

The role of financial structure in the impact of dividend strategies on financial distress and discipline

Mohammad Ebrahim Raei Ezabadi^{1,✉}, Roxana Farzanegi¹, Mehrdad Bakhtiar Dehkordy¹

1. Department of Accounting and Finance, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

ARTICLE INFO	ABSTRACT
Received: 2 December 2024 Revised: 7 May 2025 Accepted: 13 May 2025 Keywords: Dividend strategies, financial discipline, financial distress, financial structure JEL Classification: G32, G35	Purpose: The purpose of this research is to investigate the impact of dividend strategies on financial distress and discipline with the moderating role of financial structure. Methodology: This research adopts a correlational approach, exploring relationships between variables through correlation coefficients. To collect the information needed to test the hypotheses from the documents of the companies, the data related to the companies were utilized the Rahavard Novin database. To investigate the relationship between the variables, the multiple regression method was used, and EViews software was used to perform the required tests. Findings: The analysis revealed that dividend strategies have a negative and significant effect on financial distress. Dividend strategies do not have a significant effect on the financial discipline of companies. Financial structure has a positive and significant effect on the relationship between dividend strategies and financial distress. Financial structure does not affect the relationship between dividend strategies and financial discipline. Originality: With more profit sharing in companies, the company's financial situation is at risk, and this can lead to financial distress. On the other hand, the status of the company's capital structure can affect this relationship.

Cite this paper: Raei Ezabadi, M. E., Farzanegi, R., & Bakhtiar Dehkordy, M. (2025). The role of financial structure in the impact of dividend strategies on financial distress and discipline. *Journal of Accounting & Financial Transparency*, 3(1), 110–135. <https://doi.org/10.71965/AFT.2025.1192062> [In Persian]

✉ Corresponding Author.

Email Address: meraei68@yahoo.com

© 2025 the author(s).

This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited. The terms on which this article has been published allow the posting of the Accepted Manuscript in a repository by the author(s) or with their consent.

Introduction

The purpose of this research is to investigate the impact of dividend strategies on financial distress and discipline with the moderating role of financial structure. Dividend distribution is one of the company's short-term and long-term strategies, the effects of which are revealed in each fiscal year in the company's general meetings and the company's performance is evaluated based on it. In fact, the dividend distribution policy is a policy based on which the amount of dividend, the amount of retained earnings, the board of directors' remuneration, the payment time, the method of financing and other related issues are codified and presented to the general meeting of shareholders. The subject of dividend distribution is one of the issues that the management of any company should pay special attention to; because on the one hand, it is the concern of shareholders and will affect their investment decisions, and on the other hand, it can affect the growth and development of the company or its backwardness. Therefore, addressing this issue is of great importance. Therefore, this research aims to provide a comprehensive framework for a better understanding of the impact of dividend distribution strategies on financial distress and discipline, as well as the moderating role of the financial structure, and seeks to answer the question of what is the impact of dividend distribution strategies on financial distress and discipline, and what is the moderating role of the capital structure on this relationship. The results of this research can help financial managers and decision-makers of companies in choosing optimal dividend distribution policies and provide solutions to improve the financial health of companies. On the other hand, this research can help enrich scientific literature in the field of financial management and accounting and pave the way for future research in this field.

Methodology

This research is classified as applied research in terms of its purpose. In terms of its method and collection method, it is descriptive-correlational research, and in terms of its implementation time, it is considered post-event research. In this research, the collection of required information and data was carried out in two stages. In the first stage, the theoretical foundations of the research were developed using the library method, and in the second stage, the desired data were collected using the information contained in the financial statements sent to the Stock Exchange Organization and the Rahavard Novin software. Then, the effect of the research variables on each other was examined using the multiple regression method. The statistical population of this study includes all companies listed on the Tehran Stock Exchange, except for financial brokerage, insurance and banks, whose type of activity is fundamentally different from other companies. The sample selection from the statistical population of the study is a systematic elimination method, and 105 companies were selected as a sample for this study.

Results

In this study, the effect of dividend strategies on financial distress and discipline with the moderating role of financial structure was examined in 105 companies listed on the Tehran Stock Exchange. In this regard, 4 hypotheses were tested, and the results were as follows:

- The results of the first hypothesis of the study indicate that dividend strategies have an effect on financial distress. According to the results of the table, dividend strategies have a negative and significant effect on financial distress at a 95% confidence level. However, since the reverse index of financial distress measurement was used in this study, it can

be said that increasing dividend increases the probability of financial distress of companies. Therefore, the first hypothesis of the study is not rejected at a 95% confidence level.

- The results of the second hypothesis of the study indicate that dividend strategies do not have a significant effect on financial discipline. According to the results of the table, dividend strategies do not have a significant effect on the financial discipline of companies at a confidence level of 95%. Therefore, the second hypothesis of the study is rejected at a confidence level of 95%. Among the control variables, company size, cash holding level, return on assets, and company age have a significant effect on the financial distress of companies at a confidence level of 95%.
- The results of the third hypothesis of the study indicate that financial structure has a moderating role on the relationship between profit sharing strategies and financial distress. According to the results of the table, the interaction coefficient of financial structure and profit sharing strategies have a positive and significant effect on financial distress at a 95% confidence level. Considering that the reverse index of financial distress measurement was used in this study and also the absolute value of the product and independent variable coefficients, it can be said that financial structure weakens the negative relationship between profit sharing strategies and financial distress. Therefore, the third hypothesis of the study is not rejected at a 95% confidence level.
- The results of the fourth hypothesis of the study indicate that financial structure does not have a moderating role on the relationship between profit sharing strategies and financial discipline. According to the results of the interaction coefficient table, financial structure and profit sharing strategies do not have a significant effect on financial distress at a

95% confidence level. Therefore, the fourth hypothesis of the study is rejected at a 95% confidence level.

Conclusions

In this study, the effect of dividend distribution strategies on financial distress and discipline with the moderating role of financial structure was examined in 105 companies listed on the Tehran Stock Exchange. By increasing dividend payments, companies may have difficulty meeting their short-term and long-term financial obligations and may not be able to pay their debts on time, which can lead to financial distress. In this regard, [Rawal *et al.* \(2024\)](#) show that dividend payments can lead to a decrease in the company's financial resources and an increase in the likelihood of financial distress. [Zhou *et al.* \(2020\)](#) also show that high dividend payments, especially in companies with a weak financial situation, can increase the risk of financial distress. The results of the studies of [Rawal *et al.* \(2024\)](#), [Sidhu *et al.* \(2023\)](#), [Sarraf and Khojasteh Ahwazi \(2017\)](#), and [Beikzadeh Abbasi & Johari \(2018\)](#) are also in line with the results obtained. Their research emphasizes that dividend payments can lead to a decrease in liquidity and an increase in the likelihood of financial distress. This is while [Goddard *et al.* \(2005\)](#) show in their research that dividend payments may not have a negative impact on financial distress and in some circumstances, it can be considered as an indicator of the company's financial health and its ability to pay dividends to investors. Also, [Wardini *et al.* \(2022\)](#) show that dividend payments may have positive effects on investor confidence and the company's financial condition and generally do not have a negative impact on the risk of financial distress. To prevent the increased likelihood of financial distress following an increase in dividend payouts, managers must adopt a balanced approach between distributing dividends to

shareholders and retaining profits for reinvestment in the company.

Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

The data that support the findings of this study are available from the corresponding author, upon reasonable request.

Acknowledgements

The authors would like to thank all reviewers in the present study.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

Funding

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.



تأثیر راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی و انضباط مالی با نقش تعدیلگری ساختار مالی

محمد ابراهیم راعی عزآبادی^۱✉، رکسانا فرزانیگی^۱، مهرداد بختیار دهکردی^۱

۱. گروه حسابداری و مدیریت، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

چکیده	اطلاعات مقاله
هدف: هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی و انضباط مالی با نقش تعدیلگری ساختار مالی است. روش شناسی: پژوهش حاضر از نوع همبستگی می باشد که رابطه بین متغیرها را با استفاده از ضریب همبستگی کشف یا تعیین می کند. برای جمع آوری اطلاعات مورد نیاز جهت آزمون فرضیه ها از اسناد و مدارک شرکت ها شامل صورت های مالی و داده های مربوط به شرکت ها در پایگاه داده ای ره آورد نوین استفاده گردید. جهت بررسی رابطه بین متغیرها از روش رگرسیون چندگانه استفاده شده است که برای انجام آزمون های مورد نیاز از نرم افزار EViews استفاده گردیده است. یافته ها: با توجه به ارزیابی های انجام شده مشخص گردید که راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی مالی تأثیر منفی و معناداری دارند. راهبردهای تقسیم سود بر انضباط مالی تأثیر معناداری ندارد. ساختار مالی بر رابطه راهبردهای تقسیم سود و درماندگی مالی تأثیر مثبت و معناداری دارد. ساختار مالی بر رابطه راهبردهای تقسیم سود و انضباط مالی اثرگذار نمی باشد. دانش افزایی: با تقسیم بیشتر سود در شرکت ها، وضعیت مالی شرکت دچار مخاطره شده و این امر می تواند منجر به درماندگی مالی شود. از طرفی وضعیت ساختار سرمایه شرکت می تواند بر این رابطه اثرگذار باشد.	تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۹/۱۲ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۲/۱۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۲/۲۳ کلیدواژه ها: انضباط مالی، تقسیم سود، درماندگی مالی، راهبردهای تقسیم سود، ساختار مالی طبقه بندی موضوعی: G32, G35

استناد: راعی عزآبادی، محمد ابراهیم، فرزانیگی، رکسانا، و بختیار دهکردی، مهرداد (۱۴۰۴). تأثیر راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی و انضباط مالی با نقش تعدیلگری ساختار مالی. *حسابداری و شفافیت مالی*. ۱۳۵-۱۱۰، (۱)۳. <https://doi.org/10.71965/aft.2025.1192062>

✉ نویسنده مسئول.

پست الکترونیکی: meraei68@yahoo.com

© 2025 the author(s).

This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited. The terms on which this article has been published allow the posting of the Accepted Manuscript in a repository by the author(s) or with their consent.

