

Investigating the Factors Affecting the Relationship between Dividend Distribution and Investment

1. Mahdieh Nosrati^{id}: PhD Student in Accounting, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Alborz Campus, University of Tehran, Tehran, Iran

2. Sasan Mehrani^{id*}: Professor of Accounting, Department of Accounting, Faculty of Accounting and Financial Sciences, College of Management, University of Tehran, Tehran, Iran. Email: Smehrani@ut.ac.ir (Corresponding Author)

3. Ezzatollah Abbasiyan^{id}: Professor of Accounting, Department of Accounting, Faculty of Accounting and Financial Sciences, College of Management, University of Tehran, Tehran, Iran

Article history



Received: 10 July 2025

Revised: 27 October 2025

Accepted: 04 November 2025

Initial Publish: 06 November 2025

Final Publish: 23 September 2026

Abstract:

This study aims to identify and analyze the factors influencing the relationship between dividend distribution and investment among companies listed on the Tehran Stock Exchange during 2013–2022. Employing a mixed-method design, semi-structured interviews were conducted with 167 experts, executives, and board members, followed by a Likert-scale questionnaire distributed to listed firms. Quantitative data from 57 firms across six industries over ten years (2013–2022) were analyzed using panel regression models, F-Limer and Hausman tests, and the Generalized Method of Moments (GMM) in SPSS and EViews software. The results indicated that the previous year's dividend, net profit, cash flow, and debt level significantly affected dividend decisions, while end-of-year cash showed a negative impact. The investment in machinery and equipment model demonstrated the highest explanatory power, accounting for over 90% of investment variations (adjusted $R^2 = 0.91$). Investment in inventory also showed strong explanatory validity (adjusted $R^2 = 0.92$). Overall, dividend policy exhibited high persistence, with prior-year dividends being the strongest predictor of current payouts. Dividend decisions among Iranian firms are mainly driven by profitability and liquidity dynamics, while higher leverage constrains payout policies. Among investment alternatives, machinery and equipment investment best represents the behavioral model of firms. The developed model provides valuable insights for managers to balance dividend policies with corporate investment strategies.

Keywords: Dividend; Investment; Cash Flow; Net Profit; Debt; Generalized Method of Moments (GMM)

Citation: Nosrati, M., Mehrani, S., & Abbasiyan, E. (2026). Investigating the Factors Affecting the Relationship between Dividend Distribution and Investment. *Accounting, Finance and Computational Intelligence*, 4(3), 1-21.



Copyright: © 2026 by the authors. Published under the terms and conditions of Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0) License.

Extended Abstract**Introduction**

Dividend policy and investment decisions are two fundamental financial strategies that shape a firm's growth trajectory, market reputation, and shareholder value. The relationship between these two decisions has long been a central concern in corporate finance research. On one hand, dividend payouts represent a mechanism through which firms distribute profits to shareholders, enhancing market confidence and signaling financial strength; on the other hand, investment decisions determine how internal resources are allocated to growth opportunities. Striking a balance between these objectives remains a major challenge for corporate managers, particularly in emerging markets where external financing constraints and institutional inefficiencies are prevalent (Bahramfar & Mehrani, 2004).

The classical theories of dividend policy, including the signaling theory and the agency theory, emphasize that dividend payments can serve as an instrument to reduce information asymmetry and mitigate agency conflicts between managers and shareholders. When managers distribute a portion of profits as dividends, it constrains their discretion over retained earnings, reducing the risk of overinvestment and inefficient spending (Bushman & Smith, 2001). Moreover, according to the free cash flow hypothesis, the availability of discretionary cash flow can lead to overinvestment in projects with negative net present value, making dividend distributions a mechanism of governance to discipline managerial behavior (Yang & Jiang, 2008). In this sense, corporate dividend policy is not merely a profit allocation decision but a signal to investors regarding the firm's expected profitability and managerial transparency (Verdi, 2006).

Empirical studies reveal that firms tend to smooth dividends over time, maintaining stable or gradually increasing payouts to signal long-term financial stability. This phenomenon, known as dividend smoothing, is particularly evident in volatile or uncertain markets, where firms use dividend consistency to maintain investor trust (Aziz et al., 2025). In China, for instance, research has shown that firms with high managerial ability are better able to maintain stable dividend payments even under financial constraints, indicating that managerial competence mitigates the impact of cash flow volatility on payout decisions (Hou et al., 2025). Similarly, in emerging economies such as Pakistan and Brazil, companies often adopt stable dividend policies to reduce the perceived risks associated with political or economic instability (de Souza Junior et al., 2025).

The interconnection between dividends and investment decisions has also been examined in the context of firm size, profitability, and financial leverage. Firms with higher profitability and liquidity are generally more capable of sustaining dividend payments without compromising their investment capacity (Dang et al., 2020). Conversely, firms with high levels of debt often reduce their dividend payouts to conserve cash for debt servicing, consistent with the pecking order theory (Martins & Novaes, 2012). Moreover, investor pressure plays a growing role in determining dividend policies, as shareholders increasingly demand immediate returns in the form of cash dividends rather than long-term capital appreciation (Driver et al., 2020).

In developed markets such as South Korea, dividend policy has been empirically linked to firm performance and valuation, demonstrating that consistent dividend payments enhance firm value by improving investor perceptions and reducing market uncertainty (Njoku & Lee, 2024). Meanwhile, in the United Kingdom, consumer confidence has been identified as a moderating factor between dividend announcements and stock returns, indicating that market psychology interacts with financial policy to shape investor reactions (Hasan & Al-Najjar, 2024). In the Iranian context, where capital markets are relatively young and firms face both liquidity shortages and high inflation, dividend policy has been shown to directly influence

investment capacity, with firms often prioritizing shareholder payouts at the expense of reinvestment (Setayesh & Ghavhestani, 2016).

On the investment side, decision-making is heavily influenced by macroeconomic and accounting factors such as cash flow, debt structure, and interest rates (Oliveira et al., 2024). In industrial sectors like textiles and manufacturing, empirical evidence from Portugal confirms that liquidity and leverage significantly impact investment behavior, while firm size and GDP growth exert a positive effect (Oliveira et al., 2024). Likewise, studies across OECD economies suggest that firms with higher financial transparency and stronger internal governance make more efficient investment decisions, thereby aligning corporate growth with shareholder interests (Alexeeva-Alexeev, 2024).

Taken together, these studies underscore that dividend policy and investment are not independent financial decisions but rather complementary mechanisms of corporate strategy. Firms must continuously navigate the trade-off between rewarding shareholders through dividend payments and reinvesting profits to sustain growth. The balance between these objectives depends on factors such as profitability, cash flow, leverage, and market conditions. Therefore, this study aims to identify and analyze the determinants influencing the relationship between dividend distribution and investment in companies listed on the Tehran Stock Exchange during 2013–2022.

Methods and Materials

The present study employed a mixed-methods research design integrating qualitative and quantitative approaches. In the qualitative phase, semi-structured interviews were conducted with 167 financial experts, university professors, and corporate executives to identify key factors affecting dividend distribution and investment decisions. Using thematic analysis, the interview results were categorized into variables relevant to the Iranian capital market. These findings were then used to design a structured questionnaire based on a five-point Likert scale, which was distributed to senior managers and board members of listed firms.

In the quantitative phase, secondary data were collected from 57 firms across six industries—automotive, petrochemical, metals, pharmaceuticals, cement, and mining—over a ten-year period (2013–2022). Data analysis was performed using SPSS and EViews software. Descriptive statistics, binomial tests, and regression models (OLS and GMM estimations) were applied to evaluate the relationship between the identified variables. The study utilized both panel data regression and the generalized method of moments (GMM) to control for endogeneity and serial correlation issues.

Findings

Descriptive statistics indicated that the firms in the sample exhibited significant variation in profitability, liquidity, and leverage across the study period. The reliability of the questionnaire was confirmed with a Cronbach's alpha of 0.757, ensuring internal consistency. Binomial tests revealed that among twelve potential dividend determinants, the most influential variables were previous year's dividend, current profit, retained earnings, industry type, cash flow, and total debt level.

Regression results showed that the previous year's dividend had a strong positive and significant effect on the current year's dividend, confirming the presence of dividend smoothing behavior among Iranian firms. Net profit and operating cash flow also demonstrated positive and statistically significant effects, whereas the cash balance at year-end exhibited a negative relationship, suggesting that firms prefer to retain liquidity for precautionary motives rather than distribute it as dividends.

Debt level was found to have a significant negative effect on dividend payments, consistent with financial hierarchy theory. The investment models showed that investment in machinery and equipment explained over 90% of the variance in total

investment decisions (adjusted $R^2 = 0.91$), while investment in inventory and building accounted for 92% and 47% respectively.

GMM analysis confirmed the robustness of the results. The lagged dividend variable was positively significant, highlighting strong persistence in dividend policy. The J-statistic of 26.87 ($p = 0.41$) indicated the validity of instrumental variables and the absence of over-identification problems. Overall, the empirical findings suggest that dividend policy among Iranian firms is dynamic, profit-driven, and highly dependent on liquidity and debt management.

Discussion and Conclusion

The results of this study emphasize that dividend policy in Iranian listed firms is characterized by high persistence and significant dependence on past performance. The positive effect of the previous year's dividend supports the dividend smoothing hypothesis, indicating that managers seek to maintain stable and predictable payout patterns over time. This behavior aligns with findings from other emerging economies where dividend consistency is used as a signaling mechanism to reduce investor uncertainty.

The strong influence of net profit and cash flow on dividend decisions confirms the centrality of profitability and liquidity in shaping corporate payout policies. Profitable firms with healthy cash flows are more capable of sustaining dividend payments without jeopardizing investment opportunities. The negative relationship between debt and dividend payout reflects the financial constraints faced by leveraged firms, which prioritize debt repayment over shareholder distributions. These findings are consistent with global evidence suggesting that high leverage reduces dividend flexibility.

The observed negative impact of year-end cash balance on dividend payments provides insights into managerial behavior under economic uncertainty. Managers appear to adopt a precautionary approach, retaining liquidity as a buffer against future volatility or financing constraints. This conservative stance may also reflect institutional and macroeconomic conditions in Iran, where inflation, interest rate fluctuations, and limited access to external financing create a preference for liquidity preservation.

On the investment side, the predominance of machinery and equipment investment indicates that Iranian firms prioritize tangible, productivity-enhancing assets that directly contribute to operational efficiency. This investment behavior mirrors patterns in capital-intensive industries, where modernization of production facilities is viewed as a strategic necessity for long-term competitiveness. The positive correlation between profitability and investment suggests that firms reinvest their earnings in assets that ensure sustainable growth.

Overall, the findings demonstrate a delicate balance between dividend policy and investment decisions. Firms strive to meet shareholder expectations for regular payouts while maintaining sufficient resources for reinvestment. This balance is shaped by the interplay of financial structure, managerial prudence, and macroeconomic conditions. The persistence of dividend payments despite liquidity challenges reflects both the signaling importance of dividends and the institutional norms governing investor relations in the Iranian market.

