

## نقش حاکمیت داخلی و خارجی شرکت بر سیاست تقسیم سود

میترا سلطانی اقلاریز<sup>۱</sup>

محمود موسوی شیری<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۲۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۵/۱۹

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تاثیر حاکمیت داخلی و خارجی شرکت ها بر سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی و از بعد روش شناسی، توصیفی همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) می باشد. تعداد ۱۵۰ شرکت در بازه زمانی سالهای ۱۴۰۰-۱۳۹۳ از بین کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه پژوهش جامعه آماری پژوهش انتخاب شده اند، تجزیه و تحلیل آماری با استفاده از نرم افزار ایویوز انجام می شود. برای آزمون فرضیه های تحقیق و تعیین ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته نیز از الگوهای اقتصادسنجی استفاده شده و فرضیه های مربوطه از روش رگرسیون چند متغیره پانل مورد بررسی قرار گرفته است، یافته های حاصل از پژوهش حاکی از وجود ارتباط منفی و معنی داری بین درصد سهامداران نهادی، درصد اعضای خانواده در هیئت مدیره و تقسیم سود سهام می باشد. بر خلاف آن بین مالکیت مدیریتی و مالکیت خانوادگی با تقسیم سود رابطه معنی داری وجود ندارد.

### واژگان کلیدی

سود سهام، سهامداران نهادی، مالکیت خانوادگی، مالکیت مدیریتی.

۱. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور مشهد، ایران. [mitrasoltani07@gmail.com](mailto:mitrasoltani07@gmail.com)

۲. دکتری حسابداری، دانشیار حسابداری دانشگاه پیام نور مشهد، ایران. [mousavi1973@pnu.ac.ir](mailto:mousavi1973@pnu.ac.ir)

## مقدمه

پایه و اساس ارزشیابی شرکت‌ها سیاست تقسیم سودشان است و این سیاست تقسیم سود سهام با اینکه موضوع جدیدی نیست اما همچنان در شرکت‌های مالی موضوع بحث برانگیزی است. هر متخصص مالی با در نظر گرفتن سلیقه خود در معاملاتش، در شرکتی سرمایه‌گذاری می‌کند که خط مشی تقسیم سود آن را عادلانه میدانند. موضوع این است که ساختار مالکیت شرکت‌ها با هم تفاوت بسیاری دارند، وجود سهامداران حقیقی و یا سهامداران حقوقی از یک خانواده یا یک فامیل با وجود داشتن درصد بالای سهام آنها و یا حضورشان در هیأت مدیره یقیناً خانوادگی بودن مالکیت شرکت را نشان می‌دهد (اندرسون و ریب، ۲۰۱۶). در شرکت‌های خانوادگی بخاطر وجود سهام بالای یک خانواده یا بودن اعضای خانواده در هیأت مدیره، ممکن است دیگر سهامداران به این فکر کنند که منافع خانواده نسبت به منافع سایر سهامداران در اولویت قرار می‌گیرد، یا شاید سیاست تقسیم سود در این شرکت‌ها به نوعی باشد که به ضرر سایر سهامداران انجام شود، برای مقابله با این موضوع می‌خواهیم بررسی کنیم آیا حاکمیت خارجی و حاکمیت داخلی بر سیاست تقسیم سود سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار ایران تاثیر می‌گذارد؟

حاکمیت خارجی مانند سرمایه‌گذاران نهادی و حاکمیت داخلی مانند مالکیت مدیریتی و مالکیت خانوادگی و تعداد اعضای خانواده در هیأت مدیره نقش بسیار مهمی در حاکمیت شرکتی و در عملکرد شرکت ایفا می‌کنند. در این پژوهش می‌خواهیم بررسی کنیم آیا حاکمیت خارجی (سرمایه‌گذاران نهادی) و حاکمیت داخلی (سرمایه‌گذاران مدیریتی و مالکیت خانوادگی و اعضای خانواده هیأت مدیره) بر تصمیم‌های پرداخت سود سهام موثر هستند یا خیر؟ در اکثر کشورهای اقصی نقاط دنیا شرکت‌های خانوادگی مالکیت بین ۶۰٪ تا ۹۰٪ از تولیدات ناخالص داخلی غیر دولتی را دارا هستند. (آمار مالکیت خانوادگی سال ۲۰۱۱). (میلر و همکاران ۲۰۱۱)، نشان می‌دهند که سود سهام سخاوتمندانه غیرمعمول در بین شرکت‌های خانوادگی رایج است. با اینحال (فروندا و همکاران ۲۰۰۸)، دریافته‌اند که شرکت‌های خانوادگی، دارای تمرکز بیشتری از مالکیت هستند، اهرم مالی کمتری دارند و سود سهام کمتری می‌پردازند. سوال اساسی این پژوهش این است که هنگامی که سهامداران اکثریت و اعضای هیأت مدیره با در دست داشتن سهام قابل توجه، از اعضای یک فامیل یا خانواده باشند، آیا وجود موارد گفته شده (حاکمیت خارجی و حاکمیت داخلی) تاثیری دارد؟ به چه نحوی است و آیا باعث ایجاد تفاوت از منظر سیاست و مدیریت بر تقسیم سود خواهد شد؟ بازار سهام ایران میتواند محیطی برای آزمایش اینکه آیا مکانیسم‌های حاکمیت داخلی و خارجی میتوانند در پرداخت سود سهام تاثیر گذارند یا خیر، فراهم کند.

با توجه به مطالب ارائه شده فرضیه‌های پژوهش این گونه ارائه می‌شود:

فرضیه اول: درصد سهام سهامداران نهادی بر تقسیم سود موثر است.

فرضیه دوم: مالکیت مدیریتی بر تقسیم سود موثر است.

فرضیه سوم: مالکیت خانوادگی بر تقسیم سود موثر است.

فرضیه چهارم: درصد اعضای یک خانواده در هیات مدیره بر تقسیم سود موثر است.

پژوهش‌های متعددی پیرامون شناسایی عوامل موثر بر سیاست تقسیم سود صورت گرفته است. یکی از مهمترین مواردی که انتظار می‌رود بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها اثر گذار باشد، ساختار مالکیت آنها می‌باشد. به طور خاص مالکان نهادی ممکن است یکی از مهمترین عواملی باشد که موجبات تغییر در سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را فراهم آورند. به عنوان مثال دل گاریسو (۱۹۹۶) در پژوهشی به این نتیجه رسید که مدیران بانک‌ها تمایل دارند در سهام کم ریسک و مطمئن سرمایه‌گذاری نمایند و این در حالی است که سیاست تقسیم سود شرکت یکی از مواردی است که میزان ریسک و اطمینان پیرامون بازده سهام شرکت‌ها را مشخص می‌نماید (بیچرا ۲۰۰۸، به نقل از دل گاریسو). ارتباط بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود را می‌توان از منظر سه تئوری معروف که در رابطه با سیاست تقسیم سود موجود می‌باشد، مورد بررسی قرار داد. فرضیه مالیات بر مشتریان، فرضیه علامت دهی و فرضیه نمایندگی. فرضیه اول از سیستم‌های مالیاتی موجود در برخی از کشورها نشأت می‌گیرد. به عنوان مثال در بعضی کشورهای بر سود سهام پرداختی توسط شرکت‌ها به سهامداران مالیات تعلق می‌گیرد. این امر سبب می‌شود که بازده ناشی از سود تقسیمی نسبت به بازده ناشی از افزایش قیمت سهام شرکت از مطلوبیت کمتری برخوردار باشد و مالکان و به طور خاص مالکان نهادی که از قدرت رای و مالکیت بالایی برخوردار می‌باشند ترجیح دهند شرکت درصد کمتری از سود را به طور نقدی به مالکان پرداخت نماید. البته باید به این نکته توجه داشت که گاهی اوقات مالکان نهادی از پرداخت این نوع مالیات معاف می‌گردند. به عنوان مثال در ایالات متحده سرمایه‌گذارانی از قبیل صندوق‌های بازنشستگی، اتحادهای کارگری و دانشگاه‌ها از پرداخت این نوع مالیات تماماً یا تا حد زیادی معاف می‌باشند (بیچرا، ۲۰۰۸). با توجه به اینکه سیستم‌های مالیاتی فوق در ایران وجود ندارد از توضیح بیشتر پیرامون فرضیه مذکور خودداری می‌گردد. بر طبق فرضیه علامت دهی، با توجه به اینکه شرکت‌ها در راستای کسب منابع سرمایه‌ای با یکدیگر در رقابت هستند، سعی می‌کنند تا ببع افشای اطلاعات و نشان دادن علائم مثبت به اعتماد بازار را جلب نمایند. فرضیه مزبور بیان می‌دارد که مدیران شرکت‌هایی که نسبت به بازار مزیت اطلاعاتی برخوردار می‌باشند، تلاش می‌نمایند تا انتظارات خود از سود آتی شرکت را از طریق پرداخت سود نقدی سهام نشان دهند (باتاچاریا، ۱۹۷۹). در مورد علائم سود نقدی برای سرمایه‌گذاران نهادی، زکهاسر و پوند<sup>۳</sup> (۱۹۹۰) چنین استدلال می‌کنند که سود نقدی سهام و سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به عنوان ابزارهای علامت دهی جایگزین در نظر گرفته شوند. حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است موجب کاهش استفاده از سود نقدی به عنوان نشانه‌ای از عملکرد مناسب شرکت گردد زیرا که وجود سهامداران عمده از قبیل مالکان نهادی در ساختار مالکیت شرکت خود می‌تواند به عنوان یک علامت خوب در نظر گرفته شود. در واقع بازار، حضور مالکان نهادی را به عنوان نشانه‌ای از کاهش مشکلات و هزینه‌های ناشی

