Quarterly Financial Accounting
E-ISSN:2783-4417
Vol. 14, Issue 3, No. 55, Autumn 2022, p 78-92
Received: 21.12.2022 Accepted: 04.06.2023

Research Paper

The Effect of Cost Stickiness on Dividend Stickiness with Emphasis on Surplus Liquidity (Deviation from the Optimal Level)

Seyed Hosein Sajadi
Prof in Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.
sajadi@scu.ac.ir

Rahim Bonabi Ghadim *
Assistant Professor , Department of Accounting, Hashtrood Branch, Islamic Azad University, Hashtrood, Iran.
r_bonabi@iau-maragheh.ac.ir

Abstract
According to efficient decisions (informed decision hypothesis) and opportunistic decisions of managers (agency theory) to maximize the value of the company or personal benefits, the cost behavior and dividend behavior are affected by the adjusting resources and maintaining excess liquidity costs.Accordingly, the purpose of this study is to investigate the effect of cost stickiness on dividend stickiness with emphasis on maintaining the surplus liquidity of companies listed on the Tehran Stock Exchange. This research is applied in terms of purpose and correlation and post-event in terms of method. In order to test the research hypotheses, 154 companies were selected in the period 2013-2021 and analyzed using multiple regression models. The results showed that cost stickiness at the operational level has a significant positive effect and at the total cost level and at the industry level has a significant negative effect on dividend stickiness which indicates the ability to control and manage operating costs and the involvement of managerial decisions in adjusting resources using the main operations of production and sales of the company. The interaction effect of surplus liquidity with cost stickiness at the operational level, total costs and at the industrial level has a negative effect on dividend stickiness. In other words, cost stickiness at different levels has a different effect on the dividend stickiness, and with the increase in liquidity surplus and greater deviation from optimal level, the effectiveness of dividend stickiness from asymmetric behavior of expenses has increased.

Keywords: Cost Stickiness, Dividend Stickiness, Asymmetric Behavior, Surplus Liquidity.

Introduction: The distribution of profit and its behavior shows a picture of future profitability, the competitive power of the company and their activities, which affects the interests and motivation of investors and the direction of market resources. However, uncertainty about cash flows and as a result maintaining liquidity on this basis can also affect the behavior of the company's profit distribution. According to efficient decisions (informed decision hypothesis) and opportunistic decisions of managers (agency theory) to maximize the value of the company or personal benefits, the cost behavior and dividend behavior are affected by the adjusting resources and maintaining excess liquidity costs.Accordingly, the purpose of this study is to investigate the effect of cost stickiness on dividend stickiness with emphasis on maintaining the surplus liquidity of companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Method and Data: This research is retrospective and multiple regressions (generalized least squares regression model (with fixed and random effects)) has been used to test the research hypotheses. In order to test the research hypotheses, 154 companies were selected in the period 2013-2021 and analyzed using multiple regression models.

Findings: The results showed that cost stickiness at different levels has a different effect on the dividend stickiness, and with the increase in liquidity surplus and greater deviation from optimal level, the effectiveness of dividend stickiness from asymmetric behavior of expenses has increased. So cost stickiness at the operational level has a significant positive effect and at the total cost level and at the industry level has a significant negative

* Corresponding author
Sajadi, S.H., Bonabi Ghadim, R. (2022). The Effect of Cost Stickiness on Dividend Stickiness with Emphasis on Surplus Liquidity (Deviation from the Optimal Level). *Quarterly Financial Accounting*, 14(55): 78-92.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

effect on dividend stickiness which indicates the ability to control and manage operating costs and the involvement of managerial decisions in adjusting resources using the main operations of production and sales of the company. The interaction effect of surplus liquidity with cost stickiness at the operational level, total costs and at the industrial level has a negative effect on dividend stickiness.

Conclusion and discussion: With cost stickiness, managers distribute less profit in the current period and maintain more liquidity in order to deal with unforeseen conditions in the future. Also excess illiquidity (deviation from the optimal level of liquidity) in companies reduces the stickiness of dividends, and when profits increase (decrease), dividends also increase (decrease). That is, when there is a phenomenon of stickiness in costs, the presence of excess liquidity will remove the worries of managers regarding the consequences of maintaining production capacity and profit distribution, and perhaps due to the lack of profitable investment opportunities and reduction of agency costs, and as a result, to prevent the decrease in the value of the company, when the profit increases (decrease), they increase (decrease) the dividend.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9] [Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فصلنامه حسابداری مالی
سال چهاردهم، شماره ۵۵، پاییز ۱۴۰۱، ص ۹۲-۷۸
تاریخ دریافت ۱۴۰۱/۰۹/۳۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۱۴

مقاله پژوهشی

تأثیر چسبندگی هزینه بر چسبندگی سود سهام با تأکید بر مازاد نقدینگی (انحراف از سطح بهینه)

سید حسین سجادی
استاد گروه حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.
sajadi@scu.ac.ir

رحیم بنابی قدیم *
استادیار، گروه حسابداری، واحد هشترود، دانشگاه آزاد اسلامی، هشترود، ایران.
r_bonabi@iau-maragheh.ac.ir

چکیده:
با توجه به تصمیمات کارا (فرضیه تصمیمات آگاهانه) و فرصت‌طلبانه مدیران (نظریه نمایندگی) برای بیشینه‌سازی ارزش شرکت یا منافع شخصی، رفتار هزینه و رفتار سود سهام متأثر از هزینه‌های نگهداشت مازاد نقدینگی است. بر این اساس هدف این پژوهش بررسی تأثیر چسبندگی هزینه بر چسبندگی سود سهام با تأکید بر مازاد نقدینگی (انحراف از سطح بهینه نقدینگی) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. آزمون فرضیه‌های پژوهش، با داده‌های ۱۵۴ شرکت در فاصله زمانی ۱۳۹۲-۱۴۰۰ با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چندگانه، نشان داد که چسبندگی هزینه در سطح عملیاتی دارای تأثیر مثبت و در سطح هزینه کل و صنعت دارای تأثیر منفی معنادار بر چسبندگی سود سهام و نیز اثر تعاملی مازاد نقدینگی با چسبندگی هزینه در سطح عملیاتی، کل هزینه‌ها و صنعت، دارای تأثیر منفی بر چسبندگی سود سهام داشته است. به عبارتی چسبندگی هزینه در سطوح مختلف، دارای تأثیر متفاوتی بر رفتار سود تقسیمی سهام بوده و با افزایش مازاد نقدینگی و انحراف بیشتر از سطح بهینه آن، تأثیرپذیری رفتار نامتقارن سود تقسیمی نسبت به رفتار نامتقارن هزینه‌ها، بیشتر شده است.

واژه‌های کلیدی: چسبندگی هزینه، چسبندگی سود سهام، رفتار نامتقارن، مازاد نقدینگی.

* نویسنده مسئول

سجادی، سید حسین، بنابی قدیم، رحیم. (۱۴۰۱). تأثیر چسبندگی هزینه بر چسبندگی سود سهام با تأکید بر مازاد نقدینگی (انحراف از سطح بهینه). *فصلنامه حسابداری مالی*، ۱۴(۵۵): ۹۲-۷۸.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

مقدمه

مشکل نمایندگی بین سهامداران و مدیران ناشی از تفکیک حقوق مالکیت و مدیریت و مشکل نمایندگی بین سهامداران عمده و سهامداران جزء به دلیل ناقص بودن بازار سرمایه و قوانین است. سیاست تقسیم سود نقدی، به عنوان یک تصمیم مالی مهم شرکت، می‌تواند به طور مؤثر تضاد منافع را کاهش دهد. به عبارتی «راز سود سهام» توجه زیادی را از سوی دانشگاهیان و متخصصان به خود جلب کرده است (هی، تیانگ، یانگ و زو[۱]،۲۰۲۰). بر این اساس، پژوهشگران عمدتاً سیاست تقسیم سود نقدی را از طریق نظریه هزینه نمایندگی، نظریه جریان نقدی آزاد، فرضیه انتقال بهره سهامداران بزرگ و نظریه چرخه عمر شرکت مطالعه می‌کنند و تأثیر رفتار هزینه بر رفتار سود نقدی را نادیده می‌گیرند (دی انجلو، دی انجلو و استالز[۲]،۲۰۰۶). با وجود هزینه‌های تعدیل منابع بالاتر (چسبندگی هزینه تصمیم مدیر به تحمل هزینه‌های منابع استفاده نشده در صورت کاهش فروش تعریف می‌شود)، مدیران ظرفیت منابع موجود را حفظ می‌کنند و تمایل کمتری به کاهش منابع در هنگام کاهش درآمد دارند، در نتیجه چسبندگی هزینه‌ها نشان می‌دهد که اگر شرکت سود سهام را کاهش دهد، متحمل زیان بیشتری خواهد شد، بنابراین مدیران تصمیم می‌گیرند مبلغی را به عنوان سود تقسیم کنند. زمانی که هزینه‌های تعدیل منابع افزایش می‌یابد، به جای عدم پرداخت سود سهام، سطح سود سهام مدنظر قرار می‌گیرد که این امر می‌تواند به سبب انباشت نقدینگی موجود در شرکت، سرمایه‌گذاری بیش از حد و مشکلات نمایندگی را افزایش و توان تقسیم سود را کاهش دهد (لین، جنفنگ و روی[۳]،۲۰۲۲). بنابراین مشکل نمایندگی بین سهامداران و مدیران باعث می‌شود که منافع آنها ناسازگار شده و مدیران انگیزه حفظ منابع داخلی شرکت‌ها را برای بهره‌مندی از منافع خصوصی خود داشته باشند. به عبارتی رفتار فرصت‌طلبانه مدیران منجر به چسبندگی هزینه بیشتر و سطح پایین‌تر پرداخت سود نقدی می‌شود (چن، لو و سوگانیس[۴]،۲۰۱۲).

