

## نقش ساختار مالکیت بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت

دکتر علی جعفری

استادیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران. (نویسنده مسئول).

Jafari.ali.iau@gmail.com

میلااد ابریشمی مهربانی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

milad.abrishi@yahoo.com

محمد برقی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

Mbarghy@yahoo.com

### چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی نقش تعدیل‌گری ساختار مالکیت بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از نظر روش گردآوری داده‌ها، توصیفی-همبستگی و از لحاظ ماهیت داده‌ها، پژوهش کمی و از نظر زمان، پژوهش گذشته‌نگر می‌باشد. جامعه پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ می‌باشد که تعداد ۱۴۰ شرکت به روش غربال‌گری به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است. این پژوهش بر اساس منطق استدلال قیاسی-استقرایی انجام شده و برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های پانلی استفاده شده است. داده‌های لازم با استفاده از نرم‌افزار آورد نوین گردآوری و از طریق نرم‌افزار اکسل مرتب‌سازی گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نسخه دوازدهم نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد. همچنین، ساختار مالکیت بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام تاثیر معنی‌دار و مثبتی دارد.

**واژگان کلیدی:** ساختار مالکیت، عملکرد هیئت مدیره، پرداخت سود سهام شرکت.

### مقدمه

تصمیمات پرداخت سود سهام که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود بسیار حساس و دارای اهمیت است و مدیر باید تصمیم بگیرد که چه میزان از سود شرکت، تقسیم و چه میزان در قالب سود انباشته مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. هیچ نظریه فراگیر و جامعی درباره نحوه پرداخت سود سهام وجود ندارد و آنچه در مورد تمایل به پرداخت و نحوه تقسیم سود سهام نقدی بیان می‌شود از طریق نظراتی که پژوهشگران و مدیران شرکت‌ها ارائه می‌دهند، ایجاد شده است (دراپور و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). اثربخشی هیئت مدیره یک شرکت، همراه با نظارت خارجی برای کنترل شرکت، تمرکز مالکیت و نظارت توسط سرمایه‌گذاران نهادی، ابزار اصلی برای محافظت از سهامداران اقلیت<sup>۲</sup> شرکت‌های سهامی عام است. چانگ

<sup>1</sup> Driver et al

<sup>2</sup> Minority shareholders

و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) بیان می‌کنند زمانی که نظارت خارجی ضعیف است، رابطه مثبتی بین مالکیت نهادی و پرداخت سود سهام وجود دارد. جاکوب و پی‌جی<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) استدلال می‌کنند که مالکیت نهادی و سود سهام می‌توانند به عنوان ابزارهای علامت‌دهی جایگزین حکمرانی خوب در شرکت‌های سهامی عمل نمایند. هیئت مدیره<sup>۳</sup> شرکت، نمایندگانی هستند که قرار است نماینده همه سهامداران باشند. پژوهش‌ها نشان می‌دهد که تصمیمات هیئت مدیره بر عملکرد شرکت تاثیر می‌گذارد و این به نوبه خود بر سیاست‌های پرداخت سود سهام شرکت‌های سهامی تاثیر می‌گذارد (مایکلی و رابرتز<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲). با این حال، نمی‌توان فرض کرد که مدیرعامل و هیئت مدیره یک شرکت‌های سهامی همیشه به دنبال به حداکثر رساندن عملکرد و ارزش سهامداران هستند، به ویژه زمانی که مدیران داخلی بر هیئت مدیره تسلط دارند. هان و لاسفر<sup>۵</sup> (۲۰۱۱) و هیلمن و دالزیل<sup>۶</sup> (۲۰۰۳) معتقدند که اثربخشی مدیران با توانایی آنها در نظارت و توصیه به مدیریت برای تخصیص مؤثر سرمایه مرتبط است. ساختار مالکیت یکی از مباحث مطرح در حوزه حاکمیت شرکتی است که بر جنبه‌های مختلف شرکت تاثیرگذار است. منظور از ساختار مالکیت، مشخص کردن بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت است. ساختار مالکیت از طریق نحوه حکمرانی و اتخاذ سیاست‌های کارآمد بر عملکرد شرکت‌ها از جمله سیاست پرداخت سود سهام تاثیر دارد. پرداخت سود سهام می‌تواند جایگزینی برای مسائل حاکمیت شرکتی در یک شرکت تلقی شود. در این شرایط ساختار مالکیت متناظر با توزیع حقوق مالی میان سهامداران می‌باشد (رضایی و همکاران، ۱۳۹۰). در بحث ساختار مالکیت، موضوعی که جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی به عنوان مالکین شرکت‌ها و تاثیر آن است که حضور فعال این گروه بر نحوه حکمرانی سازمان‌ها و همچنین عملکرد آنها می‌تواند داشته باشد (خزایی و همکاران، ۱۴۰۰). با توجه به مطالب بالا و اهمیت موضوع و وجود شکاف تحقیقاتی در این زمینه، انجام این پژوهش ضروری بوده است. بنابراین، سؤال‌های اصلی پژوهش حاضر این است که چه رابطه‌ای بین عملکرد هیئت مدیره<sup>۷</sup> و پرداخت سود سهام در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟ ساختار مالکیت شرکت بر این رابطه چگونه تاثیر می‌گذارد؟

## مبانی نظری پژوهش

### عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام

سیاست پرداخت سود سهام، اندازه و الگوی توزیع وجه نقد به سهامداران را در طی زمان مشخص می‌کند (یوسف و اسماعیل<sup>۸</sup>، ۲۰۱۶). سیاست پرداخت سود سهام شرکت یکی از مهمترین مباحث مدیریت مالی و در واقع اساس ارزشیابی شرکت‌ها است. ارزش تمام شرکت‌ها برابر با مجموع ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی آنهاست. سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت و از مهمترین تصمیمات پیش روی مدیران به شمار می‌رود. این تصمیم‌گیری هر ساله باید انجام گیرد و با سایر تصمیمات بلندمدت شرکت مانند تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی ارتباط دارد (کو و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۷).

1 Chang et al

2 Jacob & PJ

3 Board of directors

4 Michaely and Roberts

5 Hahn and Lasfer

6 Hillman and Dalziel

7 Board performance

8 Yusof & Ismail

9 Koo et al

از جمله مکانیسم‌های راهبری شرکتی که باعث استقرار یک کنترل مؤثر بر رابطه نمایندگی و تضاد منافع ناشی از آن می‌گردند، هیئت مدیره و ترکیب آن است (فرث و روی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). هیئت مدیره به عنوان یکی از ارکان مهم تصمیم‌گیرنده، نقش به‌سزایی در موفقیت و شکست یک شرکت دارند، اثربخشی هیئت مدیره و اهمیت آن در پیاده‌سازی موفق حاکمیت شرکتی بر هیچ کس پوشیده نیست. از سوی دیگر، مدیریت شرکت مسئول فراهم نمودن اطلاعات مالی درباره واحد گزارشگر است که برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران، وام‌دهندگان و سایر اعتباردهندگان بالفعل و بالقوه درباره‌ی تامین منابع برای واحد تجاری سودمند می‌باشد (جعفری و همکاران، ۱۳۹۹). نتایج پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که هیئت مدیره در ارتقای عملکرد و ارزش شرکت نقش بااهمیتی ایفا می‌کند. این نقش از تئوری نمایندگی نشأت می‌گیرد. در ابتدا، اسمیت و واتس<sup>۲</sup> (۱۹۹۲) استدلال کردند که پس از کنترل اثرات فرصت‌های رشد و اندازه شرکت، سود سهام پایین‌تر به دلیل ارتباط بین سیاست‌های تأمین مالی و تقسیم سود، با سطوح بالاتری از پاداش مدیران مرتبط است. مطالعه وایت<sup>۳</sup> (۱۹۹۶) نشان می‌دهد که پاداش مدیریت به طور مثبت با پرداخت سود سهام بیشتر و تغییرات سالانه بیشتر در سود سهام، به ویژه در ایالات متحده برای صنعت نفت و گاز، صنایع دفاع/هوافضا و صنایع غذایی مرتبط است (سابرامانیام و ساکتی<sup>۴</sup>، ۲۰۲۲).

اندازه، ترکیب و تعداد اعضای مستقل هیئت مدیره جزء ویژگی‌هایی بوده است که در مطالعات متعدد، به عنوان عوامل ارزیابی شرکت و عملکرد، مورد استفاده و آزمون قرار گرفته است (عرب مازار یزدی و طاهرخانی، ۱۳۹۰). اگر اعضای غیرموظف، نقش نظارتی اثربخشی داشته باشند، استقلال هیئت مدیره و سیاست تقسیم سود در نظارت بر مشکلات نمایندگی به عنوان ابزارهای جایگزین عمل می‌کنند. در مقابل، اگر نظارت اعضای غیرموظف ناکافی باشد، امکان دارد به منظور بهبود نظارت مدیریتی، سود بیشتری تقسیم شود. در شرکت‌هایی که رئیس هیئت مدیره مستقل و غیرموظف باشد، عملکرد بهتری نسبت به شرکت‌های تحت نفوذ مدیرعامل دارند (پور حیدری و فروغی، ۱۳۹۸). پوچتامارتینکس و بل‌اُمس<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) استدلال می‌کنند که تنوع جنسیتی بر فعالیت‌های هیئت مدیره و پرداخت سود سهام تأثیر می‌گذارد. با این حال، ون‌دروالت و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۶) پشتیبانی محدودی از پیکربندی هیئت مدیره بر اساس جنسیت مؤثر بر کیفیت حاکمیت شرکتی پیدا کردند. مطالعات کمی تنوع هیئت مدیره شرکت‌ها در شرکت‌های سهامی عام و تأثیر آن بر اثربخشی هیئت مدیره و توزیع سود سهام را بررسی کرده‌اند (سابرامانیام و ساکتی، ۲۰۲۲).

