



Dividend Smoothing Based on Financial Flexibility and Capital Structure Adjustment

Mohsen Rashidi (Ph.D)*

Abstract

Objective: This paper aims to examine dividend smoothing based on financial flexibility and capital structure adjustment.

Method: In this study, the data of 120 companies listed in the Tehran Stock Exchange in the period 2009 to 2016 were collected, and the pooled regression model was used to test the research hypotheses.

Results: Findings verified the first and second hypotheses of the research. In other words, the results of the first hypothesis indicated that financial flexibility leads to dividends smoothing. The results of the second hypothesis showed significant relationship between capital structure adjustment and dividend smoothing. Finally, the results of the third hypothesis indicated that capital structure adjustment does not have significant effect on the interaction between financial flexibility and dividend smoothing.

Conclusion: According to the research findings, there is a tendency to change the method of dividend payments as a result of lack of transparency in the financial status and unfavorable capital structure, so that managers limit changes in dividends to limit the risk of non-transparency.

Keywords: *Capital Structure adjustment, Dividend Smoothing, Financial Flexibility.*

Citation: Rashidi, M. (2020). Dividend smoothing based on financial flexibility and capital structure adjustment. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(1), 85-112.

* Assistant Professor of Accounting, Lorestan University, Khoram Abad, Iran.

Corresponding Author: Mohsen Rashidi (Email: rashidi.m@lu.ac.ir).

Submitted: 29 January 2019

Accepted: 21 September 2019

DOI: 10.22103/jak.2020.12769.2913



انجمن حسابداری ایران

دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر کرمان

مجله دانش حسابداری

دوره یازدهم، شماره ۱

بهار ۱۳۹۹، پیاپی ۴۰

صص. ۸۵ تا ۱۱۲

هموارسازی سودهای تقسیمی بر مبنای انعطاف پذیری مالی و اصلاح

ساختار سرمایه

دکتر محسن رشیدی*

چکیده

هدف: هدف در این مقاله، بررسی هموارسازی سودهای تقسیمی بر مبنای انعطاف پذیری مالی و اصلاح ساختار سرمایه است.

روش: به همین منظور، داده‌های مربوط به ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده شده است.

یافته‌ها: نتایج پژوهش نشان‌دهنده تأیید فرضیه‌های اول و دوم پژوهش است. به عبارتی، نتایج تحقیق حاکی از آن است که انعطاف‌پذیری مالی منجر به هموارسازی سودهای تقسیمی می‌شود. همچنین، نتایج حاصل از فرضیه دوم تحقیق بیانگر ارتباط معنادار بین اصلاح ساختار سرمایه و هموارسازی سودهای تقسیمی است. در نهایت، فرضیه سوم تحقیق مشخص می‌کند که اصلاح ساختار سرمایه، اثر معناداری بر تعامل مشترک انعطاف پذیری مالی و هموارسازی سودهای تقسیمی ندارد.

* استادیار گروه حسابداری، دانشگاه لرستان، خرم‌آباد، ایران.

نویسنده مسئول: محسن رشیدی (رایانامه: rashidi.m@lu.ac.ir).

تاریخ پذیرش: ۹۸/۶/۳۰

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۱/۹

نتیجه‌گیری: با توجه به یافته‌های پژوهش می‌توان دریافت که تمایل به تغییر شیوه پرداخت سود تقسیمی در نتیجه عدم شفافیت در وضعیت مالی و ساختار نامطلوب سرمایه ایجاد می‌شود، به نحوی که مدیران به منظور پوشش ریسک ناشی از عدم شفافیت، اقدام به محدود سازی تغییرات در سودهای تقسیمی می‌نمایند.

واژه‌های کلیدی: اصلاح ساختار سرمایه، انعطاف پذیری مالی، هموارسازی سودهای تقسیمی.

استناد: رشیدی، محسن. (۱۳۹۹). هموارسازی سودهای تقسیمی بر مبنای انعطاف

پذیری مالی و اصلاح ساختار سرمایه. *دانش حسابداری*، ۱۱(۱)، ۱۱۲-۸۵.

مقدمه

نقش سودهای تقسیمی در انتقال اطلاعات مفید درباره عملکرد آتی شرکت، منجر به تغییر دیدگاه مدیران و سرمایه‌گذاران نسبت به نوسانات در سود تقسیمی شده است. سودهای تقسیمی با توجه به توان پیش‌بینی خود تابعی از دو فرضیه هموارسازی و علامت‌دهی هستند. فرضیه علامت‌دهی بیان می‌کند که سودهای تقسیمی توان پیش‌بینی سودها و قیمت‌های آتی را دارند و هموارسازی سودهای تقسیمی بیانگر این است که روند تقسیم سود تابعی از سودهای جاری و گذشته است (گدارد^۱ و همکاران، ۲۰۰۶). رویکرد سستی در ارتباط با سودهای تقسیمی مبتنی بر تحقیق لیتنر^۲ (۱۹۵۶) بوده که بیان می‌کند مدیران شرکت‌ها پرداخت سودهای تقسیمی را بر مبنای اهداف بلندمدت و سودهای جاری، تعدیل می‌کنند.

از دیدگاه مدیران، سود تقسیمی تنها در صورتی کاهش می‌یابد که رویکرد جایگزینی وجود نداشته باشد و افزایش در سودهای تقسیم، زمانی صورت می‌پذیرد که نسبت به پایداری جریان‌های نقد آتی اطمینان وجود داشته باشد. سرمایه‌گذاران ارزش بالاتری برای شرکت‌های دارای روند سود تقسیمی پایدار قائلند و بازار کاهش سود تقسیمی توسط شرکت‌ها را به عنوان مخایره اطلاعات نامساعد در نظر می‌گیرد (گاتمن^۳ و همکاران، ۲۰۱۰). به همین منظور، مدیران ابتدا اقدام به تعیین سود تقسیمی کرده، سپس بر مبنای آن تصمیمات مرتبط با نقدینگی را تا

سطح تعیین شده تعدیل می کنند. در همین راستا براو^۴ و همکاران (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که هموارسازی سودهای تقسیمی، نقش بااهمیتی را در شرکت های بورسی ایفا می کند. سرمایه گذاران کاهش سود تقسیمی را به عنوان یک خبر بد در نظر می گیرند که ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و آنهاست. مدیران مطلع سودهای کسب شده را بین سود تقسیمی نقدی و سرمایه گذاری تسهیم می کنند و ارزش سهام را در بلند مدت افزایش می دهند.

مدیران تمایلی به انحراف سودهای تقسیمی از حالت استاندارد نداشته و به همین علت، از سودهای تقسیمی به عنوان ابزاری برای مخابره اطلاعات مربوط به تغییرات آتی در سودها استفاده می کنند (کائو و وو^۵، ۱۹۹۴). تقسیم سود مبتنی بر انتظارات آتی مدیران از سود بوده و تغییرات در تقسیم سود منجر به تغییر قیمت سهام می گردد و این در حالی است که در بازارهای کارا، ارزش شرکت و هزینه سرمایه ارتباطی با شیوه تقسیم سود ندارد (میلر و مودیگلیانی^۶، ۱۹۶۱). بر همین اساس، عامل تغییر در سودهای تقسیمی را می توان تصمیمات سرمایه گذاری و تأمین مالی در نظر گرفت. ادبیات مربوط به هموارسازی سود تقسیمی بیان می کند که عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران، منجر به ایجاد رفتارهای هموارسازی سود تقسیمی شود (گاتمن و همکاران، ۲۰۱۰). از طرفی، به منظور کاهش هزینه های نمایندگی ناشی از جریان های نقد آزاد (لمبرجت و مایرز^۷، ۲۰۱۲) و وجود هزینه های تأمین مالی برون سازمانی (آیوایان^۸ و همکاران، ۲۰۰۶) هموارسازی سود تقسیمی مطرح می شود.

