

## بررسی تاثیر ساختار مالکیت، سیاست تقسیم سود، ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران

رضا حسینی<sup>۱</sup>

محبوبه حیدرپور<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۵/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۶/۲۶

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر ساختار مالکیت، سیاست تقسیم سود، ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد و از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش شناسی همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) می باشد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب و در دوره ۶ ساله بین سال های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ مورد تحقیق قرار گرفتند. برای آزمون فرضیه های پژوهش از نرم افزار ایویوز نسخه ۱۰ و از رگرسیون چندگانه با الگوی داده های تابلویی استفاده شده است. نتایج نشان داد که بین ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین سیاست تقسیم سود و عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین مالکیت و بازده سهام شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین ساختار مالکیت و بازده سهام شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین سیاست تقسیم سود و بازده سهام شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد و بین ترکیب هیئت مدیره و بازده سهام شرکت مثبت و تأثیر معناداری دارد.

### واژگان کلیدی

عملکرد شرکت، بازده سهام، ترکیب هیئت مدیره، ساختار مالکیت

۱. استادیار رشته حسابداری موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.
۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

## مقدمه

ساختار مالکیت به عنوان مهمترین پارامتر مؤثر بر ارزشگذاری شرکتها و برای جهت گیری آنان در بازارهای سرمایه مطرح گردیده است. حداکثر کردن ارزش شرکتها مستلزم اجرای طرح های سودآور است، در جهان امروز با توجه به شرایط بازار رقابت تعیین روش تامین مالی مناسب برای افزایش سودآوری و ادامه حیات شرکتها امری ضروری است (عبداللهی، ۱۳۹۳). واژه مالکیت در فرهنگ معین (۱۳۹۴) به معنی «حقی است که انسان نسبت به شیئی دارد و میتواند هرگونه تصرفی در آن بنماید به جز آنچه که مورد استثنای قانون است». منظور از ساختار مالکیت، مشخص کردن بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت و بعضاً مالک عمده نهایی سهام آن شرکت است. بسیاری از نظریه پردازان اقتصادی عقیده دارند که هر یک از انواع مالکیت نیز میتواند بر عملکرد شرکتها تاثیرگذار باشد. لذا، روشهای کنترل عملکرد مدیران و عوامل مؤثر بر عملکرد آنها و همچنین شیوه اندازه گیری تاثیر هر یک از انواع مالکیت بر عملکرد شرکتها، از جمله مسائلی است که طرف توجه و علاقه سهامداران، مدیران و محققان بسیار است.

موضوع سیاست تقسیم سود همواره به عنوان یکی از بحث برانگیزترین مباحث مالی مطرح بوده به طوری که عالقه اقتصاددانان قرن حاضر و بیش از پنج دهه اخیر را به خود معطوف کرده است؛ بطور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم نشان دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است. (قالیاف، ۱۳۸۶) آگاهی از عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود ضمن آنکه تصویر روشنی از توان توزیع نقدینگی شرکتها ارایه میدهد، امکان برآورد رفتار آتی آنها را نیز فراهم میسازد. همیشه بین مدیران و صاحبان سهام عمده از یک طرف و هزاران هزار سرمایه گذار کوچک از طرف دیگر بر سر مسئله تقسیم سود تضاد وجود دارد. هدف سرمایهگذاران جزء از سرمایه گذاری بیشتر دریافت سود نقدی است و مایل هستند که بازده سهام خود را به شکل سود نقدی دریافت نمایند از طرف دیگر سهامداران عمده مایل هستند که سود در شرکت نگهداری و صرف توسعه گردد و در نتیجه قیمت سهام شرکت از این طریق افزایش یابد.

یک سرمایه گذار با خرید سهام یک شرکت، سهامدار آن شرکت محسوب میشود و صاحب حقوق سهامداری میشود از جمله: حق سود، حق رای، حق تقدم در خرید سهام جدید و حق تصفیه (قانون تجارت، ۱۳۸۸) با توجه به این مطلب که سود تقسیمی بین سهامداران توسط خود آنها در مجمع عمومی عادی تعیین و به تصویب میرسد، سهامدار با استفاده از حق رای خود میتواند در تصمیمات و سیاستهای شرکت تاثیرگذار باشد بنابراین هر چه این حق رای بیشتر باشد میزان تاثیرگذاری به مراتب بیشتر خواهد بود، بنابراین نوع سیاست تقسیم سود و میزان سود تقسیمی شرکتها بسته به نوع ترکیب سهامداران و ساختار مالکیت آنها متفاوت خواهد بود.

به منظور کاهش مسائل نمایندگی، سازوکارهای مختلفی در ادبیات مالی بیان شده است که یکی از مهمترین آنها، نظام راهبری شرکت است. نظام راهبری شرکت، بیانگر فرایند نظارت و کنترل بر مدیریت شرکت، بمنظور حصول اطمینان از همسویی عملکرد آنها با منافع سهامداران است و مهمترین عناصر آن عبارتند از: سهامداران و نحوه مالکیت آنها، اعضای هیئت مدیره و ترکیب آن و غیره. بنابراین، می توان گفت که فلسفه اصلی پیدایش نظام راهبری شرکت، وجود مسائل نمایندگی یا تضاد منافع میان مدیران و سهامداران است. علاوه بر این، ادبیات مالی نشان داده است که وجود مسائل نمایندگی، به نوبه خود می تواند تصمیم های تأمین مالی (ساختار سرمایه) شرکت ها را تحت تأثیر قرار دهد (رسائیان و همکاران، ۱۳۹۱).

هیات مدیره از ارکان اصلی حاکمیت شرکتی محسوب می شود. مسئولیت اصلی هیات مدیره، ایجاد راهبری کارآمد بر

امور شرکت، در راستای منافع سهامداران و تعادل در منافع ذینفعان مختلف آن از جمله مشتریان، کارکنان، سرمایه گذاران و جوامع محلی می باشد. مسائل اساسی مربوط به هیات مدیره ترکیب هیات و پاداش مدیران اجرایی است. ویژگی های ترکیب هیات شامل اندازه و ساختار آن، تعداد مدیرانی که هیات را تشکیل می دهند. تفکیک پست های بالاترین مقام اجرایی و ریاست هیات مدیره موجب افزایش قدرت هیات مدیره می شود که نتیجه آن توانایی بیشتر در نظارت بر عملکرد مدیریت و متعاقب آن تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت و ایجاد ثروت می باشد (طالب نیا و همکاران، ۱۳۹۰).

از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیر موظف مستقل در هیات مدیره شرکت ها و عملکرد نظارتی آنان به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیریت شرکت کمک شایانی می کند. البته باید توجه داشت که مدیران اجرایی شرکت، نقش مهمی را در ایجاد ترکیب مناسبی از مدیران موظف و غیر موظف، در میان اعضای هیئت مدیره، ایفا می کنند. وجود چنین ترکیبی، از عناصر اصلی یک هیئت مدیره کارا و موثر محسوب می شود زیرا در حالی که مدیران موظف، اطلاعات ارزشمندی در باره فعالیت های شرکت ارائه می کنند، مدیران غیر موظف با دیدگاهی غیر حرفه ای و بی طرفانه، در مورد تصمیم گیری های مدیران مذکور به قضاوت می نشینند. بدین ترتیب، هیئت مدیره شرکت با دارا بودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم، یک سازو کار بالقوه توان مند حاکمیت شرکتی به حساب می آید (سیدجراحی و همکاران، ۱۳۹۱). اعضای هیئت مدیره در قالب نقش نمایندگی خود، به عنوان مباشر سهامداران ارزیابی می شوند و نقش از بین بردن یا کاهش مشکلات مربوط به تفکیک مالکیت از کنترل را بر عهده دارند. انجام این نقش از طریق ایجاد اطمینان در زمینه عمل کردن مدیران اجرایی به شکلی همسو با منافع سهامداران، میسر است (فاما و جنسن، ۱۹۸۳).