از آنجایی که مدیران دارای منافع شخصی هستند، از همه فرصت‌های ممکن برای افزایش حقوق و ثروت خود استفاده خواهند کرد؛ بنابراین، هنگامی که یک شرکت دارای وجه نقد بیشتری است، مدیران ترجیح می‌دهند به جای پرداخت سود نقدی به سهامداران، وجه نقد را در شرکت نگه دارند و منابع تحت کنترل خود را افزایش دهند (لین و همکاران،۲۰۲۲). این پژوهش با شناسایی رفتار هزینه شرکت به عنوان یک عامل اقتصادی مهم، به ادبیات قبلی در مورد سیاست تقسیم سود و چسبندگی آن کمک می‌کند و ارتباط طبیعی بین رفتار نامتقارن هزینه شرکت و چسبندگی سیاست تقسیم سود را برجسته می‌کند (دی انجلو و دی انجلو[۵]،۲۰۰۸؛ فاری، میچالی و اسچمالز[۶]،۲۰۱۴). با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران به طور خاص از کاهش سود سهام استقبال نمی‌کنند، مدیران پرداخت‌های سود سهام فعلی را نه تنها بر اساس محدودیت‌های بودجه شرکت (به عنوان مثال، سود اصلی یا کیفیت سود)، بلکه بر اساس انتظارات آنها در مورد توانایی شرکت برای حفظ همان سطح پرداخت در آینده در هنگام مواجهه با شوک‌های منفی تعیین می‌کنند (هی، تیانگ، یانگ و زو،۲۰۲۰؛ بانکر و بیزالوف[۷]،۲۰۱۴ و بنکر، بیزالوف، فانگ و لیانگ[۸]،۲۰۱۸). بنابراین نتایج این پژوهش به ادبیات رفتار نامتقارن هزینه نیز کمک می‌کند. پژوهش‌های پیشین در این حوزه نشان می‌دهد که رفتار هزینه‌ها می‌تواند بر کیفیت سود، پیش‌بینی سود، تشخیص دستکاری سود و پیش‌بینی سود تحلیلگران تأثیر بگذارد (بانکر و چن[۹]، ۲۰۰۶؛ ویس[۱۰]، ۲۰۱۰؛ کاما و ویس[۱۱]، ۲۰۱۳؛ بنکر، باسو، بیزالوف و چن[۱۲]، ۲۰۱۶). در حالی که این پژوهش رفتار هزینه را به سیاست تقسیم سود و چسبندگی آن‌ها در یک شرکت مرتبط و نقش مازاد نقدینگی در پدیده چسبندگی هزینه و سود تقسیمی را برجسته می‌کند و نشان می‌دهد که این موضوع پژوهشی

[1] He, Tian,Yang, & Zuo
[2] DeAngelo, DeAngelo, & Stulz
[3] Lin, Jinfeng & Rui
[4] Chen, Lu & Sougiannis
[5] DeAngelo & DeAngelo
[6] Farre, Michaely & Schmalz
[7] Banker, & Byzalov
[8] Banker, Byzalov, Fang, & Liang
[9] Banker & Chen
[10] Weiss
[11] Kama & Weiss
[12] Banker, Basu, Byzalov, & Chen

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

می‌تواند پیامدهای مهمی برای پژوهش‌ها در امور مالی شرکت داشته باشد. بنابراین سؤال پژوهش این است که تأثیر چسبندگی هزینه بر چسبندگی سود سهام چگونه است؟ و نقش مازاد نقدینگی (انحراف از سطح بهینه) بر رابطه بین چسبندگی هزینه و چسبندگی سود سهام چگونه است؟

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تأثیر چسبندگی هزینه بر چسبندگی سود سهام

از آنجا که هزینه‌ها یک عامل تعیین‌کننده اساسی سود هستند، رفتار هزینه می‌تواند تأثیر مهمی بر سیاست تقسیم سود شرکت داشته باشد. پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد میزان افزایش هزینه‌ها هنگام افزایش فروش، بیشتر از میزان کاهش هزینه‌ها هنگام کاهش فروش است (بنکر و بیزالو،۲۰۱۴؛ بنکر و همکاران،۲۰۱۸؛ نمازی و جعفری،۱۳۹۸). بر اساس مبانی نظری، این رفتار نامتقارن هزینه از واکنش‌های متفاوت مدیریتی به تغییرات فروش ناشی می‌شود. در صورت وجود هزینه‌های تعدیل منابع، مدیران ظرفیت منابع را حفظ می‌کنند و زمانی که فروش کاهش می‌یابد هزینه‌ها را به طور متناسب کاهش نمی‌دهند، اما تمایل دارند منابع مورد نیاز را اضافه کنند و هزینه‌ها را به طور متناسب در هنگام فروش افزایش دهند. این مدل هزینه بر اساس دو اصل رفتار هزینه (هزینه‌های تعدیل و تصمیمات مدیریتی) است و از تقسیم سنتی هزینه‌ها به اجزای ثابت و متغیر گسترده‌تر است (هی و همکاران،۲۰۲۰؛ واعظ، منتظر حجت و بنابی قدیم،۱۳۹۶). بسیاری از منابع نه از پیش تعیین شده (یعنی ثابت) هستند و نه به‌صورت مکانیکی تعیین شده‌اند (یعنی متغیر) (اندرسون، بنکر و جاناکیرامان[1]، ۲۰۰۳). در حضور هزینه‌های تعدیل بالاتر، شرکت‌ها تمایل کمتری به کاهش یا گسترش منابع دارند (صفرزاده و بیگ‌پناه،۱۳۹۳؛ بانکر و همکاران، ۲۰۱۳). با این حال، از آنجا که شرکت‌ها نمی‌توانند به طور کامل تقاضای افزایش یافته را برآورده کنند مگر اینکه منابع مورد نیاز را اضافه کنند، این اثر هزینه‌های تعدیل، احتمالاً برای کاهش منابع قوی‌تر از گسترش منابع است (صفرزاده و بیگ-پناه،۱۳۹۳)؛ بنابراین، شرکت‌هایی که هزینه‌های تعدیل بالاتری دارند، احتمالاً چسبندگی هزینه بیشتری را نشان می‌دهند. هنگامی که فروش کاهش می‌یابد، شرکت‌هایی با هزینه‌های تعدیل بالاتر منابع کمتری را کاهش می‌دهند و نسبت به همتایان خود کاهش بیشتری درآمد متحمل می‌شوند (هی و همکاران،۲۰۲۰).

مفهوم چسبندگی هزینه به طور طبیعی به عدم تقارن ذاتی سیاست‌های سود تقسیمی و چسبندگی سود سهام مرتبط است. افزایش سود سهام کوچک و مکرر است، در حالی که کاهش سود سهام الگوی معکوس را نشان می‌دهد (اسکینر و سولتز[2]، ۲۰۱۱) و مدیران از این سیاست‌های سود نامتقارن پیروی می‌کنند، زیرا معتقدند که سود سهام اطلاعات را به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کند و پیامدهای منفی برای کاهش سود سهام وجود دارد (پارک[3]، ۲۰۱۷؛ براو، گراهام، هاروی و مایکلی[4]،۲۰۰۵). این فرضیه بر اساس دو ایده مبتنی بر ادبیات قبلی است (دی آنجلو و همکاران، ۲۰۰۸): اول، برای به حداکثر رساندن رفاه سرمایه‌گذار، پرداخت‌های شرکت باید تقریباً با جریان‌های نقدی آزاد آن در طول چرخه عمر مطابقت داشته باشد، زیرا (۱) انباشت نقدینگی هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهد و (۲) تأمین مالی خارجی پرهزینه است. دوم، پرداخت سود سهام در دوره جاری یک شرکت نقطه مرجعی است که سرمایه‌گذاران بر اساس آن سود سهام آینده را قضاوت می‌کنند (بکر، مندل و ورگلر[5]، ۲۰۱۶).

تابع هدف مدیر هم تمایل به قیمت بالای امروز سهام (با پرداخت سطح بالاتر سود سهام برای نشان دادن اطلاعات خصوصی در مورد توانایی شرکت در پرداخت) و هم ترجیح برای اجتناب از کاهش سود سهام در آینده را منعکس می‌کند که به چسبندگی سود تقسیمی منجر می‌شود؛ بنابراین، هنگام تصمیم‌گیری در مورد سطح پرداخت سود سهام در دوره جاری، مدیر نه تنها محدودیت‌های بودجه شرکت در دوره جاری (به عنوان مثال، درآمدهای جاری یا جریان‌های نقدی آزاد) را در نظر

[1] Anderson, Banker, & Janakiraman
[2] Skinner, & Soltes
[3] Park
[4] Brav, Graham, Harvey & Michaely
[5] Baker, Mendel & Wurgler

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

می‌گیرد، بلکه توانایی آن را برای حفظ همان سطح پرداخت در دوره جاری نیز در نظر می‌گیرد، چرا که در آینده شرایط اقتصادی تغییر می‌کند. از طرفی دیگر شرکت‌هایی که هزینه‌های چسبنده‌تری دارند، سطح پایین‌تری از سود سهام را در دوره جاری پرداخت می‌کنند، زیرا نسبت به شرکت‌هایی که هزینه‌های ثابت کمتری دارند، کمتر قادر به حفظ سطح بالاتری از پرداخت سود سهام در آینده هستند. دلیل آن صرفاً این نیست که شرکتی که شوک را تجربه کرده و هزینه‌های ثابتی دارد با محدودیت‌های بودجه‌ای سخت‌تر در دوره جاری مواجه است. بلکه رابطه منفی بین چسبندگی هزینه و پرداخت سود سهام حفظ می‌شود زیرا رفتار هزینه جاری یک شرکت ویژگی فرآیند تولید شرکت است و بنابراین برای شوک‌ها یا محدودیت‌های آتی آن اعمال می‌شود (هی و همکاران،۲۰۲۰).