مقدمه

در دنیای کسب و کار امروزی، شرکت‌ها با چالش‌های متعددی مواجه هستند که از جمله مهم‌ترین آن‌ها، تصمیم‌گیری درباره تقسیم سود بین سهامداران است. این تصمیمات نه تنها به عنوان ابزاری برای جلب رضایت سهامداران و افزایش ارزش سهام محسوب می‌شود، بلکه می‌تواند تأثیرات گسترده‌ای بر سلامت مالی و پایداری شرکت داشته باشد. از این رو، بررسی و تحلیل این تصمیمات و اثرات آن‌ها بر جنبه‌های مختلف مالی شرکت‌ها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. درماندگی مالی یکی از پیامدهای احتمالی است که در نتیجه مدیریت نادرست منابع مالی و سیاست‌های ناکارآمد تقسیم سود ممکن است به وقوع بپیوندد. این وضعیت نه تنها می‌تواند بقای شرکت را به خطر اندازد، بلکه موجب افزایش هزینه‌های مالی، کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌گردد و در صورت استمرار منجر به ورشکستگی شرکت می‌شود. شرکت‌ها قبل از آنکه ورشکسته شوند وارد چرخه درماندگی مالی می‌شوند و این چرخه به صورت پیوسته منجر به رویدادهای اقتصادی مختلفی می‌گردد (کیراکو^۱، ۲۰۲۰). از طرف دیگر، انضباط مالی به عنوان یک شاخص مهم در سنجش کارایی و بهره‌وری مالی شرکت‌ها مطرح می‌شود. انضباط مالی منجر به برخورد با تخلف‌ها و قانونمند شدن امور می‌گردد که نهایتاً عملکرد شرکت بهبود و ریسک مالی کاهش می‌یابد (سلگی و فهرائی، ۱۴۰۱).

ساختار مالی شرکت‌ها، به‌ویژه ترکیب بدهی‌ها و سرمایه‌ها، می‌تواند نقش تعدیل‌گر مهمی در تأثیرات ناشی از راهبردهای تقسیم سود ایفا کند. در واقع، ساختار مالی به عنوان عاملی تعیین‌کننده در مواجهه با ریسک‌های مالی و عملکرد مالی شرکت‌ها عمل می‌کند. شرکتی که از ساختار مالی مناسب و پایدار برخوردار باشد، احتمالاً توانایی بیشتری در کنترل و تعدیل پیامدهای ناشی از تصمیمات تقسیم سود خواهد داشت (شاه نظری و نصر اصفهانی، ۱۴۰۲). بنابراین، در این پژوهش به بررسی دقیق نقش تعدیلگری ساختار مالی در ارتباط میان راهبردهای تقسیم سود و سلامت مالی شرکت پرداخته می‌شود.

درماندگی مالی وضعیتی است که شرکت برای کسب منابع مالی کافی جهت ادامه عملیات خود ناتوان است (فتاحی و آل‌علی، ۱۳۹۸). در این وضعیت شرکت در تولید وجه نقد کافی برای رفع نیازهای خود همچون پرداخت‌ها به وام‌دهندگان توانایی کافی را ندارد، همچنین درماندگی مالی شرکت‌ها یکی از عواملی است که در صورت مواجه شدن با آن مدیریت شرکت دست به عملکردهای خاصی می‌زند و به تبع آن سود حسابداری را به عنوان یکی از بارزترین اقلام ارزیابی عملکرد، در زمان مواجهه با درماندگی مالی دستکاری می‌کنند. شرکت‌هایی که با درماندگی مالی مواجه هستند برای رهایی یافتن از هزینه‌های ورشکستگی دست به مدیریت سود می‌زنند و از اقلام تعهدی بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها بهره می‌برند. در نتیجه باید بگوییم که یکی از حوزه‌های درماندگی مالی مربوط به سیاست تقسیم سود است که از جمله سیاست‌های مالی مهم شرکت‌ها بوده و اثرگذاری زیادی بر تامین مالی و سرمایه‌گذاری سهامداران دارد. همواره نوع سیاست تقسیم سود از یک جهت به وضعیت عملکرد شرکت و ویژگی‌های مالی و از سوی دیگر به قوانین حاکم بر بازار سرمایه و ویژگی‌های حاکمیتی شرکت‌ها مربوط است. تصمیم‌گیری شرکت درباره میزان پرداخت سود تقسیمی و مقدار سودی که باید به عنوان سود انباشته حفظ شود، به سیاست تقسیم سود مربوط می‌شود. برخی شرکت‌ها سیاست تقسیم سود حداقلی و برخی متوسط و برخی حداکثری را در دستور کار خود قرار

^۱. Kyriakou

داده‌اند. البته ساختار سرمایه هم می‌تواند موثر باشد. در تعریف ساختار سرمایه می‌توان گفت: ساختار سرمایه یک شرکت نسبت بدهی و حقوق صاحبان سهام است که منابع سرمایه‌ی شرکت هستند و جهت استفاده عملیات و دارایی‌های شرکت استفاده می‌شوند. همچنین باید یادآور شد که در نظر گرفتن انضباط مالی سازمان‌ها و شرکت‌ها از اهمیت زیادی برخوردار است، زیرا از فساد مالی و اقتصادی جلوگیری کرده و نقش مهمی در فرهنگ‌سازی حسابداری و پرداخت به موقع حساب‌ها و حق و حقوق افراد دارد. در سازمان‌هایی که انضباط مالی آنها ضعیف است، ممکن است مشکلات فراوانی برای آن سازمان ایجاد و در نتیجه مجموعه با ورشکستگی یا بحران‌های مالی شدید روبرو شود.

با عنایت به مطالب فوق، بحث تقسیم سود یکی از مواردی است که مدیریت هر شرکت باید بدان توجه ویژه‌ای داشته باشد؛ زیرا از یک طرف مورد نظر سهامداران بوده و بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها اثرگذار خواهد بود و از طرفی می‌تواند بر رشد و توسعه شرکت یا عقب‌ماندگی آن تأثیر بگذارد. لذا پرداختن به این موضوع از اهمیت بسزایی برخوردار است. بنابراین، این پژوهش با هدف ارائه یک چارچوب جامع برای درک بهتر از تأثیر راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی و انضباط مالی و همچنین نقش تعدیل‌گر ساختار مالی طراحی شده و در پی پاسخ به این سوال است که تأثیر راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی و انضباط مالی چیست و نقش تعدیل‌گری ساختار سرمایه بر این رابطه چگونه است. نتایج این پژوهش می‌تواند به مدیران مالی و تصمیم‌گیران شرکت‌ها در انتخاب سیاست‌های بهینه تقسیم سود کمک کند و راهکارهایی برای بهبود سلامت مالی شرکت‌ها ارائه دهد. از سوی دیگر، این پژوهش می‌تواند به غنای ادبیات علمی در حوزه مدیریت مالی و حسابداری کمک کرده و زمینه‌ساز پژوهش‌های آتی در این حوزه باشد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تقسیم سود، از جمله راهبرد کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت است که آثار آن در هر سال مالی در مجامع عمومی شرکت آشکار می‌گردد و بر پایه آن عملکرد شرکت ارزیابی می‌شود. در واقع سیاست تقسیم سود، خط مشی است که بر پایه آن میزان سود تقسیمی، میزان سود انباشته، پاداش هیأت مدیره، زمان پرداخت، نحوه تأمین مالی و دیگر موضوعات مرتبط با آن مدون و مکتوب و به مجمع عمومی سهامداران ارائه می‌شود (آلن^۱، ۲۰۲۰، به نقل از فریرا^۲ و همکاران، ۲۰۰۴). بنابراین سود سالانه به دو بخش تقسیم می‌شود، بخشی از آن به‌عنوان سود به صاحبان سهام داده می‌شود و بخشی دیگر در حساب سود انباشته و یا اندوخته ذخیره می‌شود. هر کدام از این بخش‌ها اثرات متفاوتی بر وضعیت مالی شرکت دارد. واحدهای انتفاعی می‌توانند سود خالص سالانه خود را به مصرف پرداخت سود سهام برسانند یا وجوه آن را برای مقاصد دیگری نظیر بازپرداخت بدهی‌ها یا تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید مورد استفاده قرار دهند. افزایش سود سهام موجب پرداخت بیشتر وجوه نقد واحد انتفاعی به سهامداران می‌شود. بنابراین، تغییر مطلق سیاست توزیع سود سهام بدون تغییر سیاست‌های سرمایه‌گذاری و ساختار واحد انتفاعی موجب تغییر هم زمان مبلغ سود سهام و مبلغ حاصل از فروش سهام جدید خواهد شد. لذا همواره امکان دارد که تغییرات هم زمانی در چندین

^۱. Allen

^۲. Ferreira

سیاست واحد انتفاعی ایجاد شود؛ مثلاً شرکت ممکن است سود سهام را کاهش دهد و وجوه مربوط را صرف توسعه سرمایه‌گذاری خود کند (ترکیبی از سیاست توزیع سود سهام و تغییر سیاست‌گذاری) یا از محل این وجوه بخشی از بدهی‌های خود را باز پرداخت نماید (ترکیبی از تغییر سیاست توزیع سود سهام و تغییر ساختار مالی). به این ترتیب می‌توان گفت که توزیع سود سهام، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی با یکدیگر ارتباط نزدیکی دارند. از این رو، مدیران با هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران همواره باید بین علایق مختلف سهامداران تعادلی برقرار نمایند، تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست نداده باشند و هم سود نقدی مورد نیاز برخی از سهامداران را بپردازند. بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود بسیار حساس و با اهمیت است. ارزش شرکت‌ها نیز بسته به تصمیمات تقسیم سود متفاوت است. همزمان، تئوری‌های ارزش‌گذاری مرتبط با سیاست تقسیم سود در حال توسعه است. اولین مورد، نظریه عدم ربط سود سهام است که استدلال می‌کند تقسیم سود بر ارزش بازار تأثیر نمی‌گذارد. دوم، تئوری پرنده‌ای در دست است و طبق این نظریه، سود تقسیمی (پرنده در دست) به سود سرمایه (پرنده بر روی شاخه) اولویت دارد. در این نظریه، استدلال می‌شود که سیاست تقسیم سود شرکت بر ارزش بازار تأثیر می‌گذارد. آخرین نظریه، نظریه تفاوت مالیاتی است. بر اساس این نظریه، این موضوع که آیا سیاست تقسیم سود بر ارزش بازار شرکت از نظر نرخ مالیات تأثیر می‌گذارد یا خیر، باید ارزیابی شود.

