

Evaluating the impact of open investment on creating economic added value with an emphasis on the characteristics of shareholding in line with general investment encouragement policies

Mohammad Ebrahim Raei Ezabadi^{1*}, Seyed Mohammad Zorrie Zahraee²

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

2.Department of Finance, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

ARTICLE INFO

Article History:

Received: 17 August 2025

Revised: 16 August 2026

Accepted: 16 August 2026

Published: 23 July 2026

Keywords:

Reinvestment, economic added value, shareholding characteristics.

ABSTRACT

This study investigates the impact of reinvestment on Economic Value Added (EVA) and the moderating role of ownership structure in firms listed on the Tehran Stock Exchange from 2014 to 2023. Reinvestment, defined as retaining and reinvesting profits, is considered a key financial strategy for value creation. Data from 263 firms were analyzed using panel data and multivariate regression models in EViews. The results reveal that reinvestment has a significant negative effect on EVA, indicating that in Iran's capital market, retained earnings do not necessarily create value and may even reduce firm performance. Contributing factors include inefficient resource allocation, bureaucratic complexity, currency volatility, and weak infrastructure. Ownership structure significantly moderates this relationship: in firms with dominant institutional ownership, the negative effect diminishes, while in firms with major individual ownership, it intensifies. The findings emphasize that reinvestment effectiveness depends on institutional factors, managerial decision-making, project selection, and corporate governance. Moreover, the results have direct implications for national investment policies: simply increasing investment is insufficient; regulatory reforms, business environment improvement, and enhanced transparency are essential to ensure optimal allocation of accumulated capital and sustainable economic growth.

* Corresponding author: Mohammad Ebrahim Raei Ezabadi. Email: meraei68@iau.ac.ir

Citation: Raei Ezabadi, M. E. & Zorrie Zahraee, S. M. (2026). Evaluating the impact of open investment on creating economic added value with an emphasis on the characteristics of shareholding in line with general investment encouragement policies. (e250869). Quarterly Journal of The Macro and Strategic Policies, 14(54), e250869 <https://doi.org/10.30507/jmsp.2026.541829.2838>



Extended Abstract

Introduction

This study aims to evaluate the impact of reinvestment on the creation of Economic Value Added (EVA), with an emphasis on the moderating role of ownership structure characteristics in companies listed on the Tehran Stock Exchange. It seeks to address whether reinvestment strategies (i.e., retaining profits rather than distributing them) generate value for shareholders and how ownership structure (institutional/legal versus individual) influences this relationship.

Methods

This research is applied in purpose and employs a descriptive-correlational approach. The statistical population comprises companies listed on the Tehran Stock Exchange over a ten-year period from 2014 to 2023. Following systematic elimination, a final sample of 263 companies was selected. Hypotheses were tested using multivariate linear regression with panel data, analyzed via EViews software. Economic Value Added (EVA) serves as the dependent variable, reinvestment as the independent variable, and ownership type (individual/legal) as the moderating variable.

Results and Discussion

Regression analysis revealed that reinvestment has a significant negative impact on EVA creation in the studied population (coefficient: -212.694, significance level: 0.0110). This suggests that in Iran's capital market, profit retention and reinvestment do not necessarily lead to value creation and may even reduce firm value due to factors such as inefficient resource allocation, administrative bureaucracy, and abrupt currency fluctuations. Additionally, ownership structure significantly moderates this relationship: the negative effect is mitigated in firms with institutional ownership, while it is amplified in those predominantly owned by individual shareholders. This has direct implications for national investment promotion policies: increasing investment alone is insufficient. Policy efforts should focus on improving corporate oversight, enhancing the business environment, and ensuring transparency, so that retained capital is allocated efficiently, thereby contributing to sustainable economic growth.

Conclusion

Contrary to conventional financial theories in developed markets, reinvestment in Iran's capital market does not inherently guarantee value creation. Inefficiencies in project selection and corporate governance issues may lead to resource wastage and reduced EVA.

Keywords: Reinvestment, economic added value, shareholding characteristics.

ارزیابی اثر باز سرمایه‌گذاری در خلق ارزش افزوده اقتصادی با تاکید بر ویژگی‌های سهامداری در راستای سیاست‌های کلی تشویق سرمایه‌گذاری

محمد ابراهیم راعی عزآبادی^{۱*}، سید محمد ذریه زهرایی^۲

۱. گروه مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
۲. گروه مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

چکیده

اطلاعات مقاله

این پژوهش اثر بازسرمایه‌گذاری بر خلق ارزش افزوده اقتصادی (EVA) با نقش تعدیل‌گری ساختار مالکیت در شرکت‌های بورسی تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ را بررسی می‌کند. بازسرمایه‌گذاری، به‌عنوان راهبردی مهم در نظریه‌های مالی، به‌معنای نگهداری سود و سرمایه‌گذاری مجدد آن است. داده‌های ۲۶۳ شرکت با روش پنل دیتا و رگرسیون چندمتغیره در نرم‌افزار EViews تحلیل شد. نتایج نشان داد بازسرمایه‌گذاری اثری منفی و معنادار بر EVA دارد؛ به این معنا که در بازار سرمایه ایران، نگهداری سود الزاماً به خلق ارزش منجر نمی‌شود و حتی می‌تواند ارزش شرکت را کاهش دهد. عواملی همچون تخصیص غیربهبه منابع، نوسانات ارزی، بروکراسی پیچیده و ضعف زیرساخت‌ها در این نتیجه مؤثرند. همچنین ساختار مالکیت نقش مهمی در این رابطه دارد: در شرکت‌های با مالکیت نهادی، اثر منفی کاهش می‌یابد، اما در شرکت‌های با مالکیت حقیقی تشدید می‌شود. یافته‌ها نشان می‌دهد که اثربخشی بازسرمایه‌گذاری وابسته به عوامل نهادی، کیفیت مدیریت، انتخاب پروژه‌ها و حاکمیت شرکتی است. این موضوع ارتباط مستقیمی با سیاست‌های کلان تشویق سرمایه‌گذاری دارد؛ بدین معنا که صرفاً افزایش سرمایه‌گذاری کافی نیست و اصلاح ساختارهای نظارتی، بهبود محیط کسب‌وکار و ارتقای شفافیت برای تخصیص بهینه سرمایه و تحقق رشد پایدار اقتصادی ضروری است.

سابقه مقاله:

تاریخ دریافت: ۲۶ مرداد ۱۴۰۴

تاریخ بازنگری: ۲۵ مرداد ۱۴۰۵

تاریخ پذیرش: ۲۵ مرداد ۱۴۰۵

تاریخ انتشار: ۱ مرداد ۱۴۰۵

کلیدواژه‌ها:

بازسرمایه‌گذاری، ارزش افزوده اقتصادی، (EVA) ساختار مالکیت، سیاست تقسیم سود، حاکمیت شرکتی، بورس اوراق بهادار تهران.

* نویسنده مسئول: محمد ابراهیم راعی عزآبادی. ایمیل: meraei68@iau.ac.ir

استناد: راعی عزآبادی، محمد ابراهیم و ذریه زهرایی، سید محمد. (۱۴۰۵). ارزیابی اثر باز سرمایه‌گذاری در خلق ارزش افزوده اقتصادی با تاکید بر ویژگی‌های سهامداری در راستای سیاست‌های کلی تشویق سرمایه‌گذاری. (۲۵۰۸۶۹) سیاست‌های راهبردی و کلان، ۱۴ (۵۴)، ۳۷۵-۳۹۲. <https://doi.org/10.30507/jmsp.2020.54.1829.2026>



مقدمه

سرمایه‌گذاری مولد نقش کلیدی در رشد اقتصادی پایدار و تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی دارد (۱۳). یکی از عوامل اثرگذار در این خصوص تقسیم سود است. موضوع تقسیم سود همواره از دغدغه‌های اصلی سهامداران به شمار می‌آید. سیاست تقسیم سود به‌عنوان یکی از مباحث کلیدی در مدیریت مالی شرکت‌ها شناخته می‌شود، زیرا نمایانگر یکی از مهم‌ترین جریان‌های خروجی نقدی و در عین حال یکی از تصمیمات اثرگذار مدیران است. این سیاست، بخشی از راهبردهای کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت محسوب می‌شود که نتایج آن در جلسات مجامع عمومی عادی سالیانه مشخص شده و مبنایی برای ارزیابی عملکرد سازمان قرار می‌گیرد. به بیان دیگر، سیاست تقسیم سود مجموعه‌ای از دستورالعمل‌ها و رویه‌هایی است که میزان سود پرداختی به سهامداران، مقدار سود نگهداری‌شده، شیوه پرداخت پاداش به اعضای هیأت مدیره، زمان‌بندی پرداخت سود، روش‌های تأمین مالی و سایر جنبه‌های مرتبط را تعیین و به مجمع عمومی ارائه می‌کند (۴).

یکی از اصلی‌ترین اطلاعات اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد مختلف اعم از حقیقی یا حقوقی، نهادی یا غیر نهادی سیاست‌های تقسیم سود شرکت خواهد بود؛ چرا که سرمایه‌گذار به دو صورت به سود خواهد رسید: رشد قیمتی یا تقسیم سود. بنابراین سیاست تقسیم سود از عوامل اصلی خلق ارزش برای سرمایه‌گذاران به حساب می‌آید. در ادبیات مالی، سیاست تقسیم سود به تصمیم مالکان شرکت و نمایندگان آن‌ها برای پرداخت سود یا انباشته کردن آن اشاره دارد و نشان می‌دهد که سود به چه میزان در یک دوره مالی تقسیم شود.

