

تأثیر چرخش مدیرعامل بر سیاست پایدار سود تقسیمی و میزان تقسیم سود با توجه به ساختار مالکیت

دکتر فاطمه صراف

استادیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).
aznyobe@yahoo.com

غزاله سیفی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
ghazalehse@yahoo.com

چکیده

هدف این تحقیق بررسی تأثیر چرخش مدیرعامل بر سیاست پایدار سود تقسیمی و میزان تقسیم سود با توجه به ساختار مالکیت است. پژوهش انجام شده از نظر نوع هدف، جزء پژوهش‌های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی علت و معلولی هست. انجام پژوهش در چارچوب استدلال‌ات قیاسی - استقرایی صورت گرفته و برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۴۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره‌ی زمانی ۹ ساله بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹ مورد تحقیق قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد چرخش مدیرعامل بر سیاست پایدار سود تقسیمی تأثیر منفی و معنی دار دارد؛ اما چرخش مدیرعامل بر میزان تقسیم سود اثرگذار نیست؛ مالکیت نهادی تأثیر منفی بر سیاست پایدار سود تقسیمی دارد؛ اما تأثیر مالکیت دولتی و همچنین نقش تعدیلگر مالکیت دولتی و نهادی بر رابطه چرخش مدیرعامل و سیاست پایدار سود تقسیمی معنی دار نیست. مالکیت دولتی تأثیر مثبت و مالکیت نهادی تأثیر منفی بر سیاست پایدار سود تقسیمی دارد؛ اما نقش تعدیلگر مالکیت دولتی و نهادی بر رابطه چرخش مدیرعامل و تقسیم سود معنی دار نیست.

واژگان کلیدی: چرخش مدیرعامل، سیاست پایدار سود تقسیمی، میزان تقسیم سود، ساختار مالکیت.

مقدمه

موضوع سیاست تقسیم سود^۱ همواره به عنوان یکی از بحث‌برانگیزترین مباحث مالی مطرح بوده به طوری که علاقه اقتصاددانان بیش از پنج دهه اخیر را به خود معطوف کرده است؛ به طور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم نشان‌دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است (کیقبادی و دامن کشیده، ۱۴۰۰). سود سهام بخشی از سود شرکت است که بین سهامدارانش توزیع می‌شود. با این وجود، مدیریت شرکت می‌تواند تصمیم بگیرد که چنین درآمدی را حفظ کند. میلر و مودیلیانی^۲ (۱۹۶۱) استدلال کردند که در شرایط عالی بازار سرمایه، سیاست تقسیم سود بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها تأثیر نمی‌گذارد. با این حال، بازارهای فعلی کامل نیستند و حاوی نواقص بازار هستند که می‌تواند بر سیاست تقسیم سود شرکت تأثیر بگذارد. در نتیجه، وجود اطلاعات نامتقارن، یک نقص بازار، نشان می‌دهد که شرکت‌ها ممکن است برای گمراه کردن

¹ Dividend Policy

² Miller and Modigliani

و جذب سرمایه‌گذاران جدید، سود سهام پرداخت کنند. مطالعات دیگر نشان می‌دهد که پرداخت سود سهام ممکن است تضاد منافع بین ذینفعان را کاهش دهد و در نتیجه هزینه‌های نمایندگی را در ساختار شرکت کاهش دهد (سانتوس^۱، ۲۰۲۰). در تحقیقات قبلی رابطه برخی عوامل مانند چرخش مدیرعامل با تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته است. این بررسی از آن جهت است که به‌طور کلی در ادبیات حسابداری و مالی، مدیران نقش حیاتی در کسب‌وکار و ایجاد ارزش برای شرکت ایفا می‌کنند. سهامداران و هیئت‌مدیره مشتاق هستند به سرعت مدیران عاملی که بی‌کفایت و یا دارای عملکرد ضعیفی برای جلوگیری از زیان‌های بزرگ و هزینه‌های نمایندگی هستند را شناسایی و جایگزین کنند (اخگر و زاهد دوست، ۱۳۹۹). به همین خاطر در طول سال‌های گذشته، تغییرات هیئت‌مدیره و مدیران عامل موضوع تحقیقات تجربی گسترده بوده است. برای اکثر شرکت‌ها، داشتن هیئت‌مدیره یک الزام قانونی است که می‌تواند به حل مشکل نمایندگی در اکثر سازمان‌ها کمک می‌کند. مدیران عامل تمایل دارند منافع خود را برآورده سازند (پاداش و سایر مزایا) و هیئت‌مدیره نقش اطمینان بخشی در برآورده شدن منافع سهامداران را دارد.

در مورد این تأثیرات، در تحقیقات دیدگاه‌های مختلفی ارائه شده است. به‌طور خاص در مورد سیاست تقسیم سود مدیران عامل تمایل دارند با حذف عملیات ناخواسته و بخش‌های بی‌سود، درآمدهای آتی را افزایش دهند. در نتیجه، درآمد کاهش می‌یابد و منجر به کاهش نسبت پرداخت سود تقسیمی می‌شود. دیدگاهی دیگر در این زمینه معتقد است که این عامل که مدیرعامل دیگر انتظار ندارد در آینده شرکت مسئولیتی داشته باشد بر سیاست تقسیم سود تأثیر خواهد داشت (سانتوس، ۲۰۲۰). درایور و گودس^۲ (۲۰۱۷) معتقد است که توانایی و انگیزه رفتار منفعت طلبانه برای مدیرانی که امکان دارد برکنار شوند و نگران تأثیر سال آخر گزارش سود در تسویه حساب نهایی خود هستند، به احتمال زیاد شدیدتر است. او معتقد است، امکان دارد مدیرعامل به دنبال اهداف و منافع شخصی (مانند بیشینه کردن ثروت) باشد که در نتیجه مدیر شرکت امکان دارد سود شرکت را دست‌کاری کند، که شدت این وسوسه به میزان پاداش احتمالی مورد انتظار مدیرعامل بستگی خواهد داشت. به‌عنوان مثال، مدیران عامل در این وضعیت ممکن است با کاهش سطح سرمایه‌گذاری، مانند موارد تحقیق و توسعه، به مدیریت سود اقدام کند که بر میزان و پایداری سود تقسیمی اثرگذار است.