شرکت‌ها برای پرداخت سود روش‌های متفاوتی را مورد استفاده قرار می‌دهند که شامل: تقسیم سود نقدی، سود سهمی (سهام جایزه)، بازخرید سهام و تجزیه سهام می‌شود. همچنین ترکیب بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام ساختار سرمایه بوده (انواری رستمی، ۱۳۷۸) که این ترکیب شامل سهام عادی، سهام ممتاز و زیرمجموعه‌های مرتبط با آن، سود انباشته و بدهی‌های بلندمدت است که واحد تجاری برای تأمین مالی دارایی‌های خود از آنها استفاده می‌کند به عبارتی، ساختار سرمایه، نسبت اوراق بهادار بلندمدت قدیمی‌تر (دارای رتبه بیشتر) به جمع سرمایه‌گذاری‌های مرتبط می‌باشد. همچنین هوسی^۱ (۱۹۹۹) ساختار سرمایه را تعادل بین بدهی‌ها و دارایی‌ها، ماهیت دارایی‌ها و ترکیب استقراض شرکت بیان می‌کند. دارایی‌ها می‌توانند مشهود یا نامشهود، جاری یا بلندمدت و استقراض ممکن است بلندمدت یا کوتاه‌مدت، ثابت یا شناور، بدون ریسک یا با ریسک باشند. در شرایط ایده آل دارایی‌ها و بدهی‌ها باید تطابق داشته باشند. از منظری دیگر، ساختار سرمایه ادعای کلی بر دارایی‌های شرکت معرفی می‌شود. وی ساختار سرمایه را شامل اوراق بهادار منتشر شده عمومی، سرمایه‌گذاری خصوصی، بدهی بانکی، بدهی تجاری، قراردادهای اجاره، بدهی‌های مالیاتی، بدهی‌های حقوق بازنشستگی، پاداش معوق برای مدیریت و کارکنان، سپرده‌های حسن انجام کار، تضمین کالا و دیگر بدهی‌های احتمالی می‌داند (مشایخ و شاه‌رخ، ۱۳۸۵). گوردون^۲ (۱۹۷۱) در یکی از نخستین مطالعات علمی در خصوص نظریه درماندگی مالی، آن را به عنوان کاهش قدرت سودآوری شرکت معرفی می‌کند که احتمال عدم توانایی بازپرداخت بهره و اصل بدهی را افزایش می‌دهد. ویتاکر^۳ (۱۹۹۹) درماندگی مالی را وضعیتی در نظر می‌گیرد که در آن جریان‌های نقدی شرکت از مجموع هزینه‌های بهره مربوط به بدهی بلندمدت کمتر است. به نظر خی^۴ و همکاران (۲۰۱۱) نیز درماندگی مالی یک بیماری است که در آن شرکت قدرت پرداخت تعهدات

^۱. Hussey

^۲. Gordon

^۳. Whitaker

^۴. Xie

مالی به طلبکاران خود را ندارد و ممکن است منجر به ورشکستگی شرکت شود. تعاریف متفاوت دیگری نیز از درماندگی مانند کاهش سودهای سهام و مجموعه‌ای از زیان‌های پی‌درپی وجود دارد. درماندگی هنگامی رخ می‌دهد که بدهی‌های یک شرکت از ارزش بازار دارایی‌های موجود در شرکت تجاوز کند (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۱). درماندگی مالی منجر به هدر رفتن منابع و عدم بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری شده و هزینه‌های زیادی را به همراه دارد و نهایتاً منجر به از دست رفتن سرمایه شرکت و حمایت تامین‌کنندگان و اعتبار دهندگان می‌شود. سیاست تقسیم سود اثرات عمیقی بر موقعیت یک شرکت در بازار دارد و تقسیم سود نادرست تأثیر زیادی بر جریان نقدینگی شرکت‌ها دارد. اگر شرکت‌ها در تقسیم سود از روند مشخصی پیروی نکنند وجه نقد موجود در شرکت کاهش می‌یابد. سپس برای تامین وجه نقد مورد نیاز لازم است که استقراض نماید. این امر منجر به تغییر ساختار سرمایه (مقدار بیشتری از بدهی در مقابل حقوق صاحبان سهام) می‌گردد و اهرم مالی شرکت نیز افزایش یابد. اگر شرکت نتواند وجه نقد کافی برای پرداخت بدهی‌ها را فراهم نماید دچار درماندگی مالی می‌گردد (بیک زاده عباسی و جوهری، ۱۳۹۷).

انضباط مالی رعایت قوانین و مقررات موضوعه با توجه به حجم گردش مالی در سطح بودجه کل کشور می‌باشد. انضباط مالی دارای چهار رکن اساسی می‌باشد. انضباط بودجه‌ای: بودجه متوازن، بودجه بدون کسری و متمم می‌باشد که متولی آن دولت است. انضباط پولی یا انضباط در بازار پول: متولی آن بانک مرکزی بوده و فعالیت‌های بانکی و ارزی را شامل می‌شود. از آنجایی که بودجه عمومی کشور مستقیماً به دو شکل عمرانی و جاری هزینه و منعکس می‌گردد در تورم کشور ما مستقیماً تأثیر می‌گذارد. انضباط در مخارج و خزانه‌داری: متولی این بخش هم دولت است؛ آن هم در مواقعی که منابع به قدر کافی اداره کشور در اختیار نیست. بازارهای مالی: هر چه ثبات در قوانین وجود داشته باشد و محیط کسب و کار امن‌تر باشد، شرایط در این بازارها بهبود یافته و امکان تعادل در بازارهای مالی و کالا افزایش می‌یابد. این بخش هم تحت تأثیر سیاست‌های دولت و بانک مرکزی قرار دارد (زارعی و رضوی، ۱۳۸۵).

از دو دیدگاه انضباط مالی قابل تأمل و بررسی است. یکی دیدگاه کلان که در آن دولت، بانک مرکزی و دستگاه‌ها و مؤسسات دولتی و مقامات دولتی در تصمیم‌گیری‌ها و انتخاب سیاست‌های پولی و مالی در سطح کشوری موظف به اجرای انضباط مالی هستند. دیگری دیدگاه خرد است که در این دیدگاه، انضباط مالی در سطح هر شرکت و بنگاهی که دولتی یا تحت نظارت دولت باشد مورد توجه و اجرا قرار می‌گیرد (شقایی، ۱۳۸۵). اگر شرکت‌ها انضباط مالی نداشته باشند، هزینه‌های آنها نسبت به درآمدهایشان فزونی می‌یابد. این امر منجر به فقدان هرگونه نقدینگی در شرکت می‌گردد و شرکت به مرور زمان وارد چرخه درماندگی مالی و ورشکستگی می‌گردد. شرکتی که فاقد هرگونه انضباط مالی باشد وجه نقد لازم برای پرداخت سود را ندارد و منجر به نارضایتی سهامداران می‌گردد. در حالتی دیگر این شرکت برای تامین وجوه نقد لازم می‌بایست از استقراض استفاده نماید و شرکت دارای ساختار اهرمی می‌گردد. ساختار اهرمی به نوبه خود نیز خطر ورشکستگی شرکت را افزایش می‌دهد (مطهری و همکاران، ۱۴۰۰).

همان طور که ذکر گردید درماندگی مالی حالتی می‌باشد که در آن نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها از نرخ هزینه سرمایه کمتر می‌باشد و شرکت زیان ده می‌گردد (مرادزاده فر و همکاران، ۱۳۹۳). در این حالت ورود منابع پولی به شرکت مختل شده و توازن میان درآمدها و هزینه‌ها و نظم مالی سازمان از بین می‌رود. سیاست تقسیم سود شرکت نیز بیانگر

این موضوع است که شرکت از چه راهبردی جهت تقسیم سود کسب شده میان سهامداران استفاده می‌نماید (باتانه^۱، ۲۰۲۱). سیاست تقسیم سود شرکت به طور موثری از محدودیت منابع مالی اثرپذیر می‌باشد (ویدادو و سعدیه^۲، ۲۰۲۲). در نتیجه مشکلات مالی شرکت باعث می‌گردد که سود بین سهامداران توزیع نگردد و ارزش شرکت در بازار کاهش یابد (صراف و خجسته اهوازی، ۱۴۰۱). ساختار سرمایه نیز بیانگر ترکیب مختلف از بدهی و حقوق صاحبان سهام می‌باشد. تقسیم سود یکی از عوامل موثر بر بازده حقوق صاحبان سهام در نظر گرفته می‌شود. از سوی دیگر نیز میزان استفاده از بدهی نشانگر اهرمی بودن شرکت می‌باشد. هر چه از بدهی کمتری در شرکت استفاده گردد، ریسک مالی شرکت کمتر می‌باشد و بالعکس. طبق مطالعات ویدادو و سعدیه (۲۰۲۲)، ساختار سرمایه بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت اثرگذار می‌باشد. اگر ساختار سرمایه اهرمی باشد (سهم بدهی نسبت به حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه بیشتر باشد)، بخاطر پرداخت بیشتر وام‌ها توان شرکت در خصوص پرداخت سود سهام کاهش می‌یابد که نشان‌دهنده افزایش درماندگی مالی و کاهش انضباط مالی می‌باشد (صراف و خجسته اهوازی، ۱۴۰۱).

راوال^۳ و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی با عنوان اثر درماندگی مالی بر سیاست تقسیم سود به این نتیجه دست یافتند که بین سیاست تقسیم سود و درماندگی مالی ارتباط معناداری وجود دارد. نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام نقش متغیر میانجی در ارتباط سیاست تقسیم سود و درماندگی مالی دارد. همچنین سیدهو^۴ و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی مشابه به این نتیجه دست یافت که درماندگی مالی و سیاست تقسیم سود رابطه غیر خطی دارند. در پژوهشی دیگر، راکشیت^۵ و همکاران (۲۰۲۴) رابطه بین مدیریت سود و درماندگی مالی را بررسی کردند و به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌های با مشکلات اندک در مدیریت نسبت به شرکت‌های با مشکلات بیشتر، سود بالاتری داشته و درماندگی به مراتب کمتری دارند.

کالاهان^۶ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی دیگر با عنوان انضباط مالی و سیاست تقسیم سود به این نتیجه دست یافتند که تقسیم سود بر انضباط مالی اثرگذار نمی‌باشد. این امر به دو دلیل عمده می‌باشد. دلیل اول این است که شرکت‌ها موظف هستند در صورت سودآوری به صورت دوره ای مبلغی را به عنوان سود به سهامداران بپردازند که این مبلغ در هزینه های شرکت در نظر گرفته شده و برنامه‌ریزی شده می‌باشد و هزینه ناگهانی و اتفاقی نیست و شرکت آمادگی لازم برای خروج وجه نقد را دارد. دلیل دوم هم می‌تواند استفاده از روش‌های مختلف تقسیم سود باشد. ممکن است شرکت از روش‌هایی استفاده نماید که منجر به خروج وجه نقد از سازمان نگردد لذا تراز مالی سازمان ثابت می‌ماند. واردینی^۷ و همکاران (۲۰۲۲) نیز در پژوهشی با عنوان ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود به این نتیجه دست یافتند که ساختار سرمایه بهینه بر سیاست تقسیم سود اثرگذار می‌باشد و پرداخت سود بیشتر توسط شرکت از نظر شرکت نشانه خوبی است. پرداخت سود باعث تغییر در ارزش سهام شرکت می‌گردد که بر ارزش شرکت موثر می‌باشد.