بازسرمایه‌گذاری، به‌عنوان یکی از ارکان اصلی سرمایه‌گذاری، به‌طور جدایی‌ناپذیری با مفهوم ریسک و بازده پیوند خورده است. طبق نظریه پرتفوی مارکوویتز (۱۵)، سرمایه‌گذاری بهینه نیازمند تعادل میان ریسک و بازده است و بازسرمایه‌گذاری می‌تواند از طریق تنوع‌بخشی به پرتفوی، ریسک‌های غیرسیستماتیک را کاهش دهد. با این حال، در بازارهای در حال توسعه مانند ایران که با چالش‌هایی نظیر نوسانات ارزی، بروکراسی اداری، و ناکارآمدی‌های مدیریتی مواجه هستند، بازسرمایه‌گذاری ممکن است به نتایج متفاوتی نسبت به بازارهای توسعه‌یافته منجر شود. تئوری نمایندگی (۱۰) نشان می‌دهد که تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌تواند بر تصمیم‌گیری‌های مرتبط با بازسرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد؛ به ویژه زمانی که ساختار مالکیت شرکت متمرکز یا پراکنده باشد. در این راستا، مالکیت نهادی (حقوقی) در مقایسه با مالکیت حقیقی می‌تواند با اعمال نظارت قوی‌تر، اثرات منفی ناشی از تصمیم‌گیری‌های ناکارآمد را کاهش دهد.

سیاست‌های تقسیم سود نیز به‌عنوان یکی دیگر از عوامل کلیدی در این پژوهش مطرح است. تئوری پرنده‌ای در دست (۵) بیان می‌کند که سهامداران به دلیل کاهش ریسک و قطعیت در دریافت سود نقدی، سود نقدی را به سود انباشته آتی ترجیح می‌دهند، در حالی که تئوری بی‌ربطی تقسیم سود (۱۶) معتقد است در بازارهای کارآ، سیاست تقسیم سود تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. با این حال، در بازارهای کشورهای در حال توسعه مانند ایران، ویژگی‌های سهامداری می‌تواند این رابطه را تعدیل کند. سهامداران نهادی، به دلیل دسترسی به منابع اطلاعاتی و نظارتی بیشتر و همین‌طور دسترسی به منابع مالی بیشتر، ممکن است سیاست‌های بازسرمایه‌گذاری را به سمت پروژه‌های سودآورتر هدایت کنند، در حالی که سهامداران حقیقی ممکن است به دلیل نگاه کوتاه‌مدت، ترجیح به دریافت سود نقدی داشته باشند. این تفاوت در رفتار سهامداران می‌تواند تأثیرات متفاوتی بر ارزش افزوده اقتصادی داشته باشد.

در بازار سرمایه ایران که با ویژگی‌های خاصی نظیر ساختار مالکیت متمرکز، محدودیت‌های نقدینگی، نرخ بهره بالا و تأثیرات عوامل سیاسی مواجه است، بررسی اثرات بازسرمایه‌گذاری بر خلق ارزش افزوده اقتصادی از اهمیت بسزایی برخوردار است. پژوهش‌های داخلی نشان داده‌اند که سیاست‌های تقسیم سود و ساختار مالکیت می‌توانند بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیر بگذارند (۱۷، ۲۰). بازار سرمایه در سال‌های اخیر نقش جدی‌تری در اقتصاد کشور پیدا کرده است. در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ با توجه به تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در این بازار، شاخص بازار رشد چشم‌گیری را تجربه کرد و از مرداد ۱۳۹۹ شاخص ریزش شدیدی داشت و شاهد کاهش تعداد فعالین بازار، ارزش و حجم معاملات بودیم. تلاطم‌هایی که در بازار سرمایه اتفاق می‌افتد باعث نگرانی سرمایه‌گذاران، فعالان و نهادهای نظارتی می‌شود. تعیین روش‌ها، سیاست‌ها و استراتژی‌ها برای کنترل تلاطم در بازار سرمایه قبل از وقوع بحران از مسائل مهمی است که باید به آن پرداخته شود (۲۲). با این حال، خلا نبود مطالعاتی که به‌طور خاص به بررسی نقش تعدیل‌گری ویژگی‌های سهامداری در رابطه بین بازسرمایه‌گذاری و ارزش افزوده اقتصادی پرداخته باشند احساس می‌شود. بنابراین؛ این پژوهش با تمرکز بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۲، به دنبال پر کردن این شکاف در ادبیات مالی است. با بهره‌گیری از داده‌های ترکیبی (Panel Data) و مدل رگرسیونی چندمتغیره، این مطالعه به تحلیل تأثیر بازسرمایه‌گذاری بر EVA با تأکید بر نقش تعدیل‌گری نوع سهامداری (نهادی/حقوقی) در مقابل حقیقی می‌پردازد.

هدف اصلی این پژوهش، پاسخ به این پرسش است که آیا استراتژی‌های بازسرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران منجر به خلق ارزش افزوده اقتصادی می‌شود و چگونه ویژگی‌های سهامداری بر این رابطه اثرگذار است. این مطالعه نه تنها به درک بهتر پویایی بازارهای مالی ایران کمک می‌کند، بلکه می‌تواند به مدیران شرکت‌ها، سهامداران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه در اتخاذ تصمیمات آگاهانه‌تر یاری رساند. در ادامه، به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته، سپس روش‌شناسی و یافته‌های پژوهش ارائه می‌گردد. در نهایت جمع‌بندی مطالب و پیشنهادها ارائه خواهد شد.

۱. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مفهوم بازسرمایه‌گذاری به‌عنوان یکی از ارکان اصلی سرمایه‌گذاری، با تخصیص سودهای انباشته یا درآمدهای حاصل از فعالیت‌های شرکت به پروژه‌های جدید یا توسعه فعالیت‌های موجود مرتبط است. این مفهوم در ادبیات مالی با نظریه‌های متعددی از جمله نظریه پرتفوی مارکویتز (۱۵) پیوند خورده است که بر اهمیت تنوع‌بخشی برای کاهش ریسک تأکید دارد. بازسرمایه‌گذاری می‌تواند از طریق انتخاب پروژه‌های با بازده بالاتر از هزینه سرمایه، ارزش شرکت را افزایش دهد. با این حال، تئوری نمایندگی (۱۰) نشان می‌دهد که تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ممکن است منجر به تخصیص ناکارآمد منابع شود. در این راستا، ارزش افزوده اقتصادی (EVA) به‌عنوان معیاری برای سنجش توانایی شرکت در خلق ارزش فراتر از هزینه سرمایه، ابزاری کلیدی برای ارزیابی اثربخشی بازسرمایه‌گذاری است (۲۳).

سیاست‌های تقسیم سود نیز نقش مهمی در این رابطه ایفا می‌کنند. تئوری پرنده‌ای در دست (۵) بیان می‌کند که سهامداران به دلیل قطعیت، سود نقدی را به سود سرمایه‌ای آتی ترجیح می‌دهند، در حالی که تئوری بی‌ربطی تقسیم سود (۱۶) معتقد است که در بازارهای کامل، سیاست تقسیم سود تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. تئوری علامت‌دهی (۱۲) نیز بر این نکته تأکید دارد که افزایش سود تقسیمی می‌تواند نشانه‌ای از سلامت مالی شرکت باشد. همچنین، تئوری هزینه‌های نمایندگی (۹) نشان می‌دهد که پرداخت سود نقدی می‌تواند با کاهش نقدینگی در دسترس مدیران، تضاد منافع را کاهش دهد؛ این تئوری بیان می‌کند که مدیران ممکن است منابع مالی شرکت را برای اهداف شخصی و نه در راستای افزایش ارزش شرکت صرف کنند. با افزایش سود تقسیمی، شرکت‌ها میزان نقدینگی در اختیار مدیران را کاهش می‌دهند و بدین وسیله آن‌ها را مجبور می‌کنند تا در راستای منافع سهامداران عمل کنند. ساختار مالکیت به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌گر، نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های مالی دارد. تئوری سهامدار کنترلی (۱۴) بیان می‌کند که سهامداران عمده، به‌ویژه سهامداران نهادی، می‌توانند با نظارت قوی‌تر، تصمیم‌گیری‌های مالی را بهبود بخشند. در مقابل، سهامداران حقیقی ممکن است به دلیل نگاه کوتاه‌مدت، ترجیح به دریافت سود نقدی داشته باشند. این تفاوت‌ها می‌توانند بر اثربخشی بازسرمایه‌گذاری و خلق ارزش افزوده اقتصادی تأثیر بگذارند. در پژوهش‌های تجربی نیز به مواردی اشاره شده است که در ادامه به آن می‌پردازیم:

طاهری و کوشکی (۲۴) در پژوهشی با عنوان "معادلات ساختاری ارتباط بین رشد دارایی‌ها، تداوم سود، مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با تقسیم سود و ارزش شرکت" با کمک تئوری‌های مانند پرنده در دست و بی‌ربطی تقسیم سود (۱۶)، به بررسی ارتباط رشد دارایی‌ها (از بازسرمایه‌گذاری) و عوامل دیگر با سیاست تقسیم سود در شرکت‌های بورس تهران از ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ پرداختند. یافته‌های پژوهش ایشان حاکی از آن است که رشد دارایی‌ها بر تقسیم سود تأثیر مثبت و معنادار دارد. اما در شرایطی مانند تورم، جهش‌های ارزی و بحران‌های مشابه، بازسرمایه‌گذاری ارزش را کاهش می‌دهد. همچنین مودنی و فتحی (۱۸) در پژوهشی با عنوان "تأثیر سیاست تقسیم سود بر اجزای ریسک نقدشوندگی مبتنی بر تجزیه کوواریانس" به کمک مدل LCAPM و تئوری نمایندگی، تأثیر تقسیم سود بر اجزای ریسک نقدشوندگی (مانند کوواریانس بازده و عدم نقدشوندگی) را در بورس تهران مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش ایشان بیانگر تأثیر مثبت تقسیم سود بر کوواریانس بازده سهام و عدم نقدشوندگی بازار بوده است.