مورد دیگر در این زمینه تأثیر ساختار مالکیت بر این رابطه است. رابطه بین مالکیت نهادی و سیاست پرداخت سود سهام را می‌توان با استفاده از چارچوب تئوری نمایندگی توصیف کرد. سیاست تقسیم سود موضوعی حساس برای مدیران شرکت و سهامداران است. مدیران باید تعادلی بین نسبت سود به سهم به‌عنوان سود سهام برقرار کنند تا اعتماد سهامداران حفظ شود و به‌عنوان سود انباشته برای توسعه شرکت حفظ شود (هاندی^۳، ۲۰۲۱). به‌طور کلی، سهامداران بزرگ، به‌ویژه مؤسسات مالی، سود سهام نقدی را ترجیح می‌دهند؛ بنابراین تصمیمات مدیران تحت تأثیر این سهامداران قرار می‌گیرد تا منافع خود را برای به حداکثر رساندن بازده سهام خود هماهنگ کنند (مولوی^۴، ۲۰۲۱)؛ این نفوذ معمولاً در شرکت‌هایی حاصل می‌شود که تمرکز مالکیت بالایی دارند. با این حال، شرکت‌هایی با سهامداران پراکنده ممکن است به‌تنهایی یا به‌طور جمعی قدرت رأی کافی برای تأثیرگذاری بر تصمیمات مدیران در مورد سیاست تقسیم سود به دلیل منافع سهامداران مختلف نداشته باشند (کین و چن^۵، ۲۰۲۰). بر این اساس با توجه به تأثیر سیاست‌های پرداخت سود شرکت بر تصمیمات سهامداران در این تحقیق به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که چرخش مدیرعامل بر سیاست پایداری سود تقسیمی و میزان تقسیم سود چه تأثیر دارد و اینکه آیا به ساختار مالکیت بر این رابطه تأثیرگذار است یا خیر؟

¹ SANTOS

² Driver and Guedes

³ Hanady

⁴ Mloi

⁵ Kien & Chen

پیشینه تحقیق

نوید^۱ (۲۰۲۱) در بررسی تأثیر سهام نهادی بر سیاست پرداخت سود سهام صندوق‌های مشترک اسلامی در پاکستان و مالزی نشان می‌دهد که مالکیت نهادی تأثیر مثبتی بر سیاست پرداخت سود سهام صندوق‌های مشترک اسلامی در هر دو کشور دارد که با فرض تئوری نمایندگی مطابقت دارد.

پربیا و همکاران^۲ (۲۰۲۱) در بررسی تأثیر ساختارهای مالکیت را بر سیاست تقسیم بازار سهام بورس نشان داد ساختار مالکیت مدیریتی و خارجی هیچ ارتباطی با سیاست تقسیم سود شرکت‌ها ندارد. در مقابل، نتیجه رابطه منفی بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در آفریقای جنوبی را نشان می‌دهد. علاوه بر این، اندازه شرکت و سودآوری رابطه مثبتی با سیاست تقسیم سود دارند.

سینادورای و همکاران^۳ (۲۰۲۱) در بررسی ارتباط بین سیاست تقسیم سود و سهام شرکت‌های دولتی به رابطه مثبتی دست یافتند البته آنها معتقدند که این حمایت عمدتاً از شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی با کیفیت پایین سرچشمه می‌گیرد.

سانتوس (۲۰۲) در تحقیقی با عنوان تأثیر چرخش مدیرعامل بر سیاست تقسیم با مطالعه ۳۹۴ شرکت موجود در شاخص S&P 500 نشان می‌دهد که چرخش مدیرعامل، بازده سود سهام شرکت‌ها را ۰,۲ درصد افزایش می‌دهد. علاوه بر این، چرخش مدیرعامل، تأثیر مثبتی بر بازده سود سهام ۰,۵ دارد، اگرچه منجر به کاهش سود سهام پرداختی توسط شرکت‌ها می‌شود. در طول بحران مالی، قیمت سهام بی‌ثبات‌تر می‌شود، بنابراین، وقتی یک شرکت جایجایی مدیرعامل را اعلام می‌کند، بازار به آرامی واکنش نشان می‌دهد و ممکن است حتی منجر به کاهش قیمت سهام شود و حتی بیشتر، بازده سود سهام را افزایش دهد. همچنین مطابق با تحقیق او در همین دوره (۲۰۱۲-۲۰۰۸) شرکت‌ها انگیزه بیشتری برای حفظ سود خود دارند؛ بنابراین، مدیران عامل تصمیم می‌گیرند سود سهام کمتری را پرداخت کنند. شواهد همچنین حاکی از آن است که چرخش مدیرعامل بر سود هر سهم و بازده سود پس از بحران مالی تأثیر مثبت دارد.

خوشکار و همکاران (۱۴۰۰) در تحقیقی با عنوان سرمایه‌گذاران نهادی، سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت بین نسبت مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین بین نسبت مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

حسینی و همکاران (۱۳۹۹) در بررسی ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک نشان دادند که مالکیت خانوادگی بر سودآوری تأثیر مثبت و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد.

تقی زاده خانقاه و بادآور نهندی (۱۳۹۴) در بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادلات هم‌زمان نشان دادند بین اهرم مالی و مالکیت مدیریتی شرکت‌ها و همچنین، بین سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی شرکت‌ها و نیز، بین سیاست تقسیم سود و اهرم مالی شرکت‌ها رابطه متقابل منفی وجود دارد.

بیابانی و رضی کاظمی (۱۳۹۲) در بررسی ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها به‌طور کلی در سیاست تقسیم سود از روند خاص و مشخصی پیروی نمی‌کنند و بیشتر بر اساس الگوی گام تصادفی عمل می‌نمایند. باین‌وجود، شواهد به‌دست‌آمده دال بر این است که شرکت‌هایی که دارای مالکیت نهادی هستند در مقایسه با مالکیت‌های شرکتی، مدیریتی و سهامداران

¹ Naveed

² Peerbhai

³ Sinnadurai

حقیقی سود بیشتری بین سهامداران خود تقسیم می‌کنند. همچنین متمرکز یا پراکنده بودن مالکیت نیز تفاوتی در نسبت سود تقسیمی نداشته است.

رضایی و همکاران (۱۳۹۰) در بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که از بین متغیرهای ساختار مالکیت مالکان نهادی و سهام شناور آزاد ارتباط معنی دار با سود تقسیمی دارند و همچنین تأثیر تعاملی ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود در صنایع مختلف معنی دار و متفاوت می‌باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می‌تواند اثر تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه بین متغیرهای ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود داشته باشد.

