

## بررسی سیاست تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری با توجه به نقش مالکیت دولتی

دکتر محمدعلی ساری

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

accountant2004@gmail.com

مونا آرزومند

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

mona.arezoomand@yahoo.com

### چکیده

این پژوهش به بررسی سیاست تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری با توجه به نقش مالکیت دولتی پرداخت. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی، از نظر نوع داده کمی، از نظر منطق اجرا قیاسی - استقرایی و از نظر نحوه اجرا توصیفی - همبستگی می باشد. در این تحقیق از منابع مختلفی از جمله کتب، مقالات داخلی و خارجی و اینترنت استفاده شده است. روابط بین متغیرها با استفاده از مدل های همبستگی و رگرسیون چندمتغیره آزمون شده است. ابتدا داده های گردآوری شده در نرم افزار اکسل طبقه بندی و پس از ساماندهی و محاسبه متغیرها، جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم افزار آماری استاتا بهره گرفته شده است. در این پژوهش به منظور بررسی فرضیه ها از داده های ۶۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۰ ساله از ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ استفاده شده است. جهت تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون لجستیک مبنی بر داده های پانل استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری رابطه معنی داری وجود دارد. مالکیت دولتی رابطه بین تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری را تعدیل می کند.

**واژه های کلیدی:** تقسیم سود، کارایی سرمایه گذاری، گروه های تجاری، مالکیت دولتی.

### مقدمه

در محیط های تجاری و اقتصادی امروزی سرمایه گذاری مؤثر می تواند سبب رشد و توسعه پایدار اقتصادی شود. مدیران با سطح بهینه ای از سرمایه گذاری می توانند با بهره گیری از فرصت های سودآور، نهایت بازدهی را ایجاد و منافع سهامداران را تامین کنند. سرمایه گذاری همواره به عنوان یکی از راه های اصلی توسعه شرکت ها و جلوگیری از رکود و عقب ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است علاوه بر میزان سرمایه گذاری، کارایی سرمایه گذاری نیز اهمیت بالایی داشته باشد (خدمای پور و همکاران، ۱۳۹۹). سرمایه گذاری های شرکتی، عامل اصلی افزایش ثروت سهامداران است. به هر روی، سرمایه گذاری تفریطی یا افراطی شرکت ها، احتمالاً مانع حصول به این هدف اصلی می شود. سرمایه گذاری افراطی می تواند ظرفیت مازاد ایجاد کند در حالی که سرمایه گذاری تفریطی باعث می شود بنگاه ها فرصت کسب و کار خود را در تولید درآمد بیشتر از دست دهند. بعلاوه، کارایی سرمایه گذاری تأثیرات عمده ای برای رشد اقتصادی دارد. از این رو، درک عواملی که می توانند سطح بهینه سرمایه گذاری در شرکت ها را ارتقا دهند مهم و حائز اهمیت است (کاپورال و همکاران، ۲۰۰۴). تحقیقات قبلی نشان می دهند که عدم کارایی

<sup>1</sup> Caporale et al

سرمایه گذاری می تواند ناشی از تفکیک مالکیت و کنترل باشد، که این امر باعث عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران می شود (فاما و جنسن<sup>۱</sup>، ۱۹۸۳). مدیران انگیزه‌هایی برای تحریف سرمایه گذاری (شلیفر و ویشنی<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷) دارند تا بتوانند سودمندی خود را از طریق مصرف محدود و امپراتور سازی، نگرانی های شغلی حداکثر برسانند (گروسمن و هارت<sup>۳</sup>، ۱۹۸۶). بعلاوه، مدیران ممکن است در انجام پروژه های پرخطر بیش از حد اعتماد کنند. به همین ترتیب، شناسایی عواملی که می توانند مشکلات سرمایه گذاری ناخوشایند را در شرکت ها کاهش دهند، مهم است (مالمندی و تیت<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸).

انجام این پژوهش از طرق مختلف به توسعه ادبیات کمک می کند. ابتدا این پژوهش ادبیات موجود در حوزه عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری کارا را غنی تر می کند. بیشتر ادبیات نشان می دهد که کنترل داخلی با بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری و کاهش عدم اطمینان محیطی، سرمایه گذاری کارا را مهار می کند. با این حال، هیچ ادبیاتی در مورد چگونگی تعامل دو مکانیزم سیاست تقسیم سود و مالکیت دولتی بر روی سرمایه گذاری کارا وجود ندارد. نتایج حاصل، از اهمیت خط مشی خاصی برای افزایش سرمایه گذاری کارا در شرکت های بورسی برخوردار است. شرکت ها برای بقا و گسترش فعالیت های خود، نیاز به انجام سرمایه گذاری های مناسب، به موقع و کارا دارند. با توجه به خلاء پژوهشی و توجه کمتر به نقش سیاست تقسیم سود و مالکیت دولتی در سرمایه گذاری کارا در بین شرکت ها فعال در بازار سرمایه این پژوهش به دنبال توسعه ادبیات موجود در این زمینه بوده تا بتواند بر اساس شواهد بازار سرمایه، دستاوردی به منظور بهره برداری هر چه بیشتر استفاده کنندگان از اطلاعات و سرمایه گذاران و سهامداران در اخذ تصمیمات بهینه و مدیران شرکت ها گامی مؤثر بردارد. در این پژوهش این مکانیزم بررسی می شود که از طریق آن کارایی سرمایه گذاری بهبود یابد. تخصیص مجدد منابع در گروه تجاری می تواند با سلب مالکیت سهامداران کنترل کننده باشد. به طور مقطعی تأثیر شرکت هایی با مشکلات نمایندگی جدی تر (به عنوان مثال، شرکت هایی با نسبت سهام اجرایی پایین، شرکت هایی با پاداش مدیران پایین و شرکت هایی با سود عملیاتی بالا) با ارائه شواهدی در مورد ناهمگونی در پژوهش های پیشین تأیید شده است (کنگ و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۳). سهم این مطالعه در توسعه ادبیات موضوع سه جانبه است. این مطالعه به ادبیات رو به رشد در مورد پیامدهای اقتصادی سیاست تقسیم سود کمک شایانی می کند. سیاست تقسیم سود مورد استفاده در پژوهش حاضر یک سیاست اجباری است که توسط دولت در داخل گروه تجاری تدوین شده است، که کمتر تحت تأثیر ویژگی های شرکت فردی قرار می گیرد و با مطالعات موجود (وردیکت و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۹) متفاوت است. افزون بر این، تأثیر سیاست تقسیم سود شرکت های مادر را بر کارایی سرمایه گذاری شرکت های بورسی از منظر مشکل سازمانی بین سهامداران و مدیریت به جای سلب مالکیت سهامداران اقلیت توسط سهامداران کنترل کننده (لین و همکاران، ۲۰۲۲) بررسی می شود. دوم، این مطالعه درک بهره برداران را از نقش گروه تجاری در تخصیص منابع در بازارهای نوظهور افزایش می دهد. در مقایسه با مطالعاتی که تأثیر شوک جریان نقدی نامطلوب در بحران اقتصادی (سانتیونی و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۲۰) را بررسی می کنند، سیاست تقسیم سود تنها شامل بخشی از شرکت های بورسی (گروه شاهد) می شود که آزمایش های طبیعی بهتری را برای بررسی اثر علی به ما ارائه می دهد. علاوه بر این، می توان دریافت که انتقال وجه نقد به خارج از شرکت های بورسی وابسته به گروه نیز می تواند توسط عوامل فرصت سرمایه گذاری هدایت شود و سپس اثرات