در پژوهشی دیگر حسینی (۶) به بررسی "تأثیر روابط سیاسی هیأت مدیره و کیفیت انتشار و افشای اطلاعات بر سود تقسیمی شرکت‌ها" پرداخت. در این پژوهش، ۲۰۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ مورد تحلیل قرار گرفتند. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که اعضای هیأت مدیره آن‌ها دارای ارتباطات سیاسی با دولت بوده‌اند، تمایل بیشتری به پرداخت نسبت بالاتری از سود داشتند. این یافته‌ها با پیش‌بینی‌های مطرح‌شده در چارچوب فرضیه علامت‌دهی همخوانی دارد. همچنین، شرکت‌هایی که از نظر افشای اطلاعات شفاف، به‌موقع و قابل اعتماد امتیاز بالاتری کسب کرده‌اند، سیاست تقسیم سود بالاتری اتخاذ نموده‌اند. به علاوه، در شرکت‌هایی که هم‌زمان هم روابط سیاسی هیأت مدیره و هم سطح بالای شفافیت اطلاعاتی را دارا بوده‌اند، افزایش چشمگیرتری در میزان سود تقسیمی مشاهده شده است. از سوی دیگر، بررسی‌ها نشان داد که عوامل نظیر تخصص مالی اعضای هیأت مدیره، نقش مدیرعامل در هیأت مدیره و میزان استقلال هیأت مدیره، تأثیر معناداری بر سیاست تقسیم سود نداشته‌اند. در مقابل، متغیرهایی مانند هزینه‌های نمایندگی، نسبت بدهی بلندمدت، گزارش زیان، نوسانات درآمد، اندازه شرکت و حجم سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مشهود، اثر منفی و معناداری بر میزان سود تقسیمی داشته‌اند. همچنین، عوامل چون عمر شرکت، مالکیت مدیریتی و اجتناب مالیاتی، تأثیر مثبت و معناداری بر تقسیم سود شرکت‌ها نشان داده‌اند. به طور کلی، این نتایج با ارائه شواهد نظری و تجربی، چارچوبی روشن برای شناسایی عوامل اثرگذار بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها فراهم می‌کند.

در ادامه سرلک و میرزائی (۲۱) به بررسی "رابطه رقابت در بازار با سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند. آن‌ها در این پژوهش از الگوهای رگرسیون چندگانه با استفاده از داده‌های تلفیقی و رگرسیون لجستیک در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ استفاده نمودند. و نهایتاً به این نتیجه رسیدند که خط مشی تقسیم سود را به عنوان یکی از مهم‌ترین مباحث در حوزه مدیریت مالی شرکت‌ها معرفی نموده؛ زیرا بیانگر یکی از عمده‌ترین جریان‌های خروجی نقدی و یکی از مهم‌ترین و عمده‌ترین تصمیم‌های فراروی مدیران است.

در پژوهشی دیگر سیاسی و نعمتیان (۲۰) به بررسی "تأثیر حاکمیت شرکتی بر سیاست‌های تقسیم سود" پرداختند. ایشان در این پژوهش از داده‌های مربوط به ۱۰۴ شرکت پذیرش شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده کردند. نهایتاً نتایج پژوهشی ایشان ثابت کرد که بین مالکیت مدیریتی و سودآوری با سیاست‌های تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بین اهرم مالی و سیاست‌های تقسیم سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد. اما نتایج تحقیق رابطه معناداری را بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تقسیم سود نشان نمی‌دهد.

همین‌طور جبارزاده کنگرلوئی و همکاران (۸) به بررسی "تأثیر سیاست تقسیم سود بر مدیریت سود واقعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند. این تحقیق بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ را مورد بررسی قرار داده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که در حوزه ادبیات مالی، سیاست تقسیم سود به تصمیمات شرکت درخصوص توزیع سود بین سهامداران یا نگهداری آن به عنوان سود انباشته اطلاق می‌شود. این سیاست مشخص می‌کند که چه میزان و در چه فواصل زمانی سود در طول یک دوره مالی پرداخت شود. به اعتقاد لینتر (۱۹۵۶)، میزان سود سهام پرداختی در سال جاری تحت تأثیر سود سهام پرداخت‌شده در سال پیش، درآمد فعلی شرکت و نسبت هدف‌گذاری شده برای پرداخت سود قرار دارد. وی بر این باور است که پرداخت سود سهام می‌تواند ابزاری برای محدود کردن منابع تحت کنترل مدیریت و در نتیجه، روشی برای پیشگیری از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران باشد. نتایج این مطالعه نشان داد که سیاست تقسیم سود بر مدیریت سود افزایشی (افزایش‌دهنده سود) اثرگذار است و همچنین شرکت‌هایی که اقدام به پرداخت سود می‌کنند، بیشتر تمایل به استفاده از مدیریت سود واقعی افزایشی دارند.

شرکت‌ها معمولاً زمانی اقدام به افزایش سود نقدی سهام می‌کنند که پیش‌بینی کنند درآمدهای آتی آن‌ها روندی صعودی خواهد داشت. در غیر این حالت، سود نقدی افزایش‌یافته ناچار است به سطح پیشین بازگردد. به همین دلیل، افزایش سود نقدی را می‌توان به عنوان پیامی به بازار تلقی کرد که نشان می‌دهد چشم‌انداز عملکرد شرکت در آینده مثبت و رو به بهبود است (۲).

پژوهش‌های تجربی گسترده‌ای نیز در عرصه بین‌المللی صورت گرفته است که در ادامه به آن می‌پردازیم:

تربپاتی و همکاران (۲۵) در مطالعه‌ای تحت عنوان «بررسی ارزش‌یابی EVA در مراحل مختلف چرخه عمر»، نشان دادند که اگرچه شاخص‌های عملکرد مالی متفاوت طی سیکل عمر اهمیت متفاوتی دارند، EVA در همه مراحل یکی از معیارهای مهم خلق ثروت برای سهامداران است. همچنین فریرا و همکاران (۴) بیان کردند که سیاست تقسیم سود یکی از راهبردهای کلیدی کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌ها به شمار می‌رود و نتایج آن هر سال در مجامع عمومی سهامداران مشخص می‌شود و مبنایی برای ارزیابی عملکرد سازمان فراهم می‌آورد. به طور دقیق‌تر، سیاست تقسیم سود مجموعه‌ای از دستورالعمل‌ها و رویه‌ها است که شامل تعیین میزان سود پرداختی، سطح سود نگهداری‌شده، پاداش اعضای هیأت مدیره، زمان‌بندی پرداخت سود، روش‌های تأمین مالی و سایر مسائل مرتبط می‌شود و این موارد به‌صورت مکتوب به مجمع عمومی ارائه می‌گردد. ژو و جی (۲۶) در پژوهشی با عنوان «ارزیابی EVA و رفتار سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد شرکت‌ها» رابطه بین شاخص سود اقتصادی (EVA) جریان نقدی آزاد و روند سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد را در شرکت‌های دولتی چین در سال‌های ۲۰۰۸ الی ۲۰۱۴ بررسی کردند. آن‌ها نشان دادند که استفاده از EVA به عنوان مبنای ارزیابی می‌تواند از سرمایه‌گذاری بیش از توان مالی جلوگیری کرده و کارایی سرمایه را ارتقا دهد.

هندال (۷) نیز به بررسی نظریه‌ای در مورد ادبیات مرتبط با EVA و هزینه‌های نمایندگی پرداخت و نشان داد که استفاده از EVA می‌تواند تصمیم‌گیری مدیران را به سمت خلق ارزش بیشتر هدایت کرده و اثرات منفی ناشی از هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد.

در ادامه جئونگ (۱۱) به بررسی "عوامل تعیین‌کننده هموارسازی سود سهام در بازارهای نوظهور" در کشور کره جنوبی پرداخت و به این نتیجه رسید از آنجا که سیاست تقسیم سود تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار می‌گیرد، بنابراین تصمیم‌گیری در مورد پرداخت سود تقسیمی می‌تواند موضوعی چالش‌برانگیز در شرکت‌ها باشد. هموارسازی سود تقسیمی، واقعیت تجربی در کشورهای توسعه‌یافته است. شواهد تجربی نشان می‌دهد که تصمیمات هموارسازی تقسیم سود نه تنها به وسیله ویژگی‌های واحد تجاری، بلکه بوسیله عوامل کلان اقتصادی تحت تأثیر قرار می‌گیرد. اندازه، ریسک، رشد و مالکیت سهامدار عمده به عنوان عوامل مهم در هموارسازی سود تقسیمی شناخته شده‌اند.

همچنین آسوات داموداران (۳) در پژوهشی با عنوان "ایجاد ارزش اقتصادی و بهبود اقتصادی: بازگشت به آینده" به بررسی چندین معیار رقابتی پرداختند. او با این فرض که هر روش می‌تواند بهترین روش برای خلق ارزش باشد، روش‌هایی که می‌توان از طریق آن‌ها ارزش افزوده اقتصادی در یک شرکت به وجود آورد یا از بین برد را بررسی کرد. سپس به دو مورد از پرکاربردترین معیارهای بهبود ارزش، یعنی ارزش افزوده اقتصادی (Economic Value Added) و بازده جریان نقدی سرمایه‌گذاری (Cash Flow Return on Investment) پرداخت. نهایتاً نتایج پژوهش وی ثابت کرد که در این معیارهای رقابتی چیز جدیدی با منحصربه‌فردی وجود ندارد و در حالی که ممکن است ساده‌تر از ارزش‌گذاری سنتی تنزیل جریان نقدی باشند، این سادگی هزینه قابل‌توجهی برای شرکت‌های با رشد بالا و پروفایل‌های ریسک متغیر دارد.

