرکت تأثیر منفی و معناداری بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی دارد.

فرضیه دوم: فرصت‌های رشد تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی دارد.

فرضیه سوم: سودآوری تأثیر معناداری بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی دارد.

فرضیه چهارم: اهرم مالی تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی دارد.

فرضیه پنجم: نوسان‌های جریان وجوه نقد عملیاتی تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی دارد.

۶- روش پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس نتایج از نوع کاربردی، از نظر هدف پژوهش از نوع تحلیلی، شبه تجربی و همبستگی و از بُعد زمانی داده‌ها از نوع گذشته‌نگر و پس‌رویدادی است. برای گردآوری داده‌های مورد استفاده در پژوهش از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و گزارش‌های منتشره در سایت کُدال[1] استفاده شده است. به‌منظور تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، نرم‌افزارهای ایویوز (۹,۵)[2] و استتا (۱۴,۱)[3] به کار رفته و برای برآورد مدل‌های پژوهش، از تحلیل رگرسیون با داده‌های ترکیبی پویا[4] و برآوردگرهای گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ تفاضل‌گیری‌شده[5] (ارائه‌شده توسط آرلانو و بوند[6]، ۱۹۹۱) و گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ سیستمی[7] (ارائه‌شده توسط بلاندل و بوند[8]، ۱۹۹۸)، استفاده گردیده است. جامعهٔ آماری پژوهش، تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازهٔ زمانی ۱۱ سالهٔ ۱۳۹۶-۱۳۸۶ است که پایان سال مالی آن‌ها

1. www.codal.ir
2 EViews 9.5
3 Stata 14.1
4 Dynamic Panel Data
5 Differenced Generalized Method of Moments
6 Arellano and Bond
7 System Generalized Method of Moments
8 Blundell and Bond

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ طی دورهٔ زمانی مورد بررسی، تغییر سال مالی یا تغییر فعّالیت نداده باشند؛ از شرکت‌های فعّال در صنایع بیمه‌ای، بانک‌ها، سرمایه‌گذاری مالی و هلدینگ‌ها نباشند و داده‌های آن‌ها برای محاسبهٔ متغیرهای پژوهش، در دسترس باشند. با اِعمال شروط فوق، تعداد ۱۴۸ شرکت (معادل ۱۶۲۸ سال ـ شرکت) انتخاب گردیده است. در جدول (۱)، فرآیند انتخاب شرکت‌ها، به تفصیل ارائه شده است.

جدول (۱): فرآیند انتخاب شرکت‌های مورد بررسی

شرح	شرکت	سال- شرکت
تمام مشاهدات	**۴۵۳**	**۴۹۸۳**
شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه نیست	**(۱۱۳)**	**(۱۲۴۳)**
شرکت‌هایی که تغییر سال مالی یا تغییر فعّالیت داشته‌اند	**(۴۷)**	**(۵۱۷)**
شرکت‌های فعّال در صنایع بیمه‌ای، بانک‌ها، سرمایه‌گذاری مالی و هلدینگ‌ها	**(۹۷)**	**(۱۰۶۷)**
شرکت‌هایی که داده‌های آن‌ها برای محاسبهٔ متغیرهای پژوهش، در دسترس نیست	**(۴۸)**	**(۵۲۸)**
تعداد کل مشاهدات (سال- شرکت)	**۱۴۸**	**۱۶۲۸**

۶-۱- مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای سنجش سرعت تعدیل نسبت سود نقدی در این پژوهش، همانند النجار و کلینکارسلان (۲۰۱۷) الگوی لینتنر (۱۹۵۶) مبنا قرار داده شده و با استفاده از مفهوم مدل تعدیل جزئی به تقویت آن، اقدام شده است. در این الگو، نسبت توزیع سود به صورت نسبت سود نقدی هر سهم تقسیم بر سود هر سهم برای دورهٔ آتی تعریف می‌شود (یعنی، $b = DPS_{it+1}/EPS_{it+1}$). به بیان دیگر داریم، $DPS_{it+1} = b.EPS_{it+1}$. حال با کسر نمودن سود نقدی دورهٔ جاری از طرفین تساوی داریم $DPS_{it+1} - DPS_{it} = b.EPS_{it+1} - DPS_{it}$. به اعتقاد لینتنر، با این که شرکت‌ها تمایل دارند مقدار سود نقدی خود را از DPS_{it} به DPS_{it+1} تغییر دهند، ولی با توجه به محدودیت‌های موجود، تنها تعداد اندکی از آن‌ها توان انجام این‌کار را دارند و تغییرات واقعی در سود نقدی به صورت نسبتی از تغییرات مورد انتظار است. به بیان ریاضی $DPS_{it+1} - DPS_{it} = P\left(b.EPS_{it+1} - DPS_{it}\right)$. در عبارت اخیر که مدل تعدیل جزئی[1] لینتنر نامیده می‌شود، P سرعت تعدیل سود نقدی هر سهم در پاسخ به تغییرات سود هر سهم است. با بازنویسی عبارت فوق، داریم:

رابطهٔ (۱) $$DPS_{it+1} = Pb.EPS_{it+1} + (1-P)DPS_{it}$$

1 Partial Adjustment Model

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

در حالت کاربردی، از شکل رگرسیونی رابطهٔ (۱) برای تخمین ضرایب متغیرهای EPS_{it+1} و DPS_{it} به صورت زیر استفاده می‌شود؛ که در آن برای اجتناب از تورش متغیرهای محذوف[1]، تأثیر متغیرهای اثرگذار بر سود نقدی هر سهم، به شکل زیر و با افزودن آن‌ها به مدل، کنترل می‌شود:

مدل (۱) $$DPS_{it+1} = \alpha + \beta.EPS_{it+1} + \lambda DPS_{it} + \sum_j \vartheta_j Controls_{j,it} + \varepsilon_{it+1}$$