<sup>1</sup> Fama and Jensen

<sup>2</sup> Shleifer and Vishny

<sup>3</sup> Grossman and Hart

<sup>4</sup> Malmendier and Tate

<sup>5</sup> Kong, et al.,

<sup>6</sup> Verdickt, et al.,

<sup>7</sup> Santioni, et al.,

ناخواسته (یعنی بهبود کارایی سرمایه‌گذاری شرکت سهامی وابسته به گروه)، به جای رفتار تونل‌زنی داشته باشد (پتنگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). سوم، این مطالعه به ادبیات مربوط به تخمین تأثیر جریان نقدی بر کارایی سرمایه‌گذاری اضافه می‌کند. مطالعات موجود نشان می‌دهد که نگهداری نقدینگی بالا، پتانسیلی را برای مدیران ایجاد می‌کند تا سرمایه‌گذاری بیشتری در پروژه‌های خود خدمت کنند و کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش دهند (ریچاردسون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶). با این حال، در این مطالعه، با نشان دادن اینکه جدای از جریان نقدی خود شرکت بورسی، کارایی سرمایه‌گذاری آن‌ها نیز تابعی از جریان نقدی شرکت مادر نامشخص آن‌ها در گروه تجاری است، یک یافته جدید ارائه خواهد نمود.

در ادامه ابتدا به تشریح مبانی نظری، پیشینه‌های پژوهش و بسط نظری فرضیه‌ها پرداخته خواهد شد. سپس در بخش بعدی به معرفی مدل‌های آزمون فرضیه و تعریف عملیاتی متغیرها پرداخته خواهد شد. پس‌ازاین بخش، یافته‌های پژوهش در قالب یافته‌های تحلیل‌های آماری ارائه می‌گردد و در انتهای مقاله به بحث و نتیجه‌گیری پرداخته خواهد شد.

### مبانی نظری پژوهش

با توجه به اهمیت شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در اقتصاد، توزیع درآمد و سیاست‌های مربوط به آن توجه قابل توجهی را از سوی عموم به خود جلب کرده است. بنابراین، برای درک بهتر رفتار شرکت‌های دولتی، روشن سازی توزیع درآمد شرکت‌های دولتی در لایه‌های مختلف زنجیره کارفرما – کارگزار بسیار مهم است. برای شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در بورس، سیاست پرداخت سود توسط مجمع عمومی سهامداران و هیئت مدیره تعیین می‌شود که معمولاً با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورسی مرتبط است (والکتر و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷). بر اساس تئوری بازار سرمایه داخلی، تصمیم‌گیری شرکت وابسته در داخل گروه نه تنها تحت تأثیر ویژگی‌های خود، بلکه تحت تأثیر شرایط مالی سایر شرکت‌های وابسته یا شرکت‌های مادر در گروه قرار می‌گیرد (بچاک و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۰). بنابراین، سیاست تقسیم سود که بر اساس آن شرکت‌های سرمایه‌گذاری اصلی موظف به توزیع بخشی از سود خالص خود به دولت هستند، ناگزیر بر رفتار شرکت‌های بورسی در گروه تجاری از طریق بازار سرمایه داخلی تأثیر می‌گذارد. مطالعات موجود از این شوک برون‌زا برای بررسی پیامدهای اقتصادی بر سیاست پرداخت شرکت‌های دولتی مرکزی بورسی (لین و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۲)، استفاده کرده‌اند، اما هیچ مطالعه‌ای با تمرکز بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های دولتی مرکزی بورسی انجام نشده است.

انتظار بر این است که شوک نقدی نامطلوب شرکت‌های سرمایه‌گذاری اصلی غیر بورسی، ناشی از سیاست تقسیم سود، ممکن است تصمیمات شرکت‌های وابسته را در جهت‌های مختلف تحت تأثیر قرار دهد. از یک طرف، شرکت مادر می‌تواند منبع را در گروه مجدداً تخصیص دهد و جریان سرمایه درون گروهی می‌تواند با ملاحظات کارایی تخصیص سرمایه تحریک شود. برخی از محققان استدلال می‌کنند که در مقایسه با شرکت‌های مستقل، شرکت‌های وابسته به گروه تمایل دارند با حمایت از یکدیگر در طول بحران عملکرد بهتری داشته باشند. به عنوان مثال، المیدا و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۵)، دریافته‌اند که بازارهای سرمایه داخلی شرکت‌های وابسته به گروه تجاری به آنها کمک کرد تا اثرات منفی بحران آسیا را بر سرمایه‌گذاری و عملکرد کاهش دهند. به طور خاص، آن‌ها نشان می‌دهند که شرکت‌های وابسته به گروه

<sup>1</sup> Peng, et al.,

<sup>2</sup> Richardson

<sup>3</sup> Welker, et al.,

<sup>4</sup> Buchuk, et al.,

<sup>5</sup> Lin, et al.,

<sup>6</sup> Almeida, et al.,

تجاری، وجه نقد را از شرکت‌های وابسته به رشد پایین به شرکت‌های وابسته از طریق سرمایه‌گذاری بین شرکت‌ها منتقل کرده است. بنابراین انتظار بر این است که وقتی شرکت‌های دولتی مرکزی مادر ملزم به پرداخت نسبت معینی از سود خود به دولت هستند، سود انباشته در شرکت‌ها کاهش می‌یابد که می‌تواند شرکت‌های مادر را برای تخصیص مجدد منابع در گروه تجاری تسهیل کند. با توجه به عوامل فرصت سرمایه‌گذاری، شرکت‌های مادر ممکن است وجه نقد مازاد را از شرکت‌های دولتی مرکزی بورسی با فرصت سرمایه‌گذاری کم منتقل کنند.