انعطاف پذیری مالی، توانایی شرکت در اصلاح ساختار سرمایه است (دی جانگ^۹ و همکاران، ۲۰۱۲). در صورت هموارسازی سودهای تقسیمی، نوسانات در سودها باید توسط عوامل دیگری جذب شود. با فرض چسبندگی سرمایه گذاری ها، ساختار سرمایه شرکت ها باید شوک های وارده به سودها را جذب کند. توانایی شرکت در تغییر ساختار سرمایه، منجر به فراهم سازی شرایط هموارسازی سودهای تقسیمی می شود (لمبرجت و مایرز، ۲۰۱۲). به

عبارتی، انتظار بر این است که با افزایش انعطاف‌پذیری مالی، پایداری سودهای تقسیمی نیز افزایش یابد. عدم توانایی شرکت‌ها در انطباق خود با شرایط محیطی در نتیجه نوسانات ایجاد شده، منجر به افزایش ریسک‌گزینش نادرست برای سرمایه‌گذاران می‌شود و در نتیجه آن هزینه سرمایه و تغییر انتظارات سرمایه‌گذاران شکل می‌گیرد. با شناسایی روند و پایداری سودهای تقسیمی بر مبنای ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌توان تا حدی ریسک ایجاد شده را پوشش داد.

در تحقیقات پیشین از جمله لوئیس و اورکان^{۱۱} (۲۰۱۴)، ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۷) و بزرگ اصل و سرافراز اردکانی (۱۳۸۸) به بررسی پایداری سود تقسیمی و جریانات نقد آزاد با رویکرد شفافیت اطلاعاتی پرداخته، تاکید بر اثر پایداری سودهای تقسیمی بر منابع مالی آزاد شرکت است. در تحقیقات پیشین پایداری سودهای تقسیمی از جنبه صورت‌های مالی و بازار سرمایه و بر مبنای سود تقسیمی سال قبل مورد بررسی قرار گرفته است. در این تحقیق برآنیم تا با تفکیک انعطاف‌پذیری مالی شرکت به دو بخش اصلاح ساختار سرمایه و قیمت‌گذاری تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأثیرپذیری هموارسازی سودهای تقسیمی را از هر دو جنبه داخلی و بازار سرمایه تشریح کنیم. از طرفی، با توجه به ناقص بودن سود سال قبل، هموارسازی سودهای تقسیمی از جنبه سودهای جاری و تغییرات در سودهای تقسیمی سال قبل مورد بررسی قرار گرفته است. در این بخش به دنبال دستیابی به پاسخ این سؤالات هستیم که آیا انعطاف‌پذیری بالاتر مالی منجر به افزایش هموارسازی سودهای تقسیمی می‌شود؟ به نحوی که نوسانات ناشی از تغییر سودآوری را محدود سازد.

مبانی نظری پژوهش

انعطاف پذیری مالی و هموارسازی سودهای تقسیمی

محرک اصلی در ارتباط با تصمیمات ساختار سرمایه شرکت، تمایل به حفظ و نگهداشت انعطاف پذیری مالی است. انعطاف پذیری مالی بیانگر توان شرکت در دستیابی و تجدید ساختار تأمین مالی با هزینه پایین است. شرکت های دارای انعطاف پذیری مالی، توانایی اجتناب از بحران مالی در مواجهه با شوک های منفی را دارند و به سرعت فرصت های سرمایه گذاری سودآور را پیدا می کنند (گامبا و تریانیتس^{۱۱}، ۲۰۰۸). انعطاف پذیری مالی، تابعی از هزینه های تأمین مالی برون سازمانی است که ممکن است بازتابی از مشخصات شرکت (از جمله اندازه و عمر شرکت) باشد. از طرفی، نتیجه تصمیمات استراتژیک اتخاذ شده در ارتباط با ساختار سرمایه، نقدینگی و سرمایه گذاری نیز است.

وجود هزینه در انتشار اوراق بدهی منجر به نگهداشت نقدینگی توسط شرکت ها حتی در شرایط داشتن اوراق بدهی منتشره می شود. در شرایط سودآوری پایین، شرکت ها تمایل به بهبود وضعیت بدهی خود به منظور اجتناب از ایجاد هزینه های ناشی از بحران مالی دارند و به همین منظور به جای کاهش سطح بدهی ها اقدام به افزایش مانده نقدی خود می کنند. شرکت ها ممکن است تمایل به تأمین مالی و افزایش سطح بدهی به منظور استفاده از مزایای آن را داشته باشند، ولی مزایای ناشی از پرداخت نقدی به سهامداران بالاتر از هزینه های تأمین مالی برون سازمانی است؛ زیرا سودهای تقسیمی منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران و شرکت می شود (آچار یا^{۱۲} و همکاران، ۲۰۰۷).

مطابق با چارچوب نمایندگی، مدیران ریسک گریزی که تمایل به ثبات رویه دارند، بودجه بندی ثابت را ترجیح می دهند. شرکت ها تمایل به حفظ انعطاف پذیری مالی و کاهش هزینه دسترسی به بازارهای سرمایه را دارند (دی آنجلو^{۱۳} و همکاران، ۲۰۰۶) و شرکت های

بزرگ و رشد یافته از کاهش سودهای تقسیمی به علت هزینه‌هایی که برای آنها در بر دارد (از جمله کاهش اعتبار در بازار سرمایه) اجتناب می‌کنند (دنیل^{۱۴} و همکاران، ۲۰۱۰). از طرفی، استفاده مدیران از رویکرد بودجه ثابت با توجه به تعهدات قراردادی و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت که در کوتاه مدت تغییر نمی‌کنند، باعث نیاز به تغییر روند سودهای تقسیمی به منظور کنترل ریسک شرکت در یک آستانه پایدار می‌شود. در همین راستا، آیوازیان و همکاران (۲۰۰۶) نشان دادند که شرکت‌های دارای رتبه اعتباری بالا (توان دستیابی به بازارهای تأمین مالی) به علت انعطاف‌پذیری مالی بیشتر، تمایل بالاتری برای هموارسازی سود تقسیمی دارند. به عبارتی، شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی، با جذب شوک‌ها و ناپایداری در سود خالص، توان استقراض بالاتری دارند و با هموارسازی سودهای تقسیمی، نوسانات در وضعیت مالی را کنترل می‌کند (فلیرز^{۱۵}، ۲۰۱۹).

اصلاح ساختار سرمایه و هموارسازی سودهای تقسیمی

شرکت‌ها در شرایطی که توان تأمین مالی برون سازمانی را دارند ولی هزینه‌های تأمین مالی بالا باشد، نسبت‌های اهرمی خود را تعدیل می‌کنند (فالکندر^{۱۶} و همکاران، ۲۰۱۲). با این حال، هزینه‌های تعدیل، مانع از اصلاح سریع و رسیدن به تابع هدف می‌شود. شرکت به منظور اجتناب از هزینه‌های ناشی از ساختار سرمایه غیربهبوده، هزینه‌های ناشی از تعدیل را پرداخت می‌کند (فلنری و رانگان^{۱۷}، ۲۰۰۶).

تصمیمات مالی توسط مدیرانی اتخاذ می‌شود که ارزش فعلی منافع اکتسابی خود در آینده را حداکثر می‌کنند. مدیران به نمایندگی از شرکت، مسئول ایجاد سودآوری مناسب برای سرمایه‌گذاران در هر دوره می‌باشند. بر مبنای تئوری تضاد منافع، مدیران خوش‌بین بوده، وفاداری نسبت به سهامداران ندارند، ولی وجود سهامداران کنترلی مانع از رویکردهای فرصت‌طلبانه مدیران می‌شود و به همین علت، مدیران منافع خود را با توجه به محدودیت‌های

موجود در شرکت و بازار سرمایه در نظر می‌گیرند. مدیران به منظور حفظ منافع شخصی و جلوگیری از افزایش بدهی به منظور تعدیل ساختار سرمایه، اقدام به هموارسازی سودهای تقسیمی می‌کنند (لمبرجت و مایرز، ۲۰۱۲).