### ساختار مالکیت، عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت

یکی از اصلی‌ترین سازوکارهای راهبری شرکتی، ساختار مالکیت<sup>۷</sup> است. رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در چند دهه گذشته جزء موارد قابل توجه در زمینه راهبری شرکتی بوده است (عبداللهی و حمیدی، ۱۳۹۸). ساختار مالکیت در اصطلاحات حقوقی به نحوه تقسیم و توزیع مالکیت یا حقوق مالکیت بین اشخاص مرتبط می‌پردازد. ساختار مالکیت شامل مجموعه قوانین و قواعدی است که تعیین می‌کند چگونه اموال و دارایی‌ها به افراد یا نهادهای مختلف تعلق می‌گیرد. نقطه شروع بحث ساختار مالکیت از تئوری نمایندگی و مسائل مسائل نمایندگی نیز از مجزاسازی مالکیت از کنترل نشأت گرفته است، به طوری که قرن بیستم را سرآغاز این حوزه از مطالعات شناخته‌اند. ساختار مالکیت پیامدها و

<sup>1</sup> Firth and Rui

<sup>2</sup> Smith and Watts

<sup>3</sup> White

<sup>4</sup> Subramaniam & Sakthi

<sup>5</sup> Pucheta-Martínez and Bel-Oms

<sup>6</sup> Van der Walt et al

<sup>7</sup> Ownership structure

نتایج مهمی برای حاکمیت و عملکرد شرکت‌ها دارد. در کشور ما نیز پس از اجرای سیاست خصوصی‌سازی و تغییر مالکیت شرکت‌ها، مباحث مربوط به ساختار مالکیت بیش از پیش مورد توجه قرار گرفت (کوهی و همکاران، ۱۴۰۲). طبق آیین‌نامه اصول حاکمیت شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار ایران که در متن اطلاعیه نهایی آن در اسفند ماه سال ۱۳۸۴ پذیرفته شد، بر اساس میزان کنترل سهامداران بر اعضای هیئت مدیره، سهامداران به دو گروه سهامداران عمده و سهامداران جزء تقسیم می‌شوند. سهامدار عمده، سهامداری است که بتواند یک عضو یا بیشتر از اعضای هیئت مدیره را به طور مستقل منصوب کند و دارای بیشترین کنترل بر هیئت مدیره است. سهامدار جزء، سهامداری است که به طور مستقل نمی‌تواند یک عضو هیئت مدیره را منصوب نمایند و دارای کمترین قدرت نفوذ و کنترل بر شرکت و هیئت مدیره است. پژوهش‌های قبلی نشان داده‌اند که داشتن ساختار مالکیت مناسب با توجه به شرایط محیطی کشورهای مختلف، فرق می‌کند و الگوی یکسانی در کلیه کشورها حاکم نیست. ساختار مالکیت شرکت‌ها از جنبه‌های مختلفی نظیر مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و مالکیت شرکتی می‌تواند مورد بررسی قرار بگیرد.

مالکیت نهادی<sup>۱</sup> یکی از سازوکارهای مؤثر حاکمیت شرکتی‌اند و این گروه با توجه به مالکیت بخش عمده‌ای از سهام می‌توانند بر رویه‌های حسابداری و گزارشگری مالی شرکت‌ها تاثیر بگذارند (جعفری و همکاران، ۱۳۹۹). بوشی<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی را به صورت سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادها و مؤسسه‌هایی از این قبیل تعریف می‌کند. تئوری نمایندگی پیشنهاد می‌کند که مالکیت مدیریتی<sup>۳</sup> می‌تواند به عنوان مکانیزمی برای افزایش همسویی منافع مدیران با منافع سهامداران استفاده شود. مالکیت مدیریتی می‌تواند انگیزه‌هایی ایجاد کند که به حل تعارضات نمایندگی کمک می‌کند و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. هزینه‌های نمایندگی با افزایش مالکیت مدیران در شرکت کاهش می‌یابد. سرمایه‌گذاران خارج از سازمان درک می‌کنند که مدیران با سهام بزرگ به روش‌هایی عمل می‌کنند که ارزش شرکت و عملکرد آن را به حداکثر می‌رساند (شان و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). مالکان شرکتی<sup>۵</sup>، اشخاص حقوقی غیردولتی هستند که به صورت بالقوه منبع اثرگذار برون‌سازمانی بر استراتژی و عملکرد بنگاه به شمار می‌آیند. آنها مالکیت را سازوکاری برای نهادینه کردن قدرت در سازمان می‌دانند و لذا نوع مالکیت یک سازمان می‌باید بر استراتژی و عملکرد آن مؤثر واقع شود و با ورود سرمایه‌گذاران شرکتی، تفکر غالب بر عملکرد شرکت، کسب سود و عملکرد بهتر می‌باشد (برزگر و همکاران، ۱۳۹۸).

مایکلی و رابرتز (۲۰۱۲) مستند نمودند که ساختار مالکیت و مشوق‌های مدیریتی نقش حیاتی در شکل‌دهی سیاست‌های پرداخت سود سهام ایفا می‌کنند، به طوری که شرکت‌های سهامی عام که سود سهام نسبتاً بالایی می‌پردازند نسبت به تغییرات در فرصت‌های سرمایه‌گذاری حساس هستند. در کشور اندونزی، ستیاوان و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۶) دریافتند که کنترل دولت بر شرکت‌ها به طور مثبت با سطوح بالای پرداخت سود سهام مرتبط است. بر عکس در کشور ترکیه، النجار و کیلینکارسلان<sup>۷</sup> (۲۰۱۶) دریافتند که مالکیت شرکتی با احتمال کمتری برای پرداخت سود سهام مرتبط می‌باشد. ساختار ساختار مالکیت از طریق نحوه حکمرانی و اتخاذ سیاست‌های کارآمد بر عملکرد شرکت‌ها از جمله سیاست پرداخت سود سهام تاثیر دارد. پرداخت سود سهام می‌تواند جایگزینی برای مسائل حاکمیت شرکتی در یک شرکت تلقی شود. در این شرایط، ساختار مالکیت متناظر با توزیع حقوق مالی میان سهامداران می‌باشد (کوکوی و گویزیانی<sup>۸</sup>، ۲۰۰۹). به اعتقاد

<sup>1</sup> Institutional Ownership

<sup>2</sup> Bushee

<sup>3</sup> Managerial ownership

<sup>4</sup> Shan et al

<sup>5</sup> Corporate owners

<sup>6</sup> Setiawan et al

<sup>7</sup> Al-Najjar and Kilincarslan

<sup>8</sup> Kouki and Guizani

گونزالس و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) کنترل مالکیت برای تصمیمات پرداخت سود سهام مهم است و آنها وجود یک رابطه به شکل U بین تمرکز مالکیت و پرداخت سود سهام را نشان دادند، به طوری که وقتی تمرکز مالکیت پایین باشد، تاثیر منفی بر پرداخت سود سهام دارد و وقتی که تمرکز مالکیت بالا باشد، تاثیر مثبت بر پرداخت سود سهام دارد.

### پیشینه پژوهش

ابوعفیفه و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۴) در پژوهشی با عنوان «رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره، مدیریت سود و پرداخت سود سهام: شواهدی از یک بازار در حال ظهور»، شواهد تجربی جدید از بازار اردن ارائه کردند. جامعه مورد مطالعه شامل کلیه شرکت‌های خدماتی بود که بین سال‌های ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۹ در بورس اوراق بهادار امان (ASE) پذیرفته شده بودند. یافته‌های پژوهش نشان داد اندازه و استقلال هیئت مدیره تاثیر منفی و معناداری بر مدیریت سود داشته، اما دوگانگی مدیر عامل/رئیس تاثیر مثبت و معناداری بر مدیریت سود داشته است. به طور همزمان، حضور زنان در هیئت مدیره و تعداد جلسات هیئت مدیره تاثیر مثبت و معنی‌داری بر مدیریت سود داشته است. همچنین، یافته‌ها نشان داد که چهار ویژگی هیئت مدیره، شامل اندازه هیئت مدیره، نمایندگی زنان در هیئت مدیره، دوگانگی مدیرعامل/رئیس و تعداد جلسات هیئت مدیره، تاثیر منفی یا مثبت معنی‌داری بر پرداخت سود سهام داشتند، در حالی که استقلال هیئت مدیره این گونه نبود. یافته‌های اضافی نشان داد که شیوه‌های مدیریت سود تاثیر مستقیم منفی و ناچیز بر پرداخت سود سهام داشته، در حالی که شیوه‌های مدیریت سود تا حدی اثر میانجی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و پرداخت سود سهام داشته است.

مای و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۳) در پژوهش خود رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و تصمیمات پرداخت سود بانک‌های متعارف و اسلامی را بررسی نمودند. آنها در مطالعه خود از داده‌های پانل نامتعادل بانک‌های متعارف و اسلامی اندونزی در دوره ۲۰۰۸ الی ۲۰۲۱ استفاده کردند که با بکارگیری مدل‌های توبیت و لاجیت تخمین زده شد. نتایج پژوهش نشان داد که در زمینه بانک‌های مرسوم، جلسات هیئت مدیره و دوره تصدی رئیس هیئت مدیره با تصمیم‌های پرداخت سود سهام بیشتر همبستگی داشته، در حالی که تنوع جنسیتی هیئت مدیره نشان‌دهنده تصمیمات پرداخت سود سهام کمتر بوده است.