از سوی دیگر، تخصیص مجدد منابع درون گروهی ممکن است ناشی از سلب مالکیت منافع خصوصی مالکان کنترل باشد. بدون در نظر گرفتن فرصت سرمایه‌گذاری شرکت وابسته خود، که می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورسی را مختل کند. مطالعات قبلی نشان می‌دهد که شوک نامطلوب می‌تواند فرصت‌هایی را برای سهامداران کنترل‌کننده فراهم کند تا منابع را از شرکت‌ها جذب کنند یا حتی شرکت‌ها را به قیمت سرمایه‌گذاران اقلیت غارت کنند، زمانی که نهادهای قانونی برای حاکمیت شرکتی ضعیف هستند (جانسون و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰). به طور خاص، بئک و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۴)، پیشنهاد می‌کنند که شرکت‌های شرکت‌های وابسته به گروه تجاری با مالکیت متمرکز با کنترل سهامداران خانوادگی و شرکت‌هایی با گوه کنترل مالکیت بالا، افت زیادی در ارزش سهام خود در طول بحران مالی ۱۹۹۷ کره تجربه کرده‌اند. علاوه بر این، مبادلات درون گروهی غیرشفاف و ساختار پیچیده گروه می‌تواند مشکلات نمایندگی را به دلیل ویژگی‌های مالکیت برای شرکت‌های وابسته به گروه افزایش دهد و سلب مالکیت سهامداران کنترل‌کننده را تسهیل کند (فانگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷). در این حالت، اگر اجرای این خط مشی باعث شود سهامداران کنترل‌کننده منابعی را که بر اساس منافع خودشان است به جای کل منافع گروه تجاری منتقل کنند، در این صورت این سیاست ممکن است شرکت مادر را تسهیل کند که وجه نقد مازاد را از شرکت‌هایی با تضاد زیاد بین منافع بین سهامداران کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت، که می‌تواند منجر به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری شود، خارج کند.

با توجه به پیش‌بینی‌های مختلف، تأثیر اجرای سیاست تقسیم سود شرکت‌های سرمایه‌گذاری اصلی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های وابسته به گروه، یک سؤال تجربی است. در این خصوص کنگ و همکاران (۲۰۲۳)، اطلاعات شرکت‌های مادر را که از سال ۲۰۰۷ تحت تأثیر سیاست تقسیم سود قرار گرفته‌اند، جمع‌آوری نمودند. سپس، فایل‌های دولتی و زنجیره مالکیت افشا شده در گزارش سالانه شرکت‌های فهرست‌شده را بررسی تا فهرستی از شرکت‌های دولتی فهرست‌شده تحت کنترل آن‌ها را پایش نمایند. این محققین از رویکرد برای تجزیه و تحلیل تأثیر این سیاست بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با یک دوره نمونه در ۲۰۰۴-۲۰۱۷ بهره گرفتند. اول، دریافتند که با اجرای این خط‌مشی، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های وابسته به گروه که توسط شرکت‌های دولتی مادر کنترل می‌شوند، به طور قابل توجهی بهبود می‌یابد. همچنین از یک رویکرد پویا برای بررسی اینکه آیا شرکت‌ها، روندهای موازی در کارایی سرمایه‌گذاری را قبل از شروع سیاست تجربه کرده‌اند یا خیر، استفاده نمودند. همچنین دریافتند که بهبود کارایی سرمایه‌گذاری عمدتاً در شرکت‌های دولتی فهرست‌شده وجود دارد که توسط شرکت‌های دولتی مادر کنترل می‌شوند که نسبت سود بازده آنها برابر یا بیشتر از ۱۵٪ است (کنگ و همکاران، ۲۰۲۳).

این پژوهش به دنبال پاسخ گویی این سوال‌ها است که آیا بین تقسیم سود و کارایی سرمایه‌گذاری در گروه‌های تجاری رابطه وجود دارد؟ آیا مالکیت دولتی رابطه بین تقسیم سود و کارایی سرمایه‌گذاری در گروه‌های تجاری را تعدیل می‌کند؟

<sup>1</sup> Johnson, et al.,

<sup>2</sup> Baek, et al.

<sup>3</sup> Fang, et al.,

## بسط نظری فرضیه‌های پژوهش

### تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری

به طور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم، نشان دهنده یک سیاست تقسیم سود شرکت است (کوپر و ایجیری<sup>۱</sup>، ۱۹۸۳؛ مانیلی و اوزکان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶). اکثر تحقیقات مربوط در حوزه مالی شرکت ها با استناد به تحقیقات میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱)، به بررسی سیاست تقسیم سود سهام پرداخته اند. به باور میلر و مودیلیانی<sup>۳</sup>، (۱۹۶۱) در بازارها سرمایه کارا و کامل، سیاست تقسیم سود منجر به تغییر ارزش شرکت نمی شود (چان و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶)، و در نتیجه در تصمیم گیری ها عاملی نامربوط است. در این راستا بسیاری از پژوهشگران به تشریح سیاست تقسیم سود در شرایط کامل نبودن بازار پرداخته و تئوری های مختلفی در رابطه با سیاست تقسیم سود ارائه کرده اند. برای مثال، با کنار گذاری یکی از مفروضات میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱)، در شرایطی که بازار کامل نباشد، عدم تقارن اطلاعاتی به وجوه خواهد آمد که خود منشا شکل گیری تئوری علامت دهی و نمایندگی در تشریح سیاست تقسیم سود است. مطابق دیدگاه چئونگ و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۱)، تقسیم سود حداقل به دو طریق بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر اول دارد. اول اینکه، مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه موجب محدودیت در تامین منابع خارجی می شود. در بازارهای ناقص، شرکت ها اغلب در دسترسی به وجوه خارجی دچار محدودیت هستند. در نتیجه تامین مالی از منابع خارجی همیشه سطح مطلوب سرمایه گذاری را در پی ندارد. با این وجود، شرکت هایی با پرداخت مناسب تقسیم سود می توانند تضاد منافع بین دارندگان اوراق بهادار و سهامداران را کاهش دهند و از این طریق کارایی سرمایه گذاری را بهبود بخشند (مایرز، ۱۹۷۷). دوم، در پاسخ به مشکلات نمایندگی، جنسن<sup>۶</sup> (۱۹۸۶)، اظهار می دارد که مدیران تمام وجوه نقد را برای سرمایه گذاری در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی مصرف می کنند. براساس تئوری نمایندگی، شرکت ها با فرصت های سرمایه گذاری مطلوب و با جریان های نقد بالا، پروژه های سرمایه گذاری را بدون نیاز به بازار ها سرمایه خارجی تامین مالی می کنند. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی می تواند مدیران را مجبور کند تا پروژه های با ارزش خالص مثبت را رها کنند و سرمایه گذاری کمتر از حد انجام دهند، زیرا مدیران از فرصت های سرمایه گذاری کمتر از حد انجام دهند، زیرا مدیران از فرصت های سرمایه گذاری کمتر از حد انجام دهند، زیرا مدیران از این فرصتها اطلاع کافی ندارند، در نتیجه شرکت ها ممکن است دچار سرمایه گذاری کمتر از حد شده و پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت را رد کنند (چان و همکاران، ۲۰۱۶). بنابراین سود سهام پرداختنی به دلیل نقش نظارتی خود موجب کاهش تضاد منافع و در نهایت بهبود کارایی سرمایه گذاری می شود. چان و همکاران (۲۰۱۶)، نشان می دهند پرداخت سود سهام می تواند کارایی سرمایه گذاری را بهبود بخشد، بویژه می تواند سرمایه گذاری بیش از حد را کاهش دهد. کیم و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی نشان دادند که پرداخت سود سهام کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری را افزایش و خطر سقوط قیمت سهام را از طریق محدود کردن عدم انتشار اخبار بد کاهش می دهد. همچنین آنها نشان دادند که پرداخت سود سهام موجب کاهش سرمایه گذاری بیشتر از حد می شود. بر این اساس فرضیه زیر تبیین می گردد:

✓ فرضیه ۱: بین تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری رابطه معنی داری وجود دارد.

