

## بررسی تأثیر مدیریت ذی‌نفعان بر سود تقسیمی و ارزش شرکت

مجتبی گل محمدی<sup>۱</sup>، امید پورحیدری<sup>۲</sup>، مهدی بهارمقدم<sup>۳</sup>

**چکیده:** محیط تجاری امروزی، زمینه کاربست و ادغام تئوری ذی‌نفعان را با تئوری نمایندگی در استراتژی‌های مالی و مدیریتی شرکت‌ها فراهم آورده است. در این راستا، مدیریت و ایجاد تعادل بین منافع کلیه ذی‌نفعان حائز اهمیت است. هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر مدیریت ذی‌نفعان بر سود تقسیمی و ارزش شرکت مطابق با تحلیل‌های تئوری نمایندگی و تئوری ذی‌نفعان است. برای سنجش شاخص مدیریت ذی‌نفعان، جریان‌های نقدی پرداختی به هر یک از گروه‌های ذی‌نفع مینا قرار گرفته است. برای بررسی موضوع، نمونه‌ای متشکل از ۲۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در فاصله سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ انتخاب شده و داده‌ها با استفاده از رگرسیون تجزیه و تحلیل شده است. شواهد تحقیق نشان می‌دهد رابطه مثبت و معناداری بین مدیریت ذی‌نفعان و سود تقسیمی وجود دارد. همچنین بین مدیریت ذی‌نفعان و ارزش بازار شرکت رابطه منفی و معناداری برقرار است. این نتایج نشان می‌دهد در محیط ایران، مدیریت ذی‌نفعان نیز بیشتر در جهت منافع سهامداران صورت می‌گیرد.

**واژه‌های کلیدی:** ارزش شرکت، تئوری ذی‌نفعان، تئوری نمایندگی، سود تقسیمی، مدیریت ذی‌نفعان.

۱. استادیار حسابداری، دانشگاه خانی میبد، آذربایجان شرقی، میبد، ایران

۲. استاد حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر، کرمان، ایران

۳. دانشیار حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر، کرمان، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۵/۰۶/۲۷

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۶/۰۲/۲۳

نویسنده مسئول مقاله: مجتبی گل محمدی

E-mail: mojtaba\_g647@yahoo.com

**مقدمه**

هیل و جونز (۱۹۹۲) در تحقیقی، تئوری نمایندگی و تئوری ذی‌نفعان را بررسی کردند. آنها با مطالعه پژوهش‌های انجام شده در این زمینه، بر این موضوع تأکید کردند که در دهه‌های گذشته، تئوری نمایندگی یکی از الگوهای غالب در ادبیات اقتصاد به‌شمار می‌رود (هیل و جونز، ۱۹۹۲). مطابق ادبیات مزبور، تئوری نمایندگی در وهله اول به چگونگی ارتباط بین مدیران و سهامداران پرداخته است. در این راستا، سیاست پرداخت سود تقسیمی یکی از ابزارهای مؤثری تلقی می‌شود که مدیران به کمک آن می‌توانند تعارض‌های نمایندگی بین مدیران و سهامداران را کاهش دهند (استربروک، ۱۹۸۴).

به هر حال، اخیراً پژوهشگران درصدد برآمده‌اند کاربردهای تئوری نمایندگی را در مسائلی از قبیل مدیریت استراتژیک، عملکرد تجاری، رفتار سازمانی و... مطالعه کنند (برای مثال جنسن، ۲۰۰۱ و ۲۰۱۰). یکی از این کاربردها، بررسی توانایی تئوری نمایندگی در تشریح روابط قراردادی ضمنی و آشکار بین گروه‌های مختلف ذی‌نفع، معرفی شده است (کونسیک، ۱۹۸۷). این رویکرد در ادبیات مالی و مدیریتی به رویکرد تئوری ذی‌نفعان مشهور است. بر خلاف تئوری نمایندگی که تنها ارتباط بین مدیران و سهامداران را در نظر می‌گیرد؛ تئوری ذی‌نفعان، شرکت را حلقه ارتباطی همه تأمین‌کنندگان منابع شرکت (ذی‌نفعان) در نظر می‌گیرد. طبق تئوری نمایندگی، سهامداران به قصد کسب بازده، در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند. با این حال، طبق تئوری ذی‌نفعان، تضاد منافع بین گروه‌های مختلف ذی‌نفع، ممکن است موجب کاهش بازدهی تعلق گرفته به سهامداران شود (بهرن، جوزفسن و استین، ۲۰۱۲).

سؤالی که مطرح می‌شود این است که مدیران برای مدیریت این تضاد منافع بالقوه، باید سیاست تقسیم سود را چگونه برنامه‌ریزی کنند؟ پژوهشگران در خصوص تبیین رابطه بین سود تقسیمی و تضاد منافع بین ذی‌نفعان دو تفسیر ارائه کرده‌اند. طبق تفسیر اول، اثرات متقابل سود تقسیمی و تضاد منافع بین گروه‌های ذی‌نفع (مدیریت ذی‌نفعان) همسو (غیرهمسو) با یکدیگر است. به بیانی، کاهش تضاد منافع بین گروه‌های مختلف ذی‌نفع با پرداخت سود تقسیمی کمتری نیز همراه است. تفسیر این رابطه به این صورت است که برای کاهش تضاد منافع بین گروه‌های مختلف ذی‌نفع، باید از سود تقسیمی قابل پرداخت به سهامداران کاست و وجوه به‌دست آمده را به ذی‌نفعان دیگری پرداخت کرد و با این کار رضایت سایر گروه‌های ذی‌نفع را تأمین نمود.

در تفسیر دوم، رابطه بین سود تقسیمی و تضاد منافع بین ذی‌نفعان (مدیریت ذی‌نفعان) غیرهمسو (همسو) در نظر گرفته می‌شود. به بیانی، کاهش تضاد منافع بین ذی‌نفعان با پرداخت سود تقسیمی بیشتر همراه است. این رابطه نیز این‌گونه تفسیر می‌شود که ذی‌نفعان می‌توانند از

منافعی که در حال حاضر به شکل سود تقسیمی بین سهامداران توزیع می‌شود، بهره برده و تضاد منافع بین آنها را در آینده کاهش دهند. به بیان دیگر، طبق این الگو اگر مدیران شرکت بتوانند منافع گروه‌های مختلف ذی‌نفع را مدیریت کنند و تضاد منافع بین آنها را کاهش دهند، زمینه پرداخت سود تقسیمی بیشتر برای سهامداران نیز فراهم می‌شود (بهرن و همکاران، ۲۰۱۲). تحقیقات تجربی کمی این دو تفسیر متفاوت را آزموده‌اند. بنابراین این تحقیق درصدد است تا چگونگی رابطه بین مدیریت منافع گروه‌های ذی‌نفع و سود تقسیمی را به صورت تجربی تبیین کند.

از طرفی تئوری ذی‌نفعان، متضمن این موضوع است که مدیران شرکت باید طوری عمل کنند که رفاه اجتماعی همه ذی‌نفعان شرکت فراهم شود. به بیان دیگر، با اینکه تئوری نمایندگی بر ایجاد حداکثر ارزش برای سهامداران تمرکز دارد؛ در تئوری ذی‌نفعان بر خلق حداکثر ارزش برای کلیه ذی‌نفعان شرکت تأکید می‌شود. جنسن (۲۰۰۱ و ۲۰۱۰) این بحث را مطرح می‌کند که این دو تئوری ضرورتاً ناسازگار نیستند. اگرچه وی مدعی است تئوری ذی‌نفعان، معیار شفافی را برای اندازه‌گیری موفقیت شرکت ارائه نمی‌دهد؛ تأکید می‌کند که بدون در نظر گرفتن ذی‌نفعان، شرکت قادر به ایجاد حداکثر ارزش نخواهد بود (جنسن، ۲۰۰۱ و ۲۰۱۰). نتیجه تحقیقات مختلف در این زمینه نیز متفاوت بوده است؛ برخی به رابطه مثبت و حتی منفی اشاره داشته‌اند و برخی دیگر هیچ رابطه‌ای بین مدیریت ذی‌نفعان و ارزش شرکت مشاهده نکرده‌اند (بنسن و دیویدسن، ۲۰۱۰). در این رابطه نیز دو استدلال ارائه شده است. در یک حالت این گونه تفسیر می‌شود که در نظر نگرفتن منافع گروه‌های ذی‌نفع به ایجاد واکنش‌های منفی از طرف بازار منجر شده و متعاقب آن قیمت سهام شرکت کاهش خواهد یافت. در حالت دیگر این استدلال مطرح می‌شود که صرف شدن منابع شرکت در جهت رفاه ذی‌نفعان، به اختصاص منابع کمتری برای سهامداران به عنوان ذی‌نفع اصلی شرکت منجر می‌شود که متعاقب آن قیمت سهام کاهش می‌یابد (بنسن و دیویدسن، ۲۰۱۰). بنابراین اینکه مدیریت ذی‌نفعان به افزایش / کاهش سود تقسیمی یا افزایش / کاهش ارزش شرکت منجر می‌شود، سؤالی است که در این تحقیق و در وضعیت بازار ایران بررسی خواهد شد.