که در آن، نماد $\sum_j \vartheta_j Controls_{j,it}$ بیانگر متغیرهای کنترلی شامل نسبت کیوتوبین $QTOBIN_{it}$ (نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها)، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود $TANG_{it}$ (نسبت دارایی‌های ثابت مشهود بر کل دارایی‌ها)، نرخ مؤثر مالیاتی $TAXR_{it}$ (نسبت مالیات پرداختنی بر سود قبل از مالیات)، نقدشوندگی دارایی‌ها LIQ_{it} (نسبت دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری)، میانگین سود نقدی هر سهم در صنعت $IDPS_{it}$، میانگین سود هر سهم در صنعت $IEPS_{it}$، نرخ تورّم $INFL_{it}$ (درصد تغییرات شاخص قیمت مصرف‌کننده) و درصد تغییرات تولید ناخالص داخلی $GDPG_{it}$ است که با پیروی از النجار و کلینکارسلان (۲۰۱۷) و برای کنترل تأثیر آن‌ها بر نسبت سود نقدی آتی، در مدل استفاده شده‌اند. در مدل (۱)، پارامتر $1-\lambda$ بیانگر مقدار برآورد شدهٔ سرعت تعدیل سود نقدی است. در ادامه، به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل زیر استفاده شده است:

مدل (۲) $$DPS_{it+1} = \alpha + \beta.EPS_{it+1} + \lambda DPS_{it} + \eta Indep_{it} + \psi Indep_{it} \times DPS_{it} + \sum_j \vartheta_j Controls_{j,it} + \varepsilon_{it+1}$$

که در آن، $Indep_{it}$ به پنج متغیر اندازهٔ شرکت $SIZE_{it}$ (لگاریتم کل دارایی‌ها در مبنای ده)، فرصت‌های رشد MTB_{it} (نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام)، سودآوری $Profit_{it}$ (نسبت سود عملیاتی بر کل دارایی‌ها)، نسبت اهرمی LEV_{it} (که با پیروی از فخاری و نقدی مشهدی کلائی، ۱۳۹۷؛ معادل نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها تعریف شده است) و نوسان‌های جریان وجوه نقد عملیاتی $CFOVL_{it}$ (انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتیِ تعدیل‌شده با کل دارایی‌ها، در سه سال اخیر)، اشاره دارد. سایر متغیرهای مدل (۲) پیش از این تعریف شده‌اند. چون وقفهٔ مرتبهٔ اوّل متغیر وابستهٔ مدل‌های (۱) و (۲) در جمع متغیرهای

1 Ommited Variables Bias

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

توضیحی حضور دارد، استفاده از برآوردگرهای خانوادهٔ حداقل مربعات[1] منجر به ضرایب تورش‌دار می‌شود. در این حالت، از برآوردگرهای خانوادهٔ گشتاورهای تعمیم‌یافته استفاده می‌شود (کمرون و تریودی[2]، ۲۰۱۰). همچنین، به عقیدهٔ فلانری و هانکینز[3] (۲۰۱۳) برای برآورد مدل‌های پویا در بازهٔ زمانی کوتاه، استفاده از برآوردگر گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ سیستمی، نتایج قابل اتّکاتری ارائه می‌کند. لذا، در این پژوهش از برآوردگر ذکرشده برای برآورد مدل‌های (۱) و (۲) استفاده گردیده و برای تحلیل حسّاسیت نتایج پژوهش به نوع برآوردگر، از برآوردگر گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ تفاضل‌گیری‌شده نیز استفاده شده است. علامت و معناداری ضریب متغیر تعاملی $Indep_{it} \times DPS_{it}$ تعیین‌کنندهٔ رد یا عدم رد فرضیه‌های پژوهش است. بر اساس فرضیه‌های اوّل و سوم پژوهش انتظار می‌رود که علامت ψ، مثبت و معنادار و بر اساس سایر فرضیه‌های پژوهش، انتظار می‌رود که علامت ψ منفی و معنادار باشد.

۷- تجزیه و تحلیل

۷-۱- آماره‌های توصیفی

آماره‌های توصیفی پژوهش در جدول (۲) ارائه شده‌اند.

نتایج بیانگر آن است که میانگین سود نقدی هر سهم و سود هر سهم به ترتیب ۸۰۵/۱۲ و ۹۸۳/۱۶ ریال است. افزون بر آن، یافته‌ها نشان می‌دهند که در شرکت‌های مورد بررسی، ارزش بازار سهام به طور میانگین ۱/۶۹ برابر ارزش دفتری سهام است، سود عملیاتی معادل ۱۷درصد دارایی‌ها است، نزدیک به ۶۰ درصد سرمایهٔ شرکت‌ها از محل بدهی‌ها تأمین شده است، مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها حدود ۱/۶۳ برابر دارایی‌ها است، دارایی‌های ثابت مشهود حدود ۲۵درصد کل دارایی‌ها را تشکیل می‌دهند و میانگین نرخ مؤثر مالیات ۱۳درصد است. همچنین، نتایج بیانگر آن است که دارایی‌های جاری حدود ۱/۳۴ برابر بدهی‌های جاری است، میانگین سود نقدی هر سهم و سود هر سهم در صنعت به ترتیب برابر ۵۷۹/۸۵ و ۶۸۴/۰۲ ریال است. به علاوه، در بازهٔ زمانی مورد بررسی، میانگین نرخ تورّم ۱۷درصد است و تولید ناخالص داخلی به طور میانگین ۳درصد رشد داشته است.

---

۱ مانند حداقل مربعات معمولی (OLS)، حداقل مربعات وزنی (WLS) و حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) (افلاطونی، ۱۳۹۷).