1. Bataineh

2. Widagdo & Sa'diyah

3. Rawal

4. Sidhu

5. Rakshit

6. Callahan

7. Wardini

ژو^۱ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان بروز درماندگی مالی، به دنبال شناسایی عوامل منجر به درماندگی مالی بودند. پس از بررسی عوامل مختلف به این نتیجه دست یافتند که اگر شرکت‌ها دارای وضعیت مالی ضعیف باشند و نقدینگی مناسبی نداشته باشند، تقسیم سود منجر به کاهش منابع مالی در دسترس شرکت می‌گردد و ریسک درماندگی مالی افزایش می‌یابد. در مقابل اگر شرکت‌ها به بلوغ رسیده باشند و سهم بازاری مناسب داشته باشند و نقدینگی در دسترس نیز در حد مطلوب باشد، بهتر است جهت رضایت سهامداران در حال حاضر سود بپردازند.

از سوی دیگر گودارد^۲ و همکاران (۲۰۰۵) در پژوهشی با عنوان اندازه‌گیری سودآوری شرکت‌های تولیدی و خدماتی اروپایی به نتایج متفاوتی با تحقیقات قبلی دست یافت. آنها در پژوهش‌های خود به این نتیجه دست یافتند که تقسیم سود اگر چه منجر به خروج وجه نقد از شرکت می‌گردد و نقدینگی را کاهش می‌دهد ولی این امر یک تبلیغ مثبت و سازنده برای شرکت می‌باشد. تقسیم سود نشانه سودآوری و عملکرد مثبت در شرکت می‌باشد و باعث جذب سرمایه‌گذاران جدید به شرکت می‌گردد.

لی^۳ و همکاران (۲۰۱۷) نیز در پژوهشی با عنوان اثر تقسیم سود بر عملکرد شرکت از طریق انضباط مالی به این نتیجه دست یافتند که تقسیم سود عامل مهم در بهبود انضباط مالی و کاهش رفتارهای غیرمسئولانه مدیران عمل می‌کند. اسدالهی و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان تأثیر سیاست تقسیم سود سهام بر ثبات مالی بانک‌های ایران به این نتیجه دست یافت که نسبت سود سهام پرداختی بر ثبات مالی بانک‌ها در بلندمدت تأثیر مثبت و معناداری دارد و همچنین نسبت سود انباشته نیز بر ثبات مالی بانک‌ها در بلندمدت تأثیر منفی و معناداری دارد. ثبات در سیاست تقسیم سود سهام بر ثبات مالی بانک‌ها در بلندمدت تأثیر مثبت و معناداری دارد.

پیچاکن^۴ (۲۰۱۲) نیز در پژوهشی با عنوان ارزش انضباط مالی برای شرکت‌های صادرکننده نفت به این نتیجه دست یافتند که تقسیم سود منجر به افزایش شفافیت مالی شرکت‌ها می‌گردد و منجر به افزایش انضباط مالی می‌گردد. همچنین وحید و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهش‌های خود به نتایج مشابهی در خصوص عدم تأثیر تقسیم سود بر انضباط مالی شرکت‌ها دست یافتند ولی آنها معتقد بودند که انضباط مالی سازمان‌ها مرتبط با عوامل و شرایط اقتصادی می‌باشد و سیاست تقسیم سود تأثیری بر آن ندارد.

صراف و خجسته‌اهوازی (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان اثرات درماندگی مالی، سیاست تقسیم سود و نسبت بدهی به ارزش ویژه بر ارزش شرکت به این نتیجه دست یافتند که اگر چه درماندگی مالی منجر به تغییر رابطه میان تقسیم سود و ارزش شرکت می‌شود، اما این تأثیر معنی‌دار نیست. همچنین نسبت بدهی به ارزش ویژه بر رابطه تقسیم سود و ارزش شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. حسینی و همکاران (۱۳۹۹) نیز در پژوهشی با عنوان بررسی ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک نشان دادند که مالکیت خانوادگی بر سودآوری تأثیر مثبت و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین سیاست تقسیم سود بر ریسک غیرسیستماتیک شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد.

¹. Zhou

². Goddard

³. Lee

⁴. Pieschacón

فروغی و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی را با عنوان نقش تعدیل‌کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نتایج این پژوهش نشان داد، حاکمیت شرکتی تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد. همچنین نتایج نشان داد که اهرم مالی، شدت اثر گذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. علاوه بر این مشخص شد که سیاست تقسیم سود، شدت اثر گذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را کاهش می‌دهد.

بیک زاده عباسی و جوهری (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر تقسیم سود نقدی بر درماندگی مالی شرکت‌های رشدی به این نتیجه دست یافتند که بین تقسیم سود نقدی و درماندگی مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و تقسیم سود نقدی بر درماندگی مالی شرکت‌های رشدی تأثیرگذار می‌باشد. **ملکیان و سلمانی (۱۳۹۴)** نیز در پژوهشی با عنوان رابطه ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد به این نتیجه دست یافتند که بین اهرم و نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بین سودآوری و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین نقدینگی با نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین بین اندازه شرکت با نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نهایتاً بین سیاست تقسیم سود و نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود ندارد.

فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اول: راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی مالی اثرگذار می‌باشد.
- فرضیه دوم: راهبردهای تقسیم سود بر انضباط مالی اثرگذار می‌باشد.
- فرضیه سوم: ساختار مالی بر رابطه راهبردهای تقسیم سود و درماندگی مالی نقش تعدیل‌گری دارد.
- فرضیه چهارم: ساختار مالی بر رابطه راهبردهای تقسیم سود و انضباط مالی نقش تعدیل‌گری دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر روش و نحوه گردآوری، پژوهش توصیفی-همبستگی است و از منظر زمان اجرا نیز پس‌رویدادی محسوب می‌شود. در این پژوهش جمع‌آوری اطلاعات و داده‌های مورد نیاز در دو مرحله صورت پذیرفته است. در مرحله اول مبانی نظری پژوهش با استفاده از روش کتابخانه‌ای تدوین شده است و در مرحله دوم با استفاده از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی ارسالی به سازمان بورس و نرم‌افزار ره‌آورد نوین، داده‌های مورد نظر جمع‌آوری گردیده است. سپس با استفاده از روش رگرسیون چند گانه اثرگذاری متغیرهای پژوهش بر یکدیگر بررسی می‌شود. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، غیر از شرکت‌های واسطه‌گری مالی، بیمه و بانک‌ها؛ که نوع فعالیت آن‌ها تفاوت اساسی با بقیه شرکت‌ها دارد، می‌باشد. انتخاب نمونه از جامعه آماری پژوهش به صورت روش حذفی سیستماتیک می‌باشد که ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه برای این پژوهش انتخاب گردید.

انتخاب نمونه‌ها از میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ با در نظر گرفتن معیارهای زیر انجام می‌شود:

جدول ۱. نمونه پژوهش

ردیف	شرح	تعداد شرکت
۱	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۱.	۴۶۴
۲	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس فعال نبوده‌اند.	۸۶
۳	تعداد شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده‌اند.	۸۷
۴	تعداد شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.	۴۰
۵	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد.	۸۳
۶	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات آنها ناقص بوده است.	۶۳
۸	تعداد کل شرکت‌هایی که حذف شدند.	۳۵۹
۹	تعداد شرکت‌های عضو نمونه	۱۰۵

متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل: متغیر مستقل این پژوهش راهبردهای تقسیم سود می‌باشد که از حاصل تقسیم سود تقسیمی هر سهم به درآمد هر سهم به دست می‌آید (گوردون و هنری^۱، ۲۰۰۵).

متغیر وابسته: متغیر وابسته پژوهش درماندگی مالی می‌باشد که به منظور محاسبه آن روش آلتمن به کار رفته است (رشید^۲ و همکاران، ۲۰۲۳). شیوه محاسبه اصلی آلتمن به شکل زیر بوده است:

$$Z = \frac{3}{3} \frac{EBIT}{TA} + \frac{1}{1} \frac{Sales}{TA} + \frac{1}{4} \frac{Retained Earnings}{TA} + \frac{1}{2} \frac{Working Capital}{TA} + \frac{0}{6} \frac{(Market Value of Equity)}{TL}$$

دیگر متغیر وابسته این پژوهش انضباط مالی می‌باشد؛ برای اندازه‌گیری انضباط مالی با توجه به پژوهش دکوردوبا^۳

(۲۰۱۷)، از تعدیلات سنواتی استفاده می‌شود. آنها بیان کردند که تعدیلات سنواتی به عنوان عاملی برای بی انضباطی مالی شامل اصلاح اشتباهات با اهمیت تقلب انتقال درآمد و هزینه قوانین و همچنین تغییر در رویه های حسابداری است. تعدیلات سنواتی با استفاده از صورت های مالی شرکت ها و رقم ذکر شده به عنوان تعدیلات سنواتی در صورت گردش سود و زیان انباشته محاسبه خواهد شد. در این پژوهش اگر رقم تعدیلات سنواتی صفر باشد به آن عدد ۱ اختصاص داده می‌شود (انضباط مالی عدد یک) و اگر رقم تعدیلات سنواتی به غیر از عدد صفر باشد به آن عدد صفر اختصاص می‌یابد (بی انضباطی مالی عدد صفر).