In conclusion, this study contributes to understanding how firms in developing financial environments manage the interdependence between dividend distribution and investment. It highlights the dual role of dividend policy—as a governance mechanism that mitigates agency conflicts and as a financial strategy that influences resource allocation. For policymakers and investors, these results underscore the importance of financial transparency, efficient capital management,

and regulatory frameworks that balance investor protection with corporate growth. By optimizing this equilibrium, firms can enhance both shareholder value and long-term economic stability.

Authors' Contributions

Authors equally contributed to this article.

Acknowledgments

Authors thank all participants who participate in this study.

Declaration of Interest

The authors report no conflict of interest.

Funding

According to the authors, this article has no financial support.

Ethical Considerations

All procedures performed in this study were under the ethical standards.

بررسی عوامل مؤثر بر رابطه بین تقسیم سود و سرمایه‌گذاری



تاریخچه مقاله

تاریخ دریافت: ۱۹ تیر ۱۴۰۴
تاریخ بازنگری: ۵ آبان ۱۴۰۴
تاریخ پذیرش: ۱۳ آبان ۱۴۰۴
تاریخ چاپ اولیه: ۱۵ آبان ۱۴۰۴
تاریخ چاپ نهایی: ۱ مهر ۱۴۰۵

۱. مهدیه نصرتی ^{id}: دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشکدگان مدیریت دانشگاه تهران، پردیس البرز دانشگاه تهران، تهران، ایران

۲. ساسان مهرانی ^{id*}: استاد حسابداری، گروه حسابداری، دانشکدگان مدیریت دانشگاه تهران، دانشگاه تهران، تهران، ایران.
ایمیل: Smehrani@ut.ac.ir (نویسنده مسئول)

۳. عزت اله عباسیان ^{id}: استاد، گروه حسابداری، دانشکدگان مدیریت دانشگاه تهران، دانشگاه تهران، تهران، ایران

چکیده

هدف این پژوهش شناسایی و تحلیل عوامل مؤثر بر رابطه بین تقسیم سود و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۴۰۱-۱۳۹۲ است. این پژوهش از روش ترکیبی (کیفی-کمی) بهره گرفته است. در بخش کیفی، مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با ۱۶۷ نفر از خبرگان، مدیران و اعضای هیئت‌مدیره انجام و داده‌ها با روش تحلیل مضمون بررسی شدند. سپس بر اساس نتایج، پرسشنامه‌ای ۲۰ سؤالی با طیف لیکرت طراحی و بین مدیران شرکت‌ها توزیع گردید. داده‌های کمی از ۵۷ شرکت در شش صنعت طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ استخراج و با استفاده از مدل‌های رگرسیون پانل، آزمون‌های افلیمر و هاسمن، و روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) در نرم‌افزارهای SPSS و EViews تحلیل شد. نتایج نشان داد متغیرهای سود تقسیمی سال قبل، سود خالص، جریان وجه نقد، و میزان بدهی تأثیر معناداری بر تصمیمات تقسیم سود دارند، در حالی که وجه نقد پایان سال اثری منفی و معنادار نشان داد. همچنین، مدل سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات و تجهیزات با ضریب تعیین ۰.۹۱ تعدیل شده ۰.۹۱ توانست بیش از ۹۰ درصد تغییرات سرمایه‌گذاری را تبیین کند. سرمایه‌گذاری در موجودی مواد و کالا نیز با ضریب تعیین ۰.۹۲ معنادار بود. یافته‌ها مؤید پویایی سیاست تقسیم سود و نقش برجسته سود تقسیمی سال قبل در تداوم رفتار پرداخت سود است. نتایج بیانگر آن است که تصمیمات تقسیم سود در شرکت‌های ایرانی عمدتاً تابعی از سود سال قبل و جریان نقدی جاری است و افزایش بدهی شرکت‌ها تمایل به تقسیم سود را کاهش می‌دهد. در بعد سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات و تجهیزات بیشترین اثر را در تبیین الگوی سرمایه‌گذاری دارد. این مدل می‌تواند مبنای تصمیم‌گیری مدیران برای ایجاد توازن میان سیاست‌های تقسیم سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها باشد.

کلیدواژه‌گان: سود تقسیمی؛ سرمایه‌گذاری؛ جریان وجه نقد؛ سود خالص؛ بدهی؛ مدل گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)

نسخه استناددهی: نصرتی، مهدیه، مهرانی، ساسان، و عباسیان، عزت‌الله. (۱۴۰۵). بررسی عوامل مؤثر بر رابطه بین تقسیم سود و سرمایه‌گذاری. *حسابداری، امور مالی و هوش محاسباتی*، ۴(۳)، ۲۱-۱.



ارتباط بین سیاست تقسیم سود و تصمیمات سرمایه‌گذاری یکی از موضوعات بنیادی در مالی شرکتی است که از دیرباز مورد توجه پژوهشگران و مدیران مالی بوده است. تصمیم‌گیری در مورد میزان سود تقسیمی نه تنها بر بازده سهامداران اثر می‌گذارد، بلکه مستقیماً بر توان شرکت برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. در واقع، هر واحد اقتصادی در تلاش است تا بین توزیع سود نقدی و نگهداشت سود برای سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کند، زیرا تقسیم سود بیش از اندازه می‌تواند منابع داخلی را کاهش دهد و شرکت را به سمت تأمین مالی خارجی سوق دهد، در حالی که نگهداشت بیش از حد سود می‌تواند موجب نارضایتی سهامداران و کاهش اعتماد بازار شود (Bahramfar & Mehrani, 2004).

در بازارهای مالی توسعه‌یافته، سیاست‌های تقسیم سود معمولاً منعکس‌کننده وضعیت نقدینگی، سودآوری، و استراتژی رشد شرکت‌ها هستند. با این حال، در بازارهای نوظهور، عواملی نظیر عدم تقارن اطلاعاتی، کیفیت گزارشگری مالی و محدودیت‌های مالی نقش پررنگ‌تری در شکل‌گیری این سیاست‌ها دارند (Bushman & Smith, 2001). کیفیت اطلاعات حسابداری می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری مؤثر باشد، زیرا اطلاعات دقیق‌تر در مورد جریان‌های نقدی و عملکرد مالی، تصمیم‌گیری‌های بهینه‌تری را در زمینه تقسیم سود و سرمایه‌گذاری تسهیل می‌کند (Yang & Jiang, 2008). هنگامی که اطلاعات حسابداری از کیفیت بالایی برخوردار باشد، هزینه‌های نمایندگی کاهش یافته و سرمایه‌گذاران می‌توانند با اطمینان بیشتری نسبت به تخصیص منابع خود اقدام کنند (Verdi, 2006).

در این میان، ساختار حاکمیت شرکتی و توان مدیریتی از جمله عواملی‌اند که بر سیاست‌های تقسیم سود تأثیر می‌گذارند. پژوهش‌ها نشان داده‌اند که مدیران با توانایی بالاتر در شرایط محدودیت مالی، تمایل بیشتری به حفظ ثبات سیاست تقسیم سود دارند، زیرا این سیاست به عنوان نشانه‌ای از سلامت مالی شرکت تلقی می‌شود (Hou et al., 2025). به علاوه، در نظام‌های اقتصادی که سهامداران انتظار بازدهی منظم دارند، مدیران ناگزیرند در جهت هموارسازی سود تقسیمی گام بردارند تا اعتماد سرمایه‌گذاران حفظ شود (Aziz et al., 2025).

سیاست تقسیم سود نه تنها ابزاری برای بازدهی سهامداران است بلکه به عنوان یک سیگنال در بازار سرمایه نیز عمل می‌کند. طبق نظریه علامت‌دهی، افزایش سود تقسیمی به عنوان نشانه‌ای از انتظارات مثبت مدیریت نسبت به سودآوری آینده تلقی می‌شود (Hasan & Al-Najjar, 2024). در مقابل، کاهش سود تقسیمی اغلب به عنوان هشدار نسبت به کاهش جریان‌های نقدی آینده درک می‌شود. پژوهش‌ها در کشورهای مختلف از جمله بریتانیا نشان داده‌اند که اعتماد مصرف‌کنندگان و فضای اقتصادی نقش میانجی در واکنش بازار به اعلان سود ایفا می‌کند (Hasan & Al-Najjar, 2024).

در حوزه اقتصادهای نوظهور، محیط‌های نهادی و اقتصادی تأثیر بسزایی بر رابطه بین سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری دارند. به عنوان مثال، در کشورهایی که ریسک سیاسی و اقتصادی بالاست، شرکت‌ها تمایل دارند سیاست‌های سود تقسیمی خود را هموارسازی کنند تا از نوسانات بازار و ریسک‌های اطلاعاتی بکاهند (Aziz et al., 2025). در چنین شرایطی، سود تقسیمی به عنوان ابزاری برای کاهش عدم اطمینان و افزایش قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی عمل می‌کند.

از سوی دیگر، در سطح کلان اقتصادی، متغیرهای حسابداری و کلان مانند نقدینگی، بدهی، و نرخ بهره از مهم‌ترین عوامل تبیین‌کننده تصمیمات سرمایه‌گذاری هستند. پژوهش‌های اخیر در صنایع مختلف نشان داده‌اند که بین متغیرهای مالی و سطح سرمایه‌گذاری رابطه‌ای معنادار وجود دارد و شرکت‌هایی با نقدینگی پایین‌تر یا بدهی بیشتر، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری‌های جدید دارند (Oliveira et al., 2024). همچنین، اندازه شرکت، تولید ناخالص داخلی، و نرخ بهره از دیگر عواملی هستند که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری اثرگذارند و معمولاً با افزایش اندازه و رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد (Oliveira et al., 2024).

در همین راستا، بررسی تصمیمات سرمایه‌گذاری در سطح بین‌المللی نشان داده است که کیفیت گزارشگری مالی و ساختار مالکیت از عوامل مهم در کارایی سرمایه‌گذاری محسوب می‌شوند (Alexeeva-Alexeev, 2024). شرکت‌هایی که از شفافیت مالی بالاتری برخوردارند، معمولاً در استفاده از منابع خود کاراتر عمل می‌کنند و تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند. این یافته‌ها به‌ویژه در صنایع فناوری و سرمایه‌بر اهمیت دوچندان دارد که در آن سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، وابسته به اعتماد بازار و دسترسی به منابع مالی پایدار هستند (Alexeeva-Alexeev, 2024).

از دیدگاه نظریه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران یکی از چالش‌های اصلی در سیاست تقسیم سود است. مدیران ممکن است تمایل داشته باشند سود کمتری تقسیم کرده و منابع را برای پروژه‌هایی که منافع شخصی بیشتری برای آنان دارد نگه دارند. در مقابل، سهامداران خواهان دریافت سود نقدی بیشتر هستند تا ریسک نگهداری سرمایه خود را کاهش دهند (Bushman & Smith, 2001). تقسیم سود می‌تواند ابزاری برای کاهش تضاد نمایندگی و افزایش شفافیت تصمیمات مدیریتی باشد، زیرا مدیران با پرداخت سود نقدی کمتر می‌توانند کمتر مورد ارزیابی و نظارت بازار قرار گیرند (Driver et al., 2020).