از مسئله نمایندگی در نظر می‌گیرد. شورت و همکاران (۲۰۰۲) نیز در اظهارنظری مشابه، بر این باورند که به دلیل اطلاعات ممتازی که معمولاً مالکان نهادی پیرامون فرصت‌های رشد آتی شرکت‌ها در اختیار دارند، ممکن است سبب شود بازار حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیت شرکت را به عنوان یک خبر خوب تفسیر نماید و کمتر از قبل نیاز باشد که شرکت از طریق پرداخت سود نقدی مطلوبیت و توانایی خود را به آگاهی بازار برساند. از طرف دیگر گومز (۱۹۹۶) بر این باور است شرکت‌ها ممکن است از طریق پرداخت سود نقدی مناسب به دنبال جذب سرمایه‌گذاران عمده از قبیل سرمایه‌گذاران نهادی باشند. از منظر تئوری نمایندگی، سیاست تقسیم سود یکی از راهکارهایی است که در مواقع ایجاد تضاد بین مدیر و مالک می‌تواند از طریق کاهش منابع در دسترس مدیر، مشکلات ناشی از این تضاد را بهبود بخشد. براساس این تئوری، پرداخت سود نقدی موجب می‌شود که منابع داخلی شرکت کاهش پیدا نماید و واحد اقتصادی ناچار شود در مواقع نیاز به بازارهای سرمایه جهت تامین مالی مراجعه نماید که این امر در نهایت سبب می‌شود شرکت تحت نظارت بازار قرار گیرد. نقش سرمایه‌گذاران نهادی در این تئوری از تمایلات آنها جهت دریافت جریان نقد آزاد در راستای کاهش تضادهای نمایندگی نشأت می‌گیرد (اکبو و ورمای، ۱۹۹۴). قدرت نفوذی که مالکین نهادی دارا می‌باشند ممکن است اثری قابل ملاحظه بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها از جمله سیاست تقسیم سود داشته باشد. در نتیجه مالکان نهادی از طریق حق رای بالا و قدرت ناشی از آن می‌توانند به عنوان عاملی عمل نمایند که از سواستفاده مدیران از جریان‌های نقد آزاد جلوگیری نمایند و مدیران مجبور نمایند سود نقدی سهام پرداخت نمایند (شورت و همکاران، ۲۰۰۲). خوشکار و همکاران (۱۴۰۱)، در پژوهشی به بررسی تاثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه میان تمرکز مشتری و مدیریت سود پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد بین تمرکز مشتری و مدیریت سود رابطه منفی و معنی داری وجود دارد و مالکیت مدیریت بر رابطه بین تمرکز مشتری و مدیریت سود تاثیر گذار است.

رحمتی و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی نقش تعدیلگر مالکیت نهادی و مدیریتی بر تاثیر محافظه کاری بر ریزش قیمت سهام می‌پردازند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد محافظه کاری حسابداری بر ریسک ریزش قیمت سهام تاثیر منفی و معنی دارد؛ مالکیت نهادی بر تاثیر محافظه کاری حسابداری بر ریسک ریزش قیمت سهام نقش تعدیلگر دارد؛ اما مالکیت مدیریتی بر تاثیر محافظه کاری حسابداری بر ریسک ریزش قیمت سهام نقش تعدیلگر ندارد.

وحدتی و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی تاثیر نقش تعدیلگر مالکیت مدیریتی بر ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و افشای اطلاعات سرمایه انسانی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که استقلال هیات مدیره تاثیر معناداری در افشای سرمایه انسانی دارد و همچنین مالکیت مدیریتی، ارتباط بین استقلال هیات مدیره و افشای سرمایه انسانی را تعدیل می‌کند، در حالیکه تنوع جنسیتی هیات مدیره و فعالیت

هیات مدیره، تاثیر معناداری در افشای سرمایه انسانی ندارند. مالکیت مدیریتی نیز ارتباط بین تنوع جنسیتی هیات مدیره و فعالیت هیات مدیره با افشای سرمایه انسانی را تعدیل نمی کند.

خالدی (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر نسبت قیمت به سود سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. یافته های تحقیق نشان می دهد که بین معیارهای ساختار مالکیت (درصد مالکیت سهامداران حقوقی، درصد مالکیت بزرگترین سهامدار و درصد مالکیت دارندگان بیش از پنج درصد سهام شرکت) و نسبت قیمت به سود سهام رابطه وجود دارد، نتایج همچنین نشان می دهد که بین درصد مالکیت سهامداران حقیقی و نسبت قیمت به سود سهام هیچگونه رابطه ی وجود ندارد.

هشی و همکاران (۱۳۹۴)، با بررسی مالکیت خانوادگی و غیر خانوادگی و بر عملکرد شرکت ها در بورس به این مورد دست یافتند که بین مالکیت خانوادگی و راندمان شرکت ها ارتباط منفی و همچنین بین مالکیت غیر خانوادگی و نوع عملکرد شرکت ها ارتباطی مثبت وجود دارد.

مهرآزین و همکاران (۱۳۹۲)، در تحقیق خود که در مورد شرکت ها با مالکیت خانوادگی و غیر خانوادگی و مدیریت و سیاست تقسیم سود سهام بود به این نتیجه رسیدند که بین نوع مالکیت شرکت ها و مدیریت سود ارتباط معناداری وجود ندارد و اغلب شرکت های غیر خانوادگی بیشتر سود خود را مقایسه می کنند.

رضایی و همکاران (۱۳۹۰)، در پژوهشی به بررسی تاثیر متغیرهای ساختار مالکیت مالکیت نهادی، مالک عمده، سهام شناور آزاد و همچنین اثر تعاملی این متغیرها بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که از بین متغیرهای ساختار مالکیت، مالکان نهادی و سهام شناور آزاد ارتباط معنی دار با سود تقسیمی دارند و همچنین تاثیر تعاملی ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف معنی دار و متفاوت می باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می تواند اثر تعدیل کننده ای بر رابطه بین متغیرهای ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود داشته باشد.

ستایش (۱۳۸۹)، در پژوهش خود به بررسی تاثیر ساختار و نوع مالکیت و ترکیب هیات مدیره بر سیاست تقسیم سود در اکثریت شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه دست یافت که مالکیت شرکت و استقلال هیات مدیره بطور مثبت و شرکت های سرمایه گذاری محدود (سرمایه گذاران نهادی) به طرز منفی نسبت سود تقسیم شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تاثیر قرار میدهند.