در پژوهشی دیگر نارتیا و همکاران (۱۹) به بررسی "اثرگذاری نوسانات غیرسیستماتیک در بازار در کشورهای در حال توسعه" پرداختند. آن‌ها با بررسی

شواهدی موردی از کشور چین، در این مطالعه بیان کردند که یکی از مهم‌ترین اطلاعات اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد، میزان سود شرکت می‌باشد. افراد بر اساس سیاست تقسیم سود شرکت، میزان جریان نقدی دریافتی خود را پیش‌بینی می‌کنند و بر اساس ارزیابی‌ها و پیش‌بینی‌های خود اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند؛ بنابراین سیاست تقسیم سود شرکت‌ها به عنوان تعیین‌کننده میزان تقسیم سود، در میان عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری نقش پررنگی خواهد داشت. در پژوهشی دیگر آناستازاس و کریازیس (۱) به بررسی موضوع "اعتبار رویکرد ارزش افزوده اقتصادی: یک کاربرد تجربی" به بررسی قدرت توضیحی نسبی مدل ارزش افزوده اقتصادی (EVA) با توجه به بازده سهام و ارزش بازار شرکت‌ها، در مقایسه با متغیرهای حسابداری تثبیت‌شده (مانند درآمد خالص، درآمد عملیاتی) در چارچوب یک بازار کوچک اروپایی در حال توسعه پرداختند. آن‌ها با استفاده از آمار و داده‌های به‌دست آمده از بورس اوراق بهادار آتن پژوهش خود را تکمیل کردند و نهایتاً نتایج پژوهش ایشان ثابت کرد که علاوه بر این، به نظر نمی‌رسد EVA نسبت به سایر متغیرها همبستگی قوی‌تری با رشد ارزش سهام آن شرکت‌ها داشته باشد.

۲. فرضیات پژوهش

فرضیه اصلی: بازسرمایه‌گذاری بر خلق ارزش افزوده اقتصادی اثر گذار است.

فرضیات فرعی:

۱. نوع سهامداری شرکت‌ها بر رابطه میان بازسرمایه‌گذاری و ارزش افزوده اقتصادی اثرگذار است.
۲. در شرکت‌های با مالکیت نهادی/حقوقی، بازسرمایه‌گذاری بر ارزش افزوده اقتصادی اثر دارد.
۳. در شرکت‌هایی که مالکیت حقیقی در آن‌ها غالب است، بازسرمایه‌گذاری بر ارزش افزوده اقتصادی اثر دارد.

۳. روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی-تحلیلی با رویکرد پس‌رویدادی است. با توجه به ماهیت موضوع که بررسی تأثیر بازسرمایه‌گذاری بر ارزش افزوده اقتصادی این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی-تحلیلی با رویکرد پس‌رویدادی است. با توجه به ماهیت موضوع که بررسی تأثیر بازسرمایه‌گذاری بر ارزش افزوده اقتصادی (EVA) با تأکید بر نقش تعدیل‌گری ساختار مالکیت و ویژگی‌های سهام‌داری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است، این مطالعه از داده‌های تاریخی و واقعی استفاده می‌کند. رویکرد پس‌رویدادی بر تحلیل داده‌های گذشته برای شناسایی روابط بین متغیرها تمرکز دارد و از این‌رو، برای بررسی روابط علی بین بازسرمایه‌گذاری و EVA مناسب است. جامعه آماری این پژوهش شامل همه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ است. برای انتخاب نمونه آماری، از روش نمونه‌گیری هدفمند (غربالگری) استفاده شده است. معیارهای انتخاب نمونه شامل موارد زیر است:

- شرکت‌ها باید طی دوره مورد بررسی به‌طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشند.
- شرکت‌ها جزو نهادهای مالی (بانک‌ها، بیمه‌ها، و شرکت‌های سرمایه‌گذاری) نمی‌باشند، زیرا این شرکت‌ها دارای ساختار مالی متفاوتی هستند و مقصود اصلی بررسی انواع شرکت‌های تولیدی در تمامی صنایع فعال در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.
- اطلاعات مالی و گزارش‌های مورد نیاز شرکت‌ها باید به‌صورت کامل در دسترس باشد.

با اعمال این معیارها، تعداد ۲۶۳ شرکت به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. این نمونه با استفاده از روش داده‌های ترکیبی (Panel Data) تحلیل می‌شود که امکان بررسی تغییرات متغیرها در طول زمان و بین شرکت‌ها را فراهم می‌کند.

جدول ۱: نمونه پژوهش

۸۶۶	تعداد شرکت‌های پذیرش شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۴۰۲
-۲۱۲	کسر می‌شود: نمادهای لغو پذیرش شده یا منحل شده
-۳۱۲	کسر می‌شود: نمادهایی که پذیرش آن‌ها پس از آغاز سال ۱۳۹۳ بوده است
-۷۹	حذف شرکت‌های صنعت بانک، بیمه و سرمایه‌گذاری
(۶۰۳)	کلیه شرکت‌های حذف شده
۲۶۳	نمونه نهایی

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته: ارزش افزوده اقتصادی یا EVA که مخفف شده "Economic Value Added" است، یک معیار مالی است که برای ارزیابی عملکرد شرکت و اندازه‌گیری توانایی آن در ایجاد ارزش برای سهام‌داران استفاده می‌شود. EVA در واقع نشان‌دهنده اضافه ارزش اقتصادی است که یک شرکت از طریق عملیات خود به دست می‌آورد (۲۳).

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Capital)$$

• **Net Operating Profit After Taxes NOPAT:** که به معنی سود عملیاتی خالص پس از مالیات است.

• **Weighted Average Cost of Capital WACC:** که به معنی میانگین وزنی هزینه سرمایه است.

• **Capital:** مقدار سرمایه‌ای که در کسب‌وکار استفاده می‌شود.

متغیر اصلی: سود تقسیمی، بخشی از سود خالص شرکت است که به صورت نقدی یا سهام بین سهام‌داران توزیع می‌شود. تصمیم‌گیری درباره پرداخت سود، به سیاست تقسیم سود شرکت و نظر هیئت مدیره بستگی دارد. پرداخت مستمر سود می‌تواند نشانه‌ای از ثبات مالی و چشم‌انداز مثبت شرکت باشد. سود انباشته بخشی از سود خالص شرکت است که به جای توزیع بین سهام‌داران، برای سرمایه‌گذاری مجدد در شرکت یا حفظ نقدینگی ذخیره می‌شود. این مبلغ در بخش حقوق صاحبان سهام در ترازنامه منعکس می‌شود و نقش مهمی در رشد بلندمدت شرکت دارد.

متغیر تعدیلگر: ویژگی‌های سهامداری، سهامدار حقیقی به افرادی اطلاق می‌شود که به صورت شخصی و با هویت فردی (نه به نمایندگی از یک سازمان، یک نهاد، یک بانک یا...) اقدام به خرید، فروش یا نگهداری سهام در بازار سرمایه می‌کنند. این نوع سهام‌داران معمولاً شامل افراد عادی، سرمایه‌گذاران خرد یا اشخاص حقیقی هستند که با اهداف مختلفی نظیر کسب سود، حفظ ارزش دارایی یا مشارکت در مالکیت شرکت‌ها وارد بازار سهام می‌شوند (۴). سهامداری حقوقی به نهادها، سازمان‌ها یا شرکت‌هایی اشاره دارد که به نمایندگی از یک مجموعه (مانند بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا هلدینگ‌ها) اقدام به خرید، فروش یا نگهداری سهام می‌کنند. این نوع سهام‌داران معمولاً با اهداف استراتژیک یا بلندمدت وارد بازار می‌شوند (۴).

«مبنای طبقه‌بندی شرکت‌ها، سهامدار غالب بوده است؛ به گونه‌ای که شرکت‌هایی که بیش از ۵۰ درصد مالکیت آن‌ها در اختیار اشخاص حقیقی قرار داشته، در گروه مالکیت حقیقی غالب و شرکت‌هایی که بیش از ۵۰ درصد مالکیت آن‌ها در اختیار اشخاص حقوقی بوده‌اند، در گروه مالکیت حقوقی غالب قرار گرفته‌اند.»

جدول ۲: خلاصه متغیرهای پژوهش

ردیف	نام متغیر	نقش متغیر	نحوه محاسبه	منبع
۱	بازسرمایه‌گذاری	اصلی	$1 - \frac{DPS}{EPS}$	هوانگ و همکاران (۲۰۲۳)
۲	خلق ارزش افزوده اقتصادی	وابسته	$EVA = NOPAT - (WACC \times Capital)$	کروز و همکاران (۲۰۲۳)
۳	ویژگی سهامداری	تعدیل‌گر	به صورت دامی (حقیقی یا حقوقی/نهادی)	هوانگ و همکاران (۲۰۲۳)
۴	اندازه شرکت	کنترلی	لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها	رنگزن و لشگری (۱۳۹۷)
۵	بازده دارایی‌ها	کنترلی	نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها	رنگزن و لشگری (۱۳۹۷)
۶	نوسانات فروش	کنترلی	از تفاوت فروش در سال جاری و قبل تقسیم بر سال قبل	رنگزن و لشگری (۱۳۹۷)

بر اساس متغیرهای مذکور و با توجه به فرضیات پژوهش مدل پژوهش به صورت ذیل بیان می‌شود:

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1(RI_{it}) + \beta_2(IFI_{it}) + \beta_3(ROA_{it}) + \beta_4(SFI_{it}) + \beta_5(SIZE_{it}) + e_{it}$$

لازم به ذکر است از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها به عنوان شاخص اندازه شرکت استفاده شد تا داده‌ها نرمال شوند. با این حال، در مواردی که تجدید ارزیابی دارایی‌ها انجام نشده باشد، این متغیر ممکن است اندازه واقعی شرکت را به طور کامل نشان ندهد.