### پیشینه نظری پژوهش

تئوری ذی‌نفعان از دهه ۱۹۷۰ به تدریج توسعه یافت. در اواسط دهه ۱۹۸۰، رویکرد ذی‌نفعان در استراتژی شرکت‌ها پدیدار شد. نکته اساسی در این جنبش، انتشار اثر ریچارد ادوارد فریمن (۱۹۸۴) است. عنوان اثر او مدیریت استراتژی بود که رویکرد ذی‌نفعان به عنوان موضوع فرعی در

آن مطرح شد. وی بر این عقیده بود که مفهوم ذی‌نفعان برخاسته از بُعد و دیدگاه شرکت است (فریمن، ۱۹۸۴). بر اساس تئوری ذی‌نفعان، باید به گروه‌هایی که به‌طور مستقیم و غیرمستقیم در شرکت اثر می‌گذارند یا از شرکت تأثیر می‌پذیرند، توجه کرد؛ زیرا بقای شرکت منوط به توجه به این گروه‌هاست و در غیر این صورت ادامه حیات شرکت به مخاطره می‌افتد. بنابراین، شرکت‌ها باید در انجام فعالیت‌های خود، گروه‌های مختلف ذی‌نفع را در نظر داشته باشند (شانکمن، ۱۹۹۹).

در تحقیقات مختلف، تئوری ذی‌نفعان از ابعاد گوناگون بحث و بررسی شده است، ولی از همان ابتدا که تئوری ذی‌نفعان توسط انسوف برای بیان اهداف شرکت مطرح شد، همواره هدف عمده شرکت در این راستا، برقراری تعادل بین منافع و نیازهای متضاد و متقابل گروه‌های ذی‌نفع در شرکت بیان شده است (روبرتز، ۱۹۹۲). به بیانی دیگر، ضرورتی وجود ندارد که مدیران تصمیم‌های خود را بر مبنای تطابق با ذی‌نفعان برنامه‌ریزی کنند، بلکه وظیفه مدیران لحاظ کردن تضاد منافع بین گروه‌های ذی‌نفع در تصمیمات مختلف شرکتی و متعاقب آن مدیریت این تضادهاست. تئوری ذی‌نفعان، شرکت را مجموعه‌ای از گروه‌های ذی‌نفع در نظر می‌گیرد که منافع و نیازهای این گروه باید توسط مدیران تأمین شود (فریدمن و میلز، ۲۰۰۶). در این رابطه، مدیران باید روابط بین گروه‌های ذی‌نفع را مدیریت کنند که در ادبیات مالی و اقتصادی از آن به مدیریت ذی‌نفعان تعبیر می‌شود. در تئوری ذی‌نفعان به دو مسئله توجه می‌شود؛ اول اینکه هدف شرکت چیست و دوم اینکه مدیران در قبال ذی‌نفعان چه مسئولیت‌هایی برعهده دارند (فریمن، ویکس و پارمار، ۲۰۰۴).

به‌طور کلی می‌توان از دو بُعد به بررسی تئوری ذی‌نفعان پرداخت. یکی این موضوع است که مدیران چگونه باید با ذی‌نفعان شرکت برخورد کنند. این بُعد تئوری ذی‌نفعان جنبه هنجاری (اصولی) دارد و دربردارنده مفاهیم اخلاقی است. بُعد هنجاری تئوری ذی‌نفعان متضمن این موضوع است که تعهدات مدیریتی نسبت به منافع ذی‌نفعان بر تصمیمات استراتژیک شرکت جهت داده و در نهایت این استراتژی‌ها در عملکرد مالی شرکت متبلور می‌شود. بُعد دیگر تئوری ذی‌نفعان این است که مدیریت ذی‌نفعان در یک استراتژی مشخص چه تأثیری دارد. این بُعد تئوری ذی‌نفعان را می‌توان بُعد توصیفی (اثباتی) آن تفسیر کرد (دونالدسون و پریستون، ۱۹۹۵). از دیدگاه توصیفی، در وهله اول می‌توان این استنباط را داشت که میزان تأمین منافع هر یک از ذی‌نفعان بر وضعیت عملکردی شرکت مؤثر است و در صورتی که منافع هر یک از ذی‌نفعان به‌خوبی برآورده شود، شرکت نیز از عملکرد خوبی برخوردار شده و به نوعی برای شرکت ارزش ایجاد می‌شود. این امر را می‌توان ناشی از آن دانست که هر یک از ذی‌نفعان بر نوعی از منابع شرکت کنترل دارند.

### مدیریت ذی نفعان

آدام اسمیت تأکید می کند که بازارهای سالم به مشتریان اجازه انتخاب می دهد؛ چه چیزی را، از چه کسی و تحت چه شرایطی بخرند. چنین بازاری برای نقش های دیگر ذی نفعان نیز همین عملکرد را دارد؛ از جمله استخدام (مثلاً، برای چه کسی کار می کنم، با چه ضوابطی، در ازای چه دستمزدی). از قوانین ابتدایی بازارها این است که مردم به انتخاب هایی تمایل دارند که در قبال ارزشی که ارائه می کنند، بیشترین ارزش را برای آنها دربرداشته باشد. وقتی معامله بهتری پیدا می کنند (دستیابی به ارزش بیشتر نسبت به آنچه صرف کرده اند)، مایل اند انتخاب پیشین را کنار گذاشته و به این معامله بهتر روی آورند. بدین ترتیب، اگر شرکت ها می خواهند موفق باشند، باید راه هایی برای بهبود آنچه برای جلب رضایت ذی نفعان انجام می دهند، پیدا کنند. استدلال اسمیت مبنی بر اینکه بازارهای سالم به افراد اجازه انتخاب می دهد، شبیه دیدگاه فریمن است مبنی بر اینکه تمام ذی نفعان «مشتری» هستند. آنها همگی باید تصمیم بگیرند آیا فایده ای که یک شرکت به آنها می رساند بیشتر از چیزی است که از فرصت های دیگر از دست می دهند یا خیر. با این منطق، شرکت هایی که وضع ذی نفعان خود را بهتر می کنند، آنها را می توانند حمایت و مشارکت ذی نفعان خود را جلب کرده و به مرور زمان، رونق پیدا کنند (هریسون و ویکس، ۲۰۱۳).

کلارکسون (۱۹۹۵) بقای یک شرکت را به مشارکت مداوم «ذی نفعان اولیه» آن، یعنی سهامداران و سرمایه گذاران، کارکنان، مشتریان و تأمین کنندگان می داند. همچنین طبق نظر وی، «ذی نفعان عمومی» (همچون دولت ها و جوامع) نیز با ایجاد زیرساخت ها و چارچوب های قانونی بر شرکت تأثیر می گذارند. «ذی نفعان ثانویه» کسانی هستند که بر شرکت تأثیر می گذارند یا از آن تأثیر می پذیرند، اما در تراکنش های مستقیم با آن حضور ندارند و برای بقای آن ضروری نیستند که از آن جمله می توان به رسانه ها و ذی نفعان خاص اشاره کرد (کلارکسون، ۱۹۹۵).

ذی نفعان مختلف منافع گوناگونی دارند. برای مثال، مشتریان تمایل به پرداخت مبلغ کمتری بابت خرید محصولات یک شرکت دارند تا مطلوبیت خود را از مصرف افزایش دهند و سهامداران تمایل به اختصاص مبلغ بیشتری نسبت به کالاها و خدمات دارند تا در نهایت سود آنها افزایش یابد. از طرفی کاهش قیمت می تواند به جذب مشتریان بیشتر منجر شود که منافع گروه سهامداران و مشتریان را توأم به همراه دارد. تضاد منافع بین این گروه های ذی نفع ممکن است موجب کاهش بازدهی شود. برای مثال، سهامداران شرکت ممکن است نگران استفاده منافع شرکت توسط کارکنان باشند که به هزینه آنها انجام می شود (بهرن و همکاران، ۲۰۱۲).

اگر مشکلات نمایندگی بین ذی‌نفعان برای سهامداران به صورت تهدید درآید، سهامداران تمایل به سرمایه‌گذاری اضافه در شرکت را از دست می‌دهند و این مسئله می‌تواند موجب افزایش هزینه سرمایه شرکت شده و متعاقب آن، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های کارا را کاهش دهد (بهرن و همکاران، ۲۰۱۲).

به غیر از سهامداران و مدیران، گروه‌های ذی‌نفع دیگر مشتریان، تأمین‌کنندگان، اعتباردهندگان، کارکنان، دولت و عموم جامعه هستند. هر یک از گروه‌های ذی‌نفع بخشی از منابع شرکت را تأمین می‌کنند و در عوض انتظار دارند که منافع آنها به طرز رضایت‌بخشی تأمین شود. برای مثال سهامداران سرمایه شرکت را تأمین می‌کنند و در قبال آن انتظار دارند که بازده سرمایه‌گذاری آنها با در نظر گرفتن ریسک مربوطه حداکثر شود. اعتباردهندگان منابع مالی شرکت را تأمین می‌کنند و این انتظار را دارند که اعتبارشان در موعد زمانی مشخص پرداخت شود. مدیران و کارکنان، وقت، مهارت و سرمایه انسانی خود را در اختیار شرکت می‌گذارند و در قبال آن پرداخت‌های منصفانه و شرایط کاری مطلوب را از شرکت انتظار دارند. تأمین‌کنندگان نهاده‌های مورد نیاز تولید شرکت را تأمین می‌کنند و قیمت‌های مناسب و تداوم فعالیت شرکت را خواستارند. دولت امکانات زیرساختی برای فعالیت شرکت‌ها فراهم می‌کند و در عوض خواستار تمکین مالیاتی از سوی شرکت‌هاست (هیل و جونز، ۱۹۹۲).

در هر صورت باید این فرضیه اقتصادی را در نظر گرفت که تمام فعالان اقتصادی در پی به حداکثر رساندن منافع خود هستند؛ بنابراین اینکه مدیر فقط حداکثر کردن منافع سهامداران را در نظر داشته باشد، می‌تواند به نوعی با این گزاره اقتصادی در تضاد باشد و بهتر است بیان شود که مدیران باید در پی ایجاد تعادل بین منافع گروه‌های ذی‌نفع باشند (اگل، فریمن، جنسن و میچل، ۲۰۰۸).