متغیر تعدیل گر: متغیر تعدیل گر این پژوهش ساختار مالی شرکت می‌باشد که از طریق فرمول نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

¹. Gordon & Henry

². Rashid

³. De-Cordoba

جدول ۲. خلاصه متغیرهای پژوهش

ردیف	نام متغیر	نقش متغیر	نحوه محاسبه	منبع
۱	راهبردهای تقسیم سود	مستقل	تقسیم سود هر سهم به درآمد هر سهم	(گوردون و هنری، ۲۰۰۵)
۲	درماندگی مالی	وابسته	$Z = ۳/۳ \frac{EBIT}{TA} + ۱ \frac{Sales}{TA} + ۱/۴ \frac{Retained Earnings}{TA} + ۱/۲ \frac{Working Capital}{TA} + ۰/۶ \frac{(Market Value of Equity)}{TL}$	(رشید و همکاران، ۲۰۲۳)
۳	انضباط مالی	وابسته	تقسیم تعدیلات سنواتی به کل دارایی ها	(دکوردوبا، ۲۰۱۷)
۴	ساختار مالی	تعدیل گر	تقسیم جمع کل بدهی به کل دارایی ها	(رشید و همکاران، ۲۰۲۳)
۵	اندازه شرکت	کنترلی	لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی ها	(رشید و همکاران، ۲۰۲۳)
۶	بازده دارایی ها	کنترلی	نسبت سود خالص به کل دارایی ها	(رشید و همکاران، ۲۰۲۳)
۷	سطح نگهداشت وجوه نقد	کنترلی	نسبت وجوه نقد به کل دارایی های شرکت	(رشید و همکاران، ۲۰۲۳)
۸	عمر شرکت	کنترلی	لگاریتم طبیعی بازه زمانی تاسیس شرکت تا سال مورد بررسی	(رشید و همکاران، ۲۰۲۳)

بر اساس متغیرهای فوق و با توجه به فرضیه‌های پژوهش، مدل‌های پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود:

مدل (۱):

$$FD_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 DIV_{it} + \varphi_2 SIZE_{it} + \varphi_3 ROA_{it} + \varphi_4 AGE_{it} + \varphi_5 CF_{it} + e_t$$

مدل (۲):

$$FC_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 DIV_{it} + \varphi_2 SIZE_{it} + \varphi_3 ROA_{it} + \varphi_4 AGE_{it} + \varphi_5 CF_{it} + e_t$$

مدل (۳):

$$FD_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 DIV_{it} + \varphi_2 FS_{it} + \varphi_3 (FS_{it} * DIV) + \varphi_4 SIZE_{it} + \varphi_5 ROA_{it} + \varphi_6 AGE_{it} + \varphi_7 CF_{it} + e_t$$

مدل (۴):

$$FC_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 DIV_{it} + \varphi_2 FS_{it} + \varphi_3 (FS_{it} * DIV) + \varphi_4 SIZE_{it} + \varphi_5 ROA_{it} + \varphi_6 AGE_{it} + \varphi_7 CF_{it} + e_t$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی پژوهش در جدول ۳ ارائه گردیده است. بر این اساس، میانگین راهبردهای تقسیم سود نشان دهنده عدد ۰/۴۷ می‌باشد به این معنی که شرکت های نمونه در سال های مورد بررسی حدود ۴۷ درصد سود را به صورت نقدی تقسیم نموده‌اند. میانگین متغیر انضباط مالی نشان دهنده عدد ۰/۰۰۵ می‌باشد به این معنی که در سال های مورد بررسی

به ازای هر واحد دارایی حدود ۰/۰۰۵ تعدیل سنواتی وجود داشته است. میانگین درماندگی مالی نشان دهنده عدد ۵/۹۵ می باشد. این شاخص، معیار معکوس اندازه گیری درماندگی مالی به این معنی که هرچه این شاخص بیشتر باشد، درماندگی مالی کمتر ارزیابی می گردد. میانگین ساختار مالی نشان دهنده عدد ۰/۵۴۷ می باشد به این معنی که به ازای هر واحد دارایی در شرکت های نمونه در سال های مورد بررسی حدود ۵۵ درصد بدهی وجود دارد. همچنین این متغیر نشان می دهد که شرکت های نمونه در سال های مورد بررسی تمایل بیشتری به تامین مالی از طریق بدهی داشته اند. میانگین سطح نگهداری وجوه نقد نشان دهنده عدد ۰/۰۷۷ می باشد به این معنی که به ازای هر واحد دارایی، حدود ۸ درصد وجوه نقد و معادل آن در شرکت های نمونه وجود دارد. میانگین لگاریتم عمر شرکت نشان دهنده عدد ۳/۶۴۹ می باشد. میانگین بازده دارایی ها نشان دهنده عدد ۰/۱۵۴ می باشد به این معنی که شرکت های نمونه در سال های مورد بررسی به ازای هر واحد دارایی، ۱۵ درصد سود خالص ایجاد نموده اند. هرچه این نسبت بیشتر باشد، قابلیت سودآوری شرکت بیشتر و توانایی مدیران در استفاده از دارایی ها جهت سودآوری نیز بهتر ارزیابی می گردد. سایر آماره های توصیفی در جدول ارائه گردیده است.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرها

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
راهبرد های تقسیم سود	DIV	۰/۴۷۵	۰/۴۸۰	۰/۹۵۲	۰/۰۰۰	۰/۳۵۲
انضباط مالی	FC	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۳۶	۰/۰۰۰	۰/۰۱۰
درماندگی مالی	FD	۵/۹۵۳	۴/۱۵۹	۲۰/۶۲۵	۱/۲۶۹	۴/۹۸۱
ساختار مالی	FS	۰/۵۴۷	۰/۵۴۵	۰/۸۵۸	۰/۲۱۶	۰/۱۷۹
نگهداری وجوه نقد	CF	۰/۰۷۷	۰/۰۴۳	۰/۳۰۷	۰/۰۰۵	۰/۰۸۳
لگاریتم عمر شرکت	AGE	۳/۶۴۹	۳/۷۳۸	۴/۰۹۴	۲/۹۴۴	۰/۳۴۷
بازده دارایی ها	ROA	۰/۱۵۴	۰/۱۲۸	۰/۴۴۰	-۰/۰۲۶	۰/۱۲۸
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۸۵۵	۱۴/۶۲۲	۱۸/۱۱۸	۱۲/۶۰۶	۱/۴۲۸

برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون تحلیلی- ترکیبی استفاده شده است. در بررسی داده های مقطعی و سری زمانی، اگر ضرایب اثرات مقطعی و اثرات زمانی معنادار نشود، می توان داده ها را با یکدیگر ترکیب کرد و به وسیله یک رگرسیون حداقل مربعات معمولی تخمین زد. در بیشتر داده های ترکیبی اغلب ضرایب مقاطع یا سری های زمانی معنادار هستند، این مدل به مدل رگرسیون ترکیب شده معروف است. با توجه به ساختار ترکیبی داده ها، برای بررسی ترکیب پذیری از آزمون چاو و برای بررسی وجود اثر ثابت از آزمون هاسمن استفاده شده است. اگر سطح معناداری آزمون چاو زیر ۰/۰۵ است بنابراین برای برآورد مدل از روش داده های پانل استفاده می شود و اگر سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ باشد برای برآورد مدل از داده های پول استفاده می گردد.

جدول ۴. انتخاب الگوی مناسب برآورد مدل

مدل ها	آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه	روش تایید شده
مدل (۱)	آزمون چاو	۴/۱۲	۰/۰۰	رد H صفر	روش داده‌های تابلویی
	آزمون هاسمن	۵۵/۳۳	۰/۰۰	رد H صفر	الگوی اثرات ثابت
مدل (۲)	آزمون چاو	۲/۹۹	۰/۰۰	رد H صفر	روش داده‌های تابلویی
	آزمون هاسمن	۵۵/۴۶	۰/۰۰	رد H صفر	الگوی اثرات ثابت
مدل (۳)	آزمون چاو	۳/۰۸	۰/۰۰	رد H صفر	روش داده‌های تابلویی
	آزمون هاسمن	۶۱/۳۶	۰/۰۰	رد H صفر	الگوی اثرات ثابت
مدل (۴)	آزمون چاو	۳/۰۰	۰/۰۰	رد H صفر	روش داده‌های تابلویی
	آزمون هاسمن	۵۴/۴۷	۰/۰۰	رد H صفر	الگوی اثرات ثابت

بنابراین با توجه به نتایج جدول فوق، به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌بایست از روش داده‌های تابلویی با الگوی اثرات ثابت استفاده نمود. برای بررسی جهت و شدت همبستگی خطی بین متغیرهای پژوهش، آزمون ضرایب همبستگی پیرسون انجام شده و نتایج آن ارائه شده است. به عنوان مثال، بین راهبرد های تقسیم سود و درماندگی مالی و ساختار مالی همبستگی منفی و معناداری وجود دارد. بین راهبردهای تقسیم سود و سطح نگهداشت وجوه نقد همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. بین انضباط مالی و درماندگی مالی همبستگی منفی و معناداری وجود دارد. بین انضباط مالی و ساختار مالی همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. به‌طور کلی می‌توان گفت با توجه به آن که همبستگی بین متغیر های پژوهش در بازه (۱- الی ۱+) قرار دارد، بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی نیز وجود ندارد. در سایر موارد نیز بین برخی متغیرها همبستگی معناداری وجود دارد.

جدول ۵. ضریب همبستگی پیرسون

SIZE	ROA	AGE	CF	FS	FD	FC	DIV	Probability
							۱/۰۰۰	DIV
							----	سطح معناداری
						۱/۰۰۰	۰/۰۵۳	FC
						---	۰/۰۸۹	سطح معناداری
					۱.۰۰۰	-۰/۲۱۸	۰/۰۷۸	FD
					----	۰/۰۰۰	۰/۰۱۱	سطح معناداری
				۱/۰۰۰	-۰/۵۵۰	۰/۱۷۶	۰/۰۷۴	FS
				----	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۱۷	سطح معناداری
			۱/۰۰۰	-۰/۲۷۱	۰/۳۶۴	-۰/۰۴۸	۰/۰۶۸	CF
			----	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۲۲	۰/۰۲۹	سطح معناداری
		۱.۰۰۰	-۰/۰۶۵	-۰/۰۸۶	۰/۰۸۴	۰/۰۰۴	۰/۰۹۴	AGE
		----	-۰/۰۳۶	۰/۰۰۶	۰/۰۰۷	۰/۸۸۵	۰/۰۰۲	سطح معناداری
	۱/۰۰۰	۰/۰۱۶	۰/۴۰۵	-۰/۵۴۸	۰/۵۷۹	-۰/۲۱۴	۰/۲۱۲	ROA
	----	۰/۶۱۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معناداری
۱/۰۰۰	۰/۲۴۷	۰/۰۵۴	۰/۰۸۵	-۰/۰۷۲	-۰/۰۳۷	-۰/۲۵۵	۰/۱۵۴	SIZE
----	۰/۰۰۰	۰/۰۸۲	۰/۰۰۶	-۰/۰۲۱	۰/۲۳۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معناداری

آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی مالی اثرگذار می باشد. نتایج حاصل از بررسی فرضیه اول در جدول ۶ ارائه می گردد. نتایج حاصل از بررسی فرضیه اول پژوهش بیان می کند که راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی مالی تأثیر دارد. با توجه به نتایج جدول، راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی مالی تأثیر منفی و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. با این حال از آنجایی که در این پژوهش از شاخص معکوس اندازه گیری درماندگی مالی استفاده شده است، می توان گفت که افزایش تقسیم سود، احتمال درماندگی مالی شرکت ها را افزایش می دهد. بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی شود. در بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت، سطح نگهداشت وجوه نقد، بازده دارایی ها و عمر شرکت ها تأثیر معناداری بر درماندگی مالی شرکت ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان کننده این مطلب است که تقریباً ۴۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