توانایی تغییر ساختار سرمایه، بستگی به هزینه‌های تعدیلی دارد که شرکت با آن مواجه می‌شود (فلیرز، ۲۰۱۹). در این راستا، شرکت‌ها ممکن است به منظور اجتناب از هزینه‌های اصلاح ساختار سرمایه، راهبردهای کوتاه مدتی را به کارگیرند، ولی این راهبردها تنها در صورتی از کارایی لازم برخوردار هستند که عواقب هزینه‌بری (از جمله کاهش رتبه اعتباری شرکت در بازار سرمایه) را برای شرکت ایجاد نکنند (دنيس و مک کین^{۱۸}، ۲۰۱۲). فالکندر و همکاران (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های پرداخت کننده سودهای تقسیمی نسبت به دیگر شرکت‌ها، ساختار سرمایه خود را سریع‌تر اصلاح می‌کنند. این رویکرد ناشی از هدف شرکت در نگهداشت ظرفیت تأمین مالی با ریسک پایین و نیز انگیزه دستیابی به بازارهای سرمایه با هزینه پایین است. در شرایطی که هزینه اصلاح ساختار سرمایه پایین باشد، تمایل شرکت‌ها برای هموارسازی سودهای تقسیمی افزایش می‌یابد.

تأثیر ظرفیت بدهی بر ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و هموارسازی سودهای تقسیمی

در شرایطی که ساختار سرمایه شرکت‌ها، شوک‌های وارده به سود را جذب کند، هموارسازی سود تقسیمی را امکان‌پذیر می‌کند. در شرایط وجود ظرفیت بدهی نیز هموارسازی می‌تواند مفید واقع شود. فاما و فرنچ^{۱۹} (۲۰۰۲) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا به منظور نگهداشت ظرفیت بدهی با ریسک پایین، سود تقسیمی کمتری پرداخت می‌کنند. در همین راستا، دی‌جانگ و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند که شرکت‌های دارای ظرفیت بدهی، تمرکز بیشتری بر فعالیت‌های آتی داشته و برنامه‌ریزی‌های تقسیم سود خود را بر مبنای اهداف بلندمدت تدوین می‌کنند. تحقیقات صورت گرفته بیانگر

این است که شرکت‌ها، سیاست‌های بدهی و تقسیم سود خود را به نحوی چارچوب‌بندی می‌کنند که از مزایای حاصل از سودهای انباشته حداکثر استفاده را داشته باشند. به نحوی که شرکت‌های دارای ابزارهای بدهی، تمایل بیشتری به هموارسازی سودهای تقسیمی دارند (آیوایان و همکاران، ۲۰۰۶). نتایج حاصل از تحقیقات لیری و میکلی^{۲۰} (۲۰۱۱) حاکی از این است که هموارسازی سودهای تقسیمی در بین شرکت‌هایی که محدودیت مالی ندارند نسبت به شرکت‌های حساس به تضادهای نمایندگی، بیشتر است.

شرکت‌هایی که دارای ظرفیت بدهی محدودی می‌باشند، تلاش بیشتری در جهت حفظ دسترسی به بازارهای تأمین مالی دارند (لمون و زندر^{۲۱}، ۲۰۱۰). به عبارتی، شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی در پاسخ به تغییرات سودآوری، به سرعت رویکردهای پرداختی خود را تغییر می‌دهند. این رفتار منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و دسترسی شرکت به بازارهای بدهی با هزینه پایین‌تر را حفظ می‌کند (دنيس^{۲۲}، ۲۰۱۱). لمبرجت و مایرز (۲۰۱۲) نشان دادند که رفتارهای هموارسازی سودهای تقسیمی در شرکت‌های دارای ظرفیت بدهی بالاتر، بیشتر است.

پیشینه تجربی پژوهش

لیری و میکلی (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند که پایین بودن ظرفیت بدهی در شرکت‌ها منجر به کاهش هموارسازی سودهای تقسیمی می‌گردد. این دسته از شرکت‌ها از کاهش سودهای تقسیمی اجتناب کرده، در پاسخ به کاهش روند سودآوری و به منظور جبران اثرات نامساعد آتی، تغییری در روند سودهای تقسیمی ایجاد نمی‌کنند. هوانگ و هوژا^{۲۳} (۲۰۱۶) نشان دادند که ساختار سرمایه شرکت‌ها تقریباً ۵۷ درصد از انحرافات در سودهای خالص را جذب می‌کند و رویکردی برای کنترل فرآیند تقسیم سود به شمار می‌آید که توسط شرکت‌ها به منظور کنترل ریسک ناشی از تغییر میزان سودهای تقسیمی، به کار گرفته می‌شود.

باوم^{۲۴} و همکاران (۲۰۱۷) با بررسی اصلاح ساختار سرمایه بر مبنای ریسک‌های تجاری و کلان به این نتیجه رسیدند که فرآیند اصلاح ساختار سرمایه نامتقارن بوده، بستگی به نوع ریسک، شدت آن، وضعیت اهرمی و مالی شرکت دارد. در شرکت‌هایی که وضعیت مالی مساعدتری دارند، نسبت به شرکت‌های داری شرایط تأمین مالی نامساعد، سرعت اصلاح ساختار سرمایه بالاتر است. همچنین، نتایج تحقیق آنها نشان داد که در بررسی شرایط اصلاح ساختار سرمایه، ریسک از اهمیت بالایی برخوردار است. فلیرز (۲۰۱۹) با بررسی اثرات متقابل انعطاف‌پذیری مالی و هموارسازی سودهای تقسیمی به این نتیجه رسید که ارتباط غیرخطی بین انعطاف‌پذیری مالی و هموارسازی سودهای تقسیمی وجود دارد. نتایج حاکی از این است که نوسانات و شوک‌های وارد شده به سودهای خالص به واسطه انعطاف‌پذیری مالی جذب شده و امکان تغییر فرآیند تقسیم سود و هموارسازی آن فراهم می‌شود.

بزرگ اصل و سرافراز اردکانی (۱۳۸۸) با بررسی ارتباط بین پایداری سود تقسیمی و بازده غیرعادی سهام و تفاوت پایداری سود تقسیمی بین صناعت‌های مختلف به این نتیجه رسیدند که بین پایداری سود تقسیمی و بازده غیرعادی، رابطه معنی‌داری وجود دارد؛ اما پایداری سود تقسیمی بین صناعت‌های مختلف، تفاوت معنی‌داری با یکدیگر ندارد. شعری آناقیز و قربانی (۱۳۹۴) به بررسی نقش استراتژیک انعطاف‌پذیری مالی پرداخته و نشان دادند که بین انعطاف‌پذیری مالی و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، ولی رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری (محاسبه شده از طریق شاخص ترینر) تأیید نشده است.

پیری و همکاران (۱۳۹۶) با بررسی انعطاف‌پذیری مالی و ظرفیت بدهی به این نتیجه رسیدند که انعطاف‌پذیری مالی به طور مستقیم به چگونگی استفاده از وجوه نقد، ظرفیت بدهی و اثر متقابل آنها در شرایط مواجهه با بحران و شوک‌های خارجی بستگی دارد. همچنین، نشان

دادند که سطح نگهداشت منابع نقدی و وجوه نقد به عنوان یکی از عوامل مؤثر در تعیین ظرفیت بدهی و انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها است. ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر نوع اظهارنظر حسابرس بر پایداری سود سهام تقسیمی و جریان نقد آزاد پرداخته، شواهدی ارائه کردند مبنی بر این که میان نوع اظهارنظر حسابرس با پایداری سود تقسیمی، رابطه منفی و میان نوع اظهارنظر حسابرس با جریان نقد آزاد، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارتی، شرکت‌هایی که دارای اظهارنظر تعدیل شده هستند، از پایداری و ثبات سود تقسیمی کمتری برخوردار هستند.

تقفی و همکاران (۱۳۹۸) با بررسی و تحلیل هموارسازی سود تقسیمی نشان دادند در صورت استفاده از الگوی لیتنر (۱۹۵۶) و سود تقسیمی نقدی، سطح هموارسازی شناسایی شده افزایش می‌یابد. همچنین، به این نتیجه رسیدند تنها زمانی که از الگوی لیتنر (۱۹۵۶) و سود تقسیمی اعلامی استفاده شود، نتایج در دو دوره مورد بررسی، تفاوت معناداری در سطوح هموارسازی نشان خواهند داد.