همچنین شرکت‌هایی با هزینه‌های چسبنده‌تر لزوماً انتظار سطح پایین‌تری از درآمد اصلی یا پایدار را نسبت به همتایان خود ندارند (بانکر و همکاران، ۲۰۱۳؛ هی و همکاران،۲۰۲۰). ترجیح آشکار این شرکت‌ها برای منابع ثابت (مانند نیروی کار ماهر) نشان می‌دهد که چنین فرآیند تولیدی احتمالاً انتظارات آنها را نسبت به عملکرد عملیاتی افزایش می‌دهد. رفتار هزینه مشاهده شده، تصمیمات عملیاتی مدیران را بر اساس میزان هزینه‌های تعدیل منابع، انتظارات مدیریتی برای فروش آتی، کاهش منابع منتقل شده از دوره قبل و انگیزه‌های مدیریتی منعکس می‌کند؛ بنابراین، رابطه بین چسبندگی هزینه و چسبندگی سود تقسیمی به قدرت نسبی این نیروهای مختلف اقتصادی اساسی بستگی دارد (بنکر و بیزالوف،۲۰۱۴). شرکت‌هایی که هزینه‌های تعدیل بالاتری دارند، سطح پایین‌تری از پرداخت سود سهام را برای شروع انتخاب می‌کنند، زیرا یک شوک منفی در آینده منجر به کاهش بیشتر جریان‌های نقدی آزاد برای آنها نسبت به همتایانشان خواهد شد؛ بنابراین، رابطه منفی مشاهده شده بین چسبندگی هزینه و پرداخت سود سهام احتمالاً ناشی از هزینه‌های تعدیل منابع است که چسبندگی سود تقسیمی را کاهش می‌دهد (هی و همکاران،۲۰۲۰).

تأثیر مازاد نقدینگی بر رابطه بین چسبندگی هزینه و چسبندگی سود سهام

ترجیح نقدینگی یک شرکت به انگیزه‌های مختلفی بستگی دارد و به طور کامل در ادبیات اقتصادی و مالی مورد بررسی قرار گرفته است (لین و همکاران،۲۰۲۲). اولین انگیزه، انگیزه معامله است که مستلزم ارتباط بین هزینه‌های مبادله و موجودی نقدی شرکت است. این امر سبب می‌شود که شرکت‌های بزرگ‌تر به طور کلی با توجه به صرفه‌جویی در مقیاس، وجه نقد کمتری را در اختیار داشته باشند. انگیزه دوم، انگیزه احتیاطی است. این انگیزه به عنوان یک اقدام ایمنی برای شرکت عمل می‌کند تا مقدار معینی وجه نقد را برای حسابداری رویدادهای نامشخص آتی نگهداری کند. انگیزه سوم انگیزه مالیاتی است که بیانگر آن است که میزان نگهداری وجه نقد به مشوق‌های برگشت مالیاتی بستگی دارد. در نهایت، انگیزه نمایندگی وجود دارد. این انگیزه نشان می‌دهد که سطوح نگهداری وجه نقد بسته به فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت و میزان مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران یک شرکت متفاوت است (کوجی[1]،۲۰۱۹). شرکت‌هایی که سطح نقدینگی بالایی دارند بیشتر متحمل هزینه‌های نمایندگی مانند هزینه‌های نظارت می‌شوند. اینها هزینه‌هایی هستند که زمانی ایجاد می‌شوند که مدیران طبق اصل حداکثر سازی ثروت سهامداران عمل نکنند (لین و همکاران،۲۰۲۲). بر اساس تئوری مبادله شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت می‌کنند در مقایسه با شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند، وجه نقد کمتری در اختیار دارند. شرکت‌هایی که در پرداخت سود سهام شرکت می‌کنند، این اختیار را دارند که با کاهش سود سهام خود، ذخایر نقدی را با هزینه کمتری افزایش دهند. این گزینه برای شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند در دسترس نیست زیرا این شرکت‌ها برای افزایش ذخایر نقدی خود به بازارهای سرمایه خارجی متکی هستند (النجار و بلغیتر[2]، ۲۰۱۱). همچنین، شرکت‌هایی که در مرحله بالغ‌تری از چرخه عمر خود هستند، تمایل بیشتری به پرداخت سود سهام دارند (بیکر و همکاران، ۲۰۱۶). شرکت‌ها در صورتی که جریان نقدی آنها کم باشد یا تأمین مالی خارجی گران باشد، وجه نقد خود را پس‌انداز می‌کنند زیرا ممکن است در آینده

[1] Kooij
[2] Al-Najjar & Belghitar

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

برای سرمایه‌گذاری‌های خود به آن نیاز داشته باشند. بر این اساس، شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت می‌کنند، نسبت نقدینگی پایینی نسبت به شرکت‌هایی که سود سهام پرداخت نمی‌کنند، دارند. (کوجی،۲۰۱۹).

بنابراین تقسیم سود نقدی سبب خروج وجه نقد از شرکت شده و هرچه وضعیت نقدینگی شرکت بهتر باشد، توانایی بیشتری در توزیع سود وجود خواهد داشت. به عبارتی وجود سود به‌تنهایی دلیلی برای تقسیم آن نیست بلکه باید نقدینگی کافی نیز وجود داشته باشد. مدیر محافظه‌کاری که در جهت افزایش منافع سهامداران تلاش می‌کند، باید در فرصت‌های سودآور نیز سرمایه‌گذاری کند (دی کوراتو و زورامپاس[1]،۲۰۱۸). با این حال ملاحظات و منافع شخصی نیز می‌تواند به حفظ منابع بلااستفاده سازمانی منجر شود. زیرا وجود نقدینگی بیش از حد سبب ایجاد بستر لازم برای اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران و در نتیجه افزایش هزینه‌های نمایندگی است (اندرسون و همکاران،۲۰۰۳). به عبارتی دیگر زمانی که نقدینگی مازاد وجود داشته باشد مدیران در پاسخ به افزایش تقاضا برای محصولات، به دلیل وجود فرصت کسب منافع شخصی و سرمایه‌گذاری بیش از حد، سرمایه‌گذاری بیشتری در هزینه‌های عملیاتی مانند هزینه‌های توزیع، فروش و عمومی و اداری خواهند داشت و با کاهش تقاضای محصولات، کاهش هزینه‌های عملیاتی را به تعویق خواهند انداخت که چسبندگی بیشتر هزینه‌ها را به دنبال خواهد داشت. ولی با کاهش سطح نگهداشت نقدینگی، فرصت سرمایه‌گذاری بیش از حد کاهش یافته و به احتمال بیشتر هنگام کاهش تقاضای محصولات، هزینه‌های مربوطه را کاهش خواهند داد. بنابراین نقدینگی و سطح نگهداشت آن عامل ایجاد مشکلات نمایندگی و رفتار نامتقارن هزینه‌ها به سبب رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران خواهد بود (چن و همکاران،۲۰۱۲؛ ریچاردسون[2]،۲۰۰۶). بر این اساس توزیع سود نقدی بین سهامداران نیز از خاصیت چسبندگی برخوردار است زیرا با کاهش سود نقدی، ارزش سهام شرکت با کاهش روبرو می‌شود بر این اساس تا زمانی که مدیران از توان نگهداشت سود نقدی در سطح بالا اطمینان کافی کسب نکرده باشند، اقدام به توزیع سود نقدی نخواهند کرد که سبب افزایش نگهداشت نقدینگی خواهد شد (آرتز و پوپه[3]،۲۰۱۸). به دلیل اینکه مدیران دارای منافع شخصی هستند، از همه فرصت‌های ممکن برای افزایش حقوق و ثروت خود استفاده خواهند کرد؛ بنابراین، هنگامی که یک شرکت دارای وجه نقد بیشتری است، مدیران ترجیح می‌دهند به جای پرداخت سود نقدی به سهامداران، وجه نقد را در شرکت نگه دارند و منابع تحت کنترل خود را افزایش دهند و این موضوع چسبندگی سود تقسیمی را کاهش می‌دهد. با این حال، نتایج نشان می‌دهد رابطه منفی بین چسبندگی هزینه و پرداخت سود نقدی در شرکت‌های با دارایی‌های نقد زیاد، بیشتر از شرکت‌های با دارایی‌های نقد کم است (لین و همکاران،۲۰۲۲).

لین و همکاران (۲۰۲۲) با بررسی تأثیر چسبندگی هزینه بر سیاست تقسیم سود نقدی، نشان دادند شرکت‌های با هزینه-های چسبنده‌تر، سود نقدی کمتری نسبت به شرکت‌های مشابه خود پرداخت می‌کنند. همچنین هنگامی که راهبری شرکتی ضعیف است، تأثیر چسبندگی هزینه بر پرداخت سود نقدی بسیار زیاد است؛ زیرا مدیران شرکت‌های دارای وجه نقد بیشتر، مایل هستند وجه نقد را برای استفاده شخصی به جای پرداخت سود سهام نگهداری کنند. اوه[4] (۲۰۲۲) با بررسی تأثیر چسبندگی هزینه‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری نشان داد شرکت‌های دارای چسبندگی هزینه نسبت به شرکت‌های فاقد چسبندگی هزینه، در سرمایه‌گذاری خود کارایی کمتری دارند. به بیان دیگر، چسبندگی هزینه یک نتیجه تجربی است که از پژوهش‌های قبلی در مورد تصمیم‌گیری هزینه از دیدگاه مدیرانی پشتیبانی می‌کند که به دلیل عدم تقارن اطلاعات به دنبال منافع شخصی هستند. کیم، جانگ و چو[5] (۲۰۲۱) با بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر تقسیم سود نشان دادند یک رابطه منفی بین عدم تقارن اطلاعات و بازده سود سهام وجود دارد که به نظر می‌رسد به ویژه زمانی قوی است که شرکت‌ها در تأمین مالی برون‌سازمانی مشکل دارند زیرا ریسک سیستماتیک زیاد، محدودیت‌های مالی، یا نقدینگی سهام پایین دارند. لوسیانا و کریستیانتی[6] (۲۰۲۰) با بررسی رفتار چسبنده هزینه‌های فروش و عمومی اداری، نشان دادند هیچ رفتار هزینه چسبنده‌ای در هزینه‌های توزیع، فروش و عمومی و اداری شرکت‌های تولیدی در اندونزی وجود نداشت. این مطالعه نشان می‌دهد پیش‌بینی