۴. یافته‌های پژوهش

آمارهای توصیفی مرتبط با این پژوهش در جدول شماره ۳ ارائه شده است. به منظور تحلیل ویژگی‌های کلی متغیرها، از شاخص‌هایی همچون میانگین، میانه و انحراف معیار استفاده گردیده است. انحراف معیار بیانگر میزان پراکندگی داده‌ها نسبت به مقدار میانگین است، به طوری که افزایش این شاخص نشان‌دهنده فاصله بیشتر داده‌ها از میانگین می‌باشد. شاخص چولگی، معیاری برای سنجش میزان تقارن یا عدم تقارن توزیع داده‌ها است؛ به گونه‌ای که برای یک توزیع کاملاً متقارن، مقدار چولگی برابر صفر خواهد بود. اگر توزیع داده‌ها به سمت مقادیر بزرگ‌تر متمایل باشد، چولگی عددی مثبت دارد و در صورت تمایل به سمت مقادیر کوچک‌تر، مقدار آن منفی است. همچنین، شاخص کشیدگی یا کورتوزیس نشان‌دهنده ارتفاع قله توزیع نسبت به توزیع نرمال است؛ کشیدگی مثبت بیانگر بلندتر بودن قله نسبت به نرمال و کشیدگی منفی حاکی از کوتاه‌تر بودن آن است. بر اساس جدول، میانگین ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های نمونه طی دوره بررسی، معادل ۱،۹۷۸،۳۶۰ میلیون ریال بوده است؛ به این معنا که هر شرکت به طور متوسط در سال، ارزشی معادل این مبلغ ایجاد کرده است. افزون بر این، میانگین نرخ بازسرمایه‌گذاری ۵۳ درصد محاسبه گردیده که نشان می‌دهد این شرکت‌ها به طور متوسط بیش از نیمی از سود خالص سالانه خود را در کسب‌وکار نگه داشته و آن را بین سهامداران توزیع نکرده‌اند.

جدول ۳: آمارهای توصیفی

متغیرها	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	تعداد مشاهدات
ارزش افزوده اقتصادی	۱۰۹۷۸٫۳۶۰	۱۸۱٫۶۲۳	۴۹۰۶۹۸٫۱۶۶	-۱۵۰۸۳۷٫۰۵۳	۶۰۱۳۱٫۹۷۸	۴۰۱۶	۲۳/۸	۲۶۳۰
بازسرمایه‌گذاری	۰/۵۳	۰/۵۰	۱/۰۰	۰/۰۱	۰/۳۵	۰/۰۴	۱/۴۵	۲۶۳۰
ویژگی‌های سهامداری	۰/۲۹	—	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۴۵	۰/۹۵	۱/۹۱	۲۶۳۰
اندازه شرکت	۶/۶۶	۶/۵۵	۹/۵۱	۴/۸۴	۰/۷۷	۰/۶۰	۳/۴۲	۲۶۳۰
بازده دارایی	۰/۱۶	۰/۱۳	۰/۸۴	-۰/۶۱	۰/۱۶	۰/۴۵	۴/۱۵	۲۶۳۰
نوسانات فروش	۰/۳۸	۰/۳۲	۳/۷۸	-۱/۰۰	۰/۵۱	۱/۷۱	۹/۵۱	۲۶۳۰

برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون تحلیلی- ترکیبی استفاده شده است و در بررسی داده‌ها از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی استفاده شده است. در ادامه به بررسی متغیرها و انجام آزمون‌های لازمه برای سنجش صحت و سلامت داده‌های موجود خواهیم پرداخت. در رویکردهای متداول اقتصادسنجی، انجام برآوردها منوط به اطمینان از پایایی متغیرها است. بر اساس تعریف، یک سری زمانی زمانی پایا محسوب می‌شود که مقادیر میانگین، واریانس و کواریانس آن در طول دوره زمانی تغییر نکند. به طور کلی اگر مبدأ زمانی یک سری را تغییر دادیم و مثلاً از t به $t+m$ بردیم و میانگین و واریانس و کواریانس تغییر نکرد، در آن صورت، سری پایاست و در غیر این صورت سری، ناپایا خواهد بود. در حوزه اقتصادسنجی، یکی از مباحث اساسی، اطمینان از غیرکاذب بودن رگرسیون‌های برآوردی است. این اطمینان معمولاً از طریق روش‌های مختلف آزمون می‌شود، زیرا نامانایی یا تصادفی بودن سری زمانی متغیرها می‌تواند منجر به ایجاد رگرسیون کاذب گردد. هنگامی که از داده‌های تابلویی (Panel Data) استفاده می‌شود، بررسی پایایی متغیرها با آزمون‌هایی همچون هریس-تیزاولیس، لوین-لین-چاو، بریتونگ، آیم، پسران و شین، آزمون فیشر بر اساس فیلپس پرون و دیکی فولر تعمیم‌یافته و هدری قابل انجام است. H_0 : متغیر مورد نظر پایا نیست H_1 : متغیر مورد نظر پایا است

جدول ۴: آزمون پایایی متغیرها

متغیرها	نوع آزمون	آماره	سطح معنی‌داری	نتیجه
ارزش افزوده اقتصادی	سطح	-۶۲/۵۳۴	۰/۰۰۰۰	رد H_0
بازسرمایه‌گذاری	سطح	-۱۷/۰۶۶	۰/۰۰۰۰	رد H_0
بازده دارایی	سطح	-۳۰/۳۱۱	۰/۰۰۰۰	رد H_0
نوسانات فروش	سطح	-۲۳/۶۶۱	۰/۰۰۰۰	رد H_0
اندازه شرکت	سطح	-۲۵/۲۸۳	۰/۰۰۰۰	رد H_0

در این پژوهش از آزمون‌های لوین، لین و چاو استفاده شده است و بر اساس جدول بالا و با توجه به اینکه مقدار سطح معنی‌داری برای همه‌ی متغیرها کوچک‌تر از ۰/۰۵ به دست آمد در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و متغیرهای فوق در سطح پایا هستند.

بنابراین 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، میان بازسرمایه‌گذاری و ویژگی‌های سهامداری همبستگی معنادار و مثبت وجود دارد، میان بازده دارایی‌ها و بازسرمایه‌گذاری همبستگی معنادار و منفی وجود دارد. همچنین همان‌طور که در جدول بالا مشاهده می‌شود همبستگی بین متغیرهای مستقل کمتر از ۰/۸ است در نتیجه مشکل هم‌خطی کامل وجود ندارد.

ندارد.

جدول ۵: ضریب همبستگی پیرسون

اندازه شرکت	نوسانات فروش	بازده دارایی	ویژگی‌های سهامداری	بازسرمایه‌گذاری
			همبستگی	۱/۰۰۰۰
			t آماره	—
			سطح معناداری	—
			همبستگی	۰/۲۳۰۳۸۳
			t آماره	۱۱/۶۵۸۱۱
			سطح معناداری	۰/۰۰۰۰
		۱/۰۰۰۰	همبستگی	۰/۴۲۳۹۷۰
		—	t آماره	۲۳/۰۶۱۹۹
		—	سطح معناداری	۰/۰۰۰۰
	۱/۰۰۰۰	۰/۲۵۴۴۶۲	همبستگی	۰/۱۱۰۵۱۹
	—	۱۲/۹۶۲۶۶	t آماره	۵/۴۷۸۲۴۸
	—	۰/۰۰۰۰	سطح معناداری	۰/۰۰۰۰
۱/۰۰۰۰	۰/۱۴۴۹۰۸	۰/۲۵۷۷۰۷	همبستگی	۰/۱۴۸۸۴۳
—	۷/۲۱۵۰۱۰	۱۳/۱۳۹۶۷	t آماره	۷/۴۱۵۲۹۳
—	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	سطح معناداری	۰/۰۰۰۰

در جدول شماره ۵ یعنی جدول ضریب همبستگی پیرسون روابط بین هر متغیر با یک متغیر دیگر کاملاً مشخص است و برای این امر به بررسی همبستگی، t آماره و سطح معناداری میان هر متغیر پرداخته‌ایم. به عنوان مثال نتایج حاصل از آزمون همبستگی پیرسون نشان می‌دهد که بین دو متغیر بازسرمایه‌گذاری و ویژگی‌های سهامداری، رابطه‌ای مثبت و معنادار وجود دارد (ضریب همبستگی = ۰/۲۳۰)؛ همچنین t آماره برابر با ۱۱/۶۵۸۱۱ نشان می‌دهد که احتمال زیادی وجود دارد که همبستگی مشاهده‌شده تصادفی نیست و سطح معناداری برابر با ۰/۰۰۰۰ نیز نشان می‌دهد که رابطه‌ی مشاهده‌شده از نظر آماری کاملاً معنادار است. این یافته حاکی از آن است که هرچند شدت رابطه متوسط است، اما از نظر آماری معنادار بوده و می‌توان نتیجه گرفت که افزایش یکی از متغیرها با افزایش دیگری همراه است. به طور کلی باید اشاره کرد که با توجه به قرار گرفتن همبستگی تمام متغیرهای پژوهش میان یکدیگر در بازه (۱- الی ۱+) می‌توان گفت که بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

آزمون فرضیه پژوهش

فرضیه اصلی: بازسرمایه‌گذاری بر خلق ارزش افزوده اقتصادی اثر گذار است.

فرضیات فرعی:

۱. نوع سهامداری شرکت‌ها بر رابطه میان بازسرمایه‌گذاری و ارزش افزوده اثرگذار است.
۲. در شرکت‌های با مالکیت نهادی/حقوقی، بازسرمایه‌گذاری بر ارزش افزوده اثر دارد.
۳. در شرکت‌های با مالکیت خصوصی/حقیقی، بازسرمایه‌گذاری بر ارزش افزوده اثر دارد.

نتایج حاصل از بررسی فرضیه اول به صورت زیر ارائه می‌گردد.