کیفیت اطلاعات حسابداری با کاهش اطلاعات خصوصی و محرمانه باعث کاهش احتمال انتخاب نادرست توسط سرمایه‌گذاران می‌شود. بنابراین، به دلیل مخایره اطلاعات به فعالان بازار سرمایه باعث کاهش هموارسازی سودهای تقسیمی خواهد شد. محافظه‌کاری با انتقال سریع‌تر اخبار بد به سهامداران و هیأت مدیره، منجر به کنترل رفتارهای خوش‌بینانه مدیران شده و شرایط برای تغییر روندهای تقسیم سود توسط مدیر را محدود می‌سازد. عدم اطمینان محیطی به علت ایجاد نوسان در نتایج و روندهای سودآوری منجر به کاهش پایداری سودهای عملیاتی شده و در این شرایط مدیران به منظور کاهش سطح ریسک تحمیلی به سرمایه‌گذاران اقدام به تغییر روند سودهای تقسیمی می‌کنند. در شرکت‌های بزرگ و با عملکرد مساعد به علت یکپارچگی سیستم‌های کنترلی و مدیریتی و نیز استقرار کنترل‌های

داخلی و ساختار نسبتاً مساعد سرمایه، شرایط برای دستکاری سود و تقسیم آن محدود می‌گردد. همچنین، وجود یک محیط اطلاعاتی مطلوب حسابداری، موجب افزایش توان گزارش‌های مالی در انتقال اطلاعات شرکت و از طرف دیگر، موجب توزیع برابرتر این اطلاعات میان فعالان بازار می‌شود. بنابراین، هدف یک محیط مطلوب اطلاعاتی حسابداری، کاهش نااطمینانی و رفع هر چه بیشتر ابهام است. با توجه به ادبیات و پیشینه تحقیقات صورت گرفته و با توجه به هدف این تحقیق مبنی بر بررسی هموارسازی سودهای تقسیمی بر مبنای انعطاف‌پذیری مالی و اصلاح ساختار سرمایه، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر ارائه شده است:

فرضیه اول: انعطاف‌پذیری مالی تأثیر مثبت و معناداری بر هموارسازی سودهای تقسیمی دارد.

فرضیه دوم: سرعت اصلاح ساختار سرمایه تأثیر مثبت و معناداری بر هموارسازی سودهای تقسیمی دارد.

فرضیه سوم: ظرفیت بدهی تأثیر منفی و معناداری بر ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و هموارسازی سودهای تقسیمی دارد.

روش پژوهش

تحقیق حاضر از نوع کمی و به سبب آنکه مفاهیم مورد تحقیق به صورت عینی در دنیای خارجی وجود دارد، در گروه تحقیقات اثبات‌گرایی است و واقعیت موضوع و محقق کاملاً مستقل از یکدیگر می‌باشند. روش شناسی غالب این گونه تحقیقات، استفاده از روش‌های آماری متعدد است. از آنجا که روش این تحقیق مبتنی بر توصیف روابط واقعی میان داده‌های موجود است (توصیف آنچه هست) که در قالب الگو بیان می‌گردد، تحقیق در زمره تحقیقات توصیفی به شمار می‌رود. در این تحقیق نخست جنبه‌های واقعی روابط شناخته شده و سپس الگو بر مبنای فرضیات و روابط مربوطه طراحی شده است. در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در روش کتابخانه‌ای، مبانی

نظری پژوهش، از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری می‌شود. سپس، برای گردآوری داده‌های پژوهش حاضر از آرشیو آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های اینترنتی مرتبط، استفاده شده است.

الگو و متغیرهای پژوهش

الگوی تحقیق

این تحقیق به دنبال بررسی هموارسازی سودهای تقسیمی بر مبنای انعطاف پذیری مالی و اصلاح ساختار سرمایه است. بدین منظور از الگوی زیر برای بررسی فرضیه‌ها استفاده شده است:

$$AD_DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Flexibility_{it} + \beta_2 Structure_{it} + \beta_3 Capacity_{it} + \beta_4 Flexibility * Capacity_{it} + \beta_5 A_Quality_{it} + \beta_6 Performance_{it} + \beta_7 Conser_{it} + \beta_8 VIX_{it} + \beta_9 Size_{it} + \beta_{10} Loss_{it} + \beta_{11} Lev_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

در الگوی مذکور؛ AD_DIV، هموارسازی سود تقسیمی؛ Flexibility، انعطاف‌پذیری مالی؛ Structure، سرعت اصلاح ساختار سرمایه؛ Capacity، ظرفیت بدهی؛ A_Quality، کیفیت اطلاعات حسابداری؛ Performance، عملکرد آتی؛ Conser، محافظه‌کاری در حسابداری؛ VIX، عدم اطمینان محیطی؛ Size، اندازه شرکت؛ LEV، اهرم مالی و LOSS، زیان شرکت را نشان می‌دهد.

متغیر وابسته

هموارسازی سود تقسیمی (AD_DIV): به منظور بررسی هموارسازی سود تقسیمی، الگوی زیر به صورت مقطعی و برای هر سال طی دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ تخمین زده می‌شود. ضریب سودهای تقسیمی سال قبل در هر سال به عنوان هموارسازی سود تقسیمی در نظر گرفته می‌شود به نحوی که هر چقدر ضریب به دست آمده کوچک‌تر باشد، بیانگر هموارسازی سود تقسیمی است؛ به همین علت به منظور هماهنگ‌سازی ضریب در ۱- ضرب می‌شود:

$$\Delta DIV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 DIV_{it-1} + \varepsilon \quad (2)$$

در الگوی مذکور؛ ΔDIV ، تغییرات سود تقسیمی؛ E ، سود سال جاری؛ DIV_{it-1} ، سود تقسیمی سال قبل شرکت را نشان می‌دهد.

متغیرهای مستقل

انعطاف پذیری مالی (Flexibility): به منظور محاسبه انعطاف پذیری مالی مطابق با تحقیق شعری آناقیز و قربانی (۱۳۹۴)، از بازده جریان آزاد استفاده شده است که برابر با نسبت جریان نقد آزاد (جریان نقد آزاد برابر با مجموع هزینه استهلاک و سود خالص پس از کسر مالیات، هزینه بهره و سود تقسیمی است) به ارزش بازار سهام شرکت است.

ظرفیت بدهی (Capacity): در پژوهش حاضر، به منظور محاسبه ظرفیت بدهی از ترکیب ظرفیت عملیاتی (دارایی‌های ثابت) و توان عملیاتی (سرمایه در گردش) و به شرح زیر استفاده می‌گردد:

(مجموع دارایی‌های ابتدای دوره) / (سرمایه در گردش + خالص دارایی‌های ثابت) = ظرفیت بدهی
سرعت اصلاح ساختار سرمایه (Structure): به منظور محاسبه اصلاح ساختار سرمایه از الگوی فلیرز (۲۰۱۹) استفاده می‌شود، به نحوی که در این الگو، سرعت اصلاح ساختار سرمایه به عنوان عاملی برای ایجاد هزینه در نظر گرفته شده است؛ به این ترتیب که اگر سرعت اصلاح ساختار سرمایه بالا باشد، هزینه اصلاح کمتری به شرکت تحمیل می‌شود. در گام اول الگوی زیر به صورت مقطعی و برای هر سال طی دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ تخمین زده می‌شود:

$$DR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DR_{it} + \beta_2 PROFIT_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 EXPEND_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 TRET_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \varepsilon \quad (3)$$

در الگوی مذکور؛ DR ، نسبت بدهی؛ $PROFIT$ ، نسبت سودآوری به مجموع دارایی‌ها؛

MTB ، نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن؛ $EXPEND$ ، نسبت مخارج

سرمایه گذاری به مجموع دارایی‌ها؛ TANG، مجموع دارایی‌های ثابت به مجموع دارایی‌ها؛ TRET، بازده دو ساله؛ و SIZE، لگاریتم مجموع دارایی‌ها را نشان می‌دهد. باقیمانده خطای الگوی فوق (DR^*) ابتدا بر مبنای روش حداقل سازی خطا، تعدیل و نرمالیزه شده و سپس وارد الگوی زیر می‌شود:

$$DR_{it+1} - DR_{it} = \beta_0 + \beta_1(DR^*_{it} - DR_{it}) + \varepsilon \quad (4)$$

ضریب B_1 بیانگر سرعت اصلاح ساختار سرمایه است.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت است.