ارزیابی عملکرد مالی؛ اندازه گیری و بررسی چگونگی استفاده از منابع و دارایی های سازمان در جهت اهداف شرکت می باشد (آمودی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). اندازه گیری عملکرد مالی و عملیاتی، پایه بسیاری از تصمیمات از قبیل پاداش مدیران، قیمت سهام، ریسک سهام، تصمیم گیری های مربوط به سرمایه گذاری ها و بسیاری از موارد دیگر است (سودانی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). این تصمیم گیری ها باید بر اساس نتایج ارزیابی ها با معیارها و شاخص های عملکرد انجام گیرد و متناسب با فرایند کاری شرکت در جهت حفظ منافع مربوط به محیط زیست طبیعی باشد (آلس هماری و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). بنابراین عملکرد واحدهای تجاری بر اساس دستیابی به اهداف تعیین شده کوتاه مدت و بلندمدت، ارزیابی می شود.

بازده سهام یا سود سهام عبارت است از نرخ بازده سرمایه گذاری در خرید سهام و آن قسمت از سود سهامی است که بپی سهام داران توزیع می شود (زاهدی و همکاران، ۱۳۷۶)

بازده در فرایند سرمایه گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود و «سودآوری» یکی از شرایط مهم بقای شرکت ها و تداوم فعالیت آن ها است. اصلی تری عاملی که سرمایه گذاران در تصمیم گیری های خود مدنظر قرار می دهد. «نرخ بازدهی» است. لذا سرمایه گذاری در بخش هایی صورت می گیرد که سودآورتر باشد.

<sup>1</sup> - Amoudi et al

<sup>2</sup> - Sodani et al

<sup>3</sup> - Alshammari et al

با توجه به مطالب بیان شده این سوالات مطرح می شود که آیا ساختار مالکیت بر عملکرد مالی تاثیر معناداری دارد؟ و آیا سیاست تقسیم سود بر عملکرد مالی تاثیر معناداری دارد؟ و آیا ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد مالی تاثیر معناداری دارد؟ و آیا ساختار مالکیت بر بازده سهام تاثیر معناداری دارد؟ و آیا سیاست تقسیم سود بر بازده سهام تاثیر معناداری دارد؟ و همچنین ترکیب هیئت مدیره بر بازده سهام تاثیر معناداری دارد؟

### پیشینه داخلی

دانش و همکاران (۱۴۰۱) بررسی رابطه هزینه نمایندگی و ساختار مالکیت با نقش عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. ایچ نشان می دهد که ارتباط معناداری بین هزینه نمایندگی و عملکرد مالی وجود دارد. ساختار مالکیت بر رابطه بین هزینه نمایندگی و عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد.

شاه ولی زاده و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی نقش تعدیلی استقلال هیئت مدیره بر رابطه بین گزارشگری مالی متقلبانه و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های حاصل از تحقیق نشان داد که بین گزارشگری مالی متقلبانه و بازده سهام رابطه معنادار و معکوس وجود دارد. همچنین استقلال هیئت مدیره بر رابطه بین گزارشگری مالی متقلبانه و بازده سهام تاثیر معناداری ندارد.

خسرویان (۱۴۰۰) به بررسی مفهوم بازاریابی سبز و نقش آن در عملکرد مالی و مسئولیت اجتماعی شرکتهای پرداخت. فرضیه اصلی تحقیق این گونه بیان می گردد که، به کارگیری استراتژی بازاریابی سبز تاثیر مثبت و معناداری بر ارتقاء عملکرد مالی شرکت ها و عمل به مسئولیت های اجتماعی آنان دارد.

### پیشینه خارجی

سروار و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر عملکرد مالی با نقش میانجی مسئولیت اجتماعی پرداخت. برای تعیین رابطه بین متغیرها از حداقل مربع معمولی و حداقل مربع دو مرحله استفاده شد. با استفاده از آزمون هاسمن مشخص شد که مدل اثر تصادفی مدل مناسبی است. تعداد کمی از متغیرهای مستقل ما دارای درون زایی بودند، بنابراین برای اینکه نتایج پایداری داشته باشیم از روش حداقل مربعات دو مرحله ای به جای حداقل مربع معمولی استفاده کردیم. این مطالعه همچنین اهمیت پنهان بسیاری از روابط را نشان می دهد. نتایج نشان داد که بین متغیرهای پژوهش رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

سوریا و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر عملکرد مالی و مالکیت نهادی و ریسک بر پاداش مدیران پرداختند. نتایج این مطالعه نشان می دهد که عملکرد و ریسک شرکت به طور معنی داری بر پاداش اجرایی صنایع بانکی در اندونزی تأثیر می گذارد. در همین حال، مالکیت نهادی تأثیر قابل توجهی بر غرامت اجرایی صنایع بانکی در اندونزی نداشت.

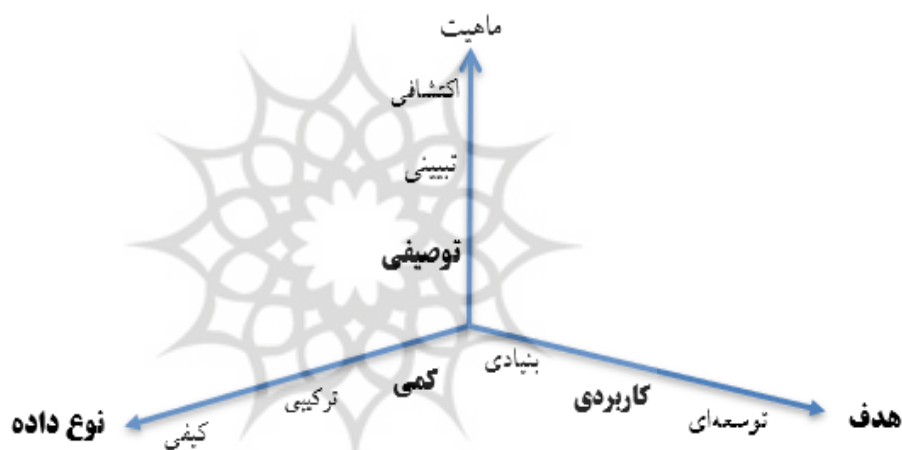
### روش شناسی تحقیق:

با توجه به شکل ۱، از طرفی انواع تحقیقات را براساس نوع داده ها می توان به تحقیق کیفی، کمی و آمیخته تقسیم نمود. تحقیق های کمی غالباً از داده های کمی و تحقیق های کیفی غالباً از داده های کیفی استفاده می کنند منظور از کمی اتکای تحقیق به اعداد و رقم نیست چرا که داده های کیفی را هم می توان با ابزار کمی (اعداد و رقم) تحلیل نمود و این به معنای کمی بودن آنها نیست.

از آنجایی که این پژوهش در پی یافتن رابطه معناداری بین متغیرها است، بنابراین این پژوهش از لحاظ هدف توصیفی و در زمره پژوهش های همبستگی قرار می گیرد. همچنین، پژوهش حاضر از نگاهی دیگر توصیفی پس رویدادی است

زیر اطلاعات موجود پس از روی دادن موارد مربوط به تحقیق انجام می پذیرد، یعنی بر پایه تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته (صورت های مالی شرکت ها) انجام می گیرد و چون می تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، بنابراین از لحاظ ماهیت هم در زمره تحقیق های کاربردی است و از لحاظ نوع داده کمی است.

