



## The Impact of Cost Stickiness on Firm Value: The Moderating Role of Free Cash Flow

Dr. Vahid Mennati<sup>1</sup>, Dr. Hamideh Asnaashari<sup>2</sup>, Mehran Mosafer<sup>3</sup>

1. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. [v\\_menati@sbu.ac.ir](mailto:v_menati@sbu.ac.ir)
2. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. [h\\_asnaashari@sbu.ac.ir](mailto:h_asnaashari@sbu.ac.ir)
3. Ph.D. Student in Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. [m.mosafer@mail.sbu.ac.ir](mailto:m.mosafer@mail.sbu.ac.ir)

ARTICLE INFO	ABSTRACT
Received: Revised: Accepted:	<p>Cost stickiness refers to the asymmetric behavior of costs in response to changes in activity levels, such that costs do not vary linearly with changes in activity. According to the resource adjustment cost theory, cost stickiness occurs because managers tend to retain excess resources. This phenomenon reduces the level, persistence, and predictability of profitability, while increasing investment risk. Free cash flows further enhance managers' ability to create and maintain excess resources. The purpose of this study is to examine the relationship between cost stickiness and firm value, considering the moderating role of free cash flows. This research is descriptive–correlational in nature. To achieve the research objective, theoretical foundations and prior studies were first reviewed using a library method. Then, using the audited financial statements of 129 firms listed on the Tehran Stock Exchange - selected through systematic screening - for the period 2013–2024 the study variables were measured, and the hypotheses were tested using the generalized least squares (GLS) regression method. The results indicate a significant negative relationship between cost stickiness and firm value. Moreover, high levels of free cash flows were found to strengthen this relationship. The findings of this study can assist managers in optimizing cost management and help investors to more accurately evaluate firm value and associated risks.</p>
* Corresponding author:	
Email:	

## **1. Introduction**

In the traditional view, the cost behavior is divided into three categories: fixed, variable, and mixed in terms of the change in the amount of cost compared to the change in the activity level. However, over time, it became clear that some costs show asymmetric behavior. This means that the amount of cost reduction when reducing and increasing the level of activity is not equal or symmetrical. The phenomenon of cost stickiness occurs based on managers' decision to maintain slack resources. That is, when the level of activity decreases, the resources that were created at the time of increased demand will be in the role of slack resources. Cost stickiness leads to the decrease and volatility of profitability. Investors use the current year's profit as a key indicator to evaluate the performance of managers, as well as a tool to predict the future profitability and cash flow of companies; any decrease in the sustainability of profitability can increase the investors' risk, causing the firm's value to decrease. Free cash flow affects cost stickiness because this component reinforces the empire-building motivation of managers by increasing the opportunity to create and maintain slack resources. So the high level of free cash flow can increase the level of cost stickiness and lead to greater reduction in firm value.

## **2. Hypotheses**

In this research, by examining the existing literature and theoretical foundations, two hypotheses have been developed as follows:

**H1-** Cost stickiness has a negative and significant relationship with company value.

**H2-** Free cash flow intensifies the negative relationship between cost stickiness and company value.

## **3. Method**

Adopting a positivist paradigm and a hypothetical-deductive approach, the study first formulates hypotheses based on existing literature and then uses inductive methods by collecting and analyzing data for 129 companies accepted in the Tehran Stock Exchange in the period 2013-2022 to validate these hypotheses. The hypotheses are tested using generalized least squares regression.

#### **4. Result**

The results indicate a negative relationship between cost stickiness and firm value. Specifically, 1 unit increase in cost stickiness decreases firm value by almost 14% in the tested models. Additionally, free cash flow significantly intensifies the negative relationship between cost stickiness and firm value.

#### **5. Discussion and Conclusion**

The primary factor behind cost stickiness is the manager's decision to not adjust slack resources. i) Cost stickiness increases investment risk and reduces firm value by affecting the level, sustainability, and quality of profitability and ii) Free cash flow exacerbates this negative effect by enabling managers to maintain slack resources. The findings confirm that cost stickiness reduces firm value and that free cash flow exacerbates this relationship.

**Keywords:** Cost Stickiness, Slack Resource, Investment Risk, Firm Value, Free Cash Flow.



## تأثیر چسبندگی هزینه بر ارزش شرکت: با نقش تعدیل‌گری جریان‌های نقدی آزاد

دکتر وحید منتی<sup>۱</sup>، دکتر حمیده اثنی‌عشری<sup>۲</sup>، مهران مسافر<sup>۳</sup>

**چکیده:** چسبندگی هزینه، رفتار نامتقارن هزینه‌ها در پاسخ به تغییر در سطح فعالیت است. بدین صورت که هزینه به صورت خطی در پاسخ به تغییر در سطح فعالیت، تغییر نمی‌کند. طبق نظریه هزینه تعدیل منابع، چسبندگی هزینه، به دلیل نگهداری منابع مازاد توسط مدیران، رخ می‌دهد. این پدیده، میزان، پایداری و قابلیت پیش‌بینی سودآوری را کاهش و ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. جریان‌های نقدی آزاد نیز توانایی مدیران را مبنی بر ایجاد و نگهداری منابع مازاد، افزایش می‌دهد. هدف پژوهش بررسی رابطه بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت با نقش تعدیل‌گری جریان‌های نقدی آزاد است. این پژوهش از نظر نوع پژوهش توصیفی - همبستگی است. برای دستیابی به هدف پژوهش، ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش با روش کتابخانه‌ای گردآوری شده و سپس با استفاده از داده‌های صورت‌های مالی حسابرسی شده ۱۲۹ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که به روش غربالگری حذف سیستماتیک - در بازه زمانی ۱۴۰۳ - ۱۳۹۲ انتخاب شده‌اند، متغیرهای پژوهش اندازه‌گیری و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته، استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت رابطه‌ای منفی و معنادار وجود دارد. همچنین، مشخص شد که جریان‌های نقدی آزاد بالا این رابطه را تقویت می‌کند. یافته‌های این پژوهش می‌تواند به مدیران در بهینه‌سازی مدیریت هزینه و به سرمایه‌گذاران در ارزیابی دقیق‌تر ارزش شرکت و ریسک‌های مرتبط با آن کمک کند.

**واژه‌های کلیدی:** چسبندگی هزینه، منابع مازاد، ریسک سرمایه‌گذاری، ارزش شرکت، جریان‌های

نقدی آزاد

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. [v\\_menati@sbu.ac.ir](mailto:v_menati@sbu.ac.ir)

۲. استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. [h\\_asnaashari@sbu.ac.ir](mailto:h_asnaashari@sbu.ac.ir)

۳. دانشجوی دکتری تخصصی حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. [m.mosafer@mail.sbu.ac.ir](mailto:m.mosafer@mail.sbu.ac.ir)

## ۱. مقدمه

در دیدگاه سنتی، رفتار هزینه به سه دسته ثابت، متغیر و مختلط به لحاظ تغییر در میزان هزینه نسبت به تغییر در سطح فعالیت تقسیم می‌شود. باین‌حال، باگذشت زمان مشخص شد که برخی هزینه‌ها رفتاری نامتقارن از خود نشان می‌دهند. به این معنا که میزان کاهش هزینه‌ها هنگام کاهش و افزایش سطح فعالیت با هم برابر یا متقارن نیست. به عبارت دیگر، هزینه‌ها نسبت به تغییر در سطح فعالیت رفتار خطی ندارند. این پدیده توسط اندرسون و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۳)، به‌عنوان چسبندگی هزینه<sup>۲</sup> معرفی شد (روکسلین و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸).

تاریخچه و تکامل رفتار نامتقارن هزینه موسوم به چسبندگی هزینه، از مطالعه کوپر و کاپلان<sup>۴</sup> (۱۹۹۲) و نورین و سودستروم<sup>۵</sup> (۱۹۹۷) آغاز شد که الگوهای سنتی هزینه را که تغییر مکانیکی و متقارن در هزینه‌ها را نسبت به تغییر در سطح فعالیت فرض می‌کردند، به چالش کشیدند. سپس، اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) و بالاکریشن و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) شواهدی ارائه دادند که نشان می‌داد هزینه‌ها رفتاری نامتقارن دارند و آن را چنین توصیف کردند: هنگام افزایش فروش، هزینه‌ها افزایش می‌یابند اما در هنگام کاهش فروش، هزینه‌ها به همان نسبت افزایش قبلی کاهش نمی‌یابند (کالجا و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۶؛ کیم و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۹).

پدیده چسبندگی هزینه، بر اساس تصمیم مدیران مبنی بر نگهداری منابع مازاد رخ می‌دهد. یعنی زمانی که سطح فعالیت کاهش می‌یابد، منابعی که در زمان افزایش تقاضا ایجاد شده‌اند در نقش منابع مازاد قرار خواهند گرفت (تانگ و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۲۲). هزینه‌ها یکی از عناصر اصلی در تعیین سودآوری شرکت‌ها هستند. سودآوری شرکت‌ها نیز تأثیر زیادی بر چشم‌انداز سرمایه‌گذاران از وضعیت آتی شرکت دارد. زیرا سودآوری در سال جاری معیاری برای پیش‌بینی سودآوری و جریان‌های نقدی آتی است و برای تعیین ریسک و بازده توسط سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی دارد (جنسن و مک‌لینگ<sup>۱۰</sup>، ۱۹۷۶).