محافظه کاری در حسابداری (CONSER): در این تحقیق برای محاسبه محافظه کاری در حسابداری به پیروی از کالن^{۲۵} و همکاران (۲۰۱۰) از الگوی زیر استفاده شده است. در این تحقیق از الگوی باسو^{۲۶} (۱۹۹۷) به علت ایجاد هم خطی سریالی و نیز انحراف در اندازه گیری (پاتاتوکاس و توماس^{۲۷}، ۲۰۱۶) استفاده نشده است. به منظور محاسبه محافظه کاری، الگوی زیر به روش خودرگرسیون برداری و با ۳ متغیر (بازدهی، بازده سرمایه و نسبت ارزش دفتری به بازار) تخمین زده می‌شود و باقیمانده خطای به دست آمده، بیانگر سطح محافظه کاری است. لازم به ذکر است که با توجه به محدودیت در تعداد مشاهدات، وقفه ۱ برای تمامی متغیرها در نظر گرفته شده است (کالن و همکاران، ۲۰۱۰).

$$Return_{it} = \log Return_{it-1} + \log(1 + Roe)_{it-1} + \log\left(\frac{B}{M}\right)_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

در الگوی مذکور؛ Return، بازده سهام؛ Roe، بازده سرمایه و B/M بیانگر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام واحد تجاری است.

عملکرد آتی (Performance): در این پژوهش برای بررسی عملکرد از میانگین نسبت جریان نقد عملیاتی سال t و $t+1$ مستخرج از صورت جریان وجوه نقد به مجموع دارایی‌های ابتدای

دوره استفاده شده است. به منظور کاهش خطای ناشی از دستکاری سود از نسبت مذکور استفاده شده است (هسو^{۲۸} و همکاران، ۲۰۱۷).

عدم اطمینان محیطی (VIX): برای سنجش عدم اطمینان محیطی از انحراف معیار تغییرات درآمد فروش طی یک دوره ۳ ساله استفاده می‌شود. استفاده از انحراف استاندارد برای اندازه‌گیری عدم اطمینان محیطی توسط محققانی از جمله کوتاری^{۲۹} و همکاران (۲۰۰۲)، دیچو و تانگ^{۳۰} (۲۰۰۹) و انواری رستمی و کیانی (۱۳۹۴) مطرح و به کار گرفته شده است.

زیان (LOSS): متغیر موهومی است که اگر شرکت در سال جاری، سال قبل و یا در دو سال قبل زیان داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت صفر است.

اهرم مالی (LEV): برابر با نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های شرکت است.

کیفیت اطلاعات حسابداری (AIQ): در این تحقیق برای ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری از الگوی فرانسیس^{۳۱} و همکاران (۲۰۰۵)، به شرح زیر استفاده شده است:

$$TCA_{j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{j,t-1} + \alpha_2 CFO_{j,t} + \alpha_3 CFO_{j,t+1} + \alpha_4 \Delta RV_{j,t} + \alpha_5 PPE_{j,t} + \epsilon_{j,t}$$

که در آن؛ TCA، کل اقلام تعهدی شرکت در سال t است که از تفاوت سود خالص با جریان نقد عملیاتی به دست می‌آید؛ CFO، جریان وجه نقد حاصل از عملیات شرکت؛ ΔREV ، تغییر در درآمد فروش شرکت و EPP خالص دارایی‌های ثابت مشهود است. الگوی فوق به صورت مقطعی و برای هر سال طی دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ برآورد و عکس انحراف استاندارد ۳ ساله جز خطا به عنوان متغیر کیفیت اطلاعات حسابداری در نظر گرفته می‌شود.

جامعه آماری و نحوه انتخاب شرکت‌ها

جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۱۳۸۵ به بعد در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. جامعه آماری با اعمال محدودیت‌هایی که آن هم به واسطه انقطاع زمانی مشخص برای انجام آزمون و استخراج

داده‌ها است، محدود می‌شود. به عبارت دیگر، نمونه آماری شامل جامعه آماری است که با محدودیت‌های زیر، تعدیل می‌شوند:

۱. سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم شود. این محدودیت به آن سبب است که قابلیت مقایسه جهت بررسی و برآورد متغیرها در اختیار باشد.

۲. در طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ نماد معاملاتی آنها برای بیش از یک سوم روزهای معاملاتی سال بسته نشده باشد. این محدودیت نیز به واسطه اندازه‌گیری متغیرها، به‌ویژه متغیر انعطاف‌پذیری مالی است. بسته بودن نماد معاملاتی یک سهم برای مدت طولانی، خود موجب بی‌میلی سهامداران و در نتیجه کاهش رقابت‌پذیری سهم می‌شود.

۳. شرکت از جمله صنایع واسطه‌گری مالی و لیزینگ‌ها نباشد. علت این امر، آن است که این شرکت‌ها خود به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی فعال در بازار سرمایه محسوب شده، اثر فعالیت آنها در الگوها دیده شده است. ضمن اینکه این شرکت‌ها تابع مکانیزم‌های خاص متفاوت با سایر شرکت‌های فعال در دیگر صنایع هستند.

در نهایت شرکت‌های مورد بررسی در این تحقیق، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

برای ارائه یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول شماره ۱ برخی از آمارهای توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و اکثر مشاهدات ارائه شده است.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
هموار سازی سود تقسیمی	-۰/۰۶۶۴	-۰/۵۰۵۵	۰/۸۱۶۳	۱/۰۰۰۰	-۰/۹۳۴۲
انعطاف پذیری مالی	۰/۴۲۲۳	۰/۳۰۰۴	۰/۲۳۷۳	۱/۰۶۲۸	-۰/۰۲۹۵
اصلاح ساختار سرمایه	۰/۳۱۱۰	۰/۰۴۵۳	۰/۱۲۵۲	۰/۹۰۴۱	-۰/۵۱۱۹
ظرفیت بدهی	۰/۱۷۱۸	۰/۱۴۱۶	۰/۱۲۶۰	۰/۴۶۱۷	۰/۰۴۳۰
کیفیت اطلاعات حسابداری	۰/۴۱۱۰	۰/۲۱۱۰	۰/۹۱۹۸	۱/۱۹۵۶	۰/۰۰۹۸
عملکرد آتی	۰/۰۸۲۵	۰/۰۰۶۳	۰/۲۴۸۷	۲/۲۶۷۴	۰/۰۱۰۰
محافظه کاری حسابداری	-۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۳۵	۰/۰۳۲۸	-۰/۰۰۵۷
عدم اطمینان محیطی	۰/۱۳۴۵	۰/۰۹۶۵	۰/۱۱۸۱	۰/۸۴۸۷	۰/۰۰۱۶
اندازه شرکت	۵/۹۴۱۷	۵/۸۸۶۴	۰/۶۱۹۷	۸/۵۲۰۰	۴/۲۹۱۲
زیان شرکت	۰/۰۴۰۶	۰/۰۰۰۰	۰/۱۹۷۶	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	۰/۶۳۳۹	۰/۶۴۴۱	۰/۲۰۹۸	۱/۷۴۰۳	۰/۰۴۰۵

میانگین متغیر هموارسازی سود تقسیمی برابر با ۰/۰۶۶۴- است که با توجه به پایین بودن آن بیانگر تغییر سودهای تقسیمی به منظور کنترل جایگاه اعتباری شرکت در بین سرمایه گذاران است. میانگین انعطاف پذیری مالی برابر با ۰/۴۲۲۳ است که بیانگر ظرفیت و توان عملیاتی نسبتاً محدود شرکت های مورد مطالعه است. میانگین متغیرهای ظرفیت بدهی و اصلاح ساختار سرمایه نیز به ترتیب برابر با ۰/۱۷ و ۰/۳۱ بوده که نشان دهنده محدود بودن ظرفیت استقراض و طولانی بودن فرآیند اصلاح ساختار سرمایه در بین شرکت های مورد مطالعه است. میانگین کیفیت اطلاعات حسابداری برابر با ۰/۴۱۱۰ است که بیانگر نوسان بالا در جریان نقد ایجاد شده در طی سال های قبل است. میانگین عملکرد آتی برابر با ۰/۰۸۲۵ است که بیانگر محدود بودن میزان نقدینگی نگهداری شده توسط شرکت های مورد مطالعه است. میانگین متغیر محافظه کاری حسابداری برابر با ۰/۰۰۰۴- بوده که نشان دهنده اعمال محدود محافظه کاری در بین شرکت های مورد بررسی است. میانگین ۱۳ درصدی عدم اطمینان محیطی بیانگر عدم ثبات

در روند فروش شرکت‌های بورس اوراق بهادار است. میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۶۳ است که نشان می‌دهد بخش عمده‌ای از مصارف شرکت از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده است. با مقایسه میانگین و میانه متغیرها می‌توان گفت که ارزش بخش عمده‌ای از میانگین‌ها، بزرگ‌تر از میانه‌ها است که نشان‌دهنده انحراف منطقی در توزیع هر متغیر است (ژو^{۳۲} و همکاران، ۲۰۱۳).