### پیشینه تجربی

هیلمن و کیم (۲۰۰۱) در پژوهشی ارتباطی بین ارزش ذی‌نفعان، مدیریت ذی‌نفعان و مسائل اجتماعی را آزمودند. آنها بیان کردند که متغیر مدیریت ذی‌نفعان به ندرت در پژوهش‌ها کمی‌سازی شده است. با این حال در پژوهشی که انجام دادند برای اندازه‌گیری مدیریت ذی‌نفعان از معیار KLD<sup>۱</sup> معرفی شده توسط وادوک و گریوز با اعمال تغییرات مد نظر خود استفاده کرده‌اند. به نظر آنها معیار یاد شده برای اندازه‌گیری عملکرد اجتماعی شرکت مناسب است و ۹ شاخص را دربردارد: ۱. ارتباطات با اجتماع؛ ۲. ارتباطات با کارکنان؛ ۳. عملکرد محیطی؛ ۴. ویژگی‌های

1. Kinder, Lydenburg, Domini (KLD)

محصول؛ ۵. رفتار با زنان و گروه اقلیت؛ ۶. معاهده‌های نظامی؛ ۷. تولید الکل یا دخانیات؛ ۸. فعالیت‌های قمارگونه و ۹. فعالیت‌های مخالف حقوق بشری. هیلمن و کیم به منظور سازگاری معیار KLD با مدیریت ذی‌نفعان، موضوعات غیرمرتبط با ذی‌نفعان اولیه در این معیارها را تفکیک کردند و از آن برای سنجش مشارکت اجتماعی شرکت بهره بردند. به بیانی ساده‌تر، آنها معیار KLD معرفی‌شده وادوک و گریوز را به دو متغیر مدیریت ذی‌نفعان و مشارکت اجتماعی شرکت تخصیص دادند. نتایج پژوهش نشان داد ایجاد روابط بهتر با ذی‌نفعان اولیه از جمله کارکنان، مشتریان و تأمین‌کنندگان، به افزایش ارزش برای سهامداران منجر خواهد شد. از نتایج دیگر اینکه صرف کردن منابع شرکت در جهت مسائل اجتماعی، بر ارزش ایجادشده برای سهامداران تأثیر منفی می‌گذارد.

بنسن و دیویدسن (۲۰۱۰) رابطه بین مدیریت ذی‌نفعان، ارزش شرکت و پاداش هیئت‌مدیره را بررسی کردند. نتیجه پژوهش آنها نشان داد رابطه مثبت و معناداری بین ارزش شرکت و مدیریت ذی‌نفعان برقرار است. با این حال، شرکت‌ها برای مدیریت روابط بین گروه‌های ذی‌نفع، پاداش بیشتری برای مدیران خود قائل نمی‌شوند.

بهرن و همکارانش (۲۰۱۲) در تحقیقی رابطه میان تضاد منافع بین گروه‌های ذی‌نفع و سود تقسیمی شرکت را آزمودند. برای این منظور سیاست پرداخت سود تقسیمی در شرکت‌های مالک‌محور و شرکت‌های ذی‌نفع‌محور را مقایسه کردند. نتایج تحقیق نشان داد شرکت‌های ذی‌نفع‌محور به‌طور معناداری سود تقسیمی بیشتری نسبت به شرکت‌های مالک‌محور پرداخت می‌کنند.

ونگ و سنگوپتا (۲۰۱۶)، به بررسی رابطه بین روابط ذی‌نفعان، ارزش برند و عملکرد شرکت پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داده است که کیفیت بالای روابط با ذی‌نفعان شرکت به افزایش ارزش برند منجر می‌شود که این نتیجه، افزایش عملکرد مالی شرکت را به دنبال دارد. در تحقیقات انجام‌شده در ایران، تاکنون موضوع این تحقیق به‌طور مستقیم آزمون نشده است. بنابراین نتایج تحقیقات مشابه در این زمینه مرور شده است. عیسایی تفرشی و یحیی‌پور (۱۳۹۲) توجه به منافع سهامداران و سایر گروه‌های ذی‌نفع را از دید قانون تجارت ایران بررسی کردند. طبق بررسی آنها، رویکرد ذی‌نفع‌محوری در مقررات شرکت‌های سهامی ایران پذیرفته شده است. به نظر آنها، همگرایی دو نظریه سهامدارمحوری و ذی‌نفع‌محوری در رویکرد جدید حاکمیت شرکتی بیان‌کننده این است که در نظر گرفتن منافع سایر گروه‌های ذی‌نفع در اداره شرکت، به‌منظور حداکثرسازی منافع پایدار و بلندمدت سهامداران شرکت است.

رهگذر (۱۳۸۵) رابطه بین معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش، رضایت سهامدار و قیمت سهام را به‌صورت تجربی مطالعه کرد. نتایج وی نشان داد بین همه معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش،

شامل نرخ بازدهی سرمایه، نرخ بازدهی دارایی‌ها، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی با قیمت سهام ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج تحقیق وی حاکی است که رضایت سهامدار که از طریق نرخ بازدهی سرمایه اندازه‌گیری شده است، ارتباط مثبت و معناداری با ارزش بازار سهام دارد. به علاوه، رضایت مشتریان نیز ارتباط معناداری با قیمت سهام دارد و رضایت اعتباردهندگان ارتباط معناداری با قیمت سهام شرکت ندارد. تأثیر مالیات به‌عنوان شاخصی برای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر ارزش بازار سهام نیز بسیار ناچیز است. به‌طور کلی نتایج تحقیق وی نشان می‌دهد حداکثرسازی قیمت سهام به‌عنوان هدف اصلی شرکت می‌تواند به رضایت سهامداران و مشتریان منجر شود.

### فرضیه‌های پژوهش

هرچند ایجاد توازن میان نیازها و منافع گروه‌های ذی‌نفع بسیار دشوار است، نباید بهانه‌ای برای غفلت از رسیدن به چنین تعادلی باشد. به نظر سالمون و سالمون (۲۰۰۴)، ارزش‌آفرینی برای گروه‌های ذی‌نفع از طریق تمرکز بر فعالیت‌های تجاری به‌منظور حداکثرسازی ارزش برای جوامع محلی، کارمندان و محیط‌زیست، می‌تواند مترادف ارزش‌آفرینی مالی برای سهامداران باشد. نادیده‌گرفتن نیازهای گروه‌های ذی‌نفع می‌تواند به کاهش عملکرد مالی و حتی ناکامی و ورشکستگی شرکت منجر شود. در نتیجه تأمین منافع هر یک از گروه‌های ذی‌نفع مختلف می‌تواند موجب تأمین هدف نهایی حداکثرسازی دارایی سهامداران شود. به نظر آنها در درازمدت مغایرت کمی میان هدف نهایی تئوری و اجرای رویکرد تئوری ذی‌نفعان وجود دارد. از این رو، تنها با در نظر گرفتن منافع گروه‌های ذی‌نفع همانند منافع سهامداران است که شرکت‌ها می‌توانند به حداکثرسازی سوددهی بلندمدت دست یافته و در نهایت دارایی سهامداران را به حداکثر برسانند.

همچنین طبق تئوری ذی‌نفعان، مدیران باید فرایندی را تدوین و اجرا کنند که افراد ذی‌نفع در فعالیت تجاری را راضی نگه دارند. وظیفه اصلی در این فرایند، مدیریت و ادغام روابط و منافع سهامداران، کارکنان، مصرف‌کنندگان، عرضه‌کنندگان، جوامع کلی و سایر گروه‌ها به روشی است که موفقیت درازمدت بنگاه را تضمین می‌کند. رویکرد ذی‌نفعان ارتباط بسیار زیادی با مدیریت فعال محیط تجاری، روابط و ارتقای منافع و سود سهام، به‌منظور گسترش راهبردهای تجاری دارد (بهرن و همکاران، ۲۰۱۲).

با توجه به آنچه تا کنون بیان شد، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: مدیریت ذی‌نفعان بر سیاست سود تقسیمی شرکت تأثیر می‌گذارد.

فرضیه دوم: مدیریت ذی‌نفعان بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد.



## روش‌شناسی پژوهش

فرضیه‌های پژوهش به کمک رگرسیون خطی چندمتغیره آزمون شده‌اند. برای بررسی معناداری الگوی رگرسیون از آماره F و برای بررسی معنادار بودن ضریب متغیرهای مستقل و کنترلی نیز از آماره t استفاده شده است. استقلال پسماندها به کمک آماره دوربین - واتسون آزمون شده و توان پیش‌بینی الگو از طریق ضریب تعیین تعدیل شده ارزیابی شده است. جامعه آماری این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران شکل داده و دوره زمانی آن از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ در نظر گرفته شده است. از میان جامعه آماری پژوهش، شرکت‌هایی که از ویژگی‌های زیر برخوردار بودند، برای نمونه انتخاب شدند:

۱. با توجه به اینکه برخی از متغیرهای استفاده شده در پژوهش، از قبیل سود تقسیمی و ارزش بازار شرکت در خصوص شخصیت قانونی موضوعیت دارد؛ نمونه آماری از اطلاعات مالی غیر تلفیقی حسابرسی شده انتخاب شده است.
  ۲. پایان سال مالی شرکت‌های موجود در صنعت یکنواخت باشد.
  ۳. با توجه به ماهیت پژوهش و لزوم مقایسه شرکت‌های موجود در یک صنعت، شرکت‌های مربوط به صنایع کاشی و سرامیک؛ سیمان، گچ و آهک؛ قند و شکر؛ فلزات اساسی؛ خودرو و قطعات؛ دارو؛ استخراج کانی‌های فلزی و صنایع شیمیایی انتخاب شده‌اند.
  ۴. اطلاعات لازم در فاصله زمانی اجرای پژوهش در دسترس باشد.
- با توجه به موارد بیان شده، ۲۲۰ شرکت برای اجرای پژوهش انتخاب شد. با در نظر گرفتن دوره زمانی پژوهش و برای آزمون فرضیه اول، تعداد کل داده‌ها ۱۳۲۰ شرکت - سال است. از آنجا که قیمت سهام برخی شرکت‌های نمونه مطالعه به دلیل خروج از بورس در فهرست نرخ‌های بورس نبودند، برای آزمون فرضیه دوم داده‌های پژوهش به ۹۶۰ شرکت - سال کاهش یافت. برخی داده‌ها از نرم‌افزار رهاورد نوین و برخی اطلاعات به‌طور مستقیم از صورت‌های مالی منتشرشده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج شدند. تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز در نسخه ۸ نرم‌افزار Eviews انجام گرفت.