چسبندگی هزینه منجر به کاهش و ناپایداری سودآوری می‌شود. سرمایه‌گذاران سود سال جاری را به‌عنوان یک شاخص اصلی برای ارزیابی عملکرد مدیران و همچنین ابزاری برای پیش‌بینی سودآوری و جریان‌های نقدی آتی شرکت‌ها استفاده می‌کنند. هرگونه کاهش در پایداری سودآوری، می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاران را افزایش دهد. الگو توسعه‌یافته توسط شارپ و لینتنر<sup>۱۱</sup> (۱۹۶۴) و (۱۹۶۵) که به ((الگو قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای))<sup>۱۲</sup> معروف است نشان می‌دهد افزایش ریسک سرمایه‌گذاری موجب افزایش هزینه سرمایه و نرخ تنزیل شده و در نتیجه، ارزش دارایی‌ها

کاهش می‌یابد. این الگو رابطه مستقیم بین ریسک و بازده را تبیین می‌کند. بنابراین، سرمایه‌گذاران انتظار بازدهی بالاتری خواهند داشت که این امر کاهش ارزش شرکت را رقم خواهد زد (نیسیم و پنمن<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۱؛ آگاروال<sup>۱۴</sup>، ۲۰۲۲).

جریان‌های نقدی آزاد بر میزان چسبندگی هزینه تأثیرگذار است، زیرا با افزایش امکان ایجاد و حفظ منابع مازاد، انگیزه مدیران را برای ساخت امپراتوری تقویت می‌کند. این انگیزه که از تضاد منافع ناشی از مسئله نمایندگی سرچشمه می‌گیرد، مدیران را به گسترش فعالیت‌های شرکت، حتی به قیمت کاهش سودآوری، سوق می‌دهد. در سطح بالای جریان‌های نقدی آزاد، مدیران نه تنها توانایی بیشتری در ایجاد و نگهداری منابع مازاد دارند، بلکه انگیزه آن‌ها برای دستیابی به منافع شخصی نیز تقویت می‌شود، که در نهایت منجر به تشدید چسبندگی هزینه می‌شود (ریچاردسون<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۶؛ چن و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۲).

شان و همکاران<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۵)، بیان می‌کنند که شناخت و درک پدیده چسبندگی اهمیت بسیاری دارد و منافع اقتصادی بسیاری را در پی دارد و همچنین، اطلاعات ارزشمندی را برای مدیران، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و حتی استانداردگذاران فراهم می‌کند. شناخت دقیق این پدیده و درک صحیح از پیامدهای آن، می‌تواند به افراد در بررسی عملکرد شرکت‌ها و مدیران کمک کرده و فرآیند تصمیم‌گیری و قانون‌گذاری را تسهیل نماید.

درک پیامدهای چسبندگی هزینه برای ذی‌نفعان درون و برون‌سازمانی از اهمیت بسیاری برخوردار است. مدیران، با توجه به تلاش برای مدیریت هزینه کارا، انگیزه زیادی برای این منظور دارند. زیرا هزینه‌ها به‌عنوان یکی از عناصر اصلی در ارزیابی عملکرد مدیران به کار می‌روند. به طور خاص در شرایطی که تأثیرگذاری بر فروش دشوار است و بازارها بسیار رقابتی هستند، مدیران به‌منظور افزایش سودآوری به مدیریت کارای هزینه توجه ویژه‌ای می‌کنند. از طرف دیگر، ذی‌نفعان خارجی از جمله سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و تحلیل‌گران مالی به هزینه‌ها به‌عنوان یکی از عناصر اصلی سود و زیان توجه دارند (هامبورگ و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۶).

در ایران، به دلیل ساختارهای مالکیتی دولتی و با حاکمیت شرکتی ضعیف (محمد رضائی و همکاران، ۱۴۰۳)، پدیده چسبندگی هزینه می‌تواند تأثیرات مخربی بر عملکرد شرکت‌ها و ارزش آن‌ها داشته باشد. از آنجاکه بسیاری از شرکت‌های ایرانی با مشکلاتی مانند ناکارآمدی در تخصیص منابع، هزینه‌های سربار بالا، و ضعف در سیستم‌های کنترلی روبرو هستند، شناخت دقیق‌تر تأثیر چسبندگی هزینه بر ارزش شرکت ضروری است. همچنین، با توجه به اهمیت سودآوری برای

سرمایه‌گذاران، چسبندگی در هزینه‌ها می‌تواند ریسک‌های بیشتری را برای سرمایه‌گذاری به همراه داشته باشد.

سپاسی و کاظم‌پور (۱۳۹۴)، مروری جامع بر پژوهش‌های انجام شده در حوزه چسبندگی هزینه انجام دادند. با بررسی آن می‌توان دریافت که پیامدهای چسبندگی هزینه به‌ویژه تأثیر آن بر ارزش شرکت تا آن زمان مورد توجه قرار نگرفته است. سپس در محدود پژوهش‌های انجام شده از جمله السدی و همکاران (۱۴۰۱)، به بررسی رابطه چسبندگی هزینه و ارزش شرکت با نقش تعدیلگری هزینه تعدیل منابع و اندازه شرکت پرداخته شده است. در این پژوهش، بنا بر پیشنهاد السدی و همکاران (۱۴۰۱) در استفاده از جریان‌های نقدی آزاد به‌عنوان نماینده مسئله نمایندگی، تأثیر نقش تعدیل‌گری جریان‌های نقدی آزاد بر رابطه بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت، مورد ارزیابی قرار گرفته است. زیرا افزایش جریان‌های نقدی آزاد موجب می‌شود مدیران به نقدینگی بیشتری دسترسی داشته باشند و در نتیجه انگیزه و توان بالاتری برای نگهداری منابع مازاد پیدا کنند؛ پیامد این وضعیت، افزایش چسبندگی هزینه‌ها و محدود شدن انعطاف‌پذیری در کنترل آن‌ها است (ریچاردسون، ۲۰۰۶). این پژوهش به طور مشخص جهت پاسخ به دو سوال طراحی و اجرا گردیده است. اول این که آیا چسبندگی هزینه تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد؟ و دوم، آیا سطح بالای جریان‌های نقدی آزاد می‌تواند با تشدید چسبندگی هزینه منجر به کاهش بیشتر ارزش شرکت شود؟

ساختار پژوهش در ادامه بدین ترتیب است: اول، مبانی نظری و پیشینه پژوهش به عنوان پشتوانه بسط فرضیه‌های پژوهش ارائه و سپس فرضیه‌ها عنوان می‌شوند؛ دوم، روش‌شناسی پژوهش از جمله نوع پژوهش، الگوهای رگرسیونی و تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش بیان می‌شود؛ سوم، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش در قالب آمار توصیفی و استنباطی ارائه و در آخرین بخش، نتیجه‌گیری، پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش تشریح می‌شود.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱. چسبندگی هزینه

در توصیف پدیده چسبندگی هزینه بیان می‌شود که هزینه‌ها رفتاری نامتقارن دارند. به این معنا که میزان کاهش هزینه‌ها هنگام کاهش سطح فعالیت با میزان افزایش هزینه‌ها هنگام افزایش سطح فعالیت به یک نسبت یا متقارن نیست. به عبارت دیگر، هزینه‌ها نسبت به تغییر در سطح

فعالیت رفتار خطی ندارند (کوپر و کاپلان، ۱۹۹۲؛ نورین و سودستروم، ۱۹۹۷؛ اندرسون و همکاران، ۲۰۰۳؛ روکسلین و همکاران، ۲۰۱۸).

با بررسی ادبیات پژوهش چسبندگی هزینه، می‌توان نشان داد که به‌طور کلی، علت وقوع پدیده چسبندگی هزینه بر اساس نگهداری منابع مازاد توسط مدیران توصیف شده است (ریچاردسون، ۲۰۰۶؛ چن و همکاران، ۲۰۱۲؛ شان و همکاران، ۲۰۱۵؛ بانکر و همکاران، ۲۰۱۸؛ کاستا و حبیب، ۲۰۲۳). برای توصیف شرایطی که منجر به وقوع این پدیده می‌شود، بر اساس سه نظریه می‌توان شرح منطقی را ارائه داد که به شرح زیر می‌باشند:

**نظریه نمایندگی:** تضاد منافع موجود میان مدیران و مالکان می‌تواند مدیران را به سمت تأمین منافع شخصی سوق دهد. انگیزه تأمین منافع شخصی توسط مدیران می‌تواند در قالب ساخت امپراتوری نمایان شود. مدیران به برای دستیابی به قدرت، اعتبار و یا حتی پاداش، برای ساخت امپراتوری و گسترش شرکت انگیزه دارند و برای دستیابی به آن منابع مازاد را تعدیل نمی‌کنند که این امر به چسبندگی هزینه منجر می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۱۲؛ شان و همکاران، ۲۰۱۵).

**نظریه هزینه تعدیل منابع<sup>۱۹</sup>:** مدیران برای تعدیل منابع باید تصمیم‌گیری خود را با در نظر گرفتن سه محدودیت، انجام دهند؛ (۱) محدودیت مالی (۲) محدودیت قانونی (۳) محدودیت اجتماعی. این سه محدودیت به اجبار مانع از تعدیل منابع مازاد توسط مدیران و منجر به چسبندگی هزینه می‌شوند (ژو و هونگ<sup>۲۰</sup>، ۲۰۱۶؛ بانکر و همکاران<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۸؛ تانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

**نظریه انتظارات مدیران<sup>۲۲</sup>:** هنگام کاهش تقاضا یا وقوع عدم قطعیت، مدیران به دلیل انتظارات شخصی خود، منابع مازاد را حفظ می‌کنند تا در آینده بتوانند به افزایش تقاضا پاسخ دهند. این نظریه، توسط دو نظریه قابل تشریح است: الف) نظریه خوش‌بینی مدیران: بر اساس آن مدیران بر این باورند کاهش تقاضا موقتی است و شرایط اقتصادی به زودی بهبود می‌یابد و بنابراین منابع مازاد را برای استفاده مجدد و پاسخگویی به افزایش تقاضا در آینده حفظ می‌کنند. ب) نظریه گزینه قطعی: بر اساس آن مدیران تا زمان کسب اطلاعات جدید و اطمینان از ثبات کاهش تقاضا، از تعدیل منابع مازاد خودداری می‌کنند (چن و همکاران، ۲۰۱۹؛ هارتلیب و همکاران<sup>۲۳</sup>، ۲۰۲۰؛ جین و وو<sup>۲۴</sup>، ۲۰۲۱؛ کاستا و حبیب<sup>۲۵</sup>، ۲۰۲۳).