فروغی و همکاران (۱۳۸۸)، در پژوهشی به بررسی تاثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت ها بر سیاست های تقسیم سود اتخاذ شده از سوی آن ها پرداختند. به بیان دیگر، میزان و نحوه تاثیر گذاری سهامداران نهادی (نوع ساختار مالکیت) و نیز سهام مدیریتی شرکت ها (میزان مشارکت سهامداران در مدیریت شرکت) بر سیاست های تقسیم سود مورد بررسی گرفته است. نتایج تحقیق آنها نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، میزان سهام مدیریتی شرکت بر سیاست های تقسیم سود تأثیری مثبت و معنی دار دارد در حالی که سهامداران نهادی تأثیر گذاری معنی داری بر سیاست های تقسیم سود ندارند.

کومار راجورما و همکاران<sup>(۲۰۲۳)</sup>، به بررسی تاثیرات ساختار مالکیت و پرداخت سود سهام بر سودآوری، ارزیابی و ریسک ویژه (ریسک غیر متعارف) پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهند که شرکت هایی با مالکیت خانوادگی نسبت به شرکت هایی با مالکیت متمرکز برتری دارند. در این شرکت ها، مدیر سود سهام کمتری را پرداخت می کند که منجر به ارزش گذاری کمتر و ریسک غیر متعارف بیشتر می شود. بطور بیشتر این مقاله بیان می کند که شرکت هایی با مالکیت خانوادگی و شرکت هایی که بیشتر یا تمام سهام آن به اعضای یک خانواده خاص تعلق دارد، بر عملکرد شرکت و سطوح ریسک، تاثیر گذار می باشند. یافته ها بیان می کنند که عدم تقارن اطلاعاتی و گوناگونی اطلاعاتی منجر به افزایش ریسک غیر متعارف می شود که منجر به کاهش ارزش شرکت می شود. همچنین نتایج بدست آمده بیان می کنند که شرکت هایی که سود سهام را بطور مرتب پرداخت می کنند، با ریسک کمتری مواجه می باشند، بنابراین، دستور صرف ارزش گذاری را می دهند.

چانگ و همکاران<sup>(۲۰۲۰)</sup>، در پژوهشی به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر پرداخت سود سهام پرداختند. یافته های پژوهش آنها حاکی از این است که سرمایه گذاران متمرکز و بلند مدت نهادی نقش نظارتی دارند و مؤسسات نظارت از پرداخت سود سهام به عنوان یک دستگاه مانیتورینگ استفاده می کنند.

لین و همکاران<sup>(۲۰۱۷)</sup>، در پژوهشی شرکتهای حاضر در بورس اوراق بهادار شهر های شانگهای و شژن در کشور چین را مورد کاوش قرار دادند. نتایج پژوهش نشان دهنده این بود که بین مالکیت خانوادگی شرکتهای و عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری برقرار است.

مونیر و همکاران<sup>(۲۰۱۴)</sup>، در پروژه خود به کاوش بین وجود ارتباط مالکیت خانوادگی با انجام معامله با افراد وابسته و مقدار کیفیت سود در بورس اوراق بهادار مالزی پرداختند، محققان به این نتیجه دست یافتند که شرکتهایی که درصد پایین تری از سهامشان در مالکیت و اختیار خانواده است سود را با کیفیت بالاتری گزارش می نمایند. همچنین نتیجه مقاله آنها این را نشان داد که هنگامی که درصد زیادی از سهام شرکت در مالکیت و اختیار خانواده باشد، فعالیت شرکت در حالت مصادره اموال بوده و همچنین میزان معاملات با افراد وابسته با آنها بالاست.

گونزالس و همکاران<sup>(۲۰۰۴)</sup>، در پژوهشی در ارتباط با سیاست های تقسیم سود در شرکت های خانوادگی پرداختند و به این مورد دست یافتند که مالکیت و کنترل خانوادگی تاثیر معنی داری بر سیاست سود تقسیم ندارد، اما وجود اعضای خانواده در هیات مدیره شرکت احتمال پرداخت سود نقدی بیشتر را کاهش میدهد.

کوکوی و همکاران<sup>(۲۰۰۹)</sup>، در پژوهشی ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود را در بازار سهام مورد بررسی قرار دادند. نتایج بیانگر رابطه منفی و مستقیم بین مالکان نهادی و تقسیم سود می باشد همچنین بین ساختار دولتی و اعضای خانوادگی با تقسیم سود رابطه اس معنی داری یافت نشد.



## روش و ابزار پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، پژوهش کاربردی می باشد چرا که هدف پژوهش توسعه سیاست تقسیم سود سهام، مالکان نهادی، مدیریتی و خانوادگی نمی باشد به لحاظ جمع آوری اطلاعات تحقیقی (طرح تحقیق) پس رویدادی و کتابخانه ایی است چراکه از اطلاعات گذشته شرکت های نمونه در سایت کدال استفاده می گردد و از لحاظ روش گردآوری داده ها و استنتاج، توصیفی - علی می باشد، چراکه داده های جمع آوری شده دستکاری نمی شود و به همانگونه که هست مورد بررسی قرار می گیرد. همچنین این پژوهش مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکتها است و نتایج حاصل از آن می تواند برای طیف گسترده ای شامل تحلیل گران مالی، سپرده گذاران، مدیران و مالکان شرکتها و حسابرسان، اعضای کمیته حسابرسی، بورس اوراق بهادار و محققان مفید باشد.

## مدل های رگرسیونی پژوهش:

مدل ریاضی پژوهش به صورت زیر می باشد:

$$Dividend_t = \beta_0 + \beta_1 Institutional\ investors + \beta_2 Managerial\ Ownership + \beta_3 Family\ Ownership + \beta_4 Family\ Members\ On\ Board + \beta_5 Size_t + \beta_6 Profitability_t + \beta_7 Cash_t + \beta_8 Asset\ Growth_t + \beta_{10} Risk_t + \epsilon_{it}$$

که در آن  $Dividend$  درصد سود سهام،  $Institutional\ investors$  سرمایه گذاران نهادی،  $managerial\ ownership$  مالکیت مدیریتی،  $family\ ownership$  مالکیت خانوادگی،  $family\ members\ on\ board$  اعضای خانواده هیات مدیره،  $Size$  تعیین اندازه شرکت،  $Profitability$  سود آوری شرکت،  $Cash$  جریان نقدی،  $Asset\ Growth$  رشد دارایی شرکت  $Risk$  ریسک می باشد.

تعاریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

## متغیر وابسته:

متغیر وابسته پژوهش:  $Dividend$  درصد سود سهام: سود سهام نقدی تقسیم بر ارزش بازار سهام شرکت برای اندازه

گیری این متغیر می باشد.

متغیرهای مستقل پژوهش:

حاکمیت خارجی (*out governance mechanisms*)

$Institutional\ investors$  سرمایه گذاران نهادی: تعداد سهام عادی شرکت که در اختیار شرکت های تجاری قرار دارند، میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی را نشان می دهد. برای محاسبه میزان نسبت سهام سهامدار نهادی باید تعداد سهام سهامداران نهادی بر تمام سهام عادی کل شرکت در ابتدای دوره تقسیم شود.

حاکمیت داخلی (*Internal Governance mechanisms*)

*managerial ownership* مالکیت مدیریتی: درصد سهام نگهداری شده به وسیله اعضای هیأت مدیره، به این صورت که: درصد تعداد سهام مربوط به مدیران شرکت به نسبت تعداد کل سهام منتشر شده شرکت.

*family ownership* مالکیت خانوادگی: شرکتی خانوادگی محسوب میشود که حداقل دارای یکی از معیارهای زیر باشد مقدار یک در غیر اینصورت مقدار صفر:

۱- یک نفر یا تعدادی از اعضای یک خانواده یا فامیل، صاحب اقلایست درصد از سهام کل شرکت باشند.

۲- حداقل ۲ نفر از اعضای هیأت مدیره از یک خانواده باشند.

*family members on board* اعضای خانواده هیأت مدیره: درصد تعداد اعضای یک خانواده در هیأت مدیره.

### متغیرهای کنترلی پژوهش:

*Size* تعیین اندازه شرکت: اندازه شرکت به طرق متعددی اندازه گیری میشود. بطور مثال میتوان به میزان فروش، ارزش دارایی ها، ارزش بازار سهام و... اشاره کرد. در این پژوهش همانند فاما و فرنچ (۱۹۹۲) می خواهیم لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت را به عنوان اندازه شرکت در نظر قرار دهیم که از طریق حاصلضرب آخرین قیمت بازار در تعداد سهام عادی منتشره بدست می آید.