در این تحقیق برای نگارش و جمع آوری اطلاعات مورد نیاز بخش مبانی نظری به صورت کلی از مجلات تخصصی داخلی و خارجی، و جهت گردآوری سایر داده ها و اطلاعات مورد نیاز، از صورت های مالی و غیر مالی منتشر شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و گزارش های منتشر شده در سایت کدال استفاده می شود. همچنین، جهت تجزیه و تحلیل آماری داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش از آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده می شود. در بخش آمار توصیفی، آماره های میانگین، میانه، کمترین مقدار، بیشترین مقدار، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی هر یک از متیرها ارائه خواهد شد. آمار استنباطی شامل آزمون F لیمر و آزمون هاسمن (جهت تعیین و انتخاب نوع مدل) و همچنین آزمون نرمال بودن جزء خطا، آزمون همسانی واریانس، آزمون خودهمبستگی، آزمون پایایی و در نهایت تخمین مدل رگرسیونی است.



شکل ۱: نوع شناسی تحقیق

جامعه آماری شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ در بورس اوراق بهادار تهران بوده اند. برای انتخاب نمونه ی آماری معیارهای زیر در نظر گرفته می شود:

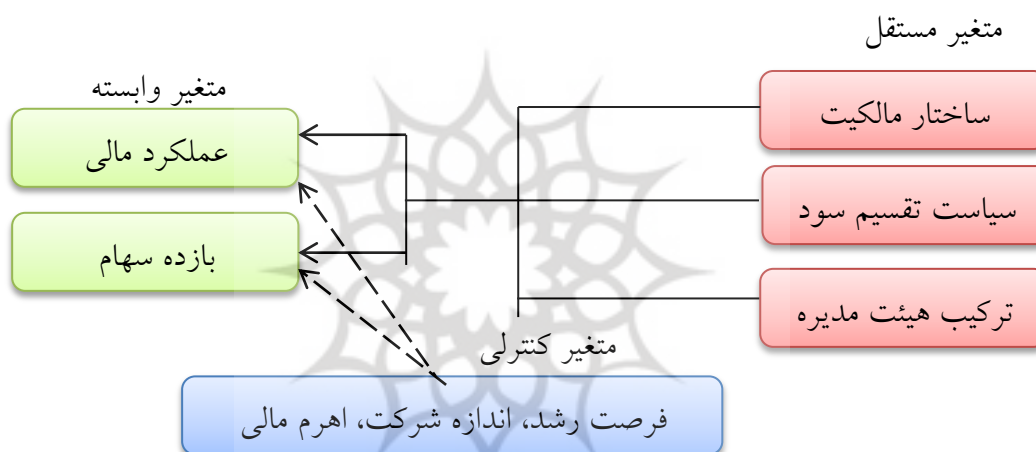
جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میباشد. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و وجود برخی نا هماهنگی ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و از این رو نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب میشود. شرایط یاد شده عبارت اند از

- ۱- تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۹۵-۱۴۰۰ در بورس فعال نبوده اند.
- ۲- تعداد شرکت هایی بعد از سال ۱۳۹۵ در بورس پذیرفته شده اند.
- ۳- تعداد شرکت هایی که جزیلدینگ، سرمایه گذاری ها، واسطه گری های مالی، بانک ها و یا لیزینگ ها بوده اند.
- ۴- تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی باشد.
- ۵- تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات مورد آن ها در دسترس نمی باشد.

پس از تعیین روش تحقیق و چگونگی نوع نمونه و گزینش آن، محقق باید با توجه به هدف و ویژگی های روش تحقیق به جمع آوری داده ها پردازد. گردآوری دادهها به روشهای گوناگونی میسر است (سرمد و همکاران، ۱۳۸۵). در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات مورد نیاز، ابتدا از روش کتابخانه ای و مطالعات اسنادی استفاده شده که بر این اساس، مبانی نظری و ادبیات پژوهش از کتب و مجلات تخصصی لاتین و فارسی گردآوری گردید. سپس داده های لازم برای آزمون فرضیه های تحقیق از طریق مراجعه به صورت های مالی و یادداشت های توضیحی شرکت های منتخب، لوح های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه های مرتبط و نیز از نرم افزار تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج شد. داده ها پس از گردآوری و انتقال به صفحه گسترده Excel و اعمال محاسبات لازم، برای تجزیه و تحلیل نهایی آماده گردیدند. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده ها نیز از نرم افزار اقتصاد سنجی Eviews استفاده شده است.

### متغیرهای پژوهش

مدل مفهومی پژوهش



### مدل رگرسیونی پژوهش

$$\begin{aligned}
 Fin_{it} &= \beta_0 + \beta_1 OWS_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 lev + \varepsilon \\
 Fin_{it} &= \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 lev + \varepsilon \\
 Fin_{it} &= \beta_0 + \beta_1 BCO_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 lev + \varepsilon \\
 Stock_{it} &= \beta_0 + \beta_1 OWS_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 lev + \varepsilon \\
 Stock_{it} &= \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 lev + \varepsilon \\
 Stock_{it} &= \beta_0 + \beta_1 BCO_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 size_{it} + \beta_4 lev + \varepsilon
 \end{aligned}$$

متغیر مستقل:

ساختار مالکیت (OWS): نسبت تعداد سهام عادی تقسیم بر تعداد کل سهام  $\times 100$

ترکیب هیئت مدیره (BCO): برای اندازه گیری ترکیب هیئت مدیره از استقلال هیئت مدیره استفاده می شود که از

نسبت مدیران مستقل تقسیم بر کل مدیران استفاده شده است

سیاست تقسیم سود (DIV): در این پژوهش از مفهوم "سود تقسیمی" استفاده می شود، در این پژوهش برای متغیر

مجازی سیاست تقسیم سود در صورت پرداخت سود نقدی، مقدار این متغیر ۱ و در صورت پرداخت سود سهمی، مقدار

آن فرض شده است. و همچنین متغیر میزان تقسیم سود به عنوان متغیر مستقل استفاده بعمل آمده است. که نتیجه سود سهام مصوب پرداخت شده به سهامداران در پایان سال مالی به درستی مفهوم میزان تقسیم سود را نشان می دهد، که معیار اندازه گیری آن (نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم) به شرح ذیل می باشد:

$$\frac{\text{سود تقسیمی هر سهم}}{\text{سود هر سهم}} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

متغیر وابسته

عملکرد مالی (Fin): از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت به اضافه ارزش دفتری بدهی تقسیم بر کل دارایی ها بازده سهام (Stock): بازده را میتوان، تغییر در ارزش یک دارایی در طول یک دوره زمانی مشخص تعریف کرد. در خصوص سهام، این تغییر ناشی از تغییر در قیمت سهم به اضافه سود یا مزایای پرداختی است. منظور از بازده کل سهام مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می گیرد.  $P_{i,t}$  قیمت سهم در انتهای سال مالی،  $P_{i,t-1}$  قیمت سهم در ابتدای سال مالی و  $d_{i,t}$  سایر مزایای پرداختی سهام است. بازده سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  است که از رابطه زیر بدست می آید:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + d_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

متغیر کنترلی:

اندازه شرکت: عبارتست از لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی ها .

اهرم مالی (LEV): اهرم مالی، تقسیم کل بدهی های شرکت (کوتاه مدت و بلندمدت) به کل دارایی های شرکت. فرصت رشد  $Growth_{i,t}$ ، درصد رشد یک ساله در فروش است.