در ایران، به دلیل ساختار ضعیف حاکمیت شرکتی (محمدرضایی و همکاران، ۱۴۰۳) و وجود

قوانین بازدارنده، مدیران با محدودیت‌های بیشتری در تعدیل منابع مازاد روبرو هستند که این امر منجر به چسبندگی هزینه می‌شود. نظریه هزینه تعدیل منابع توضیح می‌دهد که این محدودیت‌ها، فرآیند تصمیم‌گیری مدیران را تحت تأثیر قرار داده و توانایی آن‌ها در کاهش هزینه‌ها را محدود می‌کند؛ بنابراین، این نظریه بیشترین قدرت توضیح‌دهندگی چسبندگی هزینه در محیط ایران را می‌دهد.

## ۲-۲. چسبندگی هزینه و ارزش شرکت

پدیده چسبندگی هزینه با ایجاد رفتار نامتقارن در رفتار هزینه موجب می‌شود که سودآوری، پایداری و قابلیت پیش‌بینی آن توسط سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران کاهش و ریسک سرمایه‌گذاری افزایش یابد. می‌توان نشان داد که افزایش ریسک سرمایه‌گذاری منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود. بر اساس الگو توسعه‌یافته توسط شارپ و لینتنر (۱۹۶۴ و ۱۹۶۵)، که به الگو قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای معروف است، این الگو نشان می‌دهد که بین ریسک و بازده رابطه مستقیمی وجود دارد، به این معنا که با افزایش ریسک، سرمایه‌گذاران انتظار بازدهی بالاتری خواهند داشت. از آنجاکه سرمایه‌گذاران در یک بازار کارا منطقی عمل می‌کنند و بازده مورد انتظار خود را بر مبنای حداقل ریسک تعیین می‌کنند، افزایش ریسک سرمایه‌گذاری منجر به کاهش ارزش شرکت خواهد شد (سیفکی و همکاران<sup>۲۶</sup>، ۲۰۱۶؛ هامبورگ و همکاران، ۲۰۱۶).

همچنین، چسبندگی هزینه استقبال تحلیل‌گران را به دلیل ناپایداری سودآوری، کاهش می‌دهد (ویس<sup>۲۷</sup>، ۲۰۱۰). پیامد توصیف شده، ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و همانطور که سرمایه‌گذاران به دنبال کاهش ریسک خود هستند و تمایلی به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با سودآوری ناپایدار و غیرقابل‌پیش‌بینی ندارند؛ ارزش شرکت را با ارائه قیمت‌های کمتر، کاهش می‌دهند (هان و همکاران<sup>۲۸</sup>، ۲۰۱۹؛ تانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

## ۲-۳. چسبندگی هزینه و جریان‌های نقدی آزاد

بر اساس نظریه نمایندگی، مدیران به دلیل تضاد منافع با مالکان ممکن است سوبه‌های رفتاری مانند انگیزه ساخت امپراتوری داشته باشند. این انگیزه یکی از عوامل اصلی در وقوع چسبندگی هزینه است که بر اساس آن مدیران برای گسترش فعالیت و منابع تحت مالکیت خود اقدام می‌کند و منابع مازاد را برای دستیابی به منافع شخصی تعدیل نمی‌نمایند. در این راستا،

جریان‌های نقدی آزاد می‌تواند نقش مهمی در تشدید این مسئله ایفا نماید. زیرا با افزایش دسترسی مدیران به منابع نقدی، انگیزه‌های شخصی آن‌ها برای تأمین منافع شخصی، مانند ساخت امپراتوری، تقویت می‌شود. به عبارتی دیگر، جریان‌های نقدی آزاد نه تنها انگیزه‌های مدیران را برای گسترش حوزه نفوذ و کنترل خود افزایش می‌دهد، بلکه توانایی آن‌ها را در ایجاد منابع مازاد و عدم تعدیل آن‌ها در هنگام کاهش تقاضا نیز افزایش می‌دهد. این مسئله، به‌ویژه در شرایطی که تقاضا کاهش می‌یابد، اهمیت پیدا می‌کند. زیرا مدیران ممکن است به جای تعدیل منابع مازاد و کاهش هزینه‌ها، به دلیل دسترسی به جریان‌های نقدی آزاد بالا، حفظ منابع موجود را ترجیح دهند و از کاهش هزینه‌ها خودداری کنند. بنابراین سطوح بالای جریان‌های نقدی آزاد، می‌تواند منجر به تشدید چسبندگی هزینه شود (ریچاردسون، ۲۰۰۶؛ چن و همکاران، ۲۰۱۲؛ لیو و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۹).

#### ۲-۴. پیشینه پژوهش

اسماعیل‌زاده و مهرنوش (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر چسبندگی هزینه‌ها بر دقت پیش‌بینی سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این پژوهش با بررسی هزینه‌های اداری عمومی، اداری، فروش و نیز بهای تمام شده کالای فروش رفته، در یک نمونه از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ۶ ساله از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ انجام شده است. نتایج این پژوهش نشان داد که در صورت افزایش چسبندگی هزینه‌های اداری عمومی و فروش، دقت پیش‌بینی سودآوری و کیفیت سودآوری کاهش می‌یابد که این موضوع موجب می‌شود سرمایه‌گذاران نتوانند سودآوری آتی شرکت‌ها را پیش‌بینی کنند.

آقایی و حسنی (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر مسئله نمایندگی و حاکمیت شرکتی بر چسبندگی هزینه‌ها پرداختند. نتایج نشان داد که اول، هزینه‌ها رفتار نامتقارنی دارند و یا به اصطلاح چسبنده هستند. دوم، مسئله نمایندگی مدیران مانند انگیزه ساخت امپراتوری، با چسبندگی هزینه رابطه مثبت و معناداری دارد و جریان‌های نقدی آزاد، منجر به تقویت این رابطه و حاکمیت شرکتی قوی، منجر به تضعیف این رابطه، می‌شود.

نمازی و فتحعلی (۱۳۹۷)، در پژوهش خود به بررسی تأثیر سرمایه فکری و جریان‌های نقدی آزاد بر چسبندگی هزینه‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که میزان جریان‌های نقدی آزاد و سرمایه فکری بر چسبندگی هزینه‌های

فروش اداری و عمومی تأثیرگذار هستند و شواهد حاکی از وجود رابطه معنادار و مثبت است. همچنین نشان داده شد که سطح بالای جریان‌های نقدی آزاد، توانایی مدیران را برای دستیابی به منافع شخصی افزایش می‌دهد.

السدی و همکاران (۱۴۰۱)، به بررسی رابطه بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که چسبندگی هزینه‌ها تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد. همچنین، یافته‌ها نشان داد که زمانی که هزینه‌های تعدیل منابع زیاد باشد، تأثیر منفی چسبندگی هزینه‌ها بر ارزش شرکت افزایش می‌یابد. به علاوه، مشخص شد که مشکلات نمایندگی تأثیر معناداری بر رابطه بین چسبندگی هزینه‌ها و ارزش شرکت ندارد. نماینده مسئله نمایندگی در این پژوهش، متغیر اندازه در نظر گرفته شده است.

ویس (۲۰۱۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه چسبندگی هزینه و توانایی پیش‌بینی سودآوری توسط تحلیل‌گران پرداخت. نتایج نشان داد که چسبندگی هزینه به کاهش استقبال تحلیل‌گران بازار سرمایه منجر می‌شود و این امر به دلیل کاهش پایداری در سودآوری رخ می‌دهد. در واقع، کاهش در پایداری سودآوری توانایی تحلیل‌گران را در تحلیل و تصمیم‌گیری کاهش می‌دهد و باعث می‌شود آن‌ها از تحلیل و مشاوره برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با هزینه چسبنده، دوری کنند. در پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۲)، رابطه حاکمیت شرکتی و مسئله نمایندگی با چسبندگی هزینه مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که مسئله نمایندگی یعنی همان تضاد منافع مدیران با مالکان با چسبندگی هزینه‌های فروش، عمومی و اداری رابطه مثبت و معنی‌داری دارد، به‌ویژه، اگر این مسئله به انگیزه ساخت امپراتوری توسط مدیران مربوط باشد. همچنین، حاکمیت شرکتی قوی تأثیر منفی و معنی‌داری با وقوع چسبندگی هزینه دارد. زیرا از وقوع مسائل نمایندگی مانند ساخت امپراتوری توسط مدیران، جلوگیری می‌کند.

سیفکی و همکاران (۲۰۱۶)، به بررسی رابطه چسبندگی هزینه و توانایی پیش‌بینی سودآوری تحلیل‌گران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که تحلیل‌گران قادر به اعمال چسبندگی هزینه‌ها در الگو تصمیم‌گیری و تحلیل خود نیستند. به بیان دیگر، چسبندگی هزینه خطا در پیش‌بینی سودآوری توسط تحلیل‌گران را افزایش می‌دهد.

در پژوهشی که توسط تانگ و همکاران (۲۰۲۲) انجام شده است، تأثیر پدیده چسبندگی هزینه بر ریسک سقوط قیمت سهام بررسی شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که وجود

چسبندگی هزینه با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری دارد. یعنی با افزایش میزان چسبندگی هزینه، قیمت سهام شرکت‌ها در معرض سقوط بیشتری قرار می‌گیرد.