2 Cameron and Trivedi

3 Flannery and Hankins

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

جدول (۲): آماره‌های توصیفی

نماد	متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
DPS_{it}	سود نقدی هر سهم (ریال)	۸۰۵/۱۲	۵۴۰/۰۰	۲۵۵۰/۰۰	۰/۰۰	۷۵۰/۱۳
EPS_{it}	سود هر سهم (ریال)	۹۸۳/۱۶	۶۸۴/۲۶	۳۰۶۶/۳۲	-۸۸۶/۷۳	۸۷۳/۷۱
$SIZE_{it}$	اندازهٔ شرکت	۵/۸۸	۵/۸۱	۷/۱۹	۴/۶۳	۰/۶۱
MTB_{it}	فرصت‌های رشد	۱/۶۹	۲/۰۹	۵/۱۲	۰/۶۶	۱/۴۰
$Profit_{it}$	سودآوری شرکت	۰/۱۷	۰/۱۵	۰/۳۶	-۰/۱۲	۰/۱۰
LEV_{it}	نسبت اهرمی	۰/۵۹	۰/۶۲	۰/۹۰	۰/۲۲	۰/۱۷
$CFOVL_{it}$	نوسانات جریان وجوه نقد عملیاتی	۰/۰۸	۰/۰۷	۰/۳۴	۰/۰۱	۰/۰۶
$QTOBIN_{it}$	نسبت کیوتوبین	۱/۶۳	۱/۴۲	۴/۱۲	۰/۸۸	۰/۸۰
$TANG_{it}$	نسبت دارایی‌های ثابت مشهود	۰/۲۵	۰/۲۰	۰/۷۵	۰/۰۳	۰/۱۸
$TAXR_{it}$	نرخ مؤثر مالیات	۰/۱۳	۰/۱۵	۰/۲۴	۰/۰۰	۰/۰۸
LIQ_{it}	نقدشوندگی دارایی‌ها	۱/۳۴	۱/۲۴	۳/۰۰	۰/۳۶	۰/۵۷
$IDPS_{it}$	میانگین سود نقدی هر سهم در صنعت	۵۷۹/۸۵	۵۰۱/۴۲	۱۵۰۷/۰۹	۲۴/۶۷	۳۰۲/۰۲
$IEPS_{it}$	میانگین سود هر سهم در صنعت	۶۸۴/۰۲	۵۹۱/۳۷	۱۸۶۳/۹۳	-۴۱۶/۶۵	۴۳۹/۴۸
$INFL_{it}$	نرخ تورم	۰/۱۷	۰/۱۲	۰/۳۵	۰/۰۹	۰/۰۸
$GDPG_{it}$	رشد تولید ناخالص داخلی	۰/۰۳	۰/۰۵	۰/۱۳	-۰/۰۸	۰/۰۴

۷-۲- نتایج برآورد مدل (۱) و محاسبه سرعت تعدیل نسبت سود نقدی

به‌منظور محاسبهٔ سرعت تعدیل نسبت سود نقدی در بازهٔ زمانی مورد بررسی، مدل (۱) با رویکردهای گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ سیستمی و تفاضل‌گیری‌شده برآورد شده و نتایج در جدول (۳) ارائه شده‌اند. نتایج برآورد مدل (۱) در رویکرد سیستمی نشان می‌دهد که ضریب متغیرهای سود نقدی هر سهم (۰/۲۷)، نسبت کیوتوبین (۰/۰۵)، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود (۰/۳۶)، میانگین سود نقدی هر سهم در صنعت (۰/۱۳)، میانگین سود هر سهم در صنعت (۰/۵۵-)، نرخ تورّم (۰/۵۹-) و رشد تولید ناخالص داخلی (۱/۱۵-) در سطح ۱درصد و ضریب متغیرهای سود هر سهم دورهٔ آتی (۰/۰۲) و نسبت نقدشوندگی دارایی‌ها (۰/۰۴-) در سطح ۵درصد، معنادارند. عدم معناداری آمارهٔ سارگان (۱۰۱/۲۴) به انضمام معناداری آمارهٔ آزمون خودهمبستگی سریالی آرلانو- بوند در وقفهٔ اوّل (۵/۲۴-) و عدم معناداری آن در وقفهٔ دوم (۱/۰۵-)، بیانگر اعتبار نتایج برآورد مدل (۱) با رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ سیستمی

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

است. نتایج برآورد مدل (۱) در رویکرد تفاضل‌گیری‌شده نشان می‌دهد که ضریب متغیرهای سود نقدی هر سهم (۰/۲۴)، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود (۰/۳۸)، میانگین سود نقدی هر سهم در صنعت (۰/۵۱)، میانگین سود هر سهم در صنعت (۰/۷۷-) و رشد تولید ناخالص داخلی (۱/۸۳-) در سطح ۱درصد معنادارند؛ ضریب متغیر نرخ تورّم (۰/۷۷-) در سطح ۵درصد و ضریب متغیر نسبت نقدشوندگی دارایی‌ها (۰/۰۳) نیز در سطح ۱۰درصد، معنادارند.

جدول (۳): نتایج برآورد مدل (۱) (محاسبهٔ سرعت تعدیل در کل مشاهدات)

نتایج برآورد در رویکرد:				
	GMM سیستمی		GMM تفاضل گیری شده	
متغیرها	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	تورم واریانس
EPS_{it+1}	۰/۰۲	۰/۰۱	-۰/۰۱	۰/۲۰	۱/۷۵
DPS_{it}	۰/۲۷	۰/۰۰	۰/۲۴	۰/۰۰	۱/۶۷
$QTOBIN_{it}$	۰/۰۵	۰/۰۰	-۰/۰۲	۰/۳۲	۱/۵۲
$TANG_{it}$	۰/۳۶	۰/۰۰	۰/۳۸	۰/۰۰	۱/۲۱
$TAXR_{it}$	-۰/۰۶	۰/۷۱	-۰/۱۳	۰/۵۷	۱/۰۴
LIQ_{it}	-۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۰۳	۰/۰۸	۱/۲۲
$IDPS_{it}$	۰/۱۳	۰/۰۰	۰/۵۱	۰/۰۰	۳/۷۴
$IEPS_{it}$	-۰/۵۵	۰/۰۰	-۰/۷۷	۰/۰۰	۳/۷۱
$INFL_{it}$	-۰/۵۹	۰/۰۰	-۰/۷۷	۰/۰۱	۱/۷۰
$GDPG_{it}$	-۱/۱۵	۰/۰۰	-۱/۸۳	۰/۰۰	۱/۶۷
میانگین تورم واریانس					۱/۹۲
سرعت تعدیل	۰/۷۳		۰/۷۶		
آمارهٔ سارگان (معناداری)	۱۰۱/۲۴ (۰/۲۴)		۹۸/۸۴ (۰/۴۳)		
آزمون آرلانو ـ بوند:					
وقفه اوّل (معناداری)	-۵/۲۴ (۰/۰۰)		-۵/۵۸ (۰/۰۰)		
وقفه دوم (معناداری)	-۱/۰۵ (۰/۳۰)		-۰/۷۲ (۰/۴۷)		

همچنین، عدم معناداری آمارهٔ سارگان (۹۸/۸۴) به همراه معناداری آماره آزمون خودهمبستگی سریالی آرلانو- بوند در وقفهٔ اوّل (۵/۵۸-) و عدم معناداری آن در وقفهٔ دوم (۰/۷۲-)، بیانگر اعتبار نتایج برآورد مدل (۱) با رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ تفاضل‌گیری‌شده است. افزون بر آن، آماره‌های تورّم واریانس و میانگین آن‌ها، کمتر از عدد ۵ هستند. این موضوع بیانگر عدم وجود مشکل همخطی بین متغیرهای مستقل مدل (۱) است[1].