نام	نماد	نوع متغیر	نحوه اندازه گیری
ساختار مالکیت	OWS	مستقل	نسبت تعداد سهام عادی تقسیم بر تعداد کل سهام $\times 100$
ترکیب هیئت مدیره	BCO	مستقل	برای اندازه گیری ترکیب هیئت مدیره از استقلال هیئت مدیره استفاده می شود که از نسبت مدیران مستقل تقسیم بر کل مدیران استفاده شده است
سیاست تقسیم سود	DIV	مستقل	$\frac{\text{سود تقسیمی هر سهم}}{\text{سود هر سهم}} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$
عملکرد مالی	Fin	وابسته	مالی از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت به اضافه ارزش دفتری بدهی تقسیم بر کل دارایی ها
بازده سهام	Stock	وابسته	$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + d_{i,t}}{P_{i,t-1}}$
فرصت رشد	Growth	کنترلی	درصد رشد یک ساله در فروش است.
اندازه شرکت	size	کنترلی	عبارتست از لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی ها .
اهرم مالی	lev	کنترلی	تقسیم کل بدهی های شرکت (کوتاه مدت و بلندمدت) به کل دارایی های شرکت.

اطلاعات بخش نظری پژوهش از کتب و مجلات فارسی و انگلیسی تأمین می شود. همچنین، داده‌های مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل عمدتاً از شرکت های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزارهای صحرا و تدبیر پرداز استخراج شده است. روش گردآوری اطلاعات به دو روش کتابخانه ای و فیش برداری استفاده شده است. کلیه اطلاعات مربوط به متغیرهای تحقیق با استفاده از نرم افزارهای ره آورد نوین و شرکت جامع اطلاعات سازمان بورس از طریق صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس و یادداشت های همراه بدست می آید.

پس از تعیین روش تحقیق و چگونگی نوع نمونه و گزینش آن، محقق باید با توجه به هدف و ویژگی های روش تحقیق به جمع آوری داده ها پردازد. گردآوری دادهها به روشهای گوناگونی میسر است (سرمد و همکاران، ۱۳۸۵). در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات مورد نیاز، ابتدا از روش کتابخانه ای و مطالعات اسنادی استفاده شده که بر این اساس، مبانی نظری و ادبیات پژوهش از کتب و مجلات تخصصی لاتین و فارسی گردآوری گردید. سپس داده های لازم برای آزمون فرضیه های تحقیق از طریق مراجعه به صورت های مالی و یادداشت های توضیحی شرکت های منتخب، لوح های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه های مرتبط و نیز از نرم افزار تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج شد. داده ها پس از گردآوری و انتقال به صفحه گسترده Excel و اعمال محاسبات لازم، برای تجزیه و تحلیل نهایی آماده گردیدند. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده ها نیز از نرم افزار اقتصادسنجی Eviews استفاده شده است.

### یافته های پژوهش

این پژوهش به بررسی تاثیر پاداش مدیرعامل، تخصص هیات مدیره و حق الزحمه حسابرسی بر مدیریت سود با توجه به نقش تعدیل کننده رشد فروش در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. در فصل قبل ابتدا تعریفی از پژوهش ارائه شد. سپس با تعریف فرضیه، فرضیه های پژوهش بیان شد که منجر به تعریف متغیرهای پژوهش، شامل دودسته متغیرهای مستقل وابسته گردید. بعدازآن جامعه آماری و روش گردآوری داده ها بیان شد. در نهایت در قسمت روش تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها به بیان روش های آزمون فرضیه ها، آزمون های ضریب همبستگی پیرسون، آزمون F لیمر، آزمون هم خطی، آزمون برش پاگان و گودفری و آزمون F و t پرداخته شد. در این فصل نیز با بهره گیری از روش ها و تکنیک های مختلف و مناسب آماری که با روش پژوهش، نوع متغیرها، فرضیه ها و .... مطابقت دارد، به تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها پرداخته می شود تا پاسخ سؤالات پژوهش، یافت گردد.

در این فصل نتایج پژوهش در دو بخش ارائه می گردد. بخش اول، مروری بر داده های جمع آوری شده و روند آن طی دوره ی مورد بررسی است. در بخش دوم، با توجه به داده های جمع آوری شده، فرضیه های پژوهش مورد آزمون قرار می گیرد و نهایتاً نتیجه گیری در مورد هر فرضیه ارائه می گردد.

جامعه آماری در این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ده ساله ۱۴۰۰-۱۳۹۵ است.

در این پژوهش ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در این دوره زمانی ۶ ساله فعالیت داشته اند، مورد مطالعه قرار گرفتند.



به منظور کسب شناخت بیشتر درباره نمونه آماری و متغیرهای مورد مطالعه، خلاصه وضعیت آمار توصیفی متغیرهای تحقیق محاسبه گردیده است. آمارهای توصیفی شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر و انحراف معیار هر متغیر می باشد. میانگین اصلی ترین شاخص مرکزی است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. میانه مقداری است که ۵۰ درصد داده های نمونه پایین تر از آن و ۵۰ درصد بالاتر از آن قرار می گیرند. به طور کلی از میانه به عنوان اندازه تمایل به مرکز توزیع هایی که شکل آنها غیر متقارن است، استفاده می شود. انحراف معیار مهم ترین پارامتر پراکندگی است که از جذر واریانس به دست می آید این شاخص، نشان دهنده متوسط نوسان مشاهدات از میانگین آنها است. در جدول ۱ آمار توصیفی تمامی متغیرهای پژوهش، اعم از مستقل، وابسته و کنترلی آورده شده است.

**جدول ۱ آمار توصیفی متغیرها**

نام فارسی	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
عملکرد مالی	AG	۰,۹۲	۰,۸۰	۲,۰۵	۰,۳۶	۰,۴۷	۱,۰۱۵	۳,۱۳
بازده سهام	CEE	۰,۳۲	۰,۲۹	۰,۶۸	۰,۱۱	۰,۱۵	۱,۲۶	۲,۵۹
سیاست تقسیم سود	HCE	۳,۱۸	۲,۲۵	۹,۴۶	۰,۹۷	۲,۳۱	۰,۷۷	۲,۹۴۱
اهرم مالی	LEV	۰,۵۸	۰,۵۷	۰,۸۷	۰,۲۷	۰,۱۷	۰,۰۸۶	۴,۱۶۳
ترکیب هیئت مدیره	SCE	۰,۵۴	۰,۵۷	۰,۹۰	۰,۰۳	۰,۲۶	۰,۳۷	۱,۶۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۴,۴۸	۱۴,۳۳	۱۷,۵۲	۱۲,۴۴	۱,۲۶	۰,۶۶۷	۲,۰۵۲
فرصت رشد	GRO	۴,۰۶	۳,۱۴	۱۰,۹۷	۱,۲۵	۲,۶۰	۰,۴۶	۳,۱۶۴

در جدول فوق آماره های توصیفی هر یک از متغیرهای پژوهش ارائه گردیده اند. عملکرد مالی به طور میانگین نشان دهنده عدد ۹۲ درصد می باشد. این نسبت هرچه بالاتر باشد، عملکرد مالی شرکت در سطح پایین تری ارزیابی می شود. بیشترین میزان این متغیر (۲,۰۵) نیز به مربوط شرکت پگاه آذربایجان در سال ۹۸ می باشد. میانگین کارایی سرمایه به کار گرفته شده نشان دهنده عدد ۳۲ درصد است این نسبت هرچه بالاتر باشد کارایی سرمایه به کار گرفته شده نیز بیشتر است. میانگین سیاست تقسیم سود عدد ۳,۱۸ را نشان می دهد. ترکیب هیئت مدیره نیز دارای میانگین ۵۴ درصد است. میانگین اهرم مالی حاکی از آن است که شرکت های نمونه تمایل بیشتری به تامین مالی از طریق بدهی دارند چرا که بیش از ۵۸ درصد دارایی های شرکت های نمونه از محل بدهی تامین گردیده است. میانگین فرصت رشد شرکت های نمونه نیز عدد ۴,۰۶ می باشد هرچه این عدد در سطح بالاتری باشد، فرصت رشد در سطح مطلوب تری ارزیابی می شود. سایر آماره های توصیفی در جدول ارائه گردیده است.