[1] Di Corato & Zormpas
[2] Richardson
[3] Aretz & Pope
[4] Oh
[5] Kim, Jung & Cho
[6] Lusiana & Kristianti

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

تصمیم‌گیری در مقیاس فعالیت در یک شرکت دشوار است. هی و همکاران (۲۰۲۰) با بررسی رفتار نامتقارن هزینه‌ها و سیاست تقسیم سود، نشان دادند شرکت‌های با هزینه‌های تعدیل منابع بالاتر و هزینه‌های چسبنده، سود سهام کمتری نسبت به شرکت‌های مشابه پرداخت می‌کنند و رابطه منفی بین چسبندگی هزینه و پرداخت سود سهام توسط هزینه‌های تعدیل منابع هدایت می‌شود. کوجی (۲۰۱۹) با بررسی دارایی‌های نقدی شرکت، نظریه چرخه عمر سود سهام و جنبه‌های قانونی نشان داد رابطه مثبتی بین سطوح نگهداری وجه نقد شرکت و عمر شرکت‌ها وجود دارد. برای شرکت‌های نوپا، این رابطه منفی است و در شرکت‌های پرداخت‌کننده سود، رابطه بین عمر شرکت و نسبت‌های نقدی آنها قوی‌تر است. افزون بر این، در شرکت‌هایی که سود پرداخت نمی‌کنند، رابطه بین عمر شرکت (شرکت‌های جوان) و نسبت‌های نقدی آنها قوی‌تر است بنکر و همکاران (۲۰۱۶) با بررسی اثر چسبندگی هزینه بر برآوردهای محافظه‌کاری نشان دادند عدم تقارن برای تغییرات فروش با هزینه‌های چسبنده سازگار است و از محافظه‌کاری مشروط متمایز است. درنتیجه، پژوهش‌های تجربی آینده در مورد محافظه-کاری مشروط باید اثر مخدوش‌کننده بالقوه هزینه‌های چسبنده را تشخیص دهد. بشکوه و محرم‌خانی (۱۳۹۹) با بررسی پدیده چسبندگی سود سهام و تأثیرپذیری آن از مکانیزم‌های راهبری شرکتی در طی چرخه عمر شرکت‌ها به همراه تبیین مدل‌های انـدازه‌گیـری، نشان دادند دوگانگی مسئولیت مدیـرعامل نقش مهمی در چسبندگی سود سهـام ندارد. لیکن حضور اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره که استقلال مناسبی داشته و امکان برخورد جدی با مدیرعامل را دارند و حضور مالکان نهادی در مجمع عمومی نقش سازنده‌ای در بهبود تصمیم‌گیری، سود تقسیمی دارند. شیرزاد، ساعی و نصیرزاده (۱۳۹۹) با بررسی تحلیل بنیادی رفتار هزینه‌ها از بعد کارکرد و ماهیت و اثر آن بر دقت برآورد سود هر سهم، نشان دادند در زمان کاهش فروش ارتباط منفی و معنادار بین چسبندگی مجموع هزینه‌ها، بهای تمام شده و هزینه خدمات با دقت برآورد سود هر سهم و ارتباط مثبت و معنادار بین چسبندگی هزینه حقوق و دستمزد با دقت برآورد سود هر سهم وجود داشته است اما رابطه‌ی معناداری بین چسبندگی هزینه‌های عملیاتی و استهلاک با دقت برآورد سود هر سهم یافت نشد. بشکوه و فیروز علیزاده (۱۳۹۹) با بررسی پدیده چسبندگی سود سهام: ارائه مدل‌های جامع اندازه‌گیری و بررسی میزان تأثیرپذیری آن از چرخه‌های حیات و کیفیت حسابرسی، نشان دادند بین شرکت‌های نمونه پدیده چسبندگی سود سهام وجود دارد. همچنین این پدیده در مرحله بلوغ نسبت به مرحله رشد و افول شدیدتر است.

فرضیه‌های پژوهش

هنگامی که فروش کاهش می‌یابد، شرکت‌های با هزینه‌های تعدیل بیشتر، منابع کمتری را کاهش می‌دهند و سود آنها بیشتر از شرکت‌های مشابه خود کاهش می‌یابد (لین و همکاران،۲۰۲۲؛ بنکر و همکاران،۲۰۱۷). از سویی دیگر کاهش سود سهام منجر به زیان‌های بیشتر شرکت می‌شود، با اینکه مدیران عموماً تمایلی به پرداخت سود سهام ندارند، اما زمانی که هزینه تعدیل منابع افزایش می‌یابد، ترجیح می‌دهند سود سهام هر چند کمتری را پرداخت کنند و این موضوع چسبندگی سود تقسیمی را نشان می‌دهد (دی انجلو و دی انجلو،۲۰۰۸). از سویی دیگر، مدیران به جای پرداخت سود نقدی به سهامداران، انگیزه دارند تا منابع داخلی شرکت را برای برخورداری از منافع شخصی حفظ کنند. زمانی که یک شرکت وجوه نقد آزاد فراوان دارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوبی دارد، مدیران تمایل دارند به جای تقسیم آن بین سهامداران به‌صورت سود سهام، پول نقد را در شرکت نگه دارند، اندازه شرکت را گسترش داده و سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام دهند (لین و همکاران،۲۰۲۲). از سویی دیگر شرکت‌های با راهبری شرکتی ناکارآمد، اغلب با دارایی‌های نقدی بیشتر مطابقت دارند و سهامداران بزرگ و مدیران شرکت‌های بزرگ دارای وجه نقد انگیزه و تمایل بیشتری برای اجرای ادغام‌ها و تملک‌های متنوعی دارند که ثروت سهامداران را تضعیف می‌کند (هارفورد، مانسی و مکسول[1]،۲۰۰۸)؛ بنابراین، پیش‌بینی می‌شود رابطه بین چسبندگی هزینه و چسبندگی سود تقسیمی در شرکت‌های دارای وجه نقد بیشتر معنادارتر باشد (لین و همکاران،۲۰۲۲). بر این اساس فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

[1] Harford, Mansi & Maxwell

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

فرضیه اول: چسبندگی هزینه بر چسبندگی سود سهام تأثیر دارد.

فرضیه دوم: مازاد نقدینگی، رابطه بین چسبندگی هزینه‌ها و چسبندگی سود سهام را تعدیل می‌کند.

روش پژوهش

این پژوهش از نوع پس‌رویدادی بوده و از رگرسیون چندگانه (مدل رگرسیون کمترین مربعات تعمیم یافته (با اثرات ثابت و تصادفی)) برای آزمون فرضیات پژوهش استفاده می‌شود. جامعه آماری مورد بررسی در این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره مورد بررسی نیز سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ است. در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای ویژگی‌های زیر بر اساس نمونه‌گیری غربال‌گری به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند: - شرکت‌ها نباید سال مالی خود را در طی دوره‌های موردنظر تغییر داده باشند. - اطلاعات مالی شرکت‌های مورد بررسی به منظور استخراج داده‌های مورد نیاز در سایت کدال در دسترس باشد. - شرکت‌های مورد بررسی در بازه زمانی پژوهش از بورس خارج نشده باشند. - شرکت‌های موردنظر جزء بانک‌ها و واسطه‌گری مالی، لیزینگ، هلدینگ و سرمایه‌گذاری به علت متفاوت بودن ماهیت و نوع فعالیت این گروه از شرکت‌ها، نباشند. با توجه به شرایط مذکور از بین ۵۳۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، تعداد اعضای نمونه آماری انتخاب شده است. با توجه به رعایت شرایط یادشده و با استفاده از روش غربال‌گری از بین شرکت‌های واجد شرایط، تعداد ۱۵۴ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

جدول (۱): جدول نمونه‌گیری

نوع محدودیت	تعداد شرکت‌ها
تعداد کل شرکت‌های بورسی	۵۳۱
محدودیت مربوط به سال مالی منتهی به پایان اسفند ماه و تغییر سال مالی	۹۷
محدودیت مربوط به حذف بانک‌ها و مؤسسات و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی	۱۴۵
محدودیت مربوط به خروج از بورس در طول دوره مورد مطالعه	۱۴
محدودیت مربوط به ناقص بودن داده‌های برخی شرکت‌ها در طول دوره مورد مطالعه	۱۲۱
شرکت‌های باقی‌مانده	۱۵۴

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

مدل‌های آماری زیر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به کار رفته است. به منظور بررسی تأثیر چسبندگی هزینه بر چسبندگی سود سهام از رابطه (۱) و برای بررسی تأثیر مازاد نقدینگی بر رابطه بین چسبندگی هزینه و چسبندگی سود سهام از رابطه (۲) استفاده می‌شود که مطابق با پژوهش هی و همکاران (۲۰۲۰) و لین و همکاران (۲۰۲۲) است؛ همچنین متغیرهایی که در بورس تهران قابل اندازه‌گیری نیستند، از مدل اصلی حذف شده است:

رابطه (۱)
$$S-DPS_{it}=\beta_0+\beta_1 CS_{it}+\beta_2 FL_{it}+\beta_3 SIZE_{it}+\beta_4 ROA_{it}+\beta_5 ROAVOL_{it}+\beta_6 Q-TOBIN_{it}+\varepsilon_i$$

رابطه (۲)
$$S-DPS_{it}=\beta_0+\beta_1 CS_{it}+\beta_2 EXCH_{it}+\beta_3 CS_{it}*EXCH_{it}+\beta_4 FL_{it}+\beta_5 SIZE_{it}+\beta_6 ROA_{it}+\beta_7 ROAVOL_{it}+\beta_8 Q-TOBIN_{it}+\varepsilon_i$$

متغیر وابسته: چسبندگی سود سهام (S-DPS)

چسبندگی سود سهام بیانگر درصد تغییرات سود تقسیمی به ازای یک درصد تغییر در سود سهام است که برای افزایش سود، افزایش سود تقسیمی بیشتر از کاهش سود تقسیمی هنگام کاهش سود سهام است. برای اندازه‌گیری چسبندگی سود سهام مطابق پژوهش‌های سجادی و همکاران (۱۳۹۳) و بشکو و فیروز علیزاده (۱۳۹۹) از مدل زیر (رابطه ۳ و ۴) استفاده شده است:

رابطه (۳)
$$DPS-RATIO_{i,t}=\frac{DPS_t}{EPS_t}\frac{DPS_{t-1}}{EPS_{T-1}}$$

رابطه (۴)
$$S-DPS_{i,t}=PS-RATIO_{i,t}*D_{i,t}{}^{EPS}*D_{i,t}{}^{DPS}$$

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

برای $D_{i,t}^{EPS}$ اگر سود هر سهم سال جاری نسبت به سال قبل کوچک‌تر از یک باشد کد ۱ و اگر بزرگ‌تر و مساوی یک باشد کد صفر داده می‌شود و برای $D_{i,t}^{DPS}$ اگر نسبت $DPS-RATIO_{i,t}$ کوچک‌تر از یک باشد کد ۱ و برای مقادیر بزرگ‌تر مساوی یک، کد صفر داده می‌شود. برای سال-شرکت‌هایی که $S-DPS_{i,t}$ مقادیر مثبتی را به خود اختصاص دهد نشان‌دهنده چسبندگی سود سهام است.