۱ به کاتنر، ناچشیم و نتر (۲۰۰۴) مراجعه شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

سرعت تعدیل نسبت سود نقدی در رویکرد سیستمی (تفاضل گیری شده) معادل ۰/۷۳ (۰/۷۶) برآورد شده و بیانگر آن است که شرکت‌های مورد بررسی، در هر سال حدود ۷۳درصد (۷۶درصد) از شکاف بین نسبت واقعی و نسبت هدف سود نقدی را تصحیح می‌نمایند. در قیاس با یافته‌های پژوهش‌های پیشین می‌توان دریافت که شرکت‌های ایرانی از سرعت تعدیل نسبت سود نقدی به نسبت بالایی برخوردارند.

جدول (۴): فراوانی شرکت‌ها و سرعت تعدیل نسبت سود نقدی در صنایع

ردیف	عنوان صنعت	تعداد شرکت	سرعت تعدیل در رویکرد: GMM سیستمی	سرعت تعدیل در رویکرد: GMM تفاضل گیری شده
۱	استخراج کانه‌های فلزی و زغال‌سنگ	۹	۰/۷۹	۰/۸۱
۲	انبوه‌سازی املاک و مستغلات	۸	۰/۸۱	۰/۸۴
۳	حمل و نقل انبارداری و ارتباطات	۸	۰/۷۶	۰/۷۸
۴	خودرو و قطعات	۱۱	۰/۶۶	۰/۶۵
۵	محصولات دارویی	۱۰	۰/۹۴	۰/۸۹
۶	دستگاه‌های برقی و رایانه	۸	۰/۸۵	۰/۸۳
۷	کانی‌غیرفلزی، کاشی و سرامیک	۸	۰/۸۰	۰/۷۹
۸	سیمان، آهک و گچ	۱۰	۰/۶۷	۰/۶۷
۹	محصولات شیمیایی	۱۰	۰/۸۰	۰/۷۵
۱۰	محصولات غذایی، قند و شکر	۹	۰/۸۶	۰/۸۴
۱۱	نفتی، کک و سوخت هسته‌ای	۸	۰/۹۴	۰/۹۳
۱۲	فلزات اساسی	۱۰	۰/۷۹	۰/۸۱
۱۳	لاستیک و پلاستیک	۱۰	۰/۹۵	۰/۹۴
۱۴	ماشین‌آلات و تجهیزات	۹	۰/۸۶	۰/۸۳
۱۵	محصولات فلزی	۱۰	۰/۷۳	۰/۷۴
۱۶	سایر صنایع	۱۰	۰/۷۰	۰/۷۲
	مجموع	۱۴۸		
	میانگین سرعت تعدیل سود نقدی در سطح صنایع		۰/۸۱	۰/۸۰

در جدول (۴)، فراوانی شرکت‌ها در هر صنعت و سرعت تعدیل نسبت سود نقدی در سطح صنایع با هر دو رویکرد سیستمی و تفاضل گیری شده، محاسبه و ارائه گردیده است. نتایج ارائه‌شده نشان می‌دهد که در رویکرد سیستمی، حداکثر سرعت تعدیل مربوط به شرکت‌های صنایع لاستیک و پلاستیک (۰/۹۵)، محصولات دارویی (۰/۹۴) و فرآورده‌های نفتی، کک و

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

سوخت هسته‌ای (۰/۹۴) و حداقل سرعت تعدیل مربوط به صنایع خودرو و قطعات (۰/۶۶) و سیمان، آهک و گچ (۰/۶۷) است. این نتایج درخصوص رویکرد تفاضل‌گیری‌شده نیز مصداق دارد. نتایج بیانگر آن است که در مقایسه با سایر صنایع، دو صنعت اخیر از سیاست سود نقدی پایدارتری پیروی می‌کنند.

۷-۳- نتایج برآورد مدل (۲) و آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل (۲) با به‌کارگیری هر یک از متغیرهای مستقل، بازنویسی شده، با رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ سیستمی برآورد گردیده و نتایج آن در جدول (۵) ارائه شده است[۱]. نتایج برآورد مدل (۲) جهت آزمون فرضیه اوّل نشان می‌دهد که ضریب متغیرهای اندازهٔ شرکت (۰/۲۱)، حاصل‌ضرب اندازهٔ شرکت در سود نقدی (۰/۱۳)، نسبت کیوتوبین (۰/۱۳)، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود (۰/۳۷-)، نسبت نقدشوندگی دارایی‌ها (۰/۲۶)، میانگین سود نقدی هر سهم در صنعت (۰/۴۷) و میانگین سود هر سهم در صنعت (۰/۴۱-) در سطح ۱درصد و ضریب متغیرهای سود هر سهم دورهٔ آتی (۰/۰۹)، سود نقدی هر سهم (۰/۳۵)، نرخ مؤثر مالیات (۰/۳۸)، نرخ تورّم (۰/۳۴-) و رشد تولید ناخالص داخلی (۰/۳۶-) در سطح ۵درصد، معنادارند. عدم معناداری آمارهٔ سارگان (۲۷/۳۱)، معناداری آمارهٔ آزمون خودهمبستگی سریالی آرلانو- بوند در وقفهٔ اوّل (۵/۳۲-) و عدم معناداری آن در وقفهٔ دوم (۰/۱۱-)، بیانگر اعتبار نتایج برآورد مدل (۲) با رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ تفاضل‌گیری‌شده است. همچنین، کمتر بودن میانگین آمارهٔ تورّم واریانس (۱/۷۱) از عدد ۵ بیانگر عدم وجود مشکل همخطی بین متغیرهای مستقل مدل (۲) است. مثبت و معنادار بودن ضریب متغیر تعاملی $SIZE_{it}*DPS_{it}$ (۰/۱۳) بیانگر آن است که اندازهٔ شرکت تأثیر منفی و معناداری بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی دارد. این موضوع مبیّن عدم رد فرضیهٔ اوّل پژوهش است. منفی و معنادار بودن ضریب متغیر تعاملی $MTB_{it}*DPS_{it}$ (۰/۰۹-) نشان می‌دهد که فرصت‌های رشد شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی دارد. این یافته با فرضیهٔ دوم پژوهش سازگار است.

