

**Investigation of Dividend Smoothing in Tehran Stock Exchange****Ali Saghafi (Ph.D)\*****Iraj Asghari\*\*****Azam Mohtadi (Ph.D)\*\*\*****Abstract**

**Objective:** This study aims to analyze the dividends smoothing phenomenon in the Tehran Stock Exchange, TSE, during 2009-2016.

**Method:** Data have been collected and analyzed by referring to the professional databases and using Excel and Stata software. Panel data model was applied to test the research hypotheses.

**Result:** Findings verified dividends smoothing in the TSE and showed when the Lintner model (1956) and cash dividends pattern were used, the level of identified smoothing increases. Also, when the Lintner model and announced dividends pattern were used, the levels of smoothing in two sub-periods are different.

**Conclusion:** In the TSE, there exists dividend smoothing phenomenon, and better understanding of it requires consideration of the type of dividends and the model used.

**Keywords:** *Dividend Smoothing, Linter Model, Leary and Michaely.*

**Citation:** Saghafi, A., Asghari, I., Mohtadi, A. (2019). Investigation of dividend smoothing in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 37(2), 1-20.

\* Professor of Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

\*\* Ph.D. Student in Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran; Instructor of Accounting, Persian Gulf University, Bushehr, Iran.

\*\*\* Assistant Professor of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.

Corresponding Author: Iraj Asghari (Email: iragasghari61@yahoo.com).

Submitted: 24 February 2018

Accepted: 27 February 2019

DOI: 10.22103/jak.2019.11777.2638

## بررسی هموارسازی سود تقسیمی در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر علی ثقفی\*

ایرج اصغری\*\*

دکتر اعظم مهتدی\*\*\*

### چکیده

هدف: هدف این مقاله، بررسی و تحلیل هموارسازی سود تقسیمی در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ است. روش: داده‌ها با مراجعه به بانک‌های اطلاعاتی حرفه، جمع‌آوری و با نرم‌افزارهای اکسل و استاتا تحلیل شده است. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش الگوی داده‌های ترکیبی مورد استفاده قرار گرفته است. یافته‌ها: نتایج، هموارسازی سود تقسیمی را در بورس تهران مورد تأیید قرار داده و نشان می‌دهد در صورت استفاده از الگوی لیتنر (۱۹۵۶) و «سود تقسیمی نقدی» سطح هموارسازی شناسایی شده افزایش می‌یابد. همچنین تنها زمانی که از الگوی لیتنر (۱۹۵۶) و «سود تقسیمی اعلامی» استفاده شد، نتایج، در دو دوره مورد بررسی، تفاوت معناداری، در سطوح هموارسازی نشان داد.

\* استاد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران و مربی حسابداری، دانشگاه خلیج فارس، بوشهر، ایران.

\*\*\* استادیار حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: ایرج اصغری (Email: iragasghari61@yahoo.com).

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۲/۵ تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۲/۸

نتیجه گیری: پدیده «هموارسازی سود تقسیمی» در بورس تهران وجود دارد ولی درک مناسب آن مستلزم توجه به نوع سود تقسیمی و مدل مورد استفاده است.

**واژه‌های کلیدی:** هموارسازی سود تقسیمی، لیتنر، لیری و میشله.

#### مقدمه

هموارسازی سود تقسیمی به یکنواخت سازی روند گزارش سود تقسیم شده در طول زمان اشاره دارد. تا به امروز محققان شواهد محکمی در مورد تمایل مدیران به هموارسازی سود تقسیمی ارائه کرده‌اند. ابتدا **لیتنر (۱۹۵۶)** اعلام کرد شرکت‌های آمریکایی برای حفظ نسبت «پرداخت سود هدف»، در بلندمدت سود تقسیمی خود را هموار می‌کنند. پس از وی محققان مختلفی پدیده هموارسازی سود تقسیمی را مورد بررسی قرار داده و وجود این پدیده را در بورس‌های مختلف اثبات کردند. (**فاما و بایاک، ۱۹۶۸؛ براو و همکاران، ۲۰۰۵؛ شینوزاکی و اوچیدا، ۲۰۱۴؛ سید و همکاران، ۲۰۱۸ و ...**).

علی‌رغم شواهد متعدد بین‌المللی، ادبیات هموارسازی سود تقسیمی در ایران به میزان زیادی ناقص و مبهم است. به عنوان مثال در حالی که **پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸)** اعلام کردند مدیران ایرانی از سیاست سود پایدار استفاده نمی‌کنند (رد فرضیه هموارسازی سود تقسیمی)؛ **تهرانی و شمس (۱۳۸۲)** مدعی شدند تغییرات سود تقسیمی در دو سال قبل و سال قبل بر تغییرات سود تقسیمی در سال جاری مؤثر است (تأیید هموارسازی سود تقسیمی) و یا **رمضان‌پور (۱۳۸۸)** و **تهرانی و فیروزآبادی (۱۳۹۲)** مدعی شدند که الگوی لیتنر حداقل در صنعت دارویی و سیمان کاربرد دارد. این نتایج محدود و مبهم در کنار ویژگی‌های خاص قانونی ایران، هموارسازی سود تقسیمی را به موضوعی جالب برای پژوهش تبدیل کرده است.

در ایران از یک سو بر اساس الزامات قانون تجارت، شرکت‌ها ملزم به تقسیم ۱۰٪ از سود سالانه خود هستند (ماده ۹۰) و از سوی دیگر سود تقسیمی بر اساس تبصره ۴ از ماده ۱۰۵ قانون مالیات‌های مستقیم از پرداخت مالیات معاف و خرید و فروش سهام مشمول

مالیاتی با نرخ ۰/۰۵ درصد است (ماده ۱۴۳). این موضوعات می‌توانند انگیزه‌هایی جهت هموارسازی سود تقسیمی در مدیران ایجاد کنند. به دلیل اینکه هموارسازی سود تقسیمی در سال‌های اخیر چندان در تحقیقات داخلی مورد توجه قرار نگرفته است، این مقاله بر این موضوع تمرکز کرده، تلاش می‌کند تا با ارائه شواهد تجربی، اطلاعات مفیدی در این خصوص ارائه کند. از آنجایی که آگاهی از رفتار شرکت‌ها در زمینه انتخاب سیاست تقسیم سود به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه در اتخاذ تصمیمات صحیح اقتصادی یاری می‌رساند و نوعی اطمینان خاطر را برای سهامداران خرد ایجاد می‌کند، به نظر می‌رسد بررسی نظریه هموارسازی سود تقسیمی در بورس تهران می‌تواند بر غنای ادبیات حرفه بیافزاید. همچنین از اواسط دهه ۸۰ به بعد، با ارائه قانون بورس اوراق بهادار و آیین نامه‌های مرتبط با آن، شاهد توسعه مداوم و منظم قوانین گزارش‌گری مالی (شامل سود تقسیمی) بوده‌ایم. ایجاد نظم و انضباط مالی بهتر، احتمالاً با افزایش شفافیت مالی شرکت‌ها، توان مدیران نسبت به هموارسازی سود تقسیمی را تغییر داده است، از این رو مقایسه میزان هموارسازی در دوره‌های مختلف نیز می‌تواند مفید باشد.