متغیر مستقل: چسبندگی هزینه (CS)

$CS_{j,t}$: چسبندگی هزینه‌های شرکت i در سال t است و معیاری برای محاسبه‌ی رفتار نامتقارن هزینه‌هاست. در این پژوهش به تبعیت از هی و همکاران (۲۰۲۰)، لین و همکاران (۲۰۲۲)، اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) و فرجی و مصطفی‌پور (۱۳۹۹) از مدل‌های زیر برای سنجش چسبندگی هزینه‌ها در سطح هزینه‌های عملیاتی (رابطه ۲)، کل هزینه‌ها (رابطه ۳) و هزینه‌ها در سطح صنعت (رابطه ۴) استفاده شد:

$$\text{LOG}\frac{\text{OC}_{it}}{\text{OC}_{it-1}}=\beta_0+\beta_1\text{LOG}\frac{\text{SALE}_{it}}{\text{SALE}_{it-1}}+\beta_2\text{DD}_t*\text{LOG}\frac{\text{SALE}_{it}}{\text{SALE}_{it-1}}+\varepsilon_{it}$$ رابطه (۵)

$$\text{LOG}\frac{\text{TC}_{it}}{\text{TC}_{it-1}}=\beta_0+\beta_1\text{LOG}\frac{\text{SALE}_{it}}{\text{SALE}_{it-1}}+\beta_2\text{DD}_t*\text{LOG}\frac{\text{SALE}_{it}}{\text{SALE}_{it-1}}+\varepsilon_{it}$$ رابطه (۶)

$$\text{LOG}\frac{\text{INDULC}_{it}}{\text{INDULC}_{it-1}}=\beta_0+\beta_1\text{LOG}\frac{\text{SALE}_{it}}{\text{SALE}_{it-1}}+\beta_2\text{DD}_t*\text{LOG}\frac{\text{SALE}_{it}}{\text{SALE}_{it-1}}+\varepsilon_{it}$$ رابطه (۷)

این مدل پایه و اساس سنجش چسبندگی هزینه در این پژوهش بوده است؛ که متغیرها در آن عبارت‌اند از:

Log [OCi,t / OCi,t-1]: نرخ تغییر در هزینه‌های عملیاتی، OCit: هزینه‌های عملیاتی شرکت در دوره i، Sales i,t: خالص درآمد شرکت i در دوره t، Salesi,t-1: خالص درآمد شرکت i در دوره ۱-t، Log [TCi,t / TCi,t-1]: نرخ تغییر در کل هزینه‌ها، Log [INDULCi,t / INDULCi,t-1]: نرخ تغییر در هزینه‌ها در سطح صنعت و $Decrease-Dummyi,t$ (DD): به عنوان متغیر مجازی مدل در نظر گرفته شده است و مقدار خود را با توجه به تغییرات درآمد فروش اتخاذ می‌نماید، بدین ترتیب که در صورت کاهش درآمد فروش نسبت به سال قبل اتفاق افتد؛ برابر ۱ می‌شود و در صورت افزایش درآمد فروش برابر صفر می‌شود. از آنجایی که به هنگام افزایش درآمد $\text{Decrease}-\text{Dummy}_{i,t}$ برابر صفر در نظر گرفته می‌شود؛ در نتیجه ضریب β_1 درصد افزایش در هزینه‌های عملیاتی را به هنگام افزایش درآمد نشان می‌دهد. همچنین زمانی که درآمد فروش کاهش می‌یابد، ارزش$\text{Decrease}-\text{Dummy}_{i,t}$ برابر ۱ در نظر گرفته می‌شود در نتیجه جمع ضرایب $\beta_1+\beta_2$ درصد کاهش هزینه‌های عملیاتی را به ازای ۱٪ کاهش درآمد فروش نشان می‌دهد. اگر هزینه‌ها از رفتار چسبندگی برخوردار باشند؛ باید تغییرات در هزینه به هنگام افزایش درآمد فروش بیشتر از تغییرات هزینه به هنگام کاهش درآمد فروش باشد. بنابراین از نظر تجربی رفتار چسبندگی هزینه‌ها با $\beta_1>0$ و $\beta 2<0$ تأیید می‌شود. برای اثبات چسبندگی هزینه‌ها در مدل‌های ۱و ۲ و۳ باید $\beta_1+\beta_2$ کوچک‌تر از β_1 باشد و در نهایت ضریب β_2 بیانگر مقدار چسبندگی هزینه در هر سه مدل است (هی و همکاران،۲۰۲۰؛ لین و همکاران،۲۰۲۲؛ اندرسون و است (ران،۲۰۰۳).

متغیر تعدیل‌گر: مازاد نقدینگی (EXCH)

باقیمانده مثبت (منفی) مدل زیر (رابطه ۸) بیانگر مازاد (کسری) نگهداشت نقد (انحراف از وجه نقد بهینه) نسبت به نیاز شرکت بر اساس فعالیت‌های عادی و سرمایه‌گذاری است (هوانگ و مازوز، ۲۰۱۸).

$$CASH_i=\beta_0+\beta_1CF_i+\beta_2LEVERAGE_i+\beta_3MTB_i+\beta_4SIZE_i+\beta_5NWC_i+\beta_6CAPEX_i+\beta_7DIV_i+\beta_8INDSIG_i+\varepsilon_i$$ رابطه (۸)

که $CASH$ معادل لگاریتم طبیعی وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت؛ CF معادل سود قبل از بهره و مالیات و استهلاک، $LEVERAGE$ معادل نسبت کل بدهی‌ها به خالص دارایی‌ها، MTB معادل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها، $SIZE$ معادل لگاریتم طبیعی دارایی‌ها، NWC معادل خالص سرمایه در گردش، $CAPEX$ معادل مخارج سرمایه‌ای مندرج در صورت جریان نقدی، DIV معادل سود تقسیمی که اگر شرکت در طی دوره مالی سود تقسیم کرده باشد کد در غیر این صورت کد صفر داده شده است، $INDSIG$ معادل ریسک جریان نقدی صنعت (میانگین انحراف استاندارد جریان‌های نقدی تقسیم بر کل

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

دارایی‌های هر صنعت). ε_i معادل پس ماند مدل و مقادیر مثبت (منفی) بیانگر مازاد (کسری) نگهداشت نقد نسبت به نیاز شرکت بر اساس فعالیت‌های عادی و سرمایه‌گذاری است(هوانگ و مازوز[1]، ۲۰۱۸).

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش به تبعیت از هی و همکاران (۲۰۲۰)، لین و همکاران (۲۰۲۲) و اسکینر و شولتز (۲۰۱۱) از متغیرهای کنترلی زیر به دلیل ارتباط با تقسیم سود و ویژگی‌های خاص شرکت استفاده شده است: $ROA_{j,t}$ معادل بازده دارایی که از طریق تقسیم سود عملیاتی بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید (شرکت‌هایی که بازدهی بالایی دارند توان حفظ منابع استفاده نشده در شرایط کاهش فروش برای جلوگیری از کاهش سود سهام را دارند)، FLj,t معادل اهرم مالی و از نسبت بدهی‌ها بر دارایی‌ها استفاده شد (شرکت‌های با اهرم بالا، به دلیل انعطاف مالی کمتر، در شرایط کاهش فروش توانایی کمتری برای حفظ سطح سود تقسیمی سال قبل را دارند)، SIZEj,t معادل اندازه شرکت که از لگاریتم فروش شرکت استفاده شد (شرکت‌های بزرگ‌تر دارای منابع بیشتر بوده و همچنین به دلیل انتظارات بالای بازار سعی بر عدم کاهش سطح سود تقسیمی سال قبل را دارند)، ROAVolj,t معادل تغییرات بازده دارایی که از طریق انحراف استاندارد بازده دارایی‌ها طی ۴ سال اخیر محاسبه می‌شود (نوسان بالای بازدهی بیانگر ریسک بالای سودآوری و ریسک بالای عملیاتی شرکت بوده و عدم اطمینان توزیع سود را افزایش می‌دهد)، TobinQj,t معادل کیوتوبین و به تبعیت از نمازی و جعفری (۱۳۹۸) از رابطه زیر (رابطه ۹) برای محاسبه آن استفاده شده است:

$$Q_s = \frac{\text{Vocsiloy} + \text{Emvopsiloy} + \text{Bvitloy} + \text{Bvcliloy}}{\text{Bvtailoy}}$$

رابطه (۹)

که در آن: Ocsiloy: ارزش سهام عادی در پایان سال، Emvopsiloy: برآورد ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال،Bvltliloy: ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت در پایان سال، Bvcliloy: ارزش دفتری بدهی‌های جاری در پایان سال،Bvtailoy: ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال است (شرکت‌های با ارزش بازار بیشتر، از لحاظ هزینه سیاسی و پوشش بالای تحلیلگران، سعی در جلوگیری از کاهش سود سهام هنگام کاهش فروش را دارند).