۱ جهت تلخیص در گزارش نتایج و حفظ فضای مقاله، صرفاً ضرایب متغیرها ارائه گردیده و از ارائه مقادیر تی‌استیودنت و یا سطح معناداری ضرایب، اجتناب شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

جدول (۵). نتایج برآورد مدل (۲) (رویکرد GMM سیستمی)

متغیرها	فرضیه ۱	فرضیه ۲	فرضیه ۳	فرضیه ۴	فرضیه ۵
EPS_{it+1}	۰/۰۹**	۰/۰۹***	۰/۰۱	۰/۰۴***	۰/۰۷***
DPS_{it}	۰/۳۵**	۰/۳۴***	۰/۳۸***	۰/۴۱***	۰/۳۹***
$SIZE_{it}$	۰/۲۱***				
MTB_{it}		۰/۲۳***			
$Profit_{it}$			۰/۷۴***		
LEV_{it}				-۰/۵۱***	
$CFOVL_{it}$					-۰/۳۷***
$SIZE_{it}*DPS_{it}$	۰/۱۳***				
$MTB_{it}*DPS_{it}$		-۰/۰۹**			
$Profit_{it}*DPS_{it}$			۰/۰۵		
$LEV_{it}*DPS_{it}$				-۰/۱۱***	
$CFOVL_{it}*DPS_{it}$					-۰/۱۶**
$QTOBIN_{it}$	۰/۱۳***	۰/۱۵***	۰/۰۵	۰/۱۴***	۰/۲۷***
$TANG_{it}$	-۰/۳۷***	-۰/۳۴***	-۰/۲۳***	-۰/۱۵**	-۰/۰۵*
$TAXR_{it}$	۰/۳۸**	۰/۳۴**	۰/۱۹*	۰/۳۱**	۰/۳۴**
LIQ_{it}	۰/۲۶***	۰/۳۱***	۰/۰۵	۰/۰۷*	۰/۱۸**
$IDPS_{it}$	۰/۴۷***	۰/۴۵***	۰/۳۸***	۰/۳۱***	۰/۳۷***
$IEPS_{it}$	-۰/۴۱***	-۰/۳۵***	۰/۱۸***	۰/۰۶*	۰/۲۹**
$INFL_{it}$	-۰/۳۴**	-۰/۰۷*	-۰/۴۴**	-۰/۲۵	۰/۷۴*
$GDPG_{it}$	-۰/۳۶**	-۰/۶۵***	-۰/۷۱**	-۰/۱۱*	۰/۴۵***
میانگین تورم واریانس	۱/۷۱	۲/۰۵	۲/۳۳	۲/۲۴	۱/۹۴
آمارهٔ سارگان	۲۷/۳۱	۳۴/۰۳	۲۹/۳۷	۳۶/۲۲	۲۹/۰۹
آزمون آرلانو ـ بوند:					
وقفه اوّل	-۵/۳۲***	-۶/۸۱***	-۵/۴۹***	-۹/۳۸***	-۵/۰۷**
وقفه دوم	-۰/۱۱	-۰/۳۵	-۰/۴۶	-۱/۲۷	-۱/۰۹

***، ** و * به ترتیب معناداری در سطح ۱درصد، ۵درصد و ۱۰درصد منبع: یافته‌های پژوهش

با این حال، عدم معناداری ضریب متغیر تعاملی $Profit_{it}*DPS_{it}$ (۰/۰۵) بیانگر آن است که سودآوری نمی‌تواند عامل مؤثری بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی باشد و این موضوع در تضاد با پیش‌بینی مطرح در فرضیهٔ سوم پژوهش است. درخصوص فرضیه‌های چهارم و پنجم، منفی و معنادار بودن ضریب متغیرهای تعاملی $LEV_{it}*DPS_{it}$ (-۰/۱۱) و

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

$CFOVL_{it}*DPS_{it}$ (۰/۱۶-) به ترتیب بیانگر آن است که اهرم مالی و نوسان‌های جریان وجوه نقد عملیاتی تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی دارند.

نتایج اخیر با پیش‌بینی مطرح در فرضیه‌های چهارم و پنجم پژوهش سازگار است. در آزمون فرضیه‌های اخیر، عدم معناداری آمارهٔ سارگان، معنادار بودن آمارهٔ آزمون خودهمبستگی سریالی آرلانو- بوند در وقفهٔ اوّل و عدم معناداری آن در وقفهٔ دوم، مبیّن اعتبار نتایج برآورد مدل است و کمتر بودن میانگین آمارهٔ تورّم واریانس از عدد ۵ بیانگر عدم وجود مشکل همخطی است.

۷ـ۴ـ تحلیل‌های تکمیلی

به منظور اطمینان از استحکام نتایج و عدم تأثیر روش برآورد مدل‌ها بر یافته‌های پژوهش، نتایج برآورد مدل (۲) با رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ تفاضل‌گیری‌شده در جدول (۶) گزارش شده است.

نتایج آزمون‌های تکمیلی درخصوص فرضیه‌های اوّل و سوم به ترتیب بیانگر تأثیر منفی و معنادار اندازه (۰/۱۳) و سودآوری شرکت (۰/۰۸) بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی است. افزون بر آن، نتایج آزمون‌های تکمیلی جهت بررسی فرضیه‌های دوم، چهارم و پنجم پژوهش بیانگر آن است کـه فرصت‌های رشد (۰/۱۶-)، اهرم مالی (۰/۱۹-) و نوسان‌های جریان وجوه نقد عملیاتی (۰/۱۱-) تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی دارند.