<sup>1</sup> Cooper and Ijiri

<sup>2</sup> Mancinelli and Ozkan

<sup>3</sup> Miller & Modigliani

<sup>4</sup> Chan, et al.,

<sup>5</sup> Cheung, et al.,

<sup>6</sup> Jensen

<sup>7</sup> Kim, et al.,

## تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری با توجه به نقش مالکیت دولتی

ساختار مالکیت یک شرکت از ابعاد گوناگون قابل توجه است و در وهله اول بر حسب دو متغیر شامل سهامداران درونی یا سهام در اختیار سهامداران داخلی و سهامداران بیرونی تعریف می شود. بر این اساس، سهام در اختیار سهامداران نهادی و دولت از بخش های اصلی مالکیت بیرونی شرکت ها تلقی می شود. همچنین ترکیب مالکیت یک شرکت را علاوه بر درونی یا بیرونی بودن می توان از ابعاد مختلفی مانند تمرکز یا عدم تمرکز مالکیت، نهادی یا حقیقی بودن و مدیریتی یا غیر مدیریتی بهبود سهامداران مورد توجه قرار داد (جعفری سرشت، ۱۳۸۹). برخی از سهامداران ممکن است انگیزه ها و استراتژی های متفاوتی برای عملیات کنترلی خود داشته باشند (فضل زاده و همکاران، ۱۳۸۸). بطور کلی می توان گفت که ساختار مالکیت مطلوب می تواند باعث کاهش هزینه های نمایندگی در گزارشگری مالی می شود (میترا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). موسساتی که توسط خانواده مؤس، اداره و کنترل می شوند، به لحاظ آنکه دارای هزینه نمایندگی کمتری هستند، باید کارا تر از مؤسسات دولتی باشند. معمولاً گروه هایی همچون دولت و سهامداران نهادی، بدلیل توانایی های مالی و حرفه ای، قادرند عمده مالکیت شرکت را در دست بگیرند. یکی از ویژگی های مهم شرکت های دارای مالکیت دولتی این است که حق کنترل نهایی بر عهده دولت است. ارتباطات ذاتا سیاسی با دولت موجب می شود که دولت ها برای دریافت کمک مالی از بانک ها به راحتی دست یابند. خواجا و میان<sup>۲</sup> (۲۰۰۵)، دریافتند که شرکت های سیاسی بیش از شرکت های غیر سیاسی وام می گیرند و این رفتار ترجیحی به طور انحصاری در بانک های دولتی صورت می گیرد. همچنین، هاستون و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۴)، دریافتند که هزینه وام های بانکی برای شرکت هایی که اعضای هیئت مدیره آن دارای ارتباطات سیاسی هستند، به طور قابل توجهی پایین تر است. آنها استدلال می کنند که ارتباطات سیاسی، محدودیت های بانک ها را در مورد هزینه سرمایه یا نیازهای نقدینگی در هنگام صدور وام کاهش می دهد. مزایای مالی براساس ارتباطات انحصاری و سیاسی، نیازهای مالی شرکت های دولتی را کاهش می دهد و سرمایه گذاران را در بازار سهام به آسانی نادیده می گیرد. از این دیدگاه، شرکت های دولتی کمتر احتمال دارند که برای همسویی با سرمایه گذاران، افشای اطلاعات را تغییر دهند. برای مدیران شرکت های دارای مالکیت دولتی، دولت - و نه سرمایه گذاران - مهمترین سهامدار است. از این دیدگاه، همچنین می توان نتیجه گرفت که شرکت های دارای مالکیت دولتی کمتر تصمیم می گیرند افشای خود را به سرمایه گذاران ارائه دهند. با وجود فشار کم در بازار رقابتی آزاد، شرکت های دارای مالکیت دولتی فشار منحصر به فرد خود را تحمل می کنند. نخست، بسیاری از شرکت های دارای مالکیت دولتی گروه های بزرگی هستند و نفوذ اجتماعی زیادی دارند. در نتیجه، انتظارات اجتماعی سهامداران این شرکت ها نسبتا بالا است و شرکت های دارای مالکیت دولتی تحت فشار بیشتری قرار دارند. لی و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۷)، شواهدی را در مورد حمایت از انتظارات بازار از هزینه های نظارتی مرتبط با حساسیت برای شرکت های دارای مالکیت دولتی پیدا کرده اند.

بر اساس مطالعات قبلی، گروه های تجاری دارای ویژگی های خاصی هستند و این شکل سازمانی در بازارهای مالی طرفداران خود را دارد (هی و همکاران، ۲۰۱۳). با توجه به مزیت تامین مالی شرکت های وابسته به گروه و جذب فناوری جدید، دولت ها از ساختار سازمانی گروه تجاری در اواسط دهه ۱۹۸۰ حمایت کردند. در اوایل دهه ۱۹۹۰، دولت ها این حق را داشتند که تصمیم بگیرند که شرکت هایی در بورس اوراق بهادار وارد شوند که بر اساس اهداف سیاسی هدایت می گردند (فان و همکاران، ۲۰۱۶؛ پنگ و همکاران، ۲۰۱۱). آنها اغلب از شرکت های دولتی بزرگ می خواستند تا شرکت های تابعه استخراج شده از شرکت های دولتی را با مقیاس مناسب فهرست کنند. علیرغم لغو سیستم سهمیه بندی

<sup>1</sup> Mitra, et al.,

<sup>2</sup> Khwaja and Mian

<sup>3</sup> Houston, et al.,

<sup>4</sup> Li, et al.,

در سال ۲۰۰۱، تصمیمات مربوط به اینکه شرکت‌هایی می‌توانند در بورس اوراق بهادار در گروه تجاری دولتی (یعنی تحت کنترل کمیسیون نظارت بر اداره های دولتی و تعدادی از وزارتخانه‌های دولتی دیگر) قرار گیرند، هنوز توسط گروه های سیاسی تعیین می‌شد. شرکت‌ها نمی‌توانند تصمیم بگیرند که در یک گروه تجاری باشند یا خارج شوند. به این معنا که آیا متعلق به گروه تجاری هستند یا نه، انتخاب خودشان نیست، بلکه یک تصمیم برون‌زا است که نگرانی‌های درون‌زا احتمالی را که شرکت‌ها برای پیوستن به گروه تجاری انتخاب می‌کنند و تحت تأثیر سیاست‌های ناشی از کارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌دهد. با توجه به فرآیند تشکیل گروه‌های تجاری، شرکت‌های مادر غیر بورسی می‌توانند دارایی‌های تولیدی ورودی را حفظ کنند، اما دارایی‌های تولیدی را به شرکت‌های فهرست‌شده تقسیم کنند (فان و همکاران، ۲۰۱۶). (الزامات نظارتی، شرکت‌ها را موظف می‌کند که اطلاعات مربوط به معاملات اشخاص مرتبط را افشا کنند (فنگ و همکاران، ۲۰۱۷)، که داده‌های دقیقی را برای کاوش در رفتار تونل‌زنی و حمایت کنترل‌کننده نهایی از طریق معاملات با اشخاص مرتبط فراهم می‌کند (فیسمن و وانگ، ۲۰۱۰؛ جیان و وانگ، ۲۰۱۰؛ فن و همکاران، ۲۰۱۶). این مبانی این مورد را تسهیل می‌کند تا تخصیص مجدد منابع را زمانی که شوک نامطلوبی برای سهامداران کنترل‌کننده (دارای نقش دولتی) ناشی از سیاست تقسیم سود رخ می‌دهد، بر کارایی سرمایه‌گذاری در گروه‌های تجاری بررسی شود. بر این اساس فرضیه زیر تبیین می‌گردد:

✓ فرضیه ۲: مالکیت دولتی رابطه بین تقسیم سود و کارایی سرمایه‌گذاری در گروه‌های تجاری را تعدیل می‌کند.