کاستا و حبیب (۲۰۲۳)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت با نقش میانجی‌گری هزینه سرمایه پرداختند. نتایج حاکی از رابطه منفی و معنی‌داری بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت است. همچنین نشان داده شد که جریان‌های نقدی آزاد رابطه چسبندگی هزینه و ارزش شرکت را تشدید می‌کند. زیرا افزایش سطح جریان‌های نقدی آزاد، انگیزه و توانایی مدیران را برای دستیابی به منافع شخصی مانند ساخت امپراتوری تقویت می‌کند.

بررسی ادبیات پژوهشی و نظریه هزینه تعدیل منابع نشان می‌دهد که چسبندگی هزینه با ایجاد رفتار نامتقارن در هزینه‌ها، باعث کاهش سودآوری، کاهش دقت پیش‌بینی سود توسط تحلیل‌گران و در نهایت افزایش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود. در نهایت، با افزایش سطح ریسک، سرمایه‌گذاران بازده بالاتری را مطالبه می‌کنند که این امر به افزایش هزینه سرمایه و در نهایت کاهش ارزش شرکت منجر می‌شود (نیسیم و پنمن، ۲۰۰۱؛ ویس، ۲۰۱۰؛ آگاروال، ۲۰۲۲؛ اسماعیل‌زاده و مهرنوش، ۱۳۹۳). همچنین، چسبندگی هزینه استقبال تحلیل‌گران را کاهش و عدم تقارن اطلاعاتی را افزایش می‌دهد که در نتیجه، سرمایه‌گذاران تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها خواهند داشت (ویس، ۲۰۱۰؛ تانگ و همکاران، ۲۰۲۲)؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش چنین قابل بیان است:

#### **فرضیه اول: چسبندگی هزینه با ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری دارد.**

جریان‌های نقدی آزاد به عنوان یک متغیر تعدیلی، نقش مهمی در تشدید رابطه منفی میان چسبندگی هزینه و ارزش شرکت ایفا می‌کند. طبق نظریه تعدیل منابع، مدیران به وجود محدودیت‌های قانونی و مالی، انگیزه‌هایی برای حفظ منابع دارند که این امر باعث بروز چسبندگی هزینه می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۱۲؛ لیو و همکاران، ۲۰۱۹). زمانی که سطح جریان‌های نقدی آزاد افزایش می‌یابد، مدیران با دسترسی بیشتر به منابع نقدی، توانایی و انگیزه بیشتری برای حفظ منابع مازاد دارند که نتیجه آن تشدید چسبندگی هزینه‌ها و کاهش انعطاف‌پذیری در مدیریت هزینه‌ها است (ریچاردسون، ۲۰۰۶). بنابراین این وضعیت به نوبه خود باعث کاهش پایداری سودآوری، افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود، که همگی منجر به کاهش ارزش شرکت می‌گردند بنابراین، جریان‌های نقدی آزاد می‌تواند تاثیر منفی چسبندگی هزینه‌ها بر ارزش شرکت را تشدید و در نهایت به کاهش ارزش شرکت منجر می‌شوند (کاستا و

حبیب، ۲۰۲۳؛ اسماعیل‌زاده و مهرنوش، ۱۳۹۳؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش چنین قابل بیان است:

**فرضیه دوم: افزایش جریان‌های نقدی آزاد، رابطه منفی بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت را تشدید می‌کند.**

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

از جنبه پارادایم، این پژوهش در دسته پژوهش‌های اثباتی قرار می‌گیرد. از نظر شیوه استدلال نیز، فرضی - استقرایی است. در این نوع پژوهش ابتدا به شیوه قیاسی با استفاده از ادبیات موجود به بسط فرضیه‌های پژوهش و سپس، به شیوه استقرایی با جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز و تحلیل نتایج حاصل از آن‌ها، به رد یا تأیید فرضیه‌های پژوهش و تعمیم آن به جامعه پژوهش پرداخته شده است. از جنبه روش پژوهش نیز، توصیفی - همبستگی است (افلاطونی، ۱۴۰۲). داده‌های نمونه آماری پژوهش که شامل ۱۲۹ شرکت عضو بورس و اوراق بهادار تهران است، از طریق سایت کدال و نرم‌افزار ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده است. داده‌های جمع‌آوری شده از منابع مختلف در EXCEL نسخه ۲۰۱۹ ذخیره‌سازی می‌شوند. این داده‌ها پس از جمع‌آوری، برای تحلیل و محاسبه متغیرهای پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرند. متغیرهای پژوهش در ابتدا با استفاده از نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل محاسبه می‌شوند و سپس مقادیر اندازه‌گیری شده برای برآورد الگوهای رگرسیونی و آزمون فرضیه‌های پژوهش، وارد نرم‌افزار Stata نسخه ۱۵ و Eviews نسخه ۱۰ شده است.

#### ۳-۱. جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال ۱۳۹۲ است. با توجه به ماهیت پژوهش، از روش غربالگری به روش حذف سیستماتیک برای نمونه‌گیری استفاده شده است (محمدرضائی، ۱۴۰۲). این روش این امکان را می‌دهد تا با حذف شرکت‌هایی که شرایط لازم را ندارند، یک نمونه همگن به دست آید که به افزایش دقت نتایج و کاهش خطاهای احتمالی کمک کرده و قابلیت تعمیم‌پذیری نتایج را افزایش می‌دهد. در نگاره ۱ شرح غربالگری‌های اعمال شده بر جامعه آماری پژوهش و مراحل حذف سیستماتیک برای دستیابی به نمونه نهایی پژوهش که شامل ۱۲۹ شرکت است، نشان داده شده است؛

## نگاره ۱: غربالگری سیستماتیک جامعه پژوهش

تعداد	شرح
۵۸۳	شرکت‌های پذیرفته شده و فعال در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال ۱۳۹۲
(۱۲۶)	شرکت‌های با سال مالی غیر از پایان اسفندماه
(۹۹)	شرکت‌های عضو صنعت‌های لیزینگ، واسطه‌گری مالی، بانک و بیمه
(۱۶۱)	شرکت‌های با عدم دسترسی کامل به اطلاعات
(۶۸)	شرکت‌های با عدم احراز شرایط محاسبه متغیرهای پژوهش (چسبندگی هزینه)
۱۲۹	نمونه نهایی پژوهش

## ۳-۲. الگوهای رگرسیونی پژوهش

الگو رگرسیونی (۱) پژوهش که بر اساس الگو ارائه شده توسط کاستا و حبیب (۲۰۲۳) بوده و برای آزمون فرضیه اول پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرد، به شرح زیر است:

$$TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC\_STICKY_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 PROFIT_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \beta_6 IOWN_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

که در آن؛  $TOBINQ_{i,t}$ : ارزش شرکت،  $OC\_STICKY_{i,t}$ : چسبندگی هزینه،  $SIZE_{i,t}$ : اندازه،  $LEV_{i,t}$ : اهرم مالی،  $PROFIT_{i,t}$ : سودآوری،  $GROWTH_{i,t}$ : نرخ رشد،  $IOWN_{i,t}$ : سهامداران نهادی،  $i,t$ : شرکت  $i$  در سال  $t$  و  $\varepsilon$ : باقی‌مانده الگو؛ است.

برای آزمون فرضیه اول پژوهش معناداری و علامت ضریب  $\beta_1$  مدنظر است. زیرا که معنادار بودن آن در سطح اطمینان ۹۵٪ به معنای تاثیرگذاری چسبندگی هزینه بر ارزش شرکت بوده و نیز در صورت منفی بودن علامت آن، فرضیه اول پژوهش رد نخواهد شد.

الگو رگرسیونی تعدیل شده (۲) پژوهش که بر اساس الگو ارائه شده توسط کاستا و حبیب

(۲۰۲۳) بوده و برای آزمون فرضیه دوم پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرد، به شرح زیر است:

$$TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC\_STICKY_{i,t} + \beta_2 FCF * OC\_STICKY_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 PROFIT_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 IOWN_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

که در آن؛  $FCF$ : جریان‌های نقدی آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$  است که به عنوان متغیر تعدیل‌گر به صورت ضرب عاملی با چسبندگی هزینه وارد الگو شده است. شرح سایر متغیرهای الگو

رگرسیون (۲) مشابه رابطه (۱) است.

برای آزمون فرضیه اول پژوهش معناداری و علامت ضریب  $\beta_2$  مدنظر است. زیرا که معنادار و منفی بودن آن در سطح اطمینان ۹۵٪ به معنای تأثیر تعدیل‌گری جریان‌های نقدی آزاد بر رابطه بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت، مطابق با فرضیه دوم پژوهش است.

### ۳-۳. اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش ارائه شده در الگوهای رگرسیونی (۱) و (۲)، از نوع مستقل، وابسته، تعدیل‌گر و کنترلی می‌باشند. در ادامه، به تشریح نحوه محاسبه متغیرهای یادشده پرداخته می‌شود.