*Profitability* سودآوری شرکت: برای اندازه گیری سودآوری شرکت قصد داریم مشابه با مطالعات دیلوف (۲۰۰۳) و تروئل و سوانو (۲۰۰۷) از نرخ بازده دارایی شرکت به صورت درصد سود خالص به تمام دارایی های شرکت استفاده کنیم.

*Cash* جریان نقدی: برای اندازه گیری این متغیر از جریان نقدی عملیاتی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی ها استفاده می کنیم.

*Asset Growth* رشد دارایی شرکت: از درصد رشد دارایی های شرکت برای اندازه گیری این متغیر استفاده می کنیم. نرخ رشد دارایی شرکت برای سال  $t$  طبق روش زیر محاسبه خواهد شد:

$$ASSETG_T = \frac{TotalAssets_t - TotalAssets_{t-1}}{TotalAssets_{t-1}}$$

*ASSETG<sub>T</sub>*: درصد رشد دارایی

*TotalAssets<sub>t</sub>*: مجموع دارایی ها در سال  $t$

*TotalAssets<sub>t-1</sub>*: مجموع دارایی ها در سال  $t-1$

*Risk* ریسک: برای اندازه گیری این شاخص از انحراف معیار سه سال گذشته بازده سهام استفاده می کنیم.

### یافته های پژوهش

با توجه به جدول (۱)، اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اندازه شرکت برابر با (۱۵,۳۸) می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین



میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر درصد مالکیت نهادی برابر با ۳۰,۳۶ و برای درصد سود سهام برابر است با ۰,۰۷ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند.

### جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای کمی تحقیق

| نام متغیر                | نماد                           | میانگین | میانه | بیشترین | کمترین | انحراف معیار | چولگی | کشیدگی |
|--------------------------|--------------------------------|---------|-------|---------|--------|--------------|-------|--------|
| درصد سود سهام            | <i>Dividend</i>                | ۰,۰۶    | ۰,۰۴  | ۰,۵۰    | ۰,۰۰   | ۰,۰۷         | ۱,۳۳  | ۲,۳۶   |
| درصد مالکیت نهادی        | <i>Institutional investors</i> | ۵۸,۲۰   | ۶۷,۸۰ | ۹۹,۹۲   | ۰,۰۰   | ۳۰,۳۶        | -۰,۸۰ | -۰,۶۷  |
| درصد مالکیت مدیریتی      | <i>managerial</i>              | ۶۰,۴۷   | ۶۷,۰۷ | ۹۹,۰۰   | ۰,۰۰   | ۲۵,۷۲        | -۰,۸۸ | -۰,۱۲  |
| مالکیت خانوادگی          | <i>family</i>                  | ۰,۱۰    | ۰,۰۰  | ۱,۰۰    | ۰,۰۰   | ۰,۳۰         | ۲,۷۰  | ۵,۳۱   |
| اندازه شرکت              | <i>Size</i>                    | ۱۵,۳۸   | ۱۵,۲۶ | ۲۱,۸۹   | ۱۱,۳۶  | ۱,۸۴         | ۰,۵۵  | ۰,۱۴   |
| سودآوری شرکت             | <i>Profitability</i>           | ۰,۱۴    | ۰,۱۱  | ۰,۶۷    | -۰,۵۸  | ۰,۱۶         | ۰,۴۶  | ۰,۸۵   |
| جریان نقدی               | <i>Cash</i>                    | ۰,۱۲    | ۰,۱۰  | ۰,۶۹    | -۰,۴۶  | ۰,۱۴         | ۰,۴۶  | ۱,۱۸   |
| رشد دارایی شرکت          | <i>Asset Growth</i>            | ۰,۳۴    | ۰,۲۰  | ۷,۳۲    | -۰,۴۳  | ۰,۵۶         | ۵,۴۲  | ۴۸,۰۷  |
| ریسک                     | <i>Risk</i>                    | ۱,۴۳    | ۰,۹۵  | ۱۴,۲۱   | ۰,۰۱   | ۱,۵۷         | ۳,۰۰  | ۱۴,۴۸  |
| اعضای خانواده هیات مدیره | <i>family members</i>          | ۴,۱۵    | ۰,۰۰  | ۸۹,۹۰   | ۰,۰۰   | ۱۳,۲۱        | ۳,۶۱  | ۱۳,۲۸  |

## نتایج آزمون هم خطی

جدول (۲): آزمون هم خطی مدل پژوهش

| نام متغیر                | نماد                           | VIF  | TOLERANCE |
|--------------------------|--------------------------------|------|-----------|
| درصد مالکیت نهادی        | <i>Institutional investors</i> | ۱,۹۶ | ۰,۵۱۰     |
| درصد مالکیت مدیریتی      | <i>managerial</i>              | ۱,۷۱ | ۰,۵۸۴     |
| مالکیت خانوادگی          | <i>family</i>                  | ۱,۹۷ | ۰,۵۰۶     |
| اندازه شرکت              | <i>Size</i>                    | ۱,۵۱ | ۰,۶۶۲     |
| سودآوری شرکت             | <i>Profitability</i>           | ۱,۸۷ | ۰,۵۳۳     |
| جریان نقدی               | <i>Cash</i>                    | ۱,۵۰ | ۰,۶۶۳     |
| رشد دارایی شرکت          | <i>Asset Growth</i>            | ۱,۱۹ | ۰,۸۳۷     |
| ریسک                     | <i>Risk</i>                    | ۱,۱۳ | ۰,۸۸۴     |
| اعضای خانواده هیات مدیره | <i>family members</i>          | ۲,۰۰ | ۰,۴۹۸     |

همان طور که در جدول فوق نیز نشان داده شده است، با توجه به آماره به دست آمده، VIF برای تمامی متغیرهای مدل پژوهش کمتر از ۱۰ محاسبه شده است، از این رو، هم خطی بین هیچ کدام از متغیرهای مدل ها وجود ندارد؛ بنابراین، مشکلی جهت هم خطی در رگرسیون های در نظر گرفته شده وجود ندارد.

## نتایج آزمون ضریب همبستگی

ضریب همبستگی ابزاری آماری برای تعیین نوع و درجه رابطه یک متغیر کمی با متغیر کمی دیگر است. این آزمون رابطه بین متغیرهای استفاده شده در مدل را دو به دو مورد بررسی قرار می دهد که خروجی آن ماتریس زیر می باشد. قطر این ماتریس از آنجا که همبستگی هر متغیر با خودش را بررسی می کند همیشه یک است که به معنای همبستگی کامل است. هرچه این اعداد به یک نزدیک تر باشد همبستگی بیشتر و مستقیم و هرچه به صفر نزدیک تر بدون همبستگی است. اعداد منفی نیز بیانگر همبستگی معکوس می باشند. این ضریب بین ۱ تا -۱ است و در عدم وجود رابطه بین دو متغیر، برابر صفر است.

جدول (۳): نتایج ماتریس ضریب همبستگی پژوهش

|          | DI~<br>D   | IN~<br>D   | MA~<br>L   | FA~<br>Y   | SIZ<br>E | PR~<br>Y | CAS<br>H   | AS~<br>H | RIS<br>K | FA~<br>S |
|----------|------------|------------|------------|------------|----------|----------|------------|----------|----------|----------|
| DI~D     | ۱,۰۰۰      |            |            |            |          |          |            |          |          |          |
| IN~D     | ۰,۲۸۴      | ۱,۰۰۰      |            |            |          |          |            |          |          |          |
| MA~<br>L | ۰,۲۴۳      | ۰,۶۱۷      | ۱,۰۰۰      |            |          |          |            |          |          |          |
| FA~<br>Y | ۰,۰۷۰<br>- | ۰,۴۶۳      | ۰,۳۹۶<br>- | ۱,۰۰۰      |          |          |            |          |          |          |
| SIZE     | ۰,۱۲۵      | ۰,۱۴۰      | ۰,۰۰۲<br>- | ۰,۱۱۳<br>- | ۱,۰۰۰    |          |            |          |          |          |
| PR~<br>Y | ۰,۴۶۳      | ۰,۰۱۴      | ۰,۰۱۵      | ۰,۰۷۸      | ۰,۴۷۸    | ۱,۰۰۰    |            |          |          |          |
| CAS<br>H | ۰,۳۹۹      | ۰,۱۱۵      | ۰,۰۷۶      | ۰,۰۵۰      | ۰,۱۷۰    | ۰,۵۲۶    | ۱,۰۰۰      |          |          |          |
| AS~<br>H | ۰,۰۷۸<br>- | ۰,۰۹۴<br>- | ۰,۱۱۹<br>- | ۰,۰۴۸      | ۰,۳۰۱    | ۰,۲۱۳    | ۰,۰۶۰<br>- | ۱,۰۰۰    |          |          |
| RISK     | ۰,۱۶۲<br>- | ۰,۱۲۱<br>- | ۰,۱۴۱<br>- | ۰,۰۰۴      | ۰,۲۰۵    | ۰,۱۰۷    | ۰,۱۰۵<br>- | ۰,۲۴۱    | ۱,۰۰۰    |          |
| FA~<br>S | ۰,۱۰۱<br>- | ۰,۴۹۴<br>- | ۰,۳۷۶<br>- | ۰,۶۷۲      | ۰,۱۶۰    | ۰,۰۲۱    | ۰,۰۱۵      | ۰,۰۱۷    | ۰,۰۳۶    | ۱,۰۰۰    |