چارچوب نظری و فرضیات تحقیق

چرخش مدیرعامل و سیاست تقسیم سود

در خصوص سیاست تقسیم سود نظریه‌های مختلفی از سوی پژوهشگران دانش مالی ارائه شده است از آن جمله می‌توان به نظریه‌های نمایندگی، نظارت کارآمد، علامت‌دهی، فرضیه جریان نقدی آزاد اشاره نمود. (رضایی و همکاران، ۱۳۹۰). سیاست تقسیم سود سهام تصمیمی است مبنی بر این که آیا سود حاصل از شرکت به‌عنوان سود سهام بین سهامداران توزیع می‌شود یا در قالب سود باقی‌مانده برای تأمین اعتبار سرمایه‌گذاری در آینده حفظ خواهد شد. در صورتی که شرکت تصمیم بگیرد سود را به‌عنوان سود تقسیمی توزیع کند، باعث می‌شود سود باقیمانده کاهش یابد و بیشتر منابع مربوط به کل بودجه داخلی یا تأمین اعتبار داخلی را کاهش دهد. برعکس، در صورتی که شرکت مجبور باشد سود خود را حفظ نماید، توانایی تشکیل صندوق داخلی نیز بیشتر خواهد شد. نسبت سود پرداخت سود سهام، میزان سود سهام پرداخت‌شده نسبت به سود خالص یا سود هر سهم است. از سویی، برخی از عوامل مهم که بر سیاست سود سهام تأثیر می‌گذارد از جمله در دسترس بودن بودجه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری متعلق به شرکت و ترجیح سرمایه‌گذاران به سود سهام یا سود سرمایه است، به این مفهوم که سرمایه‌گذاران درآمد را به‌عنوان سود سهام یا سود سرمایه ترجیح می‌دهند (افسری و همکاران، ۱۴۰۰).

در مجموع دو دیدگاه اصلی در زمینه رابطه سود تقسیمی و تضادهای نمایندگی وجود دارد. در دیدگاه اول، سود تقسیمی راه‌حل کاهش تضادهای نمایندگی بین مدیران و سهامداران و در دیدگاه دوم سود تقسیمی جایگزینی برای مسائل نمایندگی است. در مورد تأثیر مدیرعامل بر کاهش تضادهای نمایندگی می‌توان گفت، مدیرعامل در جایگاهی قرار دارد که ترکیب هیئت‌مدیره را کنترل می‌کند؛ بنابراین می‌تواند موجب کاهش توانایی نظارتی هیئت‌مدیره شود. یکی از راههای شناسایی این مسائل، بررسی طول دور تصدی سمت مدیرعامل شرکت است. افزایش دوره‌ی تصدی مدیرعامل می‌تواند موجب استحکام موقعیت مدیرعامل و افزایش ثبات و قدرت وی شود. از این رو مدیران به‌احتمال کمتری در جهت منافع سهامداران عمل می‌کنند و انگیزه رفتارهای فرصت‌طلبانه آنان افزایش می‌یابد. برخی نیز استدلال می‌کنند، چنانچه مدیرعامل دور تصدی کوتاه‌مدتی را برای خود پیش‌بینی کند، سعی می‌کند از مدت کوتاهی که در این سمت قرار دارد برای رسیدن به منافع شخصی استفاده کند؛ بنابراین با کاهش دوره‌ی تصدی مدیرعامل از کار آبی عملکرد وی کاسته می‌شود (صالحی کردآبادی و زاددوستی، ۱۳۹۹).

رابطه بین مدیرعامل و سیاست تقسیم سود موضوعی است که به‌طور گسترده مورد مطالعه قرار نگرفته است. با این وجود، دشموک و همکاران^۱ (۲۰۱۳) مدلی از تعامل بین اعتماد بیش‌ازحد مدیرعامل و سیاست تقسیم سود ایجاد کردند. نتایج نشان می‌دهد که یک مدیرعامل بیش اعتماد، تأمین مالی خارجی را پرهزینه می‌داند و بنابراین، ترجیح می‌دهد با کاهش سود سهام فعلی، بحران مالی شرکت را برای نیازهای سرمایه‌گذاری آتی افزایش دهد (دشموک و همکاران، ۲۰۱۳)؛ بنابراین، سطح پرداخت سود سهام در شرکت‌هایی که توسط مدیران اجرایی بیش اعتماد مدیریت می‌شوند، کمتر است.

¹ Deshmukh

با این حال، کاهش در سود سهام مربوط به اعتماد مدیرعامل در شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد کمتر و جریان‌های نقدی کمتر بیشتر است. علاوه بر این، واکنش مثبت بازار به اعلام افزایش سود سهام برای شرکت‌هایی که عدم اطمینان بیشتری در مورد مدیران بیش اعتماد دارند، بیشتر است (سانتوس، ۲۰۲۰).

مورد دیگر در این زمینه این است که از آنجایی که دست مدیران برای استفاده از رویه‌های حسابداری باز است، برای حفظ موقعیت شغلی خود و پیشگیری از جابجایی و اخراج سیاست‌های تقسیم سود را تغییر می‌دهند. سود به‌عنوان یک عامل کلیدی در ارزیابی عملکرد مدیر به شمار می‌رود زیرا دارای محتوای اطلاعاتی مهمی و بسیاری است. سود به‌عنوان عاملی مؤثر در قیمت سهام بازار، ارزیابی ورشکستگی و برآوردهای ریسک‌های مربوط به هر سهم مطرح است. از طرفی مدیران علاوه بر این مسائل، وظیفه پاسخ‌گویی به مالکان را هم عهده دار هستند؛ بنابراین امکان دارد برخی از مدیران با شیوه‌های مختلفی از جمله کنترل فعالیت‌های تجاری، تأخیر در ارسال کالاها، تغییر موجودی در پایان دوره و ... تقسیم سود را تغییر دهند که این عامل نشان‌دهنده عملکرد مثبت مدیر است و حفظ موقعیت شغلی وی را در پی خواهد داشت (ژانگ، ۲۰۱۶)؛ بنابراین فرضیه‌های اول و دوم به شرح زیر ارائه خواهند شد:

فرضیه اول: چرخش مدیرعامل بر سیاست پایدار سود تقسیمی تأثیرگذار است.

فرضیه دوم: چرخش مدیرعامل بر میزان تقسیم سود تأثیرگذار است.

نقش ساختار مالکیت بر تأثیر چرخش مدیرعامل بر سیاست تقسیم سود

ساختار مالکیت به بیان ساده یعنی چه اشخاصی (حقیقی یا حقوقی) بر تصمیمات عملیاتی و استراتژیک یک شرکت تسلط و حکم‌فرمایی دارند. ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت، دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها به شمار می‌رود. ترکیب سهامداران از طریق چهار متغیر مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی اندازه‌گیری می‌شود. (بیابانی و رضی کاظمی، ۱۳۹۲). مالکان نهادی دارای توان بالقوه از طریق تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به‌طور مستقیم از طریق مالکیت و به‌طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود هستند با توجه به فرضیه نظارت کارآمد، به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه‌گذاری خود را به‌صورت فعال مدیریت می‌کنند. بر اساس این نگرش، مالکان نهادی، سهامداران متبصری هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات هستند.