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی داده‌های پژوهش

آمار توصیفی برای هریک از متغیرها به‌صورت جداگانه در جدول (۲) ارائه شده است و شامل شاخص‌های مرکزی (میانگین و میانه)، شاخص‌های پراکندگی (انحراف معیار و واریانس) و شاخص‌های شکل توزیع (چولگی و کشیدگی) و بیشترین و کمترین مقدار هر متغیر محاسبه و نمایش داده شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
چسبندگی سود سهام	S-DPS	۰/۰۶۸	۰/۰۰۹۲	۰/۴۶۰۷	-۰/۰۲۵۳	۰/۰۸۱۶
چسبندگی هزینه‌های عملیاتی	CSOC	۰/۰۰۶۶	۰/۰۰۰	۱/۹۲۷	-۲/۱۰۶	۰/۴۵۱۸
چسبندگی کل هزینه‌ها	CSTC	-۰/۰۰۷۵	۰/۰۰۰	۲/۳۱۰۵	-۲/۱۱۸	۰/۵۶۴
چسبندگی هزینه در سطح صنعت	CSIND	۰/۰۰۸۶	۰/۰۰۰	۱/۴۹۱	-۳/۲۱۴	۰/۶۲۶
مازاد نقد	EXCH	۰/۰۱۳۱	۰/۰۱۰۴	۰/۴۹۴	-۰/۰۰۱۱	۰/۲۱۶
اهرم مالی	FL	۰/۶۸۲	۰/۶۴۵	۰/۹۹۱	۰/۰۴۰	۰/۲۶۴
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۱۳	۰/۰۹۲	۰/۸۱۵	-۰/۵۷۳	۰/۲۰۶
انحراف بازده دارایی	ROAV	۰/۱۳۵	۰/۱۰۹	۰/۵۳۷	۰/۰۰۵۱	۰/۱۷۱
شاخص کیوتوبین	TobinQ	۰/۷۰۴	۰/۵۹۸	۲/۴۷۱	۰/۱۹۳	۰/۳۹۴
اندازه شرکت	SIZE	۱۹/۳۱۸	۱۸/۶۰۷	۲۶/۳۸۰	۱۰/۵۷۳	۲/۱۵۰

[1] Huang & Mazouz

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

نتایج آمار توصیفی در جدول (۲) نشان می‌دهد به‌طور میانگین چسبندگی سود سهام معادل ۰/۰۶۸، بیشترین مقدار چسبندگی هزینه مربوط به چسبندگی هزینه در سطح صنعت و کمترین مقدار آن در سطح کل هزینه‌ها است، کمترین مقدار چسبندگی هزینه‌ها در سطح صنعت مربوط به شرکت باما به مقدار ۳/۲۱۴۰- در سال ۱۳۹۵ و بیشترین مقدار چسبندگی هزینه‌ها در سطح صنعت مربوط به شرکت ایران‌خودرو در سال ۱۳۹۸ به مقدار ۱/۴۹۱ بوده است. میانگین مازاد نگهداشت نقدینگی معادل ۰/۰۱۳۱ و مثبت است که حاکی از نگهداری مازاد نقد شرکت‌های مورد مطالعه نسبت به سطح بهینه نقدینگی است، از بین متغیرهای مورد مطالعه بیشترین و کمترین انحراف معیار مربوط به متغیر اندازه شرکت و چسبندگی سود سهام است یعنی به‌طور میانگین بیشتر شرکت‌های مورد مطالعه دارای چسبندگی سود سهام است.

آمار استنباطی

برای تشخیص بین الگوهای اثرات معمولی (pool) و داده‌های تابلویی (panel) نتایج آزمون چاو در جدول ۳ بیانگر این است که یکسان بودن عرض از مبدأ برای تمامی شرکت‌های مورد مطالعه در سطح معنی‌دار ۵ درصد رد نمی‌شود و می‌توان برای برآورد مدل از روش داده‌های تابلویی استفاده کرد.

جدول (۳): نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۵/۷۲۴	۰/۰۰۰۱	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
فرضیه دوم	۴/۹۳۷	۰/۰۰۰۸	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

برای تشخیص بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی نتایج آزمون هاسمن در جدول ۴ نشان می‌دهد فرضیه صفر مبنی بر انتخاب روش با اثرات تصادفی برای تخمین مدل دوم در سطح معنی‌دار ۵ درصد رد شده است و به همین دلیل برای برآورد مدل اول از روش با اثرات تصادفی و برای مدل دوم از مدل با اثرات ثابت استفاده شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۷/۲۴۸۱	۰/۱۱۵۲	پذیرش اثرات تصادفی از مبدأ
فرضیه دوم	۳۴/۵۰۶۱	۰/۰۰۰۰	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدأ

منبع: یافته‌های پژوهشگر

وقتی خطاها ناهمسان باشند، انحراف معیار عرض از مبدأ بسیار بزرگ می‌شود. انحراف معیار ضرایب شیب نیز به شکل ناهمسانی بستگی دارد؛ بنابراین، از آزمون والد تعدیل‌شده برای بررسی ناهمسانی واریانس جملات اخلال استفاده شده است. نتایج حاصل در جدول ۵ نشان می‌دهد سطح معنی‌داری آزمون والد تعدیل‌شده در مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد می‌باشد و این موضوع بیانگر عدم وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال بوده است.

جدول (۵): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۰/۶۱۷۲	۰/۸۴۹۲	عدم وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال
فرضیه دوم	۵۱/۲۶۱	۰/۳۴۴۲	عدم وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال

برای بررسی نبود خود همبستگی بین جملات پسماند از آزمون بریوش-گادفری[1] استفاده شده است. این آزمون در واقع همان آزمون است که برای بررسی بود و نبود مشکل خود همبستگی بین جملات پسماند مورد استفاده قرار می‌گیرد. نتایج آزمون بریوش-گادفری به منظور بررسی خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند در جدول ۶ نشان داده شده است. با توجه به نتایج جدول 5 مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون برای هردو مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر وجود خود همبستگی سریالی در مدل می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل با اجرای دستور تابع خودهمبستگی[2] رفع شده است.

[1] LMtest
[2] Auto Correlation

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]
[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

جدول (۶): نتایج آزمون خود همبستگی

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۸۶/۱۶۷۰	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی در جملات اخلال
فرضیه دوم	۹۲/۶۱۰۵	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی در جملات اخلال

همچنین، نتایج آزمون هم خطی در جداول ۶ و ۷ هم نشان می‌دهد با توجه به اینکه ضریب VIF برای تمامی متغیرها کمتر از ۱۰ بوده است؛ همخطی بین متغیرهای توضیحی وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش: با توجه به نتایج حاصل از خروجی مدل رگرسیون کمترین مربعات تعمیم یافته (با اثرات تصادفی) در جدول ۷ و با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F کمتر از ۰/۰۵ است؛ مدل رگرسیون در کل معنی‌دار است و ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده، نشان می‌دهد ۱۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی در مدل تشریح و پیش‌بینی می‌شود و سطح معناداری برای متغیر چسبندگی هزینه‌ها در سطح هزینه‌های عملیاتی ۰/۰۳۰ و در سطح کل هزینه‌ها ۰/۰۰۲ و در چسبندگی هزینه‌ها در سطح صنعت ۰/۰۰۲۱ و کمتر از ۰/۰۵ و با ضرایب به ترتیب ۰/۰۱۲۸، ۰/۰۷۲۵-، ۰/۰۴۹۱-، بوده است بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که متغیرهای مربوط به چسبندگی هزینه‌ها در سطح هزینه‌های عملیاتی بر چسبندگی سود سهام تأثیر مثبت و از سویی دیگر چسبندگی هزینه‌ها در سطح کل و چسبندگی هزینه‌ها در سطح صنعت بر چسبندگی سود سهام تأثیر منفی و معناداری دارند. همچنین، با توجه به نتایج آماره دوربین واتسون که برابر با ۱/۸۳۵ بوده و در بازه بین ۱/۵ الی ۲/۵ قرار دارد؛ می‌توان به این نتیجه رسید که خودهمبستگی سریالی مشاهده شده در آزمون بریوش گادفری بین جملات خطا یا پسماند رفع شده و مدل بهترین برآورد کننده بدون تورش است. از بین متغیرهای کنترلی نیز متغیر اهرم و نوسان بازدهی دارایی‌ها دارای تأثیر منفی و متغیر کیوتوبین و اندازه شرکت دارای تأثیر مثبت معنی‌دار بر چسبندگی سود سهام هستند اما متغیر بازدهی دارایی‌ها تأثیری بر چسبندگی سود سهام نداشته است.