## یافته های استنباطی

در این قسمت به تحلیل داده‌ها با استفاده از آمار استنباطی پرداخته می‌شود. در این قسمت تحلیل داده‌ها با استفاده از روش داده‌های ترکیبی و با رویکرد پنل دیتا صورت می‌گیرد. ابتدا متغیرها از نظر مانا بودن مورد بررسی قرار می‌گیرند. سپس با استفاده از آزمون چاو آزمون می‌شود که آیا باید از پانل با اثرات استفاده کرد یا بدون اثرات. برای آزمون روش پانل و اینکه از روش اثرات ثابت استفاده شود و یا از آزمون اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده خواهد شد. در نهایت پس از برآورد مدل با الگوی تعیین شده، مفروضات رگرسیون بررسی و مدل به صورت نهایی برازش شده است.

### آزمون ریشه واحد پایایی

همان گونه که از جدول زیر، جدول شماره ۴ قابل مشاهده است، تمامی متغیرها بر اساس روش لوین مورد استفاده و سطح معنی داری آنها کمتر از پنج درصد بوده بنابراین فرضیه صفر آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و بر این اساس متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در سطح مانا می باشند. لازم به یادآوری است از آنجا که متغیرها در سطح، مانا می باشند لذا نیازی به آزمون هم انباشتگی برای آنها نخواهد بود.

#### جدول (۴): نتایج آزمون مانایی و ریشه واحد متغیرهای پژوهش به روش لوین

| نام متغیر                | نماد                           | آماره آزمون | مقدار احتمال | نتیجه    |
|--------------------------|--------------------------------|-------------|--------------|----------|
| درصد سود سهام            | <i>Dividend</i>                | -۲,۶۱۵      | ۰,۰۰۴        | مانا است |
| درصد مالکیت نهادی        | <i>Institutional investors</i> | ۱۱۳,۲۵۰     | ۰,۰۰۰        | مانا است |
| درصد مالکیت مدیریتی      | <i>managerial</i>              | -۱۱,۸۱۳     | ۰,۰۰۰        | مانا است |
| مالکیت خانوادگی          | <i>family</i>                  | -۲,۲۴۰      | ۰,۰۰۰        | مانا است |
| اندازه شرکت              | <i>Size</i>                    | -۱۲,۶۱۱     | ۰,۰۰۰        | مانا است |
| سودآوری شرکت             | <i>Profitability</i>           | -۲,۷۳۳      | ۰,۰۰۰        | مانا است |
| جریان نقدی               | <i>Cash</i>                    | -۹,۱۸۲      | ۰,۰۰۰        | مانا است |
| رشد دارایی شرکت          | <i>Asset Growth</i>            | -۴,۲۲۵      | ۰,۰۰۰        | مانا است |
| ریسک                     | <i>Risk</i>                    | -۱۵,۵۲۴     | ۰,۰۰۰        | مانا است |
| اعضای خانواده هیات مدیره | <i>family members</i>          | -۷,۱۱       | ۰,۰۰۰        | مانا است |

### آزمون ناهمسانی واریانس

#### جدول (۵): نتایج حاصل از ناهمسانی واریانس

| مدل رگرسیون | آماره وایت | مقدار احتمال | نتیجه آزمون      |
|-------------|------------|--------------|------------------|
| مدل پژوهش   | ۱,۹۸۵      | ۰,۰۰۲        | ناهمسانی واریانس |

نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس در جدول ۵ آورده شده است. بررسی آماره آزمون انجام شده برای مدل پژوهش نشان می‌دهد که مقدار احتمال محاسبه شده کمتر از ۵ صدم است فرضیه صفر مبنی بر همسانی واریانس جملات اخلاص پذیرفته نمی‌شود، لذا از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده می‌شود.

### آزمون ادغام (اف لیمر)

جدول زیر نتایج آزمون F لیمر را به تصویر می‌کشد، از آنجا که میزان احتمال به دست آمده مدل پژوهش کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد، لذا فرض مربوط به پولینگ بودن رد می‌شود؛ و مدل پانل به مدل پولینگ ارجحیت دارد. لذا از آزمون هاسمن برای انتخاب بهترین روش تخمین از میان روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده می‌شود.

### جدول (۶): نتایج حاصل از آزمون ادغام

| نتیجه آزمون |               | مقدار احتمال | F آماره | مدل رگرسیون |
|-------------|---------------|--------------|---------|-------------|
| مدل پانل    | پذیرش فرض صفر |              |         |             |
| مدل پانل    | پذیرش فرض صفر | ۰,۰۰۰        | ۰,۰۰۰   | مدل پژوهش   |

### نتایج آزمون تعیین اثرات ثابت یا تصادفی

بر اساس نتایج آزمون اف لیمر، ماهیت پانل بودن داده‌ها برای مدل پژوهش تأیید شد، آن‌گاه با استفاده از آزمون هاسمن برای انتخاب بهترین روش تخمین از میان روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی تصمیم‌گیری می‌شود. جدول زیر نتایج آزمون هاسمن را به تصویر می‌کشد، چون سطح احتمال به دست آمده مدل پژوهش کمتر از ۵ صدم است لذا برای برآورد مدل روش اثرات ثابت به روش اثرات تصادفی ارجحیت دارد.

### جدول (۷): نتایج حاصل از آزمون هاسمن

| نتیجه آزمون |            | مقدار احتمال | آماره کای اسکوئر | مدل رگرسیون |
|-------------|------------|--------------|------------------|-------------|
| مدل پانل    | رد فرض صفر |              |                  |             |
| اثرات ثابت  | رد فرض صفر | ۰,۰۰۰        | ۱۰۱,۰۵۶          | مدل پژوهش   |

### تخمین مدل پژوهش و آزمون فرضیه‌ها

در این قسمت از پژوهش با توجه به آزمون‌های صورت گرفته و همچنین بررسی آزمون‌های پیش رگرسیون برای مدل پژوهش و مشخص شدن روش تخمین، به تخمین مدل و آزمون فرضیه‌های تحقیق پرداخته خواهد شد.