جدول ۶. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
راهبردهای تقسیم سود	DIV	-۲/۵۶۴	۰/۳۴۴	-۷/۴۵۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۶۰۶	۰/۰۸۵	-۷/۱۰۹	۰/۰۰۰
بازده دارایی ها	ROA	۲۳/۲۲۲	۱/۰۴۵	۲۲/۲۱۴	۰/۰۰۰
عمر شرکت	AGE	۱/۱۰۹	۰/۳۴۱	۳/۲۵۶	۰/۰۰۱
سطح نگهداشت وجوه نقد	CF	۹/۳۱۴	۱/۵۵۵	۵/۹۹۰	۰/۰۰۰
عرض از مبدا	C	۷/۸۲۱	۱/۷۱۲	۴/۵۶۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۲۰	آماره F	۱۵۵/۴۴۰	
دوربین واتسون		۱/۹۷۰	احتمال آماره F	۰/۰۰۰	

فرضیه دوم: راهبردهای تقسیم سود بر انضباط مالی اثرگذار می باشد. نتایج حاصل از بررسی فرضیه دوم پژوهش در جدول ۷ ارائه می گردد. نتایج حاصل از بررسی فرضیه دوم پژوهش بیان می کند که راهبردهای تقسیم سود بر انضباط مالی تأثیر معناداری ندارد. با توجه به نتایج جدول راهبردهای تقسیم سود تأثیر معناداری بر انضباط مالی شرکت ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد ندارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود. در بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت، سطح نگهداشت وجوه نقد، بازده دارایی ها و عمر شرکت ها تأثیر معناداری بر درماندگی مالی شرکت ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح

اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۲۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

جدول ۷. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
راهبردهای تقسیم سود	DIV	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-۰/۴۳۶	۰/۶۶۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-۸/۲۱۳	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	-۶/۶۱۱	۰/۰۰۰
عمر شرکت	AGE	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۲/۴۸۸	۰/۰۱۳
سطح نگهداشت وجوه نقد	CF	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۲/۲۱۷	۰/۰۲۷
عرض از مبدا	C	۰/۰۱۳	۰/۰۰۲	۶/۷۱۸	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۹۰	آماره F	۲۳/۸۵۰	
دوربین واتسون		۱/۵۴۰	احتمال آماره F	۰/۰۰۰	

فرضیه سوم: ساختار مالی بر رابطه راهبردهای تقسیم سود و درماندگی مالی نقش تعدیل‌گری دارد. نتایج حاصل از بررسی فرضیه سوم پژوهش به شرح جدول ۸ می‌باشد. نتایج حاصل از بررسی فرضیه سوم پژوهش بیان می‌کند که ساختار مالی بر رابطه راهبردهای تقسیم سود و درماندگی مالی نقش تعدیل‌گری دارد. با توجه به نتایج جدول ضریب تعاملی ساختار مالی و راهبردهای تقسیم سود تأثیر مثبت و معناداری بر درماندگی مالی در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد.

با عنایت به این که در این پژوهش از شاخص معکوس اندازه‌گیری درماندگی مالی استفاده شده است و همچنین قدر مطلق ضرایب متغیر حاصل ضربی و مستقل می‌توان گفت که ساختار مالی رابطه منفی بین راهبردهای تقسیم سود و درماندگی مالی را تضعیف می‌کند. بنابراین فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود. در بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت، سطح نگهداشت وجوه نقد، بازده دارایی‌ها و عمر شرکت‌ها تأثیر معناداری بر درماندگی مالی شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می‌دهد، کمتر از ۰/۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۶۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

جدول ۸. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
راهبردهای تقسیم سود	DIV	-۳/۳۷۵	۰//۸۲۸	-۴/۰۷۴	۰/۰۰۰
ساختار مالی	FS	-۶/۵۱۲	۰/۷۹۱	-۸/۲۳۶	۰/۰۰۰
ضریب تعاملی ساختار مالی و راهبرد های تقسیم سود	FS*DIV	-۲/۳۴۳	۱/۱۹۱	۱/۹۶۸	۰/۰۴۵
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۳۷۷	۰/۰۵۰	-۷/۶۰۴	۰/۰۰۰
بازده دارایی ها	ROA	۱۶/۳۱۱	۰/۷۸۷	۲۰/۷۲۱	۰/۰۰۰
عمر شرکت	AGE	۰/۵۲۹	۰/۱۵۵	۳/۴۲۳	۰/۰۰۱
سطح نگهداشت وجوه نقد	CF	۶/۳۲۷	۱/۱۴۳	۵/۵۳۵	۰/۰۰۰
عرض از مبدا	C	۱۰/۵۹۰	۰/۹۷۷	۱۰/۸۳۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۰۰	آماره F	۲۲۷/۷۳۰	
دوربین واتسون		۱/۸۷۰	احتمال آماره F	۰/۰۰۰	

فرضیه چهارم: ساختار مالی بر رابطه راهبردهای تقسیم سود و انضباط مالی نقش تعدیل گری دارد. نتایج حاصل از بررسی فرضیه چهارم در جدول ۹ آورده شده است. با توجه به نتایج جدول ضریب تعاملی ساختار مالی و راهبردهای تقسیم سود تأثیر معناداری بر درماندگی مالی در سطح اطمینان ۹۵ درصد ندارد. بنابراین فرضیه چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود. در بین متغیر های کنترلی، اندازه شرکت و سطح نگهداشت تأثیر معناداری بر درماندگی مالی شرکت ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان کننده این مطلب است که تقریباً ۲۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

جدول ۹. نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
راهبردهای تقسیم سود	DIV	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۱/۹۱۳	۰/۰۵۶
ساختار مالی	FS	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۲/۵۲۱	۰/۰۱۲
ضریب تعاملی ساختار مالی و راهبرد های تقسیم سود	FS*DIV	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	-۱/۱۵۱	۰/۲۵۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	-۱۰/۴۷۷	۰/۰۰۰
بازده دارایی ها	ROA	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۱/۲۸۶	۰/۱۹۹
عمر شرکت	AGE	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	-۰/۵۴۶	۰/۵۸۵
سطح نگهداشت وجوه نقد	CF	۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	۲/۴۰۴	۰/۰۱۶
عرض از مبدا	C	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۱/۹۱۳	۰/۰۵۶
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۴۰	آماره F	۴/۱۰۰	
دوربین واتسون		۱/۸۳۰	احتمال آماره F	۰/۰۰۰	

خلاصه نتایج ۴ فرضیه مورد آزمون قرار گرفت در جدول ۱۰ ارائه شده است.

جدول ۱۰. خلاصه نتایج آزمون مدل‌های پژوهش

فرضیه	شرح فرضیه	جهت تأثیر	نتیجه
فرضیه اول	راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی مالی تأثیر دارد.	منفی	تایید
فرضیه دوم	راهبردهای تقسیم سود بر انضباط مالی تأثیر دارد.	-	رد
فرضیه سوم	ساختار مالی بر رابطه راهبردهای تقسیم سود و درماندگی مالی اثرگذار است.	مثبت	تایید
فرضیه چهارم	ساختار مالی بر رابطه راهبردهای تقسیم سود و انضباط مالی اثرگذار است	-	رد

بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش تأثیر راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی و انضباط مالی با نقش تعدیلگری ساختار مالی در ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. همانگونه که ملاحظه شد، راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی مالی تأثیر منفی و معناداری دارد. لذا می‌توان گفت افزایش تقسیم سود، احتمال درماندگی مالی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. به عبارتی، افزایش تقسیم سود به صورت نقدی موجب کاهش منابع مالی شرکت می‌شود. هنگامی که شرکت‌ها بخش بزرگی از سود خود را به صورت نقدی بین سهامداران تقسیم می‌کنند، میزان نقدینگی در دسترس برای استفاده در فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری‌های آتی کاهش می‌یابد. این کاهش نقدینگی می‌تواند توانایی شرکت در مواجهه با هزینه‌های غیرمنتظره و تامین مالی پروژه‌های جدید را محدود کند. کاهش منابع مالی داخلی به افزایش ریسک نقدینگی شرکت‌ها منجر می‌شود. ریسک نقدینگی به معنای عدم توانایی شرکت در تأمین نقدینگی کافی برای پرداخت بدهی‌ها و هزینه‌های عملیاتی است. با افزایش تقسیم سود، شرکت‌ها ممکن است در مواجهه با تعهدات مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت خود دچار مشکل شوند و نتوانند به موقع بدهی‌های خود را پرداخت کنند، که این امر می‌تواند به درماندگی مالی منجر شود. در همین راستا، **راوال^۱ و همکاران (۲۰۲۴)** نشان می‌دهند که پرداخت‌های سود سهام می‌تواند به کاهش منابع مالی شرکت و افزایش احتمال درماندگی مالی منجر شود. **ژو و همکاران (۲۰۲۰)** نیز نشان می‌دهند که تقسیم سود زیاد، به ویژه در شرکت‌هایی با وضعیت مالی ضعیف، می‌تواند ریسک درماندگی مالی را افزایش دهد. نتایج پژوهش **های راول و همکاران (۲۰۲۴)**، **سیدهو و همکاران (۲۰۲۳)**، **صراف و خجسته‌اهوازی (۱۴۰۱)** و **بیک‌زاده عباسی و جوهری (۱۳۹۷)** نیز مطابق با نتایج بدست آمده می‌باشد. پژوهش‌های آن‌ها بر این نکته تأکید دارد که تقسیم سود می‌تواند منجر به کاهش نقدینگی و افزایش احتمال درماندگی مالی شود. این در حالی است که **گودارد و همکاران (۲۰۰۵)** در پژوهش خود نشان می‌دهند که تقسیم سود ممکن است تأثیر منفی بر درماندگی مالی نداشته باشد و در برخی شرایط، می‌تواند به‌عنوان نشانه‌ای از سلامت مالی شرکت و توانایی آن در پرداخت سود به سرمایه‌گذاران تلقی شود. همچنین **واردینی و همکاران (۲۰۲۲)** نشان می‌دهند که تقسیم سود ممکن است تأثیرات مثبتی بر اعتماد سرمایه‌گذاران و وضعیت مالی شرکت داشته باشد و به‌طور کلی بر ریسک درماندگی مالی تأثیر منفی نگذارد.