### پیشینه پژوهش

بالستا و فانستا (۲۰۱۴)، در تحقیقی با عنوان کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری، در نمونه‌ای شامل تعدادی از شرکتهای عضو بورس اسپانیا در طی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۸ نشان می‌دادند کیفیت گزارشگری مالی مسئله سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش می‌دهد. همچنین سررسید بدهی کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. و در جهت بهبود مشکلات کارایی سرمایه‌گذاری، کیفیت گزارشگری مالی و هم سررسید بدهی نقش بسزایی دارند. کوآه و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی این موضوع پرداختند که آیا ارتباط بین حجم معاملات سهام را به عنوان شاخص تعیین‌کننده در نقدینگی سهام و کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی با بحران مالی بیشتر و عدم تقارن اطلاعاتی بارزتر است یا خیر؟ نتایج نشان می‌دهد که میزان حجم معاملات سهام بالاتر در کاهش سرمایه‌گذاری تفریطی (افراطی) برای شرکت‌هایی با بحران مالی بیشتر و مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی نیز بارزتر است. همچنین نتایج مشابهی را برای شرکت‌هایی با مالکیت نهادی پایین‌تر، وابستگی بیشتر به مالیات خارجی و ریسک غیرمتعارف یافت شد. چوگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۲)، دریافتند که افزایش نقدینگی سهام منجر به سرمایه‌گذاری کارآمدتر می‌شود و این اثر برای شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری کمتری دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که بیش از حد سرمایه‌گذاری می‌کنند، آشکارتر است. علاوه بر این، نشان دادند که افزایش نقدینگی سهام، مالکیت نهادی، استقلال هیئت‌مدیره و کارایی قیمت را افزایش می‌دهد، به ویژه برای شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری کمتری دارند. کنگ و همکاران (۲۰۲۳)، به بررسی کارایی تخصیص سرمایه در گروه‌های تجاری پرداختند. این مطالعه نشان داد زمانی که شرکت‌های دارای مالکیت دولتی مادر ملزم به پرداخت سود سهام هستند، به طور قابل توجهی بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در آن‌ها مشاهده می‌گردد. یک مکانیسم قابل قبول این است که شوک‌های نقدی نامطلوب شرکت‌های دارای مالکیت دولتی مادر می‌تواند

<sup>1</sup> Quah, et al.,

<sup>2</sup> Cheung, et al.,

تخصیص مجدد منابع را از طریق تراکنش های اشخاص مرتبط در یک گروه تجاری با انگیزه فرصت سرمایه گذاری شرکت های دارای مالکیت دولتی مادر فهرست شده به جای رفتار چانه زنی شرکت های اصلی تسهیل کند. ثقفی و معتمدی فاضل (۱۳۹۰)، در بررسی رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه گذاری نشان دادند چنانچه شرکت هایی با امکانات سرمایه گذاری زیاد، از حسابرسان با کیفیت بالاتر استفاده کنند، سطح بالاتری از کارایی سرمایه گذاری را تجربه خواهند کرد. این در حالی است که کیفیت حسابرسی بالاتر، بر خلاف انتظار، تأثیری در کاهش دستکاری در اقلام تعهدی اختیاری ندارد. حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۱)، به این نتیجه رسیدند که کیفیت گزارشگری مالی با عدم تقارن اطلاعاتی دارای رابطه معکوس و معنادار بوده و عدم تقارن اطلاعاتی با کارایی سرمایه گذاری در سطح شرکت رابطه معکوس و معنادار دارد. ضمناً کیفیت گزارشگری مالی بصورت مستقیم و غیر مستقیم با تاثیر جزئی متغیر میانجی (عدم تقارن اطلاعاتی) با کارایی سرمایه گذاری در سطح شرکت رابطه مستقیم و معنادار دارد. انواری رستمی و همکاران (۱۳۹۴)، در بررسی تاثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه گذاری داده های ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ بررسی نمودند. یافته ها نشان داد ساختار سرمایه بر پاداش هیئت مدیره تأثیر معنادار و مثبت دارد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می دهد که بین پاداش هیئت مدیره و کارایی سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد. خدای پور و پناهی گنهرانی (۱۳۹۶)، در بررسی تأثیر محافظه کاری حسابداری بر کارایی سرمایه گذاری با لحاظ عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران ۷۸ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می دهد تأثیر محافظه کاری بر کارایی سرمایه گذاری با وجود عدم تقارن اطلاعاتی، بیشتر است. عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران موجب اعمال محافظه کاری بیشتری در گزارشگری مالی می شود. همچنین، باید به این نکته توجه داشت محافظه کاری نیز عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد؛ بنابراین، محافظه کاری در شرکت هایی که سرمایه گذاری کمتر از حد انجام می شود، سرمایه گذاری آتی را از طریق کاهش هزینه های تأمین مالی افزایش می دهد. علاوه بر این، یافته ها نشان می دهد محافظه کاری با تأمین مالی آتی از طریق بدهی و آورده سهامدار در شرکت های کم سرمایه گذار رابطه مثبت و معنادار دارد. خدای پور و همکاران (۱۳۹۹)، در نمونه مورد مطالعه متشکل از ۱۵۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ نشان دادند که بر خلاف انتظار با افزایش اجتناب مالیاتی، در سطح توانایی مدیریتی پائین، کارایی سرمایه گذاری کاهش نمی یابد، در حالی که در سطح توانایی مدیریتی بالا انتظار موجود مبنی بر تأثیر پذیری مثبت کارایی سرمایه گذاری از افزایش اجتناب مالیاتی تأیید می شود. مختاری (۱۳۹۹)، در پژوهشی با عنوان تأثیر خطای پیش بینی مدیریت بر کارایی سرمایه گذاری شرکت نشان دادند که خطای پیش بینی مدیریت بر کارایی سرمایه گذاری شرکت رابطه معکوس و معناداری دارد یعنی به عبارتی هرچه قدر خطای پیش بینی مدیریت افزایش پیدا کند کارایی سرمایه گذاری شرکت کاهش پیدا می کند. دهقان و همکاران (۱۴۰۱)، دریافتند دقت پیش بینی سود تأثیر مثبت و معنادار بر کارایی سرمایه گذاری دارد. به علاوه، مالکیت نهادی، تأثیر دقت پیش بینی سود بر کارایی سرمایه گذاری را تعدیل نمی کند؛ اما تمرکز مالکیت، تأثیر دقت پیش بینی سود بر کارایی سرمایه گذاری را تعدیل میکند. عرب پور دزگیر (۱۴۰۱)، نشان دادند که ارزش شرکت بر کارایی سرمایه گذاری بیش از حد تأثیر معناداری ندارد ولی بر کارایی سرمایه گذاری کمتر از حد تأثیر معناداری دارد.