## جدول (۸): نتایج حاصل از تخمین مدل پژوهش به روش پانل (اثرات ثابت)

| $Dividend_t = \beta_0 + \beta_1 Institutional\ investors_t + \beta_2 Managerial\ Ownership_t + \beta_3 Family\ Ownership_t + \beta_4 Family\ Members\ On\ Board_t + \beta_5 Size_t + \beta_6 Profitability_t + \beta_7 Cash_t + \beta_8 Asset\ Growth_t + \beta_{10} Risk_t + \varepsilon_{it}$ |                      |                  |        |                                |                          |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|------------------|--------|--------------------------------|--------------------------|
| متغیر وابسته: سود سهام                                                                                                                                                                                                                                                                          |                      |                  |        |                                |                          |
| مقدار احتمال                                                                                                                                                                                                                                                                                    | آماره T              | انحراف استاندارد | ضریب   | نماد متغیر                     | متغیر                    |
| ۰,۰۰۳                                                                                                                                                                                                                                                                                           | -۲,۹۳۳               | ۶,۹۲۳            | -۰,۰۰۰ | <i>Institutional investors</i> | درصد مالکیت نهادی        |
| ۰,۵۲۷                                                                                                                                                                                                                                                                                           | ۰,۶۳۲                | ۳,۶۰۳            | ۲,۲۸۹  | <i>managerial</i>              | درصد مالکیت مدیریتی      |
| ۰,۱۴۵                                                                                                                                                                                                                                                                                           | -۱,۴۵۷               | ۰,۰۰۵            | -۰,۰۰۷ | <i>family</i>                  | مالکیت خانوادگی          |
| ۰,۰۰۰                                                                                                                                                                                                                                                                                           | -۵,۵۱۰               | ۷,۹۲۳            | -۰,۰۰۰ | <i>family members</i>          | اعضای خانواده هیات مدیره |
| ۰,۰۰۰                                                                                                                                                                                                                                                                                           | ۵,۴۵۶                | ۰,۰۱۹            | ۰,۱۰۶  | <i>Size</i>                    | اندازه شرکت              |
| ۰,۱۱۹                                                                                                                                                                                                                                                                                           | ۱,۵۵۶                | ۰,۰۰۴            | ۰,۰۰۶  | <i>Profitability</i>           | سودآوری شرکت             |
| ۰,۰۰۰                                                                                                                                                                                                                                                                                           | ۵,۹۷۵                | ۰,۰۰۰            | ۰,۰۰۳  | <i>Cash</i>                    | جریان نقدی               |
| ۰,۰۰۶                                                                                                                                                                                                                                                                                           | ۲,۷۴۰                | ۰,۰۰۰            | ۰,۰۰۲  | <i>Asset Growth</i>            | رشد دارایی شرکت          |
| ۰,۰۰۰                                                                                                                                                                                                                                                                                           | -۹,۲۶۱               | ۰,۰۰۱            | -۰,۰۱۳ | <i>Risk</i>                    | ریسک                     |
| ۰,۰۰۰                                                                                                                                                                                                                                                                                           | ۱۴,۳۶۸               | ۰,۰۱۸            | ۰,۲۶۱  | C                              | عرض از مبدا              |
| ۰,۷۳                                                                                                                                                                                                                                                                                            | ضریب تعیین           |                  |        |                                |                          |
| ۰,۷۰                                                                                                                                                                                                                                                                                            | ضریب تعیین تعدیل شده |                  |        |                                |                          |
| ۱۸,۱۹۹                                                                                                                                                                                                                                                                                          | F آماره              |                  |        |                                |                          |
| ۰,۰۰۰                                                                                                                                                                                                                                                                                           | سطح احتمال           |                  |        |                                |                          |
| ۱,۷۳                                                                                                                                                                                                                                                                                            | آماره دورین واتسون   |                  |        |                                |                          |

مقدار احتمال آماره F (کمتر از ۵ صدم) مدل بیانگر معنی داری کلی ضرایب می باشد و آماره دورین واتسون با عدد ۱,۷۳ نشان دهنده نبود خود همبستگی در بین اجزای اخلال است.

ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل زیر به ترتیب عبارتند از ۷۳ درصد و ۷۰ درصد است؛ بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، ۷۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل تبیین می شوند.



با توجه به نتایج جدول زیر، عرض از مبدا مدل معادل ۰,۲۶۱ درصد می‌باشد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنی دار می‌باشد.

سطح معنی داری متغیر درصد مالکیت نهادی کمتر از ۵ درصد و ضریب آن منفی می‌باشد؛ بنابراین بین درصد مالکیت نهادی و سود سهام رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد.

سطح معنی داری متغیر درصد مالکیت مدیریتی بیشتر از ۵ درصد می‌باشد؛ بنابراین بین درصد مالکیت مدیریتی و سود سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

سطح معنی داری متغیر درصد مالکیت خانوادگی بیشتر از ۵ درصد می‌باشد؛ بنابراین بین درصد مالکیت نهادی و سود سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

سطح معنی داری متغیر درصد اعضای خانواده در هیئت مدیره کمتر از ۵ درصد و ضریب آن منفی می‌باشد؛ بنابراین بین درصد اعضای خانواده در هیئت مدیره و سود سهام رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد.

سطح معنی داری متغیر اندازه شرکت کمتر از ۵ درصد و ضریب آن مثبت می‌باشد؛ بنابراین بین درصد اندازه شرکت و سود سهام رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد.

سطح معنی داری متغیر سود آوری شرکت بیشتر از ۵ درصد می‌باشد؛ بنابراین بین سود آوری شرکت و سود سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

سطح معنی داری متغیر جریان نقدی کمتر از ۵ درصد و ضریب آن مثبت می‌باشد؛ بنابراین بین جریان نقدی و سود سهام رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد.

سطح معنی داری متغیر رشد دارایی کمتر از ۵ درصد و ضریب آن مثبت می‌باشد؛ بنابراین بین رشد دارایی و سود سهام رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد.

سطح معنی داری متغیر ریسک کمتر از ۵ درصد و ضریب آن منفی می‌باشد؛ بنابراین بین ریسک و سود سهام رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد.

## بحث و نتیجه گیری

### فرضیه اول

در فرضیه اول بیان شد که درصد سهامداران نهادی بر تقسیم سود موثر است حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است موجب کاهش استفاده از سود نقدی به عنوان نشانه ای از عملکرد مناسب شرکت گردد زیرا که وجود سهامداران عمده از قبیل مالکان نهادی در ساختار مالکیت شرکت خود می‌تواند به عنوان یک علامت خوب در نظر گرفته شود (زکهارس و همکاران، ۱۹۹۹). در واقع بازار، حضور مالکان نهادی را به عنوان نشانه ای از کاهش مشکلات و هزینه‌های ناشی از مسئله نمایندگی در نظر می‌گیرد. شورت و همکاران (۲۰۰۲) نیز در اظهارنظری مشابه، بر این باورند که به دلیل اطلاعات ممتازی که معمولاً مالکان نهادی پیرامون فرصت‌های رشد آتی شرکت‌ها در اختیار دارند، ممکن است سبب شود بازار حضور

سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیت شرکت را به عنوان یک خبر خوب تفسیر نماید و کمتر از قبل نیاز باشد که شرکت از طریق پرداخت سود نقدی مطلوبیت و توانایی خود را به آگاهی بازار برساند. نتیجه این فرضیه با پژوهش رحمتی و همکاران (۱۴۰۰)، رضایی و همکاران (۱۳۹۰)، ستایش (۱۳۸۹)، فروغی و همکاران (۱۳۸۸)، چانگ و همکاران (۲۰۲۰) و کوکی و همکاران (۲۰۰۹)، هم راستا می‌باشد.

### فرضیه دوم

در فرضیه دوم بیان شد که مالکیت مدیریتی بر تقسیم سود موثر است. گومز (۱۹۹۶) بر این باور است شرکت‌ها ممکن است از طریق پرداخت سود نقدی مناسب به دنبال جذب سرمایه‌گذاران از قبیل سرمایه‌گذاران مدیریتی باشند. از منظر تئوری نمایندگی، سیاست تقسیم سود یکی از راهکارهایی است که در مواقع ایجاد تضاد بین مدیر و مالک می‌تواند از طریق کاهش منابع در دسترس مدیر، مشکلات ناشی از این تضاد را بهبود بخشد. براساس این تئوری، پرداخت سود نقدی موجب می‌شود که منابع داخلی شرکت کاهش پیدا نماید و واحد اقتصادی ناچار شود در مواقع نیاز به بازارهای سرمایه جهت تامین مالی مراجعه نماید که این امر در نهایت سبب می‌شود شرکت تحت نظارت بازار قرار گیرد. نقش سرمایه‌گذاران مدیریتی در این تئوری از تمایلات آنها جهت دریافت جریان نقد آزاد در راستای کاهش تضادهای نمایندگی نشأت می‌گیرد (اکبو و ورما، ۱۹۹۴). قدرت نفوذی که مالکین مدیریتی دارا می‌باشند ممکن است اثری قابل ملاحظه بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها از جمله سیاست تقسیم سود داشته باشد. در نتیجه مالکان مدیریتی از طریق قدرت می‌توانند به عنوان عاملی عمل نمایند که از سواستفاده سایر سهامداران از جریان‌های نقد آزاد جلوگیری نمایند و سود نقدی سهامرا پرداخت نمایند، نتیجه این فرضیه با پژوهش خالدی (۱۳۹۹) هم راستا و با پژوهش فروغی و همکاران (۱۳۸۸) در یک راستا نمی‌باشد.