جدول (۷): نتایج آزمون فرضیه اول

$$=\beta_0+\beta_1 CS_{it}+\beta_2 FL_{it}+\beta_3 SIZE_{it}+\beta_4 ROA_{it}+\beta_5 ROAVOL_{it}+\beta_6 Q-TOBIN_{it}+\varepsilon_i S-DPS_{it}$$

متغیر وابسته: چسبندگی سود سهام

متغیر	نماد	ضرایب استاندارد نشده		آماره t	Prob.	VIF
		ضریب	خطا			
مقدار ثابت	*C*	۰/۱۶۶	۰/۰۳۹	۴/۲۵۶	۰/۰۰۰	
چسبندگی هزینه‌ها (سطح عملیاتی)	CS-OC	۰/۰۱۲۸	۰/۰۰۵۳	۲/۴۱۵	۰/۰۳۰	۱/۰۲۷۳
چسبندگی هزینه‌ها (سطح کل هزینه‌ها)	CS-TC	-۰/۰۷۲۵	۰/۰۲۰۶	-۳/۵۱۹	۰/۰۰۲	۱/۱۲۰۸
چسبندگی هزینه‌ها (سطح صنعت)	CS-INC	-۰/۰۴۹۱	۰/۰۱۵۷	-۳/۱۲۷	۰/۰۰۲۱	۱/۱۳۶۱
شاخص کیوتوبین	Q-Tubin	۰/۰۲۸۸	۰/۰۰۷۶	۳/۷۸۹	۰/۰۱۱	۱/۱۰۵۲
اهرم مالی	FL	-۰/۰۹۴	۰/۰۳۴۰	-۲/۷۶۴	۰/۰۰۵	۱/۰۹۴۳
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۱۷	۰/۰۹۵	۱/۲۳۱	۰/۰۷۳	۱/۱۱۷۲
نوسان بازده دارایی‌ها	ROAVOL	-۰/۱۵۲	۰/۰۷۱۸	-۲/۱۱۶	۰/۰۰۶	۱/۰۸۱۸
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۷	۰/۰۰۲	۳/۴۹۲	۰/۰۰۳۴	۱/۰۵۷۲
آماره F		۱۵/۶۲۳		ضریب تعیین (R^2)		۰/۲۱۰
سطح معنی‌داری F (Prob.)		۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده ($R^2\alpha$)		۰/۱۹۷
				آماره دوربین واتسون (D.W)		۱/۸۳۵

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش: با توجه به نتایج حاصل از مدل رگرسیون کمترین مربعات تعمیم یافته برای فرضیه دوم پژوهش در جدول ۸ و با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F کمتر از ۰/۰۵ است؛ مدل رگرسیون در کل معنی‌دار است و ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده، نشان می‌دهد که ۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی در مدل تشریح و پیش‌بینی می‌شود. از سویی دیگر، با توجه به نتایج آماره دوربین واتسون که برابر با ۱/۹۰۵ بوده می‌توان به این نتیجه رسید که خودهمبستگی سریالی بین جملات خطا یا پسماند رفع شده و مدل بهترین برآورد کننده بدون تورش است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

جدول (۸): نتایج آزمون فرضیه دوم

$$=\beta_0+\beta_1 CS_{it}+\beta_2 EXCH_{it}+\beta_3 CS_{it}*EXCH_{it}+\beta_4 FL_{it}+\beta_5 SIZE_{it}+\beta_6 ROA_{it}+\beta_6 ROA_{it}+\beta_7 ROAVOL_{it}+\beta_8 Q-S-DPS_{it} TOBIN_{it}+\varepsilon_i$$

متغیر وابسته: چسبندگی سود سهام

متغیر	نماد	ضرایب استاندارد نشده		آماره t	Prob.	VIF
		ضریب	خطا			
مقدار ثابت	C	۰/۱۴۰۵	۰/۰۲۶۸	۵/۲۴۲	۰/۰۰۰	
چسبندگی هزینه‌ها (عملیاتی)	CS-OC	۰/۰۲۹۴	۰/۰۰۸۶	۳/۴۱۸	۰/۰۰۴	۱/۲۶۰۷
چسبندگی (کل هزینه‌ها)	CS-TC	-۰/۰۵۳۷	۰/۰۱۳۴	-۴/۰۰۷	۰/۰۱۱	۱/۳۱۴۶
چسبندگی هزینه‌ها (صنعت)	CS-INC	-۰/۰۴۵۱	۰/۰۱۵۲	-۲/۹۶۷	۰/۰۰۲۶	۱/۳۹۱۵
مازاد نقدینگی	EXCH	۰/۱۱۷۵	۰/۰۳۱۹	۳/۶۸۳	۰/۰۱۴	۱/۳۵۶۲
چسبندگی هزینه‌ها (عملیاتی)* مازاد نقدینگی	CSOC*EXCH	-۰/۰۹۱۷	۰/۰۳۸۴	-۳/۳۸۸	۰/۰۰۵۲	۱/۴۱۷۶
چسبندگی هزینه‌ها (کل هزینه‌ها)* مازاد نقدینگی	CSTC*EXCH	-۰/۱۱۵۰	۰/۰۸۶۱	-۱/۳۳۵	۰/۰۶۱۸	۱/۵۰۴۹
چسبندگی هزینه‌ها (صنعت)* مازاد نقدینگی	CSIND*EXCH	-۰/۰۰۴۲	۰/۰۰۱۱	-۳/۸۱۸	۰/۰۰۳۴	۱/۴۸۳۵
شاخص کیوتوبین	Q-Tubin	۰/۱۸۳۴	۰/۰۵۳۶	۳/۴۲۱	۰/۰۰۵	۱/۲۷۲۱
آماره F		۱۹/۸۳۴		ضریب تعیین (R^2)		۰/۲۳۷
سطح معنی‌داری F (Prob.)		۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده (R^2a)		۰/۲۱۲
				آماره دوربین واتسون (D.W)		۱/۹۰۵

مطابق جدول ۸، سطح معنی‌داری برای متغیر چسبندگی هزینه‌ها در سطح هزینه‌های عملیاتی ۰/۰۰۴ و در سطح کل هزینه‌ها ۰/۰۱۱ و در سطح صنعت ۰/۰۰۲۶ و کمتر از ۰/۰۵ هستند و تأثیر چسبندگی هزینه‌ها بر متغیر چسبندگی سود سهام حتی با تغییر مدل برازش رابطه خود را حفظ کرده است؛ متغیر مازاد نقدینگی با ضریب ۰/۱۱۷۵ و سطح معنی‌داری ۰/۰۱۴ بیانگر تأثیر مثبت معنی‌دار آن بر چسبندگی سود سهام است، اثر تعاملی چسبندگی هزینه در سطح هزینه‌های عملیاتی و در سطح صنعت به ترتیب با ضرایب ۰/۰۹۱۷- و ۰/۰۰۴۲- و به ترتیب با سطح معنی‌داری ۰/۰۰۵۲ و ۰/۰۰۳۴ بیانگر تأثیر منفی معنی‌دار آنها بر چسبندگی سود سهام است اما متغیر چسبندگی هزینه در سطح کل هزینه با سطح معنی‌داری ۰/۰۶۱۸ بیانگر عدم تأثیر معنی‌دار آن بر چسبندگی سود سهام است. از بین متغیرهای کنترلی نیز متغیر کیوتوبین دارای تأثیر مثبت و متغیر اهرم مالی و اندازه شرکت تأثیر منفی معنی‌دار بر چسبندگی سود تقسیمی است.

بحث و نتیجه‌گیری

تقسیم سود و رفتار آن بیانگر تصویری از سودآوری آینده، توان رقابتی شرکت و فعالیت‌های آن‌ها است که علایق و انگیزه سرمایه‌گذاران و هدایت منابع بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با این حال، عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی و در نتیجه نگهداشت نقدینگی بر این اساس، می‌تواند رفتار تقسیم سود شرکت را نیز تحت تأثیر قرار دهد. هدف این پژوهش بررسی تأثیر چسبندگی هزینه (در سطح کل هزینه‌ها، هزینه عملیاتی و در سطح صنعت) بر چسبندگی سود سهام با تأکید بر مازاد نقدینگی بوده است. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد چسبندگی هزینه در سطح عملیاتی دارای تأثیر مثبت معنی‌دار و چسبندگی هزینه در سطح هزینه کل و در سطح صنعت دارای تأثیر منفی معنی‌دار بر چسبندگی سود سهام است که بیانگر قابلیت کنترل و مدیریت هزینه‌های عملیاتی و دخالت تصمیمات مدیریتی در تعدیل منابع با استفاده از عملیات اصلی تولید و فروش شرکت است. به بیانی دیگر مدیران وقتی اقدام به تعدیل منابع با تغییرات فروش می‌کنند، این تصمیم بر عملیات اصلی شرکت و نتایج آن تأثیر بیشتری خواهد داشت. همچنین، شرکت‌های با چسبندگی بالای هزینه‌های عملیاتی در راستای انتظارات خود از نحوه استفاده منابع در آینده و همچنین برای تأمین رضایت ذینفعان در توزیع سود نقدی، سعی می‌کنند نگاه محافظه‌کارانه‌ای در تقسیم سود داشته باشند زیرا، کاهش سود تقسیمی سبب کاهش بازدهی نقدی سهامدار و افزایش وابستگی شرکت به منابع مالی گران‌قیمت برون‌سازمانی می‌شود درنتیجه، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند از کاهش سود تقسیمی اجتناب کنند. این در حالی است که چسبندگی هزینه در سطح کل هزینه‌ها و در سطح صنعت به دلیل اینکه به‌طور مستقیم متأثر از تعدیل منابع به هنگام کاهش فروش نیستند، چسبندگی سود تقسیمی را کاهش می‌دهند. یعنی با وجود چسبندگی این هزینه‌ها، به هنگام کاهش سود، سود تقسیمی نیز کاهش می‌یابد. این نتیجه هم‌راستا با پژوهش‌های آرتز و پوپه (۲۰۱۸)، اسکینر و سولتز (۲۰۱۱) و هی و همکاران (۲۰۲۰)، بنکر و بیزالوف (۲۰۱۴) و غیر هم‌راستا با نتایج لین و همکاران (۲۰۲۲)

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

است. نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد ضمن اینکه مازاد نقدینگی، چسبندگی سود سهام را افزایش می‌دهد و نشانگر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در به‌کارگیری منابع نقدی در راستای منافع شخصی است، اثر تعاملی مازاد نقدینگی با چسبندگی هزینه در سطح عملیاتی، کل هزینه‌ها و در سطح صنعت، دارای تأثیر منفی بر چسبندگی سود سهام است. یعنی مازاد نقدینگی (انحراف از سطح بهینه نقدینگی) در شرکت‌ها سبب کاهش چسبندگی سود سهام شده و به هنگام افزایش (کاهش) سود، سود تقسیمی نیز افزایش (کاهش) می‌یابد. یعنی در هنگام وجود پدیده چسبندگی در هزینه‌ها وجود مازاد نقدینگی بیشتر نگرانی مدیران در خصوص پیامدهای حفظ ظرفیت تولید و تقسیم سود را مرتفع کرده و چه‌بسا به دلیل نبود فرصت‌های سرمایه-گذاری سودآور و کاهش هزینه‌های نمایندگی و درنتیجه برای جلوگیری از کاهش ارزش شرکت، به هنگام افزایش (کاهش) سود، سود تقسیمی را افزایش (کاهش) می‌دهند. زیرا با وجود نقدینگی بیشتر در شرکت، بهتر می‌توان در خصوص عدم اطمینان و عدم قطعیت جریان عملیات اصلی در آینده با تغییرات تقاضا، مقابله کرد. این نتیجه هم‌راستا با نتایج پژوهش‌های هی و همکاران (۲۰۲۰)، لین و همکاران (۲۰۲۲) و غیر هم‌راستا با نتایج چن و همکاران (۲۰۱۲) و ریچاردسون (۲۰۰۶) است. زیرا این پژوهشگران بر این عقیده هستند که وجود مازاد نقدینگی بیشتر به کاهش سود تقسیمی و حفظ سود در داخل شرکت برای رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران منجر می‌شود که با کاهش سود تقسیمی، چسبندگی سود سهام را افزایش می‌دهد.