علاوه بر به‌روزرسانی اطلاعات موجود در ادبیات هموارسازی سود تقسیمی، دانش افزایی تحقیق حاضر در دو مورد است. اول اینکه در این مقاله تلاش شده است تا اثر قوانین و مقررات موجود در آیین‌نامه انضباطی بورس اوراق بهادار، بر پدیده هموارسازی سود تقسیمی مورد توجه و تحلیل قرار گیرد و دوم، تلاش برای افزایش سطح تحلیل‌ها است. در حالی که در سایر پژوهش‌ها عموماً از الگوی **لینتر (۱۹۵۶)** برای انجام تحلیل‌ها استفاده شده است، پژوهش حاضر با استفاده از دو الگو مطرح در ادبیات هموارسازی سود تقسیمی و انجام تعدیلات محاسباتی متنوع، تلاش کرده است شواهد وسیع‌تری در خصوص ماهیت هموارسازی سود تقسیمی در ایران ارائه کند.

این مقاله به شرح زیر سازمان یافته است. ابتدا مفاهیم نظری پشتوانه الگوهای مورد استفاده تشریح شده است. سپس ادبیات موضوع بررسی و فرضیه‌های پژوهش ارائه

شده‌اند. در گام بعد تحلیل‌ها و نتایج به دست آمده از آنها ارائه شده و در ادامه به ترتیب بحث و بررسی، پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش ارائه شده است.

### مبانی نظری تحقیق

#### الگوی لیتنر (۱۹۵۶)

در واقع مهم‌ترین دستاورد لیتنر (۱۹۵۶) ارائه الگوی تعدیلات نسبی<sup>۱</sup> و مفهوم ضریب سرعت تعدیل<sup>۲</sup> (SOA) است. این ضریب مقداری بین صفر و یک به خود می‌گیرد. ضریب صفر، بالاترین سطح هموارسازی و ضریب یک، کمترین سطح هموارسازی را نشان می‌دهد. آدگولا (۲۰۰۰) بحث می‌کند که تقریباً تمامی مطالعات انجام شده بعد از لیتنر (۱۹۵۶) از اطلاعات مربوط به هر سهم، و نه داده‌های تجمعی استفاده کرده‌اند. لذا، این پژوهش از الگوی تعدیل شده لیتنر (۱۹۵۶) مبتنی بر داده‌های مربوط به هر سهم (الگوی ۱) استفاده شده است.

$$Dps_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 Dps_{i,(t-1)} + u_i \quad (1)$$

در الگوی (۱)، EPS سود هر سهم و DPS سود تقسیمی هر سهم است و  $(1 - \beta_{i,2})$  ضریب سرعت تعدیل (SOA) را نشان می‌دهد.<sup>۳</sup> در این پژوهش الگوی فوق با کنترل اثرات سال و صنعت اجرا شده است. در مجموع ۸ سال و ۹ صنعت مختلف در قالب متغیر مصنوعی تعریف و در الگوی فوق اعمال شده‌اند.

برخی محققین تلاش کردند تا قابلیت اتکای الگوی لیتنر را آزمون کنند. فاما و بایاک (۱۹۶۸) الگوی لیتنر (۱۹۵۶) را همراه با چندین الگوی دیگر مورد آزمون قرار دادند و اعلام کردند الگوی لیتنر (۱۹۵۶) و الگوی مشابه که در آن از درآمد یک دوره قبل استفاده می‌شد، بیشترین کارایی را در برآورد میزان سود تقسیمی دارند. مک دونالد و همکاران (۱۹۷۵)، بنارتزی و همکاران (۱۹۹۷)، بیکر و پاول (۲۰۰۰) و ... نیز از محققانی هستند که الگو و نتایج لیتنر (۱۹۵۶) را آزمون و تأیید کرده‌اند. با این وجود در سال‌های اخیر انتقاداتی به الگوی لیتنر (۱۹۵۶) وارد شده است. براو و همکاران (۲۰۰۵) و لامبرجت

و همکاران (۲۰۱۲) ضمن انجام تحقیقاتی در خصوص الگوی لیتنر (۱۹۵۶) اعلام کردند که به نظر می‌رسد مناسب بودن الگو کاهش یافته است.

### الگوی لیری و میشله (۲۰۱۱)

لیری و میشله (۲۰۱۱) با بیان این که الگوی لیتنر (۱۹۵۶) دارای نارسایی‌های جدی در تعیین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها است فرایندی دو مرحله‌ای را برای برآورد دقیق‌تر (SOA) پیشنهاد کردند. بر اساس الگوی آن‌ها در مرحله اول انحراف از «سود تقسیمی هدف» با معادله ۲ مشخص می‌شود.

$$dev_i = (TPR_i \times E_{i,t}) - D_{i,(t-1)} \quad (2)$$

در این الگو  $E_{i,t}$  سود خالص شرکت و  $D_{i,(t-1)}$  سود تقسیمی شرکت در سال قبل،  $(dev_i)$  انحراف از سود تقسیمی هدف و  $(TPR_i)$  سود تقسیمی هدف است که با میانه پرداخت سود اندازه‌گیری می‌شود. در مرحله دوم با تشکیل معادله رگرسیونی ۳ «ضریب سرعت تعدیل» (SOA) تخمین زده می‌شود:

$$\Delta D_{i,t} = \alpha + \beta(dev_i) + \varepsilon_i \quad (3)$$

ضریب بتای برآورد شده در معادله (۳) نماینده هموارسازی سود تقسیمی و نزدیک بودن آن به صفر نشان دهنده هموارسازی کامل است.  $SOA = \beta$

الگوی فوق با کنترل اثرات سال و صنعت اجرا شده است. در مجموع ۸ سال و ۹ صنعت مختلف در قالب متغیر مصنوعی تعریف و در الگوی فوق اعمال شده‌اند.