مطالعات مختلف در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران نشان داده‌اند که وجود قوانین حداقلی تقسیم سود می‌تواند به افزایش کنترل سهامداران و کاهش تضادهای نمایندگی کمک کند، هرچند که این سیاست ممکن است منابع مالی لازم برای سرمایه‌گذاری را محدود سازد (Martins & Novaes, 2012). چنین قوانینی، در عین حال که امنیت سرمایه‌گذاران را تقویت می‌کند، ممکن است مانع توسعه پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت شود و رشد اقتصادی را محدود کند.

در اقتصاد ایران نیز، مطالعات داخلی نشان داده‌اند که بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری رابطه‌ای معنادار وجود دارد و شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری دارند، معمولاً سود نقدی کمتری تقسیم می‌کنند (Bahramfar & Mehrani, 2004). همچنین، در چرخه عمر شرکت‌ها، رابطه بین تقسیم سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری متفاوت است؛ به‌طوری‌که در مراحل رشد، سود تقسیمی تأثیر منفی و در مراحل بلوغ تأثیر مثبت بر سرمایه‌گذاری دارد (Setayesh & Ghavhestani, 2016). عوامل مرتبط با کیفیت سود و گزارشگری مالی نیز نقش مهمی در شکل‌گیری سیاست تقسیم سود دارند. پژوهش‌ها نشان می‌دهند که کیفیت پایین سود می‌تواند منجر به تصمیمات ناپایدار در تقسیم سود شود و بالعکس، کیفیت بالای سود باعث ثبات بیشتر در سیاست‌های پرداخت سود می‌شود (Karami et al., 2006). همچنین، دوره تصدی حسابرس با مدیریت سود رابطه دارد؛ به این معنا که حضور طولانی‌تر حسابرس موجب کاهش دستکاری سود و در نتیجه افزایش شفافیت در تصمیمات تقسیم سود می‌شود (Karami et al., 2011).

از منظر مالی، جریان‌های نقدی و انعطاف‌پذیری مالی از مهم‌ترین متغیرهای مؤثر بر سیاست تقسیم سود هستند. شرکت‌هایی که جریان نقدی قوی‌تری دارند، معمولاً تمایل بیشتری به پرداخت سود نقدی دارند، در حالی که کمبود جریان نقدی منجر به کاهش سود تقسیمی می‌شود (Daniel et al., 2010). همچنین، پژوهش‌ها نشان داده‌اند که کیفیت سود و ساختار سرمایه از عوامل تعیین‌کننده در توانایی شرکت‌ها برای حفظ تعادل بین تقسیم سود و سرمایه‌گذاری هستند (Dang et al., 2020).

در این میان، فشارهای بازار و انتظارات سهامداران نیز نقش مستقیمی در سیاست تقسیم سود دارند. پژوهش‌های اخیر نشان داده‌اند که فشار سرمایه‌گذاران برای دریافت بازده کوتاه‌مدت، ممکن است شرکت‌ها را وادار کند تا سود نقدی بیشتری پرداخت کنند، حتی اگر این اقدام بر سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت اثر منفی بگذارد (Driver et al., 2020). این وضعیت باعث می‌شود تا شرکت‌ها برای حفظ اعتبار در بازار سرمایه، سطح نقدی سود تقسیمی خود را ثابت نگه دارند یا افزایش دهند، حتی اگر این تصمیم با محدودیت‌های نقدینگی مواجه باشد (de Souza Junior et al., 2025).

به‌طور کلی، بررسی‌های بین‌المللی نشان داده‌اند که در اقتصادهای نوظهور، سیاست‌های تقسیم سود از پیچیدگی بیشتری برخوردار است و تحت تأثیر عواملی مانند اهرم مالی، نقدینگی، و جریان وجوه آزاد قرار دارد (de Souza Junior et al., 2025). افزون بر این، ثبات سیاسی و اقتصادی و نیز اعتماد بازار از متغیرهای کلیدی در تعیین سیاست‌های تقسیم سود به شمار می‌روند (Aziz et al., 2025).

مطالعات تجربی متعدد نشان داده‌اند که کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش داده و امکان تصمیم‌گیری دقیق‌تر در زمینه تقسیم سود را فراهم می‌آورد (Verdi, 2006). همچنین، شرکت‌هایی که از ساختار مالی سالم‌تری برخوردارند، کمتر با مشکلات نمایندگی مواجه‌اند و تصمیمات آنان در خصوص تقسیم سود و سرمایه‌گذاری از ثبات بیشتری برخوردار است (Yang & Jiang, 2008).

با در نظر گرفتن مجموعه‌ای از شواهد داخلی و بین‌المللی، می‌توان نتیجه گرفت که سیاست تقسیم سود و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تابعی از ترکیب پیچیده‌ای از متغیرهای مالی، نهادی و رفتاری است. شناخت دقیق این عوامل برای مدیران مالی و سرمایه‌گذاران ضروری است تا بتوانند بین بازده کوتاه‌مدت و رشد بلندمدت تعادل برقرار کنند. بر این اساس، هدف مطالعه حاضر، شناسایی و تحلیل عوامل مؤثر بر رابطه بین تقسیم سود و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

روش پژوهش و مواد

پژوهش حاضر از لحاظ روش در هر دو گروه روش کیفی و کمی قرار میگیرد در بخش کیفی، مصاحبه‌ها با دقت بالا و بر اساس اصول اخلاقی تحقیقاتی انجام شدند. این مصاحبه‌ها به صورت نیمه ساختار یافته طراحی شدند تا مصاحبه‌شوندگان آزادی بیشتری در بیان نظرات خود داشته باشند در بخش کمی، پرسشنامه‌ها پیش از توزیع به طور دقیق طراحی و برای اعتبارسنجی در اختیار چند نفر از متخصصان و استادان دانشگاه قرار گرفت توجه به اینکه این پژوهش از روش ترکیبی استفاده کرده است، تلاش شده تا داده‌های کیفی و کمی به طور همزمان تحلیل شوند برای این منظور، ابتدا نتایج حاصل از مصاحبه‌های کیفی تجزیه و تحلیل گردید سپس، این نتایج برای طراحی پرسشنامه‌های کمی به کار گرفته شد. علاوه بر داده‌های کیفی و کمی، برای تکمیل اطلاعات پژوهش و تحلیل دقیق‌تر، داده‌های واقعی از سایت بورس اوراق بهادار تهران استخراج شد این داده‌ها شامل اطلاعات مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بودند که به صورت سالانه و برای هر شرکت جمع‌آوری شدند. پس از گردآوری این داده‌ها، برای تجزیه و تحلیل آن‌ها از نرم‌افزار EViews استفاده شد. در این مرحله، از مدل‌های رگرسیونی برای تحلیل روابط میان متغیرهای مختلف و بررسی تأثیرات آن‌ها بر تقسیم سود و سرمایه‌گذاری استفاده گردید. جامعه آماری این پژوهش شامل اساتید دانشگاه، مدیران عامل، اعضای هیات مدیره، و سایر صاحب‌نظران در زمینه مجامع و تقسیم سود شرکت‌ها می‌باشد. این افراد به عنوان خبرگان حوزه‌های اقتصادی و مالی شناخته شده و تجربه و دانش آن‌ها در بررسی و تحلیل متغیرهای مرتبط با تقسیم سود و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها حائز اهمیت است. برای جمع‌آوری داده‌های مصاحبه، از روش نمونه‌گیری گلوله برفی استفاده شده است این روش یکی از شیوه‌های نمونه‌گیری غیر احتمالی است که به‌ویژه برای جوامع پنهان یا سخت‌دسترس کاربرد دارد. در این روش، پژوهشگر ابتدا چند نفر را به عنوان نمونه‌ی اولیه انتخاب می‌کند. سپس از این افراد خواسته می‌شود افرادی را که ویژگی‌های مشابه و مرتبط با موضوع تحقیق دارند، معرفی کنند. این فرایند به صورت زنجیروار ادامه می‌یابد تا حجم نمونه موردنظر تکمیل شود. دلیل استفاده از این روش در تحقیق حاضر، دشواری دسترسی مستقیم به همه‌ی اعضای جامعه‌ی اساتید بود. بنابراین، با انتخاب چند نفر اولیه و معرفی‌های بعدی توسط آنان، امکان شناسایی و دسترسی به سایر افراد فراهم گردید در ادامه، ویژگی‌های افراد ی که پرسش نامه بین آن‌ها توزیع شده است به تفکیک مقطع تحصیلی در جدول زیر آورده شده است:

جدول ۱. ویژگی افراد مصاحبه شونده

مقطع تحصیلی				سمت شغلی			
دکتری	فوق لیسانس	لیسانس	سایر	مدیر عامل	عضو هیات مدیره	معاون مالی	سایر
۳۷/۱۲	۵۴/۴۹	۶/۵	۱/۷	۶/۵	۱۸/۱	۲۳/۳	۲۴/۱
سابقه کاری				رشته تحصیلی			
بیش تر از ۲۰ سال	بین ۱۰ تا ۱۵ سال	بین ۱۵ تا ۲۰ سال	کمتر از ۱۰ سال	اقتصاد	حسابداری	سایر	مدیریت
۱۰/۳	۲۵	۲۷/۲	۹/۵	۱۲/۱	۲۷/۶	۱۴/۲	۱۸/۱

در مجموع، ۱۶۷ نفر از افراد صاحب‌نظر در این پرسشنامه مشارکت داشتند که از این تعداد، ۳۷.۱۳٪ دارای مدرک دکتري، ۵۴.۴۹٪ دارای مدرک فوق لیسانس، ۶.۵۹٪ دارای مدرک لیسانس و ۱.۸۰٪ از افراد دارای مدرک تحصیلی دیگری بودند.

در رابطه با داده های کمی شرکت های بورس اوراق بهادار از شش صنعت خودرو، پتروشیمی، فلزات اساسی، دارو، سیمان، فولاد و مواد معدنی داده ها از سال ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ از سایت بورس اوراق بهادار و نیز با کمک نرم افزار رهاورد نوین نسخه ۳ به شکل پنل دیتا استخراج شده اند.