جدول ۶: نتایج حاصل از آزمون فرضیه

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1(RI_{it}) + \beta_2(IFI_{it}) + \beta_3(ROA_{it}) + \beta_4(SFI_{it}) + \beta_5(SIZE_{it}) + e_{it}$$

متغیرهای مستقل	ضریب رگرسیون	t آماره	سطح معنی داری	نتیجه تأثیر
باز سرمایه‌گذاری	-۲۱۲/۶۹۴	-۳/۱۹۱۵	۰/۰۱۱۰	معنی دار
ویژگی سهامداری	۱۵۱/۱۳۶	۲/۸۷۸۷	۰/۰۱۸۲	معنی دار
بازده دارایی	۶۰۴۹/۹۸۷	۱۵/۳۸۹۳	۰/۰۰۰۰	معنی دار
نوسانات فروش	-۱۷۸/۸۲۳	-۲/۷۶۳۳	۰/۰۲۲۰	معنی دار
اندازه شرکت	۱۰۶۶۱۰/۱۴۲	۱۷/۶۳۴۰	۰/۰۰۰۰	معنی دار
C	-۱۰۰۷۳۹۰/۱۴۲	-۱۸/۳۴۷۲	۰/۰۰۰۰	معنی دار
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۵۹	آماره F	۲۷۳/۱۹	
آماره دوربین واتسون	۱/۸۳۲	سطح معنی داری F	۰/۰۰۰۰۰۰	

برای ارزیابی معناداری اثر هر یک از متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته، معیار اصلی سطح معنی داری آزمون‌ها است. در صورتی که این سطح کمتر از ۰/۰۵ باشد، می‌توان نتیجه گرفت که متغیر مستقل مورد بررسی اثر معناداری بر متغیر وابسته دارد. بر اساس نتایج جدول، متغیرهای باز سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های سهامداری، بازده دارایی، نوسان فروش و اندازه شرکت، همگی اثر معناداری بر ارزش افزوده اقتصادی نشان داده‌اند. جهت تعیین نوع اثر (مثبت یا منفی) لازم است به علامت ضرایب رگرسیونی توجه شود. با استناد به این ضرایب، باز سرمایه‌گذاری دارای اثر منفی بر ارزش افزوده اقتصادی است؛ به این معنا که افزایش (یا کاهش) در این متغیر، منجر به کاهش (یا افزایش) ارزش افزوده اقتصادی می‌شود. همچنین، ضریب ثابت مدل از نظر آماری معنادار بوده و در معادله نهایی لحاظ می‌شود.

با توجه به اینکه آماره دوربین واتسون مدل فوق ۱/۸۳۲ است بنابراین بین ۱/۵ و ۲/۵ باشد می‌توان گفت که مدل رگرسیون مورد نظر مشکل خود همبستگی ندارد. بر اساس احتمال F آماره ($F < ۰/۰۵$) معادله رگرسیون در کل معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده‌ی مدل برابر ۰/۳۵۹ می‌باشد، که نشان می‌دهد ۳۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته، قابل استناد به تغییرات متغیرهای مستقل می‌باشد و بقیه تغییرات متغیر وابسته، ناشی از تغییرات سایر عوامل می‌باشد که در اینجا نادیده گرفته شده‌اند.

یکی از مفروضات اصلی رگرسیون توزیع نرمال یا نزدیک به نرمال باقیمانده است که نرمال بودن باقیمانده‌ها مورد بررسی قرار گیرند تا اطمینان حاصل شود که رگرسیون نتیجه مطلوبی ارائه خواهد نمود. نمودار زیر نشان می‌دهد که باقیمانده‌های مدل رگرسیون توزیعی نزدیک به نرمال دارند. از طرفی طبق قضیه حد مرکزی از آنجایی که تعداد مشاهدات زیاد است حتی اگر باقیمانده‌ها نرمال نباشند می‌توان انتظار داشت که رفتاری شبیه به نرمال داشته باشند. بر این اساس در این تحقیق با توجه به تعداد بالای مشاهدات می‌توان گفت که مشکل نرمال بودن باقیمانده‌ها وجود ندارد.

جدول ۷: خلاصه نتایج فرضیه‌ها

فرضیه	جهت تأثیر و معناداری	نتیجه
باز سرمایه‌گذاری بر ارزش افزوده اقتصادی تأثیر معناداری دارد.	منفی و معنادار	پذیرش فرضیه

ضریب تعیین ۳۵٪ نشان می‌دهد که بیش از یک‌سوم تغییرات EVA توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. با توجه به ماهیت داده‌های ترکیبی و

پیچیدگی عوامل مؤثر بر ارزش افزوده اقتصادی (از جمله متغیرهای کیفی، نوسانات اقتصادی، شرایط مبهم اقتصادی و شوک‌های بیرونی)، این میزان از قدرت توضیح‌دهندگی در پژوهش‌های مالی با داده‌های مقطعی و زمانی مشابه قابل قبول است. اگرچه ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۳۵ است، اما با توجه به داده‌های پانلی و تعدد عوامل محیطی اثرگذار بر EVA، این مقدار مناسب بوده و با پژوهش‌های مشابه در بازارهای در حال توسعه همخوانی دارد.

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

پژوهش حاضر با هدف ارزیابی اثر بازسرمایه‌گذاری بر خلق ارزش افزوده اقتصادی (EVA) با تاکید بر نقش ویژگی‌های سهامداری انجام شد. بازه زمانی این پژوهش از سال ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ و جامعه آماری آن شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که نهایتاً با اعمال روش حذفی سیستماتیک، داده‌های ۲۶۳ شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

در این تحقیق، بازسرمایه‌گذاری با توجه به درصد تقسیم سود و سود انباشته به‌عنوان متغیر مستقل، EVA به‌عنوان متغیر وابسته و ویژگی‌های سهامداری (مالکیت نهادی یا حقیقی) به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر در نظر گرفته شد. تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیون خطی OLS و نرم‌افزار ایویوز صورت پذیرفت. از مهم‌ترین یافته‌های پژوهش می‌توان به موارد ذیل اشاره کرد:

۱. اثر منفی بازسرمایه‌گذاری بر خلق ارزش افزوده اقتصادی: نتایج این پژوهش نشان داد که بازسرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری و منفی بر ارزش افزوده اقتصادی (EVA) دارد. بر اساس جدول (۴-۷) در فصل چهارم، ضریب رگرسیون بازسرمایه‌گذاری منفی و در سطح معناداری (P-Value) کمتر از ۰/۰۵ دارد، که نشان‌دهنده رابطه عکس میان بازسرمایه‌گذاری و EVA است. این بدان معناست که افزایش بازسرمایه‌گذاری (چه از طریق سود انباشته و چه افزایش سرمایه) منجر به کاهش ارزش افزوده اقتصادی می‌شود. این نتیجه می‌تواند به عوامل متعددی مرتبط باشد؛ از جمله ناکارآمدی در تخصیص منابع مالی، پروژه‌های سرمایه‌گذاری و طرح‌های توسعه‌ای با بازده داخلی (IRR) پایین‌تر از هزینه سرمایه، (WACC) بروکراسی اداری ضعیف در ایران، جهش‌های سریع نرخ ارز که منجر به افزایش هزینه‌های برآوردی یک طرح می‌شود، تحریم‌ها و نبود دانش فنی کافی در برخی پروژه‌ها، مطالبات بالا برخی شرکت‌ها از نهادهای دولتی یا تضاد منافع بین مدیران و سهامداران.

۲. ویژگی‌های سهامداری به‌عنوان عامل تعدیل‌گر:

- در شرکت‌های دارای مالکیت نهادی (نظیر بانک‌ها، بیمه‌ها و نهادهای سرمایه‌گذاری)، رابطه میان بازسرمایه‌گذاری و EVA ضعیف‌تر و حتی در برخی موارد مثبت است. این موضوع نشان می‌دهد که نهادهای حرفه‌ای‌تر می‌توانند منابع انباشته را بهتر هدایت کنند و پروژه‌های سودآورتری تعریف نمایند.

- در مقابل، شرکت‌های با مالکیت حقیقی (افراد حقیقی به‌عنوان سهامداران عمده)، اثرات منفی بازسرمایه‌گذاری بر EVA بسیار بیشتر است که احتمالاً ناشی از ضعف نظارتی، نگاه کوتاه‌مدت و تضاد منافع جدی‌تری بین مالک و مدیر است.

۳. ارتباط معنادار بین ویژگی‌های سهامداری و بازدهی شرکت تأکید می‌کند که ساختار سهامداری می‌تواند نقش مهمی در کیفیت تصمیم‌گیری مالی داشته باشد.

- این نتایج هم‌راستا با نظریه نمایندگی (۱۰) و تئوری حاکمیت شرکتی هستند؛ یعنی در غیاب کنترل‌های نهادی، مدیران ممکن است منابع داخلی را در پروژه‌های ناکارآمد و شخصی‌سازی شده سرمایه‌گذاری کنند که به کاهش EVA می‌انجامد.

علاوه بر این، متغیرهای کنترلی مانند بازده دارایی، نوسانات فروش، و اندازه شرکت نیز تأثیر معناداری بر EVA داشتند. بازده دارایی نشان‌دهنده کارایی عملیاتی شرکت بود، در حالی که نوسانات فروش به‌عنوان شاخصی از ریسک بازار، تأثیر منفی بر EVA داشت. اندازه شرکت نیز به‌عنوان یک عامل مثبت شناسایی شد، که نشان می‌دهد شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل دسترسی به منابع بیشتر و اقتصاد مقیاس، توانایی بیشتری در خلق ارزش افزوده دارند. آماره دوربین-واتسون (۱/۸۳۲) نشان داد که مدل از مشکل خودهمبستگی رنج نمی‌برد، و توزیع نزدیک به نرمال باقیمانده‌ها، اعتبار نتایج را تأیید کرد.

این نتایج نشان‌دهنده پیچیدگی‌های بازار سهام ایران است، جایی که ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود می‌توانند تأثیرات متفاوتی نسبت به بازارهای توسعه‌یافته داشته باشند. به نظر می‌رسد که در ایران، بازسرمایه‌گذاری به دلیل ناکارآمدی‌های مدیریتی یا انتخاب پروژه‌های با بازده پایین، به جای خلق ارزش، منجر به کاهش آن می‌شود.

برخلاف بسیاری از مطالعات خارجی، نتایج این پژوهش حاکی از آن است که در بازار سرمایه ایران، بازسرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری با ارزش افزوده اقتصادی دارد. همچنین نوع سهامداری در این رابطه، تعدیل‌گر مهمی است؛ بدین معنا که در شرکت‌های با مالکیت نهادی این اثر منفی کاهش یافته و در برخی موارد خنثی شده است، اما در شرکت‌های با مالکیت حقیقی اثر منفی تشدید می‌شود. در حالی که در ادبیات مالی کلاسیک، بازسرمایه‌گذاری به عنوان عامل خلق ارزش شناخته می‌شود، لیکن در شرایط اقتصادی ایران به دلیل ضعف نظام نظارتی، ناکارآمدی مدیریتی و محدودیت‌های نهادی، منابع انباشته به صورت بهینه تخصیص نمی‌یابد. بنابراین، اثر منفی مشاهده‌شده در این پژوهش را می‌توان ناشی از ساختار ناکارآمد حاکمیت شرکتی و عدم ارزیابی صحیح پروژه‌های سرمایه‌گذاری دانست.