### مروری بر ادبیات هموارسازی سود تقسیمی

اولین پژوهش مربوط به هموارسازی سود تقسیمی به لیتنر (۱۹۵۶) بر می‌گردد. وی با مصاحبه با مدیران ۲۸ شرکت آمریکایی در مورد سیاست تقسیم سود شرکتشان، اعلام کرد مدیران اذعان داشته‌اند تغییر «همیشگی یا دائم» در سودهای آتی شرکت، اصلی‌ترین عامل تصمیمات شرکت در مورد سیاست تقسیم سود بوده است. او نتیجه گرفت از آنجایی که مدیران به این نتیجه رسیده‌اند که سهامداران برای سود تقسیمی هموار شده، ارزش قائل هستند، همواره سود سهام خود را با توجه به درصد از قبل مشخص شده هموار می‌سازند.

پس از لینتر (۱۹۵۶) فرضیه هموارسازی سود تقسیمی در بیشتر بورس‌های جهان آزمون و اثبات شد. مهدی و اصغری (۱۳۹۴) در مقاله‌ای مروری به بررسی پیشینه هموارسازی سود تقسیمی در ایران و جهان پرداختند و از انجام پژوهش‌هایی با هدف اثبات هموارسازی سود تقسیمی در ۱۷ کشور مختلف نمونه‌هایی ذکر کردند. شینوزاکی و اوچیدا (۲۰۱۴) هموارسازی سود تقسیمی در ۲۸ کشور مختلف را مورد مقایسه قرار دادند و اعلام کردند که سطح هموارسازی در کشورهای مختلف بسیار متفاوت است و شرکت‌های آمریکایی بیشتر از سایر کشورها سود تقسیمی خود را هموار می‌سازند.

تیین و پیش‌بینی پدیده هموارسازی سود تقسیمی نیز هدف پژوهش‌های متعددی بوده است. در این بُعد تحقیقات وسیعی در سطح بین‌المللی انجام شده است. به عنوان مثال لاری و میشله (۲۰۱۱) ضمن ارائه رویکردی جدید در اندازه‌گیری میزان هموارسازی، عوامل مؤثر بر این پدیده را نیز تعیین کردند. جیانگ (۲۰۱۳)، شینوزاکی و اوچیدا (۲۰۱۷) و اخیراً سید و همکاران (۲۰۱۸) طی پژوهش‌هایی تلاش کردند هموارسازی سود تقسیمی را تحلیل و عوامل مؤثر بر آن را مشخص کنند. مقایسه نتایج این تحقیقات نشان می‌دهد عوامل مؤثر بر هموارسازی سود تقسیمی در کشورهای مختلف تا حدودی متفاوت است.

در ایران در هر دو زمینه (اثبات پدیده و تبیین آن) تحقیقات اندکی انجام شده و نتایج ارائه شده نیز همسو نیست. مهرانی (۱۳۷۳) اعلام کرد یک الگوی ضعیف تقسیم سود در بین شرکت‌ها وجود دارد. تهرانی و شمس (۱۳۸۲) مجدداً شواهدی در تأیید این موضوع ارائه کردند. آنها اعلام کردند الگوی ساده لینتر در مورد ۱۶۵ شرکت از مجموعه ۲۱۲ شرکت مورد مطالعه صدق می‌کند و می‌تواند مبنای خوبی برای پیش‌بینی سود تقسیمی در ایران باشد. آنها مدعی شدند تغییرات سود تقسیمی در دو سال قبل و سال قبل بر تغییرات سود تقسیمی در سال جاری مؤثر است و ادامه دادند «نتایج تحقیق نشان دهنده وجود سیاست تقسیم سود خاصی است که با توجه به انتظارات سهامداران (و نه سیاست‌های

سرمایه گذاری) شکل گرفته است. این نسبت حداقل در بین ۷۸٪ از شرکت‌ها کاربرد دارد که البته نسبت بالایی است.

سایر محققان نتایج متفاوتی با تحقیقات فوق ارائه کردند. چالش برانگیزترین تحقیق در این زمینه، مطالعه پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸) است که با استفاده از شکل تعدیل شده الگوی لیتنر (۱۹۵۶) انجام شد. محققین اعلام کردند مدیران شرکت‌های ایرانی از سیاست تقسیم سود پایدار پیروی نمی‌کنند. آنها «ضریب واکنش سود» را در نمونه‌ای که سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ را در بر می‌گرفت؛ عدد ۱ را که نشان‌دهنده عدم هموارسازی سود تقسیمی است، محاسبه کردند و در نهایت به استناد آن هموارسازی سود تقسیمی را در ایران رد کردند. در همین سال رمضانزاده (۱۳۸۸) طی تحقیق بر روی صنعت دارویی و شیمیایی اعلام کرد «نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات نشان می‌دهد که سیاست سود تقسیمی تحت تأثیر سود تقسیمی سال قبل بوده، که این نتایج با الگوی هموارسازی لیتنر سازگاری دارد». همچنین تهرانی و فیروزآبادی (۱۳۹۲) رابطه عوامل مؤثر بر سود تقسیمی در صنعت سیمان را بررسی کردند و اعلام وجود هموارسازی برخی عوامل مؤثر بر آن را معرفی کردند.

### فرضیه های پژوهش

همان‌گونه که در بخش قبل ارائه شده تحقیقات مربوط به هموارسازی سود تقسیمی چندان مورد توجه محققان داخلی قرار نگرفته و در اندک تحقیقات ارائه شده نیز نتایج ضد و نقیضی ارائه شده است. ازاین رو در این پژوهش تلاش شده است وجود پدیده هموارسازی سود تقسیمی در بورس تهران بررسی و ابعاد مختلف آن تحلیل شود. با این هدف ابتدا فرضیه زیر طراحی و آزمون شده است.

فرضیه اول: شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران سود تقسیمی خود را هموار می‌سازند. الزامات قانونی موجود در خصوص سود تقسیمی می‌تواند می‌تواند بر روی هموارسازی اثرگذار باشد. پس از ارائه قانون بورس در سال ۸۶ به مرور ضوابط ویژه‌ای در



خصوص سود تقسیمی به اجرا گذاشته شد. طبق ماده ۱۷ دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس و فرابورس و ماده ۱۶ دستورالعمل انضباطی ناشران غیربورسی و غیرفرابورسی ثبت شده نزد سازمان، ناشر مکلف است با توجه به وضعیت نقدینگی و توان پرداخت سود و با ارائه دلایل و توضیحات کافی، «حداکثر سود قابل تقسیم» را افشا نماید و حسابرس معتمد نیز موظف است در مورد آن موضع گیری کند. سازمان در سال ۱۳۹۱ موضوع اظهارنظر حسابرسان در خصوص سود تقسیمی را مورد تاکید قرار می دهد. همچنین بند ۵ از همین آیین نامه مقرر می دارد شرکت ها در خصوص زمان بندی پرداخت سود تقسیمی خود به بورس گزارش دهند. الزام به ارائه اطلاعات بیشتر به بازار در خصوص سود تقسیمی، با توجه به اثر اطلاعات بر بازار، باعث افزایش شفافیت وضعیت شرکت شده، احتمالاً بر روی انگیزه های مدیران در خصوص هموارسازی سود تقسیمی مؤثر است. همچنین این موضوع می تواند توان وی در خصوص هموارسازی را به علت فشار احتمالی سهامداران در خصوص میزان تقسیم سود تحت تأثیر قرار دهد. لذا، در این تحقیق فرضیه ای مبنی بر اثر قوانین و مقررات موضوعه بر روی سطح هموارسازی به شرح زیر آزمون شده است.