جدول ۲- ضریب همبستگی پیرسون

GRO	SOE	SIZE	SCE	LEV	IAC	HCE	CEE	AS	AG	Probability
									۱,۰۰۰	AG
									-----	
								۱,۰۰۰	-۰,۰۷۹	AS
								-----	۰,۰۴۷	
								۰,۱۱۷	۰,۳۸۹	
							۱,۰۰۰	-۰,۰۲۰	۰,۳۰۶	CEE
							-----	۰,۶۱۱	۰,۰۰۰	
						۱,۰۰۰	۰,۱۵۱	۰,۰۸۳	-۰,۱۵۷	HCE
						-----	۰,۰۰۰	۰,۰۳۷	۰,۰۰۰	
					۱,۰۰۰	۰,۰۵۱	-۰,۰۲۱	۰,۰۹۷	-۰,۰۱۹	IAC
					-----	۰,۲۰۱	۰,۶۰۷	۰,۰۱۴	۰,۶۳۷	
				۱,۰۰۰	۰,۰۰۳	-۰,۲۲۱	-۰,۱۸۶	۰,۱۶۰	۰,۲۱۵	LEV
				-----	۰,۹۳۱	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	
			۱,۰۰۰	-۰,۲۳۱	۰,۰۳۶	۰,۰۸۱	۰,۰۶۱	۰,۰۳۲	-۰,۱۷۵	SCE
			-----	۰,۰۰۰	۰,۳۷۱	۰,۰۰۰	۰,۱۲۶	۰,۴۲۰	۰,۰۰۰	
		۱,۰۰۰	۰,۴۰۳	۰,۰۳۷	۰,۳۳۷	۰,۴۲۰	-۰,۲۵۴	۰,۲۷۲	-۰,۲۱۱	SIZE
		-----	۰,۰۰۰	۰,۳۵۶	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	
	۱,۰۰۰	۰,۳۸۱	۰,۱۵۹	۰,۱۳۳	۰,۰۵۹	۰,۱۷۹	-۰,۰۶۸	۰,۱۰۳	-۰,۰۱۸	SOE
	-----	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۱	۰,۱۳۷	۰,۰۰۰	۰,۰۸۸	۰,۰۱۰	۰,۶۵۳	
۱,۰۰۰	۰,۱۷۸	۰,۳۹۹	۰,۸۳۳	-۰,۲۴۵	۰,۰۴۴	۰,۹۸۷	۰,۱۹۸	۰,۰۷۵	-۰,۱۴۶	GRO
-----	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۲۶۷	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۶۲	۰,۰۰۰	

### جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس

سطح معناداری	آماره $\chi^2$	آزمون ناهمسانی واریانس
۰/۰۰۰	۵/۹۳	مدل (۱)
۰/۰۰۰	۶/۵۸	مدل (۲)
۰/۰۰۱	۳/۴۳	مدل (۳)
۰/۰۰۰	۹/۵۳	مدل (۴)
۰/۰۰۰	۴/۴۰	مدل (۵)
۰/۰۰۰	۴/۹۳	مدل (۶)

نتایج حاصل از جدول بیانگر این موضوع است که احتمال آماره  $\chi^2$  در مدل ها کمتر از ۰/۰۵ است که نشان می دهد بین متغیرهای پژوهش ناهمسانی وجود دارد. با توجه به این که یکی از روش های رفع مشکل ناهمسانی واریانس آزمون مدل های پژوهش با استفاده از رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته است در پژوهش حاضر نیز از رویکرد مذکور استفاده گردیده است.

### جدول ۴- نتایج آزمون دوریین-واتسون

دوریین واتسون	شرح
۱/۶۴	مدل (۱)
۱/۹۶	مدل (۲)
۱/۵۶	مدل (۳)
۱/۵۶	مدل (۴)
۱/۳۱	مدل (۵)
۱/۸۰۶	مدل (۶)

### جدول ۵- نتایج حاصل نرمالیتی

سطح معناداری	آماره جاک و برا	آزمون نرمال بودن
۰/۰۰۰	۱۸۲/۴۳	مدل (۱)
۰/۰۰۰	۲۲۱/۸۱	مدل (۲)
۰/۰۰۲	۱۱/۶۹	مدل (۳)
۰/۰۰۰	۳۴/۲۷	مدل (۴)
۰/۰۰۰	۱۸۸/۴۳	مدل (۵)
۰/۰۰۰	۲۲۶/۲۳	مدل (۶)

نتایج حاصل از جدول بیانگر این موضوع است که احتمال آماره جاک و برا در مدل کمتر از ۰/۰۵ است که حاکی از نرمال نبودن جملات باقیمانده مدل می‌باشد. در این راستا، با توجه به حجم نمونه و قضیه حد مرکزی انحراف از فرض نرمال بودن بی‌اهمیت بوده و پیامدهای آن ناچیز می‌باشد.

### جدول ۶- نتایج آزمون هم خطی بین متغیرهای پژوهش

مدل (۴)		مدل (۳)		مدل (۲)		مدل (۱)	
عامل	متغیرها	عامل	متغیرها	عامل	متغیرها	عامل	متغیرها
۱,۱۱۲	AG	۱,۱۱۲	AG	۱,۱۱۲	AG	۱,۱۱۲	AG
۱,۱۹۳	SOE	۱,۱۹۳	SOE	۱,۱۹۳	SOE	۱,۱۹۳	SOE
۱,۱۴۰	LEV	۱,۱۴۰	LEV	۱,۱۴۰	LEV	۱,۱۴۰	LEV
۱,۳۱۹	SIZE	۱,۳۱۹	SIZE	۱,۳۱۹	SIZE	۱,۳۱۹	SIZE
-	C	-	C	-	C	-	C
				مدل (۶)		مدل (۵)	
				عامل	متغیرها	عامل	متغیرها
				۱,۶۳۷	AG	۱,۶۳۷	AG
				۴,۹۳۴	GRO	۴,۹۳۴	GRO
				۱,۲۰۸	SOE	۱,۲۰۸	SOE
				۱,۱۴۵	LEV	۱,۱۴۵	LEV
				۱,۴۸۰	SIZE	۱,۴۸۰	SIZE
				-	C	-	C

### جدول ۷- نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

معناداری	آماره	نام فارسی (به شرح پیوست)
۰/۰۰	-۳۴/۸۸	تمامی متغیرها (به شرح پیوست)

جدول ۸- نتایج حاصل از برآورد آزمون مدل (۱)

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نام فارسی
۰,۰۰۱	۳,۲۸۳	۰,۱۵۵	۰,۵۰۹	ساختار مالکیت
۰,۰۰۹	۲,۶۱۸	۰,۰۹۷	۰,۲۵۵	فرصت رشد
۰,۰۰۰	-۹,۳۱۰	۰,۵۳۰	-۴,۹۳۹	اهرم مالی
۰,۰۰۰	۱۱,۵۶۶	۰,۰۵۸	۰,۶۶۹	اندازه شرکت
۰,۰۲۳	-۲,۲۸۷	۱,۲۱۴	-۲,۷۷۶	عرض از مبدا
۱۴/۷۴	آماره F		۰/۴۱	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	احتمال آماره F		۱/۶۴	دوربین واتسون

جدول ۹- نتایج حاصل از برآورد آزمون مدل (۲)