در تمام موارد فوق، معنادار نبودن آمارهٔ سارگان، معناداری آمارهٔ آزمون خودهمبستگی سریالی آرلانو- بوند در وقفهٔ اوّل و عدم معناداری آن در وقفهٔ دوم، بیانگر اعتبار نتایج برآورد مدل است. افزون بر آن، کمتر بودن میانگین آمارهٔ تورّم واریانس از عدد ۵ بیانگر عدم وجود مشکل همخطی بین متغیرهای مستقل مدل است. در مجموع، نتایج آزمون‌های تکمیلی با یافته‌های اصلی پژوهش همخوانی دارد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

جدول (۶): نتایج برآورد مدل ۲ (رویکرد GMM تفاضل گیری شده)

متغیرها	فرضیه ۱	فرضیه ۲	فرضیه ۳	فرضیه ۴	فرضیه ۵
EPS_{it+1}	۰/۱۱**	۰/۱۳**	۰/۲۱***	۰/۱۱**	۰/۲۳***
DPS_{it}	۰/۲۲**	۰/۳۱**	۰/۳۳**	۰/۲۱***	۰/۴۴**
$SIZE_{it}$	۰/۴۴**				
MTB_{it}		۰/۲۹***			
$Profit_{it}$			۰/۸۱***		
LEV_{it}				−۰/۳۱**	
$CFOVL_{it}$					−۰/۳۳**
$SIZE_{it}*DPS_{it}$	۰/۱۳***				
$MTB_{it}*DPS_{it}$		−۰/۱۶**			
$Profit_{it}*DPS_{it}$			۰/۰۸*		
$LEV_{it}*DPS_{it}$				−۰/۱۹***	
$CFOVL_{it}*DPS_{it}$					−۰/۱۱**
$QTOBIN_{it}$	۰/۰۹*	۰/۲۳***	۰/۰۸	۰/۴۶***	−۰/۰۴
$TANG_{it}$	۰/۴۳**	۰/۴۸**	۰/۳۵**	−۰/۵۸**	۰/۳۷***
$TAXR_{it}$	−۰/۱۳**	−۰/۲۱**	−۰/۰۹*	−۰/۲۶**	۰/۲۱**
LIQ_{it}	۰/۱۹***	۰/۲۷***	−۰/۰۴	۰/۵۲***	۰/۳۶**
$IDPS_{it}$	۰/۴۱***	۰/۵۱***	۰/۱۱**	۰/۳۳**	۰/۵۲***
$IEPS_{it}$	−۰/۲۴***	−۰/۱۶**	۰/۵۵***	−۰/۵۹***	۰/۱۸**
$INFL_{it}$	−۰/۶۱**	−۰/۵۷***	−۰/۷۲**	۰/۶۸***	−۰/۲۸**
$GDPG_{it}$	۰/۴۹	−۰/۳۸**	۰/۰۸*	۰/۱۷*	۰/۳۳***
میانگین تورم واریانس	۱/۳۱	۲/۲۸	۲/۱۴	۱/۰۸	۱/۵۳
آمارهٔ سارگان	۳۷/۴۴	۳۵/۰۴	۴۱/۱۳	۵۶/۰۹	۳۸/۶۳
آزمون آرلانو ـ بوند:					
وقفه اوّل	−۶/۰۹***	−۶/۱۱***	−۵/۹۱***	−۴/۷۷***	−۲/۰۴**
وقفه دوم	−۰/۱۱	−۱/۰۷	−۰/۶۶	−۱/۳۴	−۰/۳۷

***، ** و * به ترتیب معناداری در سطح ۱درصد، ۵درصد و ۱۰درصد

۸- نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

انتخاب یک سیاست برای تقسیم سود نقدی توسط شرکت‌ها بسیار حساس و مهم است. سیاست مناسب سود نقدی علاوه بر این‌که در حداکثرسازی ثروت سهامداران و افزایش ارزش شرکت اهمیت دارد، سبب بقای شرکت در زمینه رقابت و رشد و توسعه روزافزون آن می‌گردد

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

(تهرانی و فیروزی، ۱۳۹۲). بدین‌منظور، بسیاری از شرکت‌ها با کاهش سرعت تعدیل نسبت سود نقدی از سیاست سود نقدی پایدار استفاده می‌کنند تا در بین سهامداران بالفعل و بالقوه، نگرشی مثبت درخصوص وضعیت مالی شرکت ایجاد نمایند (لینتنر، ۱۹۵۶). با وجود آن‌که سیاست فوق می‌تواند تصویری کم ریسک از شرکت ارائه کند؛ ولی برخی پژوهشگران مانند النجار و کلینکارسلان (۲۰۱۷) اعتقاد دارند چون عوامل درون‌سازمانی و برون‌سازمانی مختلفی در تعیین نسبت سود نقدی و سرعت تعدیل آن تأثیر دارند، کاهش سرعت تعدیل سود نقدی و به‌کارگیری سیاست سود نقدی پایدار، نمی‌تواند در بلندمدت منافع سهامداران را حداکثر نماید و حتّی ممکن است نگرشی منفی در سهامداران ایجاد نماید؛ بنابراین، شرکت‌ها همواره در طول زمان سعی می‌کنند تا نسبت سود نقدی خود را به یک نسبت بهینه نزدیک کنند. سرعت حرکت نسبت سود نقدی واقعی به سمت نسبت بهینه (هدف) می‌تواند از برخی ویژگی‌های شرکت تأثیر بپذیرد (اسکینر و سولتس، ۲۰۱۱ و کاسکی و هنلان، ۲۰۱۳).

در این پژوهش، با پیروی از تانگ و میائو (۲۰۱۱) و النجار و کلینکارسلان (۲۰۱۷)، تأثیر ویژگی‌های سطح شرکت شامل اندازه، فرصت‌های رشد، سودآوری، اهرم مالی و نوسان در جریان وجوه نقدی عملیاتی بر سرعت تعدیل نسب سود نقدی بررسی شده است. در این مسیر، نخست سرعت تعدیل نسبت سود نقدی در سطح کل شرکت‌ها و نیز سطح هر صنعت سنجیده شده است. یافته‌های این بخش بیانگر آن است که سرعت تعدیل نسبت سود نقدی در شرکت‌های مورد بررسی، در مقایسه با شرکت‌های آمریکایی (مطابق یا پژوهش‌های لینتنر، ۱۹۵۶؛ برایو و همکاران، ۲۰۰۵ و چمانیور و همکاران، ۲۰۱۰) بالاتر و قابل قیاس با شرکت‌های هندی، سعودی و ترکیه‌ای (به ترتیب مطابق با پژوهش‌های موکرجی، ۱۹۹۲؛ الاجمی و ابوحسین، ۲۰۱۱ و النجار و کلینکارسلان، ۲۰۱۷) است. این نتایج، با یافته‌های تهرانی و شمس (۱۳۸۲) و پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸) درخصوص شرکت‌های ایرانی سازگاری دارد. یافته‌های بخش دوم پژوهش نشان می‌دهد که اندازهٔ شرکت تأثیر منفی و فرصت‌های رشد شرکت، نسبت اهرمی و نوسان در جریان وجوه نقد عملیاتی آن، تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی شرکت دارند.