#### ۳-۳-۱. متغیر مستقل

متغیر مستقل در این پژوهش چسبندگی هزینه‌ها است. برای محاسبه چسبندگی هزینه از معیار چسبندگی هزینه، سال - شرکت توسعه یافته توسط ویس (۲۰۱۰)، استفاده شده است. چسبندگی هزینه را برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ، به‌عنوان شیب حاصل از تفاوت تغییر در هزینه نسبت به تغییر در فروش در دو فصل از شرکت  $i$  در سال  $t$  که فروش در یکی افزایش و در دیگری کاهش یافته است، محاسبه می‌شود. سپس چسبندگی محاسبه شده را به پیروی از روکسلین و همکاران (۲۰۱۸) و گلدن و همکاران<sup>۳۰</sup> (۲۰۲۰)، در ۱- ضرب می‌شود. هرچه مقادیر مثبت و بالاتری به دست آید دلالت بر چسبندگی هزینه بیشتری دارد. برای بررسی چسبندگی هزینه، افلام مربوط به هزینه در نظر گرفته می‌شود؛ زیرا، عمده و برای حفظ عملیات شرکت‌ها ضروری است. چسبندگی هزینه، از طریق رابطه (۳) که در زیر تشریح شده است، اندازه‌گیری می‌شود:

رابطه (۳)

$$STICKY_{i,t} = \log(\Delta COST / \Delta SALE)_{i,t} - \log(\Delta COST / \Delta SALE)_{i,\tau}, \tau, \gamma \in \{t, \dots, t-3\}$$

$\Delta COST$ : تغییرات هزینه‌های عملیاتی نسبت به فصل قبل

$\Delta SALES$ : تغییرات فروش نسبت به فصل قبل

$\tau$ : آخرین فصل سال - شرکت که فروش افزایش یافته است.

$\gamma$ : آخرین فصل سال - شرکت که فروش کاهش یافته است.

## ۳-۳-۲. متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش، ارزش شرکت است. در این پژوهش از نسبت کیوتوبین برای سال - شرکت  $i-t$  برای محاسبه ارزش شرکت استفاده می‌شود. به دلیل اینکه چسبندگی هزینه را برای سال - شرکت  $i-t$  در پایان هر دوره و بر اساس تفاوت در شیب حاصل از نسبت بهای تمام شده به فروش شرکت  $i$  و در سال  $t$ ، محاسبه می‌شود، به همین دلیل معیار اندازه‌گیری ارزش شرکت در پایان دوره معیار مناسب‌تری خواهد بود (هنری<sup>۳۱</sup>، ۲۰۰۸؛ جین و جورین<sup>۳۲</sup>، ۲۰۰۶؛ کاستا و حبیب، ۲۰۲۳). ارزش شرکت، از طریق رابطه (۴) که در زیر تشریح شده است، اندازه‌گیری می‌شود:

$$TOBINQ_{i,t} = [TA_{i,t} + MVE_{i,t} - BVE_{i,t}] / TA_{i,t} \quad \text{رابطه (۴)}$$

که در آن؛  $TOBINQ_{i,t}$  به پیروی از هنری، ۲۰۰۸: ارزش بازار شرکت در پایان دوره،  $TA_{i,t}$ : جمع ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان دوره،  $MVE_{i,t}$ : میانگین سالانه ارزش بازار حقوق مالکان،  $BVE_{i,t}$ : ارزش دفتری حقوق مالکان در پایان دوره

## ۳-۳-۳. متغیر تعدیل‌گر

از الگو ارائه شده توسط لن و پلسن<sup>۳۳</sup> (۱۹۸۹)، به منظور محاسبه جریان‌های نقدی آزاد استفاده شده است. جریان‌های نقدی آزاد حداکثر منابع نقدی است که برای استفاده توسط مدیران در دسترس است (ریچاردسون، ۲۰۰۶). جریان‌های نقدی آزاد، از طریق رابطه (۵) که در زیر تشریح شده است، اندازه‌گیری می‌شود:

$$FCF_{i,t} = [CFO_{i,t} - TAX_{i,t} - INTEXP_{i,t} - CSDIV_{i,t}] / TA_{i,t} \quad \text{رابطه (۵)}$$

که در آن؛  $FCF_{i,t}$ : جریان‌های نقدی آزاد در پایان دوره،  $CFO_{i,t}$ : نقد حاصل از عملیات در پایان دوره،  $TAX_{i,t}$ : هزینه مالیات در پایان دوره،  $INTEXP_{i,t}$ : هزینه بهره پایان دوره،  $CSDIV_{i,t}$ : سود سهام مصوب پایان دوره و  $TA_{i,t}$ : جمع ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان دوره

## ۳-۳-۳. متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت: شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً منابع بیشتر، ثبات مالی بالاتر، و توانایی بهتری برای بهره‌برداری از فرصت‌های بازار و مقابله با ریسک‌ها دارند (استاخوف و همکاران<sup>۳۴</sup>، ۲۰۱۹).

اندازه، از طریق رابطه (۶) که در زیر تشریح شده است، اندازه‌گیری می‌شود:

$$Size_{i,t} = Ln(Assets)_{i,t} \quad \text{رابطه (۶)}$$

که در آن؛  $Size_{i,t}$ : اندازه شرکت در پایان دوره،  $Ln(Assets)_{i,t}$ : لگاریتم جمع ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان دوره

**اهرم مالی:** میزان سرمایه تامین شده از طریق ابزارهای بدهی را نشان می‌دهد. اهرم مالی بالا می‌تواند ریسک را افزایش دهد و همچنین فرصت‌های رشد بیشتری را نیز می‌تواند برای مدیران فراهم کند (آگاروال، ۲۰۲۲). اهرم مالی، از طریق رابطه (۷) که در زیر تشریح شده است، اندازه‌گیری می‌شود:

$$Lev_{i,t} = TD_{i,t} / TA_{i,t} \quad \text{رابطه (۷)}$$

که در آن؛  $Lev_{i,t}$ : اهرم مالی در پایان دوره،  $TD_{i,t}$ : جمع ارزش دفتری بدهی‌ها در پایان دوره،  $TA_{i,t}$ : جمع ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان دوره

**سودآوری:** نسبت نرخ بازده دارایی‌ها، قدرت سودآوری شرکت را نشان می‌دهد که به صورت نسبت سود خالص بر کل دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود. سودآوری بالاتر نشان‌دهنده عملکرد مالی قوی‌تر شرکت بوده که به افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران، جذب سرمایه، و در نتیجه افزایش ارزش شرکت منجر می‌شود (تاهو و همکاران<sup>۲۵</sup>، ۲۰۱۷). سودآوری، از طریق رابطه (۸) که در زیر تشریح شده است، اندازه‌گیری می‌شود:

$$ROA_{i,t} = NIAT_{i,t} / TA_{i,t} \quad \text{رابطه (۸)}$$

که در آن؛  $ROA_{i,t}$ : بازده دارایی در پایان دوره،  $NIAT_{i,t}$ : سود خالص در پایان دوره،  $TA_{i,t}$ : جمع ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان دوره

**نرخ رشد:** نرخ رشد بالاتر نشان‌دهنده توانایی شرکت در بهبود عملیات و استفاده مؤثر از منابع است (بانکر و همکاران، ۲۰۱۴). نرخ رشد، از طریق رابطه (۹) که در زیر تشریح شده است، اندازه‌گیری می‌شود:

$$Growth_{i,t} = Sales_{i,t} - Sales_{i,t-1} / Sales_{i,t-1} \quad \text{رابطه (۹)}$$

که در آن؛  $Growth_{i,t}$ : نرخ رشد شرکت در پایان دوره،  $Sales_{i,t}$ : فروش پایان دوره،  $Sales_{i,t-1}$ : فروش اول دوره

**سهامداران نهادی:** مالکانی هستند که به‌عنوان شخصیت حقوقی از جمله، شرکت و

نهادهای خصوصی و دولتی فعالیت می‌کنند و بخشی یا تمام سرمایه شرکت‌ها را تأمین می‌کنند (چانگ و همکاران<sup>۲۶</sup>، ۲۰۱۹). سهامداران نهادی، از طریق رابطه (۱۰) که در زیر تشریح شده است، اندازه‌گیری می‌شود:

$$IWON_{i,t} = C_{i,t} / M_{i,t} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

که در آن؛  $IWON_{i,t}$ : سهامداران نهادی در پایان دوره،  $C_{i,t}$ : سهامداران نهادی،  $M_{i,t}$ : تعداد کل سهام شرکت

#### ۴. یافته‌های پژوهش

در این بخش پس از اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش و برآورد الگوهای رگرسیونی، نتایج حاصل از آن‌ها تحت عنوان آمار توصیفی و استنباطی نشان داده خواهد شد.

#### ۴-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش که شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است، به شرح نگاره ۲ زیر است.