## روش پژوهش

این تحقیق از نظر هدف، تحقیقی کاربردی محسوب می شود. از آنجاکه این نوشتار به توصیف آنچه هست یا توصیف شرایط موجود بدون دخل و تصرف (و نه به الزام و توصیه خاص) می پردازد و با توجه به آن که قضاوت های ارزشی در این تحقیق کم رنگ است، تحقیق حاضر در زمره تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می رود. به علاوه با توجه به این که از

اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه‌ها (همبستگی ارتباط بین متغیرها) استفاده شده است، با در نظر گرفتن ماهیت و روشی که در این مطالعه استفاده می‌شود، نوعی تحقیق توصیفی-همبستگی به شمار می‌رود. جهت آزمون فرضیه اول بر اساس روش پژوهش کنگ و همکاران (۲۰۲۳)، از مدل رگرسیونی چندگانه زیر بهره گرفته خواهد شد.

$$\text{Investment it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dividends it} + \beta_2 \text{Size it} + \beta_3 \text{Dual it} + \beta_4 \text{Indratio it} + \beta_5 \text{Institutions it} + \beta_6 \text{TOP it} + \beta_7 \text{LEV it} + \beta_8 \text{CFO it} + \beta_9 \text{Tobinq it} + \epsilon \text{it}$$

جهت آزمون فرضیه دوم بر اساس روش پژوهش کنگ و همکاران (۲۰۲۳)، از مدل رگرسیون چندگانه زیر بهره گرفته خواهد شد.

$$\text{Investment it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dividends it} + \beta_2 \text{PR it} + \beta_3 \text{Dividends it} \times \text{PR it} + \beta_4 \text{Size it} + \beta_5 \text{Dual it} + \beta_6 \text{Indratio it} + \beta_7 \text{Institutions it} + \beta_8 \text{TOP it} + \beta_9 \text{LEV it} + \beta_{10} \text{CFO it} + \beta_{11} \text{Tobinq it} + \epsilon$$

در این پژوهش مدل‌های پژوهش بر روی شرکت‌های دارای گروه تجاری تخمین زده خواهند شد به عبارتی نمونه مورد مطالعه بر شرکت‌های دارای گروه تجاری متمرکز خواهد شد و تمامی متغیرها از گزارشات شرکت‌های دارای گروه تجاری بر اساس تعاریف ارائه شده در زیر استخراج خواهد شد.

### متغیر وابسته

Investment: کارایی سرمایه‌گذاری در گروه‌های تجاری تحقیق متغیر وابسته می‌باشد. طبق دستورالعمل تحقیق با استفاده از باقی مانده مدل مک نیکل و استابن (۲۰۰۸)، محاسبه خواهد شد. بدین صورت که اگر باقی مانده مدل مثبت باشد مقدار آن یک و در غیر این صورت مقدار آن صفر در نظر گرفته می‌شود. در ادامه داریم:

$$\text{INV it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Q it-1} + \beta_2 \text{CF it} + \epsilon \text{it}$$

در مدل فوق متغیرها عبارتند از:

INV: سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت که از طریق خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری محاسبه می‌شود. جهت همگن شده این متغیر از ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت بهره گرفته شده است.

Q i,t: جهت اندازه‌گیری کیوتوبین مطابق رابطه زیر داریم:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی‌ها} + \text{ارزش بازار سهام شرکت}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}}$$

CF: عبارت است از وجه نقد حاصل از عملیات شرکت i که توسط ارزش دفتری دارایی‌ها همگن شده باشد.  $\epsilon \text{ it}$ : نشان دهنده کارایی سرمایه‌گذاری در گروه‌های تجاری است اگر مقدار باقی مانده مثبت باشد برای آن مقدار یک و در غیر این صورت مقدار آن صفر در نظر گرفته می‌شود.

### متغیر مستقل

Dividends: سیاست تقسیم سود عبارت است از سود سهام پرداختی سهام به ارزش دفتری دارایی‌ها.

### متغیر تعدیل کننده

PR: مالکیت دولتی یک متغیر مجازی یا دو ارزشی است اگر شرکت دارای مالکیت دولتی باشد مقدار آن یک و در غیر این صورت مقدار آن صفر در نظر گرفته خواهد شد. جهت سنجش مالکیت دولتی از درصد سهام متعلق به دولت یا

شرکتها و سازمانهای دولتی بهره گرفته خواهد شد. بدین صورت که شرکت ها و سازمان های دولتی یا وابسته به دولت به عنوان ملکان دولتی بنگاه شناسایی خواهند شد (مشایخ و همکاران، ۱۴۰۰).

### متغیرهای کنترلی

Dual: دوگانگی نقش مدیر عامل یک متغیر مجازی است اگر همزمان یک نفر عضو هیئت مدیره و مدیرعامل باشد برابر ۱، در غیر این صورت برابر با صفر.

Indratio: استقلال هیئت مدیره عبارت است از ترکیب اعضاء هیئت مدیره و از طریق نسبت اعضاء غیر موظف به کل اعضاء هیات مدیره محاسبه می گردد.

Institutions: درصد سهامداران نهادی شرکت  $i$  در سال  $t$ . مطابق با تعریف بوش ۱ صندوقهای تعاونی، صندوقهای بازنشستگی، بانکها، مؤسسات بیمه و تأمین اجتماعی، شرکتهای سرمایه گذاری و ... که مالکیت سهام سایر شرکتهای را در اختیار دارند، مالکان نهادی نامیده می شوند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷).

TOP: درصد بزرگترین سهامداران شرکت  $i$  در سال  $t$ .

Size: اندازه شرکت که از لگاریتم طبیعی کل ارزش دفتری داراییها شرکت  $i$  در سال  $t$  محاسبه می شود.

LEV: اهرم مالی عبارت است از نسبت کل بدهی های شرکت به ارزش دفتری کل دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$ .

CFO: جریانهای نقدی عملیاتی شرکت تقسیم بر ارزش دفتری کل داراییها در شرکت  $i$  در سال  $t$ .

Tobinq: جهت اندازه گیری کیوتوبین از نسبت حاصل جمع ارزش دفتری بدهی ها و ارزش بازار سهام شرکت به ارزش دفتری کل دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$  بهره گرفته خواهد شد.

جامعه آماری این تحقیق، کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ی زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۴۰۱ (دوره ۱۰ ساله) است. در این مطالعه برای انتخاب شرکت ها از روش جامعه در دسترس استفاده خواهد شد. برای این منظور معیارهای زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان یکی از شرکت های نمونه انتخاب شده است.