امروزه پراکندگی مالکان در شرکت‌های سهامی باعث شده که رابطه آنها با شرکت را به‌سختی بتوانیم در قالب مالکیت سنتی تجسم کنیم. سهامداران این شرکت‌ها به‌جز استحقاق دریافت بخشی از درآمد و منافع شرکت مطابق با سهم خود، در سایر موارد از حقوق چندانی برخوردار نیستند. این موضوع تعارض بین مالکان و مدیران را نشان می‌دهد و ماحصل این تعارض چیزی جز خدشه‌دار شدن حق مالکیت سهامداران نیست. به این ترتیب، مشخص می‌شود که سهامداران شرکت‌های سهامی عام آن‌چنان پراکنده شده‌اند که فاقد قدرت و اشتیاق لازم برای اصلاح و محدود کردن سمت‌وسویی هستند که مدیران این شرکت‌ها در پیش می‌گیرند. در نتیجه، به علت دور افتادن مالکیت از کنترل در این شرکت‌ها، نخستین شواهد در مورد تأثیرپذیری عملکرد شرکت از مالکیت و کنترل به دست می‌آید؛ بنابراین، منطقی به نظر می‌رسد عملکرد شرکتی که سهامداران عمده آن دارای سهام بیشتری هستند، بهتر از شرکتی باشد که سهامداران عمده آن سهام کمتری در اختیار دارند. پژوهش‌ها نشان داده است که تقریباً تمامی شرکت‌های موفق سود سهام می‌پردازند و مدیران مالی شرکت‌ها توجه خاصی به سیاست تقسیم سود نشان می‌دهند.

در دیدگاه در مورد رابطه ساختار مالکیت و سیاست سود تقسیمی وجود دارد (ستایش و کاظم نژاد، ۱۳۹۰).

¹ ZHANG

وجود ارتباط معکوس (منفی): در زمان وجود تضاد منافع، فعالیت نظارت خارجی یا بیرونی، عنصر کنترلی مهمی به شمار می‌رود. سهامداران نهادی یک گروه از نظارت‌کنندگان خارجی به شمار می‌روند. اگر سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ به‌عنوان نمایندگان نظارتی عمل کنند و سود تقسیمی به‌منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی پرداخت شود بر اساس نظریه نمایندگی باید رابطه جایگزینی بین سیاست تقسیم سود و مالکیت نهادی وجود داشته باشد. این رابطه، وجود ارتباط منفی بین درصد سهام تحت تملک مالکان نهادی و سیاست تقسیم سود را ایجاب می‌کند (استراتیس و وو^۱، ۲۰۰۴).

وجود ارتباط مستقیم (مثبت): انگیزه سرمایه‌گذاران نهادی در زمینه سواری مجانی از فعالیت‌های نظارتی ایجاب می‌کند که این گروه از سرمایه‌گذاران به نظارت مستقیم توسط خودشان تمایلی نداشته باشند. این سرمایه‌گذاران به‌جای نظارت مستقیم، شرکت‌ها را به افزایش سود تقسیمی وادار می‌کنند؛ به‌عبارت‌دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح می‌دهند تا جریان‌های نقدی آزاد در قالب سود تقسیمی توزیع شود تا هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریان‌های نقدی آزاد کاهش یابد (استراتیس و وو^۲، ۲۰۰۴). براساس نظریه نمایندگی، در زمان وجود تضاد منافع بین مدیر و سهامدار، پرداخت‌های سود تقسیمی منظم می‌تواند تضادهای نمایندگی را کاهش دهد و از این طریق، دامنه سوءاستفاده احتمالی از منابع توسط مدیریت کاهش می‌یابد. بر اساس این مفروضات و با توجه به اینکه سود انباشته یک منبع تأمین مالی داخلی است، پرداخت سود تقسیمی، شرکت‌ها را ملزم می‌کند تا در زمان نیاز به تأمین مالی به بازارهای سرمایه بیرونی یا خارجی متوسل شوند. این امر نظارت بازار سرمایه را بر شرکت تحمیل می‌کند. نقش مالکان نهادی در این فرضیه از ترجیحات مالکان نهادی مبنی بر توزیع جریان‌های نقدی به‌منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی می‌شود. با توجه به موقعیت دارای نفوذ و اثرگذار سرمایه‌گذاران نهادی، انتظار می‌رود این گروه از مالکان بر سیاست‌های مالی شرکت شامل سیاست تقسیم سود تأثیر داشته باشند. براین اساس، مالکان نهادی ممکن است با تمایل مدیران مبنی بر انباشت بیشتر جریان‌های نقدی مخالفت و با توجه به قدرت رأی خود، مدیران را به تقسیم سود وادار کنند (بیچرا^۳، ۲۰۰۸). به‌عنوان مثال در تحقیقی اومنیا عبدالسلام^۴ (۲۰۰۸) نشان دادند که رابطه مثبت و معنی‌داری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت با تصمیمات و نسبت پرداخت سود تقسیمی وجود دارد. بر این اساس فرضیه‌های سوم و چهارم به شرح زیر ارائه می‌شوند:

فرضیه سوم: ساختار مالکیت بر رابطه چرخش مدیرعامل و سیاست پایدار سود تقسیمی تأثیرگذار است.

فرضیه چهارم: ساختار مالکیت بر رابطه چرخش مدیرعامل و میزان تقسیم سود تأثیرگذار است.

روش تحقیق

روش پژوهش حاضر آرشیوی و پس رویدادی است؛ بدین معنی که داده‌های موردنیاز از پایگاه‌های اطلاعاتی مختلف، همانند گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و گزارش‌های بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره داده‌های ترکیبی (ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطع زمانی) استفاده شده است. نمونه پژوهش نیز به روش حذفی از میان آن دسته از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته‌شده و تا پایان سال ۱۳۹۹ در بورس فعال باشد؛

۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی زمان تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛

۳. فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری، بانکداری، لیزینگ و نهاد مالی نباشد؛

¹ Stouraitis, A, and Wu

² Stouraitis, and Wu

³ Bichara

⁴ Omneya Abdelsalam

۴. اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد و
۵. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.