## الگوهای پژوهش

برای سنجش فرضیه اول پژوهش از مدل ۱ استفاده شده است:

$$\begin{aligned} \ln Dividends_{it} = & \alpha \\ & + \beta_1 \ln Stakeholder Management_{it} \\ & + \lambda_1 Cash Ratio_{it} + \lambda_2 Leverage_{it} + \lambda_3 \ln Sale_{it} \\ & + \lambda_4 \ln Liquidity_{it} + \lambda_5 Earnings Index_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad \text{(مدل ۱)}$$

که در آن،  $\ln Dividends_{it}$  لگاریتم طبیعی سود تقسیمی پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$  و متغیر وابسته برای آزمون فرضیه اول؛  $\ln Stakeholder Management_{it}$  لگاریتم طبیعی شاخص مدیریت ذی‌نفعان شرکت  $i$  در سال  $t$  و متغیر مستقل پژوهش که نحوه محاسبه آن در ادامه بیان شده است؛  $Cash Ratio_{it}$  نسبت گردش نقدی شرکت  $i$  در سال  $t$  و متغیر کنترلی که از طریق نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به بدهی‌های جاری محاسبه می‌شود؛  $Leverage_{it}$  اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  و متغیر کنترلی که از تقسیم کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود؛  $\ln Sale_{it}$  لگاریتم طبیعی مبلغ کل فروش شرکت و متغیر کنترلی برای بررسی تأثیر اندازه شرکت؛  $\ln Liquidity_{it}$  نقدینگی شرکت  $i$  در سال  $t$  و متغیر کنترلی که به‌منزله موجودی نقد و بانک در ترازنامه شرکت درج می‌شود و برای خنثی کردن اثرات مقیاس، لگاریتم طبیعی آن لحاظ خواهد شد؛  $Earnings Index_{it}$  شاخص سودآوری شرکت  $i$  در سال  $t$  و متغیر کنترلی که از طریق نسبت سود خالص به فروش محاسبه می‌شود.

برای سنجش فرضیه دوم پژوهش از مدل ۲ استفاده شده است.

$$\begin{aligned} \ln Market Value_{it} & \quad \text{(مدل ۲)} \\ = & \alpha \\ & + \beta_1 \ln Stakeholder Management_{it} \\ & + \lambda_1 \ln Dividends_{it} + \lambda_2 \ln Book Value_{it} \\ & + \lambda_3 Earnings Index_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

که در آن،  $\ln Market Value_{it}$  لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت  $i$  در سال  $t$  و متغیر وابسته که از طریق حاصل ضرب قیمت سهام در پایان سال  $t$  در تعداد سهام در این تاریخ محاسبه می‌شود؛  $\ln Stakeholder Management_{it}$  لگاریتم طبیعی شاخص مدیریت ذی‌نفعان شرکت  $i$  در سال  $t$  که نحوه محاسبه آن در ادامه بیان شده است؛  $\ln Dividends_{it}$  لگاریتم طبیعی سود تقسیمی پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $\ln Book Value_{it}$  ارزش دفتری شرکت  $i$  در سال  $t$  و متغیر کنترلی که از طریق تقسیم کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌های

شرکت محاسبه می شود،  $Earnings Index_{it}$  شاخص سودآوری شرکت  $i$  در سال  $t$  و متغیر کنترلی که از طریق نسبت سود خالص به فروش محاسبه می شود.

### متغیر مستقل (مدیریت ذی نفعان)

مدیران وظیفه انجام مسئولیت های شرکت برای گروه های ذی نفع اولیه را برعهده دارند؛ به این معنا که مدیران باید کشمکش های بدیهی میان گروه های ذی نفع اولیه و توزیع ثروت و سود ایجاد شده توسط شرکت را حل و فصل کنند. اگرچه حل عادلانه کشمکش ها مستلزم قضاوت و انتخاب های اخلاقی است، توزیع عادلانه منافع به گروه های ذی نفع اولیه توسط شرکت نیز جزء ضرورت هاست و موجب مشارکت مداوم هر ذی نفع در سیستم شرکت ها می شود. چنانچه هر گروه اولیه ای شامل مشتری، کارمند یا سهامدار احساس کند که با وی منصفانه رفتار نشده، جایگزین های دیگری را جست و جو خواهد کرد و ممکن است در نهایت از سیستم شرکت کناره گیری کند (کلارکسون، ۱۹۹۵).

شرکتی که مدیریت ذی نفعان را به کار می گیرد، به دنبال شناخت و درک این است که چگونه رفاه ذی نفعان توسط اقدامات شرکت تحت تأثیر قرار می گیرد و به دنبال شیوه ای است که به ذی نفعان نشان دهد نحوه تأثیرپذیری رفاه آنها را درک می کند. رفاه، به رفاه یک فرد یا گروه اشاره دارد و اغلب توسط تابع مطلوبیت مفهوم سازی می شود. شرکتی که در پی درک تابع مطلوبیت یک ذی نفع است، در واقع دو نوع دانش را دنبال می کند؛ اول، می خواهد عوامل اصلی در مطلوبیت ذی نفعان را بشناسد و دوم، به دنبال کسب آگاهی در مورد وزن نسبی هر یک از این عوامل در تعیین ابزار کلی است. در هر صورت بازده اقتصادی برای هسته اصلی ذی نفعان یک شرکت، ضروری است (هریسون، باس و فیلیپس، ۲۰۱۰).

به باور کرین، گراهام و همیک (۲۰۱۵) تئوری ذی نفعان، از مدیران انتظار دارد که منافع همه ذی نفعان را مد نظر قرار دهد، اما ابزارهای کمی برای تحقق این مهم برای مدیران فراهم کرده است. به بیان دیگر، ضعف عمده تئوری ذی نفعان، نبود معیار عمومی برای وزن دهی و ایجاد توازن بین منافع گروه های مختلف است. آنها معتقدند فرایند حسابداری به طور مستقیم و از طریق اندازه گیری و اولویت بندی منافع ذی نفعان بر آنها تأثیر می گذارد. حسابداری انعطاف پذیر است و به طور مؤثری توسط مدیران برای نزدیک کردن منافع گوناگون و ناسازگار ذی نفعان به کار برده می شود. حسابداری قادر است رویدادها و فرایندهای پیچیده را به اندازه گیری های پولی تبدیل کند. آنها ارزش ادعای (منافع) هر یک از ذی نفعان را ناشی از سه موضوع می دانند:

۱. منافع (ادعای) گذشته و آینده هر یک از ذی نفعان در چه وضعیتی قرار دارد: بعد زمانی در قالب مبالغ حسابداری قابل بیان است. برای مثال سرمایه گذاری های انجام شده در گذشته

به‌عنوان دارایی در سال جاری نشان داده شده و تعهدات آتی نیز بدهی امروز شناسایی می‌شود. تفاوت بین دارایی‌ها و بدهی‌ها، سرمایه مالکان شرکت است که به ظاهر بعد از برآورده شدن منافع ذی‌نفعان دیگر باقی‌مانده است (ادعاها در طول زمان تغییر می‌کند).

۲. چه منابعی برای پرداخت ادعا (منافع) وجود دارد.

۳. چگونه ادعای یک گروه با ادعای گروه دیگر مقایسه می‌شود. به بیان دیگر، اولویت ذی‌نفعان به چه صورت است.

با توجه به اینکه فرض می‌شود رفتار عقلایی در حداکثرسازی منافع هر یک از ذی‌نفعان متبلور می‌شود؛ می‌توان از جریان‌های نقدی متعلق به هر یک از گروه‌های ذی‌نفع، به‌عنوان معیاری برای اندازه‌گیری منافع هر یک از گروه‌ها استفاده کرد. با مقایسه جریان‌های نقدی اختصاص‌یافته به هر گروه نسبت به کل جریان‌های نقدی ورودی (جریان‌های نقدی عملیاتی) شرکت، می‌توان میزان تقابل و تعارض بین گروه‌های ذی‌نفع را سنجید. با در نظر گرفتن تحقیقات گذشته در خصوص مفهوم مدیریت ذی‌نفعان از قبیل کلارکسون (۱۹۹۵) و هریسون و همکاران (۲۰۱۰)، گروه‌های ذی‌نفع این پژوهش عبارت‌اند از: ۱. سهامداران (سرمایه‌گذاران)؛ ۲. اعتباردهندگان (اعطاکندگان تسهیلات مالی)؛ ۳. دولت؛ ۴. تأمین‌کنندگان (کالا و خدمات و سایر بستانکاران)؛ ۵. کارکنان. از بین گروه‌های معرفی‌شده منافع دولت، سرمایه‌گذاران (سهامداران)، اعتباردهندگان، تأمین‌کنندگان مواد اولیه و کارکنان را می‌توان به ترتیب با متغیرهای مالیات بر درآمد پرداختی، سود تقسیمی پرداختی به سهامداران، سود تضمین‌شده پرداختی بابت تسهیلات مالی که در صورت جریان وجوه نقد درج می‌شود، اندازه‌گیری کرد. وجوه پرداخت‌شده به تأمین‌کنندگان و حقوق و دستمزد پرداخت‌شده به کارکنان نیز با مراجعه به یادداشت‌های توضیحی نمونه مطالعه و از طریق رابطه‌های ۱ و ۲ اندازه‌گیری می‌شوند.