نتایج آزمون فرضیه‌ها

در پژوهش حاضر، از آزمون دوربین واتسون جهت تشخیص خود همبستگی الگو استفاده شده است. مقدار آماره آزمون در هر دو الگو بزرگتر از ۵ درصد است و استقلال جمله خطای الگو می‌تواند پذیرفته شود. علاوه بر این، از آزمون فیشر جهت بررسی معناداری کل الگو استفاده شده است. جدول شماره ۲ نتایج حاصل از برآورد الگوهای تحقیق را نشان می‌دهد. بر اساس الگوی (۱)، فرضیه اول تحقیق مبنی بر این که انعطاف‌پذیری مالی تأثیر معناداری بر هموارسازی سودهای تقسیمی دارد، با توجه به اینکه سطح خطا کوچک‌تر از ۵ درصد (آماره t ۲/۴۴۶۴) است، تأیید شده است. فرضیه دوم تحقیق مبنی بر این که سرعت اصلاح ساختار سرمایه تأثیر معناداری بر هموارسازی سودهای تقسیمی دارد، رد شده است. همان‌طور که بر اساس جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود آماره t برابر ۱/۷۰۱۲ است که بیانگر رد شدن فرضیه دوم در سطح خطای ۵ درصد است. فرضیه سوم تحقیق مبنی بر این که ظرفیت بدهی تأثیر معناداری بر ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و هموارسازی سودهای تقسیمی دارد، رد شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود و بر اساس جدول شماره ۲ آماره t برابر ۱/۴۲۲۴- است که بیانگر رد شدن فرضیه سوم در سطح خطای ۵ درصد است. نتایج حاصل از تأثیر متغیر کنترلی کیفیت اطلاعات حسابداری بر هموارسازی سودهای تقسیمی دارای ضریب ۰/۰۶۹۱ و

سطح خطای ۰/۰۳۵۴ بوده که کوچکتر از ۵ درصد است. بنابراین، کیفیت اطلاعات حسابداری منجر به تغییر هموارسازی سودهای تقسیمی می شود.

جدول شماره ۲. نتایج حاصل از برآورد الگوی تحقیق

الگوی ۱				متغیر
VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	
۱/۶۰۴۴	۰/۰۱۸۵	۲/۴۴۶۴	۰/۹۱۴۴	انعطاف پذیری مالی
۲/۱۷۲۰	۰/۰۸۹۳	۱/۷۰۱۲	۰/۰۰۹۴	اصلاح ساختار سرمایه
۲/۵۱۱۹	۰/۰۰۲۰	۳/۰۹۴۰	۳/۸۰۰۲	ظرفیت بدهی
۱/۲۵۱۶	۰/۱۵۵۳	-۱/۴۲۲۴	-۰/۰۱۴۳	انعطاف پذیری مالی* ظرفیت بدهی
۲/۱۹۵۹	۰/۰۳۵۴	۲/۱۰۷۸	۰/۰۶۹۱	کیفیت اطلاعات حسابداری
۲/۷۴۵۵	۰/۰۰۰۰	-۴/۱۱۵۲	-۰/۲۵۴۶	عملکرد آتی
۱/۳۶۳۴	۰/۱۲۹۶	-۱/۵۱۷۱	-۵/۷۳۶۱	محافظه کاری حسابداری
۱/۹۷۱۵	۰/۳۷۷۲	-۰/۸۸۳۶	-۰/۰۵۶۷	عدم اطمینان محیطی
۲/۱۳۶۶	۰/۷۹۱۹	۰/۲۶۳۹	۰/۰۱۲۵	اندازه شرکت
۲/۲۱۰۹	۰/۵۸۷۸	۰/۵۴۲۱	۰/۰۸۳۳	زیان شرکت
۱/۹۸۶۴	۰/۰۵۹۷	۱/۸۸۶۰	۰/۵۸۳۹	اهرم مالی
-	۰/۰۳۱۷	-۲/۱۵۲۲	-۱/۴۸۲۳	جز ثابت
	کنترل شد			اثرات سال
	کنترل شد			اثرات صنعت
	۰/۳۸۶۶			ضریب تعیین
	۰/۳۷۷۹			ضریب تعیین تعدیل شده
	۱/۹۲۸۸			آماره دوربین واتسون
	۴۴/۴۱۷۰			آماره F
	۰/۰۰۰۰			سطح معناداری آماره F

نتایج حاصل از تأثیر متغیر کنترلی عملکرد آتی بر هموارسازی سودهای تقسیمی دارای ضریب $0/2546-$ و سطح خطای $0/000$ بوده که کوچکتر از 5 درصد است. بنابراین، بهبود عملکرد آتی منجر به کاهش هموارسازی سودهای تقسیمی می‌شود. نتایج حاصل از تأثیر متغیر کنترلی محافظه‌کاری حسابداری بر هموارسازی سودهای تقسیمی دارای ضریب $0/7361-$ و سطح خطای $0/1296$ بوده که بزرگتر از 5 درصد است. بنابراین، محافظه‌کاری حسابداری تأثیر معناداری بر کاهش هموارسازی سودهای تقسیمی ندارد. نتایج حاصل از تأثیر متغیر کنترلی عدم اطمینان محیطی بر هموارسازی سودهای تقسیمی دارای ضریب $0/0567-$ و سطح خطای $0/3772$ بوده که بزرگتر از 5 درصد است. بنابراین، عدم اطمینان محیطی، تأثیر معناداری بر کاهش هموارسازی سودهای تقسیمی ندارد.

نتایج حاصل از تأثیر متغیر کنترلی اندازه شرکت بر هموارسازی سودهای تقسیمی دارای ضریب $0/0125$ و سطح خطای $0/7919$ بوده که بزرگتر از 5 درصد است. بنابراین، اندازه شرکت تأثیر معناداری بر هموارسازی سودهای تقسیمی ندارد. نتایج حاصل از تأثیر متغیرهای کنترلی زیان شرکت و اهرم مالی بر هموارسازی سودهای تقسیمی به ترتیب دارای ضریب $0/0823$ و $0/5839$ و سطح خطای $0/5878$ و $0/0597$ بوده که بزرگتر از 5 درصد است. بنابراین، زیان شرکت و اهرم مالی تأثیر معناداری بر هموارسازی سودهای تقسیمی ندارد.

بر اساس نتایج تخمین الگوها، می‌توان نتیجه گرفت که الگوهای تحقیق معنادار است. در نتیجه، در سطح اطمینان 95 درصد معنادار بودن الگو پذیرفته می‌شود. همچنین، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون می‌توان نتیجه گرفت که الگوهای پژوهش، مشکل خود همبستگی ندارند.

استحکام نتایج

بخشی از سیاست تعدیل تقسیم سود می تواند ناشی از اعتبار و حجم عملیات شرکت در بازار سرمایه باشد. به همین منظور در این پژوهش به منظور کنترل اثرات اندازه شرکت بر سیاست و روند تقسیم سود، شرکت ها بر مبنای اندازه به دو دسته تقسیم بندی شده، الگوی پژوهش برآزش شده است. نتایج در جدول شماره ۳ آورده شده است.