این پژوهش شامل چهار مرحله است در مرحله اول به شکل اسنادی، کتابخانه‌ای و مطالعه تحقیقات پیشین مولفه های موثر بر تقسیم سود و سرمایه گذاری گردآوری شدند سپس جهت جمع‌آوری اطلاعات از ترکیب سه روش مصاحبه، پرسشنامه و جمع‌آوری داده‌های واقعی استفاده شده است در مرحله دوم چک لیستی حاوی ۱۲ تعداد عوامل موثر بر تقسیم سود و ۴ تعداد عوامل موثر بر سرمایه گذاری با استفاده از مصاحبه با خبرگان حاصل شد در این مرحله، دو دسته سوال طراحی گردید: یکی مبنی بر نظریه‌ها و دیدگاه‌های تئوریک در زمینه تقسیم سود، و دیگری درباره بخش‌های کلیدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و پس از تجزیه و تحلیل نتایج مصاحبه‌ها، پرسشنامه‌ای طراحی شد که مبنای آن

نظرات حاصل از مصاحبه‌ها بود این پرسشنامه به اعضای هیات مدیره و مدیر عامل شرکت‌ها تحویل داده شد تا آن‌ها نیز نظرات خود را در مورد عوامل مؤثر بر تقسیم سود و بخش‌های اصلی سرمایه‌گذاری ارائه دهند پرسشنامه طراحی شده شامل ۲۰ سوال بود که توسط ۱۶۹ نفر پاسخ داده شد سوالات به‌صورت طیف لیکرت پنج‌تایی (کاملاً مخالفم، مخالفم، نظری ندارم، موافقم، کاملاً موافقم) طراحی شدند و مقادیر (۱، ۲، ۳، ۴، ۵) به این گزینه‌ها اختصاص پیدا کرد داده‌های حاصل از پرسشنامه‌ها با استفاده از نرم‌افزار SPSS و انجام آزمون‌های آماری مناسب، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. همچنین، داده‌های واقعی مرتبط با زمینه‌های سرمایه‌گذاری و عوامل مؤثر بر تقسیم سود از سایت بورس اوراق بهادار تهران استخراج شد. این داده‌ها به‌صورت سالانه و بر اساس اطلاعات شرکت‌ها به‌دست آمد و به تحلیل‌های آماری و مدل‌های تحقیقاتی اضافه گردید و در نهایت در نرم‌افزار EViews با استفاده از مدل‌های رگرسیون مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

یافته‌ها

قبل از انجام تحلیل اطلاعات آماری گردآوری شده و ارزیابی سوالات پرسشنامه، قابلیت اعتماد (پایایی)^۱ و اعتبار (روایی)^۲ پرسشنامه بررسی گردید به منظور بررسی پایایی، از شاخص آلفای کرونباخ استفاده شده است در پرسشنامه‌ی مربوط به تحلیل انجام شده، ضریب آلفای کرونباخ برابر ۰.۷۵۷ بوده است جهت بررسی نرمال بودن مقادیر هر گویه آزمون کولموگروف-اسمیرنوف^۳ بکار رفت. با توجه به عدد *pvalue* که همگی صفر می‌باشد این داده‌ها از تراکنش نرمال برخوردار نبوده‌اند و از آزمون‌های ناپارامتریک استفاده شده است.

جدول ۲. آزمون کولموگروف اسمیرنوف روش‌های سرمایه‌گذاری

نماد	ماشین آلات و تجهیزات	مواد اولیه	سهام	ساختمان
تعداد	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶
میانگین	۳/۵۷	۳/۸۵	۳/۳۵	۲/۷۹
انحراف معیار	۱۷۷/۱	۶۶۲/۰	۱/۴۴	۱/۵۳۱
قدر مطلق	۰/۲۳۴	۰/۲۸۵	۰/۱۸۱	۰/۱۸۶
مثبت	۰/۱۱۸	۰/۲۵۵	۰/۱۳۱	۰/۱۸۶
منفی	-۰/۲۳۴	-۰/۲۸۵	-۰/۱۸۱	-۰/۱۷۴
آماره احتمال	۰/۲۳۴	۰/۲۸۵	۰/۱۸۱	۰/۱۸۶
معنا داری	/۰۰۰ ^c	/۰۰۰ ^c	/۰۰۰ ^c	/۰۰۰ ^c

جدول ۳. آزمون کولموگروف اسمیرنوف متغیرهای تقسیم سود

ردیف	سود تقسیم شده سال قبل	سود جاری	سود سال قبل	سود سال انباشته	سود جامع	نوع صنعت	جریان نقدینگی در صورت جریان وجه نقد	جریان نقدینگی در ترازنامه از تاریخ ترازنامه	جریان نقدینگی در تاریخ مجمع	جریان نقدینگی در تاریخ مطالبات	میزان وصول	میزان بدهی
تعداد	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶	۱۹۶
میانگین	۳/۲۵	۳/۸۳	۱/۹۳	۲/۹۳	۲/۸۳	۳/۶۲	۳/۸	۲/۶۴	۳/۱۴	۳/۴۳	۳/۱۷	۳/۸۵
انحراف معیار	۱/۱۹۱	۱/۰۴۳	۱/۰۸۴	۰/۹۷۴	۱/۲۸	۱/۳۰۹	۰/۹۲۸	۱/۴۴۸	۱/۴۲	۱/۰۱۳	۱/۳۵۱	۱/۴۳۵

¹ reliability

² validity

³ Kolmogrov-Smirnov (k-s)

نصرتی و همکاران

قدر	۰/۱۷	۰/۲۲۹	۰/۳۰۴	۰/۲۴۹	۰/۳۴۵	۰/۲۶۷	۰/۲۷۶	۰/۱۸۸	۰/۲۲۳	۰/۲۰۴	۰/۱۹۹	۰/۲۸۹
مطلق												
مثبت	۰/۱۷	۰/۱۳	۰/۳۰۴	۰/۱۷	۰/۲۱۷	۰/۱۴۶	۰/۱۹۹	۰/۱۸۸	۰/۱۴۱	۰/۱۷۴	۰/۱۴۴	۰/۲۱۱
منفی	-۰/۱۵۲	-۰/۲۲۹	-۰/۱۹۶	-۰/۲۴۹	-۰/۳۴۵	-۰/۲۶۷	-۰/۲۷۶	-۰/۱۳۲	-۰/۲۲۳	-۰/۲۰۴	-۰/۱۹۹	-۰/۲۸۹
آماره	۰/۱۷	۰/۲۲۹	۰/۳۰۴	۰/۲۴۹	۰/۳۴۵	۰/۲۶۷	۰/۲۷۶	۰/۱۸۸	۰/۲۲۳	۰/۲۰۴	۰/۱۹۹	۰/۲۸۹
احتمال												
سطح	/۰۰۰C	/۰۰۰C	/۰۰۰C	/۰۰۰C	/۰۰۰C	/۰۰۰C	/۰۰۰C	/۰۰۰C	/۰۰۰C	/۰۰۰C	/۰۰۰C	/۰۰۰C
معنادار												
ی												

بر اساس مباحث قبلی به منظور بررسی مقادیر پاسخها با مقدار ثابت ۳/۱ (میانۀ مقادیر) از آزمون دوجمله‌ای استفاده شده است. در این آزمون فرض صفر بیانگر عدم وجود تفاوت معنادار مقادیر با عدد ثابت می‌باشد و فرض مقابل نیز معناداری تفاوت این دو را بیان می‌کند. بنابراین زمانی که فرض صفر تایید شود، از نظر پاسخ‌دهندگان عامل مورد بررسی تاثیرگذار نبوده است. به منظور نتیجه گیری در این آزمون نیز بایستی به p -مقدار حاصل توجه شود. چنانچه p -مقدار محاسبه شده کمتر از سطح خطای آزمون یعنی ۰/۰۵ باشد، می‌توان گفت فرض صفر تایید نشده و گویه ی مورد نظرازدید پاسخ‌دهندگان موثر بوده است در ادامه نتایج حاصل از این آزمون ارائه شده است. در اینجا p -مقدار مواد اولیه، ساختمان، ماشین آلات و تجهیزات کمتر از ۰/۰۵ است و فرض صفر تایید نشده و گویه ی مورد نظر از دید پاسخ‌دهندگان موثر بوده است و با توجه به اینکه p -مقدار سهام بیشتر از ۰/۰۵ است و فرض صفر تایید شده، گویه ی مورد نظر از دید پاسخ‌دهندگان موثر نبوده است.

جدول ۴. آزمون دو جمله‌ای مدل‌های سرمایه‌گذاری

متغیر	گروه	گروه بندی	تعداد	تعداد مشاهده	معناداری آزمون	معناداری آزمون ۲
ماشین آلات و تجهیزات	گروه یک	≤ 3.35	۸۰	۰/۴۱	۰/۵	۰/۰۱۲
	گروه دو	> 3.35	۱۱۶	۰/۵۹		
مواد اولیه	گروه یک	≤ 3.35	۶۰	۰/۳۱	۰/۵	۰
	گروه دو	> 3.35	۱۳۶	۰/۶۹		
سهام	گروه یک	≤ 3.35	۹۸	۰/۵	۰/۵	۱
	گروه دو	> 3.35	۹۸	۰/۵		
ساختمان	گروه یک	≤ 3.35	۱۲۰	۰/۶۱	۰/۵	۰/۰۰۲

در جدول زیر p -مقدار سود تقسیم شده سال قبل، سود سال جاری، سود سال قبل، سود انباشته، نوع صنعت، جریان نقدینگی در صورت جریان وجه نقد، جریان نقدینگی در تاریخ ترازنامه، میزان بدهی کمتر از ۰/۰۵ است و فرض صفر تایید نشده و گویه ی مورد نظر از دید پاسخ‌دهندگان موثر بوده است و با توجه به اینکه p -مقدار میزان وصول مطالبات، جریان نقدینگی در تاریخ مجمع، جریان نقدینگی ۸ ماه بعد از تاریخ ترازنامه، سود جامع بیشتر از ۰/۰۵ است و فرض صفر تایید شده و گویه ی مورد نظر از دید پاسخ‌دهندگان موثر نبوده است.

جدول ۵. آزمون دو جمله‌ای متغیرهای تقسیم سود

نام متغیر	گروه بندی	Column۳	تعداد	درصد مشاهدات	احتمال	معناداری
سود تقسیم شده سال قبل	گروه یک	≤ 3.1	۱۱۵	۰/۵۹	۰/۵	۰/۰۱۸
	گروه دو	> 3.1	۸۱	۰/۴۱		
سود سال جاری	گروه یک	≤ 3.1	۶۶	۰/۳۴	۰/۵	۰
	گروه دو	> 3.1	۱۳۰	۰/۶۶		
سود سال قبل	گروه یک	≤ 3.1	۱۷۲	۰/۸۸	۰/۵	۰
	گروه دو	> 3.1	۲۴	۰/۱۲		
سود انباشته	گروه یک	≤ 3.1	۱۳۷	۰/۷	۰/۵	۰
	گروه دو	> 3.1	۵۹	۰/۳		
سود جامع	گروه یک	≤ 3.1	۹۳	۰/۴۷	۰/۵	۰/۵۲
	گروه دو	> 3.1	۱۰۳	۰/۵۳		
نوع صنعت	گروه یک	≤ 3.1	۶۸	۰/۳۵	۰/۵	۰
	گروه دو	> 3.1	۱۲۸	۰/۶۵		
جریان نقدینگی در صورت جریان وجه نقد	گروه یک	≤ 3.1	۶۱	۰/۳۱	۰/۵	۰
	گروه دو	> 3.1	۱۳۵	۰/۶۹		
جریان نقدینگی در تاریخ ترازنامه	گروه یک	≤ 3.1	۱۳۶	۰/۶۹	۰/۵	۰
	گروه دو	> 3.1	۶۰	۰/۳۱		
جریان نقدینگی ۸ ماه بعد از تاریخ ترازنامه	گروه یک	≤ 3.1	۹۹	۰/۵۱	۰/۵	۰/۹۴۳
	گروه دو	> 3.1	۹۷	۰/۴۹		
جریان نقدینگی در تاریخ مجمع	گروه یک	≤ 3.1	۱۰۰	۰/۵۱	۰/۵	۰/۸۳
	گروه دو	> 3.1	۹۶	۰/۴۹		
میزان وصول مطالبات	گروه یک	≤ 3.1	۱۰۴	۰/۵۳	۰/۵	۰/۴۳۲
	گروه دو	> 3.1	۹۲	۰/۴۷		
میزان بدهی	گروه یک	≤ 3.1	۶۸	۰/۳۵	۰/۵	۰
	گروه دو	> 3.1	۱۲۸	۰/۶۵		