#### نگاره ۲: آماره‌های توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
<i>Q-Tobin</i>	۲/۶۲	۱/۷	۳۲/۶۴	۰/۶۹۱	۳/۶۲	۹/۱۰	۱۴/۲۷
<i>Cost - Sticky</i>	۰/۳۲	۰/۲۶	۵/۴۲	-۴/۰۰۷	۰/۹۱	۰/۲۵	۵/۶۰
<i>FCF</i>	-۰/۰۲	-۰/۰۱	۰/۷۶	-۱/۳۱۳	۰/۱۴	-۱/۲۵	۱۷/۹۶
<i>Size</i>	۱۴/۹۰	۱۴/۸	۲۱/۱۸	۱۰/۵۳۲	۱/۸۰	۰/۷۳	۴/۱۲
<i>Leverage</i>	۰/۴۷	۰/۶۲	۲/۱۰	۰/۰۳۱	۰/۲۶	۰/۵۰	۵/۶۰
<i>Profitability</i>	۰/۱۱	۰/۰۹	۰/۶۸	-۱/۱۹۱	۰/۱۵	۰/۱۹	۸/۴۳
<i>Growth</i>	۰/۲۸	۰/۲۳	۶/۲۰	-۰/۷۱۲	۰/۷۴	۱۰/۸۲	۱۷/۶۷
<i>IOWN</i>	۰/۶۵	۰/۷۴	۰/۹۹۰	۰/۰۰۰	۰/۲	۱/۱۲	۳/۸۶

منبع: یافته‌های پژوهش

#### ۴-۱-۱. شاخص‌های مرکزی

میانگین و میانه دو شاخص مرکزی مهم می‌باشند که مقادیر آن نشان دهنده تمرکز یا مرکز

ثقل جامعه پژوهش است. میانگین متغیر چسبندگی هزینه نشان دهنده این است که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۴۰۳-۱۳۹۲، به طور متوسط ۰/۳۲ واحد چسبنده است. میانگین ۲/۶۲ متغیر ارزش شرکت نشان دهنده این است که ارزش بازار شرکت‌ها حدود ۲/۶ برابر ارزش ثبت شده در دفاتر آنها است. میانگین ۰/۰۲- متغیر جریان‌های نقدی آزاد نشان دهنده این است که به‌طور متوسط شرکت‌های مورد مطالعه در ایجاد جریان‌های نقدی آزاد حاصل از عملیات عادی، عملکرد مناسبی ندارند. اهرم مالی شرکت‌ها به طور متوسط ۰/۴۷ است که نشان می‌دهد حدود ۵۰ درصد ساختار سرمایه شرکت‌ها به وسیله بدهی تامین شده است. میانگین ۰/۶۵ متغیر سهامداران نهادی نشان دهنده مالکیت عمده شرکت‌های مورد مطالعه توسط شخصیت‌های حقوقی است. بیشینه و کمینه نشان دهنده حد بالا و پایین پراکندگی توزیع مشاهدات در متغیرهای پژوهش است. به دلیل وجود تورم، فاصله قابل توجهی میان ارزش دفتری و ارزش بازار شرکت‌ها مشاهده می‌شود. علاوه بر این، متغیرهای مربوط به ارزش شرکت و نرخ رشد دارای چولگی و کشیدگی بالایی هستند که ناشی از ویژگی‌های ساختاری بازار سرمایه ایران است. وجود تعداد محدودی شرکت بزرگ یا دارای نرخ رشد بسیار بالا، موجب شکل‌گیری توزیعی نامتقارن در داده‌ها شده است.

#### ۴-۲. آزمون‌های رگرسیونی

در این بخش، به ارائه نتایج حاصل از آزمون فروض کلاسیک رگرسیونی و تعیین روش برآورد الگوهای رگرسیونی پرداخته می‌شود.

#### ۴-۲-۱. فروض کلاسیک رگرسیون

پنج فرض آرمانی رگرسیون که از آنها به عنوان فروض کلاسیک رگرسیونی یاد می‌شود، از اساسی‌ترین مولفه‌های مورد نیاز برای برآورد رگرسیون است که بتوان به نتایج حاصل از آن اتکا نمود تا بتوان نتایج حاصل از برآورد رگرسیون را با قابلیت اتکای کافی به جامعه آماری پژوهش تعمیم داد (افلاطونی، ۱۴۰۲). در نگاره شماره ۳ نتایج حاصل از آزمون پنج فرض یاد شده در رابطه با بخش بخش اختلال (ε) الگوهای رگرسیونی ارائه شده است. فرض اول مبنی صفر بودن میانگین جمله اختلال، با توجه به تعریف عرض از مبدا و معنادار بودن آماره آن، برقرار است. فرض دوم و سوم مبنی بر همسانی واریانس و عدم وجود خودهمبستگی در جمله اختلال، با توجه به آماره

حاصل از آزمون‌های والد تعدیل شده و وولدریج، برقرار ناست. به همین برای، برای رفع واریانس ناهمسانی و خودهمبستگی بوجود آمده، از برآورد الگوهای رگرسیونی پژوهش به روش حداقل مربعات معمولی (OLS) صرف نظر شده و به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS)، انجام شده شده است (السدی و همکاران، ۱۴۰۱). همچنین، باتوجه به آماره حاصل از آزمون عامل تورم واریانس ( $VIF < 2$ )، همخطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشته و ضرایب برآورد شده قابل اتکا می‌باشند. فرض پنجم نیز یعنی توزیع نرمال جمله اختلال، با توجه به قضیه حد مرکزی و مشاهدات بالاتر از ۳۰ عدد در این پژوهش، برقرار است.

### نگاره ۳: نتایج آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

نتیجه	آماره		آزمون	فرض
	الگو (۲)	الگو (۱)		
برقرار است	۵/۱۹	۵/۰۸	عرض از مبدا	میانگین (E) صفر است.
برقرار نیست	۱۳۹۸۰/۷۲	۱۳۶۰۰/۴۵	والد تعدیل شده	واریانس (E) برای زوج مشاهدات ثابت است.
برقرار نیست	۸/۸۳	۸/۶۱	وولدریج	کوواریانس (E) برای زوج مشاهدات صفر است.
برقرار است	$2 > VIF$	$2 > VIF$	عامل تورم واریانس	کوواریانس (E) با سایر متغیرهای پژوهش صفر است.
برقرار است	مشاهدات = ۱۵۴۸		قضیه حد مرکزی	توزیع (E) نرمال است.

منبع: یافته‌های پژوهش

### ۴-۲-۲. تعیین روش برآورد الگوهای رگرسیونی

در این بخش، نتایج حاصل از آزمون‌های اجرا شده برای تعیین روش برآورد الگوهای رگرسیونی از بین روش داده تابلویی<sup>۳۷</sup> و تلفیقی<sup>۳۸</sup> ارائه شده است. ابتدا، برای انتخاب از بین روش تلفیقی و تابلویی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. سپس، بر اساس آماره آزمون F لیمر، در صورت تایید روش داده تابلویی، برای انتخاب از بین الگو اثر ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن می‌شود (افلاطونی و بختیاروند، ۱۳۹۶). با توجه به نتایج ارائه شده در نگاره ۴، بر اساس آزمون F لیمر، برای برآورد الگوهای رگرسیونی پژوهش از روش داده‌های تابلویی استفاده شده است. سپس، بر

اساس آزمون هاسمن الگو با اثر ثابت نسبت به اثر تصادفی تأیید شده است.

#### نگاره ۴: نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

نتیجه	آزمون Hausmen		آزمون F-Limer		الگو رگرسیونی
	P - value	آماره	P - value	آماره	
الگو اثر ثابت	۰/۰۰۰	۷۹/۵۸	۰/۰۰۰	۲/۶۵	(۱)
الگو اثر ثابت	۰/۰۰۰	۷۸/۱۵	۰/۰۰۰	۲/۹۰	(۲)

منبع: یافته‌های پژوهش

#### ۳-۴. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

در این بخش نتایج حاصل از برآورد الگو رگرسیونی (۱) برای آزمون فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه منفی و معنی‌داری بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت، در نگاره ۵ ارائه شده است. در ادامه، به ارائه تفاسیر حاصل از نتایج پرداخته می‌شود.

#### نگاره ۵ - نتایج حاصل از برآورد الگوی رگرسیونی (۱)

$TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC\_STICKY_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 PROFIT_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \beta_6 IOWN_{i,t} + \varepsilon$				
p-value	آماره Z	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
۰/۰۰	۵/۴۱	۰/۵۲	۲/۸۱	Fixed Coefficient
۰/۰۰	-۵/۲۶	۰/۰۳	-۰/۱۸	Cost - Sticky
۰/۰۰	-۲/۸۳	۰/۰۴	-۰/۱۱	Size
۰/۰۲	۲/۲۸	۰/۲۷	۰/۶۲	Leverage
۰/۰۰	۱۲/۶۱	۰/۰۳	۴/۷۲	Profitability
۰/۰۰	۴/۳۲	۰/۰۴	۰/۱۹	Growth
۰/۰۲	-۲/۳۴	۰/۲۲	-۰/۵۲	Iown
۰/۰۰	۲۶۵/۶۴	آماره والد (معناداری کل الگو) - کای دو		
٪۳۵/۸۰		ضریب تعیین (R-Square)		
٪۳۲/۶۰		ضریب تعیین (R-Square) تعدیل شده		

منبع: یافته‌های پژوهش

اول، با توجه به مقدار آماره والد، معنی‌داری کل رگرسیون اثبات می‌شود. یعنی نتایج حاصل از الگو معتبر بوده و قابل تفسیر می‌باشند. با توجه به ضریب تعیین ارائه شده، الگو یاد شده حدود ۳۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته، یعنی ارزش شرکت را توضیح داده است.

دوم، بر اساس آماره‌های به‌دست‌آمده از آزمون الگو رگرسیونی (۱) مبتنی بر رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته نتایج متغیرها چنین قابل تفسیر است؛ متغیر چسبندگی هزینه با آماره  $-۵/۲۶$  در سطح اطمینان ۹۹ درصد با ارزش شرکت رابطه منفی و معنی‌داری دارد. با توجه به ضریب  $-۰/۱۸$  می‌توان نتیجه‌گیری کرد که به‌ازای هر ۱ واحد افزایش در متغیر چسبندگی هزینه، ۱۸ درصد ارزش شرکت کاهش می‌یابد. با توجه به علت اصلی وقوع پدیده چسبندگی هزینه مبنی بر نگهداشت منابع مازاد توسط مدیران، می‌توان نشان داد مدیران برای دستیابی به منافع شخصی و یا حفظ منافع شرکت با نگهداری منابع مازاد، باعث وقوع پدیده چسبندگی هزینه شده که این پدیده نیز با کاهش سودآوری و پایداری آن، ریسک سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد و در نتیجه ارزش شرکت کاهش می‌یابد. پس، رابطه منفی بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت توجیه نظری و منطقی دارد؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش قابل رد نمی‌باشد.