یافته‌ها مؤید آن است در شرکت‌های بزرگ‌تر که غالباً به منابع نقدی بیشتری برای توزیع سود دسترسی دارند، سرعت تعدیل سود نقدی کمتر است و در شرکت‌هایی با اهرم مالی بزرگ‌تر و در نتیجه هزینه‌های مالی بالاتر، اعتباردهندگان برای حفظ منافع خود در شرکت، از ایجاد یک سیاست پرداخت سود نقدی پایدار به سهامداران جلوگیری می‌کنند. یافته‌ها نشان می‌دهد که با افزایش نوسان در جریان وجوه نقد عملیاتی، توان شرکت برای پیاده‌سازی یک

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

سیاست پایدار در پرداخت سود نقدی به سهامداران کاهش می‌یابد و این موضوع باعث افزایش سرعت تعدیل نسبت سود نقدی می‌شود. به علاوه، یافته‌های پژوهش با این موضوع سازگارند که شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بیشتر، منابع خود را در شرکت انباشته کرده، کم‌تر به صورت نقدی بین سهامداران توزیع می‌کنند و در نتیجه، تمایلی به اتّخاذ سیاست سود نقدی پایدار که موجب کاهش سرعت تعدیل سود نقدی می‌شود، ندارند. نتایج تکمیلی پژوهش با رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافتهٔ تفاضل‌گیری‌شده، یافته‌های اصلی پژوهش را تأیید می‌کند. در مجموع، نتایج پژوهش حاضر با یافته‌های تانگ و میائو (۲۰۱۱) و النجار و کلینکارسلان (۲۰۱۷) سازگاری دارد. در این پژوهش، تأثیر عوامل سطح شرکت بر سرعت تعدیل نسبت سود نقدی بررسی شد. در ادامهٔ مسیر، به پژوهشگران آتی توصیه می‌شود تا تأثیر عوامل سطح صنعت و نیز تأثیر عوامل کلان اقتصادی را بر سرعت تعدیل سود نقدی بررسی نمایند.

۹- محدودیت‌های پژوهش

در تمام مراحل پژوهش حاضر سعی شده است رویه‌هایی انتخاب و اجرا شود تا نتایج پژوهش از قابلیّت تعمیم مناسبی برخوردار باشند. با این‌حال، علی‌رغم معناداری آماری نتایج، باید توجه داشت که ضرایب متغیرهای تعاملی، ارقامی کوچک هستند و از معناداری اقتصادی چندانی برخوردار نیستند؛ بنابراین، در تعمیم نتایج پژوهش حاضر به سایر شرکت‌ها باید احتیاط کرد.

۱۰- منابع و مآخذ

افلاطونی، عباس. (۱۳۹۷). **اقتصادسنجی در پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم‌افزار EViews**. تهران، نشر ترمه.

ایزدی‌نیا، ناصر؛ اصغر سلطانی و نسرین علینقیان. (۱۳۸۸)، ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. **مطالعات تجربی حسابداری مالی** ۷(۲۶): ۱۵۵-۱۳۹.

بزرگ اصل، موسی، و علی سرافراز اردکانی. (۱۳۸۸). ارتباط بین سیاست پایدار سود تقسیمی با بازده سهام شرکت‌ها. **مطالعات تجربی حسابداری مالی** ۷(۲۵): ۱۲۵-۱۰۵.

پورحیدری، امید؛ امیر محمدی و علیرضا رحیمی. (۱۳۸۸). بررسی پایداری خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **تحقیقات حسابداری و حسابرسی** ۱(۱): ۱۱۱-۹۶.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

تهرانی، رضا، و شهاب‌الدین شمس. (۱۳۸۲). محاسبه سرعت تعدیل تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی رابطه آن با رشد بازده سهام. **تحقیقات مالی** ۵(۱): ۷۲-۵۱.

تهرانی، رضا، و رضا فیروزی. (۱۳۹۲). شناسایی و تبیین عوامل و فاکتورهای تأثیرگذار بر سرعت تعدیل سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تعیین شدت رابطه بین متوسط عایدی و سرعت تعدیل سود تقسیمی در صنعت سیمان، **ششمین کنفرانس توسعه نظام مالی در ایران**.

جبارزاده کنگرلوئی، سعید، و مرتضی متوسل. (۱۳۹۱). تئوری ارضای سهامدار و شناسایی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رگرسیون توبیت. **دانش سرمایه‌گذاری** ۱(۳): ۱۰۴-۸۱.

جهانخانی، علی، و سعید قربانی. (۱۳۸۴). شناسایی و تبیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. **تحقیقات مالی** ۷(۲): ۴۸-۲۷.

حجازی، رضوان؛ صغری فصیحی و بهنام کرمشاهی. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توانایی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. **مطالعات تجربی حسابداری مالی** ۱۴(۵۴): ۹۴-۷۳.

حسنی القار، مسعود، و محمد مرفوع. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود. **پژوهش‌های تجربی حسابداری** ۶(۳): ۱۲۹-۱۰۳.

صراف، فاطمه، و منصوره چاووشی طهرانی. (۱۳۹۵). رابطهٔ سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها با عرضه‌کنندگان و مشتریان عمده کالا و خدمات. **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی** ۸(۳۲): ۴۸-۲۹.