در بخش بعدی داده های بدست آمده از سایت بورس اوراق بهادار، با استفاده از نرم افزار *EViews* مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرند. به منظور تجزیه و تحلیل داده های گردآوری شده از روشهای آماری (توصیفی و استنباطی) به همراه رسم جدول و نمودارها استفاده شده است. سپس پیش آزمون های لازم همچون آزمون ریشه واحد و آزمون هم انباشتگی انجام گرفت. پس از تایید نتایج پیش آزمون ها، فرضیه های تحقیق مورد آزمون قرار گرفت و نتایج در قالب یک مدل رگرسیونی تخمین زده می شود. البته با توجه به اینکه داده های این تحقیق به صورت تابلویی (پانل) هستند، آزمون های اف لیمر (چاو) و هاسمن برای تشخیص اینکه مدل رگرسیونی با اثرات ثابت است یا تصادفی انجام می گردد. مدل های رگرسیونی که هدف برآورد آن می باشد به قرار زیر است:

$$Investment_{mashinalat} = \alpha_i + \beta_1 accumulated\ benefit_{it} + \beta_2 cash\ end\ of\ year_{it} + \beta_3 cash\ flow_{it} + \beta_4 debt_{it} + \beta_5 dividend_{it} + \beta_6 incombenefit_{it} + e_{it} \quad (۱)$$

$$Investment_{mavad} = \alpha_i + \beta_1 accumulated\ benefit_{it} + \beta_2 cash\ end\ of\ year_{it} + \beta_3 cash\ flow_{it} + \beta_4 debt_{it} + \beta_5 dividend_{it} + \beta_6 incombenefit_{it} + e_{it} \quad (۲)$$

$$Investmentsakhteman = \alpha_i + \beta_1 accumulated\ benefit_{it} + \beta_2 cash\ end\ of\ year_{it} + \beta_3 cash\ flow_{it} + \beta_4 debt_{it} + \beta_5 dividend_{it} + \beta_6 incombenefit_{it} + e_{it} \quad (۳)$$

نصرتی و همکاران

جدول ۶. معرفی نمادها

ردیف	نماد متغیر	معادل فارسی
۱	Investment mashinalat	سرمایه گذاری در ماشین آلات و تجهیزات
۲	Investment mavad	سرمایه گذاری در موجودی مواد و کالا
۳	Investment sakhteman	سرمایه گذاری در ساختمان
۴	Accumulated benefit	سود انباشته
۵	Cash end of year	وجه نقد در پایان سال
۶	Cash flow	جریان وجه نقد
۷	debt	میزان بدهی
۸	Dividend last year	سود تقسیم نقدی تقسیم شده سال قبل
۹	Income benefit	سود خالص

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش که با استفاده از داده های ۶۱۹ سال شرکت فعال در بورس اوراق بهادار طی دوره های زمانی ۱۳۹۲-۱۴۰۱ اندازه گیری شده اند.

جدول ۷. آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام	سود انباشته	وجه نقد در پایان سال	جریان وجه نقد	میزان بدهی	سود تقسیم شده سال قبل	سود خالص
میانگین	۲۳۲۲۷۴۲۱	۳۱۱۶۶۹۱۹	۱۵۵۹۸۵۰۰	۵۹۰۷۵۵۵۲	۲۰۸۷۱۸۲۴	۳۲۲۸۸۳۰۵
میانه	۲۲۷۰۴۳۴۰	۱۹۹۱۶۷۶۰	۶۴۱۱۴۴۰۰	۷۹۴۳۵۴۲۰	۳۹۴۷۹۶۰۰	۱۶۳۱۰۰۶۰
بیشترین مقدار	۱/۱۰E+۰۹	۷/۷۹E+۰۸	۴/۶۷E+۰۸	۱/۸۰E+۰۹	۷/۵۴E+۰۸	۹/۲۶E+۰۸
کمترین مقدار	-۷/۳۹E+۰۸	-۳/۰۶E+۰۸	-۷۲۸۲۷۳۲	۱۰۲۶۸۶۰	-۱۴۵۰۷۶۶	-۳/۶۵E+۰۸
انحراف معیار	۱/۰۸E+۰۸	۱/۰۲E+۰۸	۴۵۴۳۸۹۱۶	۱/۵۷E+۰۸	۷۰۸۸۰۷۱۸	۱/۱۷E+۰۸
کشدگی	۳/۴۳۸۰۲۸	۴/۴۸۵۶۶۶	۵/۷۱۴۹۲۸	۵/۸۱۳۰۵۵	۶/۳۱۹۷۷۸	۴/۸۲۴۵۸۷
چولگی	۴۰/۳۹۰۰۳	۲۸/۰۹۳۸۲	۴۳/۶۳۰۰۳	۴۶/۶۴۷۷۰	۵۰/۷۶۹۰۷	۳۱/۸۵۱۲۸
جاریک برا	۳۷۰۹۵/۸۹	۱۸۲۲۸/۰۷	۴۵۷۲۳/۶۵	۵۲۳۶۷۰۳۸	۶۲۶۶۸/۸۲	۲۳۷۵۴/۵۸
پی ویو	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰
تعداد مشاهدات	۶۱۶	۶۱۶	۶۱۶	۶۱۶	۶۱۶	۶۱۶

برای جلوگیری از کاذب بودن نتایج رگرسیون با استفاده از آزمون پایایی لین لوین و چاو پایایی متغیرها مورد بررسی قرار گرفته است، نتایج آزمون در جدول زیر ارائه شده

است.

جدول ۸. نتایج آزمون ریشه واحد متغیرهای تحقیق

نام متغیر	مقدار آماره	مقدار احتمال	نتیجه
سود انباشته	-۴/۴۱۴۰۹	۰/۰۰۰	مانایی در تفاضل مرتبه یک حاصل شده است
وجه نقد در پایان سال	-۸/۸۴۸۲۹	۰/۰۰۰	مانایی در تفاضل مرتبه یک حاصل شده است
متغیر جریان وجه نقد	-۷/۲۵۱۳۳	۰/۰۰۰	مانایی در تفاضل مرتبه یک حاصل شده است
بدهی	-۱/۶۰۲۴۴	۰/۰۵۴۵	مانایی در تفاضل مرتبه دو حاصل شده است
سود تقسیم شده سال قبل	-۳/۹۳۹۱۴	۰/۰۰۰	مانایی در سطح حاصل شده است
سود خالص	-۴/۲۹۲۷	۰/۰۰۰	مانایی در تفاضل مرتبه یک حاصل شده است
سرمایه گذاری در ماشین آلات و تجهیزات	-۲/۷۲۵۰۳	۰/۰۰۳۲	مانایی با تفاضل مرتبه یک حاصل شده است
متغیر سرمایه گذاری در موجودی مواد و کالا	-۶/۸۷۸۴۴	۰/۰۰۰	مانایی با تفاضل مرتبه یک حاصل شده است
متغیر سرمایه گذاری در ساختمان	-۲/۷۷۸۰۳	۰/۰۰۳	مانایی با تفاضل مرتبه یک حاصل شده است

با توجه به اینکه مقدار احتمال آزمونهای ریشه واحد در تمامی حالات فوق کمتر از ۰/۰۵ می باشد، نتیجه گرفته می شود که فرض آماری داشتن ریشه واحد در تمام متغیرهای فوق رد می شود. بنابراین این متغیرها مانا (پایا) می باشند. بدین ترتیب بدون هیچ گونه نگرانی بابت رخ دادن رگرسیون کاذب می توان مدل را برآورد نمود. با استفاده از آزمون اف لیمر پل بودن رگرسیون مورد بررسی قرار می گیرد همچنین نوع اثرات بین مقاطع با استفاده از آزمون هاسمن بررسی شده است نتایج آزمونهای فوق در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۹. نتیجه آزمون اف لیمر

نوع آزمون	مقدار آماره t	مقدار احتمال	نتیجه
متغیر وابسته سرمایه گذاری در ماشین آلات	۴/۶۱۶۰۲۵	۰/۰۰۰	مدل پولد نیست و دارای اثرات ثابت یا تصادفی است
متغیر وابسته سرمایه گذاری در موجودی مواد و کالا	۱۰/۹۵۷۰۳۳	۰/۰۰۰	مدل پولد نیست و دارای اثرات ثابت یا تصادفی است
متغیر وابسته سرمایه گذاری در ساختمان	۳/۹۶۱۷۷۲	۰/۰۰۰	مدل پولد نیست و دارای اثرات ثابت یا تصادفی است

در صورتی که بر اساس نتایج آزمون اف لیمر برای هر یک از فرضیه ها، استفاده از روش داده های پانل مورد تأیید واقع شود، به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) برای برآورد مناسب تر می باشد (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می شود.