رابطه ۱) وجوه پرداختی به تأمین‌کنندگان = تغییرات در موجودی مواد اولیه  $\pm$  مواد مستقیم و غیرمستقیم مصرف‌شده

رابطه ۲) حقوق و دستمزد اداری و فروش + حقوق غیر مستقیم + حقوق مستقیم = حقوق پرداختی به کارکنان

برای محاسبه میزان تقابل بین ذی‌نفعان (مدیریت ذی‌نفعان) از دو روش استفاده می‌شود. در روش اول، نسبت جریان‌های نقدی پرداخت‌شده به هر یک از گروه‌های ذی‌نفع به کل جریان‌های نقدی وارد شده به یک شرکت محاسبه می‌شود و نسبت‌های محاسبه‌شده برای شرکت‌ها با توجه به صنعتی که در آن حضور دارند، به صورت نزولی مرتب‌شده و به چهار چارک دسته‌بندی می‌شوند. در چارک اول شرکت‌هایی قرار می‌گیرند که توانسته‌اند گروه‌های ذی‌نفع را به نحو مؤثرتری مدیریت کنند. برای شرکت‌های موجود در این چارک عدد ۴ و به همین ترتیب برای

چارک‌های دوم، سوم و چهارم، اعداد ۳ و ۲ و ۱ اختصاص می‌یابد. این محاسبات برای هر یک از پنج گروه ذی‌نفع معرفی شده به‌طور مستقل انجام می‌شود؛ چرا که ممکن است در شرکتی، تأمین منافع یک گروه ذی‌نفع نسبت به سایر گروه‌ها اولویت بیشتری داشته باشد و متعاقب آن درصد بیشتری از جریان‌ات نقدی برای آن گروه اختصاص یابد. با توجه به اینکه مدیریت ذی‌نفعان در ادبیات و پیشینه نظری به‌منزله تأمین متعادل منافع کلیه گروه‌های ذی‌نفع تعریف شده است؛ برای ارائه شاخص مناسبی از مدیریت ذی‌نفعان، اعداد محاسبه‌شده برای هر یک از گروه‌های ذی‌نفع با توجه به صنعت مربوطه با یکدیگر جمع می‌شوند تا همزمانی تأمین منافع ذی‌نفعان نیز لحاظ شود. با توجه به اینکه پنج گروه عمده در این روش شناسایی شده‌اند، حداکثر عدد اختصاص یافته ۲۰ و حداقل آن ۵ خواهد بود. اعداد بزرگ‌تر معرف مدیریت مؤثرتر گروه‌های ذی‌نفع است و اعداد کوچک‌تر مدیریت ضعیف‌تر گروه‌های ذی‌نفع را نشان می‌دهد. شاخص محاسبه شده در این روش با  $SM_1$  نشان داده می‌شود.

در روش دوم، جریان‌ات نقدی عملیاتی استفاده می‌شود و با توجه به اینکه وجوه پرداخت‌شده بابت خرید مواد اولیه و حقوق و دستمزد پرداخت‌شده به کارکنان در محاسبه آن لحاظ شده است؛ صرفاً دولت، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به‌عنوان ذی‌نفعان شرکت در نظر گرفته می‌شود و نسبت جریان‌ات نقدی پرداخت‌شده به هر یک از این ذی‌نفعان به جریان‌ات نقدی عملیاتی، به‌دست می‌آید و مانند روش اول نسبت‌های محاسبه‌شده به چهار چارک دسته‌بندی می‌شوند. تفاوتی که این روش با روش قبل دارد این است که جریان‌ات نقدی عملیاتی می‌تواند منفی باشد؛ از این رو، ابتدا نسبت‌های منفی از کوچک به بزرگ و پس از آن نسبت‌های مثبت از بزرگ به کوچک مرتب شده و در مرحله بعد، کل نسبت‌ها به چهار چارک دسته‌بندی می‌شوند. در این روش حداکثر عددی که می‌توان به مدیریت ذی‌نفعان اختصاص داد با توجه به تعداد ذی‌نفعان ۱۲ و حداقل آن ۳ خواهد بود. شاخص محاسبه شده در این روش با  $SM_2$  نشان داده می‌شود.

### یافته‌های پژوهش

جدول ۱، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. به‌دلیل معامله‌نشدن سهام چند شرکت در برخی از سال‌ها و با توجه به نمونه معرفی شده در بخش روش‌شناسی پژوهش، تعداد مشاهدات در خصوص ارزش بازار شرکت ۹۶۰ شرکت - سال است که برای آزمون فرضیه دوم نیز همین تعداد در تجزیه و تحلیل‌ها استفاده شده است؛ اما آمار توصیفی سایر متغیرهای فرضیه دوم بر مبنای ۱۳۲۰ شرکت - سال محاسبه شده است (مشاهدات پرت صدک اول و آخر در داده‌ها پیرایش شده است). همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، کمترین میزان تأمین مالی

شرکت‌های مطالعه‌شده از محل بدهی‌ها به میزان ۱۴/۱۰ و بیشینه آن ۱۰۰/۰۴ درصد بوده است. همچنین میانگین نسبت گردش نقدی و نسبت سود خالص به فروش برای نمونه مطالعه به ترتیب ۰/۳۳ و ۱۱/۸۰ درصد است (در تمام جدول‌ها، شاخص‌های نسبت گردش نقدی، اهرم مالی و نسبت سود خالص به فروش بر حسب درصد منظور شده‌اند). جدول ۲ نیز، نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون را برای آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
سود تقسیمی	$\text{LnDividends}_{it}$	۱۳۲۰	۰/۰۰	۱۷/۲۸	۸/۹۱	۳/۱۵
ارزش بازار شرکت	$\text{lnMarket Value}_{it}$	۹۶۰	۲۲/۳۵	۳۲/۵۳	۲۷/۶۲	۱/۷۹
مدیریت ذی نفعان	$\text{SM}_1$	۱۳۲۰	۱/۰۹	۲/۶۳	۲/۴۲	۰/۳۱
مدیریت ذی نفعان	$\text{SM}_2$	۱۳۲۰	۰/۶۳	۲/۴۸	۱/۹۷	۰/۲۸
نسبت گردش نقدی	$\text{Cash Ratio}_{it}$	۱۳۲۰	-۱/۴۲	۲/۹۵	۰/۳۳	۰/۵۷
اهرم مالی	$\text{Leverage}_{it}$	۱۳۲۰	۱۴/۱۰	۱۰۰/۰۴	۵۷/۸۱	۲۳/۹۳
مبلغ فروش	$\text{lnSale}_{it}$	۱۳۲۰	۰/۰۰	۱۸/۰۷	۱۳/۴۳	۲/۱۳
نقدینگی	$\text{lnLiquidity}_{it}$	۱۳۲۰	۵/۴۴	۱۵/۱۷	۱۰/۱۷	۲/۰۱
نسبت سود خالص به فروش	$\text{Earnings Index}_{it}$	۱۳۲۰	-۱۳/۹۹	۳۸/۸۴	۱۱/۸۰	۱۳/۳۹

جدول ۲. نتایج تحلیل رگرسیون آزمون فرضیه اول (روش اول محاسبه مدیریت ذی نفعان)

$\text{LnDividends}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ln Stakeholder Management}_{it} + \lambda_1 \text{Cash Ratio}_{it} + \lambda_2 \text{Leverage}_{it} + \lambda_3 \text{ln Sale}_{it} + \lambda_4 \text{ln Liquidity}_{it} + \lambda_5 \text{Earnings Index}_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر	عنوان متغیر	علامت مورد انتظار	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
$\alpha$	مقدار ثابت	$\pm$	-۱/۵۳۹	۰/۶۶۳	-۲/۳۱۸	۰/۰۲۰
$\text{SM}_1$	مدیریت ذی نفعان	$\pm$	۰/۱۷۷	۰/۱۰۸	۱/۶۴۴	۰/۱۰۰
$\text{Cash Ratio}_{it}$	نسبت گردش نقدی	+	۱/۱۵۵	۰/۱۷۵	۶/۵۷۷	۰/۰۰۰
$\text{Leverage}_{it}$	اهرم مالی	-	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	-۰/۷۱۰	۰/۴۷۷
$\text{lnSale}_{it}$	اندازه شرکت	+	۰/۳۷۶	۰/۰۵۶	۶/۶۹۲	۰/۰۰۰
$\text{lnLiquidity}_{it}$	نقدینگی	+	۰/۴۲۰	۰/۰۵۹	۷/۰۷۶	۰/۰۰۰
$\text{Earnings Index}_{it}$	شاخص سودآوری	+	۰/۰۳۱	۰/۰۰۳	۱۱/۰۰۰	۰/۰۰۰
			ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۳۵۰		آماره دوربین - واتسون: ۱/۱۲۲	
			آماره F: ۱۱۹/۲۶۷		معناداری آماره F: ۰/۰۰۰	

همان طور که در جدول ۲ مشاهده می شود، ضریب متغیر مستقل پژوهش (مدیریت ذی نفعان) در مدل رگرسیونی فرضیه اول با به کارگیری روش نخست محاسبه مدیریت ذی نفعان، ۰/۱۷۷ محاسبه شده است. با توجه به اینکه این ضریب مثبت و معنادار است (سطح خطای ۱۰ درصد)، فرضیه اول پژوهش تأیید می شود.

در آزمون جداگانه ای، معناداری ضریب متغیر مدیریت ذی نفعان با فرض استفاده از شاخص دوم محاسبه مدیریت ذی نفعان نیز ارائه شده است. جدول ۳، اطلاعات مربوط به مدل رگرسیونی این آزمون را نشان می دهد. ضریب متغیر در این حالت (۳/۷۹۶) مثبت و معنادار به دست آمده (سطح خطای ۱ درصد) که حاکی از تأیید فرضیه اول است.