✓ با توجه به اطلاعات مورد نیاز از سال ۱۳۹۲ نام شرکت ها تا پایان سال ۱۴۰۱ از فهرست شرکتهای یادشده، حذف نشده باشد.

✓ در طول دوره مورد نظر، سهام آنها به طور فعال در بورس معامله شده باشد.

✓ حذف شرکت هایی که فاقد گروه تجاری هستند.

✓ جزء شرکتهای واسطه گیری مالی (سرمایه گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانکها و بیمهها) به دلیل متفاوت بودن عملکرد آنها، نباشند.

✓ اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

جدول (۱): تعداد شرکتهای جامعه ی آماری و اعمال شرایط جهت انتخاب نمونه

تعداد کل شرکت ها	شرکت های حذف شده در مجموع دوره ها	شرح
۷۴۶		جامعه آماری (شرکت های بورس و فرابورس)
	(۳۷۸)	شرکت های فرابورس
	(۸۵)	واسطه گیری مالی
	(۲۱)	تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت

<sup>1</sup> Bush

	(۱۲)	عدم دسترسی به اطلاعات مالی
	(۴۶)	شرکت هایی غیرتولیدی و صنایع غیر مرتبط
	(۲۳)	طی دوره تحقیق به بورس ورود پیدا نموده اند
۱۸۱		تعداد شرکت های نمونه نهایی جهت گردآوری داده ها

### یافته‌های پژوهش

در این پژوهش در دوره مطالعاتی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱، در هر سال ۶۴ شرکت را مورد بررسی قرار داده ایم بنابراین به طور کلی  $۶۴۰ = ۱۰ \times ۶۴$  سال - شرکت (مشاهده) مورد هر متغیر مورد مطالعه قرار گرفته اند. نتایج جدول بیانگر آن است که تمام اطلاعات مورد نیاز در این پژوهش به طور کامل استخراج شده و مشاهده گمشده در تحقیق وجود ندارد. کمترین و بیشترین مقدار متغیرهای تحقیق می‌تواند در شناسایی مشاهدات پرت در تحلیل داده‌های به پژوهشگر کمک کند. در بین متغیرهای تحقیق پراکندگی مشاهدات با توجه به دامنه تغییرات که از تفاضل دو مقدار مذکور حاصل می‌شود برای معیار بازده سهام بیشتر از سایر متغیرهای تحقیق می‌باشد که با توجه به همین موضوع برای استفاده این مولفه در مدل‌های رگرسیونی لازم است همگن سازی انجام گردد. البته مطمئناً معیار اندازه گیری هر یک از متغیرها در تعیین معیارهای توصیفی موثر است که این موضوع باید مد نظر تمام محققین باشد. آمار توصیفی متغیرهای به کاررفته در مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

نام	نماد لاتین	مقیاس	مشاهدات	میانگین	میانه	کمترین	بیشترین	انحراف	چولگی	کشیدگی
کیوتوبین	Tobinq	نسبت	۶۴۰	۲/۷۱۴	۱/۸۵۹	۰/۶۹۱	۳۸/۳۳۳	۳/۰۶۷	۶/۴۴۳	۵۷/۰۲۸
جریان نقدی	CFO	نسبت	۶۴۰	۰/۱۰۱	۰/۰۸۲	-۰/۸۸۹	۱/۲۵۲	۰/۱۳۴	۰/۹۵۹	۱۳/۵۳۳
اهرم مالی	LEV	نسبت	۶۴۰	۰/۵۱۲	۰/۵۱۲	۰/۰۳۱	۱/۵۱۲	۰/۲۰۹	۰/۴۱۴	۰/۸۳۶
اندازه شرکت	Size	لگاریتم	۶۴۰	۱۵/۶۶۱	۱۵/۴۵۴	۱۱/۴۰۶	۲۱/۵۷۱	۱/۷۸۹	۰/۵۴۳	۰/۴۴۴
بزرگترین سهامدار	TOP	درصد	۶۴۰	۴۲/۲۵۷	۴۵/۵۰۰	۰	۹۹/۹۷۰	۲۰/۹۸۴	۰/۱۳۶	-۰/۳۵۰
سهامدار نهادی	Institutions	درصد	۶۴۰	۳۶/۷۱۷	۳۲/۰۰۰	۰	۱۰۰/۰۰۰	۳۱/۴۳۳	۰/۴۱۸	-۱/۲۰۷
استقلال هیئت مدیره	Indratio	نسبت	۶۴۰	۰/۶۹۲	۰/۸۰۰	۰	۱/۰۰۰	۰/۲۱۲	-۰/۵۸۳	۰/۴۶۳
تقسیم سود	Dividends	نسبت	۶۴۰	۰/۰۵۵	۰/۰۲۷	۰	۰/۴۷۰	۰/۰۷۲	۱/۹۹۵	۴/۵۲۸

منبع: محاسبات پژوهشگر

جدول (۳): آمار توصیفی متغیرهای کیفی تحقیق

ردیف	نماد متغیر	نام متغیر	مقیاس	تعداد مشاهدات	درصد فراوانی	تعداد مشاهدات	درصد فراوانی

مشاهدات صفر	صفر	مشاهدات یک	یک				
۷۶/۵۶	۴۹۰	۲۳/۴۴	۱۵۰	مجازی	دوگانگی نقش مدیر عامل	Dual	۱
۸۱/۰۹	۵۱۹	۱۸/۹۱	۱۲۱	مجازی	مالکیت دولتی	PR	۲
۴۴/۸۴	۲۸۷	۵۵/۱۶	۳۵۳	مجازی	کارایی سرمایه گذاری	Investment	۳

میزان حداقل و حداکثر متغیرها نشان دهنده بیشترین و کمترین داده موجود در اطلاعات گردآوری شده از سطح شرکتها می باشد. در آماره های توصیفی شاخص اندازه گیری پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی ضریب چولگی است. منفی بودن چولگی نشان از آن دارد که توزیع نامتقارن (چولگی منفی) دارد. مثبت بودن چولگی در سایر متغیرهای تحقیق نشان از آن دارد که توزیع نامتقارن (چولگی مثبت) دارد. شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال، ضریب کشیدگی نام دارد. منفی بودن ضریب کشیدگی حاکی از آن است که متغیرهای تحقیق کوتاه تر از توزیع عادی هستند، بنابراین توزیع بیشتر از توزیع عادی است. ضریب مثبت ضریب کشش در سایر متغیرهای تحقیق حاکی از آن است که متغیرهای تحقیق بالاتر از توزیع عادی جمعیت هستند و بنابراین توزیع کمتر از توزیع عادی است.