متغیرها و مدل تحقیق

متغیر وابسته اول: در این تحقیق سیاست پایدار سود تقسیمی (Stable Dividend Policy) است که برای اندازه‌گیری آن به شیوه زیر عمل می‌شود:

در صورتی که نسبت سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم دوره جاری برابر نسبت سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم در دوره گذشته باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر ۰.

متغیر وابسته دوم: در این تحقیق میزان تقسیم سود (Payout) که برابر است با نسبت سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم.

متغیر مستقل؛ چرخش مدیرعامل (CEO Turnover)؛ است که از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

متغیر مجازی که برای سال‌های بعد از تغییر مدیرعامل برابر ۱ در غیر این صورت برابر ۰ است.

متغیر تعدیلگر اول، در این تحقیق مالکیت دولتی (GOV) می‌باشد که برابر است با مجموع سهام در اختیار سهامداران دولتی تقسیم بر کل سهام منتشره شرکت.

متغیر تعدیلگر دوم، در این تحقیق مالکیت نهادی (Instown) می‌باشد. که عبارت است از مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری تقسیم بر کل سهام منتشره شرکت.

همچنین تأثیر متغیرهای کنترلی زیر نیز بر این رابطه بررسی شده است:

اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در پایان سال؛

نسبت قیمت به سود هر سهم (PER): برابر است با نسبت قیمت به سود هر سهم؛

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام؛

اهرم مالی (LEV): کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها؛

رشد فروش (SALES GROWTH): درآمد فروش سال جاری منهای درآمد فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل؛

جریان نقدی آزاد شرکت (FCF): جریان وجه نقد عملیاتی منهای بهره پرداختی و سود سهام پرداختی به سهامداران تقسیم بر جمع دارایی‌ها در سال t؛

مدل آماری فرضیه اول:

$$\text{Stable Dividend Policy}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEO Turnover}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{PER}_{i,t} + \beta_4 \text{ROE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{SALES GROWTH}_{i,t} + \beta_7 \text{FCF}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل آماری فرضیه دوم:

$$\text{Payout}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEO Turnover}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{PER}_{i,t} + \beta_4 \text{ROE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{SALES GROWTH}_{i,t} + \beta_7 \text{FCF}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل آماری فرضیه سوم:

Stable Dividend Policy $_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ CEO Turnover }_{i,t} + \beta_2 \text{ GOV }_{i,t} + \beta_3 (\text{ CEO Turnover }_{i,t} * \text{ GOV }_{i,t}) + \beta_4 \text{ Instown }_{i,t} + \beta_5 (\text{ CEO Turnover }_{i,t} * \text{ Instown }_{i,t}) + \beta_6 \text{ SIZE }_{i,t} + \beta_7 \text{ PER }_{i,t} + \beta_8 \text{ ROE }_{i,t} + \beta_9 \text{ LEV }_{i,t} + \beta_{10} \text{ SALES GROWTH }_{i,t} + \beta_{11} \text{ FCF }_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

مدل آماری فرضیه چهارم:

Payout $_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ CEO Turnover }_{i,t} + \beta_2 \text{ GOV }_{i,t} + \beta_3 (\text{ CEO Turnover }_{i,t} * \text{ GOV }_{i,t}) + \beta_4 \text{ Instown }_{i,t} + \beta_5 (\text{ CEO Turnover }_{i,t} * \text{ Instown }_{i,t}) + \beta_6 \text{ SIZE }_{i,t} + \beta_7 \text{ PER }_{i,t} + \beta_8 \text{ ROE }_{i,t} + \beta_9 \text{ LEV }_{i,t} + \beta_{10} \text{ SALES GROWTH }_{i,t} + \beta_{11} \text{ FCF }_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی پژوهش که شمای کلی از وضعیت توزیع داده‌ها را نشان می‌دهد، در جدول زیر نشان داده شده است:

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها

| شاخص‌های پراکندگی | | | | شاخص‌های مرکزی | | | نام و تعداد متغیرها | |
|-------------------|--------|--------------|--------|----------------|---------|---------|------------------------|-------------------------|
| بیشینه | کمینه | انحراف معیار | کشیدگی | چولگی | میانگین | میانگین | علامت اختصاری | متغیرها |
| ۱ | ۰ | ۰,۳۹۰ | ۳,۵۶ | ۱,۶۰ | ۰ | ۰,۱۸ | Stable Dividend Policy | سیاست پایدار سود تقسیمی |
| ۳,۹۴ | ۰ | ۰,۳۸ | ۸,۵۴ | ۱,۰۳ | ۰,۴۷ | ۰,۴۴ | Payout | میزان تقسیم سود |
| ۱ | ۰ | ۰,۵۰ | ۱,۰۰۱ | ۰,۰۴ | ۰ | ۰,۴۸ | CEO Turnover | چرخش مدیرعامل |
| ۰ | ۰,۹۸ | ۳۳,۳۲ | ۱,۸۲ | -۰,۵۶ | ۰,۶۰ | ۰,۵۲ | GOV | مالکیت دولتی |
| ۰ | ۰,۹۸ | ۰,۳۲ | ۱,۹۶ | -۰,۶۶ | ۰,۶۸ | ۰,۵۶ | Instown | مالکیت نهادی |
| ۱۰,۰۴ | ۲۰,۴۶ | ۱,۵۸ | ۴,۳۵ | ۰,۵۴ | ۱۴,۱۱ | ۱۴,۲۳ | SIZE | اندازه شرکت |
| -۱۱۲۰ | ۳۳۶۵,۷ | ۲۵۴,۷ | ۸۰,۰۳ | ۷,۵۹ | ۷,۸۱ | ۵۰,۱۸ | PER | نسبت قیمت به سود هر سهم |
| ۱۰,۰۴ | -۱۷,۳۵ | ۰,۸۲ | ۲۰۹,۲ | -۶,۳۱ | ۰,۲۷ | ۰,۲۶ | ROE | بازده حقوق صاحبان سهام |
| ۰,۰۵ | ۳,۹۷ | ۰,۳۰ | ۳۳,۱۳ | ۳,۷۳ | ۰,۵۹ | ۰,۶۱ | LEV | اهرم مالی |
| -۰,۹۰ | ۹,۱۱ | ۰,۶۵ | ۴۹,۹ | ۵,۰۳ | ۰,۲۴ | ۰,۳۵ | SALES GROWTH | رشد فروش |
| -۰,۵۰ | ۰,۵۴ | ۰,۱۰ | ۵,۷۵ | ۰,۲۱ | ۰,۰۳۳ | ۰,۰۳۶ | FCF | جریان نقدی آزاد شرکت |

آزمون فرضیه اول تحقیق

از آنجایی که در این فرضیه با متغیر وابسته‌ی کیفی سروکار داریم، از تحلیل رگرسیونی لجیت یا پروبیت استفاده می‌کنیم. همچنین در این پژوهش از آماره نسبت درست نمایی^۱ و ضریب تشخیص مک فادن^۲ به ترتیب برای بررسی اعتبار کل رگرسیون و قدرت توجیه رگرسیون استفاده می‌شود. در واقع این دو آماره همانند آماره F و R² در رگرسیون خطی عمل می‌کنند.