### فرضیه سوم

در فرضیه سوم بیان شد که مالکیت خانوادگی بر تقسیم سود موثر است. معمولا مالکان خانوادگی در مقایسه با سایر سهامداران عمده، دارای خصوصیات منحصر به فردی می‌باشند، به دلیل تمرکز مالکیتی آنها بر شرکت خانوادگی، معمولا پرتفوی سرمایه‌گذاری متنوعی ندارند. بدین دلیل مالکان بدین دلیل مالکان خانوادگی از تصمیمات صحیح شرکت منفعت بیشتری می‌برند و تصمیمات نادرست شرکت، آنها را بیشتر متضرر می‌سازد؛ بنابراین، مالکان خانوادگی انگیزه‌های زیادی برای افزایش ارزش شرکت دارند. مالکان خانوادگی افق سرمایه‌گذاری بلند مدت تری نسبت به سایر سهامداران دارند. آنها معمولا مالکیتشان را همانند یک دارایی به نسل‌های بعد منتقل می‌کنند. از این رو مالکان خانوادگی به جای توجه به ارزش شرکت و سود سهامی پرداختی به شرکت در کوتاه مدت، به ارزش شرکت در بلند مدت توجه دارند. نتیجه این فرضیه با پژوهش مهرآذین و همکاران (۱۳۹۲)، مونیرو و همکاران (۲۰۱۴) و گونزالس و همکاران (۲۰۰۴) در یک راستا و با پژوهش هشی و همکاران (۱۳۹۴) ولین و همکاران (۲۰۱۷) در یک راستا نمی‌باشد.

## فرضیه چهارم

در فرضیه چهارم بیان شد که درصد اعضای یک خانواده در هیات مدیره بر تقسیم سود موثر است. در شرکت‌های خانوادگی حضور موسسان و یا خانواده موسسان در مدیریت شرکت تداوم دارد و اعضای خانواده در هیئت مدیره حضور دارند و یا دارای بلوک‌هایی از سهام شرکت هستند و به دلیل تمرکز مالکیتی آن‌ها بر شرکت خانوادگی، معمولاً پرتفوی سرمایه‌گذاری متنوعی ندارند. اعضای خانواده به صورت فعال در مدیریت شرکت مشارکت دارند که به نوعی دلالت بر این امر دارد که آن‌ها ترجیحات خود را در شرکت اعمال می‌کنند (چنگ، ۲۰۱۴). ویژگی‌های منحصر به فرد مالکان در شرکت‌های خانوادگی مسائلی را بوجود می‌آورد که سبب توجه ویژه به این شرکت‌ها در حوضه‌های مختلف پژوهشی گردیده است. نتیجه این فرضیه با پژوهش کوکی و همکاران (۲۰۰۹)، در یک راستا می‌باشد و با پژوهش گونزالس و همکاران (۲۰۰۴)، در یک راستا نمی‌باشد.

### در ادامه پیشنهادات کاربردی پژوهش ارائه شده است:

شرکت‌هایی با میزان سود بالاتر، سود سهام بیشتری را پرداخت می‌کنند و شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری بالاتر، میزان سود سهام کمتری را پرداخت می‌کنند. اگرچه، سرمایه‌گذاران طبق نظریه‌ی سیگنالینگ، هر تغییری را که در الگوی مربوط به پرداخت سود سهام وجود دارد، مرتبط با دیدگاه سلامت شرکت و دیدگاه مدیران در مورد چشم‌اندازهای آتی شان در رابطه با سودآوری می‌دانند. از نتیجه تحقیق بر می‌آید که بین مالکیت نهادی و تقسیم سود سهام رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد بنابراین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که برای بررسی وضعیت سیاست تقسیم سود سهام شرکت به ویژگی مالکیت آن استفاده توجه نمایند و همچنین به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود در شرکتهایی سرمایه‌گذاری کنند که شفافیت اطلاعاتی بیشتری دارند. همچنین پیشنهاد می‌شود که:

سازمان بورس اوراق بهادار تهران، قوانین و مقرراتی را اتخاذ کند که تا حد امکان بتواند میزان واقعی تقسیم سود شرکت‌ها را در طول سال‌های متمادی فعالیت شان اندازه‌گیری و مشخص نماید.

به سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی پیشنهاد می‌شود جهت ارزیابی رابطه مالکیت شرکت و سیاست تقسیم سود به موضوع ساختار مالکیت شرکت‌ها در کنار سایر معیارها توجه کافی نمایند و تحلیلگران مالی نیز به موضوع مذکور توجه کافی نمایند. همچنین به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی خود به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر تقسیم سود با توجه به ویژگی‌های مدیران پردازند.

## منابع

اعتمادی، حسین؛ باباجانی، جعفر؛ آذر، عادل و زهرا دیانتي دیلمی (۱۳۸۸): تأثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.  
امیدوار، علیرضا؛ رستگار، حسین و مونا عقدایی (۱۳۸۹): حاکمیت شرکتی در شرکت‌های خانوادگی پاکستان. مرکز ترویج حاکمیت شرکت

- آذر، ع؛ و منصور مؤمنی، ۱۳۸۵، «آمار و کاربرد آن در مدیریت»، انتشارات سمت، جلد دوم، چاپ نهم، تهران، ص ۲۱۲-۱۸۳.
- اسماعیلی، شاپور، ۱۳۸۵، «رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام»، پایان نامه فوق لیسانس، دانشکده حسابداری و مدیریت علامه طباطبائی. ۱۳۷۶
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا، ۱۳۷۰، «مروری بر تئوری ها، سیاست ها و خط مشی های تقسیم سود»، دانش مدیریت شماره ۱۴
- امانی، کوروش، ۱۳۷۶، «بررسی رابطه بین سود تقسیمی و قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه فوق لیسانس (حسابداری)، دانشگاه تهران دانشکده مدیریت - به راهنمایی: نوروش، ایرج بهرام فرامرزی، نقی و کاوه مهرانی، ۱۳۸۳، «رابطه بین سود هر سهم، سود تقسیمی و سرمایه گذاری در شرکت های بورس اوراق و بهادار تهران»، فصلنامه حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۶
- پارسائیان، علی و جهانخانی، ۱۳۸۴، «تئوری حسابداری»، تهران: دفتر پژوهش های فرهنگی، ص ۳۸۶.
- پارسائیان، علی، ۱۳۷۳، «سیاست تقسیم سود، رشد و تعیین ارزش سهام»، جلد ۳ تحقیقات مالی
- رضایی فرزین، عیدان ترک زاده خدیجه، نصیری ناصر. بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران. بورس اوراق بهادار ۱۳۹۰؛ ۴(۱۶): ۷۹-۹۹
- جمشیدی، خلیل، ۱۳۸۱، «آمار و کاربرد آن در مدیریت»، تهران، انتشارات دانشگاه پیام نور، ص ۲۵۳.
- جهانخانی، عماد و احمد ظرفیت فرد، ۱۳۷۴، «آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده می کنند؟». فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی، ص ۱۲۶-۷۶.
- جهانخانی، ع و سعید عبدالله زاده، ۱۳۷۳، «نقد بر چگونگی قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی، ص ۹۴-۷۵.
- حاجیان، نجمه، ۱۳۸۵، «تاثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه گذاران، دانشگاه علامه طباطبائی-پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری
- حجازی، رضا، ۱۳۸۶، «مقایسه رابطه ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی با معیارهای حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهشنامه اقتصادی، ص ۲۵۱-۲۳۷.
- خاکی، غلام، ۱۳۷۵، «روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی»، انتشارات بازتاب، چاپ هشتم، ص ۱-۴۲۹.
- خلیلی، محمد، ۱۳۸۰، «ارتباطات بین ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم در بورس اوراق بهادار ایران»
- خورشیدی، م و حمید قریشی، ۱۳۸۱، «مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته»، انتشارات نشر آگاه، چاپ دوم، ص ۲۵۴
- حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد و هدی اسکندر (۱۳۸۷): بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت. دلاور، علی (۱۳۸۴): مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی اجتماعی.