جدول ۱۰. آزمون هاسمن

آزمون هاسمن	آماره کاسکوئر	مقدار احتمال	نتیجه
متغیر وابسته ماشین آلات و تجهیزات	۱۶/۳۶۶۲۴۴	۰/۰۱۱۹	چون مقدار احتمال کمتر از ۵ درصد است پس مدل با اثرات ثابت است
متغیر وابسته سرمایه گذاری در موجودی مواد و کالا	۱۹/۶۶۶۲۰۲	۰/۰۰۳۲	چون مقدار احتمال کمتر از ۵ درصد است پس مدل با اثرات ثابت است
متغیر وابسته سرمایه گذاری در ساختمان	۴/۲۰۶۸۹۷	۰/۶۴۸۷	مدل با اثرات تصادفی است چون احتمال آن بزرگتر از ۵ درصد است

با توجه به توضیحات قبل، مدل برآورد شده و ضرایب آن به قرار زیر است:

جدول ۱۱. نتایج رگرسیون معادله یک

مدل	$Investment_{mashinalat}$ $= \alpha_i + \beta_1 accumulated\ benefit_{it} + \beta_2 cash\ end\ of\ year_{it}$ $+ \beta_3 cash\ flow_{it} + \beta_4 debt_{it} + \beta_5 dividend_{it} + \beta_6 incombenefit_{it} + e_{it}$			
متغیر	ضرایب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
سود تقسیم شده سال قبل	۲۰۴۰۵۹/۰	۰۴۵۶۳۶/۰	۴۷۱۴۶۸/۴	۰۰۰۰/۰
میزان بدهی	۰۹۶۳۲/۰	۰۱۴۸۹۶/۰	۴۶۶۲۱۲/۶	۰۰۰۰/۰
جریان وجه نقد	۰۷۵۶۶۳/۰	۰۵۰۸۸۴/۰	۴۸۶۹۶۸/۱	۱۳۷۷/۰
وجه نقد پایان سال	۰۲۲۰۷۵/۰	۰۱۹۸۲۷/۰	۱۱۳۳۷۲/۱	۲۶۶۱/۰
سود انباشته	۰۱۱۶۸۲/۰	۰۳۷۱۶۹/۰	۳۱۴۳۰۲/۰	۷۵۳۴/۰
سود خالص	۲۸۶۷۶۸/۰	۰۳۹۶۱۶/۰	۲۳۸۷۳/۷	۰۰۰۰/۰
C	۳۰۳۷۰۷۶۲	۷۹۶۰۷۵۴	۸۱۵۰۶۱/۳	۰۰۰۲/۰
AR(۱)	۸۷۳۱۴۱/۰	۰۳۶۶۷۱/۰	۸۱۰۱/۲۳	۰۰۰۰/۰
ضریب تعیین	۹۱۷۱۵۴/۰			
ضریب تعیین تعدیل شده	۹۰۶۷۵۶/۰			
آماره دوربین واتسون	۰۷۸۹۰۳/۲			
مقدار آماره f	۲۰۷۵۵/۸۸			
معنی داری کل مدل	۰۰۰۰/۰			

نصرتی و همکاران

مقدار آماره اف و مقدار احتمال برای مدل کلی به ترتیب برابر ۸۸/۲۰۷۵۵ و ۰/۰۰۰ می باشد، که این نشان دهنده معنی دار بودن مدل در حالت کلی می باشد (زیرا مقدار احتمال این آماره کمتر از ۰/۰۵ است).

معروف ترین آماره نیکویی برازش، ضریب تعیین است که مقدار آن بین صفر و یک قرار دارد. اگر ضریب تعیین بزرگ و نزدیک به یک باشد، مدل داده ها را به خوبی برازش کرده است در حالی که اگر ضریب تعیین نزدیک به صفر باشد، مدل برازش خوبی از داده ها ارائه نداده است در جدول فوق مقدار ضریب تعیین برابر ۰/۹۱۷۱۵۴ است که نشان می دهد مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است ضمناً مقدار ضریب تعیین تعدیل شده^۱ برابر ۰/۹۰۶۷۵۶ است، که بر اساس آن می توان گفت این مدل بیش از ۹۰ درصد تغییرات در متغیر وابسته یعنی سرمایه گذاری در ماشین آلات و تجهیزات را تبیین نموده است آماره دوربین واتسون که خود همبستگی بین باقیمانده های مدل را نشان می دهد مقدار ۲/۰۷۸۹۰۳ است یعنی خطاها دارای خود همبستگی مثبت نیستند و چون آماره در بازه ۵/۵ تا ۲/۵ قرار دارد فرض صفر پذیرفته می شود.

جدول ۱۲. رگرسیون معادله دوم

متغیر	ضرایب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
سود تقسیم شده سال قبل	۴۲۶۵۰۶/۰	۰۵۳۴۵۵/۰	۷۹۷۸۷۹۸	۰۰۰/۰
میزان بدهی	۰۲۸۳۷۱/۰	۰۰۹۳۴۹/۰	۰۳۴۶۰۸/۳	۰۰۲۵/۰
جریان وجه نقد	۰۲۵۳۴۲/۰	۰۳۴۹۵۷/۰	۷۲۴۹۵۷/۰	۴۶۸۸/۰
وجه نقد پایان سال	۰۰۶۱۵۶/۰	۰۱۲۲۰۴/۰	۵۰۴۳۷۹/۰	۶۱۴۲/۰
سود انباشته	۰۶۲۱۸۴/۰	۰۱۷۴۴۶/۰	۵۶۴۴۲۶/۳	۰۰۰۴/۰
سود خالص	۰۲۱۱۱۷/۰	۰۱۵۶۲۱/۰	۳۵۱۸۳۷/۱	۱۷۷/۰
C	-۷۷۴۵۰۶۹۳	۳۳۹۰۸۷۰۴	۲۸۴۰۹۵/-۲	۰۲۲۸/۰
Ar(۱)	۱۰۰۴۴۲/۱	۰۲۶۴۰۵/۰	۶۷۵۶۲/۴۱	۰
ضریب تعیین	۹۳۰۸۲۷/۰			
ضریب تعیین تعدیل شده	۹۲۲۱۴۵/۰			
آماره دوربین واتسون	۸۲۲۴۶۴/۱			
مقدار آماره f	۲۱۷۶/۱۰۷			
معنی داری کل مدل	۰/۰۰۰۰			

مقدار آماره اف و مقدار احتمال برای مدل کلی به ترتیب برابر ۱۰۷/۲۱۷۱۶ و ۰/۰۰۰۰ می باشد، که این نشان دهنده معنی دار بودن مدل در حالت کلی است (زیرا مقدار احتمال این آماره کمتر از ۰/۰۵ است). معروف ترین آماره نیکویی برازش، ضریب تعیین است که مقدار آن بین صفر و یک قرار دارد اگر ضریب تعیین بزرگ و نزدیک به یک باشد، مدل داده ها را به خوبی برازش کرده است در حالی که اگر ضریب تعیین نزدیک به صفر باشد، مدل برازش خوبی از داده ها ارائه نداده است در جدول فوق مقدار ضریب تعیین ۰/۹۳۰۸۲۷ که نشان می دهد مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است ضمناً مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۹۲۲۱۴۵ است، که بر اساس آن می توان گفت این مدل بیش از ۹۲ درصد تغییرات در متغیر وابسته یعنی سرمایه گذاری در موجودی مواد و کالا را تبیین نموده است آماره دوربین واتسون عدد ۱/۸۲۲۴۶۴ است یعنی خطاها دارای خود همبستگی مثبت نیستند و چون آماره در بازه ۵/۵ تا ۲/۵ قرار دارد فرض صفر پذیرفته می شود.

¹ Adjusted R-squared

جدول ۱۳. رگرسیون معادله سوم

Investmentsakhteman				
$= \alpha_i + \beta_1 accumulated\ benefit_{it} + \beta_2 cash\ end\ of\ year_{it} + \beta_3 cash\ flow_{it} + \beta_4 debt_{it} + \beta_5 dividend_{it} + \beta_6 incombenefit_{it} + e_{it}$				
متغیر	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
سود تقسیم شده سال قبل	۰۰۵۰۴۵/۰	۰۵۳۳۳۵/۰	۰۹۴۶/۰	۹۲۴۷/۰
بدهی	۱۹۵۲۸۵/۰	۰۲۳۷۴۹/۰	۲۲۲۸۶۵/۸	/۰۰۰۰
جریان وجه نقد	۱۹۵۴۴۴/۰	۰۹۵۱۸۳/۰	۰۵۳۳۵۸/۲	۰۴۰۵/۰
وجه نقد پایان سال	۰۸۱۴۶۹/۰	۰۴۲۵۸۹/۰	۹۱۲۹۲۳/۱	۰۵۶۲/۰
سود انباشته	۰۴۷۶۲۴/۰	۰۳۴۷۵۱/۰	۳۷۰۴۲۶/۱	۱۷۱۱/۰
سود خالص	۰۲۹۶۶/-۰	۰۴۰۰۶۶/۰	۷۴۰۰۴۶/-۰	۴۵۹۶/۰
C	۵۵۸۲۱۲۱	۲۸۵۷۹۷۵	۹۵۳۱۷۴/۱	۰۵۱۳/۰
ضریب تعیین	۴۷۶۶۶۳/۰			
ضریب تعیین تعدیل شده	۴۷۱۵۰۷/۰			
آماره دوربین واتسون	۷۰۹۸۵۲/۰			
مقدار آماره F	۹۲/۴۴۷۸۳			
معنی داری کل مدل	۰۰/۰۰۰			

مقدار آماره اف و مقدار احتمال برای مدل کلی به ترتیب برابر ۹۲/۴۴۷۸۳ و ۰۰۰/۰ است، یعنی مدل در حالت کلی معنادار است در جدول فوق مقدار ضریب تعیین برابر ۴۷۶۶۶۳/۰ است که نشان می‌دهد مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است ضمناً مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۴۷۱۵۰۷/۰ است بر اساس آن می‌توان گفت این مدل بیش از ۴۷ درصد تغییرات در متغیر وابسته یعنی سرمایه گذاری در ساختمان را تبیین نموده است. آماره دوربین واتسون که خود همبستگی بین باقیمانده‌های مدل را نشان می‌دهد عدد ۷۰۹۸۵۲/۰ است یعنی خطاها دارای خود همبستگی مثبت هستند و چون آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار ندارد فرض صفر پذیرفته نمی‌شود ولی در برخی منابع ذکر شده است چون داده ها پائل هستند تا حد زیادی از خود همبستگی می‌توان چشم‌پوشی کرد.

جدول ۱۴. ناهمسانی واریانس

نوع آزمون	مقدار کاسکوئر	آماره	مقدار احتمال	نتیجه
آزمون ناهمسانی واریانس وایت متغیر وابسته سرمایه گذاری در ساختمان	۸۰۳۵۳۷/۱	۰۰۸۱/۰	همسانی واریانس وجود ندارد	
آزمون ناهمسانی واریانس وایت متغیر وابسته سرمایه گذاری در موجودی مواد و کالا	۱۲۵۸۴/۲۰	۰۰۰۰/۰	همسانی واریانس وجود ندارد	
آزمون ناهمسانی واریانس وایت متغیر وابسته ماشین آلات و تجهیزات	۸۹۹۶۱/۱۱	۰۰۰۰/۰	همسانی واریانس وجود ندارد	

از آنجایی که مقدار آماره F معنا دار است (مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵ است) نتیجه‌گیری می‌شود که فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس‌ها رد می‌شود بنابراین لازم است در مدل از این بابت اصلاح و تصحیح لازم اعمال گردد که این کار انجام شده است (در مدل برآورد شده در بخش ۴-۷-۲). بدین ترتیب که در روش محاسبه ماتریس کوواریانس ضرایب^۱ (در تنظیمات حین اجرای مدل پائل، گزینه وزن دهی به مقاطع^۲ انتخاب شده است این کار، موجب تغییر شیوه محاسبه خطای استاندارد ضرایب شده و به تبع آن، آماره تی استیودنت و سطوح معنا داری مربوطه از بابت ناهمسانی واریانس موجود، تصحیح می‌شوند.