¹ Log likelihood Ratio Statistic (LR)

² Mac Fadden R-Square

جدول (۲): نتایج برآورد فرضیه اول تحقیق

| متغیر | مقدار ضرایب | Z آماره | مقدار احتمال |
|----------------------------|-------------|---------|-------------------------------------|
| CEO Turnover | -۰,۲۵ | -۲,۶۵ | ۰,۰۰۷ |
| SIZE | -۰,۱۷ | -۵,۴۶ | ۰,۰۰۰ |
| PER | ۰,۰۰۰۲ | ۱,۹۱ | ۰,۰۵۵ |
| ROE | -۰,۲۵ | -۴,۳۶ | ۰,۰۰۰ |
| LEV | ۳,۱۲ | ۱۲,۰۴ | ۰,۰۰۰ |
| SALES GROWTH | ۰,۰۵ | ۰,۷۹ | ۰,۴۲۵ |
| FCF | -۰,۳۲ | -۰,۷۴ | ۰,۴۵۶ |
| عرض از مبدأ (C) | -۰,۲۸ | -۰,۶۳ | ۰,۵۲۴ |
| آماره درست نمایی | | ۳۰۴,۷۳ | مقدار احتمال آماره درست نمایی |
| مک فادان (R ²) | | ۰,۲۵ | |

در جدول بالا مدل با رگرسیون لاجیت برآورد شده است که آماره‌ی نسبت درست‌نمایی برابر ۳۰۴,۷۳ و در سطح معنی‌داری ۰/۰۰۰ به دست آمد. همچنین ضریب مک فادان برابر با (۰,۲۵) است. از آنجایی که این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی‌داری وجود دارد. همچنین سطح معنی‌داری آماره Z مربوط به متغیر "چرخش مدیرعامل" کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۷) و ضریب آن منفی (۰/۲۵) و مقدار آماره Z برای آن (-۲/۶۵) است. بنابراین فرضیه H_0 رد شده و در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت چرخش مدیرعامل بر سیاست پایدار سود تقسیمی تأثیر منفی و معنی‌دار دارد.

آزمون فرضیه دوم تحقیق انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

جدول (۳): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن فرضیه دوم

| P-Value | مقدار آماره آزمون | آماره آزمون |
|---------|-------------------|--------------|
| ۰/۰۰۰ | ۶,۵۱ | آزمون F لیمر |
| ۰/۰۴۸ | ۱۴,۱۵ | آزمون هاسمن |

با توجه به جدول ۳ مقدار احتمال آماره F و آماره کای-دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول (۴): نتایج برآورد فرضیه دوم تحقیق

| مقدار احتمال | t مقدار | مقدار ضرایب | متغیر |
|--------------|-------------------|-------------|------------------------------|
| ۰,۳۸۱ | -۰,۸۷ | -۰,۰۱ | CEO Turnover |
| ۰,۴۷۴ | -۰,۷۱ | ۰,۰۱ | SIZE |
| ۰,۹۱۱ | -۰,۱۱ | -۴,۰۸ | PER |
| ۰,۸۵۲ | -۰,۱۸ | -۰,۰۰۲ | ROE |
| ۰,۷۸۱ | ۰,۲۷۷ | ۰,۰۱۲ | LEV |
| ۰,۶۱۸ | ۰,۴۹۸ | ۰,۰۰۶ | SALES GROWTH |
| ۰,۲۱۰ | ۱,۲۵ | ۰,۱۱ | FCF |
| ۰,۱۴۷ | ۱,۴۴ | ۰,۳۰۰ | C (مقدار ثابت) |
| ۰/۰۰۰ | F مقدار احتمال | ۶,۴۴ | F مقدار |
| ۱,۵۳ | دوربین واتسون | ۰,۴۵۸۶ | ضریب تعیین (R ²) |
| | | ۰,۳۸۷۴ | ضریب تعیین تعدیل شده |

در بررسی معنی‌دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کلی مدل تأیید می‌شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۴، سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر چرخش مدیرعامل بزرگتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۳۸۱) یعنی بی‌معنی است، ضریب آن (۰/۰۱) منفی می‌باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با -۰/۸۷ می‌باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار نمی‌گیرد؛ بنابراین می‌توان گفت چرخش مدیرعامل بر میزان تقسیم سود اثرگذار نیست.

آزمون فرضیه سوم تحقیق

جدول (۵): نتایج برآورد فرضیه سوم تحقیق

| مقدار احتمال | Z آماره | مقدار ضرایب | متغیر |
|--------------|-------------------------------|-------------|----------------------------|
| ۰,۰۰۱ | -۳,۱۵ | -۰,۶۸ | CEO Turnover |
| ۰,۲۹۴ | ۱,۰۴ | ۰,۰۰۲ | GOV |
| ۰,۰۶۹ | ۱,۸۱ | ۰,۰۰۶ | CEO_TURNOVER*GOV |
| ۰,۰۰۶ | -۲,۷۳ | -۰,۰۰۶ | INSTOWN |
| ۰,۷۰۴ | ۰,۳۷۹ | ۰,۰۰۱ | CEO_TURNOVER*INSTOWN |
| ۰,۰۰۰ | -۵,۰۲ | -۰,۱۶ | SIZE |
| ۰,۰۷۳ | ۱,۷۹ | ۰,۰۰۰۲ | PER |
| ۰,۰۰۰ | -۴,۲۸ | -۰,۲۵ | ROE |
| ۰,۰۰۰ | ۱۲,۰۲ | ۳,۱۶ | LEV |
| ۰,۵۴۴ | ۰,۶۰ | ۰,۰۴ | SALES GROWTH |
| ۰,۵۹۴ | -۰,۵۳۱ | -۰,۲۵ | FCF |
| ۰,۵۹۴ | -۰,۵۳ | -۰,۲۵ | عرض از مبدأ (C) |
| ۰,۰۰۰ | مقدار احتمال آماره درست‌نمایی | ۳۲۲,۷۶ | آماره درست‌نمایی |
| ۰,۲۶۷ | | | مک فادان (R ²) |