- کمیته تدوین استانداردهای حسابداری (۱۳۸۶)، تهران: سازمان حسابرسی، ۴۴۸-۴۴۶.
- ستایش، محمدحسین؛ کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۹۱). شناسایی و تبیین عوامل موثر بر کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۴ شماره ۱، ۷۹-۴۹
- نمازی، محمد (۱۳۸۴). "بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره بیست و دوم، شماره دوم، تابستان، صص ۱۶۴-۱۴۷.
- فروغی، داریوش، سعیدی، علی، اژدر، محسن. تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۸: 114-1388; 1(2) ,
- نمازی، محمد و محمد محمدی (۱۳۸۹): بررسی کیفیت سود و بازده شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- هشی، عباس و حمید علیخانی (۱۳۹۴): بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و مالکیت غیرخانوادگی بر عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران.
- مشایخی، بیتا؛ آژنگ، احمد (۱۳۹۶). بررسی تاثیر خانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال ششم، شماره ۲۱، صص ۱۲۹-۱۴۳
- محمدی، محمد (۱۳۸۸): بررسی کیفیت سود شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- مهرانی، کاوه؛ پروائی، اکبر (۱۳۹۳). کیفیت افشا در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۵۴۰
- دلاور، علی، ۱۳۸۴، «مبانی نظری و علمی تحقیق در علوم انسانی و اجتماعی». چاپ چهارم. تهران، انتشارات رشد.
- دستگیر، محسن، جعفری صمیمی، احمد، ۱۳۸۷، «اقتصاد سنجی به زبان ساده»، بابلسر، دانشگاه مازندران نشر علوم دانشگاهی
- راعی رضا و تلنگی احمد، ۱۳۸۳، «مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته»، انتشارات سمت، تهران سازمان مطالعه و تدوین کتب دانشگاهی
- رستگاری، نرگس، ۱۳۸۶، «محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی برای پیش بینی سود»، مجله اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره بیست و ششم، شماره اول، بهار (پیاپی ۵۰)، صص ۱-۱۵۶.
- رهنمای رود پستی، فرزاد، ۱۳۸۵، «بررسی و ارزیابی کارکرد ارزشی افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار جهت ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکتها»، پژوهشنامه اقتصادی، صص ۱۷۵-۱۵۶.
- رهنمای رودپستی، فهیمه؛ و دیگران، ۱۳۸۶، «مدیریت مالی راهبردی»، انتشارات MCG، صص ۳۶۰ و ۳۷۲.

ساربانها، محمد رضا، ۱۳۸۲، «اثر سود تقسیمی بر قیمت سهام شرکتها»-دانشگاه علامه طباطبائی، پایان نامه دکترای حسابداری

سرمد، زهرا؛ و همکاران، ۱۳۸۱، روش تحقیق در علوم رفتاری، تهران، نشر آگاه.

شاهننگ، رضا، ۱۳۸۲، «تئوری حسابداری، جلد اول از انتشارات مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی»، سازمان حسابرسی، صفحه ۸۶.

عبده تبریزی، صمد، ۱۳۸۵، «بورس سهام نحوه قیمت گذاری سهام»، نشریه موسسه حسابرسی ص ۷۳

Anderson W, Mansi S, Reeb D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*. 68pp263-285

Anderson, R. C. & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58 (3):1301-1328

Anderson, Ronald C. and Reeb David, M., (2003), "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from S&P 500", *The Journal of Finance*, LVIII (3): 1301-1328.

Anderson, Ronald Mansi, C., Sattar A. and Reeb David, M., (2003), "Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt", *Journal of Financial Economics*, 68: 263-285.

Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance-An empirical Examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4).431-445

Atiase, R. K, Bamber, L. S. and Tse, S. (1989) Timeliness of financial Reporting, the Firm Size Effect, and Stock Price Reactions to Announcements, *Contemporary Accounting Research*, 5(2), pp.526-552.

Burt, R.S. (1997). The contingent value of social. *Administrative Science Quarterly*, 42(2):339-365.

Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family- Controlled firms. *Entrepreneurship Theory and practice*, 29(3):249-265.

Chakrabarty, Subarta. (2009). The Influence of National Culture and Institutional Voids on Family Ownership of Large Firms: A Country Level Empirical Study. *Journal of International Management*, 15:1-31

Chen, S. Chen, X. & Cheng, Q. (2008). Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure? *Journal of Accounting Research*, 64 (3): 499-536.

Cheng, Q. (2014). Family firm research – A review. *China Journal of Accounting Research*. DOI:10.1016/j.cjar.2014.03.002

Chrisman, J.J., Chua, J.H., & Sharma, P. (2005). Trends and directions in the Development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5):555-575.

Colli, Andrea, Perez, Paloma F. and Rose, Mary B. (2003). National Determinants of Family Firm Development? Family Firm in Britain, Spain, and Italy in the Nineteenth and Twentieth Centuries. *Enterprise & Society*, 4: 28-64.

Davis, J.H., Schoorman, F.D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship Theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1):20-47.

Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6)1155-1177.



- Demsetz H (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *J. Law Econ.*, 25: 375–390
- Ehrhardt, Olaf and Nowak, Eric (2003). The Effect of IPOs on German Family-owned Firms: GOVERNANCE changes, Ownership Structure and Performance. *Journal of Small Business Management*, 41: 222-232.
- Penrose, E. (1959). *The theory of the growth of the firm*. New York, Wiley.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1986. Large shareholders and corporate control. *J. PolitEcon.* 94,461-488.
- Prencipe, A; Markarian, G; and Pozza, L. (2008)''Earnings in Family firms: Evidence from RGD cost capitalization in Italy'', *Family Business Review*, Vol.21, No.1, pp.71-88.
- Professional service firms: A resource-based perspective. *Academy of Management journal*, 44 (1)13-28.
- Resources. Management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and practice*, 27(4):339-358.
- Schulze WS, Lubatkin MH, Dino RN, Buchholtz AK (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organ. Sci.*, 12(2): 99-116.
- Shleifer, A, Vishny, R. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52,737-783.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1986. Large shareholders and corporate control. *J. Polit. Econ.* 94, 461–488
- Simon, H. (1957). *Models of man*. New York, John Wiley.
- Sirmon, D.G, & Hitt, M. A. (2003) *Managing resources: Linking unique*
- Sirmon, D.G., Hitt, M. A., & Ireland, R.D. (2007) *Managing firm resources in Dynamic environments to create value: Looking inside the black box*. *Academy Of Management Review*, 32 (1):273-292.
- Stein, J., 1989. Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior. *Quart. J. Econ.* 103, 655–669
- Teece, D.J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic Management. *Strategic Management Journal*, 18(7):509-533.
- Villalonga, B & Amit, R (2006). How do family ownership, control and Management affect firm value?. *journal of financial economics*, 80
- Williamson, O. (1975). *Markets and hierarchies*. New York, Free
- Villalonga, Belen and Raphael Amit. (2006). How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80: 385-417.
- Wang, Dechun. (2006). Founding Family Ownership and Earning Quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3): 619-656.
- Yang, Chaur-shiuh and Liu-ching Tsai. (2008). The Sensitivity of Compensation to Social Capital: Family CEOs vs. Nonfamily CEOs in the Family Business Groups. *Journal of Business Research*, 363-374.
- Zellweger, T. and Nason, R. (2008) A stakeholder perspective to family Business *Review*. 21(3).pp.203-216

---

## The role of internal and external governance of the company on the dividend policy

---

### Abstract

The purpose of this research is to investigate the effect of internal and external governance of companies on the dividend policy in companies listed on the Tehran Stock Exchange. The number of 150 companies in the period of 2015-2022 from among all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange have been selected as the research sample of the statistical community of the research, the statistical analysis is done using Eviuz software. In order to test the research hypotheses and determine the relationship between independent and dependent variables, econometric models have been used and the relevant hypotheses have been investigated using the multivariate panel regression method. The percentage of family members in the board of directors and dividend distribution. On the contrary, there is no significant relationship between managerial ownership and family ownership with dividend distribution.

### Keywords

dividends, institutional shareholders, family ownership, managerial ownership.

---