پیشنهادهای پژوهش

بر اساس نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود، برای تفکیک تصمیمات کارآمد از تصمیمات غیر کارآمد در خصوص چسبندگی هزینه‌ها و چسبندگی سود سهام و نیز دلایل نگهداشت مازاد نقدینگی، مدیران شرکت‌ها اطلاعات بیشتری از برنامه‌ها و پیش‌بینی‌های خود در یادداشت‌های توضیحی ارائه دهند. سرمایه‌گذاران برای اطمینان از کسب بازدهی نقدی، رفتار هزینه و سود تقسیمی را بر اساس ظرفیت‌ها، دسترسی به منابع تأمین مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مورد تحلیل قرار دهند. به تحلیلگران بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود برای افزایش شفافیت و کاهش هزینه کسب اطلاعات، پدیده چسبندگی هزینه و سود سهام و نقش مازاد نقدینگی شرکت‌ها را به‌طور مستمر مورد تحلیل قرار داده و از طریق کانال‌های اطلاعاتی این اطلاعات را برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و تفکیک رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران از تصمیمات منطقی، به بازار مخابره کنند که خود این عامل سبب کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران در شرایط عدم اطمینان به سبب پوشش بیشتر تحلیلگران می‌شود.

محدودیت‌های پژوهش

از جمله محدودیت‌های این پژوهش عدم امکان تفکیک عامل اختیارات مدیریت از عوامل کلان اقتصادی در شکل‌گیری چسبندگی هزینه‌ها و نیز عدم تعدیل ارقام صورت‌های مالی بر اساس تغییرات تورمی و چسبندگی ناشی از آن است.

منابع

بشکوه، مهدی؛ و اکرم فیروز علیزاده. (۱۳۹۹). پدیده چسبندگی سود سهام: ارائه مدل‌های جامع اندازه‌گیری و بررسی میزان تأثیرپذیری آن از چرخه‌های حیات و کیفیت حسابرسی. **دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت** ۹(۳۴): ۱۸۴-۱۶۹.

بشکوه، مهدی؛ و محسن محرم خانی. (۱۳۹۹). پدیده چسبندگی سود سهام؛ تبیین مدل جامع اندازه‌گیری و تأثیرپذیری آن از مکانیزم‌های راهبری شرکتی. **دانش حسابداری مالی** ۷(۱): ۱۳۱-۱۰۱.

خانی، عبدالله؛ هادی امیری و محمدعلی شامحمدی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر انگیزه‌های شخصی مدیران بر عدم تقارن هزینه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۶(۱): ۷۴-۵۷.

سجادی، سید حسین؛ سعید حاجی‌زاده و جواد نیک کار. (۱۳۹۳). تأثیر چسبندگی هزینه بر تقارن زمانی سود با تأکید بر ارتباط میان چسبندگی هزینه و محافظه‌کاری شرطی. **مجله دانش حسابداری کرمان** ۵(۱۶): ۹۹-۸۱.

شیرزاد، علی؛ محمدجواد ساعی و فرزانه نصیرزاده. (۱۳۹۹). تحلیل بنیادی رفتار هزینه‌ها از بعد کارکرد و ماهیت و اثر آن بر دقت برآورد سود هر سهم. **راهبرد مدیریت مالی** ۸(۴): ۱۱۰-۸۳.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

صفرزاده محمدحسین. (۱۳۹۳). نقش راهبری شرکتی در توضیح چسبندگی هزینه‌ها. **فصلنامه حسابداری مالی** ۶ (۲۳): ۱-۲۱.

صفرزاده، محمدحسین؛ و بهزاد بیگ پناه. (۱۳۹۳). تأثیر چسبندگی هزینه بر برآورد محافظه‌کاری شرطی. **پژوهش‌های تجربی حسابداری** ۴(۴): ۵۹-۳۹.

فرجی، امید؛ و محمدکاظم مصطفی‌پور. (۱۳۹۹). تصمیمات مدیران در موازنه بین چسبندگی هزینه‌ها و هموارسازی سود. **حسابداری مدیریت** ۱۳(۴۴): ۲۰۴-۱۹۳.

نمازی، محمد؛ و زهرا جعفری. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر تعدیل‌کنندگی هزینه نمایندگی بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و چسبندگی هزینه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش‌های تجربی حسابداری** ۹(۴): ۲۰۰-۱۶۹.

واعظ، سید علی؛ امیرحسین منتظر حجت و رحیم بنابی قدیم. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر دقت و چسبندگی سود بر پاداش هیئت‌مدیره. **فصلنامه حسابداری مالی** ۹(۳۴): ۱۷۷-۱۵۱.

Al-Najjar, B., & Y.Belghitar. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. **Managerial and decision Economics** 32(4): 231-241.

Anderson, M.C., R.D. Banker & S.N. Janakiraman. (2003). Are Selling, General, and Administrative Costs Sticky?. **Journal of Accounting Research** 41(1): 47-63.

Aretz, K., & P.F. Pope. (2018). Real options models of the firm, capacity overhang, and the cross-section of stock returns. **Journal of Finance**. ISSN 0021-1082.

Baker, M., B. Mendel & J. Wurgler. (2016). Dividends as reference points: A behavioral signaling approach. **Review of Financial Studies** 29: 697–738.

Banker, R.D. & D. Byzalov. (2014). Asymmetric cost behavior. **Journal of Management Accounting Research** 26: 43–79.

Banker, R.D. & L. Chen. (2006). Predicting earnings using a model based on cost variability and cost stickiness. **The Accounting Review** 81: 285–307.

Banker, R.D., D. Byzalov & L. Chen. (2013). Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior. **Journal of Accounting and Economics** 55: 111–127.

Banker, R.D., D. Byzalov, S. Fang & Y. Liang. (2018). Cost Management Research. **Journal of Management Accounting Research** 30(3): 187-209.

Banker, R.D., S. Basu, D. Byzalov & J. Chen. (2016). The confounding effect of cost stickiness on conservatism estimates. **Journal of Accounting and Economics** 61: 203–220.

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

Chen, C.X., H. Lu & T. Sougiannis. (2012). The Agency Problem, Corporate Governance, and the Behavior of Selling, General, and Administrative Costs. **Contemporary Accounting Research** 29(1): 252-282.

DeAngelo, H., & L. DeAngelo. (2008). Reply to: Dividend Policy: Reconciling DD with MM. **Journal of Financial Economics** 87(2): 532-533.

DeAngelo, H., L. DeAngelo & D.J. Skinner. (2008). Corporate payout policy. **Foundations and Trends in Finance** 3: 95–287.

DeAngelo, H., L. DeAngelo & R. Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. **Journal of Financial Economics**, 81: 227-254

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]

Di Corato, L., & D. Zormpas. (2018). Investment in Farming Under Uncertainty and Decoupled Support: A Real Options Approach. **Available at SSRN**: https://ssrn.com/abstract=3240013 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3240013.

Farre-Mensa, J., R. Michaely & M. Schmalz. (2014). Payout policy. **Annual Review of Financial Economics** 6: 75–134.

Harford, J., S.A. Mansi & W.F. Maxwell. (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US. **Journal of Financial Economics** 87(3): 535-555

He, J., X. Tian, H. Yang & L. Zuo. (2020). Asymmetric Cost Behavior and Dividend Policy. **Journal of Accounting Research, Wiley Blackwell** 58(4): 989-1021.

Huang, W., & K Mazouz. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. **Journal of Corporate Finance** 48: 275-291.

Kama, I., & D. Weiss. (2013). Do earnings targets and managerial incentives affect sticky costs?. **Journal of Accounting Research** 51: 201–224.

Kim, S., J.Y. Jung & S.W. Cho. (2021). Does Information Asymmetry Affect Dividend Policy?. Analysis Using Market Microstructure Variables. **Sustainability** 13(2): 1-19.

Kooij, K.A. (2019). Corporate Cash Holdings, the Life-Cycle Theory of Dividends, and Legal Aspects. Master thesis, **International Financial Management** 17(4): 1-43.

Lin, L., W. Jinfeng & C. Rui. (2022). Does Cost Stickiness Affect the Cash Dividend Policy: Empirical Evidence from China. **Journal of Finance and Accounting** 10(1): 44-57.

Lusiana, & I. Kristianti. (2020). Sticky cost behavior in selling, general, and administrative costs in Indonesian manufacturing companies. **Journal Keuangan dan Perbankan** 24 (2): 214-22.

Oh, H.M. (2022). Cost Stickiness and Investment Efficiency. **Journal of Industrial Disribution & Business** 13(1): 11-21.

Park, H. (2017). Changes in operating margins during a sales decline and abnormal return. **Accounting dissertation**, Temple University.

Richardson, S. (2006). Over-investment of Free Cash Flows. **Review of Accounting Studies** 11: 159–189.

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

Weiss, D. (2010). Cost behavior and analysts' earnings forecasts. **The Accounting Review** 85: 1441–1471.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

[DOR: 20.1001.1.23452617.1401.14.55.5.9]