سابرامانیا و ساکتی<sup>۴</sup> (۲۰۲۲)، در پژوهشی به بررسی عملکرد هیئت مدیره و ارتباط آن با پرداخت سود سهام، شواهدی از مالزی با استفاده از نمونه‌ای شامل ۳۰۰ شرکت از بزرگ‌ترین شرکت‌های سهامی عام مالزی، طی سال‌های ۲۰۰۸ الی ۲۰۱۴ پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بهره‌وری بالاتر هیئت مدیره از نظر بازده سرمایه به کار گرفته شده با پرداخت سود بیشتر مرتبط بوده است. علاوه بر این، مطالعه آنها نشان داد که معیار عملکرد هیئت مدیره با نژاد، قومیت و جنسیت هیئت مدیره و دوگانگی مدیرعامل در تعامل بوده تا بر تصمیم پرداخت سود سهام شرکت‌های سهامی عام مالزی تاثیرگذار بوده است.

جلال و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۲) در پژوهش خود تاثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار فلسطین را طی دوره زمانی ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۹ با تعداد کل ۳۱۱ مشاهدات سال-شرکت بررسی کردند. یافته‌ها حاکی از آن بود که رابطه مثبت و معناداری بین اندازه هیئت مدیره، مشارکت جنسیتی و سود سهام

<sup>1</sup> Gonzalez et al

<sup>2</sup> Abu Afifa et al

<sup>3</sup> Mai et al

<sup>4</sup> Jalal et al

به ازای هر سهم وجود داشته است. همچنین، بین اندازه شرکت، سودآوری، مؤسسه حسابرسی و سود سهام پرداختی رابطه مثبت و معناداری وجود داشته است. از سوی دیگر، اهرم شرکت تاثیر منفی بر سود سهام پرداختی داشته است. مولچندانی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهش خود تلاش کردند تا تعیین کنند که آیا تنوع جنسیتی در هیئت مدیره شرکت بر نسبت پرداخت سود سهام در مورد شرکت‌های فهرست شده در Nifty 50 در هند تاثیر می‌گذارد یا خیر. آنها از تحلیل رگرسیون چندگانه و مدل لاجیت استفاده نمودند. نتایج نشان داد که رابطه مثبتی بین درصد مدیران زن و نسبت پرداخت سود سهام وجود داشته است. همچنین، تاثیر مثبت تعداد مدیران زن بر سود تقسیمی به کل دارایی‌ها وجود داشته است. این نتایج نشان داد که تنوع جنسیتی در هیئت مدیره به طور مثبت بر نسبت پرداختی شرکت‌ها اثرگذار بوده است. پاهی و یاداو<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود سهام شرکت‌ها پرداختند. مدل‌های مختلف رگرسیون لاجیت و پروبیت برای ۴۸۲ شرکت پذیرفته شده برآورد شده است. یافته‌های مطالعه نشان داد که شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی قوی‌تر هستند، تمایل به پرداخت سود سهام بالاتر دارند که نشان می‌دهد تمایل شرکت به پرداخت سود سهام با بهبود استانداردهای حاکمیت شرکتی افزایش می‌یابد. در میان ساختار هیئت مدیره شاخص‌های مدیریت شرکت، کمیته حسابرسی و هنجارهای افشا رابطه مثبت و معنادار را نشان داده است. رفیع زاده و همکاران (۱۴۰۲) با انجام پژوهشی تحت عنوان «تاثیرات آستانه‌ای میزان مالکیت مدیران بر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار» دریافتند که تاثیر مدیر-مالک بر اهرم مالی حاصل دو مقدار آستانه‌ای مالکیتی و در نتیجه سه رژیم رفتاری متفاوت برای اهرم مالی بوده است. در رژیم‌های رفتاری اول و دوم، مالکیت مدیریتی تاثیرات مثبت و معنی‌داری بر اهرم مالی داشته، هرچند که با افزایش میزان مالکیت ضریب آن کاهش یافته؛ اما به یک‌باره در رژیم رفتاری سوم تاثیر مالکیت مدیریتی منفی شده است. در ارتباط با تاثیر مالکیت مدیریتی بر سود سهام پرداختی نیز یک مقدار آستانه‌ای شناسایی گردیده که در هر دو رژیم تاثیر مالکیت مدیریتی بر سود سهام پرداختی مثبت و معنی‌دار بوده، اما در مقادیر بالای مقدار آستانه‌ای ضریب تاثیر افزایش قابل توجهی نشان داده است.

حیدری و صادقی‌فرد (۱۴۰۱) در پژوهشی تاثیر گروه‌های کسب و کار و ساختار هرمی مالکیت شرکت‌ها بر سود تقسیمی آنها را بررسی نمودند. جامعه آماری پژوهش، بورس اوراق بهادار تهران بود. بر اساس غربالگری صورت گرفته، نمونه آماری شامل ۱۶۷۹ مشاهده از ۴۴۱ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ بود. داده‌های مورد نیاز از سایت سازمان بورس و سامانه کدال استخراج گردید. نتایج پژوهش نشان داد که میزان سود تقسیمی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار در مقایسه با شرکت‌های مستقل بیشتر بوده است. همچنین، در میان شرکت‌های وابسته به گروه‌های کسب و کار، با افزایش حق رأی و کنترل سهامدار نهایی شرکت‌های عضو گروه، سود تقسیمی پرداخت شده توسط آنها افزایش یافته بود. به علاوه، در هر یک از گروه‌های کسب و کار، شرکت‌هایی که در لایه‌های پایین‌تری از هرم تشکیل یافته در گروه‌ها قرار گرفته بودند، سود تقسیمی بیشتری پرداخت کرده‌اند. همچنین، با افزایش تمرکز مالکیت در دست بزرگ‌ترین سهامدار یا سهامداران عمده، سود تقسیمی پرداخت شده توسط شرکت‌ها افزایش یافته است.

افسری و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهش خود به تبیین تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر سیاست تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری تحقیق متشکل از ۱۱۰ شرکت بود. داده‌های پژوهش از طریق صورت‌های مالی و اسناد و مدارک حسابرسی شده سالانه شرکت‌ها و گزارش‌های سالانه بورس در دوره زمانی ۵ ساله ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ از بانک اطلاعاتی تدبیر پرداز و

<sup>1</sup> Mulchandani et al

<sup>2</sup> Pahi and Yadav

نرم افزار ره‌آوردنویین گردآوری شد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون رگرسیون چندمتغیره استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد: ۱- تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیرگذار بوده است. ۲- نسبت مدیران غیرموظف بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیر معنادار نداشته است. ۳- میانگین سهام اعضای هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیرگذار بوده است. ۴- مالکیت دولت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیرگذار بوده است. ۵- میزان سهام بزرگ‌ترین سهامدار شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیرگذار بوده است. ۶- میزان سهام دومین سهامدار بزرگ شرکت بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیر معنادار نداشته است. ۷- میزان سهام شناور شرکت در بازار بر سیاست تقسیم سود در بورس تهران تاثیرگذار بوده است. حاجی و شریفی (۱۳۹۹) در پژوهشی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. جامعه آماری پژوهش ۱۳۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ انتخاب گردید. نتایج پژوهش نشان داد بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود داشته و همبستگی بین آنها مثبت بوده است، به این معنا که به ازای هر واحد افزایش در عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها با افزایشی معادل ۰/۱۳۶ واحد در نسبت پرداخت سود خود روبرو خواهند شد. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که متغیرهای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تمرکز مالکیت بر سیاست تقسیم سود تاثیری معناداری داشته، اما تاثیر متغیرهای نقدینگی، گردش سهام، اندازه شرکت، حجم معاملات، ارزش معاملات و نقدشوندگی بر سیاست تقسیم سود معنادار نبوده است.

جان‌آبادی و جامی (۱۳۹۹) پژوهشی با عنوان «حاکمیت شرکتی و سیاست پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (اثرات ویژگی هیئت مدیره شرکت‌ها)» انجام دادند. داده‌های مورد استفاده شامل نمونه‌ای مرکب از ۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در طی سال ۱۳۹۷ بود. یافته‌های پژوهش نشان داد که اندازه هیئت مدیره بر توزیع سود سهام شرکت‌ها تاثیر منفی و استقلال هیئت مدیره و دوگانگی مدیرعامل با سیاست سود سهام رابطه مثبت و معناداری داشته است.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از نظر ماهیت داده‌ها، پژوهش کمی و از لحاظ روش شناخت، توصیفی از نوع همبستگی است و در زمره پژوهش‌های شبه تجربی و پس‌رویدادی قرار دارد. همچنین، این پژوهش از نظر نوع استدلال، قیاسی-استقرایی و از لحاظ بعد زمان، گذشته‌نگر و از نظر طول زمانی داده‌ها، روش ترکیبی (طولی-مقطعی) و به لحاظ روش جمع‌آوری اطلاعات، اسنادکاوی و کتابخانه‌ای می‌باشد. قلمرو زمانی پژوهش، با در نظر گرفتن اطلاعات نزدیک به زمان انجام پژوهش و در دسترس بودن آنها از سال ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۲ بوده است. جهت گردآوری اطلاعات نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای و جهت گردآوری داده‌های مورد نیاز از بانک اطلاعاتی ارائه شده توسط نرم افزار ره‌آورد نوین و در مواردی با مراجعه به سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده گردید و پس از پردازش توسط نرم افزار اکسل، برای تحلیل و آزمون فرضیات مورد استفاده قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از نسخه سیزدهم نرم‌افزار ایویوز استفاده شد. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری به تعداد ۱۴۰ شرکت از طریق غربالگری تعیین شد. بدین منظور پنج معیار زیر در نظر گرفته شد و اگر شرکتی کلیه معیارها را احراز می‌کرد، به عنوان نمونه پژوهش انتخاب و در غیر آن، حذف می‌شدند.