¹ Coef covariance method

² Cross-section weights (PCSE)

در بخش بعدی از تحقیق روش گشتاورهای تعمیم یافته برای برآورد مدل پانلی متغیرهای موثر بر تقسیم سود استفاده شده است از آنجا که ممکن است بین برخی از متغیرهای مستقل و جمله خطا رابطه همبستگی وجود داشته باشد، استفاده از ابزارهای مناسب جهت کنترل مشکل درون زایی¹ ضروری است در این مدل، ابزارها از طریق وقفه های گذشته متغیر وابسته تولید شده اند یعنی وقفه دوم سود تقسیمی به عنوان ابزار تخمین بکار رفته است مدل مورد استفاده به شرح زیر است :

$$D_t = \alpha_1 D_{t-1} + \alpha_2 debt + \alpha_3 cashflow + \alpha_4 cash\ end\ of\ year + \alpha_5 income\ benefit + C \quad (4)$$

به منظور تعیین متغیرهای موثر بر تقسیم سود، مدل مورد استفاده در این تحقیق به روش گشتاورهای تعمیم یافته تفاضل مرتبه اول، تخمین زده شده و شامل داده های تابلویی مربوط به ۴۰ شرکت در دوره زمانی ۲۰۱۴ تا ۲۰۲۱ بوده است با اعمال تفاضل گیری و استفاده از ابزارهای مناسب، تعداد مشاهدات برابر با ۳۱۸ و تعداد ابزارهای مورد استفاده در تخمین برابر با ۳۱ بوده است در ادامه، نتایج به دست آمده از برآورد مدل و تفسیر آن ها ارائه می گردد.

جدول ۱۵. عوامل موثر بر تقسیم سود

نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار احتمال
سود تقسیم شده سال قبل	۱/۱۵۱۹۶۴	۷/۵۲E-۰۵	۱۵۳۲۴/۲۳	۰/۰۰۰۰
میزان بدهی	-۰/۱۱۵۰۳۷	۲/۵۱E-۰۵	-۴۵۷۷/۸۰۴	۰/۰۰۰۰
جریان وجه نقد	۰/۴۴۶۸۹۷	۳/۲۱E-۰۵	۱۳۹۰۳/۱۹	۰/۰۰۰۰
وجه نقد پایان سال	-۰/۶۸۲۳۴۸	۷/۹۲E-۰۵	-۸۶۱۹/۱۱	۰/۰۰۰۰
سود خالص	۰/۶۱۳۲۸۸	۷/۲۷E-۰۵	۸۴۴۰/۵۵۱	۰/۰۰۰۰
j-statistic	۲۶/۸۷			
احتمال	۰/۴۱			

سود تقسیم شده سال قبل: متغیر وابسته با وقفه دارای ضریب مثبت و معنادار است که نشان دهنده وجود پویایی قابل توجه در سیاست تقسیم سود شرکت ها است به عبارت دیگر، سود تقسیمی سال گذشته نقش مؤثری در تعیین سود تقسیمی سال جاری دارد.

جریان وجه نقد شرکت ها: جریان نقدی شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر سیاست تقسیم سود دارد که نشان دهنده تأثیر توان نقدی شرکت بر قابلیت تقسیم سود است.

وجه نقد پایان سال: نقدینگی پایان دوره مالی شرکت نیز رابطه منفی و معناداری با سود تقسیمی دارد.

سود خالص شرکت: سودآوری شرکت به طور مستقیم و معنادار در تصمیم گیری برای تقسیم سود تأثیرگذار است.

میزان بدهی: ضریب منفی و معنادار بدهی نشان می دهد که افزایش سطح بدهی شرکت ها تمایل به تقسیم سود را کاهش می دهد احتمالاً به دلیل نیاز به حفظ منابع برای ایفای تعهدات مالی.

آماره J-statistic عدد ۲۸/۱۳ را نشان می دهد که به معناداری ابزار انتخاب شده اشاره دارد احتمال آن ۰/۴۱ است که نشان از اعتبار مناسب ابزارها دارد و در نتیجه مشکل بیش ابزار سازی وجود ندارد در نتیجه، ابزارهای استفاده شده مناسب بوده و مدل به درستی شناسایی شده است.

بحث و نتیجه گیری

نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که میان متغیرهای مرتبط با تقسیم سود و سرمایه گذاری، متغیرهای سود تقسیمی سال قبل، سود خالص، جریان وجه نقد و میزان بدهی تأثیر معناداری بر سیاست تقسیم سود شرکت ها دارند، در حالی که وجه نقد پایان سال اثری منفی و معنادار بر تمایل شرکت ها به تقسیم سود نشان داد. همچنین، مدل سرمایه گذاری

¹ Endogeneity

در ماشین آلات و تجهیزات نسبت به سایر مدل‌ها از قدرت تبیین بالاتری برخوردار بود و بیش از ۹۰ درصد تغییرات در سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را توضیح داد. این یافته‌ها نشان‌دهنده اهمیت پویایی سیاست تقسیم سود، وابستگی آن به عملکرد گذشته و نقش حیاتی متغیرهای نقدینگی و سودآوری در تصمیمات مالی شرکت‌ها است.

در تبیین این نتایج می‌توان گفت که سود تقسیمی سال قبل نقش برجسته‌ای در تصمیمات جاری شرکت‌ها ایفا می‌کند و این امر نشانه‌ای از رفتار هموارسازی سود تقسیمی در میان شرکت‌های بورسی ایران است. این نتیجه با یافته‌های پژوهش‌های بین‌المللی هم‌راستا است که نشان می‌دهند شرکت‌ها تمایل دارند سیاست سود تقسیمی خود را به گونه‌ای تنظیم کنند که ثبات و اعتماد سرمایه‌گذاران حفظ شود (Aziz et al., 2025). هموارسازی سود تقسیمی نه تنها باعث کاهش ریسک ادراک‌شده از سوی سهامداران می‌شود، بلکه نوعی سیگنال مثبت از سلامت مالی شرکت را نیز به بازار منتقل می‌کند (Hou et al., 2025).

از سوی دیگر، اثر مثبت و معنادار سود خالص بر سود تقسیمی نشان‌دهنده نقش کلیدی سودآوری در سیاست‌های پرداخت سود است. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که از عملکرد مالی مطلوب‌تری برخوردارند، منابع بیشتری برای پرداخت سود دارند و به‌واسطه آن، احتمال افزایش سود تقسیمی در آن‌ها بیشتر است. این یافته با نتایج مطالعات (Bahramfar, 2004 & Mehrani) در ایران و (Njoku & Lee, 2024) در کره جنوبی همسو است که هر دو بر این نکته تأکید داشتند که سودآوری شرکت‌ها، تعیین‌کننده اصلی در سیاست‌های تقسیم سود محسوب می‌شود. افزون بر این، یافته حاضر از منظر نظریه چرخه عمر شرکت‌ها نیز قابل تبیین است؛ در مراحل بلوغ شرکت‌ها، سودآوری بالا و فرصت‌های رشد محدود سبب می‌شود پرداخت سود نقدی افزایش یابد (Setayesh & Ghavhestani, 2016).

یافته‌ها همچنین نشان دادند که جریان وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری بر سود تقسیمی دارد. این رابطه نشان‌دهنده آن است که شرکت‌هایی با نقدینگی بالاتر، تمایل بیشتری به پرداخت سود نقدی دارند. جریان وجه نقد مثبت، توانایی شرکت در تأمین نیازهای نقدی خود را افزایش داده و فشار مالی را برای تقسیم سود کاهش می‌دهد (Dang et al., 2020). این یافته با نظریه «منابع درونی تأمین مالی» سازگار است که بیان می‌کند تصمیمات تقسیم سود در شرکت‌هایی با جریان نقدی قوی، کمتر وابسته به منابع مالی خارجی است (Daniel et al., 2010). در مقابل، شرکت‌هایی که از کمبود نقدینگی رنج می‌برند، تمایل دارند منابع خود را برای سرمایه‌گذاری‌های جدید حفظ کنند و در نتیجه سود تقسیمی کمتری پرداخت کنند (Driver et al., 2020).

اما یافته منفی مربوط به وجه نقد پایان سال نشان داد که شرکت‌هایی با مانده نقدی بالا لزوماً تمایل به پرداخت سود نقدی بیشتر ندارند. این امر می‌تواند ناشی از سیاست‌های احتیاطی مدیران برای حفظ نقدینگی در شرایط اقتصادی بی‌ثبات یا محدودیت‌های مالی در آینده باشد. درواقع، در محیط‌هایی که عدم قطعیت اقتصادی و نوسان بازار بالاست، مدیران تمایل دارند منابع نقدی را به عنوان سپر محافظتی حفظ کنند (de Souza Junior et al., 2025). نتایج مشابهی در پژوهش (Aziz et al., 2025) گزارش شده که نشان می‌دهد در دوره‌های بی‌ثباتی سیاسی و اقتصادی، سیاست‌های هموارسازی سود و احتیاط مالی شدت بیشتری می‌یابد.

از سوی دیگر، رابطه منفی و معنادار بین بدهی و سود تقسیمی تأییدکننده این واقعیت است که افزایش سطح بدهی شرکت‌ها به کاهش تمایل به پرداخت سود نقدی منجر می‌شود. این یافته را می‌توان بر اساس نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی تبیین کرد؛ یعنی شرکت‌ها در شرایط بدهی بالا، اولویت را به بازپرداخت تعهدات خود می‌دهند و پرداخت سود نقدی را کاهش می‌دهند (Martins & Novaes, 2012). نتایج مشابهی توسط (Hou et al., 2025) در چین و (Njoku & Lee, 2024) در بازار کره جنوبی گزارش شده است که هر دو بیانگر آنند که ساختار سرمایه و میزان بدهی نقش تعیین‌کننده‌ای در سیاست‌های پرداخت سود دارد.

در بخش سرمایه‌گذاری، یافته‌ها نشان دادند که سرمایه‌گذاری در ماشین آلات و تجهیزات نسبت به سایر انواع سرمایه‌گذاری (ساخت‌مان و موجودی کالا) بیشترین قدرت تبیین را دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که شرکت‌ها در ایران تمایل دارند سرمایه‌گذاری‌های خود را در دارایی‌های مولد و بلندمدت متمرکز کنند. این رفتار سرمایه‌گذاری با یافته‌های (Alexeeva-Alexeev, 2024) در زمینه شرکت‌های فناوری هم‌راستا است، جایی که تصمیمات سرمایه‌گذاری عمدتاً بر دارایی‌های فیزیکی و فناورانه متمرکز است تا بازدهی بلندمدت و مزیت رقابتی افزایش یابد. افزون بر این، مطالعه (Oliveira et al., 2024) نیز تأیید کرده است که در صنایع تولیدی، سرمایه‌گذاری در تجهیزات و ماشین آلات با نقدینگی و سودآوری شرکت ارتباط مستقیمی دارد و موجب بهبود عملکرد مالی در دوره‌های بعدی می‌شود.