#### ۴-۴. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

در این بخش نتایج حاصل از برآورد الگو رگرسیونی (۱) برای آزمون فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تشدید رابطه منفی بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت توسط سطح بالای جریان‌های نقدی آزاد، در نگاره ۶ ارائه شده است. در ادامه به ارائه تفاسیر حاصل از نتایج پرداخته می‌شود.

#### نگاره ۶: نتایج حاصل از برآورد الگوی رگرسیونی (۲)

$\beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 + TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC\_STICKY_{i,t} + \beta_2 FCF * OC\_STICKY_{i,t} \\ LEV_{i,t} + \beta_5 PROFIT_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 IOWN_{i,t} + \varepsilon$				
<i>p-value</i>	آماره Z	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
۰/۰۰	۵/۴۷	۰/۵۲	۲/۸۵	<i>Fixed Coefficient</i>
۰/۰۰	-۴/۹۲	۰/۰۳	-۰/۱۹	<i>Cost - Sticky</i>
۰/۰۰	-۵/۰۸	۰/۲۲	-۱/۱۲	<i>FCF * Cost - Sticky</i>
۰/۰۱	-۲/۶۸	۰/۰۵	-۰/۱۵	<i>Size</i>

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	p-value
Leverage	۰/۶۱	۰/۲۷	۲/۲۵	۰/۰۴
Profitability	۵/۰۳	۰/۳۸	۱۲/۹۱	۰/۰۰
Growth	۰/۲۱	۰/۰۵	۴/۱۲	۰/۰۰
Iown	-۰/۵۵	۰/۲۳	-۲/۳۹	۰/۰۳
آماره والد (معناداری کل الگو) - کای دو				
ضریب تعیین (R-Square)				
٪۳۷/۳				
ضریب تعیین (R-Square) تعدیل شده				
٪۳۵/۶				

منبع: یافته‌های پژوهش

اول، با توجه به مقدار آماره والد، معنی‌داری کل رگرسیون تعیین می‌شود. یعنی نتایج حاصل از الگو معتبر بوده و قابل تفسیر می‌باشند. با توجه به ضریب تعیین ارائه شده، الگو یاد شده، حدود ۳۶ درصد از تغییر متغیر وابسته، یعنی ارزش شرکت را توضیح داده است.

دوم، بر اساس آماره‌های به‌دست‌آمده از آزمون الگو رگرسیونی (۱) مبتنی بر رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته، نتایج متغیرها چنین قابل تفسیر است؛ متغیر ضرب تعاملی جریان‌های نقدی آزاد و چسبندگی هزینه با آماره  $-۵/۰۸$  در سطح اطمینان ۹۹ درصد با ارزش شرکت رابطه منفی و معنی‌داری دارد. با توجه به ضریب  $-۱/۱۲$  می‌توان نتیجه‌گیری کرد که به‌ازای هر ۱ واحد افزایش در متغیر تعاملی جریان‌های نقدی آزاد و چسبندگی هزینه، ۱۱۲ درصد ارزش شرکت کاهش می‌یابد. همچنین، متغیر چسبندگی هزینه با آماره  $-۴/۹۲$  در سطح اطمینان ۹۹ درصد با ارزش شرکت رابطه منفی و معنی‌داری دارد. با توجه به ضریب  $-۰/۱۹$  می‌توان نتیجه‌گیری کرد که به‌ازای هر ۱ واحد افزایش در متغیر چسبندگی هزینه، ۱۹ درصد ارزش شرکت کاهش می‌یابد. با توجه به معناداری ضریب حاصل از عامل تعدیل‌گری جریان‌های نقدی آزاد و چسبندگی هزینه و بیشتر بودن مقدار آماره آن از متغیر چسبندگی هزینه ( $-۴/۷۳ > -۴/۸۵$ )، می‌توان دریافت که جریان‌های نقدی آزاد، تأثیر منفی و معناداری چسبندگی هزینه بر ارزش شرکت را تشدید می‌نماید. جریان‌های نقدی آزاد با افزایش توانایی مدیران در ایجاد و نگهداری منابع مازاد به تشدید چسبندگی هزینه منجر می‌شود. پس، نقش تشدیدکننده رابطه منفی چسبندگی هزینه و ارزش شرکت توسط سطح بالای جریان‌های نقدی آزاد، توجیه نظری و منطقی دارد؛ بنابراین، فرضیه دوم

پژوهش قابل رد نمی‌باشد.

### ۵. بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی رابطه بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت با نقش تعدیل‌گری جریان‌های نقدی آزاد پرداخته شده است. نتیجه‌گیری حاصل از برآورد الگوی‌های رگرسیونی (۱) و (۲) مطابق با نگاره ۵ و ۶ که برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش انجام شده است، به شرح زیر است:

اول، چسبندگی هزینه وجود دارد. یعنی هزینه‌های شرکت‌های عضو نمونه آماری پژوهش در بازه زمانی ۱۴۰۳ - ۱۳۹۲ به‌طور متوسط به میزان ۳۲/۴ درصد چسبنده می‌باشند. می‌توان نشان داد که مدیران شرکت‌های ایرانی به دلایل مختلف از تعدیل منابع مازاد خودداری کرده و منجر به وقوع چسبندگی هزینه می‌شوند.

دوم، فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه منفی و معناداری بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت است که با توجه به نتایج حاصل از برآورد الگو رگرسیونی (۱) که در نگاره ۵ ارائه شده است، فرضیه یاد شده رد نمی‌شود. چسبندگی هزینه با کاهش سودآوری، پایداری استقبال تحلیلگران و افزایش خطای پیش‌بینی سودآوری منجر به افزایش ریسک سرمایه‌گذاران و در نهایت کاهش ارزش شرکت می‌شود. زیرا مطلوبیت حاصل از سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها کاهش یافته و سرمایه‌گذاران نیز با فرض افراد منطقی در بازار کار، با حداقل ریسک به دنبال بازدهی مشخص می‌باشند؛ بنابراین با ارائه قیمت‌های پایین‌تر مطلوبیت خود را از سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها بهبود داده و با ایجاد فشار در عرضه سهام شرکت، ارزش آن را کاهش می‌دهند. همچنین، نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش با نتایج حاصل از پژوهش‌های انجام شده از جمله توسط آگاروال (۲۰۲۲)، کاستا و حبیب (۲۰۲۳) و السدی و همکاران (۱۴۰۱)، همسو است.

سوم، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تشدید رابطه منفی بین چسبندگی هزینه و ارزش شرکت توسط سطح بالای جریان‌های نقدی آزاد است که با توجه به نتایج حاصل از برآورد الگو رگرسیونی (۲) که نگاره ۶ ارائه شده است، فرضیه یاد شده رد نمی‌شود. نتایج، حاکی از افزایش توانایی مدیران مبنی بر ایجاد و نگهداری منابع مازاد، زمانی که سطح بالای جریان‌های نقدی آزاد وجود دارد، است. بنابراین، زمانی که میزان جریان‌های نقدی آزاد افزایش می‌یابد، تاثیر منفی چسبندگی هزینه بر ارزش شرکت، تشدید می‌شود. همچنین، نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

پژوهش با نظریه هزینه تعدیل منابع و با نتایج حاصل از پژوهش‌های انجام شده از جمله توسط ریچاردسون (۲۰۰۶)، چن و همکاران (۲۰۱۲)، لیو و همکاران (۲۰۱۹)، کاستا و حبیب (۲۰۲۳) و نمازی و فتحعلی (۱۳۹۷)، همسو است.

درک پدیده چسبندگی هزینه و پیامدهای آن برای مدیران و ذی‌نفعان اهمیت زیادی دارد. مدیران، به‌ویژه در شرایط رقابتی، نیاز دارند تا هزینه‌ها را به‌طور مؤثر مدیریت کنند تا سودآوری حفظ شود. چسبندگی هزینه می‌تواند منجر به ناپایداری سودآوری شده و مانع از رشد شرکت گردد. برای ذی‌نفعان خارجی مانند سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی، چسبندگی هزینه‌ها موجب کاهش دقت پیش‌بینی سودآوری و افزایش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود.

#### ۶. پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش

در این پژوهش، با تأکید بر جریان‌های نقدی آزاد به‌عنوان نماینده مسئله نمایندگی، به بررسی رابطه چسبندگی هزینه و ارزش شرکت پرداخته شده است. در ادامه پیشنهادها برای پژوهشگران در راستای پژوهش‌های آتی و محدودیت‌های اعمال شده در روند اجرای پژوهش تشریح خواهد شد.

#### ۶-۱. پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

در پژوهش‌های آینده پیشنهاد می‌شود چسبندگی هزینه در صنایع خاص مانند بانکداری به‌صورت جداگانه بررسی شود، زیرا تفاوت در ساختار سرمایه و ماهیت هزینه‌ها می‌تواند بر شدت آن تأثیرگذار باشد. همچنین، مطالعه رابطه ویژگی‌های شخصیتی مدیران نظیر غرور و جنسیت با چسبندگی هزینه می‌تواند دیدگاه‌های جدیدی ایجاد کند. بررسی تأثیر چسبندگی هزینه بر کارایی بازار سرمایه ایران، به‌ویژه از منظر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام، نیز حائز اهمیت است. علاوه بر این، تحلیل ارتباط میان کیفیت حسابرسی داخلی و مؤلفه‌هایی مانند استقلال و صلاحیت حسابرسان داخلی با چسبندگی هزینه، به‌دلیل نقش نظارتی و مشاوره‌ای حسابرسان در کاهش ریسک‌های ناشی از آن، پیشنهاد می‌شود. در نهایت، اجرای پژوهش‌های پیمایشی با استفاده از پرسش‌نامه برای شناسایی و آزمون عوامل مؤثر بر چسبندگی هزینه در چارچوب پژوهش‌های توصیفی - همبستگی می‌تواند به منجر به درک بیشتر از عوامل زمینه‌ای این پدیده شود.