یافته‌های این پژوهش از چند جنبه با مطالعات داخلی و خارجی مشابهت یا تمایز دارد:

برخلاف برخی پژوهش‌های خارجی مانند چن و همکاران که رابطه‌ای مثبت میان بازسرمایه‌گذاری و ارزش افزوده اقتصادی در بازارهای توسعه‌یافته را گزارش کردند، در این پژوهش این رابطه در ایران منفی بوده است. این امر نشان از عدم کارایی بازار سرمایه ایران در جذب منابع داخلی شرکت‌ها دارد. مطالعه‌ی داخلی نوقایی و همکاران (۱۷) که بر اثر محدودکننده سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری تأکید داشت، با یافته‌های این پژوهش هماهنگ است. همچنین، پژوهش سیاحی و نعمتیان (۲۰) نشان داد که حاکمیت شرکتی (نظیر مالکیت نهادی) بر سیاست تقسیم سود اثرگذار است. یافته‌های پژوهش حاضر نیز این موضوع را تأیید می‌کند. در سطح بین‌المللی، تئوری‌هایی مانند تئوری پرنده در دست (۵) و تئوری علامت‌دهی (۱۲) بر اهمیت سود تقسیمی برای سرمایه‌گذاران تأکید داشته که با تمایل سهامداران حقیقی در این پژوهش برای دریافت سود نقدی هم‌راستا است. با این حال، یافته منفی رابطه بازسرمایه‌گذاری و EVA در این پژوهش با نظریه بی‌ربطی تقسیم سود (۱۶) که فرض می‌کند سیاست تقسیم سود تأثیری بر ارزش شرکت ندارد، در تضاد است. این تفاوت می‌تواند به دلیل شرایط خاص بازار ایران، از جمله ناکارآمدی‌های مدیریتی و محدودیت‌های نقدینگی باشد. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که بازسرمایه‌گذاری تأثیر معناداری بر ارزش افزوده اقتصادی (EVA) شرکت‌ها دارد و در نمونه مورد بررسی این رابطه به صورت منفی مشاهده شده است. این یافته بیانگر آن است که افزایش سطح بازسرمایه‌گذاری لزوماً به افزایش خلق ارزش اقتصادی برای سهامداران منجر نمی‌شود و در برخی شرایط ممکن است حتی با کاهش ارزش افزوده اقتصادی همراه باشد. از دیدگاه نظری، این موضوع را می‌توان در چارچوب نظریه نمایندگی و همچنین دیدگاه کارایی سرمایه‌گذاری مورد تحلیل قرار داد. بر اساس نظریه نمایندگی، در شرایطی که تضاد منافع میان مدیران و سهامداران وجود داشته باشد، مدیران ممکن است منابع داخلی شرکت را در پروژه‌هایی به کار گیرند که لزوماً بیشترین ارزش اقتصادی را برای سهامداران ایجاد نمی‌کند. در چنین شرایطی، افزایش بازسرمایه‌گذاری می‌تواند به تخصیص غیربهینه منابع و در نتیجه کاهش کارایی سرمایه و افت شاخص‌هایی نظیر ارزش افزوده اقتصادی منجر شود. نتایج این پژوهش از این منظر با بخشی از مطالعات پیشین که به ناکارآمدی برخی تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها اشاره کرده‌اند همسو است. در ادبیات مالی بیان شده است که صرف افزایش سرمایه‌گذاری یا نگهداری سود در شرکت‌ها نمی‌تواند به طور خودکار موجب افزایش ارزش شرکت شود، بلکه کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی مدیریت در انتخاب پروژه‌های سودآور از اهمیت بیشتری برخوردار است. بسیاری از پژوهش‌ها نشان داده‌اند که زمانی که شرکت‌ها بدون ارزیابی دقیق اقتصادی اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند یا منابع مالی در پروژه‌های با بازده پایین تخصیص می‌یابد، نتیجه آن کاهش شاخص‌های ارزش‌آفرینی از جمله EVA خواهد بود. بنابراین یافته منفی بودن اثر بازسرمایه‌گذاری بر ارزش افزوده اقتصادی در این پژوهش را می‌توان در چارچوب همین دیدگاه‌ها تفسیر کرد.

از سوی دیگر، نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که ویژگی‌های سهامداری و ساختار مالکیت می‌تواند در تبیین رابطه میان بازسرمایه‌گذاری و خلق ارزش اقتصادی نقش مهمی ایفا کند. در ادبیات مالی، ساختار مالکیت به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر کارایی تصمیمات مدیریتی و نحوه تخصیص منابع در شرکت‌ها شناخته می‌شود. مطالعات متعددی نشان داده‌اند که حضور سهامداران نهادی و حقوقی می‌تواند با افزایش نظارت بر عملکرد مدیران، از بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه جلوگیری کرده و موجب بهبود کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری شود. در چنین شرایطی احتمال انجام سرمایه‌گذاری‌های غیرکارآمد کاهش یافته و منابع شرکت در پروژه‌هایی به کار گرفته می‌شود که ارزش اقتصادی بیشتری ایجاد می‌کنند. در مقابل، در شرکت‌هایی که مالکیت پراکنده‌تر است و نظارت مؤثر بر عملکرد مدیریت وجود ندارد، احتمال بروز مشکلات نمایندگی و انجام سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد یا غیربهینه افزایش می‌یابد. این موضوع می‌تواند منجر به کاهش کارایی سرمایه و افت شاخص‌هایی مانند ارزش افزوده اقتصادی شود. بنابراین نتایج این پژوهش با مطالعاتی که بر نقش حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت در بهبود کارایی سرمایه‌گذاری تأکید دارند نیز قابل تبیین است. به بیان دیگر، ساختار مالکیت می‌تواند به عنوان عاملی تعدیل‌کننده در رابطه میان بازسرمایه‌گذاری و خلق ارزش اقتصادی عمل کند و شدت و جهت این رابطه را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین برخی مطالعات تجربی در حوزه مالی شرکتی نشان داده‌اند که در بازارهای سرمایه نوظهور، به دلیل محدودیت‌های اطلاعاتی، ضعف سازوکارهای نظارتی و ناکارآمدی نسبی بازارها، احتمال بروز سرمایه‌گذاری‌های غیرکارآمد بیشتر است. در چنین شرایطی ممکن است شرکت‌ها منابع مالی داخلی خود را در پروژه‌هایی به کار گیرند که از نظر اقتصادی توجیه کافی ندارند یا بازده مورد انتظار آن‌ها کمتر از هزینه سرمایه است. در نتیجه، افزایش بازسرمایه‌گذاری در چنین محیط‌هایی لزوماً به افزایش ارزش اقتصادی شرکت منجر نمی‌شود و حتی ممکن است موجب کاهش شاخص‌هایی نظیر EVA گردد. نتایج پژوهش حاضر نیز می‌تواند در همین

چارچوب تفسیر شود، زیرا در بازارهای سرمایه در حال توسعه، کارایی تخصیص منابع همواره یکی از چالش‌های اساسی محسوب می‌شود. از منظر دیگر، یافته‌های این پژوهش با دیدگاه‌هایی که بر اهمیت کارایی مدیریتی در فرایند سرمایه‌گذاری تأکید دارند نیز قابل تبیین است. اگر مدیران شرکت‌ها در انتخاب پروژه‌ها و تخصیص منابع از معیارهای دقیق ارزیابی سرمایه‌گذاری استفاده نکنند، افزایش سطح سرمایه‌گذاری ممکن است منجر به کاهش بازده اقتصادی و کاهش ارزش ایجادشده برای سهامداران شود. شاخص ارزش افزوده اقتصادی به‌طور خاص برای سنجش میزان خلق ارزش واقعی پس از کسر هزینه سرمایه طراحی شده است؛ بنابراین منفی بودن رابطه بازسرمایه‌گذاری با EVA می‌تواند نشان‌دهنده آن باشد که بخشی از سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده در شرکت‌های مورد بررسی نتوانسته‌اند بازدهی بالاتر از هزینه سرمایه ایجاد کنند.

در مجموع، نتایج این پژوهش در کنار پیشینه نظری و تجربی موجود نشان می‌دهد که رابطه میان بازسرمایه‌گذاری و ارزش افزوده اقتصادی رابطه‌ای پیچیده و وابسته به شرایط محیطی و ساختاری شرکت‌ها است. این رابطه تحت تأثیر عواملی نظیر کیفیت نظام حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت، میزان نظارت سهامداران، کارایی مدیریت و شرایط بازار سرمایه قرار دارد. بر این اساس، می‌توان نتیجه گرفت که بازسرمایه‌گذاری زمانی می‌تواند به خلق ارزش اقتصادی منجر شود که با ارزیابی دقیق پروژه‌های سرمایه‌گذاری، نظارت مؤثر سهامداران و تخصیص بهینه منابع همراه باشد. در غیر این صورت، افزایش سطح سرمایه‌گذاری نه تنها موجب افزایش ارزش اقتصادی شرکت نخواهد شد، بلکه ممکن است به کاهش کارایی سرمایه و افت شاخص‌های ارزش‌آفرینی منجر شود.