جدول ۳، اطلاعات مربوط به معناداری مدل با فرض استفاده از SM<sub>۲</sub> به عنوان متغیر مستقل را نشان می دهد. در خصوص متغیرهای کنترلی، نتایج بیان کننده وجود رابطه مثبت و معنادار بین نقدینگی، نسبت گردش نقدی، اندازه شرکت و شاخص سودآوری با سود تقسیمی است. مدل آزمون شده آن گونه که انتظار می رفت، علامت و جهت رابطه بین اهرم مالی و سود تقسیمی را پیش بینی نکرده است، اما رابطه پیش بینی شده معنادار نیست. همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده مدل با فرض استفاده از SM<sub>۲</sub> نیز برابر با ۰/۴۳۸ محاسبه شده است. این نتایج قدرت تبیین بالایی مدل را در پیش بینی فرضیه نشان می دهد.

جدول ۳. نتایج تحلیل رگرسیون مربوط به آزمون فرضیه اول (روش دوم محاسبه مدیریت ذی نفعان)

$\ln Dividends_{it} = \alpha + \beta_1 \ln Stakeholder Management_{it} + \lambda_1 Cash Ratio_{it} + \lambda_2 Leverage_{it} + \lambda_3 \ln Sale_{it} + \lambda_4 \ln Liquidity_{it} + \lambda_5 Earnings Index_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر	عنوان متغیر	علامت مورد انتظار	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
$\alpha$	مقدار ثابت	±	-۷/۷۷۶	۰/۷۴۷	-۱۰/۴۰۱	۰/۰۰۰
SM <sub>۲</sub>	مدیریت ذی نفعان	±	۳/۷۹۶	۰/۲۶۲	۱۴/۴۳۸	۰/۰۰۰
Cash Ratio <sub>it</sub>	نسبت گردش نقدی	+	۱/۳۶۸	۰/۱۶۳	۸/۳۵۶	۰/۰۰۰
Leverage <sub>it</sub>	اهرم مالی	-	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	-۱/۳۸۲	۰/۱۶۶
lnSale <sub>it</sub>	اندازه شرکت	+	۰/۳۳۷	۰/۰۵۲	۶/۲۵۶	۰/۰۰۰
lnLiquidity <sub>it</sub>	نقدینگی	+	۰/۳۹۸	۰/۰۵۵	۷/۲۰۸	۰/۰۰۰
Earnings Index <sub>it</sub>	شاخص سودآوری	+	۰/۰۳۰	۰/۰۰۳	۱۱/۵۱۲	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۴۳۸			آماره دوربین - واتسون: ۱/۲۱۲			
آماره F: ۱۷۲/۱۷۰			معناداری آماره F: ۰/۰۰۰			

بنابراین، نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت بین مدیریت ذی‌نفعان و سود تقسیمی است که با تفسیر دوم ارائه‌شده در قسمت مقدمه همخوانی دارد. به بیان دیگر، ذی‌نفعان می‌توانند از منافی که در حال حاضر به شکل سود تقسیمی بین سهامداران توزیع می‌شود، بهره ببرند. تفسیر دیگری که می‌توان در این رابطه مطرح کرد این است که تئوری نمایندگی در وضعیت تجاری ایران نسبت به تئوری ذی‌نفعان نمود بیشتری دارد و حتی کاهش تضاد و تعارض بین منافع گروه‌های ذی‌نفع و مدیریت روابط بین آنها در جهت تأمین منافع سهامداران صورت می‌گیرد. چیزی که در مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران نیز بروز یافته و سهامداران به‌عنوان گروه ذی‌نفع اصلی شرکت معرفی شده است (مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران، ۱۳۹۴).

جدول ۴، نتایج آزمون فرضیه دوم را نشان می‌دهد. ضریب متغیر مستقل ( $SM_1$ ) در این مدل  $-0/037$  و سطح معناداری  $0/053$  به‌دست آمده است. با توجه به اینکه مدل رگرسیونی در حالت کلی نیز معنادار است، فرضیه دوم پژوهش به تأیید می‌رسد، اما رابطه معکوسی بین شاخص مدیریت ذی‌نفعان و ارزش شرکت مشاهده می‌شود.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش ( $SM_1$ )

$\ln Market Value_{it} = \alpha + \beta_1 \ln Stakeholder Management_{it} + \lambda_1 \ln Dividends_{it} + \lambda_2 \ln Book Value_{it} + \lambda_3 Earnings Index_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر	عنوان متغیر	علامت مورد انتظار	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
$\alpha$	مقدار ثابت	$\pm$	۵/۹۹۰	-۰/۳۹۸	۱۵/۰۲۷	۰/۰۰۰
$SM_1$	مدیریت ذی‌نفعان	$\pm$	-۰/۰۳۷	-۰/۰۲۱	-۱/۷۵۱	۰/۰۵۳
$\ln Dividends_{it}$	سود تقسیمی	+	۰/۰۴۷	-۰/۰۰۸	۵/۴۳۳	۰/۰۰۰
$\ln Book Value_{it}$	ارزش دفتری	+	۰/۷۹۷	-۰/۰۱۵	۵۰/۳۵۱	۰/۰۰۰
$Earnings Index_{it}$	شاخص سودآوری	+	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۱	۱/۴۸۳	۰/۱۳۸
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۸۳۵			آماره دوربین - واتسون: ۱/۳۵۹			
آماره F: ۱۲۱۷/۵۹۶			معناداری آماره F: ۰/۰۰۰			

جدول ۵، نتایج تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه دوم را با فرض به‌کارگیری روش دوم محاسبه مدیریت ذی‌نفعان نشان می‌دهد. ضریب مدل با فرض به‌کارگیری روش دوم محاسبه مدیریت ذی‌نفعان  $-0/147$  و سطح معناداری آن  $0/028$  به‌دست آمده است. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل نیز  $0/835$  برآورد شده که گویای قدرت تبیین بالای مدل در پیش‌بینی نتایج پژوهش است.



با توجه به اینکه در محاسبه شاخص مدیریت ذی نفعان، از جریان های نقدی پرداخت شده به هر یک از گروه های ذی نفع استفاده شده است؛ مدیریت ذی نفعان قوی تر به منزله کاستن از وجه نقد پرداختی به سهامداران در قالب سود سهام و توزیع آن بین سایر ذی نفعان است که این موضوع به کاهش قیمت سهام شرکت در بازار منجر می شود. از نتایج دیگر می توان به وجود رابطه مثبت و معنادار بین سود تقسیمی و ارزش دفتری با ارزش بازار شرکت اشاره کرد.

جدول ۵. نتایج فرضیه دوم پژوهش (SM<sub>۲</sub>)

$\ln Market Value_{it} = \alpha + \beta_1 \ln Stakeholder Management_{it} + \lambda_1 \ln Dividends_{it} + \lambda_2 \ln Book Value_{it} + \lambda_3 Earnings Index_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر	عنوان متغیر	علامت مورد انتظار	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
$\alpha$	مقدار ثابت	±	۶/۰۹۱	۰/۴۱۱	۱۴/۸۲۰	۰/۰۰۰
SM <sub>۲</sub>	مدیریت ذی نفعان	±	-۰/۱۴۷	۰/۰۷۶	-۱/۹۳۳	۰/۰۲۸
LnDividends <sub>it</sub>	سود تقسیمی	+	۰/۰۴۷	۰/۰۰۸	۵/۴۷۷	۰/۰۰۰
lnBook Value <sub>it</sub>	ارزش دفتری	+	۰/۷۹۷	۰/۰۱۵	۵۰/۳۹۷	۰/۰۰۰
Earnings Index <sub>it</sub>	شاخص سودآوری	+	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۱/۴۶۵	۰/۱۴۳
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۸۳۵			آماره دوربین واتسون: ۱/۳۵۹			
آماره F: ۱۲۱۸/۵۹۶			معناداری آماره F: ۰/۰۰۰			

### تجزیه و تحلیل حساسیت

برای استحکام نتایج پژوهش، در وهله اول شاخص مدیریت ذی نفعان بدون در نظر گرفتن صنعتی که شرکت در آن فعالیت می کند و به صورت سالانه برای کلیه شرکت - سال های پژوهش محاسبه شده است. جدول ۶ نتایج آزمون فرضیه اول را در این حالت نشان می دهد. ضریب متغیر مستقل در این حالت برای شیوه اول محاسبه شاخص مدیریت ذی نفعان ۳/۶۳۷ است. این ضریب مثبت و معنادار به دست آمده که به معنای تأیید فرضیه اول است. به طور کلی، معناداری سایر ضرایب پیش بینی شده در مدل در این حالت نیز از معناداری بیشتری برخوردار است و این نتیجه نشان می دهد که نه تنها مدیریت ذی نفعان در سطح صنعت اهمیت دارد؛ بلکه شرکت ها به طور مستقل و در مقایسه با شرکت های دیگر سعی می کنند ذی نفعان خود را به نحو مؤثری مدیریت کنند. جدول ۷، نتایج آزمون فرضیه اول را برای هر یک از سال های پژوهش به صورت جداگانه نشان می دهد. مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول برای سال های ۱۳۹۴ و

۱۳۹۳، ۱۳۹۱ و ۱۳۹۰ معنادار است و با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده، قدرت تبیین بالایی دارد.