فرضیه دوم: سطح هموارسازی سود در سال های قبل از اجرای آیین نامه انضباطی (۱۳۹۱) و سال های بعد از آن متفاوت است.

### روش شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی است و به صورت نیمه تجربی و با الگوی توصیفی - همبستگی انجام می شود. داده های تحقیق از نرم افزار ره آورد نوین که یکی از نرم افزارهای تخصصی بورس اوراق بهادار تهران است، استخراج شده است. در تحقیق حاضر از دو الگوی **لینتر (۱۹۵۶)** و **لیری و میشله (۲۰۱۱)** برای تعیین هموارسازی سود تقسیمی استفاده شده است. برای بررسی روند و شدت هموارسازی سود تقسیمی از برآورد مقطعی استفاده شده است تا با برآورد میزان هموارسازی در هر یک از سال های مورد بررسی بتوان در خصوص هر یک از سال ها و همچنین روند هموارسازی اظهار نظر کرد.

برای آزمون فرضیه دوم از الگوی رگرسیون مقید با کنترل اثرات صنعت و سال استفاده شده است. در مورد این فرضیه ها بر اساس زمان اجرایی شدن ماده ۱۷ «دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس و فرابورس» و ماده ۱۶ «دستورالعمل انضباطی ناشران غیربورسی و غیرفرابورسی ثبت شده نزد سازمان»، دوره مورد بررسی به دو دوره ۴ ساله قبل و بعد از الزامی شدن مواد فوق تقسیم و نسبت به تفاوت ضریب هموارسازی در این دو دوره اظهار نظر شده است.

کنترل اثر سال و صنعت در الگوهای مورد استفاده در قابل استفاده از متغیرهای مصنوعی و به شرح زیر صورت گرفته است:

در برآوردهای مقطعی به علت اینکه الگو برای هر سال به صورت جداگانه برآورد شده است، تنها اثرات صنایع نه گانه کنترل شده اند. در مقایسه دوره های چهار ساله اثرات صنایع نه گانه به همراه چهار سال مربوطه کنترل شده است.

برای رسیدن به اهداف فوق از آزمون های متعددی استفاده شده است. آزمون های براش پاکان برای تعیین مشکلات ناهمسانی واریانس و آماره VIF برای تعیین هم خطی مورد استفاده قرار گرفته است. برای تعیین معنادار بودن تفاوت بین ضریب هموارسازی در دو دوره مختلف از الگوی پترنوستر و همکاران (۱۹۹۸) استفاده شده است. مشکلات رگرسیونی با توجه به روش های پیشنهادی افلاطونی (۱۳۹۵) و همچنین بنی مهد و همکاران (۱۳۹۵) اصلاح شده اند.

داده های مربوط به شرکت ها از نرم افزارهای بورس مانند ره آورد نوین و نرم افزار بورس استخراج شده است. برای محاسبه متغیرهای مورد استفاده در تحقیق به علت شرایط خاص ایران با هدف دستیابی به نتایج معتبرتر تمهیداتی به شرح زیر اندیشیده شده است.

#### محاسبات سود

در ایران بر اساس الزامات قانون تجارت شرکت ها باید درصدی بین ۱۰ تا ۹۵ سود را تقسیم کنند. سود قابل تقسیم از دید قانون تجارت عبارت است از سود سال جاری منهای زیان انباشته، اندوخته قانونی و سایر اندوخته ها به علاوه سود تقسیم نشده سال های قبل

(ماده ۲۳۹). این موضوع در کنار تعدیلات سنواتی و سایر جزئیات حسابداری باعث تفاوت در سود کل و سود قابل تقسیم شرکت‌ها شده است. به نظر می‌رسد برای رسیدن به نتایج معتبرتر بایستی از سود قابل تقسیم در الگوها استفاده کرد، چرا که آزادی شرکت‌ها در تقسیم سود انباشته می‌تواند درصد تقسیم سود را به عددی بالای ۱ برساند و نتایج را مخدوش سازد، لذا در این پژوهش از سود قابل تقسیم شرکت‌ها استفاده شده است. همچنین استفاده از داده‌های مربوط به یک سهم به علت مواردی چون تجزیه سهام، افزایش سرمایه و ... قابلیت مقایسه بین عددهای مربوطه در سال‌های مختلف را با چالش مواجه می‌سازد. برای مواجهه با این موضوع در این پژوهش از سود و سود تقسیمی تعدیل شده استفاده شده است.

$$Adj\ EPS_t = \frac{EPS_t \times n}{EPS_b} \quad (4)$$

در رابطه ۴ سود هر سهم در سال مورد نظر ( $EPS_t$ ) در تعداد سهام ( $n$ ) ضرب و بر تعداد سهام سال پایه (اولین سال در این تحقیق (۱۳۸۸)) ( $EPS_b$ ) تقسیم می‌شود تا عددی ارائه شود که محدودیت‌های تجزیه سهام و افزایش سرمایه را در خود نداشته باشد.