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نام فارسی
۰,۰۰۰	۴,۲۹۵	۰,۰۹۷	۰,۴۱۸	سیاست تقسیم سود
۰,۷۵۴	۰,۳۱۳	۰,۱۰۳	۰,۰۳۲	فرصت رشد
۰,۰۰۰	-۸,۶۵۱	۰,۳۹۲	-۳,۳۹۲	اهرم مالی
۰,۰۰۰	۹,۶۶۵	۰,۰۶۳	۰,۶۰۸	اندازه شرکت
۰,۰۰۰	-۵,۰۸۰	۰,۸۴۳	-۴,۲۸۴	عرض از مبدا
۲۹/۷۶	آماره F		۰/۵۹	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	احتمال آماره F		۱/۹۶	دوربین واتسون

جدول ۱۰- نتایج حاصل از برآورد آزمون مدل (۳)

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نام فارسی
۰,۰۰۰	۵,۷۱۹	۰,۰۱۲	۰,۰۶۸	ترکیب هیئت مدیره
۰,۰۰۱	۳,۵۱۲	۰,۰۱۰	۰,۰۳۶	فرصت رشد
۰,۰۰۰	-۱۶,۳۴۸	۰,۰۲۵	-۰,۴۰۳	اهرم مالی
۰,۰۰۰	۱۰,۶۱۳	۰,۰۰۷	۰,۰۷۷	اندازه شرکت
۰,۰۰۰	-۴,۳۲۸	۰,۱۳۳	-۰,۵۷۵	عرض از مبدا
۴۶/۷۳	آماره F		۰/۶۹	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	احتمال آماره F		۱/۰۱	دوربین واتسون

جدول ۱۱- نتایج حاصل از برآورد آزمون مدل (۴)

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نام فارسی
۰,۰۰۰	۱۳,۱۶۲	۰,۰۱۳	۰,۱۷۴	ساختار مالکیت
۰,۰۰۰	۴,۶۶۲	۰,۰۰۷	۰,۰۳۵	فرصت رشد
۰,۰۰۰	-۲۹,۹۷۴	۰,۰۱۲	-۰,۳۶۴	اهرم مالی
۰,۰۰۱	-۳,۲۵۵	۰,۰۰۵	-۰,۰۱۶	اندازه شرکت
۰,۰۰۰	۹,۰۴۷	۰,۰۶۷	۰,۶۰۹	عرض از مبدا
۲۷/۴۶	آماره F		۰/۵۷	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	احتمال آماره F		۱/۸۰	دوربین واتسون

جدول ۱۲- نتایج حاصل از برآورد آزمون مدل (۵)

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نام فارسی
۰,۰۰۰	۴,۲۲۶	۰,۰۹۷	۰,۴۰۸	سیاست تقسیم سود
۰,۷۰۶	۰,۳۷۸	۰,۱۵۳	۰,۰۵۸	فرصت رشد
۰,۰۰۰	-۱۳,۲۷۸	۰,۳۳۶	-۴,۴۶۶	اهرم مالی
۰,۰۰۰	۹,۶۱۸	۰,۰۷۵	۰,۷۱۷	اندازه شرکت
۰,۰۰۰	-۴,۷۹۰	۰,۸۳۸	-۴,۰۱۵	عرض از مبدا
۳۰/۳۰	آماره F		۰/۶۱	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	احتمال آماره F		۱/۵۶	دوربین واتسون

جدول ۱۳- نتایج حاصل از برآورد آزمون مدل (۶)

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نام فارسی
۰,۰۰۴	۲,۸۷۸	۰,۰۷۵	۰,۲۱۷	ترکیب هیئت مدیره
۰,۸۴۳	۰,۱۹۸	۰,۱۳۰	۰,۰۲۶	فرصت رشد
۰,۰۰۰	-۱۱,۷۳۴	۰,۲۹۱	-۳,۴۱۵	اهرم مالی
۰,۰۰۰	۸,۸۶۳	۰,۰۶۹	۰,۶۱۵	اندازه شرکت
۰,۰۰۰	-۵,۲۹۸	۰,۷۶۲	-۴,۰۳۶	عرض از مبدا
۲۷/۳۹	آماره F		۰/۵۸	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	احتمال آماره F		۱/۹۶	دوربین واتسون

## نتیجه گیری

پژوهش حاضر با هدف تأثیر بررسی تأثیر ساختار مالکیت، سیاست تقسیم سود، ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است. روش پژوهش، توصیفی همبستگی با رویکرد کاربردی

می‌باشد. جامعه آماری تحقیق حاضر که از ابتدای سال ۱۳۹۵ تا پایان سال ۱۴۰۰ مورد بررسی قرار گرفته‌اند عبارت است از تمام شرکت‌های غیرمالی لیست شده که در بورس تهران قرار داشتند، در این تحقیق از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک استفاده شده است. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار Excel و Eviews12 استفاده شده است. در این پژوهش از آزمون کلوموگراف اسمیرنوف جهت مشخص کردن نرمال یا غیرنرمال بودن داده‌ها استفاده شد. که با توجه به نرمال بودن داده‌ها و با توجه به آزمون F لیمر و هاسمن مدل دارای پانل دیتا به روش اثرات تصادفی تخمین زده شدند و همچنین دو مدل دارای ناهمسانی واریانس و همچنین خودهمبستگی سریالی می‌باشند. در ادامه به گزارش نتایج و یافته‌های پژوهش پرداخته می‌شود.

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که بین ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج بین متغیر ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد برقرار است. بنابراین فرضیه اصلی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود.

در بین متغیرهای کنترلی، فرصت رشد، اهرم مالی و اندازه شرکت دارای رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشند. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می‌دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد. نتایج پژوهش با پژوهش‌های

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که بین سیاست تقسیم سود و عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج بین سیاست تقسیم سود و عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود.

در بین متغیرهای کنترلی، اهرم مالی، اندازه شرکت و فرصت رشد دارای رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشند. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می‌دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۵۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

فرضیه سوم پژوهش بیان می‌کند که بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود

دارد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود. در بین متغیرهای کنترلی، اهرم مالی و اندازه شرکت دارای رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشند.

با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می‌دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۶۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

فرضیه چهارم پژوهش بیان می‌کند که بین ساختار مالکیت و بازده سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج بین ساختار مالکیت و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. بنابراین فرضیه چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود.

در بین متغیرهای کنترلی، اهرم مالی و اندازه شرکت دارای رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشند. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می‌دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۵۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

فرضیه پنجم پژوهش بیان می‌کند که بین سیاست تقسیم سود و بازده سهام تأثیر معناداری دارد. با توجه به نتایج، متغیر بازده سهام دارای رابطه مثبت و معناداری با فرصت رشد در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. بنابراین فرضیه پنجم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود. در بین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت با بازده سهام رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد.

با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می‌دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۶۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

فرضیه ششم پژوهش بیان می‌کند که ترکیب هیئت مدیره و بازده سهام شرکت تأثیر معناداری دارد بنابراین فرضیه ششم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود.



در بین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت با ترکیب هیئت مدیره رابطه معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد.

با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می‌دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

### محدودیت های تحقیق

۱- در این پژوهش سعی شده است که متغیرهای کنترل و مداخله گر که به واسطه تحقیقات و مطالعات صورت گرفته، شناسایی شده است در برازش مدل رگرسیون مورد استفاده قرار گیرد. اما با توجه به وجود عوامل مداخله گر دیگر، از جمله عوامل رفتاری سهامداران، عامل تورم و سایر عوامل در سطح شرکت ها که به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات در برازش مدل رگرسیون مورد استفاده قرار نگرفته است، می‌توان این عوامل را از جمله محدودیت های پژوهش دانست.

۲- از مشکلات دیگر عدم دسترسی به منابع و مآخذ مرتبط به موضوع در کتابخانه ها، دانشگاه ها و سایر سازمان های کشور می باشد، جمع آوری مطالب جهت تکمیل فصل دوم با صرف مدت زمان بسیاری همراه بود.