جدول ۶. آزمون فرضیه اول با توجه به رگرسیون تجمعی شرکت - سال‌های پژوهش

$\ln Dividends_{it} = \alpha + \beta_1 \ln Stakeholder Management_{it} + \lambda_1 Cash Ratio_{it} + \lambda_2 Leverage_{it} + \lambda_3 \ln Sale_{it} + \lambda_4 \ln Liquidity_{it} + \lambda_5 Earnings Index_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیر	عنوان متغیر	علامت مورد انتظار	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
$\alpha$	مقدار ثابت	$\pm$	-۷/۵۳۷	۰/۷۶۲	-۹/۸۸۴	۰/۰۰۰
SM <sub>۱</sub>	مدیریت ذی نفعان	+	۳/۶۳۷	۰/۲۷۱	۱۳/۴۰۵	۰/۰۰۰
Cash Ratio <sub>it</sub>	نسبت گردش نقدی	+	۱/۳۴۶	۰/۱۶۵	۸/۱۴۳	۰/۰۰۰
Leverage <sub>it</sub>	اهرم مالی	-	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۳	-۱/۸۲۷	۰/۰۶۷
lnSale <sub>it</sub>	اندازه شرکت	+	۰/۳۱۳	۰/۰۵۳	۵/۹۱۹	۰/۰۰۰
lnLiquidity <sub>it</sub>	نقدینگی	+	۰/۴۴۰	۰/۰۵۵	۷/۸۹۸	۰/۰۰۰
Earnings Index <sub>it</sub>	شاخص سودآوری	+	۰/۰۲۱	۰/۰۰۲	۱۰/۹۳۴	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۴۲۹			آماره دوربین - واتسون: ۱/۲۸۱			
آماره F: ۱۶۴/۷۷۵			معناداری آماره F: ۰/۰۰۰			

در سال‌های ۱۳۹۲ و ۱۳۸۹ ضریب متغیر مستقل معنادار نیست، اما علامت آن مثبت است. در سال ۱۳۸۹ سطح معناداری ۰/۱۴۸ به دست آمده است و با توجه به اینکه این تجزیه و تحلیل فقط برای یک سال انجام شده، سطح خطای پایینی محسوب می‌شود. به طور کلی می‌توان گفت حتی با کاهش نمونه و بررسی جداگانه فرضیه اول در هر یک از سال‌های مورد مطالعه، خدشه زیادی به نتایج تحقیق وارد نشده است.

با توجه به نتایج جدول ۷ می‌توان چنین استدلال کرد که داده‌های مربوط به سال ۱۳۸۹ که ضریب تعیین تعدیل شده پایینی دارد و همچنین ضریب متغیر آن معنادار نیست، موجب کاهش ضریب تعیین تعدیل شده مدل طبق جدول ۲ شده است. با حذف اطلاعات سال ۱۳۸۹ از مدل، ضریب متغیر مستقل برابر با ۰/۸۶۸ و سطح معناداری آن ۰/۰۴۳ به دست می‌آید و ضریب تعیین تعدیل شده مدل از ۰/۳۵۰ مطابق با جدول ۲ به ۰/۵۱۸ افزایش می‌یابد.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه اول در هر یک از سال های پژوهش

$$\ln Dividends_{it} = \alpha + \beta_1 \ln Stakeholder Management_{it} + \lambda_1 Cash Ratio_{it} + \lambda_2 Leverage_{it} + \lambda_3 \ln Sale_{it} + \lambda_4 \ln Liquidity_{it} + \lambda_5 Earnings Index_{it} + \varepsilon_{it}$$

عنوان متغیر	علامت اختصاری	۱۳۹۴	۱۳۹۳	۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۸۹
مقدار ثابت	$\alpha$	-۵/۸۲۳***	-۴/۶۴۶**	-۴/۴۱۶***	-۸/۸۴۰***	-۲/۰۴۶	-۰/۳۷۴
مدیریت ذی نفعان	SM <sub>1</sub>	۲/۷۸۱***	۱/۰۶۷*	۰/۲۴۳	۱/۸۹۵***	۰/۹۹۱*	۰/۶۷۴
نسبت گردش نقدی	Cash Ratio <sub>it</sub>	۰/۱۸۷	۰/۱۹۴	۰/۰۰۳	۰/۹۹۵***	۰/۲۲۹	-۰/۵۹۶
اهرم مالی	Leverage <sub>it</sub>	-۰/۰۳۶***	-۰/۰۳۳***	۰/۰۰۲	-۰/۰۱۱***	-۰/۰۵۶***	-۰/۰۴۴***
اندازه شرکت	lnSale <sub>it</sub>	۰/۱۶۰***	۰/۹۲۴***	۰/۷۴۶***	۱/۰۷۲***	۱/۰۰۹***	۱/۰۲۵***
نقدینگی	lnLiquidity <sub>it</sub>	۰/۸۷۱***	۰/۱۶۷	۰/۳۰۱***	۰/۰۴۶	۰/۰۰۵	-۰/۱۴۷
شاخص سودآوری	Earnings Index <sub>it</sub>	۰/۰۰۱	۰/۰۰۷	۰/۰۲۷***	۰/۰۱۰***	-۰/۰۸۰	-۰/۰۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۵۵	۰/۶۰۶	۰/۵۷۱	۰/۵۹۰	۰/۶۴۹	۰/۲۶۲
آماره دوربین واتسون		۱/۷۳۰	۱/۶۱۲	۲/۰۶۲	۱/۸۷۶	۱/۷۱۸	۲/۳۲۱
آماره F		۲۹/۶۶۸	۳۵/۴۰۱	۴۲/۲۰۴	۴۴/۵۶۵	۳۴/۸۹۱	۴/۶۱۵

آماره t داخل پرانتز نشان داده شده است.

\*\*\*، \*\* و \* به ترتیب در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ معنادار است.

جدول ۸ نتایج آزمون فرضیه دوم برای هر یک از سال های پژوهش را به صورت جداگانه نشان می دهد. با توجه به اینکه ضرایب متغیر مستقل در این حالت از معناداری بالایی برخوردار نیستند، اطلاعات مربوط به مدل های رگرسیونی به طور خلاصه درج شده است. ضریب متغیر در سال های مورد مطالعه به طور جداگانه، از معناداری بالایی برخوردار نیست؛ اما در تمام سال ها ضریب متغیر منفی است که مطابق با نتایج مندرج در جدول های ۴ و ۵، رابطه معکوس را تأیید می کند. در خصوص معنادار نبودن ضریب متغیر به طور تفکیکی در مقایسه با سود تقسیمی طبق

جدول ۷، می‌توان این استدلال را مطرح کرد که سیاست سود تقسیمی استراتژی کوتاه‌مدت است و اصولاً قیمت سهام شرکت‌ها تحت تأثیر سیاست‌های بلندمدت قرار می‌گیرد.

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه دوم در هر یک از سال‌های پژوهش

$$\ln \text{Market Value}_{it} = \alpha + \beta_1 \ln \text{Stakeholder Management}_{it} + \lambda_1 \ln \text{Dividends}_{it} + \lambda_2 \ln \text{Book Value}_{it} + \lambda_3 \text{Earnings Index}_{it} + \varepsilon_{it}$$

سال	ضریب متغیر	سطح معناداری	آماره t	ضریب تعیین تعدیل شده
۱۳۹۴	-۰/۱۲۹	۰/۲۱۵	-۰/۸۰۵	-۰/۸۸۰
۱۳۹۳	-۰/۲۳۹	۰/۰۸۱	-۱/۵۸۲	-۰/۸۸۶
۱۳۹۲	-۰/۰۲۱	۰/۳۸۰	-۰/۱۴۴	-۰/۸۷۷
۱۳۹۱	-۰/۱۹۱	۰/۱۳۵	-۰/۸۸۰	-۰/۸۲۵
۱۳۹۰	-۰/۲۸۶	۰/۲۳۴	-۱/۱۹۴	-۰/۷۷۳
۱۳۸۹	-۰/۲۰۳	۰/۲۱۳	-۱/۶۶۳	-۰/۷۹۸

جدول ۹. نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم پژوهش با فرض استفاده از سود تقسیمی سال قبل

$$\ln \text{Market Value}_{it} = \alpha + \beta_1 \ln \text{Stakeholder Management}_{it} + \lambda_1 \ln \text{Dividends}_{it} + \lambda_2 \ln \text{Book Value}_{it} + \lambda_3 \text{Earnings Index}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	عنوان متغیر	علامت مورد انتظار	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
$\alpha$	مقدار ثابت	$\pm$	۶/۴۰۱	۰/۴۴۰	۱۴/۵۳۱	۰/۰۰۰
SM <sub>2</sub>	مدیریت ذی نفعان	$\pm$	-۰/۱۶۴	۰/۰۷۷	-۲/۱۱۴	۰/۰۳۴
LnDividends <sub>it</sub>	سود تقسیمی	+	۰/۰۶۶	۰/۰۱۱	۵/۹۴۲	۰/۰۰۰
lnBook Value <sub>it</sub>	ارزش دفتری	+	۰/۷۸۰	۰/۰۱۷	۴۴/۱۷۶	۰/۰۰۰
Earnings Index <sub>it</sub>	شاخص سودآوری	+	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۴۹۵	۰/۶۲۰۴
			ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۸۳۰		آماره دوربین واتسون: ۱/۲۹۰	
			آماره F: ۱۱۱۰/۷۲۲		معناداری آماره F: ۰/۰۰۰	

جدول ۹ آزمون فرضیه دوم پژوهش را با فرض استفاده از سود تقسیمی سال قبل به جای سود تقسیمی سال جاری در مدل رگرسیونی نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ۹ مشاهده می‌شود، فرضیه دوم پژوهش در این حالت نیز تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده در این حالت تقریباً نزدیک به نتایج جدول‌های ۴ و ۵ است. به علاوه در صورتی که سود تقسیمی سال

جاری و سال قبل به طور همزمان در مدل وارد شوند، باز ضریب متغیر منفی و معنادار است و ضریب تعیین تعدیل شده الگو در این حالت ۰/۸۲۴ محاسبه شده است.