#### محاسبات سود تقسیمی

در خصوص محاسبه سود تقسیمی دو مشکل وجود دارد. اول اینکه، سود تقسیمی نیز تحت تأثیر مشکلات ناشی از افزایش سرمایه و تجزیه سهام و سود سهمی قرار دارد و لذا در خصوص این متغیر نیز از سود تقسیمی تعدیل شده (با الگویی همانند معادله ۴) استفاده شده است. نکته دوم به وجود پدیده‌ای موسوم به «سود تقسیمی کاغذی» بر می‌گردد. بنا بر الزامات قانون تجارت (ماده ۲۴۰) شرکت‌ها ملزم هستند حداکثر ظرف مدت هشت ماه، سود تقسیمی مصوب مجمع را پرداخت کنند و با توجه به مهلت چهارماهه تشکیل مجمع بعد از پایان سال مالی، سود تقسیمی باید تا پایان هر دوره مالی پرداخت شود. با وجود این برخی شرکت‌ها به علت مشکلات نقدینگی و سایر دلایل، سود تقسیمی اعلامی را پرداخت نمی‌کنند و بعد از مدتی با استفاده از آن افزایش سرمایه می‌دهند. این موضوع تعداد سهام

را افزایش داده، داده‌های یک سهم را مخدوش می‌سازد و قابلیت به کارگیری سودتقسیمی در تحقیقات مربوطه را با مشکل مواجه می‌سازد. برای مواجهه با این موضوع باید از سود تقسیمی واقعی شرکت‌ها استفاده کرد. در این پژوهش این عدد از صورت گردش وجوه نقد استخراج شده است (به محدودیت‌های تحقیق مراجعه کنید).

### جامعه و نمونه آماری

جامعه تحقیق حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. در این تحقیق از نمونه گیری استفاده نشده و تنها از معیارهای زیر برای حذف برخی شرکت‌ها استفاده شده است:

۱. شرکت‌های زیان‌ده از نمونه مورد بررسی حذف شدند. چرا که عدم حذف آنها باعث ایجاد پدیده‌ای به نام هموارسازی کاذب می‌شود (جیانگ، ۲۰۱۳).
۲. شرکت‌هایی که در دوره موردنظر سال مالی خود را تغییر داده‌اند به علت تقسیم سودهای نامتناسب در زمان تغییر سال مالی، از لیست شرکت‌های مورد بررسی حذف شدند.
۳. شرکت‌هایی که اطلاعات کافی در مورد آنان وجود نداشت از نمونه مورد بررسی حذف شدند.

با اعمال محدودیت‌ها فوق ۱۲۰ شرکت به عنوان شرکت‌های مورد بررسی انتخاب و تحلیل‌ها در مورد آنها انجام شد.

### نتایج پژوهش

#### آمار توصیفی پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی در جدول یک ارائه شده است. جهت مقابله با اثرات داده‌های پرت کلیه متغیرها در سطح ۵ درصد حدود بالا و پایین تعدیل شده‌اند (آمار توصیفی بر اساس داده‌های تعدیل نشده محاسبه شده است). اطلاعات این جدول نشان می‌دهد سود تقسیمی نقدی به مراتب از سود تقسیمی اعلام شده کمتر بوده است و این دلیلی بر ادعای مطرح شده در خصوص سودهای کاغذی است. تفاوت میانگین این دو متغیر با آزمون تی بررسی شد که این تفاوت معنادار بود. سود کاغذی به این معنا است که

شرکت‌ها سود اعلامی خود را به طور کامل پرداخت نمی‌کنند، بلکه حداقل بخشی از آن را در قالب بدهی‌ها (سود پرداختنی) ارائه کرده، در نهایت آن را با افزایش سرمایه از محل مطالبات تصفیه می‌کنند. نسبت تقسیم سود نقدی حدود ۳۲ و نسبت تقسیم سود واقعی حدود ۵۵ درصد و نسبت تقسیم سود اعلام شده توسط شرکت‌ها بدون تعدیل حدود ۷۳ درصد بوده است. اطلاعات نشان می‌دهد که شرکت‌ها به طور متوسط عملاً حدود ۴۴ درصد (کمتر از نصف) از سود سهام اعلامی خود را تقسیم کرده‌اند.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی

نام متغیر	نماد متغیر	Mean	Std	Min	Max
سود هر سهم تعدیلی	ADJ EPS <sub>t</sub>	۳۱۳۵	۳۹۳۴	۸/۹۱۳	۴۳۲۴۷
سود تقسیمی تعدیل شده	ADJ DPS <sub>t</sub>	۱۷۳۵	۲۶۹۴	۰۰۰	۲۶۶۶۷
سود تقسیمی تعدیل شده نقدی	ADJ DPS <sub>t</sub> C	۱۰۱۳	۱۹۰۷	۰۰۰	۲۶۷۹۵
انحراف از سود تقسیمی هدف	dev	-۴۱۶	۲۶۸۹	-۳۵۲۳۸	۸۱۴۱
انحراف از سود تقسیمی هدف نقدی	devC	۱۰۵	۱۰۰۱	-۱۳۲۹۴	۱۱۴۴۰
تغییر در سود تقسیمی	Delta DPS <sub>t</sub>	-۴۰۸	۲۶۴۷	-۳۴۴۴۴	۱۲۳۷۳
تغییر در سود تقسیمی نقدی	Delta DPS <sub>t</sub> C	۱۳۳	۱۱۱۴	-۱۳۶۳۱	۱۲۲۳۳

نکته مهم بعد در خصوص اثر الزامات ماده ۹۰ قانون تجارت در خصوص تقسیم حداقل ۱۰ درصد از سود سالانه است. متوسط تقسیم سود اعلامی در کشور بدون هیچ گونه تعدیل بابت افزایش سرمایه و ... حدود ۷۳٪ درصد است. تحلیل‌های اضافی نشان می‌دهد در طی هشت سال مورد بررسی حدود ۹۰٪ از شرکت‌ها بیش از ۱۵ درصد تقسیم سود داشته‌اند. این به معنای این است که در سطح کلیه شرکت‌ها احتمالاً ماده مذکور تاثیری بر هموارسازی سود نداشته است. دلیل صفر بودن سود تقسیمی در برخی از سال‌ها (۹ مورد از ۹۶۰ شرکت - سال) این است که برخی شرکت‌ها، علی‌رغم سود آور بودن سودی تقسیم نکرده‌اند.

### بررسی‌های مقطعی

با انجام ۳۲ رگرسیون مقطعی، ضریب هموارسازی سود تقسیمی در هر یک از سال‌های مورد بررسی، محاسبه و در جداول دو و سه ارائه شده است. نتایج با تأیید فرضیه

اول پژوهش نشان می‌دهد که پدیده هموارسازی سود تقسیمی در بازار سرمایه ایران وجود دارد. ضریب هموارسازی در هر دو الگوی مورد بررسی و برای تمامی سال‌ها، معنادار است و نشان دهنده قطعیت نتیجه به دست آمده است. با وجود این، توجه به سه نکته ضروری است: اول اینکه علی‌رغم تأیید فرضیه وجود هموارسازی سود تقسیمی، سطح هموارسازی شناسایی شده چندان بالا نیست؛ دوم اینکه سطح هموارسازی با توجه به نوع الگو و نوع سود تقسیمی متفاوت است و در نهایت میانگین هموارسازی در زمانی که از سود تقسیمی نقدی در الگوها استفاده شود پائین‌تر است و این نشان دهنده تمرکز مدیران بر هموارسازی بخش نقدی سود سهام بوده، تأییدی بر وجود سودهای کاغذی در بازار سرمایه است.