عربصالحی، مهدی؛ مهدی میرزایی و ندا ملکی. (۱۳۹۶). بررسی اثر کیفیت گزارشگری مالی بر سیاست تقسیم سود با در نظر گرفتن اثر جریان نقد آزاد، محدودیت مالی و مسئله راحت‌طلبی مدیران. **فصلنامهٔ حسابداری مالی** ۹(۳۵): ۱۲۶-۱۰۱.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

فخاری، حسین، و حسین نقدی مشهدی کلائی. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر محدودیت مالی بر ارتباط بین موقعیت جغرافیایی شرکت و نگهداشت وجه نقد. **فصلنامهٔ حسابداری مالی** ۱۰(۳۷): ۹۴-۷۴.

کردستانی، غلامرضا. (۱۳۸۸). آزمون تجربی فرضیهٔ پیام‌رسانی سود نقدی در بورس اوراق بهادار تهران. **پیشرفت‌های حسابداری** ۱(۱): ۱۴۵-۱۲۹.

کردستانی، غلامرضا؛ محمود نصیری و محمد رحیم‌پور. (۱۳۸۹). تئوری‌های پرداخت سود، پیام‌دهی و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدی. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۲(۱): ۷۶-۶۳.

محمودی، وحید، و هادی محقق. (۱۳۹۰)، بررسی واکنش بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به انحرافات اساسی از روند تقسیم سود سهام. **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۱۸(۶۶): ۴۰-۲۹.

Adaoglu, C. (2000). Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market. **Emerging Markets Review** 1(3): 252-270.

Aharony, J., and I. Swary. (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. **The Journal of Finance** 35(1): 1-12.

Aivazian, V., L. Booth, and S. Cleary. (2003a). Dividend policy and the organization of capital markets. **Journal of Multinational Financial Management** 13(2): 101-121.

Aivazian, V., L. Booth, and S. Cleary (2003b). Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?. **Journal of Financial Research** 26(3): 371-387.

Al-Ajmi, J., and H. Abo Hussain. (2011). Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia. **The Journal of Risk Finance** 12(1): 41-56.

Allen, F., and R. Michaely. (2003). Payout policy. In **Handbook of the Economics of Finance**. Elsevier.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

Al-Najjar, B. (2009). Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. **Studies in Economics and Finance** 26(3): 182-197.

Al-Najjar, B., and E. Kilincarslan. (2017). Corporate dividend decisions and dividend smoothing: New evidence from an empirical study of Turkish firms. **International Journal of Managerial Finance** 13(3): 304-331.

Arellano, M., and S. Bond. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies** 58(2): 277-297.

Baker, H.K., and G. Powell. (2009). **Understanding Financial Management: A Practical Guide**. John Wiley & Sons.

Baker, M., and J. Wurgler. (2004). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. **Journal of Financial Economics** 73(2): 271-288.

Black, F. (1976). The dividend puzzle. **Journal of Portfolio Management** 2(2): 5-8.

Blundell, R., and S. Bond. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of Econometrics** 87(1): 115-143.

Brav, A., J.R. Graham, C.R. Harvey, and R. Michaely. (2005). Payout policy in the 21st century. **Journal of Financial Economics** 77(3): 483-527.

Brittain, J.A. (1964). The tax structure and corporate dividend policy. **The American Economic Review** 54(3): 272-287.

Cameron, A.C., and P.K. Trivedi. (2010). **Microeconometrics Using Stata**. College Station, TX: Stata press.

Caskey, J., and M. Hanlon. (2013). Dividend policy at firms accused of accounting fraud. **Contemporary Accounting Research** 30(2): 818-850.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

Chateau, J.P.D. (1979). Dividend policy revisted: Within-and out-of-sample tests. **Journal of Business Finance & Accounting** 6(3): 355-370.

Chemmanur, T.J., J. He, G. Hu, and H. Liu. (2010). Is dividend smoothing universal?: New insights from a comparative study of dividend policies in Hong Kong and the US. **Journal of Corporate Finance** 16(4): 413-430.

Cooper, I.A., and N. Lambertides. (2018). Large dividend increases and leverage. **Journal of Corporate Finance** 48: 17-33.

Darling, P.G. (1957). The influence of expectations and liquidity on dividend policy. **Journal of Political Economy** 65(3): 209-224.

Dewenter, K.L., and V.A. Warther. (1998). Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms. **The Journal of Finance** 53(3): 879-904.

Fama, E.F., and H. Babiak. (1968). Dividend policy: An empirical analysis. **Journal of the American Statistical Association** 63(324): 1132-1161.

Fama, E.F., and K.R. French. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. **Journal of Financial Economics** 60(1): 3-43.

Farinha, J., and J.A. Moreira. (2007). Dividends and earnings quality: the missing link?. **CETE/Faculty of Economics/University of Porto. Retrieved June, 10, 2010**.

Flannery, M.J., and K.W. Hankins. (2013). Estimating dynamic panel models in corporate finance. **Journal of Corporate Finance** 19: 1-19.

Glen, J.D., Y. Karmokolias, R.R. Miller, and S. Shah. (1995). **Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets: To Pay or Not to Pay**. The World Bank.

Grennan, J. (2018). Dividend payments as a response to peer influence. **Journal of Financial Economics** 131(3): 549-570.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

Grullon, G., R. Michaely, and B. Swaminathan. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity?. **The Journal of Business** 75(3): 387-424.

Jensen, M.C., and W.H. Meckling. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics** 3(4): 305-360.

Kutner, M.H., C. Nachtsheim, and J. Neter. (2004). **Applied Linear Regression Models.** McGraw-Hill/Irwin.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance** 55(1): 1-33.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review** 46(2): 97-113.

Miller, M.H., and F. Modigliani. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business** 34(4): 411-433.

Mookerjee, R. (1992). An empirical investigation of corporate dividend pay-out behaviour in an emerging market. **Applied Financial Economics** 2(4): 243-246.

Pandey, I.M. (2003). Corporate dividend policy and behaviour: the Malaysian evidence. **Asian Academy of Management Journal** 8(1): 17-32.

Preinreich, G.A. (1932). Stock yields, stock dividends and inflation. **The Accounting Review** 7(4): 273-289.

Skinner, D.J., and E. Soltes. (2011). What do dividends tell us about earnings quality?. **Review of Accounting Studies** 16(1): 1-28.

Tong, Y.H., and B. Miao. (2011). Are dividends associated with the quality of earnings?. **Accounting Horizons** 25(1): 183-205.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]