### نتیجه گیری و پیشنهادها

این پژوهش رابطه بین مدیریت ذی نفعان و سیاست سود تقسیمی و ارزش شرکت را بررسی کرده است. منظور از مدیریت ذی نفعان، برقراری تعادل بین منافع و نیازهای متضاد و متقابل گروه های ذی نفع در یک شرکت است. به بیانی دیگر، ضرورتی وجود ندارد که مدیران، تصمیمات خود را مطابق با ذی نفعان برنامه ریزی کنند، بلکه وظیفه مدیران لحاظ کردن تضاد منافع بین گروه های ذی نفع در تصمیمات مختلف شرکتی و مدیریت این تضادها است.

شواهد پژوهش نشان می دهد بین مدیریت ذی نفعان و سود تقسیمی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد که این یافته با نتیجه پژوهش بهرن و همکاران (۲۰۱۲) همخوانی دارد. همچنین نتایج نشان داد بین مدیریت ذی نفعان و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد که این نتیجه با یافته های بنسن و ودیویدسن (۲۰۱۰) و ونگ و سنگوپتا (۲۰۱۶) همخوانی ندارد. علت تناقض در نتیجه تحقیقات، شرایط گوناگون محیط تجاری و اقتصادی در جامعه مورد مطالعه است. به علاوه این نتایج متعارض، هر یک با استفاده از تحلیل های تئوری نمایندگی و تئوری ذی نفعان تفسیرپذیرند. در تئوری نمایندگی بر رفاه سهامداران تأکید می شود و وظیفه مدیران، حداکثرسازی ارزش برای سهامداران است؛ حال آن که در تئوری ذی نفعان که شکل گسترش یافته تئوری نمایندگی است، بر رفاه کلیه ذی نفعان شرکت تأکید می شود و باید به دنبال ایجاد حداکثر ارزش برای کلیه گروه های ذی نفع بود یا حداقل به نوعی تعارض بین آنها را مدیریت کرد.

اگرچه عیسایی تفرشی و یحیی پور (۱۳۹۲) به صورت تحلیلی و با بررسی قانون تجارت استدلال کردند که رویکرد ذی نفع محوری نیز، در قانون تجارت پذیرفته شده است؛ نتایج این تحقیق نشان می دهد رویکرد مذکور بسیار کم رنگ بوده و هنوز کاربردهای تئوری نمایندگی نسبت به تئوری ذی نفعان از برجستگی بیشتری برخوردار است و به بیانی، سهامداران از بابت تأمین منافع در اولویت قرار دارند.

با توجه به نتایج پژوهش، پیشنهادهای زیر ارائه می شود:

۱. سهامداران یکی از مهم ترین ارکان نظام تأمین مالی شرکتی محسوب می شوند؛ اما باید این نکته را مد نظر داشت که توجه به منافع تمام گروه های ذی نفع با ارزش های ایرانی و اسلامی سازگارتر است و طبق آموزه های فرهنگی، منافع جمعی بر منافع شخصی ترجیح دارد.

به‌علاوه، نتایج تحقیقات پیشین در زمینه تئوری ذی‌نفعان مؤید این موضوع است که در نظر گرفتن منافع کلیه گروه‌های ذی‌نفع و مدیریت تقابل بین آنها، به رفاه اجتماعی منجر می‌شود. از این رو، توجه استانداردهاگذاران و قانون‌گذاران به مقوله ذی‌نفعان به‌طور متعادل، موضوع قابل تأملی است. در این باره پیشنهاد می‌شود در تصویب قانون تجارت جدید، مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها و توجه به گروه‌های ذی‌نفع اصلی برجسته‌تر شود. در ضمن، سازمان حسابرسی به‌عنوان نهاد متولی تدوین استانداردهای حسابداری و حسابرسی، باید با مطالعه محیط تجاری و اقتصادی کشور و به‌کارگیری تجربه کشورهای دیگر، زمینه گزارشگری جامع را فراهم آورد تا حداقل نیازهای اطلاعاتی گروه‌های ذی‌نفع پوشش داده شود.

۲. اگرچه در سال‌های اخیر، سازمان بورس و اوراق بهادار نقش بسزایی در شفافیت اطلاعات مالی ایفا کرده، به نظر می‌رسد از توجه به منافع کلیه گروه‌های ذی‌نفع و نقش آنها در گزارشگری مالی غافل شده است. در این رابطه مناسب است که سازمان بورس و اوراق بهادار در تدوین دستورالعمل حاکمیت شرکتی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و حمایت از کلیه گروه‌های ذی‌نفع را لحاظ کند.

۳. پیشنهاد کاربردی این تحقیق در خصوص سرمایه‌گذاران و معامله‌گران سهام شرکت‌ها است. با توجه به اینکه بین مدیریت ذی‌نفعان با سود تقسیمی رابطه مستقیمی وجود دارد و این رابطه در خصوص ارزش بازار سهام معکوس است، در حال حاضر و با توجه به شرایط فعلی، بهتر است سرمایه‌گذاران با افق بلندمدت در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که از مدیریت ذی‌نفعان مؤثرتری برخوردارند. سرمایه‌گذاران با افق کوتاه‌مدت باید عکس این رویه را مد نظر قرار دهند. برای تعمیق بیشتر موضوع، پیشنهادهای زیر برای انجام تحقیقات آتی ارائه می‌شود:

- از روش‌های دیگر برای سنجش مدیریت ذی‌نفعان استفاده شده و فرضیه‌های پژوهش آزمون شود. در این خصوص می‌توان از روش‌های سلسله‌مراتبی و روش‌های فازی بهره برد.
- با توجه به اینکه مدیریت ذی‌نفعان با مفاهیم حاکمیت شرکتی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و عملکرد محیطی ارتباط تنگاتنگی دارد؛ پیشنهاد می‌شود ضمن بررسی تأثیر متقابل این متغیرها بر یکدیگر، تأثیر به‌کارگیری همزمان این متغیرها بر متغیرهایی از قبیل سود تقسیمی، ارزش شرکت و عملکرد و کارایی آزمون شود.
- در این تحقیق، گروه‌های ذی‌نفع اولیه (اصلی) مطالعه شدند، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی، ذی‌نفعان دیگری به غیر از گروه‌های معرفی‌شده در این تحقیق شناسایی و مطالعه شوند.

- مناسب است الگویی برای تعیین اولویت منافع هر یک از گروه‌های ذی‌نفع در تحقیقات آتی تدوین و تبیین شود.

### فهرست منابع

- عیسایی تفرشی، م.، یحیی‌پور، ج. (۱۳۹۲). تئوری ذی‌نفعان با رویکرد مقررات شرکت‌های سهامی ایران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۶(۲۳)، ۱۶۷-۱۳۹.
- کمیته تدوین استانداردهای حسابداری. (۱۳۹۵). *استانداردهای حسابداری*. تهران: سازمان حسابرسی.
- Accounting Standard Committee. (2015). *Accounting standard*. Audit Organization, Tehran. (in Persian)
- Agle, B.R., Donaldson, T., Freeman, R.E., Jensen, M.C. (2008). Dialogue: Toward Superior Stakeholder Theory. *Business Ethics Quarterly*, 18(2), 153-190.
- Benson, B. W. & Davidson, W. N. (2010). The Relation between Stakeholder Management, Firm Value, and CEO Compensation: A Test of Enlightened Value Maximization. *Financial Management*, 39(3), 929-963.
- Bohren, O., Josefsen, M. G. & Steen, P. E. (2012). Stakeholder conflicts and dividend policy. *Journal of Banking & Finance*, 36(10), 2852-2864.
- Clarkson, M.B.E. (1995). A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Crane, A., Graham, C. & Himick, D. (2015). Financializing Stakeholder Claims. *Journal of Management Studies*, 52 (7), 878-906.
- Donaldson, T. & Preston, L. E. (1995). Stakeholders Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management. A Stakeholder Approach*. Pitman, Boston.
- Freeman, R.E., Wicks, A.C. & Parmar, B. (2004). Stakeholder Theory and The Corporate Objective Revisited. *Organization Science*, 15(3), 364-369.
- Friedman, A.L. & Miles, S. (2006). *Stakeholders*. Oxford, UK, Oxford University Press.
- Harrison, J.S. & Wicks, A.C. (2013). Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97-124.

- Harrison, J.S., Boss, D.A. & Philips, A. (2010). Managing For Stakeholders, Stakeholder Utility Functions, and Competitive Advantage. *Strategic Management Journal*, 31(1), 58-74.
- Hill, C. L. & Jones, T. (1992). Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154.
- Isaee Tafreshi, M. & Yahyapour, J. (2013). Stakeholder Theory with a View on Regulations of Stock Companies. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 23(6), 139-167. (in Persian)
- Jensen, M.C. (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8-21.
- Jensen, M.C. (2010). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 32-42.
- Konsik, R. (1987). Greenmail: a study of board performance in corporate governance. *Administrative Science Quarter*, 32(2), 163-185.
- Rahgozar, R. (2006). An Empirical Study on Value-Based Performance Measures, Stakeholder Satisfaction, and Stock Prices. *Iranian Accounting & Auditing Review*, 13(4), 8-27.
- Roberts, R. W. (1992). Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory. *Accounting Organizations and Society*, 17 (6), 595-612.
- Shankman, N. A. (1999). Reframing the debate between agency and stakeholder theories of the firm. *Journal of Business Ethics*, 19(4), 319-334.
- Solomon, J. & Solomon, A. (2004). *Corporate Governance and Accountability*. John Wiley and Sons Ltd.
- Wang, H. D., Sengupta, S. (2016). Stakeholder relationships, brand equity, firm performance: A resource-based perspective. *Journal of Business Research*, 69(12), 5561-5568.