- ۱- شرکت قبل از سال ۱۳۹۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۴۰۲ در بورس فعال باشند.
- ۲- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- ۳- شرکتهای سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (لیزینگ‌ها، بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، بانک‌ها و مؤسسات مالی) و خدماتی دارند، از نمونه حذف می‌شوند.
- ۴- شرکتهای وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه نداشته باشند.
- ۵- اطلاعات مالی آنها در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ در دسترس باشد.

### فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اول: بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت رابطه وجود دارد.
- فرضیه دوم: مالکیت نهادی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل‌گر دارد.
- فرضیه سوم: مالکیت مدیریتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل‌گر دارد.
- فرضیه چهارم: مالکیت شرکتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل‌گر دارد.
- برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های عملیاتی زیر استفاده شده است:

مدل آزمون فرضیه اول:

$$DIVPOUT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BPI_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 BTM_{it} + \alpha_4 DAA_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 AGE_{it} + \alpha_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه دوم:

$$DIVPOUT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BPI_{it} + \alpha_2 INS_{it} + \alpha_3 INS_{it} * BPI_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 BTM_{it} + \alpha_6 DAA_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 AGE_{it} + \alpha_9 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه سوم:

$$DIVPOUT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BPI_{it} + \alpha_2 MI_{it} + \alpha_3 MI_{it} * BPI_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 BTM_{it} + \alpha_6 DAA_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 AGE_{it} + \alpha_9 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل آزمون فرضیه چهارم:

$$DIVPOUT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BPI_{it} + \alpha_2 COI_{it} + \alpha_3 COI_{it} * BPI_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 BTM_{it} + \alpha_6 DAA_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 AGE_{it} + \alpha_9 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

### متغیر وابسته - پرداخت سود سهام (DIV\_POUT):

پرداخت سود سهام یا سیاست تقسیم سود از طریق تقسیم نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها به دست می‌آید. این نسبت نشان می‌دهد که چه مقدار از سود هر سهم به سهامداران پرداخت می‌شود (سابرامانیام و ساکتی، ۲۰۲۲).

### متغیر مستقل - عملکرد هیئت مدیره شرکت (BPI):

بهره‌وری نیروی کار از طریق پاداش هیئت مدیره تقسیم بر سود پس از مالیات و بهره اقلیت (PATMI) اندازه‌گیری می‌شود. بهره‌وری سرمایه، حاصل تقسیم PATMI بر سرمایه به کار گرفته شده (ROCE) است. هر دوی این نسبت‌ها با هم ترکیب شده که به آن شاخص عملکرد هیئت مدیره (BPI) می‌گویند. به عبارت دیگر، عملکرد هیئت مدیره شرکت از طریق لگاریتم طبیعی مجموع بهره‌وری نیروی کار و بهره‌وری سرمایه به دست می‌آید. (سابرامانیام و ساکتی، ۲۰۲۲).

$$BPI = \ln(PATMI + ROCE)$$

### متغیر تعدیل گر - ساختار مالکیت:

تعاریف متعددی با عبارات گوناگون از ترکیب مالکیت ارائه شده و واژه‌های مختلفی مانند ترکیب سهامداری و ساختار مالکیتی برای این مفهوم بکار رفته است. ساختار مالکیت یا ترکیب سهامداری به نحوه توزیع سهام و حقوق مالکیت به لحاظ حق رای و سرمایه بعلاوه ماهیت و موجودیت مالکان سهام است در این پژوهش، سه متغیر مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و مالکیت شرکتی اندازه‌گیری می‌شود (عینی زاده و غریب، ۱۴۰۰).

**مالکیت نهادی ( $INS_{it}$ ):** برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است، که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است. این متغیر در پژوهش‌های کومار<sup>۱</sup> (۲۰۰۴)، ارنهارت و لیزال<sup>۲</sup> (۲۰۰۷)، نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) و عینی‌زاده و غریب (۱۴۰۰) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

**مالکیت مدیریتی ( $MI_{it}$ ):** بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت مدیره است. این متغیر در پژوهش‌های کومار (۲۰۰۴)، ارنهارت و لیزال (۲۰۰۷)، نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) و عینی‌زاده و غریب (۱۴۰۰) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

**مالکیت شرکتی ( $COI_{it}$ ):** برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اجزای شرکت‌های سهامی از کل سهام سرمایه می‌باشد و شامل تمام انواع شرکت‌های سهامی است، به جز آنها که در مورد مالکیت نهادی بیان شد. این متغیر در پژوهش‌های کومار (۲۰۰۴)، ارنهارت و لیزال (۲۰۰۷)، نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) و عینی‌زاده و غریب (۱۴۰۰) نیز با همین تعریف مورد استفاده قرار گرفته است.

### متغیرهای کنترلی عبارتند از:

نرخ سودآوری شرکت (**ROA**): نسبت سود قبل از مالیات بر کل دارایی. انتظار می‌رود شرکت‌های با نرخ سودآوری بالاتر، سود سهام بیشتری پرداخت کنند (سید نژاد فهیم و همکاران، ۱۴۰۰).

نسبت ارزش دفتری به بازاری سهام (**BTM**): نسبت ارزش دفتری به بازاری حقوق صاحبان سهام. پیش‌بینی می‌شود شرکت‌هایی که با فرصت سرمایه‌گذاری قابل ملاحظه‌ای روبه‌رو هستند، نیاز به وجه نقد بیشتری دارند و لذا سعی می‌کنند سود سهام کمتری پرداخت کنند (سید نژاد فهیم و همکاران، ۱۴۰۰).

رشد شرکت (**DAA**): نسبت تغییرات دارایی به کل دارایی سال قبل. پیش‌بینی می‌شود شرکت‌هایی که رشد بیشتری را در دارایی‌های خود تجربه می‌کنند به دلیل محدودیت‌های وجه نقد، سود سهام کمتری پرداخت نمایند (سید نژاد فهیم و همکاران، ۱۴۰۰).

اهرم مالی (**LEV**): نسبت کل بدهی به کل دارایی. انتظار می‌رود شرکت‌هایی که نسبت بدهی بالاتری دارند تحت فشار بیشتری از سوی اعتباردهندگان جهت کاهش پرداخت سود سهام قرار گیرند (سید نژاد فهیم و همکاران، ۱۴۰۰).

سن شرکت (**AGE**): لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که از زمان تأسیس شرکت می‌گذرد. برآورد می‌شود شرکت‌های با عمر بالاتر، با فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتری مواجه بوده و لذا سود سهام بیشتری را نیز بین سهامداران توزیع می‌کنند (سید نژاد فهیم و همکاران، ۱۴۰۰).

اندازه شرکت (**SIZE**): لگاریتم طبیعی کل دارایی. انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگ به بازارهای سرمایه بهتری دسترسی دارند و همین موضوع به آنها اجازه می‌دهد که سود نقدی بیشتری را به سهامداران پرداخت کنند (سید نژاد فهیم و همکاران، ۱۴۰۰).

<sup>1</sup> Kumar

<sup>2</sup> Earnhart & Lizal

در تمامی موارد فوق با استفاده از دارایی‌های ابتدای دوره مقیاس‌زدایی شده است.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

خلاصه کردن و توضیح خصوصیات مهم مجموعه داده‌ها را آمار توصیفی می‌نامند. یعنی، قبل از تحلیل آماری داده‌های پژوهش، لازم است داده‌های متغیرهای مورد استفاده در پژوهش توصیف شوند. این کار اقدامی در جهت الگوی حاکم و اساس روابط بین متغیرهاست. آمار توصیفی متغیرهای این پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش (منبع: یافته‌های پژوهشگران)

متغیر	سال-شرکت	بازگشت	میانگین	میانگین	انحراف معیار	انحراف معیار	کشیدگی
پرداخت سود سهام	۱۱۲۰	۰.۰۵۵	۰.۰۲۲	۰.۶۱۳	۰.۰۰۰	۰.۰۸۰	۱۰.۷۹۷
عملکرد هیئت مدیره شرکت	۱۱۲۰	۱۲.۹۰۸	۱۳.۰۰۲	۱۹.۰۴۹	۵.۸۹۳	۲.۲۱۲	۲.۹۱۹
مالکیت شرکتی	۱۱۲۰	۰.۶۷۲	۰.۷۶۶	۰.۹۹۹	۰.۰۰۰	۰.۲۷۰	۳.۳۵۹
مالکیت مدیریتی	۱۱۲۰	۰.۶۱۲	۰.۶۸۲	۰.۹۹۱	۰.۰۰۰	۰.۲۶۱	۲.۷۳۵
مالکیت نهادی	۱۱۲۰	۰.۷۰۴	۰.۷۵۶	۰.۹۹۶	۰.۰۰۰	۰.۲۰۱	۳.۷۳۷
نرخ سودآوری شرکت	۱۱۲۰	۰.۱۶۴	۰.۱۳۳	۰.۶۹۳	-۰.۴۰۴	۰.۱۷۰	۳.۳۵۵
نسبت ارزش دفتری به بازاری سهام	۱۱۲۰	۰.۲۸۵	۰.۲۱۳	۳.۳۰۶	-۰.۷۳۹	۰.۲۷۶	۱۹.۴۸۰
رشد شرکت	۱۱۲۰	۰.۳۵۴	۰.۲۰۸	۴.۸۹۵	-۰.۵۸۹	۰.۵۳۴	۲۵.۱۹۰
اهرم مالی	۱۱۲۰	۰.۵۵۴	۰.۵۵۴	۱.۳۶۳	۰.۰۳۱	۰.۲۱۱	۳.۱۰۸
سن شرکت	۱۱۲۰	۲.۹۷۷	۲.۹۹۶	۳.۹۸۹	۱.۹۶۴	۰.۳۶۸	۳.۲۰۳
اندازه شرکت	۱۱۲۰	۱۴.۸۹۵	۱۴.۶۳۴	۲۱.۳۲۸	۱۱.۱۱۶	۱.۵۹۲	۴.۱۸۸