در جدول بالا مدل با رگرسیون لاجیت برآورد شده است که آماره‌ی نسبت درست‌نمایی برابر ۳۲۲,۷۶ و در سطح معنی‌داری ۰/۰۰۰ به دست آمد. همچنین ضریب مک فادن برابر با (۰,۲۶۷) است. از آنجایی که این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی‌داری وجود دارد. همچنین سطح معنی‌داری آماره Z مربوط به متغیر "مالکیت دولتی" بزرگتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۲۹۴) و ضریب آن مثبت (۰/۰۰۲) است؛ سطح معنی‌داری آماره Z مربوط به متغیر "CEO_TURNOVER*GOV" بزرگتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۶۹) و ضریب آن مثبت (۰/۰۰۶) است. همچنین سطح معنی‌داری آماره Z مربوط به متغیر "مالکیت نهادی" کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۶) و ضریب آن منفی (۰/۰۰۶-) است. سطح معنی‌داری آماره Z مربوط به متغیر "CEO_TURNOVER*INSTOWN" بزرگتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۷۰۴) و ضریب آن مثبت (۰/۰۰۱) است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت مالکیت نهادی تأثیر منفی بر سیاست پایدار سود تقسیمی دارد؛ اما تأثیر مالکیت دولتی و همچنین نقش تعدیلگر مالکیت دولتی و نهادی بر رابطه چرخش مدیرعامل و سیاست پایدار سود تقسیمی معنی دار نیست.

آزمون فرضیه چهارم تحقیق انتخاب مدل

جدول (۶): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن فرضیه دوم

| P-Value | مقدار آماره آزمون | آماره آزمون |
|---------|-------------------|--------------|
| ۰/۰۰۰ | ۶,۴۳ | آزمون F لیمر |
| ۰/۰۰۴ | ۲۶,۷۸ | آزمون هاسمن |

با توجه به جدول ۶ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول (۷): نتایج برآورد فرضیه چهارم تحقیق

| متغیر | مقدار ضرایب | t مقدار | مقدار احتمال |
|----------------------|-------------|---------|----------------|
| CEO Turnover | -۰,۰۱۸ | -۰,۴۳ | ۰,۶۶۵ |
| GOV | ۰,۰۰۱ | ۲,۰۲ | ۰,۰۴۳ |
| CEO_TURNOVER*GOV | ۰,۰۰۰۱ | ۰,۲۶ | ۰,۷۸۹ |
| INSTOWN | -۰,۰۰۲ | -۳,۷۱ | ۰,۰۰۰ |
| CEO_TURNOVER*INSTOWN | -۰,۰۰۰۱ | -۰,۱۸ | ۰,۸۵۵ |
| SIZE | ۰,۰۱۰ | ۰,۷۷۳ | ۰,۴۳۹ |
| PER | -۸,۶۸ | -۰,۲۳ | ۰,۸۱۲ |
| ROE | -۰,۰۰۲ | -۰,۰۲۱ | ۰,۹۸۲ |
| LEV | ۰,۰۱۰ | ۰,۲۳۹ | ۰,۸۱۰ |
| SALES GROWTH | ۰,۰۰۷ | ۰,۵۶۸ | ۰,۵۷۰ |
| FCF | ۰,۱۱۶ | ۱,۳۱ | ۰,۱۸۷ |
| C (مقدار ثابت) | ۰,۳۵۰ | ۱,۶۵ | ۰,۰۹۹ |
| F مقدار | | ۶,۵۱ | F مقدار احتمال |
| | | | ۰/۰۰۰ |

| | | | |
|------|---------------|--------|----------------------|
| ۱,۵۴ | دوربین واتسون | ۰,۴۶۹۲ | ضریب تعیین (R^2) |
| | | ۰,۳۹۷۲ | ضریب تعیین تعدیل شده |

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود؛ سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر "مالکیت دولتی" کوچک تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۴۳) و ضریب آن مثبت (۰/۰۰۱) است؛ سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر "CEO_TURNOVER*GOV" بزرگتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۷۸۹) است. همچنین سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر "مالکیت نهادی" کوچک تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰) و ضریب آن منفی (۰/۰۰۶-) است. سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر "CEO_TURNOVER* INSTOWN" بزرگتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۸۵۵) و ضریب آن منفی (۰/۰۰۰۱-) است. بنابراین می توان نتیجه گرفت مالکیت دولتی تأثیر مثبت و مالکیت نهادی تأثیر منفی بر سیاست پایدار سود تقسیمی دارد؛ اما نقش تعدیلگر مالکیت دولتی و نهادی بر رابطه چرخش مدیرعامل و تقسیم سود معنی دار نیست.

نتیجه گیری و پیشنهادات

در این تحقیق بر اساس اطلاعات ۱۴۰ شرکت بازار سرمایه تهران به بررسی تأثیر چرخش مدیرعامل بر سیاست پایدار سود تقسیمی و میزان تقسیم سود با توجه به ساختار مالکیت پرداخته شد. نتایج فرضیات اول و دوم نشان داد چرخش مدیرعامل بر سیاست پایدار سود تقسیمی تأثیر منفی و معنی دار دارد؛ اما چرخش مدیرعامل بر میزان تقسیم سود اثرگذار نیست؛ بر اساس این نتایج می توان گفت این نتیجه مطابق با این نگرش است که توانایی و انگیزه رفتار منفعت طلبانه برای مدیرانی که امکان دارد برکنار شوند و نگران تأثیر سال آخر گزارش سود در تسویه حساب نهایی خود هستند، به احتمال زیاد شدیدتر است. در این حالت مدیران عامل در این وضعیت ممکن است با کاهش سطح سرمایه گذاری، مانند موارد تحقیق و توسعه، به مدیریت سود اقدام کند که بر میزان و پایداری سود تقسیمی اثرگذار است. این دیدگاه مطابق با یافته های سانتوس (۲۰۲۰) می باشد.

دیگر یافته ها نشان داد مالکیت نهادی تأثیر منفی بر سیاست پایدار سود تقسیمی دارد؛ اما تأثیر مالکیت دولتی و همچنین نقش تعدیلگر مالکیت دولتی و نهادی بر رابطه چرخش مدیرعامل و سیاست پایدار سود تقسیمی معنی دار نیست. مالکیت دولتی تأثیر مثبت و مالکیت نهادی تأثیر منفی بر سیاست پایدار سود تقسیمی دارد؛ اما نقش تعدیلگر مالکیت دولتی و نهادی بر رابطه چرخش مدیرعامل و تقسیم سود معنی دار نیست.