بررسی نتایج رگرسیونی مدل‌های تحقیق نشان داد که میزان سود خالص و سود تقسیمی سال قبل در میان متغیرهای مستقل بیشترین تأثیر را بر سرمایه‌گذاری دارند. این یافته را می‌توان از منظر نظریه نمایندگی تحلیل کرد. شرکت‌هایی که در سیاست تقسیم سود خود ثبات نشان می‌دهند، معمولاً از ساختار حاکمیت شرکتی قوی‌تری برخوردارند و تضاد منافع بین مدیران و سهامداران در آن‌ها کمتر است (Bushman & Smith, 2001). در چنین شرکت‌هایی، تصمیمات سرمایه‌گذاری کارا تر است زیرا اعتماد سهامداران نسبت به مدیریت افزایش یافته و مدیران می‌توانند منابع را در پروژه‌های سودآورتر تخصیص دهند (Yang & Jiang, 2008).

از نظر رفتاری نیز، ثبات در تقسیم سود پیام مثبتی به بازار سرمایه ارسال می‌کند و در نتیجه موجب افزایش ارزش شرکت و تسهیل تأمین مالی برای پروژه‌های آتی می‌شود. پژوهش (Hasan & Al-Najjar, 2024) نشان می‌دهد که واکنش بازار به اعلان سود نقدی بستگی به اعتماد مصرف‌کنندگان و سرمایه‌گذاران دارد؛ در شرایطی که اعتماد بالاست، افزایش سود نقدی با واکنش مثبت بازار همراه است و این امر به افزایش ارزش بازار شرکت می‌انجامد. از این رو، تقسیم سود می‌تواند به صورت غیرمستقیم بر سرمایه‌گذاری نیز اثرگذار باشد.

یافته‌های حاصل از مدل گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) نیز نشان داد که متغیر سود تقسیمی سال قبل، اثر مثبت و قوی بر سود تقسیمی جاری دارد و این نشانگر پویایی بالای سیاست تقسیم سود در شرکت‌های ایرانی است. این رفتار پویا را می‌توان نتیجه تلاش مدیران برای حفظ اعتبار در بازار و کاهش ریسک سرمایه‌گذاران دانست. مشابه این نتیجه در پژوهش‌های بین‌المللی مانند (de Souza Junior et al., 2025) و (Driver et al., 2020) مشاهده شده است که نشان می‌دهند شرکت‌ها تمایل دارند از سیاست‌های پرداخت سود پایدار برای جلوگیری از بی‌اعتمادی بازار پیروی کنند.

افزون بر این، ضریب مثبت جریان وجه نقد و سودآوری در مدل GMM نشان می‌دهد که توان نقدی و عملکرد مالی نقش اصلی در شکل‌دهی سیاست تقسیم سود دارند. این یافته با نتایج (Dang et al., 2020) در ویتنام و (Daniel et al., 2010) در ایالات متحده همسو است، جایی که بیان شد شرکت‌هایی با انعطاف مالی بیشتر، به دلیل دسترسی آسان‌تر به منابع داخلی و خارجی، در سیاست‌های پرداخت سود خود ثبات بیشتری دارند.

از سوی دیگر، ضریب منفی بدهی در مدل نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای اهرم مالی بالا تمایل کمتری به تقسیم سود دارند. این نتیجه با نظریه هزینه‌های مالی سازگار است که بیان می‌کند شرکت‌های دارای بدهی بیشتر برای حفظ جریان نقدی جهت بازپرداخت بدهی، سود نقدی کمتری توزیع می‌کنند (Martins & Novaes, 2012). درواقع، افزایش بدهی باعث کاهش منابع آزاد برای پرداخت سود شده و شرکت را به سمت کاهش پرداخت‌ها سوق می‌دهد.

در مجموع، یافته‌های پژوهش حاضر با مدل‌های نظری موجود در زمینه رابطه بین سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری همخوانی دارد. به‌ویژه، با نظریه چرخه عمر شرکت‌ها، نظریه نمایندگی و نظریه منابع داخلی تأمین مالی سازگار است. شرکت‌ها به‌گونه‌ای رفتار می‌کنند که ضمن حفظ توان سرمایه‌گذاری، اعتماد بازار سرمایه را نیز از طریق ثبات در پرداخت سود جلب کنند. این تعادل ظریف میان رشد بلندمدت و بازده کوتاه‌مدت، کلید مدیریت مالی موفق در شرایط اقتصادی متغیر ایران است.

این پژوهش، مانند هر مطالعه تجربی دیگر، دارای محدودیت‌هایی است که باید در تفسیر نتایج مدنظر قرار گیرد. نخست آنکه داده‌های پژوهش تنها از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده و دربرگیرنده سایر شرکت‌های غیربورسی یا صنایع کوچک نیست؛ از این رو، قابلیت تعمیم نتایج به کل اقتصاد ایران محدود است. دوم، تأکید پژوهش بر داده‌های مالی تاریخی طی سال‌های ۱۴۰۱-۱۳۹۲ ممکن است اثر تغییرات ساختاری اخیر در نظام اقتصادی و مالی کشور را منعکس نکند. سوم، با وجود استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی پیشرفته، متغیرهایی مانند کیفیت حاکمیت شرکتی، فرهنگ سازمانی و انتظارات سرمایه‌گذاران که می‌توانند بر تصمیمات تقسیم سود و سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشند، در مدل لحاظ نشده‌اند. در نهایت، متغیرهای کلان اقتصادی همچون تورم، نرخ بهره و نوسانات بازار سرمایه به صورت غیرمستقیم در تحلیل حضور دارند و ممکن است اثرات واقعی آن‌ها کمتر از واقعیت برآورد شده باشد.

پژوهش‌های آتی می‌توانند با توسعه دامنه مطالعه به سایر صنایع و بازارهای مالی منطقه‌ای، دیدگاه جامع‌تری نسبت به الگوی تعامل میان تقسیم سود و سرمایه‌گذاری ارائه دهند. همچنین پیشنهاد می‌شود اثر متغیرهای رفتاری، مانند اعتماد سرمایه‌گذار و ریسک‌گریزی مدیران، در مدل‌های تجربی آینده مورد بررسی قرار گیرد. مطالعات بعدی می‌توانند

با استفاده از داده‌های مقایسه‌ای بین‌المللی، نقش تفاوت‌های نهادی، کیفیت حاکمیت شرکتی و میزان توسعه بازار سرمایه را در تعیین سیاست‌های تقسیم سود ارزیابی کنند. استفاده از روش‌های داده‌کاوی و الگوریتم‌های یادگیری ماشین برای پیش‌بینی الگوهای سود تقسیمی نیز می‌تواند مسیر جدیدی برای پژوهش‌های مالی آینده فراهم سازد. از منظر کاربردی، مدیران مالی شرکت‌ها باید میان بازده کوتاه‌مدت سهامداران و سرمایه‌گذاری بلندمدت تعادل برقرار کنند. پیشنهاد می‌شود سیاست تقسیم سود با توجه به چرخه عمر شرکت و سطح نقدینگی طراحی شود تا ضمن حفظ جذابیت سهام در بازار، توان مالی برای سرمایه‌گذاری‌های مولد کاهش نیابد. نهادهای ناظر نیز می‌توانند با ایجاد چارچوب‌های نظارتی شفاف و تقویت افشای اطلاعات مالی، از تصمیمات پایدار و مبتنی بر واقعیت حمایت کنند. همچنین، توسعه بازار بدهی و ابزارهای مالی نوین می‌تواند امکان تأمین مالی جایگزین را برای شرکت‌ها فراهم کرده و وابستگی آن‌ها به منابع داخلی را کاهش دهد. در نهایت، افزایش آموزش مالی برای مدیران و سهامداران می‌تواند به درک بهتر رابطه بین تقسیم سود و سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر در این زمینه کمک کند.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

تشکر و قدردانی

از تمامی کسانی که در طی مراحل این پژوهش به ما یاری رساندند تشکر و قدردانی می‌گردد.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

حمایت مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

موازین اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازین و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

References

- Alexeeva-Alexeev, I. (2024). Determinants of investment decisions in tech firms: Evidence from GMM analysis of panel data across 23 OECD countries. *Problems of Economy*, 4, 4-14. <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2024-4-4-14>
- Aziz, A., Iqbal, A., & Naseem, M. R. (2025). Dividend smoothing under political and economic uncertainty: Evidence from Pakistan using dynamic panel GMM (2010-2024). *Dialogue Social Science Review*, 3(6), 185-206.
- Bahramfar, N., & Mehrani, K. (2004). The Relationship Between Earnings Per Share, Dividends, and Investment in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 11(2), 27-46.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 237-333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Dang, N. H., Nguyen, V. H., & Vu, T. T. V. (2020). The impacts of earnings quality on dividend policy of listed enterprises in Vietnam. *Research in World Economy*, 11(6). <https://doi.org/10.5430/rwe.v11n6p123>
- Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2010). *Source of financial flexibility: Evidence from cash flow shortfall*.
- de Souza Junior, W. D., Hijazi, M. M., & da Silva, T. P. (2025). Determinants of dividend payout policy: More evidence from emerging markets of G20 bloc. *International Journal of Finance and Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.3111>

- Driver, C., Grosman, A., & Scaramozzino, P. (2020). Dividend policy and investor pressure. *Economic Modelling*, 89, 559-570. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.11.015>
- Hasan, F., & Al-Najjar, B. (2024). Consumer confidence as a mediator between dividend announcements and stock returns: Evidence from the UK. *Journal of Financial Markets*. <https://doi.org/10.1007/s11156-025-01388-3>
- Hou, D., Yuan, Z., Taran-Bozbay, A., & et al. (2025). Dividend policies and managerial ability beyond financial constraints: Insights from China. *Humanities and Social Sciences Communications*, 12, 87. <https://doi.org/10.1057/s41599-024-04131-w>
- Karami, G., Bazrafshan, A., & Mohammadi, A. (2011). Investigating the Relationship Between Auditor Tenure and Earnings Management. *Accounting Knowledge*, 2(6), 65-83.
- Karami, G., Tajik, K., & Moradi, M. T. (2006). The relationship between earnings quality and capital increase from shareholders' claims in listed companies on Tehran Stock Exchange. *Review of Accounting and Auditing*, 13(2), 71-84.
- Martins, T. C., & Novaes, W. (2012). Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? *Journal of Corporate Finance*, 18, 953-967. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.004>
- Njoku, O. E., & Lee, Y. (2024). Revisiting the effect of dividend policy on firm performance and value: Empirical evidence from the Korean market. *International Journal of Financial Studies*, 12(1), 22. <https://doi.org/10.3390/ijfs12010022>
- Oliveira, I., Figueiredo, J., Faria, M., & Martins, F. V. (2024). Accounting and macroeconomic variables explaining investment: An empirical study with panel data in the Portuguese textile sector. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(8), 1-18. <https://doi.org/10.3390/jrfm17080444>
- Setayesh, M. H., & Ghavhestani, S. (2016). Investigating the Relationship Between Dividend Payout, Investment Opportunities, and External Financing During the Company Life Cycle. *Scientific-Research Quarterly of Asset Management and Financing*, 4(1), 12.
- Verdi, R. S. (2006). *Financial reporting quality and investment efficiency*.
- Yang, J., & Jiang, Y. (2008). Accounting information quality, free cash flow, and overinvestment: A Chinese study. *The Business Review*, 11(1), 159-166.