جدول ۱ نشان‌دهنده پارامترهای توصیفی هر متغیر به صورت جداگانه می‌باشد. آمار توصیفی متغیرها شامل شاخص‌های مرکزی (مانند میانگین، میانگین) و شاخص‌های پراکندگی (مانند ماکزیمم، مینیمم، انحراف معیار، کشیدگی، چولگی و واریانس) برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۲ می‌باشد. مهمترین شاخص مرکزی معمولاً میانگین بوده که شاخص اصلی برای مرکزیت داده‌ها محسوب می‌شود. برای نمونه این مقدار برای متغیر نرخ سودآوری شرکت برابر ۰/۱۶۴ است که نشان می‌دهد نسبت سود قبل از بهره و مالیات به دارایی‌های شرکت‌های (نرخ سودآوری شرکت) نمونه آماری، ۱۶/۴ درصد است. در بخش شاخص‌های پراکندگی هم معمولاً انحراف معیار متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. این شاخص نشان‌دهنده میزان پراکندگی از میانگین نمونه مورد آزمون می‌باشد. برای نمونه بیشترین این شاخص برای متغیر عملکرد هیئت مدیره شرکت برابر با ۲/۲۱۲ است که نشان‌دهنده بیشترین فاصله این متغیر از مرکزیت داده مورد نظر می‌باشد. در نهایت، با توجه به ماهیت داده‌های مورد استفاده در این پژوهش (داده‌های تلفیقی-دیتا پانل) تعداد مشاهدات بر اساس دوره و تعداد شرکت ۱،۱۲۰ سال-شرکت می‌باشد.

### آمار استنباطی

بخش دوم تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه، آمار استنباطی است. در این بخش، تحلیل با استفاده از روش داده‌های تلفیقی یا ترکیبی انجام می‌شود.

## آزمون نرمال بودن

با اینکه نرمال بودن بودن متغیرهای پژوهش یکی از پیش شرط‌های رگرسیون می‌باشد، ولی از نظر گجراتی و پورتیر<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) می‌توان این شرط را در قالب متغیر وابسته مطرح نموده و یا حتی در نظر گرفته نشود. در جدول ۲ نتایج آزمون جاک‌برا نشان داده شده است.

جدول (۲): آزمون تشخیص توزیع نرمال جاک‌برا

نام متغیر	سطح معنی‌داری	تفسیر
پرداخت سود سهام	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
عملکرد هیئت مدیره شرکت	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
مالکیت شرکتی	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
مالکیت مدیریتی	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
مالکیت نهادی	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نرخ سودآوری شرکت	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نسبت ارزش دفتری به بازاری سهام	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
رشد شرکت	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اهرم مالی	۰.۱۵۰	توزیع نرمال دارد
سن شرکت	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اندازه شرکت	۰.۰۰۰	توزیع نرمال ندارد

در آزمون جاک‌برا، اگر سطح معنی‌داری متغیرهای پژوهش بیشتر از ۵٪ باشد، متغیر مورد نظر نرمال است و در غیر آن، نرمال نمی‌باشد. روش‌های مختلفی برای نرمال کردن وجود دارد، از جمله توابع نمایی یا لگاریتمی، مثلثاتی، معکوس و ... که در این میان، آزمون تحت عنوان جانسون در نرم‌افزار مینی‌تب وجود دارد که روش‌های ذکر شده را انجام داده و بهترین آنها را انتخاب کرده و تحت عنوان متغیر نرمال خروجی ارائه می‌دهد. در صورت عدم نرمال‌سازی متغیر وابسته که منجر به نرمال شدن مدل می‌شود، با استفاده از قضیه حد مرکزی با توجه به تعداد مشاهدات بیشتر، فرض نرمال بودن متغیرهای پژوهش پذیرفته می‌شود. در جدول ۲، با توجه به نتایج آزمون جاک‌برا سطح معنی‌داری تمام متغیرها کمتر از پنج درصد می‌باشد، بنابراین دارای توزیع نرمال نیستند، لذا با استفاده از آزمون تبدیلات جانسون، نسبت به نرمال‌سازی متغیر وابسته اقدام گردید.

## آزمون مانایی

در یک رگرسیون ممکن است با وجود ضریب تعیین تعدیل شده بالا، آماره ضرایب نیز بیشتر شود که در این حالت گفته می‌شود رگرسیون کاذب ایجاد شده است. این امر موجب استنباط‌های غلط در مورد میزان ارتباط بین متغیرها می‌شود. برای جلوگیری از این استنباط‌های غلط می‌توان از آزمون لوین، لین و چو، آزمون هریس و ... استفاده کرد. نتایج این آزمون در جدول ۳ خلاصه و ارائه شده است. با توجه به نتایج جدول ۳، سطح معنی‌داری تمامی متغیرها کمتر از پنج درصد است، بنابراین متغیرهای تحقیق ایستا و مانا می‌باشند و رگرسیون کاذب در پژوهش ایجاد نمی‌شود.

<sup>1</sup> Gujarati & Porter

جدول (۳): نتایج آزمون مانایی

نام متغیر	آماره Z	سطح معناداری	نتیجه
پرداخت سود سهام	-۳۴۴.۷۴۲	۰.۰۰۰	مانا است
عملکرد هیئت مدیره شرکت	-۵.۷۸۲	۰.۰۰۰	مانا است
مالکیت شرکتی	-۴.۵۵۸	۰.۰۰۰	مانا است
مالکیت مدیریتی	-۲.۰۰۹	۰.۰۲۲	مانا است
مالکیت نهادی	-۲۰.۸۷۲	۰.۰۰۰	مانا است
نرخ سودآوری شرکت	-۶.۵۰۲	۰.۰۰۰	مانا است
نسبت ارزش دفتری به بازاری سهام	-۱۵.۹۶۹	۰.۰۰۰	مانا است
رشد شرکت	-۲.۸۰۷	۰.۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	-۸.۸۴۷	۰.۰۰۰	مانا است
سن شرکت	-۸۴.۶۳۹	۰.۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	-۵.۱۲۱	۰.۰۰۰	مانا است

### تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت رابطه وجود دارد.

جدول (۴): تخمین نهایی رابطه عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام

$\text{DIVPOUT}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{BPI}_{it} + \alpha_2 \text{ROA}_{it} + \alpha_3 \text{BTM}_{it} + \alpha_4 \text{DAA}_{it} + \alpha_5 \text{LEV}_{it} + \alpha_6 \text{AGE}_{it} + \alpha_7 \text{SIZE}_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری
عملکرد هیئت مدیره شرکت	۰.۰۰۰۸	۰.۰۰۰	۳.۲۲۰	۰.۰۰۱
نرخ سودآوری شرکت	۰.۰۸۹۹	۰.۰۰۸	۱۰.۸۱۸	۰.۰۰۰
نسبت ارزش دفتری به بازاری سهام	۰.۰۰۳۵	۰.۰۰۲	۱.۲۶۲	۰.۲۰۶
رشد شرکت	-۰.۰۰۷۰	۰.۰۰۱	-۴.۳۴۲	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۰۴۴	۰.۰۰۵	۰.۷۶۱	۰.۴۴۶
سن شرکت	-۰.۰۱۶۹	۰.۰۰۹	-۱.۸۷۸	۰.۰۶۰
اندازه شرکت	۰.۰۰۰۵	۰.۰۰۲	۰.۲۶۹	۰.۷۸۷
C (عرض از مبدا)	۰.۰۷۱۰	۰.۰۱۷	۴.۰۸۱	۰.۰۰۰
ناهمسانی واریانس	(۰.۰۰۰)۱۶۷۸۶.۴۱	دوربین واتسون	۱.۶۴۱	
ضریب تعیین	۰.۷۵۰	نوع آزمون	اف لیمر	هاسمن
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۷۱۳	آماره (سطح معنی داری)	(۰.۰۰۰)۶.۴۴۱	(۰.۰۰۰)۹۱.۸۰۵
معنی داری آماره فیشر	(۰.۰۰۰)۲۰.۰۷۸	نوع رگرسیون	پانل - اثرات ثابت	

با توجه به جدول ۴، سطح معنی داری اف-لیمر کمتر از ۵ درصد بوده است، لذا نوع رگرسیون پانل و آزمون هاسمن تعیین کننده اثرات آن می باشد. آزمون هاسمن انجام شد و سطح معنی داری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد بوده، لذا رگرسیون از نوع داده‌های ترکیبی (پانل - اثرات ثابت) است. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۴، متغیر عملکرد هیئت مدیره دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۱) و ضریب ۰/۰۰۰۸ است، بنابراین بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت رابطه مستقیم و معنی دار وجود دارد. همچنین، بین متغیرهای کنترلی نرخ سودآوری شرکت و رشد شرکت، و متغیر پرداخت سود سهام رابطه معنی داری وجود دارد. آزمون عدم خودهمبستگی

بین متغیرهای پژوهش با استفاده از آماره دوربین-واتسون با مقدار ۱/۶۴۱ ناشی از عدم خودهمبستگی متغیرها است. همچنین، مدل برازش شده با توجه به سطح معنی داری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است، از اعتبار کافی برخوردار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۷۱/۳ درصد نشان‌دهنده تغییرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است. در نهایت، با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت-۱۶۷۸۶.۴۱ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام شده است.