^۱. Rawal

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نیز نشان داد که راهبردهای تقسیم سود تأثیر معناداری بر انضباط مالی شرکت‌ها ندارد. این بدان معناست که سیاست‌های تقسیم سود، چه به صورت نقدی و چه به صورت نگهداری سود و سرمایه‌گذاری مجدد، به طور قابل توجهی بر روی شیوه‌ها و رفتارهای مدیریتی مرتبط با مدیریت منابع مالی و پایبندی به بودجه‌ها و برنامه‌های مالی تأثیرگذار نیستند. به عبارتی، انضباط مالی که شامل مدیریت دقیق و کارآمد منابع مالی، کنترل هزینه‌ها و پایبندی به تعهدات مالی می‌شود، تحت تأثیر مستقیم راهبردهای تقسیم سود قرار نمی‌گیرد. این نتیجه می‌تواند به این معنا باشد که عوامل دیگری نظیر فرهنگ سازمانی، سیستم‌های کنترلی و مدیریتی و تعهدات مالی موجود شرکت ممکن است تأثیر بیشتری بر انضباط مالی داشته باشند. همچنین، ممکن است شرکت‌ها به واسطه سیاست‌های داخلی قوی و سیستم‌های مالی پیشرفته، توانسته باشند انضباط مالی خود را به صورت مستقل از راهبردهای تقسیم سود حفظ کنند. یافته‌های این فرضیه، با نتایج پژوهش **کالاها و همکاران (۲۰۲۲)** هم راستا است. این پژوهش نشان می‌دهد که تقسیم سود به‌طور مستقیم تأثیر معناداری بر انضباط مالی شرکت‌ها ندارد. پژوهش **وحید و همکاران (۲۰۱۲)** نیز تاییدکننده این موضوع است. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که تقسیم سود و سیاست‌های مربوط به آن تأثیر معناداری بر انضباط مالی شرکت‌ها ندارد. این پژوهش بر این نکته تأکید دارد که انضباط مالی شرکت‌ها تحت تأثیر سیاست‌های دیگر و شرایط اقتصادی قرار دارد. اما در مقابل، **پیچاکن (۲۰۱۲)** نشان دادند که تقسیم سود به‌طور معناداری بر انضباط مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که تقسیم سود می‌تواند به عنوان یک ابزار برای بهبود انضباط مالی و افزایش شفافیت مالی مورد استفاده قرار گیرد. همچنین **ژو و همکاران (۲۰۲۰)** به این نتیجه رسیدند که راهبردهای تقسیم سود به‌طور معناداری بر انضباط مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. این پژوهش بر این نکته تأکید دارد که تقسیم سود می‌تواند به عنوان یک عامل مهم در بهبود انضباط مالی و کاهش رفتارهای مالی غیرمسئولانه عمل کند.

با عنایت به مطالب فوق‌الذکر و بر مبنای یافته‌های پژوهش پیشنهادی کاربردی زیر به مدیران ارائه می‌شود: الف) برای جلوگیری از افزایش احتمال درماندگی مالی در پی افزایش تقسیم سود، مدیران باید رویکرد متوازنی بین تقسیم سود به سهامداران و نگهداری سود جهت سرمایه‌گذاری مجدد در شرکت اتخاذ کنند. به‌ویژه در شرایط اقتصادی نامطمئن یا زمانی که شرکت با تعهدات مالی سنگین مواجه است، تمرکز بیشتری بر نگهداری سود و تقویت منابع مالی داخلی داشته باشند. این رویکرد می‌تواند به کاهش ریسک نقدینگی و افزایش توانایی شرکت در مواجهه با چالش‌های مالی کمک کند. علاوه بر این، مدیران باید برنامه‌های مالی و بودجه‌بندی دقیقی تدوین کنند تا بتوانند به طور مؤثرتری منابع مالی شرکت را مدیریت کرده و از ایجاد بدهی‌های سنگین جلوگیری کنند. ب) با عنایت به یافته‌های فرضیه دوم پژوهش به مدیران توصیه می‌گردد به جای تمرکز بیش از حد بر راهبردهای تقسیم سود به عنوان یک عامل تأثیرگذار بر انضباط مالی، به تقویت سیستم‌های کنترلی داخلی و فرهنگ سازمانی توجه ویژه‌ای داشته باشند. ایجاد و حفظ یک سیستم مالی قوی که شامل بودجه‌بندی دقیق، نظارت مستمر بر هزینه‌ها و مدیریت مؤثر منابع مالی است، می‌تواند به بهبود انضباط مالی شرکت کمک کند. همچنین، تشویق به پیاده‌سازی بهترین شیوه‌های مدیریتی و آموزش مداوم کارکنان در زمینه مدیریت مالی می‌تواند تأثیر مثبتی بر انضباط مالی شرکت داشته باشد. به این ترتیب، مدیران می‌توانند اطمینان حاصل کنند که حتی در صورت تغییر در راهبردهای تقسیم سود، انضباط مالی شرکت حفظ

می‌شود و شرکت قادر به مدیریت منابع مالی خود به شکل بهینه خواهد بود. ج) با عنایت به یافته‌های فرضیه سوم و چهارم پژوهش پیشنهادهای زیر به مدیران ارائه می‌گردد:

با توجه به این یافته‌ها، پیشنهاد می‌شود مدیران به جای تمرکز صرف بر تغییر ساختار مالی به عنوان راهی برای تعدیل تأثیر راهبردهای تقسیم سود بر درماندگی مالی، بر رویکردهای جامع‌تر و متنوع‌تر مدیریت مالی تمرکز کنند:

- ۱- ارزیابی دقیق راهبردهای تقسیم سود: مدیران باید به صورت مستقل و دقیق، مزایا و معایب سیاست‌های تقسیم سود را ارزیابی کرده و تصمیم‌گیری‌های مرتبط با تقسیم سود را بر اساس تحلیل دقیق از شرایط مالی و اقتصادی شرکت انجام دهند.
- ۲- تقویت سیستم‌های مدیریت ریسک: با ایجاد و تقویت سیستم‌های مدیریت ریسک و کنترل‌های داخلی، شرکت‌ها می‌توانند آمادگی بیشتری برای مقابله با شرایط بحرانی و کاهش احتمال درماندگی مالی داشته باشند.
- ۳- تنوع‌بخشی به منابع مالی: مدیران باید به دنبال ایجاد تنوع در منابع مالی شرکت باشند. این می‌تواند شامل ترکیبی از تأمین مالی داخلی و خارجی، بهبود مدیریت سرمایه در گردش و افزایش نقدینگی باشد.
- ۴- تدوین استراتژی‌های مالی جامع: ایجاد و اجرای استراتژی‌های مالی جامع و یکپارچه که بهبود عملکرد مالی و کاهش ریسک درماندگی را هدف قرار دهد، می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا در مواجهه با شرایط مالی مختلف، انعطاف‌پذیری بیشتری داشته باشند.

این پژوهش دارای محدودیت‌هایی است که باید مورد توجه قرار گیرد: نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۱ است. لذا تعمیم نتایج حاصل از این پژوهش به کل جامعه آماری و دوره‌های آتی و پیشین باید با جانب احتیاط همراه باشد. این نتایج بدون توجه به نوع صنعت و در سطح کل شرکت‌ها به دست آمده است؛ بنابراین ممکن است آزمون فرضیه‌های پژوهش در هریک از صنایع به نتایج متفاوتی منجر شود. برخی موارد مانند شرایط اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و فرهنگی از جمله تورم شرایطی هستند که ممکن است بر نتایج پژوهش اثرگذار باشد، ولیکن امکان کنترل آن توسط محقق وجود نداشت.

فهرست منابع

- اسداللهی، سید یحیی، متین، سمیه، و یوسفی‌نژاد، مرضیه (۱۴۰۲). تأثیر سیاست تقسیم سود سهام بر ثبات مالی بانک‌های ایران. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۴(۲)، ۱۸۹-۲۱۲. doi: 10.30495/afi.2023.1973063.1174
- انواری رستمی، علی اصغر (۱۳۷۸). انتخاب و ارزیابی عملکرد مجموعه‌های اوراق بهادار سرمایه‌گذاری چندمعیاری با بهره‌گیری از مدل‌های برنامه‌ریزی آرمانی. *آینده پژوهی مدیریت*، ۴۵(۱۲)، ۷۶-۶۵. <https://sanad.iau.ir/fa/Article/786574>
- بیک‌زاده عباسی، فرزانه، و جوهری، نجمه (۱۳۹۷). بررسی تأثیر سود نقدی بر درماندگی مالی شرکت‌های رشدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نخستین کنفرانس ملی تحقیق و توسعه در مدیریت و اقتصاد مقاومتی*، تهران، ۲۷-۴۱. <https://civilica.com/doc/824540>

حسینی، سیده مریم، گرجی زاده، داوود، و خان محمدی، محمد حامد (۱۳۹۹). ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک. فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۴(۱۴)، ۱۰۰-۱۱۵.

www.majournal.ir/index.php/ma

دستگیر، محسن، حسین زاده، علی حسین، خدادادی، ولی و واعظ، سیدعلی (۱۳۹۱). کیفیت سود در شرکت‌های درمانده مالی. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۱)، ۱-۱۶. doi: 20.1001.1.23223405.1391.4.1.2.8

زارعی، حمید، و رضوی، مریم (۱۳۹۵). نقش واسطه‌ای سلامت سازمانی در رابطه بین درک انضباط مالی و سرمایه فکری با عملکرد مالی (مطالعه موردی مجتمع تولیدی و صنعتی فراسان). پایان‌نامه رشته مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.

<https://elmnet.ir/doc>

سلگی، محمد و قهرائی، احسان (۱۴۰۱). بررسی تاثیر عوامل سازمانی بر انضباط مالی در بخش دولتی. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۹(۳)، ۴۷۵-۵۰۳. doi: 10.22059/acctgrev.2022.313694.1008467

شاه نظری، اسماعیل، و نصرافهانی، لیلا (۱۴۰۲). نقش تعدیل‌گری سیاست تقسیم سود در تاثیر عملکرد مالی و ساختار سرمایه بر ارزش شرکت. نهمین همایش بین‌المللی مدیریت و حسابداری ایران، همدان.

<https://civilica.com/doc/1981974>

شقاقی، سحر (۱۳۸۵). انضباط مالی، کاهش هزینه‌ها و افزایش کارایی منابع، برنامه‌ریزی اقتصادی، ۱۹۲(۱)، ۱۶-۱۸.

<https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/>

صراف، فاطمه، و خجسته اهوازی، منصور (۱۴۰۱). اثرات درماندگی مالی، سیاست تقسیم سود و نسبت بدهی به ارزش ویژه بر ارزش شرکت. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۵(۷۴)، ۱۰۴-۱۱۶.

https://www.jamv.ir/article_166925.html

فتاحی، حفیظ‌الله و آل‌علی، سیدعلی (۱۳۹۸). بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات جدید در علوم انسانی، ۲(۲۱)، ۳۵-۴۶. <https://civilica.com/doc/1726993>

فروغی، داریوش، و جهان‌بخش، امید (۱۳۹۹). نقش تعدیل‌کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۹(۳۴)، ۲۰-۵. doi: 10.22034/iaas.2020.112770

قالیباغ اصل، حسن، بابالویان، شهرام و مسجد موسوی، میرسجاد (۱۳۹۵). مدیریت مالی پیشرفته، انتشارات بورس.