بر اساس یافته‌های پژوهش، پیشنهادهای زیر برای استفاده در حوزه اجرایی، سیاست‌گذاری و تحقیقات آتی ارائه می‌شود:

- اولاً، با توجه به تأثیر منفی بازسرمایه‌گذاری بر EVA، مدیران شرکت‌ها باید در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری دقت بیشتری داشته باشند. پیشنهاد می‌شود که قبل از تخصیص سود انباشته به پروژه‌های جدید، تحلیل‌های دقیق بازده مورد انتظار و هزینه سرمایه انجام شود تا از انتخاب پروژه‌های با بازده پایین جلوگیری گردد. همچنین، استفاده از معیارهایی مانند EVA در ارزیابی پروژه‌ها می‌تواند به بهبود تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری کمک کند.
- دوم، با توجه به نقش ویژگی‌های سهامداری، شرکت‌های با مالکیت نهادی باید سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی‌تری را پیاده‌سازی کنند تا تضاد منافع بین مدیران و سهامداران کاهش یابد. ایجاد هیئت مدیره مستقل و افزایش شفافیت مالی می‌تواند به کاهش ناکارآمدی‌های بازسرمایه‌گذاری کمک کند. برای شرکت‌های با مالکیت حقیقی، پیشنهاد می‌شود سیاست‌های تقسیم سود متعادل‌تری اتخاذ شود تا هم نیاز سهامداران به سود نقدی برآورده شود و هم منابع کافی برای سرمایه‌گذاری‌های سودآور حفظ گردد.
- سوم، سیاست‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند با تدوین مقررات مربوط به افشای اطلاعات و بهبود کیفیت گزارشگری مالی، به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران کمک کنند. این امر می‌تواند تأثیر منفی بازسرمایه‌گذاری را کاهش دهد و به خلق ارزش افزوده منجر شود. همچنین، برگزاری دوره‌های آموزشی برای مدیران در زمینه مدیریت مالی و انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند به بهبود عملکرد شرکت‌ها کمک کند.
- چهارم، از آنجا که یافته‌های پژوهش نشان دادند بازسرمایه‌گذاری در غیاب سازوکارهای نظارتی مؤثر ممکن است موجب کاهش ارزش افزوده اقتصادی شود، پیشنهاد می‌شود سیاست‌گذاران بازار سرمایه، سازوکارهای ارزیابی اقتصادی طرح‌ها را در شرکت‌های بورسی تقویت کنند، گزارش‌دهی مالی پروژه‌های بازسرمایه‌گذاری را الزامی نمایند و شرکت‌هایی با ساختار مالکیت حقیقی غالب را ملزم به رعایت حداقل نسبت تقسیم سود نمایند تا از انباشت غیربهینه منابع جلوگیری شود.

در راستای تکمیل و توسعه تئوریک موضوع نیز پیشنهاد می‌گردد اثر بازسرمایه‌گذاری بر EVA در صنایع خاص نظیر پتروشیمی، فلزات یا دارویی به صورت جداگانه بررسی شود. همچنین بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی در تعدیل رابطه بین بازسرمایه‌گذاری و ارزش افزوده می‌تواند به تبیین بهتر نتایج کمک کند. علاوه بر این، استفاده از مدل‌های پویای پائل دیتا مانند GMM برای تحلیل علیت بین متغیرها می‌تواند شفافیت نتایج را افزایش دهد.

در پایان ذکر این نکته ضروری است که دوره زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۲ بوده است. اگرچه این بازه ده‌ساله برای تحلیل کافی به نظر می‌رسد، تغییرات اقتصادی کلان مانند تحریم‌ها، نوسانات ارزی و سیاست‌های پولی در ایران ممکن است بر داده‌ها و نتایج تأثیر گذاشته باشد. این عوامل خارجی به‌عنوان متغیرهای کنترلی در مدل لحاظ نشدند، که می‌تواند بر دقت نتایج اثر بگذارد. همچنین منظور از مالکیت حقیقی در این پژوهش، شرکت‌های فاقد سهامدار حقوقی نیست؛ بلکه شرکت‌هایی است که سهم مالکیت اشخاص حقیقی در ساختار مالکیت آن‌ها نسبت به اشخاص حقوقی بیشتر بوده است. با توجه به اینکه عموماً شرکت‌های بورسی دارای ترکیبی از سهامداران حقیقی و حقوقی هستند و این شرکت‌ها در دسته‌بندی شرکت‌های سهامی عام طبقه‌بندی

می‌شوند، طبقه‌بندی انجام‌شده مبتنی بر سهامدار غالب بوده است. در نهایت، با توجه به اینکه از شاخص مجموع دارایی‌ها به‌عنوان یک متغیر کنترلی در این پژوهش استفاده شده است، در مواردی که تجدید ارزیابی دارایی‌ها انجام نشده باشد، این متغیر ممکن است اندازه واقعی شرکت را به‌طور کامل نشان ندهد.

ملاحظات اخلاقی و تعهدات

ملاحظات اخلاقی: این مقاله با رعایت اصول اخلاقی در پژوهش انجام شده است.

حامی مالی: این مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی این مقاله مشارکت کرده‌اند.

تعارض منافع: بنابه اظهار نویسندگان، در این مقاله هیچگونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان، حق کپی‌رایت (CC) رعایت شده است.

سپاس‌گذاری:

منابع

- [۱] Anastassis, C., & Kyriazis, D. (2007). The Validity of the Economic Value-Added Approach: An Empirical Application. *European Financial Management*, 13(1), 71–100. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00286.x>
- [۲] Badaavar Nahandi, Y., & Darkhor, S. (2013). Examining the relationship between financial constraints, cash value, and net investment. *Empirical Research in Accounting*, 3(2), 167–189. <https://doi.org/10.22051/jera.2013.578> [In Persian]
- [۳] Damodaran, A. (1999). Value Creation and Enhancement: Back to the Future. *NYU Working Paper No. FIN-99-018*. <https://ssrn.com/abstract=1297053>
- [۴] Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295–319. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x>
- [۵] Gordon, M. J. (1962). *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*. R.D. Irwin. ASIN: B0007DFA78
- [۶] Hassani, M. (2021). The effect of political relations of the board of directors and the quality of disclosure on companies' dividend payout. *Accounting and Social Interests*, 11(4), 157–186. <https://sid.ir/paper/1046357/fa> [In Persian]
- [۷] Hundal, S. (2015). Economic value added (EVA), agency costs and firm performance: Theoretical insights through the value-based management (VBM) framework. *Finnish Business Review*, 1(1). <http://urn.fi/urn:nbn:fi:jamk-issn-2341-9938-5>
- [۸] Jabarzadeh Kangarloei, S., Hosseinnazhadi Dizaj, Y., Nejati Asl, Z., & Hadinia, S. (2015). The effect of dividend policy on real earnings management of listed companies on the Tehran Stock Exchange with an emphasis on industry type. *Audit Knowledge*, 15(61), 69–88. <https://sid.ir/paper/523154/fa> [In Persian]

- [۹] Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- [۱۰] Jensen, A., & Meckling, C. (1976). Theory of the firm: Governance, residual claims and organizational forms. *Journal of Financial Economics (JFE)*, 3(4). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>
- [۱۱] Jeong, J. (2013). Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea. *Journal of Emerging Markets Review*, 17, 76–88. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2013.08.007>
- [۱۲] John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053–1070. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>
- [۱۳] Kheirandish, A., Dehghantafti, M., & Alavirad, A. (2025). The effects of monetary and fiscal policy shocks on Iran's domestic investment and its implications for resistance economic policies. *Economic Strategy*, 14(4), 661–690. <https://doi.org/10.22034/es.2026.546938.1895> [In Persian]
- [۱۴] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- [۱۵] Markowitz, H. M. (1952). Foundations of portfolio theory. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- [۱۶] Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411–433. <https://doi.org/10.1086/294442>
- [۱۷] Moghadas Noqabi, M., Sigari, A., & Hesarezadeh, R. (2016). The role of financial reporting quality in reducing the constraining effect of dividend policy on investment. *Asset Management and Financing*, 4(2[13]), 95–110. <https://sid.ir/paper/245609/fa> [In Persian]
- [۱۸] Mozani, H. R., & Fathi, S. (2023). The effect of dividend policy on components of liquidity risk based on covariance decomposition. *Financial Research*, 25(3), 410–432. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2023.348773.1007392> [In Persian]
- [۱۹] Nartea, G. V., Wu, J., & Liu, Z. (2013). Does idiosyncratic volatility matter in emerging markets? Evidence from China. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 27, 137–160. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2013.09.002>
- [۲۰] Nemati, M., & Sayahi, F. (2016). Investigating the effect of corporate governance, financial leverage, profitability, and investment opportunities on dividend policies. *International Conference on Management and Economics in the 21st Century*. <https://sid.ir/paper/857243/fa> [In Persian]
- [۲۱] Sarlak, N., & Mirzaei, F. (2016). The relationship between market competition and dividend policies. *Asset Management and Financing*, 4(4[15]), 45–60. <https://sid.ir/paper/245700/fa> [In Persian]
- [۲۲] Seyfi, V., Yaghoubi, M., & Sadeghi Shahdani, M. (2025). Turbulence control strategies in Iran's capital market. *Quarterly Journal of The Macro and Strategic Policies*, 13(49), 71–112. <https://doi.org/10.30507/jmsp.2024.419816.2641> [In Persian]

- [۲۳] Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. HarperBusiness. ASIN: 0887304184
- [۲۴] Taheri, H., & Rahmanian Kooshkaki, A. (2024). Structural equations of the relationship between asset growth, earnings persistence, earnings management, and investment opportunities with dividend distribution and firm value. *Financial Economics Quarterly*, 18(1), 103–124. https://journals.iau.ir/article_709340.html
[In Persian]
- [۲۵] Tripathi, M., Ghalke, A., & Kashiramka, S. (2024). Evaluating the shareholder value creation potential of EVA and other traditional accounting measures across the corporate life cycle. *International Journal of Organizational Analysis*. <http://dx.doi.org/10.1108/IJOA-06-2024-4596>
- [۲۶] Xue, D., & Qi, J. (2018). Study on EVA evaluation and enterprise over-investment behavior. In *Proceedings of the 2018 International Conference on Business, Economics and Management (BUSEM 2018)* (pp. 34–38). Web of Proceedings. https://webofproceedings.org/proceedings_series/ECOM/BUSEM%202018/BUSEM18007.pdf