**فرضیه دوم:** مالکیت نهادی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل‌گر دارد. با توجه به جدول ۵، سطح معناداری اف-لیمر کمتر از ۵ درصد بوده است، لذا نوع رگرسیون پانل و آزمون هاسمن تعیین‌کننده اثرات آن می‌باشد. بنابراین، آزمون هاسمن انجام شده است. سطح معناداری آزمون هاسمن در کمتر از ۵ درصد بوده، بنابراین رگرسیون از نوع داده‌های ترکیبی (پانل- اثرات ثابت) می‌باشد.

**جدول (۵): تخمین نهایی اثر تعدیل‌گر مالکیت نهادی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام**

$DIVPOUT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BPI_{it} + \alpha_2 INS_{it} + \alpha_3 INS_{it} * BPI_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 BTM_{it} + \alpha_6 DAA_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 AGE_{it} + \alpha_9 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری
عملکرد هیئت مدیره شرکت	-۰.۰۰۲۲	۰.۰۰۱	-۲.۲۲۹	۰.۰۲۶
مالکیت نهادی	-۰.۰۴۳۰	۰.۰۱۹	-۲.۲۴۰	۰.۰۲۵
مالکیت نهادی* عملکرد هیئت مدیره	۰.۰۰۴۷	۰.۰۰۱	۳.۰۹۲	۰.۰۰۲
نرخ سودآوری شرکت	۰.۰۹۳۲	۰.۰۰۸	۱۱.۲۵۷	۰.۰۰۰
نسبت ارزش دفتری به بازاری سهام	۰.۰۰۲۹	۰.۰۰۲	۱.۰۴۲	۰.۲۹۷
رشد شرکت	-۰.۰۰۷۳	۰.۰۰۱	-۴.۵۵۸	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۰۲۴	۰.۰۰۵	۰.۴۱۷	۰.۶۷۶
سن شرکت	-۰.۰۲۱۱	۰.۰۰۹	-۲.۳۰۷	۰.۰۲۱
اندازه شرکت	۰.۰۰۱۸	۰.۰۰۲	۰.۹۰۳	۰.۳۶۶
C (عرض از مبدا)	۰.۰۹۲۸	۰.۰۲۲	۴.۰۵۰	۰.۰۰۰
ناهمسانی واریانس	(۰.۰۰۰)۲۴۱۵۷.۴۷	دوربین واتسون		۱.۶۵۵
ضریب تعیین	۰.۷۵۰	نوع آزمون		هاسمن
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۷۱۲	آماره (سطح معنی داری)		(۰.۰۰۰)۷۶.۹۳۵
معنی داری آماره فیشر	(۰.۰۰۰)۱۹.۷۶۹	نوع رگرسیون		پانل - اثرات ثابت

با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۵، متغیر حاصل ضرب مالکیت نهادی در عملکرد هیئت مدیره دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۲) و ضریب ۰.۰۰۴۷ است، لذا مالکیت نهادی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت تاثیر معنادار و مستقیمی دارد. همچنین، از بین متغیرهای کنترلی نرخ سودآوری شرکت، رشد شرکت و سن شرکت و پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد. آزمون عدم خودهمبستگی بین متغیرهای پژوهش با استفاده از آماره دوربین-واتسون با مقدار ۱.۶۵۵ ناشی از عدم خودهمبستگی متغیرها است. علاوه بر این، مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۷۱.۲ درصد نشان‌دهنده تغییرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است. در نهایت، با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت-۲۴۱۵۷.۴۷ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام شده است.

**فرضیه سوم:** مالکیت مدیریتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل‌گر دارد.

مطابق جدول ۶، سطح معناداری اف-لیمر کمتر از ۵ درصد بوده است، لذا نوع رگرسیون پانل و آزمون هاسمن تعیین کننده اثرات آن می‌باشد. بنابراین، آزمون هاسمن انجام شده است. سطح معناداری آزمون هاسمن در کمتر از ۵ درصد بوده، لذا رگرسیون از نوع داده‌های ترکیبی (پانل - اثرات ثابت) است.

### جدول (۶): تخمین نهایی اثر تعدیل‌گر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و

#### پرداخت سود سهام

$DIVPOUT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BPI_{it} + \alpha_2 MI_{it} + \alpha_3 MI_{it} * BPI_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 BTM_{it} + \alpha_6 DAA_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 AGE_{it} + \alpha_9 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$				
سطح معناداری	آماره t	خطا	ضرایب	متغیرها
۰.۰۰۰	-۳.۷۶۸	۰.۰۰۰	-۰.۰۰۲۷	عملکرد هیئت مدیره شرکت
۰.۰۰۰	-۴.۷۷۷	۰.۰۱۵	-۰.۰۰۷۲۱	مالکیت مدیریتی
۰.۰۰۰	۵.۱۰۱	۰.۰۰۱	۰.۰۰۰۶۰	مالکیت مدیریتی * عملکرد هیئت مدیره
۰.۰۰۰	۱۱.۴۰۷	۰.۰۰۸	۰.۰۰۹۵۷	نرخ سودآوری شرکت
۰.۱۷۱	۱.۳۶۸	۰.۰۰۲	۰.۰۰۰۳۹	نسبت ارزش دفتری به بازاری سهام
۰.۰۰۰	-۴.۵۵۰	۰.۰۰۱	-۰.۰۰۰۷۲	رشد شرکت
۰.۴۷۱	۰.۷۱۹	۰.۰۰۶	۰.۰۰۰۴۴	اهرم مالی
۰.۰۲۳	-۲.۲۶۳	۰.۰۰۹	-۰.۰۰۲۱۰	سن شرکت
۰.۶۳۴	۰.۴۷۵	۰.۰۰۱	۰.۰۰۰۰۹	اندازه شرکت
۰.۰۰۰	۶.۱۱۶	۰.۰۱۹	۰.۱۱۹۷	C (عرض از مبدا)
۱.۶۶۳		دوربین واتسون		ناهمسانی واریانس (۰.۰۰۰)۲۵۴۹۵.۶۲
هاسمن		نوع آزمون		ضریب تعیین ۰.۷۴۷
(۰.۰۰۰)۹۰.۷۵۲		آماره (سطح معنی‌داری)		ضریب تعیین تعدیل شده ۰.۷۰۹
پانل - اثرات ثابت		نوع رگرسیون		معنی‌داری آماره فیشر (۰.۰۰۰)۱۹.۴۶۶

با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۶، متغیر حاصل ضرب مالکیت مدیریتی در عملکرد هیئت مدیره دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۰) و ضریب ۰.۰۰۰۶۰ است، لذا مالکیت مدیریتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت تاثیر معنادار و مستقیمی دارد. همچنین، از بین متغیرهای کنترلی نرخ سودآوری شرکت، رشد شرکت و سن شرکت و پرداخت سود سهام رابطه معناداری وجود دارد. آزمون عدم خودهمبستگی بین متغیرهای پژوهش با استفاده از آماره دوربین-واتسون با مقدار ۱.۶۶۳ ناشی از عدم خودهمبستگی متغیرها است. علاوه بر این، مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۷۰.۹ درصد نشان‌دهنده تغییرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است. در نهایت، با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

**فرضیه چهارم:** مالکیت شرکتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل‌گر دارد. با توجه به جدول ۷، سطح معناداری اف-لیمر کمتر از ۵ درصد بوده است، لذا نوع رگرسیون پانل و آزمون هاسمن تعیین کننده اثرات آن می‌باشد. بنابراین، آزمون هاسمن انجام شده است. سطح معناداری آزمون هاسمن در کمتر از ۵ درصد بوده، لذا رگرسیون از نوع داده‌های ترکیبی (پانل - اثرات ثابت) است.