جدول شماره ۲. نتایج رگرسیون مقطعی الگوی لیتنر (۱۹۵۶)

شرح	۸۸	۸۹	۹۰	۹۱	۹۲	۹۳	۹۴	۹۵	میانگین
سود تقسیمی	SOA	٪۵۹	٪۸۸	٪۸۴	٪۶۵	٪۷۷	٪۶۵	٪۵۷	٪۷۰
اعلامی	سطح معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
سود تقسیمی	SOA	٪۵۹	٪۳۷	٪۱۶	٪۵۰	٪۱۳	٪۳۸	٪۵۰	٪۳۶
نقدی	سطح معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

الگوی تخمین: الگوی حداقل مربعات تعمیم یافته جهت اصلاح مشکلات ناهمسانی واریانس همراه با کنترل اثرات صنعت در الگوها

در خصوص اثر الگوها بر روی سطح هموارسازی توجه به این نکته مهم است که سطح هموارسازی شناسایی شده توسط الگوی لیری و میشله (۲۰۱۱) پایین‌تر از سطح هموارسازی شناسایی شده توسط الگوی لیتنر (۱۹۵۶) است، ولی در این الگو نیز نتایج به دست آمده در خصوص اثر نوع سود تقسیمی بر روی سطح هموارسازی تأیید شده است. تفاوت در نتایج دو الگو، ریشه در مفروضات پشتوانه آنها در مورد محاسبه سود مورد انتظار دارد. در خصوص برتری هر یک از دو الگو شواهد تجربی مناسبی وجود ندارد.

**جدول شماره ۳. نتایج رگرسیون مقطعی الگوی لیری و میشله (۲۰۱۱)**

شرح	۸۸	۸۹	۹۰	۹۱	۹۲	۹۳	۹۴	۹۵	میانگین
سود تقسیمی	SOA	٪۶۴	٪۹۲	٪۸۹	٪۸۹	٪۹۶	٪۹۶	٪۹۵	٪۸۸
اعلامی	سطح معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
سود تقسیمی	SOA	٪۸۲	٪۶۴	٪۵۲	٪۸۴	٪۴۴	٪۷۲	٪۸۰	٪۶۷
نقدی	سطح معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

الگوی تخمین: الگوی حداقل مربعات تعمیم یافته جهت اصلاح مشکلات ناهمسانی واریانس همراه با کنترل اثرات صنعت در الگو

### بررسی های دوره ای

نتایج به دست آمده در خصوص فرضیه دوم یا اثر آیین نامه انطباقی بر سطح هموارسازی سود تقسیمی (در سطح دو الگوی مورد نظر و با توجه به دو نوع سود تقسیمی) برای دو دوره ۴ ساله ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۵ در جداول ۴ تا ۷ ارائه شده است. نتایج در مجموع هماهنگ و معنادار بوده ولی مواردی نیز جهت توجه وجود دارد.

### جدول شماره ۴. نتایج تخمین الگوی لیتنر (۱۹۵۶) با استفاده از سود سهام اعلامی

دوره	C	EPS	DPSt-1	F test	Pnoster T test
دوره اول	-۱۸۶/۳۰۶	۰/۴۵۲	۰/۲۴۹	۰/۰۰۰	-۴/۵۹۳
	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)		(۰/۰۰۰)
دوره دوم	-۳۵۹/۳۹۴	۰/۳۲۴	۰/۳۸۰	۰/۰۰۰	
	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)		تفاوت معنادار است.

الگوی برآورد: الگوی حداقل مربعات تعمیم یافته جهت اصلاح مشکلات ناهمسانی واریانس همراه با کنترل اثرات سال و صنعت در الگو

همانطور که در جداول ۴ تا ۷ دیده می شود، نتایج با توجه به نوع سود تقسیمی استفاده شده در الگوها متفاوت است. به بیان دیگر در زمان بکارگیری سود نقدی، هیچ یک از دو الگو، تفاوت معناداری بین دوره های مورد بررسی نشان ندادند (رد فرضیه دوم). این به این معناست که مدیران در عمل (پرداخت واقعی سود) رویکرد خود در مورد هموارسازی را تغییری نداده اند. با وجود این، در زمان استفاده از سود تقسیمی اعلامی، الگوی لیتنر (۱۹۵۶) تفاوت معنادار و کاهشی و الگوی لیری و میشله (۲۰۱۱) تفاوت

کاهش‌ی ولی فاقد معناداری را بین دو دوره مورد بررسی مستند کردند. این موضوع در تکمیل تفسیر فوق (عدم تغییر در نگرش واقعی مدیران) می‌تواند به عنوان تلاش آن‌ها برای مطابقت ظاهری با الزامات آیین نامه انطباطی تفسیر شود. در این خصوص در بخش نهایی توضیحات بیشتری ارائه شده است.

جدول شماره ۵. نتایج تخمین الگوی لیتتر (۱۹۵۶) با استفاده از سود سهام نقدی

دوره	C	EPS	DPS t-1	F test	Pnoster T test
دوره اول	-۱۰۲/۰۶۲ (۰/۰۰۰)	۰/۱۱۹ (۰/۰۰۰)	۰/۷۳۰ (۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰	۰/۲۶۸ (۰/۷۸۸)
دوره دوم	-۹۶/۱۱۷ (۰/۰۰۱)	۰/۱۰۹ (۰/۰۰۰)	۰/۷۱۸ (۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰	عدم معناداری تفاوت

الگوی برآورد: الگوی حداقل مربعات تعمیم یافته جهت اصلاح مشکلات ناهمسانی واریانس همراه با کنترل اثرات سال و صنعت در الگو

جدول شماره ۶. نتایج تخمین الگوی لیری و میشله (۲۰۱۱) با استفاده از سود سهام اعلامی

دوره	C	devC	F test	Pnoster T test
دوره اول	۱۹/۸۲۷ (۰/۰۸۴)	۰/۹۳۹ (۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰	-۰/۶۱۳ (۰/۵۳۹)
دوره دوم	-۶۶/۴۲۹ (۰/۰۲۰)	۰/۹۴۷ (۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰	عدم معناداری تفاوت

الگوی برآورد: الگوی حداقل مربعات تعمیم یافته جهت اصلاح مشکلات ناهمسانی واریانس همراه با کنترل اثرات سال و صنعت در الگو