در مورد تأثیر منفی مالکیت نهادی می توان گفت اگر سرمایه گذاران نهادی بزرگ به عنوان نمایندگان نظارتی عمل کنند و سود تقسیمی به منظور کاهش هزینه های نمایندگی پرداخت شود؛ بر اساس نظریه نمایندگی باید رابطه جایگزینی بین سیاست تقسیم سود و مالکیت نهادی وجود داشته باشد. این رابطه، وجود ارتباط منفی بین درصد سهام تملک مالکان نهادی و سیاست تقسیم سود را ایجاد می کند. این نتایج مطابق با نتایج پربیا و همکاران (۲۰۲۱) و در تضاد با نتایج نوید (۲۰۲۱) است.

با توجه به این یافته ها پیشنهاد می شود، سهامدارانی که در تصمیمات خود، دریافت سود تقسیمی را مدنظر قرار می دهند چرخش مدیرعامل و مدت زمان ابقای آن را مدنظر داشته باشند، چراکه می تواند هم پایداری و هم میزان سود تقسیمی را کاهش داد. همچنین پیشنهاد می شود که سهامداران ساختار مالکیت شرکت و به ویژه حضور مالکان نهادی را در شرکت ها مورد توجه قرار دهند چراکه حضور بالای آنها می تواند منجر به کاهش سیاست های تقسیم سود شود، اما حضور مالکان دولتی در شرکت می تواند نشان دهنده سیاست های تقسیم سود پایدارتر باشد. در انتها همچنین پیشنهاد می شود که محققان

آتی به بررسی تأثیر دیگر انواع مالکیت مانند مالکیت مدیریتی و خانوادگی بر رابطه چرخش مدیرعامل با سیاست‌های تقسیم سود پردازند.

منابع

- ✓ اخگر، محمد، زاهد دوست، حمزه، (۱۳۹۹)، هزینه سرمایه، گردش مدیرعامل و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مطالعات تجربی حسابداری، سال ۱۷، شماره ۶۷، صص ۱۲۵-۱۵۲.
- ✓ افسری، نیما، ترابی، تقی، نیکومرام، هاشم، دارابی، رؤیا، (۱۴۰۰)، تبیین تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۱۰، شماره ۳۷، صص ۶۹-۸۲.
- ✓ بیابانی، شاعر، رضی کاظمی، ستاره، (۱۳۹۲)، ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ۶، شماره ۲۰، صص ۱۵-۲۸.
- ✓ تقی زاده خانقاه، وحید، بادآور نهندی، یونس، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین مالکیت مدیریتی، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادلات هم‌زمان، حسابداری سلامت، دوره ۴، شماره ۱۲، صص ۶۰-۸۶.
- ✓ حسینی، مریم، گرجی زاده، داود، خان محمدی، محمد حامد، (۱۳۹۹)، ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۴۰، صص ۱۰۰-۱۱۵.
- ✓ خوشکار، فرزین، نیکجو، محسن، عابدینی، پریسا، (۱۴۰۰)، سرمایه‌گذاران نهادی، سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت، فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۹، صص ۴۰۲-۴۱۸.
- ✓ رضایی، فرزین، ترکان زاده، عیدان، نصیری، ناصر، (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، بورس اوراق بهادار، دوره ۴، شماره ۱۱، صص ۷۹-۹۹.
- ✓ ستایش، محمدحسین، کاظم نژاد، مصطفی، (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیات مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، صص ۲۹-۵۱.
- ✓ صالحی کردآبادی، سجاد، زاد دوستی، فرزانه، (۱۳۹۹)، رابطه حاکمیت شرکتی، مدیریت سود و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، شماره ۲۶، صص ۹۲-۱۰۹.
- ✓ کیقبادی، امیررضا، دامن کشیده، مرجان، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر تمرکز مالکیت و سیاست تقسیم سود بر عملکرد مالی و ساختار سرمایه بانک‌ها، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۱۰، شماره ۴۰، صص ۲۸۳-۳۰۳.
- ✓ Bichara, L. (2008). Institutional Ownership and Dividend Policy: A Framework based on tax clientele, information signals and Agency costs. Ph. D Dissertation. University of North Texas.
- ✓ Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463
- ✓ Hazarika, S., Karpoff, J. M., & Nahata, R. (2012). Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 44-69.
- ✓ Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411
- ✓ Moloi, T.; Nharo, T. & Hlobo, M. (2021). The relationship between the characteristics of the board of directors and the dividend payment policies: case of the 40 companies listed on the JSE. *Journal of Academic Finance* 12(1), pp. 30-52. <https://doi.org/10.5281/zenodo.4994763>

- ✓ Hanady, B. (2021). The impact of ownership structure on dividend policy of listed firms in Jordan. *Cogent Business & Management*, 8(1), pp. 1-18.
- ✓ Kien, D. & Chen, Y.-P. (2020). Ownership Structure Impact on Dividend Policy of Listed Companies on Vietnamese Securities Market *Journal of Mathematical Finance* 10(2), pp. 223-241.
- ✓ Naveed, F (2021) Institutional shareholding and the dividend payout policy of Islamic mutual funds: Evidence from international Islamic funds industry, *Borsa Istanbul Review* Volume 21, Issue 2, June 2021, Pages 125-132
- ✓ Omneya Abdelsalam, Ahmad El-Masry, sabri Elsegini (2008). “Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policise in an Emerging Market, Futher Evidence From CASE 50, *Managiara Finance*, Vol. 34 No. 12, pp. 953-964
- ✓ Peerbhai, Faezah., Bongumusa Gumede, Nompilo Shabangu (2021) The Impact of Ownership Structure on Firms’ Dividend Policy: Evidence from JSE Listed Firms, *ACTA UNIVERSITATIS DANUBIUS*, Vol. 17, No.5, 2021
- ✓ Sinnadurai, Philip ., Ravichandran Subramaniam and Susela Devi (2021) The Influence of Government Shareholding on Dividend Policy in Malaysia, *Int. J. Financial Stud.* 2021, 9, 49. <https://doi.org/10.3390/ijfs903004>.
- ✓ SANTOS, PEDRO JOSÉ INÁCIO DA COSTA (2020) DOES CEO TURNOVER INFLUENCE DIVIDEND POLICY? MASTER’S FINAL WORK DISSERTATION,
- ✓ Stouraitis, A, and Wu, L. (2004). The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem. Working paper. [Online]. www.ssrn.com.