جدول (۷): تخمین نهایی اثر تعدیل گر مالکیت شرکتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام

$$DIVPOUT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BPI_{it} + \alpha_2 COI_{it} + \alpha_3 COI_{it} * BPI_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 BTM_{it} + \alpha_6 DAA_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 AGE_{it} + \alpha_9 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری
عملکرد هیئت مدیره شرکت	-۰.۰۰۲۱	۰.۰۰۰	-۲.۹۲۴	۰.۰۰۳
مالکیت شرکتی	-۰.۰۰۵۶۵	۰.۰۱۴	-۳.۹۱۲	۰.۰۰۰
مالکیت شرکتی* عملکرد هیئت مدیره	۰.۰۰۴۷	۰.۰۰۱	۴.۳۱۲	۰.۰۰۰
نرخ سودآوری شرکت	۰.۰۰۹۵۹	۰.۰۰۸	۱۱.۴۲۳	۰.۰۰۰
نسبت ارزش دفتری به بازاری سهام	۰.۰۰۲۵	۰.۰۰۲	۰.۸۸۲	۰.۳۷۷
رشد شرکت	-۰.۰۰۷۳	۰.۰۰۱	-۴.۶۰۶	۰.۰۰۰
اهرم مالی	۰.۰۰۳۱	۰.۰۰۶	۰.۵۱۶	۰.۶۰۵
سن شرکت	۰.۰۰۲۲۱	۰.۰۰۹	-۲.۳۹۸	۰.۰۱۶
اندازه شرکت	۰.۰۰۱۰	۰.۰۰۱	۰.۵۵۴	۰.۵۷۹
C (عرض از مبدا)	۰.۱۱۳۳	۰.۰۲۰	۳.۵۲۰	۰.۰۰۰
ناهمسانی واریانس	۲۶۱۵۰.۰۶ (۰.۰۰۰)	دوربین واتسون	۱.۶۶۱	
ضریب تعیین	۰.۷۴۹	نوع آزمون	اف لیمر	هاسن
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۷۱۱	آماره (سطح معنی داری)	۰.۰۶۹ (۰.۰۰۰)	۷۹.۶۱۹ (۰.۰۰۰)
معنی داری آماره فیشر	۱۹.۶۱۵ (۰.۰۰۰)	نوع رگرسیون	پانل - اثرات تصادفی	

با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۷، متغیر حاصل ضرب مالکیت شرکتی در عملکرد هیئت مدیره دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰.۰۰۰) و ضریب ۰.۰۰۴۷ است، از این رو، مالکیت شرکتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت تاثیر معنی دار و مستقیمی دارد. همچنین، از بین متغیرهای کنترلی نرخ سودآوری شرکت، رشد شرکت و سن شرکت و پرداخت سود سهام رابطه معنی داری وجود دارد. آزمون عدم خودهمبستگی بین متغیرهای پژوهش با استفاده از آماره دوربین- واتسون با مقدار ۱.۶۶۱ ناشی از عدم خودهمبستگی متغیرها است. همچنین، مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می- باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۷۱.۱ درصد نشان دهنده تغییرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل می باشد. در نهایت، با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت- ۲۶۱۵۰.۰۶ (۰.۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام شده است. خلاصه نتایج پژوهش در جدول ۸ ارائه شده است.

جدول (۸): خلاصه نتایج پژوهش

شماره فرضیه	عنوان فرضیه	نتیجه
اول	بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت رابطه وجود دارد.	پذیرش
دوم	مالکیت نهادی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل گر دارد.	پذیرش
سوم	مالکیت مدیریتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل گر دارد.	پذیرش
چهارم	مالکیت دولتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل گر دارد.	پذیرش

## بحث و نتیجه گیری

هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام با تأکید بر نقش تعدیل‌گری ساختار مالکیت در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در این پژوهش از نوع داده‌های ترکیبی بود، با استفاده از آزمون‌های تشخیصی انتخاب روش برازش همچون آزمون افلیمر و آزمون هاسمن، اقدام به انتخاب روش برازش مناسب برای مدل‌های مربوط به فرضیه‌های پژوهش گردید، که نتایج حاصل به شرح زیر می‌باشد:

**فرضیه اول:** بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت رابطه وجود دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۴، متغیر عملکرد هیئت مدیره دارای سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد و ضریب  $0/0008$  است، بنابراین بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت رابطه مستقیم و معنی‌دار وجود دارد. هیئت مدیره رکن مهمی در ساختار سازمانی هر شرکت می‌باشد که محور ارتباطی میان سهامداران و مدیران تلقی می‌شود و به واسطه همین موضوع، ایفاکننده نقش مهمی در راهبری شرکتی در سطح شرکت‌ها است. سیاست پرداخت سود سهام نیز سازوکاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی است. در غیاب سایر ابزارهای نظارتی از سیاست پرداخت سود سهام برای نظارت بر مسئله نمایندگی استفاده می‌شود. مطالعات کمی تنوع هیئت مدیره شرکت‌ها در شرکت‌های سهامی عام و تأثیر آن بر اثربخشی هیئت مدیره و توزیع سود سهام را بررسی کرده‌اند. نتایج این فرضیه همراستا با مبانی نظری پژوهش و تحقیقات مای و همکاران (۲۰۲۳)، سابرامانیام و ساکتی (۲۰۲۲) و ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۹۱) است.

**فرضیه دوم:** مالکیت نهادی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل‌گر دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۵، متغیر حاصل ضرب مالکیت نهادی در عملکرد هیئت مدیره دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد ( $0.002$ ) و ضریب  $0.0047$  است، بنابراین مالکیت نهادی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد. نتایج این فرضیه همراستا با مبانی نظری پژوهش و پژوهش‌های ارشووا و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۲)، باروز و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۱)، درایور و همکاران (۲۰۲۰)، پاهی و یاداو (۲۰۱۹)، ماچوگا و تیتل<sup>۳</sup> (۲۰۰۹)، رفیع زاده و همکاران (۱۴۰۲)، سید نژاد فهیم و همکاران (۱۴۰۰) و افسری و همکاران (۱۴۰۰) است.

**فرضیه سوم:** مالکیت مدیریتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل‌گر دارد. مطابق نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۶، متغیر حاصل ضرب مالکیت مدیریتی در عملکرد هیئت مدیره دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد ( $0.0000$ ) و ضریب  $0.0060$  است، از این رو، مالکیت مدیریتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد. نتایج این فرضیه همراستا با مبانی نظری پژوهش و پژوهش‌های ارشووا و همکاران (۲۰۲۲)، باروز و همکاران (۲۰۲۱)، درایور و همکاران (۲۰۲۰)، پاهی و یاداو (۲۰۱۹)، ماچوگا و تیتل (۲۰۰۹)، رفیع زاده و همکاران (۱۴۰۲)، سید نژاد فهیم و همکاران (۱۴۰۰) و افسری و همکاران (۱۴۰۰) می‌باشد.

**فرضیه چهارم:** مالکیت شرکتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت اثر تعدیل‌گر دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۷، متغیر حاصل ضرب مالکیت شرکتی در عملکرد هیئت مدیره دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد ( $0.0000$ ) و ضریب  $0.0047$  است، لذا مالکیت شرکتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد. نتایج این فرضیه همراستا با مبانی نظری پژوهش و پژوهش -

<sup>1</sup> Ershova et al

<sup>2</sup> Barros et al

<sup>3</sup> Machuga & Teitel

های ارشوا و همکاران (۲۰۲۲)، باروز و همکاران (۲۰۲۱)، درایور و همکاران (۲۰۲۰)، پاهی و یاداو (۲۰۱۹)، ماچوگا و تیتل (۲۰۰۹)، رفیع زاده و همکاران (۱۴۰۲)، سید نژاد فهیم و همکاران (۱۴۰۰) و افسری و همکاران (۱۴۰۰) است. با توجه به مبانی نظری، اهداف و یافته‌های پژوهش و تأیید فرضیه‌های پژوهش، پیشنهادهایی ارائه می‌گردد. بر اساس نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش، با افزایش عملکرد هیئت مدیره، پرداخت سود سهام شرکت افزایش می‌یابد. بنابراین، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در زمان اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به عملکرد هیئت مدیره شرکت‌ها توجه نمایند. همچنین، بر اساس نتایج آزمون فرضیه دوم تا چهارم، مشاهده می‌شود ساختار مالکیت بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد. بنابراین با افزایش ساختار مالکیت، رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت بهبود می‌یابد. در واقع، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در محیط گزارشگری مالی وجود خواهد داشت. بنابراین، به مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود در زمان اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت، به ساختار مالکیت شرکت‌ها نیز توجه شود.

به پژوهشگران پیشنهاد می‌گردد که در پژوهش‌های آتی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی شرکت، توسعه بخش مالی و محیط نظارتی بر رابطه بین عملکرد هیئت مدیره و پرداخت سود سهام شرکت را مورد بررسی قرار دهند. همچنین، پژوهشی جهت شناسایی و بررسی متغیرهای مالی و غیرمالی مؤثر بر سیاست پرداخت سود سهام (که در این پژوهش بررسی نشده‌اند)، نظیر هزینه بهره، نقدینگی، ساختار سرمایه، میزان نگهداشت وجه نقد، حسن شهرت و ... انجام شود. در فرآیند پژوهش علمی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل پژوهشگر می‌باشد، لیکن به طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد. برخی از این محدودیت‌ها، ذاتی و برخی ناشی از شرایط محیطی و محدودیت‌های زمانی پژوهش هستند. در این پژوهش، نخستین محدودیت ویژگی خاص پژوهش نیمه‌تجربی است که در حوزه علوم اجتماعی متداول می‌باشد. به بیان دیگر، عدم امکان بی‌اثر کردن متغیرهای دیگری که کنترل آنها خارج از دسترس پژوهشگر است و امکان تأثیرگذاری آنها بر نتایج پژوهش منتفی نیست. متغیرهایی مانند شرایط سیاسی، وضعیت بازار سرمایه، عمر شرکت‌ها، تحصیلات و تجربه مدیران شرکت‌ها و غیره. دومین محدودیت این پژوهش، عدم ثبات شرایط اقتصادی و سیاسی است. تغییر در شرایط اقتصادی و سیاسی در سال‌های مورد مطالعه ممکن است بر نتایج پژوهش تأثیر بگذارد. بورس اوراق بهادار تهران به شدت تحت تأثیر شرایط اقتصادی و سیاسی است و به همین دلیل فعالان بازار سرمایه نسبت به این تغییرات واکنش نشان می‌دهند. سومین محدودیت این است که نمونه‌گیری در این پژوهش (با توجه در دسترس بودن اطلاعات)، محدود به ۱۴۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است، لذا برای تعمیم نتایج آن به سایر شرکت‌ها باید جانب احتیاط رعایت گردد.