جدول شماره ۷. نتایج تخمین الگوی لیری و میشله (۲۰۱۱) با استفاده از سود سهام نقدی

دوره	C	dev	F test	Pnoster T test
دوره اول	-۲۱/۱۲۷ (۰/۰۹۱)	۰/۷۷۴ (۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰	۰/۶۰۲ (۰/۵۴۶)
دوره دوم	۴۹/۴۳۷ (۰/۱۰۵)	۰/۶۸۵ (۰/۰۰۰)	۰/۰۰۰	عدم معناداری تفاوت

برآورد الگو: الگوی حداقل مربعات تعمیم یافته جهت اصلاح مشکلات ناهمسانی واریانس همراه با کنترل اثرات سال و صنعت در الگو



### بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش تلاش شد تا با محاسبه دقیق تر متغیرهای مورد استفاده (سود قابل تقسیم به جای سود و استفاده از سود تقسیمی نقدی علاوه بر سود تقسیمی اعلامی) شواهد تجربی مناسبی در ارتباط با هموارسازی سود تقسیمی ارائه شود. در خصوص اولین فرضیه تحقیق هر دو الگو (در هر دو حالت آزمون شده) هموارسازی سود تقسیمی را مورد تأیید قرار دادند. در تمامی سال‌های مورد بررسی ضریب هموارسازی، معنادار بود. میزان هموارسازی شناسایی شده در زمانی که از الگوی لیتنر (۱۹۵۶) و سود تقسیمی نقدی استفاده می‌شد، افزایش چشم‌گیری می‌یافت و به حدود ۳۶٪ می‌رسید و در مقام تفسیر به این معنا است که مدیران در هنگام تقسیم سود به هر دو عامل میزان سود قابل تخصیص (و نه سود دوره) و میزان سود پرداخت شده سال قبل توجه می‌کنند و این توجه نسبتاً زیاد است؛ به طوری که بخش اعظم تغییر در سود تقسیمی نقدی را در بر می‌گیرد. با وجود این، مدیران توجه بسیار کمتری به سود تقسیمی اعلامی دارند. از آنجایی که سود تقسیمی اعلامی، ورودی مهم الگوهای تصمیم‌گیری اقتصادی تلقی می‌شود، عدم ارائه اطلاعات دقیق در خصوص میزان سود تقسیمی به بازار از مجرای صورت‌های مالی و سایر گزارش‌ها می‌تواند چالشی مهم برای تخصیص بهینه منابع اقتصادی باشد.

در مقام مقایسه نتایج، پدیده هموارسازی در اکثر بورس‌های جهان به رسمیت شناخته شده است. نتایج این تحقیق با تحقیقات بررسی شده توسط محققان سایر کشورها مانند اسونسن و مولر (۲۰۱۴) و براو و همکاران (۲۰۰۵) همسویی دارد؛ ولی باید توجه داشت که سطح هموارسازی در ایران محدودتر از سایر کشورها است. تحقیق حاضر با نتایج اعلام شده توسط پورحیدری و همکاران (۱۳۸۸) متفاوت است. دلیل احتمالاً در شیوه محاسبه متغیرها و دوره زمانی متفاوت دو تحقیق است که باعث ارائه نتایج متفاوت شده است.

در خصوص دومین فرضیه تحقیق باید گفت علی‌رغم همسوئی، نتایج دو الگو اندکی متفاوت بوده، احتمالاً به علت کوتاهی دوره مورد بررسی و اثر متفاوت آن بر روی مفروضات پشتوانه الگوها است. در حالی که هیچ‌یک از دو الگو نتوانستند در خصوص

هموارسازی سودهای تقسیمی واقعی، تفاوت معناداری بین دو دوره مورد بررسی شناسائی کنند، الگوی لیتنر (۱۹۵۶) فرضیه دوم را در سطح سود اعلامی تأیید کرد. این نشان دهنده اثر آیین نامه انضباطی بر روی سطح هموارسازی است. قوانین اوراق بهادار معمولاً سود اعلامی را مد نظر قرار می دهند و تمرکزی بر روی سود نقدی ندارند و قانون تجارت با مجاز دانستن افزایش سرمایه از طریق مطالبات، راه را برای کاهش پرداخت سود اعلامی به میزان دلخواه باز گذاشته است. نتیجتاً به نظر می رسد مدیران تنها خود را از لحاظ شکل با قوانین و مقررات جاری هماهنگ کرده اند و نگرش محتوایی آنها در مورد پرداخت سود در طول زمان تغییری نکرده است.

با توجه به نتایج تحقیق پیشنهاد می شود در تحقیقات مربوط به بازده از الگوی لیتنر (۱۹۵۶) و از داده های سود تقسیمی نقدی استفاده شود. هر چند الگوی لیتنر (۱۹۵۶) در زمانی ارائه شد که مفروضات بازار کارا هنوز ارائه نشده بود، ولی از آنجایی که تحقیقات متعدد نشان داده است که بورس تهران کارا نیست، احتمالاً این الگو در تبیین میزان سود تقسیمی نتایج مناسبی ارائه خواهد کرد. همچنین با توجه به اینکه کیفیت اطلاعات ارائه شده به بازار در کارایی بازار به شدت مؤثر است و می تواند بر تخصیص بهینه منابع اثر بگذارد، پیشنهاد می شود تمهیدات مناسبتری جهت مواجهه با پدیده سود کاغذی اندیشیده شود تا اطلاعات ارائه شده به بازار دارای کیفیتی باشد که بتواند در اتخاذ تصمیمات اقتصادی مورد استفاده قرار گیرد.

محققان آتی می توانند با انجام تحقیقات پیمایشی مناسب (مبتنی بر مصاحبه و پرسشنامه) مفروضات پشتوانه الگوهای مطرح شده، در زمینه سود تقسیمی را آزمون کنند و بر غنای ادبیات حرفه بیافزاند. کارایی بازار سرمایه نیز موضوع بسیار مهمی در تحقیقات سود تقسیمی است، پیشنهاد می شود محققان آتی، کارایی بازار سرمایه را مورد بررسی مجدد قرار دهند.

### محدودیت‌های تحقیق

۱. همان‌گونه که در بخش مربوطه نیز اشاره شد در بخشی از این تحقیق از سود تقسیمی اعلام شده در صورت جریان وجوه نقد به عنوان نماینده سود تقسیمی پرداختی شرکت‌ها استفاده شده است. سود تقسیمی پرداخت شده هر سال (استخراج شده از صورت گردش وجوه نقد) در واقع تقریبی مناسبی از سود تقسیمی واقعی هر سال است. ولی با وجود این باید دقت کرد که احتمالاً این عدد به طور کامل نشان دهنده سود تقسیمی واقعی هر سال نیست چرا که سود سهام سال‌های قبل را نیز در بر دارد. این موضوع محدودیت پژوهش حاضر تلقی می‌شود.