جدول شماره ۳. برآورد الگوی تحقیق بر مبنای اندازه شرکت

متغیر	شرکت های بزرگ		شرکت های کوچک	
	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
انعطاف پذیری مالی (A)	-۰/۰۰۸۵	-۱/۰۰۵۲	۰/۳۱۵۴	۱/۷۵۵۵۰
اصلاح ساختار سرمایه	-۰/۳۳۳۱	-۱/۶۴۲۹	۰/۱۰۱۲	-۳/۸۰۵۶
ظرفیت بدهی (B)	۰/۰۱۶۱	۱/۰۴۷۵	۰/۲۹۵۵	-۱/۷۶۹۷
A*B	-۴/۰۷۶۵	-۲۵/۴۶۹۷	۰/۰۰۰۰	-۱۲/۵۵۰۱
کیفیت اطلاعات حسابداری	-۰/۰۸۴۱	-۴/۳۰۲۹	۰/۰۰۰۰	-۰/۶۰۶۴
عملکرد آتی	۰/۱۵۸۷	۰/۰۲۳۸	۰/۹۸۱۰	۰/۵۷۵۴
محافظه کاری حسابداری	-۰/۱۱۲۱	-۰/۵۴۰۶	۰/۵۸۹۱	-۳/۳۷۹۷
عدم اطمینان محیطی	-۰/۴۱۷۸	-۱/۹۰۵۷	۰/۰۵۷۵	۰/۱۰۳۹
زیان شرکت	۰/۰۵۸۵	۰/۲۶۲۰	۰/۷۹۳۴	۲/۰۸۵۵
اهرم مالی	-۰/۰۲۴۰	-۰/۳۷۲۲	۰/۷۰۹۹	۲/۷۹۹۲
جز ثابت	۱/۰۳۵۸	۳/۸۴۲۱	۰/۰۰۰۱	۴/۵۳۸۲
ضریب تعیین	۰/۴۴۴۷			۰/۳۱۴۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۲۹۸			۰/۲۹۷۵
آماره دوربین واتسون	۱/۸۴۶۱			۱/۷۴۶۷
آماره F	۲۹/۷۲۱۹			۱۸/۱۱۳۳
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰

فرضیه اول تحقیق مبنی بر این که انعطاف‌پذیری مالی تأثیر معناداری بر هموارسازی سودهای تقسیمی دارد، در شرکت‌های کوچک و بزرگ به ترتیب دارای سطح خطای ۰/۳۱۵۴ و ۰/۰۸۰۰ است که بیانگر تایید فرضیه اول در سطح خطای ۱۰ درصد در شرکت‌های کوچک است. فرضیه دوم تحقیق مبنی بر این که سرعت اصلاح ساختار سرمایه تأثیر معناداری بر هموارسازی سودهای تقسیمی دارد، در شرکت‌های کوچک و بزرگ به ترتیب دارای سطح خطای ۰/۱۰۱۲ و ۰/۰۰۰۲ است که بیانگر تایید فرضیه در سطح خطای ۵ درصد در شرکت‌های کوچک است. فرضیه سوم تحقیق مبنی بر این که ظرفیت بدهی تأثیر معناداری بر ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و هموارسازی سودهای تقسیمی دارد، در شرکت‌های کوچک و بزرگ به ترتیب دارای سطح خطای ۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۰ است که بیانگر تایید فرضیه سوم در سطح خطای ۵ درصد در شرکت‌های کوچک و بزرگ است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این تحقیق، هموارسازی سودهای تقسیمی بر مبنای انعطاف‌پذیری مالی و اصلاح ساختار سرمایه، مورد مطالعه قرار گرفته است. فرضیه اول تحقیق تأیید شده است. نتایج حاصل از این فرضیه مشابه نتایج تحقیق لی^{۳۳} (۲۰۰۵) است که رابطه بین انعطاف‌پذیری مالی، عملکرد و رویکرد تقسیم سود را بررسی کرده است. نتایج وی نشان داد که اگر مدیران انتظار داشته باشند که عملکرد آتی شرکت بهبود یابد و منابع نقدی رشد داشته باشد، اقدام به افزایش پرداخت سود می‌نمایند. به عبارتی، شرکت به منظور جبران شرایط نامساعد فعلی با اتکا بر توان اصلاح منابع در آینده، اقدام به تغییر فرآیند سودهای تقسیمی می‌نماید. در همین راستا جاگاناسان^{۳۴} و همکاران (۲۰۰۰) نشان دادند که در صورت محدود بودن توان شرکت در ایجاد منابع نقدی، امکان هموارسازی سودهای تقسیمی و کاهش آنها وجود ندارد.

نتایج حاصل از بررسی فرضیهٔ دوم تحقیق نشان می‌دهد که سرعت اصلاح ساختار سرمایه تأثیر معناداری بر هموارسازی سودهای تقسیمی ندارد. سرمایه‌گذاران توانایی متفاوت در پردازش اطلاعات مربوط به سود تقسیمی را دارند، از این رو عدم تغییر فرآیند تقسیم سود می‌تواند منجر به ایجاد شرایط مناسب برای سرمایه‌گذاران غیرمطلع در تحلیل اطلاعات و در نتیجه کاهش قیمت گذاری عدم تقارن اطلاعاتی (کسب بازده غیرعادی) در بازارهای مالی شود. نتایج حاصل از این فرضیه با تحقیقات باوم و همکاران (۲۰۱۷) تطابق ندارد. آن‌ها نشان دادند که فرآیند اصلاح ساختار سرمایه نامتقارن بوده، تابعی از ریسک، نسبت اهرمی شرکت و وضعیت مالی آن است. در شرایطی که شرکت توان مقابله با شوک‌های وارده را داشته باشد، اقدام به هموارسازی سودهای تقسیمی کرده و با تعدیل ساختار سرمایه، نوسانات مربوطه را کنترل می‌کند.

در ارتباط با فرضیهٔ سوم تحقیق، تأثیر ظرفیت بدهی بر ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و هموارسازی سودهای تقسیمی رد شده است. لمپرچت و مایرز (۲۰۱۲) نشان دادند که در صورت بالا بودن انعطاف‌پذیری مالی، تمایل به هموارسازی سود نیز افزایش می‌یابد. شرکت به منظور جبران نوسانات ناشی از افزایش تغییر در سودهای تقسیمی نیازمند تأمین مالی برون سازمانی است. در شرایطی که شرکت دارای ظرفیت بدهی باشد، انعطاف‌پذیری مالی (و هزینه‌های تعدیل) افزایش (کاهش) می‌یابد و در نتیجهٔ آن، شرایط برای هموارسازی فراهم می‌شود. در توجیه رد شدن این فرضیه می‌توان ابراز داشت که با توجه به محدودیت‌های نقدینگی ایجاد شده برای شرکت‌ها، کاهش سود تقسیمی ریسک تأمین مالی برون سازمانی آنها را نیز افزایش می‌دهد؛ بنابراین، با توجه به افزایش هزینه‌های تأمین مالی (علیرغم وجود ظرفیت بدهی)، تمایل به هموارسازی سودهای تقسیمی کاهش می‌یابد.

با توجه به یافته‌های پژوهش، سرمایه‌گذاران می‌بایستی نسبت به انعطاف‌پذیری مالی شرکت توجه بیشتری را داشته باشند؛ زیرا، در صورت وجود محدودیت‌های مالی، مدت زمان زیادی لازم است که شرکت خود را با شرایط تطبیق دهد و در نتیجه آن، فرآیند سودآوری و تقسیم سود با نوسانات بلندمدت همراه خواهد بود. هیأت مدیره باید نسبت به هزینه تعدیل ساختار سرمایه، ریسک و فرصت‌های مرتبط با تغییرات در تأمین مالی آگاهی داشته باشند؛ زیرا، ممکن است فرصتی برای بهبود ساختار سرمایه، کاهش ریسک و یا به تأخیر انداختن پیامدهای منفی ناشی از محدودیت در تأمین مالی فراهم شود. به عبارتی، در نظر گرفتن اثر نوسانات در ساختار سرمایه و تأمین مالی در الگوی هموارسازی سودهای تقسیمی، باعث افزایش کیفیت الگوی استاندارد می‌شود. الگوهای کنونی مبتنی بر این فرض هستند که هموارسازی سودهای تقسیمی بر اساس عوامل شرکتی در یک نقطه از زمان تعیین می‌شود و چسبندگی و مقاومت‌های مؤثر بر آن در نظر گرفته نمی‌شوند.