## منابع

- ✓ افسری، نیما، ترابی، تقی، نیکومرام، هاشم، دارابی، رویا، (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.
- ✓ برزگر، قدرت‌الله، غلامحسین زاده، بهداد، یعقوبی چناری، سکینه، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین دارایی‌های نامشهود و حق‌الزحمه حسابرس در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، دوره ۳، شماره ۸، صص ۳۷-۵۰.
- ✓ پورحیدری، امید، فروغی، عارف، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر نفوذ مدیرعامل بر کیفیت افشای اطلاعات حسابداری، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۶، شماره ۶۱، صص ۲۷-۵۳.

- ✓ جان آبادی، مهلا، جامی، مجید، (۱۳۹۹)، حاکمیت شرکتی و سیاست پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (اثرات ویژگی هیئت مدیره شرکت‌ها)، پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، دوره ۴، شماره ۱۴، صص ۱۱-۱۸.
- ✓ جعفری، علی، گرگانلی، جمادوردی، اشرفی، مجید، نادریان، آرش، (۱۳۹۹)، پیامدهای قابلیت مقایسه صورت‌های مالی از دیدگاه سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان با تاکید بر نقش مالکیت نهادی. پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۱۲، شماره ۱، صص ۹۵-۱۲۸.
- ✓ حاجی، توفیق، شریفی، فهیمه، (۱۳۹۹)، بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۴، شماره ۱۵، صص ۱۲۱-۱۳۸.
- ✓ حیدری، مهدی، صادقی‌فرد، فاطمه، (۱۴۰۱)، بررسی تاثیر گروه‌های کسب و کار و ساختار هرمی مالکیت شرکت‌ها بر سود تقسیمی آنها. دانش حسابداری مالی، دوره ۹، شماره ۳، صص ۱۴۹-۱۷۷.
- ✓ خزایی، مهدی، زلّی، حسن، افلاطونی، عباس، (۱۴۰۰)، نقش تعدیل‌گر ساختار مالکیت بر رابطه قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و مدیریت سود، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۱۱، شماره ۳۹، صص ۱-۲۲.
- ✓ رضایی، فرزین، عیدان ترک زاده، خدیجه، نصیری، ناصر، (۱۳۹۰)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. بورس اوراق بهادار، دوره ۴، شماره ۱۶، صص ۷۹-۹۹.
- ✓ رفیع زاده، مهرداد، کردلویی، حمیدرضا، هاشمی گهر، محسن، شاهوردیانی، شادی، (۱۴۰۲)، تاثیرات آستانه‌ای میزان مالکیت مدیران بر ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۱۴، شماره ۵۴، صص ۲۴۹-۲۶۷.
- ✓ ستایش، محمدحسین، کاظم‌نژاد، مصطفی، (۱۳۹۱)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، صص ۲۹-۵۱.
- ✓ سیدنژاد فهیم، سید رضا، بلالی، آیت، حسن زاده، فرشته، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر فشار سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود. مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی، دوره ۲، شماره ۲، صص ۱۶۷-۱۷۹.
- ✓ عبداللهی، فاطمه، حمیدی، الهام، (۱۳۹۸)، نقش محافظه‌کاری حسابداری در رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت. پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، دوره ۸، شماره ۲، صص ۲۳۵-۲۵۷.
- ✓ عرب مازار یزدی، محمد، طاهرخانی، رضا، (۱۳۹۰)، تاثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات حسابداری، شماره ۲۹، صص ۹۷-۱۱۳.
- ✓ عینی زاده، مهدی، غریب، حجت، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر نسبت‌های مالی و ساختار مالکیت در پیش‌بینی درماندگی مالی. چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۴۱، صص ۴۸-۶۶.
- ✓ کوهی، الهام، حیدری، مهدی، ابراهیم نژاد، علی، (۱۴۰۲)، اثر ساختار مالکیت بر عملکرد و بازده سهام شرکتها در بازار سهام ایران، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۱۱، شماره ۴۲، صص ۷۳-۹۸.
- ✓ نمازی، محمد، کرمانی، احسان، (۱۳۸۷)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.
- ✓ Abu Afifa, M., Saleh, I., Al-shoura, A., & Vo Van, H. (2024). Nexus among board characteristics, earnings management and dividend payout: evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*, 19(1), 106-133.

- ✓ Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 16(1), 135-161.
- ✓ Barros, V., Matos, P. V., Sarmiento, J. M., & Vieira, P. R. (2021). Do activist shareholders influence a manager's decisions on a firm's dividend policy: A mixed-method study. *Journal of Business Research*, 122, 387-397.
- ✓ Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting review*, 305-333.
- ✓ Chang, K., Kang, E., & Li, Y. (2016). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis. *Journal of Business Research*, 69(7), 2551-2559.
- ✓ Driver, C., Grosman, A., & Scaramozzino, P. (2020). Dividend policy and investor pressure. *Economic modelling*, 89, 559-576.
- ✓ Earnhart, D., & Lízal, L. (2007). Direct and indirect effects of ownership on firm-level environmental performance. *Eastern European Economics*, 45(4), 66-87.
- ✓ Ershova, T., Zavertiaeva, M., & Kirpishchikov, D. (2023). The impact of influential shareholders on corporate dividend policy: evidence from Russia. *Journal of Economic Studies*, 50(4), 821-839.
- ✓ Firth, M. A., & Rui, O. M. (2012). Does one size fit all? A study of the simultaneous relations among ownership, corporate governance mechanisms, and the financial performance of firms in China. In *Corporate Governance: Recent Developments and New Trends* (pp. 29-57). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg.
- ✓ Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., & Rosso, J. W. (2017). The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 30, 1-18.
- ✓ Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics*. McGraw-hill.
- ✓ Hahn, P. D., & Lasfer, M. (2011). The compensation of non-executive directors: rationale, form, and findings. *Journal of management & Governance*, 15, 589-601.
- ✓ Hillman, A.J. and Dalziel, T. (2003), "Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives", *The Academy of Management Review*, Vol. 28 No. 3, pp. 383-396.
- ✓ Jacob, C., & PJ, J. L. (2018). Institutional ownership and dividend payout in emerging markets: Evidence from India. *Journal of Emerging Market Finance*, 17(1\_suppl), S54-S82.
- ✓ Jalal, G., Alkoni, S., & Nour, A. I. (2022, March). Impact of board characteristics on the corporate dividends payout: evidence from Palestinian stock market. In *International Conference on Business and Technology* (pp. 550-569). Cham: Springer International Publishing.
- ✓ Koo, D. S., Ramalingegowda, S., & Yu, Y. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate dividend policy. *Review of Accounting Studies*, 22(2), 753-790.
- ✓ Kouki, M., & Guizani, M. (2009). Ownership structure and dividend policy evidence from the Tunisian stock market. *European Journal of Scientific Research*, 25(1), 42-53.
- ✓ Kumar, J. (2004). Does ownership structure influence firm value? Evidence from India. *The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, 9(2), 61-93.
- ✓ Machuga, S., & Teitel, K. (2009). Board of director characteristics and earnings quality surrounding implementation of a corporate governance code in Mexico. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 18(1), 1-13.
- ✓ Mai, M. U., Djuwarsa, T., & Setiawan, S. (2023). Board characteristics and dividend payout decisions: evidence from Indonesian conventional and Islamic bank. *Managerial Finance*.
- ✓ Michaely, R., & Roberts, M. R. (2012). Corporate dividend policies: Lessons from private firms. *The Review of Financial Studies*, 25(3), 711-746.

- ✓ Mulchandani, K., Mulchandani, K., & Jasrotia, S. S. (2021). Does gender diversity on firm's board affect dividend payouts? Evidence from India. *Future Business Journal*, 7(1), 25.
- ✓ Pahi, D. and Yadav, I. (2019), Does corporate governance affect dividend policy in India? Firm level evidence from new indices", *Managerial Finance*, 45(9). 1219-1238.
- ✓ Pucheta-Martínez, M. C., & Bel-Oms, I. (2016). The board of directors and dividend policy: The effect of gender diversity. *Industrial and Corporate Change*, 25(3), 523-547.
- ✓ Setiawan, D., Bandi, B., Phua, L. K., & Trinugroho, I. (2016). Ownership structure and dividend policy in Indonesia. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), 230-252.
- ✓ Shan, Y. G., Troshani, I., & Tarca, A. (2019). Managerial ownership, audit firm size, and audit fees: Australian evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 35, 18-36.
- ✓ Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of financial Economics*, 32(3), 263-292.
- ✓ Subramaniam, R., & Sakthi, M. (2022). Board performance and its relation to dividend payout: evidence from Malaysia. *International Journal of Managerial Finance*, 18(2), 286-316.
- ✓ Van der Walt, N., Ingley, C., Shergill, G. S., & Townsend, A. (2006). Board configuration: are diverse boards better boards?. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 6(2), 129-147.
- ✓ White, G. P. (1996). A survey and taxonomy of strategy-related performance measures for manufacturing. *International Journal of Operations & Production Management*, 16(3), 42-61.
- ✓ Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88-99.