### پیشنادهای پژوهش

#### پیشنادهای مبتنی بر نتایج

با توجه به نتایج فرضیه اول پیشنهاد می‌شود توجه بیشتری به این امر نموده و با ارائه راهکارهایی، عملکرد مدیران در ترکیب هیئت مدیره را تقویت نمایند. به عنوان مثال، عضویت مدت زمانی طولانی مدیران غیراجرایی در ترکیب هیئت مدیره ممکن است استقلال آنان را حدشه دار کند و اثربخشی آن ها را کاهش دهد.

به مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود که در هنگام اتخاذ تصمیماتی در مورد تقسیم سود بین سهامداران به مساله میزان عملکرد شرکت خود توجه داشته باشند به طوری که اگر عملکرد شرکت کم باشد سود کمتری را بین سهامداران تقسیم کنند.

با توجه به فرضیه سوم پژوهش پیشنهاد می‌شود در راستای افزایش اثربخشی هیئت مدیره، زمینه های اجرایی سریع تر و بومی سازی آیین نامه نظام راهبردی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را فراهم سازند.

پیشنهاد می‌شود سهامداران در شرکت های بورسی به شکل سازمان یافته عمل کنند و منجر به بهبود وضعیت شرکت در مسیر انجام و رسیدن به شاخص های پایداری باشد.

با توجه به نتایج فرضیه به تحلیلگران و مشاوران سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار در کنار تحلیلها و تکنیک های معمولی که انجام میدهند، تحلیل های خاصی مبتنی بر وضعیت تغییرات سیاست های تقسیم سود و عوامل تاثیرگذار بر آن به عمل آورند.

## پیشنهادهای کاربردی

- در بررسی ترکیب اعضای هیئت مدیره فقط به حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره توجه می شود. مدیر غیرموظفی که تجربه و یا دانش لازم جهت تصمیم گیری استراتژیک شرکت را نداشته باشد، نه تنها معیار کنترلی نیست بلکه باعث اثربخشی هیئت مدیره نیز نخواهد شد و در نتیجه عملکرد شرکت نیز بهبود نخواهد یافت. بنابراین پیشنهاد می شود در مکانیزم های مشخص شده در آیین نامه نظام راهبری شرکت ها به خصوصیات مدیران غیرموظف نیز توجه شود.

- به مدیران شرکت ها پیشنهاد می شود با بررسی دقیق فرصت های سرمایه گذاری از طریق نسبت های مالی و استفاده از این فرصت ها مثلاً با خرید به موقع دارایی های بلندمدت و استفاده از فناوری جدید و استفاده از ظرفیت بلا استفاده زمینه بهبود عملکرد شرکت را فراهم آوردند.

- نتایج به دست آمده حاکی از این است که در بازار اوراق بهادار تهران، فاکتورهای اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکتها در تعیین پاداش مدیران حایز اهمیت است که این امر باعث میشود مدیران توجه خود را به شرکت و در جهت منافع سرمایه گذاران معطوف کنند. بنابراین، توصیه میشود برای تعیین میزان پاداش مدیران از طرحهای انگیزشی مبتنی بر ارزش افزوده استفاده شود تا توجه مدیریت به کاهش هزینه سرمایه شرکت، افزایش نرخ بازده داراییها و همچنین پذیرفتن اجرای پروژه هایی که نرخ بازدهی بیشتر از هزینه سرمایه ایجاد می کنند، جلب شود.

## پیشنهادهای آتی

- ۱- بررسی تاثیر بین ساختار مالکیت شرکت های بوری و پاداش پرداختی به مدیران
- ۲- بررسی ارتباط بین عملکرد شرکت و هموارسازی سود توسط مدیران شرکت های بورس اوراق بهادار تهران
- ۳- بررسی رابطه برخی متغیرهای دیگر نظیر خالص جریان های نقدی و جریان های نقدی آزاد با پاداش مدیران
- ۴- موضوع تحقیق فعلی در صنایع مختلف به طور جداگانه بررسی و با هم مقایسه شود.
- ۵- در این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شدند، بنابراین پیشنهاد می شود در پژوهش های آینده این موضوع در شرکت های فرابورس نیز بررسی گردد.

## منابع فارسی

- ابراهیمی میمند م.، زمانی ز. (۱۳۹۸)، تاثیر کیفیت حسابرسی، ساختار مالکیت و ساختار هیئت مدیره بر رابطه بین سود و بازده سهام، حسابرسی، صفحه ۸۹ تا ۱۱۶.
- ابریشمی، ح. (۱۳۸۵)، مبانی اقتصادسنجی، دانشگاه تهران، ص ۴۵۱
- احمدپور، ا.، ملکیان، ا.، کردتبار، ح. (۱۳۸۸)، بررسی تاثیر مدیران غیرموظف و سرمایه گذاران نهادی در رفتار مدیریت سود، تحقیقات حسابداری، س. اول، شماره ۳، ص ۸۹-۶۸.
- آرمسترانگ، مایکل. ترجمه اعرابی و ایزدی (۱۳۸۵)، مدیریت استراتژیک منابع انسانی (راهنمای عمل ۱۱۳).، ۱۰۶، ۴۳-، ۴۱-، ۱۸ تهران: دفتر پژوهشهای فرهنگی، صص ۲۶
- آقاباباپور م. (۱۳۹۶)، رابطه بین تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت با عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس سالانه اقتصاد، مدیریت و حسابداری.

آقای، م. اعتمادی، ح. آذر، ع. چالاکی. پ. (۱۳۸۸)، ویژگی های حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر نقش مدیریت سود، فصلنامه علوم مدیریت ایران، س. چهارم. ش ۱۶، ص ۵۳-۲۷. برزگر. ق. غلامی. م. علایی نژاد. آ. (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر اهرم مالی بر مدیریت هزینه کارکنان در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری « بهار ۱۴۰۰ - شماره ۵۸، جلد هفتم، ۱۵ صفحه - از ۱۵۶ تا ۱۷۰.

حساس یگانه، یحیی و مرشید خیرالهی. (۱۳۸۷)، راهبری شرکتی و شفافیت"، ماهنامه حسابداری، شماره ۲۰۳. حسین پوز. ک. دستگیر. م. (۱۴۰۰)، بررسی نقش استقلال هیئت مدیره بر رابطه بین جریان های نقدی عملیاتی و بهره وری سرمایه، الگوهای نوین مدیریت کسب و کار « دوره ۴؛ ۱۹ صفحه - از ۹۴۴ تا ۹۶۲ خدادادی، و. تاکر. ر. (۱۳۹۱)، تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۵، ۸۸-۱۰۲.

رحمانی. م. نخعی. ح. (۱۳۹۹)، بررسی اهرم مالی بر سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز حسابداری و مدیریت تابستان ۱۳۹۹، دوره سوم - شماره ۲۶، صفحه - از ۳۲ تا ۴۷. سلیمانی فرد. ف. ناصرآبادی. د. (۱۳۹۹)، تاثیر حاکمیت شرکتی بر واکنش بازار به سود غیرمنتظره، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، شماره ۲۷، جلد اول، ۱۳ صفحه، از صفحه ۳۳ تا ۴۵

شاه ولی زاده. ع. اقبالی. ع. خافانی. س. (۱۴۰۰) بررسی نقش تعدیلی استقلال هیئت مدیره بر رابطه بین گزارشگری مالی متقلمانه و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنکاش مدیریت و حسابداری « زمستان ۱۴۰۰ - شماره ۳، ۱۸ صفحه - از ۱۱ تا ۲۸

شورورزی، م. خلیلی، م. سلیمانی، ح. فروتن. ا. (۱۳۹۳)، ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۵، ۱۲۱-۱۳۹. -مدرس، احمد. (۱۳۷۳)، کاربرد تئوری نمایندگی در مدیریت مالی"، فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی، ش ۳، صص ۴۴-۵۸.