به منظور تکمیل نتایج این پژوهش پیشنهاد می‌شود در آینده به بررسی اثر تعاملی ساختار مالکیت و اعتماد به نفس بیش از اندازه بر هموارسازی سودهای تقسیمی پرداخته شود و به منظور شناخت رفتارهای عملکردی مدیران در بلندمدت به بررسی تفاوت‌های ناشی از ساختار سرمایه و ظرفیت بدهی پرداخته شود.

در پژوهش حاضر محدودیت‌هایی از جمله روش اندازه‌گیری هموارسازی سود تقسیمی و محافظه‌کاری حاکم است. با توجه به اینکه تصمیم‌گیری و رفتار مدیران، جزء خصوصیات شخصیتی و درونی مدیران است و به صورت مستقیم قابلیت مشاهده و اندازه‌گیری ندارد، لازم است در تعمیم نتایج مربوط به هموارسازی سودهای تقسیمی، دقت لازم صورت پذیرد.

یادداشت‌ها

1. Goddard
2. Lintner
3. Guttman
4. Brav
5. Kao and Wu
6. Miller and Modigliani

7. Lambrecht and Myers
8. Aivazian
9. De Jong
10. Louis and Urcan
11. Gamba and Triantis
12. Acharya
13. DeAngelo
14. Daniel
15. Fliers
16. Faulkender
17. Flannery and Rangan
18. Denis and McKeon
19. Fama and French
20. Leary and Michaely
21. Lemmon and Zender
22. Denis
23. Hoang and Hoxha
24. Baum
25. Callen
26. Basu
27. Patatoukas and Thomas
28. Hsu
29. Kothari
30. Dichev and Tang
31. Francis
32. Xu
33. Lie
34. Jagannathan

منابع

- ابراهیمی، سید کاظم؛ بهرامی نسب، علی؛ حامدی، محدثه. (۱۳۹۷). بررسی اثر نوع اظهار نظر حسابرس بر پایداری سود تقسیمی و جریان نقد آزاد. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۷(۱)، ۲۲۳-۲۴۷.
- انواری رستمی، علی اصغر و کیانی، آیدین. (۱۳۹۴). بررسی نقش عدم اطمینان محیطی در رفتار هزینه‌ها؛ شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۷(۲)، ۳۳-۵۷.
- بزرگ اصل، موسی؛ سرافراز اردکانی، علی. (۱۳۸۸). ارتباط بین سیاست پایداری سود تقسیمی با بازده سهام شرکت‌ها. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۷(۲۵)، ۱۰۵-۱۲۵.
- پیری، پرویز؛ منصورفر، غلامرضا؛ برزگری صدقیانی، سمانه. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر سطح نگهداشت منابع نقدی بر ظرفیت بدهی و ارائه الگوی نوین برای تعیین ظرفیت بدهی (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۶(۴)، ۲۱۹-۲۳۶.
- ثقفی، علی؛ اصغری، ایرج؛ مهتدی، اعظم. (۱۳۹۸). بررسی هموارسازی سود تقسیمی در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، ۱۰(۲)، ۱-۲۰.
- شعری آناقیز، صابر؛ قربانی، تاهید. (۱۳۹۴). رابطه انعطاف پذیری مالی با عملکرد شرکت‌های سرمایه گذاری در ایران از منظر بازار. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۴(۳)، ۱۶۵-۱۸۰.

References

- Anvari Rostami, A., Kiani, A. (2016). Investigating the role of demand uncertainty in cost behavior; evidences from Tehran Stock Exchange Firms. *Accounting advances*, 7(2), 33-57 [In Persian].
- Acharya, V.V., Almeida, H., Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), 515-554.
- Aivazian, V.A., Booth, L., Cleary, S. (2006). Dividend smoothing and debt ratings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(2), 439-453.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37.
- Baum, C.F., Caglayan, M., Rashid, Empir Econ, A. (2017). *Empirical Economics*, 53(4), 1463-1502.
- Bozorg Asl, M., Sarafraz Ardekani, A. (2009). The relationship between stable dividend policy and stock yields. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 7(25), 105-125 [In Persian].
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Callen, J.L., Segal, D., Hope, O.K. (2010). The pricing of conservative accounting and the measurement of conservatism at the firm-year level. *Review of Accounting Studies*, 15, 145-178.
- Daniel, N.D., Denis, D.J., Naveen, L. (2010). Sources of financial flexibility: evidence from cash flow shortfalls. *Working Paper*, Presented at the AFA meeting.
- De Jong, A., Verbeek, M., Verwijmeren, P. (2012). Does financial flexibility reduce investment distortions? *Journal of Financial Research*, 35(2), 243-259.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R.M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- Denis, D.J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 667-674.
- Denis, D.J., McKeon, S.B. (2012). Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases. *The Review of Financial Studies*, 25(6), 1897-1929.
- Dichev, I.D., Tang, V.W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics*, 47(1), 160-181.

- Ebrahimi, S., Bahraminasab, A., Hamed, M. (2018). Effect of uduoo's opnron on stability of dividend and free cash flow. *Applied Research in Financial Reporting*, 7(1), 223-247 [In Persian].
- Fama, E.F., French, K.R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Faulkender, M., Flannery, M.J., Hankins, K.W., Smith, J.M. (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 632-646.
- Flannery, M.J., Rangan, K.P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469-506.
- Fliers, P.T. (2019). What is the relation between financial flexibility and dividend smoothing?, *Journal of International Money and Finance*, 92, 98-111.
- Francis, J.R., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327.
- Gamba, A., Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 2263-2296.
- Goddard, J.D., McMillan, G.J., Wilson, O.S. (2006). Dividend smoothing vs dividend signalling: Evidence from UK firms. *Managerial Finance*, 32(6), 493-504.
- Guttman, I., Kadan, O., Kandel, E. (2010). Dividend stickiness and strategic pooling. *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4455-4495.
- Hoang, E.C., Hoxha, I. (2016). Corporate payout smoothing: A variance decomposition approach. *Journal of Empirical Finance*, 35, 1-13.
- Hsu, C., Novoselov, K., Wang, R. (2017). Does accounting conservatism mitigate the shortcomings of CEO overconfidence? *The Accounting Review*, 92(6), 77-101.
- Jagannathan, M., Stephens, C.P., Weisbach, M.S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases, *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.
- Kao, C., Wu, C. (1994). Rational expectations, information signalling and dividend adjustment to permanent earnings. *Review of Economics and Statistics*, 76, 490-502.
- Kothari, S.P., Laguerre, T.E., Leone, A.J. (2002). Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays. *Review of Accounting Studies*, 7(4), 355-382.
- Lambrecht, B.M., Myers, S.C. (2012). A Lintner model of payout and managerial rents. *The Journal of Finance*, 67(5), 1761-1810.

- Leary, M.T., Michaely, R. (2011). Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. *The Review of Financial Studies*, 24(10), 3197-3249.
- Lemmon, M.L., Zender, J.F. (2010). Debt capacity and tests of capital structure theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187.
- Lie, E. (2005). Financial flexibility, performance, and the corporate payout choice. *The Journal of Business*, 78(6), 2179-2202.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Louis, H., Urcan, O. (2014). Agency conflicts, dividend payout, and the direct benefits of conservative financial reporting to equity-holders, *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 455-484.
- Miller, M.H., Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34, 411-34.
- Patatoukas, P.N., Thomas, J.K. (2016). Placebo tests of conditional conservatism. *The Accounting Review*, 91(2), 625-648.
- Piri, P., Mansourfar, Gh., Barzegari Sadaghiani, S. (2017). Review the influence of cash holding on the debt capacity and providing a new model for determination of debt capacity (Case study Tehran Stock Exchange (TSE) listed companies). *Empirical Research in Accounting*, 6(4), 219-236 [In Persian].
- Saghafi, A., Asghari, I., Mohtadi, A. (2019). Investigation of dividend smoothing in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 10(2), 1-20 [In Persian].
- Sheri Anaghiz, S., Ghorbauni, N. (2015). The Relation between Financial Flexibility and Performance of Iranian Investment Firms from the Market Point of View. *Empirical Research in Accounting*, 4(3), 165-180 [In Persian].
- Xu, X., Wang, X., Han, N. (2013). Accounting conservatism, ultimate ownership and investment efficiency. *China Finance Review International*, 2(1), 53-77.