## ۶-۲. محدودیت‌های پژوهش

در انجام این پژوهش محدودیت‌های تحمیل شده ناشی از محیط و ماهیت پژوهش بوده است که در ادامه تشریح می‌یابد. اولین محدودیت که ناشی از دسترسی به اطلاعات است که یکی از محدودیت‌های اصلی در پژوهش‌های آرشویی انجام شده در ایران است که منجر به حذف ۱۶۴ شرکت از نمونه‌های پژوهش شده است. در صورت دسترسی کامل به داده‌ها، نتایج دقیق‌تر و با تعمیم‌پذیری بالاتری می‌تواند به دست آید. دومین محدودیت که ناشی از ماهیت و محیط پژوهش است. برای اندازه‌گیری متغیر چسبندگی هزینه، نیاز به اطلاعات صورت‌های مالی ۳ ماهه، ۶ ماهه، ۹ ماهه و سالانه وجود دارد. اما تنها اطلاعات ۶ ماهه و سالانه حسابرسی می‌شوند. بنابراین، محدودیت دوم، عدم اطمینان کافی نسبت به کیفیت داده‌های صورت‌های مالی ۳ و ۹ ماهه شرکت‌ها است که تا حد ممکن به صورت محدود در انجام این پژوهش از آن‌ها بهره برده شده است.

## یادداشت‌ها

- |                              |                                 |
|------------------------------|---------------------------------|
| 1. Anderson                  | 2. Cost stickiness              |
| 3. Rouxelin                  | 4. Cooper & Kaplan              |
| 5. Noreen & Soderstrom       | 6. Balakrishnan                 |
| 7. Calleja                   | 8. Kim                          |
| 9. Tang                      | 10. Jensen & Meckling           |
| 11. Sharpe & Lintner         | 12. Capital asset pricing model |
| 13. Nissim & Penman          | 14. Agarwal                     |
| 15. Richardson               | 16. Chen                        |
| 17. Shan                     | 18. Homburg                     |
| 19. Resource adjustment cost | 20. Xue & Hung                  |
| 21. Banker                   | 22. Managerial expectation      |
| 23. Hartelib                 | 24. Jin & Wu                    |
| 25. Cost & Habib             | 26. Ciftci                      |
| 27. Weiss                    | 28. Han                         |
| 29. Liu                      | 30. Golden                      |
| 31. Henry                    | 32. Jin & Jorion                |
| 33. Lehn & Poulsen           | 34. Astakhov                    |
| 35. Tahu                     | 36. Chung                       |
| 37. Panel                    | 38. Pooled                      |

## الف. فارسی

الاسدی، زینه؛ فروغی، داریوش و هاشمی، سیدعباس. (۱۴۰۱). تأثیر چسبندگی هزینه بر ارزش شرکت با در نظر گرفتن هزینه تعدیل منابع و مسئله نمایندگی. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۴ (۲)، ۶۴-۳۹.

اسماعیل‌زاده، علی و مهرنوش، علی. (۱۳۹۳). رابطه چسبندگی هزینه با کیفیت سود و خطای پیش‌بینی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۲۱ (۶)، ۶۱-۳۷.

افلاطونی، عباس. (۱۴۰۲). اقتصادسنجی در پژوهش‌های حسابداری و مالی با نرم‌افزار Eviews. مدیریت مالی و علوم اقتصادی. *انتشارات ترمه*.

آقایی، محمد علی و حسنی، حسن. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر انگیزه‌های شخصی مدیران و متغیرهای حاکمیت شرکتی بر چسبندگی هزینه‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۶ (۴)، ۱۰۹-۱۲۸.

سپاسی، سحر و کاظم‌پور، مرتضی. (۱۳۹۴). چسبندگی هزینه و مروری جامع بر پژوهش‌های آن در ایران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۹ (۵)، ۵۵-۳۸.

محمد رضائی، فخرالدین؛ غلامی فتیده، اشکان؛ هوشمند کاشانی، سیدعباس. (۱۴۰۳). ارزیابی انتقادی مشکلات روش شناسی پژوهش‌های حاکمیت شرکتی در ایران: چالش‌ها و راهکارها. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، (آماده انتشار).

نمازی، محمد و فتحعلی، اکرم. (۱۳۹۷). بررسی اثر سرمایه فکری و جریان نقد آزاد بر چسبندگی هزینه. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۳۰ (۴-۸)، ۲۲۳-۲۵۰.

## ب. انگلیسی

Agarwal, N. (2022). Cost stickiness and stock price delay. *Journal of European Accounting Review*, 33(3), 855-879.

Anderson, M.C., Banker, R.D., Janakiraman, S.N. (2003). Are selling, general, and administrative costs sticky? *Journal of Accounting Research*, 41(1), 47-63.

Astakhov, A., Havranek, T., & Novak, J. (2019). Firm size and stock return: A quantitative survey. *Journal of Economic Surveys*, 33(5), 1463-1492.

Balakrishnan, R., Peterson, M. J., & Soderstrom, N. S. (2004). Dose capacity utilization affect the stickiness of cost? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 19(3), 283-300.

Banker, R. D., Byzalov, D., & Plehn-Dujowich, J. M. (2014). Demand

- uncertainty and cost behavior. *The Accounting Review*, 89(3), 839-865.
- Banker, R. D., Byzalov, D., Fang, S., & Liang, Y. (2018). Cost management research. *Journal of Management Accounting Research*, 30(3), 187-209.
- Calleja, K., Steliaros, M., & Thomas, D. C. (2006). A note on cost stickiness: Some international comparisons. *Journal of Management Accounting Research*, 17(2), 127-140.
- Chen, C. X., Lu, H., & sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Journal of Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252-282.
- Chen, J., Kama, I., & Lehavy, R. (2019). A contextual analysis of impact of managerial expectation on asymmetric cost behaviour. *Review of Accounting Studies*, 24(1), 665-693.
- Chung. Ch. Y, Hur. S. K and Liu. Ch. (2019). Institutional investors and cost stickiness. *The North American Journal of Economics and Finance*, 47(1), 336-350.
- Ciftci M., Mashruwala, R., & Weiss, D. (2016). Implication of cost behaviour for analysts' earnings forecasts. *Journal of Management Accounting Research*, 28(1), 57-80.
- Cooper, R., Kaplan, R. S. (1992). Activity-based systems: Measuring the costs of resource usage. *Accounting Horizons*, 6(3), 1-13.
- Costa, M. D. Habib, A. (2023). Cost stickiness and firm value. *Journal of Management Control*, 34(2), 235-273.
- Golden, J., Mashruwala, R., & Pevzner, M. (2020). Labor adjustment costs and asymmetric cost behavior. *Journal of Management Accounting Research*, 46, 100647.
- Han, S., Rezaee, Z., & Tuo, L. (2019). Is cost stickiness associated with management earnings forecast? *Asian Review of Accounting*, 28(2), 173-211.
- Hartlieb, S., Loy, T., & Eierle, B. (2020). The effect of generalized trust on cost stickiness: Cross – country Evidence. *The international Journal of Accounting*, 55(04), 2050018.
- Henry, D. (2008). Corporate governance structure and the valuation of Australian firm: Is there value in ticking the boxes? *Journal of Business, Finance & Accounting*, 35(7-8), 912-942.
- Homburg, C., Nasev, J., Reimer, K., & Uhrig-Homburg, M. (2016). Does cost management affect credit risk? *SSRN: Social Science Research Network*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial

- behavior, agency costs and ownership structure. *In Corporate governance*, (pp. 77-132).
- Jin, X., Wu, H. (2021). Economic policy uncertainty and cost stickiness. *Journal of Management Accounting Research*, 52(1), 100-111.
- Jin, Y., Jorion, P. (2006). Firm value and hedging: Evidence from US oil and gas producers. *The Journal of Finance*, 61(2), 893-919.
- Kim, J. B., Lee, J. J., & Park, J. C. (2019). Internal control weakness and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 37(1), 259-292.
- Lehn, K., A. Poulsen. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *Journal of Finance*, 44(3), 771-787.
- Liu, X., Liu, X., & Reid, C. (2019). Stakeholder orientation and cost management. *Contemporary Accounting Research*, 36(1), 486-512.
- Nissim, D., Penman, S. H. (2001). Ratio analysis and equity valuation: From research to practice. *Review of Accounting Studies*, 6(1), 109–154.
- Noreen, E. (1991). Condition under which activity – based cost systems provide relevant costs. *Journal of Management Accounting Research*, 3(1), 159-168.
- Richardson, S. (2006). Over – investment of free cash flows. *Review of Accounting Studies*, 11(1), 159-189.
- Rouxelin, F., Wongsunwai, W., & Yehuda, N. (2018). Aggregate cost stickiness in GAAP financial statements and future unemployment rate. *The Accounting Review*, 93(3), 299-325.
- Shan, Y., Meiting, L., & Bugeja, M. (2015). Cost stickiness in Australia: Characteristics and determinants. *Australian Accounting Review*, 25(2), 248-261.
- Sharpe, W, F. (1964). Capital asset price: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Tahu, G. P., Susilo, D. D. (2017). Effect of liquidity, leverage and profitability to the firm value. *Journal of Finance and Accounting*, 8(18), 89-98.
- Tang, L., Huang, Y., Liu, J., & Wan, X. (2022). Cost stickiness and stock price crash risk: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(2), 544-569.
- Weiss, D. (2010). Cost behavior and analysts' earnings forecasts. *The Accounting Review*, 85(4), 1441-1471.
- Xue, S., Hong, Y. (2016). Earnings management, corporate governance and expense stickiness. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 41-58.