۲. پژوهش حاضر نشان داد به کارگیری دو روش **لینتسر (۱۹۵۶)** و **لیری و میشله (۲۰۱۱)** نتایج و تفاسیر متفاوتی در خصوص شدت و ماهیت هموارسازی سود تقسیمی ارائه می‌کند. تفاوت دو روش در مفروضات پشتوانه آنها در مورد سود تقسیمی هدف است و شواهد تجربی در مورد رویکرد مدیران ایرانی در نحوه انتخاب سود هدف وجود ندارد. به هر حال با توجه محتوای نتایج، به نظر الگوی **لینتسر (۱۹۵۶)**، قابلیت اتکای مناسب‌تری داشته باشد.

### یادداشت‌ها

1. Partial Adjustment Model
2. Speed of Adjustment
۳. البته الگوی **لینتسر (۱۹۵۶)** به روش دیگر نیز تخمین می‌خورد که در آن متغیر وابسته تغییر در سود تقسیمی و متغیرهای مستقل سود سال جاری و سود تقسیمی سال قبل هستند. در این گونه تخمین‌ها ضریب سرعت تعدل (SOA) عبارت است از  $(-\beta_2)$ .

### منابع

- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۵). تحلیل آماری در پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم‌افزار استاتا، تهران: انتشارات ترمه.
- بنی‌مهد، بهمن؛ عربی، مهدی؛ حسن‌پور، شیوا. (۱۳۹۵). پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری، تهران: انتشارات ترمه.
- پورحیدری، امید؛ محمدی، امیر؛ رحیمی، علیرضا. (۱۳۸۸). بررسی پایداری خط مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱(۱)، ۹۶-۱۱۱.

- تهرانی، رضا؛ شمس، شهاب‌الدین. (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)، ۵۱-۷۲.
- تهرانی، رضا؛ فیروزی، رضا. (۱۳۹۲). شناسایی و تبیین عوامل اثرگذار بر سرعت تعدیل سود تقسیمی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران و تعیین رابطه بین متوسط عایدی و سرعت تعدیل سود تقسیمی در صنعت سیمان، ششمین کنفرانس توسعه نظام مالی در ایران، ۷۳۴-۷۵۸.
- رمضانزاده زیدی، عباس. (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیمی سود شرکت‌های شیمیایی و دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت پژوهشگر*، ۱۶، ۸۰-۸۷.
- مهتدی، اعظم؛ اصغری، ایرج. (۱۳۹۴). مروری بر تحقیقات سود تقسیمی. *اولین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، اقتصاد و حسابداری و آموزش، مازندران، ایران*.
- مهرانی، ساسان. (۱۳۷۳). ایجاد الگوی برای رابطه بین سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، ایران*.

## References

- Adaoglu, C. (2000). Instability in the dividend policy of the Istanbul stock exchange corporations: Evidence from an emerging market. *Emerging Market Review*, 1, 252-270.
- Aflatuni, A. (2016). *Statistical Analysis in Accounting and Finance using STATA*. Tehran: Terme Publication [In Persian].
- Baker, H.K., Powell, G.E. (2000). Determinants of corporate dividend policy: A survey of NYSE firms. *Financial Practice and education*, 10, 29-40.
- Banimahd, B., Araby, M., Hasanpor, S. (2016). *Empirical Research and Methodology in Accounting*. Tehran: Termeh Publication [In Persian].
- Benartzi, S., Michaely, R., Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of Finance*, 52(3), 1007-1034.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Chen, L., Da, Z., Priestley, R. (2012). Dividend smoothing and predictability. *Management Science*, 58(10), 1834-1853.
- Fama, E., Blahnik, H. (1968). Dividend policy: an empirical analysis. *Journal of the American Statistical Association*, 63, 1132-1161.
- Jeong, J. (2013). Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea. *Emerging Markets Review*, 17, 76-88.
- Leary, M., Michaely, R. (2011). Determinants of dividend smoothing: empirical evidence. *The Review of Financial Studies*, 24(10), 3197-3249.

- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46, 97-113.
- McDonald, J.G., Jacquillat, B. and Nussenbaum, M. (1975). Dividend, investment and financing decisions: Empirical evidence on French firms, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10, 741-755.
- Mehrani, S. (1995). Creating a model for the relationship between dividends and investment. *M.A. Thesis*, Tehran University, Iran [In Persian].
- Mohtadi, A., Asghari, I. (2015). A review of dividend smoothing studies. *First international conference on management, economic, accounting and education*, Mazandaran, Iran [In Persian].
- Paternoster, R., Brame, R., Mazerolle, P., Piquero, A. (1998). Using the correct statistical test for the equality of regression coefficients. *Criminology*, 36(4), 859-866.
- Pourheydari, O., Mohammadi, A., Rahimi, A.R., (2009). The stability of dividend policy of the companies listed in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Researches*, 1(1), 96-111 [In Persian].
- Ramazanadeh Zaidi, A., (2009). The factors affecting the dividend policy of the chemical and pharmaceutical companies listed in Tehran Stock Exchange. *Management Research*, 16, 80-87 [In Persian].
- Shinozaki, S., Uchida, K. (2017). Ownership structure, tax regime, and dividend smoothing. In *Applied Approaches to Societal Institutions and Economics*, Springer, Singapore.41-55.
- Shinozaki, S., Uchida, K. (2014). Ownership structure, tax regime, and dividend smoothing: International evidence Midwest finance association. *Annual Meeting Paper*. online at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2139897> .
- Svensson, T., Müller, N. (2014). Dividend smoothing in Sweden-An Empirical Investigation of Determinants of Dividend Smoothing. *Master Thesis*, Department of Business Administration Lund University.
- Syed, K.B.S., Zainir, F.B., Isa, M. (2018). Does reputation matter in the dividend smoothing policy of emerging market firms? Empirical evidence from India. *Borsa Istanbul Review*, 1-14.
- Tehrani, R., Firuzi, R. (2013). Determining and explaining of the factors affecting dividend speed of adjustment in the Tehran Stock Exchange listed companies. *Sixth conference on development of financing system in Iran*, Tehran, Iran 734-758 [In Persian].
- Tehrani, R., Shams, SH., (2003). Calculation of dividend adjustment speed in the Tehran Stock Exchange listed companies and determining its relationship with stock returns. *Financial Research Journal*, 5(1), 51-72 [In Persian].