مرادزاده‌فر، مهدی، روحی، علی و آذری، واحد (۱۳۹۳). تاثیر درماندگی مالی بر کیفیت اقلام تعهدی، حسابداری مالی، ۵(۱۸)، ۱۰۳-۱۲۹. <https://qfaj.mobarakkeh.iau.ir/article-1-183-fa.html>

مشایخ، شهناز، و شاه‌رخی، سیده سمانه (۱۳۸۵). عوامل موثر بر ساختار سرمایه، حسابداری، ۲۱(۱۷۶)، ۱۹-۱۳.

<https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/>

مطهری، سعید، تفتیان، اکرم، و معین‌الدین، محمود (۱۴۰۰). ارائه الگوی مدیریت و نظارت انضباط مالی شرکت‌های دولتی. نظارت و بازرسی ناجا، ۱۵(۵۶)، ۱۲۵-۱۴۶. doi: 10.22034/si.2021.96496

ملکیان، اسفندیار و سلمانی، رسول (۱۳۹۴)، رابطه ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود با نگهداشت وجه نقد، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۱۸)، ۵۵ – ۷۲. doi: [10.22051/jera.2015.649](https://doi.org/10.22051/jera.2015.649)

Asadollahi, S. Y., Matin, S., & Yousefinezhad, M. (2023). The impact of dividend policy on the financial stability of Iranian banks. *Financial and Investment Advances*, 4(2), 212-189. doi: [10.30495/afi.2023.1973063.1174](https://doi.org/10.30495/afi.2023.1973063.1174) [In Persian]

Anvari Rostami, A. A. (2008). Selection and Performance Evaluation of Multi-Criteria Investment Portfolios Using Goal Planning Models. *Management Futures Studies*, 45(12), 65-76. <https://sanad.iau.ir/fa/Article/786574> [In Persian]

Bataineh, H. (2021). The impact of ownership structure on dividend policy of listed firms in Jordan. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1863175. doi: [10.1080/23311975.2020.1863175](https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1863175)

Beikzadeh Abbasi, F., & Johari, N. (2018). Studying the effect of cash dividends on the financial distress of growth companies listed on the Tehran Stock Exchange, *First National Conference on Research and Development in Management and Resistance Economics*, Tehran, 27-41. <https://civilica.com/doc/824540> [In Persian]

Callahan, B. J., McMurdie, P. J., Rosen, M. J., Han, A. W., Johnson, A. J. A., & Holmes, S. P. (2022). DADA2: High-resolution sample inference from Illumina amplicon data. *Nature methods*, 13(7), 581-583. doi: [10.1038/nmeth.3869](https://doi.org/10.1038/nmeth.3869)

Dastgir, M., Hossein Zadeh, A., Khodadadi, V. & Vaez, S. A. (2012). Earning quality in Failed Firms. *Financial Accounting Research*, 4(1), 1-16. doi: [20.1001.1.23223405.1391.4.1.2.8](https://doi.org/20.1001.1.23223405.1391.4.1.2.8) [In Persian]

De-Cordoba, G. F., Pujolas, P. S., & Torres, J. L. (2017). Fiscal discipline and defaults. *Review of Economic Dynamics*, 24, 1-13. doi: [10.1016/j.red.2016.12.001](https://doi.org/10.1016/j.red.2016.12.001)

Fattahi, H., & Al-Ali, S. A. (2019). Investigating the effect of capital structure on financial distress of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *New Research in Humanities*, 2(21), 35-46. <https://civilica.com/doc/1726993> [In Persian]

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European financial management*, 10(2), 295-319. doi: [10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x](https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x)

Foroughi, D. & Jahanbakhsh, O. (2020). Moderator Role of Financial Leverage and Dividend Policy on the Effect of Corporate Governance to Firm Value in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Studies*, 9(34), 5-20. doi: [10.22034/iaas.2020.112770](https://doi.org/10.22034/iaas.2020.112770) [In Persian]

Ghalibaf Asl, H., Babalovian, S., & Masjed Mousavi, M. (2016). Advanced Financial Management, Borse Publications. [In Persian]

Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269-1282. doi: [10.1080/09603100500387139](https://doi.org/10.1080/09603100500387139)

Gordon, E. A., & Henry, E. (2005). Related party transactions and earnings management. 1-45. doi: [10.2139/ssrn.612234](https://doi.org/10.2139/ssrn.612234)

Gordon, M. J. (1971). Towards a theory of financial distress. *The journal of finance*, 26(2), 347-356. doi: [10.2307/2326050](https://doi.org/10.2307/2326050)

Hosseini, S. M., Gorjizadeh, D., & Khan Mohammadi, M. H. (2019). Ownership structure and profit sharing policies on profitability and risk, *Quarterly Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 4(14), 100-115. <https://www.majournal.ir/index.php/ma> [In Persian]

Hussey, R. (1999). *Oxford dictionary of accounting*, second edition. <https://cir.nii.ac.jp/crid/1130282271318571264>

- Kyriakou, M. I. (2020). Earnings manipulation and financial distress in the eurozone and the role of auditor size during the current recession. *Journal of East-West Business*, 26(4), 391-409. doi: [10.6698/2020.1848963](https://doi.org/10.6698/2020.1848963)
- Lee, J. E., Glasscock, R., & Park, M. S. (2017). Does the ability of operating cash flows to measure firm performance improve during periods of financial distress?. *Accounting Horizons*, 31(1), 23-35. doi: [10.2308/acch-51594](https://doi.org/10.2308/acch-51594)
- Malekian, E., & Salmani, R. (2015). The Relation of Capital Structure and dividend policy with cash holdings. *Empirical Research in Accounting*, 5(4), 55-72 doi: [10.22051/jera.2015.649](https://doi.org/10.22051/jera.2015.649) [In Persian]
- Mashayekh, S., & Shahrokhi, S. S. (2006). Factors affecting capital structure, *Accountant*, 21(176), 13-19. <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/123634> [In Persian]
- Moradzadehfar, M., Roohi, A., & Azari, V. (2014). The effect of financial distress on the quality of accruals, *Financial Accounting*, 5(18), 103-129. <https://qfaj.mobarakheh.iau.ir/article-1-183-fa.html> [In Persian]
- Motahari, S., Taftiyan, A., & Moeinaddin, M. (2021). Provide a model for managing and supervising the financial discipline of state-owned companies. *Supervision & Inspection*, 15(56), 125-146. doi: [10.22034/si.2021.96496](https://doi.org/10.22034/si.2021.96496) [In Persian]
- Pieschacón, A. (2012). The value of fiscal discipline for oil-exporting countries. *Journal of Monetary Economics*, 59(3), 250-268. doi: [10.1016/j.jmoneco.2012.03.001](https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2012.03.001)
- Rakshit, D., Chatterjee, C., & Paul, A. (2024). Financial distress, the severity of financial distress and direction of earnings management: evidences from Indian economy. *FIIIB Business Review*, 13(2), 192-207. doi: [10.1177/23197145211039351](https://doi.org/10.1177/23197145211039351)
- Rashid, F., Khan, R. A., & Qureshi, I. H. (2023). A Comprehensive Review of the Altman Z- Score Model Across Industries, *The business Review*, 2(27), 35-42. doi: [10.2139/ssrn.5044057](https://doi.org/10.2139/ssrn.5044057)
- Rawal, A., & Gopalkrishnan, S. (2024). Impact of financial distress on the dividend policy of banks in India: evidence using panel data. *Future Business Journal*, 10(1), 10-27. doi: [10.1186/s43093-024-00310-y](https://doi.org/10.1186/s43093-024-00310-y)
- Salgi, M., & Ghahraei, E. (2021). Investigating the impact of organizational factors on financial discipline in the public sector, *Quarterly Journal of Accounting and Auditing Reviews*, 29(3), 475 - 503. doi: [10.22059/acctgrev.2022.313694.1008467](https://doi.org/10.22059/acctgrev.2022.313694.1008467) [In Persian]
- Sarraf, F., & Khojasteh Ahwazi, M. (2017). Effects of financial distress, dividend policy and debt-to-equity ratio on firm value. *Journal of Accounting & Management Vision*, 5(74), 104-116. https://www.jamv.ir/article_166925.html [In Persian]
- Shaghaghi, S. (2012). Financial discipline, reducing costs and increasing resource efficiency. *Economic Planning*, (1)192, 16-18. <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/579741> [In Persian]
- Shahnazari, E., & Nasr-e-Esfahani, L. (2022). The moderating role of dividend policy in the impact of financial performance and capital structure on firm value, *9th International Conference on Management and Accounting of Iran*, Hamedan. <https://civilica.com/doc/1981974> [In Persian]
- Sidhu, A. V., Jain, P., Singh, S. P., Kanoujiya, J., Rawal, A., Rastogi, S., & Bhimavarapu, V. M. (2023). Impact of financial distress on the dividend policy of banks in India. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(2), 107. doi: [10.3390/jrfm16020107](https://doi.org/10.3390/jrfm16020107)
- Vahid, T. K., Mohsen, A. K., & Mohammadreza, E. (2012). The impact of working capital management policies on firm's profitability and value: Evidence from Iranian Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 88(1), 155-162. <https://www.researchgate.net/profile/Vahid-Taghizadeh-Khanqah/publication/275351594.pdf>

- Wardini, M. E., Anugrah, Y. D. Y., Farid, M., & Laili, A. (2022). Capital structure and dividend policy. *Muhasabatuna: Jurnal Akuntansi Syariah*, 4(2), 041-046. doi: [10.54471/muhasabatuna.v4i2.2106](https://doi.org/10.54471/muhasabatuna.v4i2.2106)
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of economics and finance*, 23(2), 123-132. doi: [10.1007/BF02745946](https://doi.org/10.1007/BF02745946)
- Widagdo, B., & Sa'diyah, C. (2022). Financial distress, dividend policy, rgec and earning per share. *Trikonomika*, 21(1), 37-45. doi: [10.23969/trikononika.v21i1.5085](https://doi.org/10.23969/trikononika.v21i1.5085)
- Xie, C., Luo, C., & Yu, X. (2010). Financial distress prediction based on SVM and MDA methods: the case of Chinese listed companies. *Quality & Quantity*, 45(3), 671–686. doi: [10.1007/s11135-010-9376-y](https://doi.org/10.1007/s11135-010-9376-y)
- Zarei, H. & Razavi, M. (2016). *The mediating role of organizational health in the relationship between the perception of financial discipline and intellectual capital with financial performance (case study of Farasan Industrial and Manufacturing Complex)*, Thesis in Management, Islamic Azad University, Marvdasht Branch. <https://elmnet.ir/doc> [In Persian]
- Zhou, F., Fu, L., Li, Z., & Xu, J. (2022). The recurrence of financial distress: A survival analysis. *International Journal of Forecasting*. doi: [10.1016/j.ijforecast.2021.12.005](https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2021.12.005)