نصیرزاده، ف. صالحی، م. بیگی. ب. (۱۳۹۴)، ویژگی های ساختاری و فرایندی هیات مدیره و ریسک مالی: تغییر در نقدینگی - تغییر در بحرانی مالی، دانش حسابداری، سال ششم، شماره ۲۲، ۸۱-۱۰۵.

Adams M, Lin C, Zou H (2011) Chief executive officer incentives, monitoring, and corporate risk management: Evidence from insurance use. *J Risk Insur* 78(3):551-582. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01409.x>

Adams RB, Ferreira D (2007) A theory of friendly boards. *J Financ* 62(1):217-250. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x>

Adams RB, Hermalin BE, Weisbach S (2010) The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *J Econ Lit* 48(1):58-107. <https://doi.org/10.1257/jel.48.1.58>

Adithipyangkul P, Leung TY (2018) Incentive pay for non-executive directors: The direct and interaction effects on firm performance. *Asia Pac J Manag* 35:943-964. <https://doi.org/10.1007/s10490-017-9534-z>

Aggarwal R, Erel I, Stulz R, Williamson R (2009) Differences in governance practices between US and foreign firms: Measurement, causes, and consequences. *Rev Financ Stud* 22(8):3131-3169. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn107>

- Barker, R.M. (2006). *Insiders, outsiders, and change in European corporate governance*, University of Oxford, Department of Politics and International Relations, paper presented at the Council for European Studies Conference.
- Bernadin, H. K., Kane, J. S., Spina, J. D. R., Johnson, D. L. (1995). Performance appraisal design, development and implementation. In G. R. Ferris, S. D. Rosen, & D. J. Barnum (Eds.). *Handbook of human resource management*, Blackwell, Cambridge, mass.
- Bhagat, S. and B. Bernard. (2000). Board Independence and Long Term Firm Performance. Working Paper, University of Colorado.
- Boal, K. B., & Hooijberg, R. (2000). Strategic leadership research: Moving on. *The Leadership Quarterly*, 11(4), 515-549.
- Bruno V, Claessens S (2010) Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing? *J Financ Intermed* 19(4):461-482. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2009.10.001>
- Buallay A, Hamdan A, Zureigat Q (2017) Corporate governance and firm performance: Evidence from Saudi Arabia. *Australasian Account Bus Financ J* 11(1):78-98. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v11i1.6>
- Capital Market Authority (CMA) (2017) Corporate governance regulations in the Kingdom of Saudi Arabia. [https://cma.org.sa/en/RulesRegulations/Regulations/Documents/CGRegulations\\_en.pdf](https://cma.org.sa/en/RulesRegulations/Regulations/Documents/CGRegulations_en.pdf) Accessed 20 January 2018
- Capital Market Authority (CMA) (2019) Imposition of a fine on Saudi Real Estate Co., due to the violation of the Rules on the Offer of Securities and Continuing Obligations. [https://cma.org.sa/en/Market/News/pages/CMA\\_N\\_2578.aspx](https://cma.org.sa/en/Market/News/pages/CMA_N_2578.aspx) Accessed 18 July 2020
- Chen JJ, Liu X, Li W (2010) The effect of insider control and global benchmarks on Chinese executive compensation. *Corp Gov* 18(2):107-123. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00788.x>
- Cheung Y, Jing L, Lu T, Rau PR, Stouraitis A (2009) Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies. *Pac-Basin Financ J* 17(3):372-393. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2008.10.001>
- Dehaene, A, De Vuyst, V, and Ooghe, H. (2001). *Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies*, Elsevier Science Ltd, Long Range Planning, Vol.34.
- Fama, E. F., Jensen, M. C., (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.
- Ferreira MA, Matos P (2008) The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world. *J Financ Econ* 88(3):499-533. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003>
- Firth, M, Fung, Y and Rui, M. (2002). Simultaneous relationships among ownership, corporate governance and financial performance, Faculty of Business and Information Systems, The Hong Kong Polytechnic University.
- Ghabayen MA (2012) Board characteristics and firm performance: case of Saudi Arabia. *Int J Account Financ Rep* 2(2):168-200. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v2i2.2145>
- Glen J, Lee K, Singh A (2001) Persistence of profitability and competition in emerging markets. *Econ Lett* 72(2):247-253. [https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(01\)00425-6](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(01)00425-6)
- Griliches Z, Hausman JA (1986) Errors in variables in panel data. *J Econometr* 31(2):93-118. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(86\)90058-8](https://doi.org/10.1016/0304-4076(86)90058-8)
- Grossman SJ, Hart OD (1983) An analysis of the principal-agent problem. *Econometrica* 51(1):7-45. <https://doi.org/10.2307/1912246>
- Gschwandtner A (2005) Profit persistence in the 'very' long run: Evidence from survivors and exiters. *Appl Econ* 37(7):793-806. <https://doi.org/10.1080/0003684042000337406>

- Gu Z, Wang K, Xiao X (2010) Government control and executive compensation: evidence from China. Working Paper. [http:// assets. csom. umn. edu/ assets/ 160979. pdf](http://assets.csom.umn.edu/assets/160979.pdf) Accessed 18 July 2020
- Hermalin, B. E., Weisbach, M. S., (1991), The effect of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, Vol. 21, pp. 101– 112.
- Muth, M.M., and L. Donaldson. (1998). Steward Theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance* 6: 5- 28.
- Ncube, Mthuli. (2006). *Corporate Governance, Firm Valuation and Performance*, University of the Witwatersrand, Graduate School of Business Administration (Wits Business School) Parktown, Johannesburg, South Africa.
- Olaniyi CO, Olayeni OR (2020) A new perspective into the relationship between CEO pay and firm performance: Evidence from Nigeria's listed firms. *J Soc Econ Dev*. [https:// doi. org/ 10. 1007/ s40847- 020- 00103-3](https://doi.org/10.1007/s40847-020-00103-3)
- Patton A, Baker J (1987) Why do directors not rock the boat? *Harvard Bus Rev* 65(6):10–12
- Paul JM (1992) On the efficiency of stock-based compensation. *Rev Financ Stud* 5(3):471–502. [https:// doi. org/ 10. 1093/ rfs/ 5. 3. 471](https://doi.org/10.1093/rfs/5.3.471)
- Prasetya. G (2022), pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap tax avoidance, *diponegoro journal of accounting*, Volume 11, Nomor 1, Tahun 2022, Halaman 1-6 <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting> ISSN
- Puni A, Anlesinya A (2020) Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *Int J Law Manag* 62(2):147–169. [https:// doi. org/ 10. 1108/ IJLMA- 03- 2019- 0076](https://doi.org/10.1108/IJLMA-03-2019-0076)
- Raheja CG (2005) Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *J Financ Quant Anal* 40(2):283–306. [https:// doi. org/ 10. 1017/ S0022 10900 00023 13](https://doi.org/10.1017/S002210900002313)
- Rashid MM (2020) Ownership structure and firm performance: The mediating role of board characteristics. *Corp Gov* 20(4):719–737. [https:// doi. org/ 10. 1108/ CG- 02- 2019- 0056](https://doi.org/10.1108/CG-02-2019-0056)
- Sarwar. A, Mamdouh A. Saleh A. (2022), The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Performance of Local Thai Banks Using Corporate Social Responsibility as a Mediator, *Theoretical Economics Letters* 12, 19-51 <https://www.scirp.org/journal/tel> ISSN Online: 2162-2086, ISSN Print: 2162-2078
- Shakir, Roselina. (2008). Board size, board composition and property firm performance, Department of Estate Management, Faculty of Built Environment Universiti Malaya, Kuala Lumpur.