### آزمون تعیین نوع داده ها

در مدل های پژوهش با توجه به دو حالتی بودن متغیر وابسته (رگرسیون لجستیک) در ابتدا لازم است مشخص شود که مدلها به روش داده های تلفیقی یا حداقل مربعات معمولی<sup>۱</sup> یا داده های تابلویی (پانل دیتا) برازش شود که به این منظور از آزمون هریس و تیزاوالیس<sup>۲</sup> در نرم افزار STATA استفاده می شود. فرضیه صفر آزمون بیان می کند که تفاوتی میان ضرایب برآورد شده برای تک تک مقاطع و ضریب برآورده شده جمعی وجود ندارد بدین معنا که لزومی به برآورد مدل با استفاده از داده های تابلویی (پانل دیتا) نیست، به عبارت دیگر مدل داده های تلفیقی یا حداقل مربعات معمولی به مدل آثار ثابت ارجح است. پس از انجام آزمون هریس و تیزاوالیس، آماره محاسبه شده با مقدار بحرانی آماره مقایسه می شود. در صورتی که مقدار احتمال آماره محاسبه شده کمتر از مقدار ۰/۰۵ باشد فرضیه صفر پذیرفته نمی شود و لازم است مدل به روش داده های تابلویی (پانل دیتا) برآورد شود. جدول ۴ نتیجه آزمون هریس و تیزاوالیس را نشان می دهد.

جدول (۴): آزمون هریس و تیزاوالیس برای انتخاب روش حداقل مربعات معمولی یا پانل دیتا

مدل	فرضیه صفر (H0)	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
۱	ارجحیت روش حداقل مربعات معمولی	هریس و تیزاوالیس	-۳۰/۴۶۶	0/۰۰۰	رد فرضیه صفر
۲	ارجحیت روش حداقل مربعات معمولی	هریس و تیزاوالیس	-۳۰/۴۶۶۴	0/۰۰۰	رد فرضیه صفر

منبع: محاسبات محقق

با توجه نتایج جدول ۴ از آزمون هریس و تیزاوالیس می توان دریافت با توجه به مقدار احتمال حاصل از آزمون فرضیه H0 که کمتر از ۰/۰۵ شده است یعنی ارجحیت روش حداقل مربعات معمولی رد شده و روش داده های تابلویی (پنل دیتا) در مدل ها پذیرفته می شود.

بررسی مدل بهینه (آزمون هاسمن): جهت تعیین مدل بهینه آزمون تصریح هاسمن<sup>۳</sup> که در سال ۱۹۷۸ توسط هاسمن ارائه شد، بر پایه وجود یا عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون برآورد شده و متغیرهای مستقل شکل گرفته است. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، مدل آثار تصادفی و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد، مدل آثار ثابت کاربرد خواهد

<sup>1</sup> Ordinary Least Squares (OLS)

<sup>2</sup> Harris-Tzavalis

<sup>3</sup> Hausman Test

داشت. آماره این آزمون دارای توزیع کای دو با درجه آزادی  $k-1$  خواهد بود ( $k-1$  برابر با ضرایب  $X$  ها است). اگر مقدار آماره کای دو محاسبه شده از مقدار بحرانی کای دو جدول بیشتر باشد و یا به عبارتی  $p$  - مقدار این آزمون کم تر از آلفا تعیین شده (۵ درصد) باشد، در این صورت فرضیه  $H_0$  رد می شود. یعنی مدل آثار ثابت بر مدل آثار تصادفی برتری دارد. **نتایج حاصل از آزمون هاسمن در جدول (۵) نمایش داده شده است.**

جدول ۵ آزمون هاسمن انجام شده برای تعیین مدل آثار تصادفی در مقابل مدل آثار ثابت						
مدل	فرضیه صفر ( $H_0$ )	نام آزمون	آماره $\chi^2$	احتمال	نتیجه	نوع اثر
۱	استفاده از روش آثار تصادفی	هاسمن	۹/۷۵	۰/۲۰۳	تایید فرضیه صفر	آثار تصادفی
۲	استفاده از روش آثار تصادفی	هاسمن	۹/۷۵	۰/۲۰۳۴	تایید فرضیه صفر	آثار تصادفی

منبع: محاسبات محقق

با توجه نتایج جدول ۵ حاصل از آزمون هاسمن قبل از آزمون مدل ها می توان دریافت که با توجه به مقدار آماره به دست آمده از آزمون و مقدار احتمال حاصل از آزمون در مدل ها بیشتر از ۰/۰۵ است فرضیه صفر آزمون تایید شده یعنی ارجحیت مدل آثار تصادفی مورد قبول واقع شده و به عبارتی روش مدل آثار تصادفی در سال - شرکت های مورد بررسی پذیرفته می شود.

همان گونه که در فصل سوم تشریح شد به منظور آزمون فرضیه اول تحقیق از مدل رگرسیونی (۱) استفاده می شود. پس از تایید مدل پانل لجستیک با روش آثار تصادفی با توجه به آزمون های انجام شده، مدل رگرسیونی مورد نظر برآورد می شود. جدول شماره ۶ برآورد رگرسیون مدل فوق را ارائه نموده است. در مدل زیر جهت بررسی فرضیه اول تحقیق بایستی ضریب  $\beta_1$  در سطح خطای پنج درصد معنی دار باشد تا بتوان ادعا نمود این فرضیه برقرار است. جهت آزمون فرضیه اول بر اساس روش پژوهش کنگ و همکاران (۲۰۲۳)، از مدل رگرسیونی چندگانه زیر بهره گرفته خواهد شد.

جدول ۶ برآورد مدل شماره ۱ با استفاده از روش پانل لجستیک با آثار تصادفی					
Investment it = $\beta_0 + \beta_1$ Dividends it + $\beta_2$ Size it + $\beta_3$ Dual it + $\beta_4$ Indratio it + $\beta_5$ Institutions it + $\beta_6$ TOP it + $\beta_7$ LEV it + $\beta_8$ CFO it + $\beta_9$ Tobinq it + $\epsilon$ it					
نماد متغیر	نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره Z	مقدار احتمال
C	مقدار ثابت معادله	۲/۹۰۶	۱/۰۵۵	۲/۷۵	۰/۰۰۶
Dividends	سود تقسیمی	۱/۰۴۴	۴/۱۶۵	۰/۲۷	۰/۰۰۹
SIZE	اندازه	۰/۰۰۸	۰/۰۷۰	۰/۱۲	۰/۹۰۴
Dual	دوگانگی نقش	-۳/۴۲۰	۱/۰۰۵	-۳/۴۰	۰/۰۰۱
Indratio	استقلال هیئت مدیره	-۱/۲۸۸	۶/۶۷۱	-۰/۱۹	۰/۸۴۷
Institutions	سهامدار نهادی	۰/۲۴۳	۰/۳۵۸	۰/۶۸	۰/۴۹۷
TOP	بزرگ ترین سهامدار	-۰/۰۲۸	۰/۳۳۴	-۰/۰۸	۰/۹۳۳
LEV	اهرم مالی	-۲/۵۰۰	۰/۵۵۵	-۴/۵۰	۰/۰۰۰
CFO	وجه نقد عملیاتی	-۳/۱۹۴	۰/۶۱۸	-۵/۱۷	۰/۰۰۰
Tobinq	کیوتوبین	-۰/۲۳۶	۰/۱۲۵	-۱/۸۹	۰/۰۵۹
	آماره LR	۲۳/۷۶	احتمال آماره LR		۰/۰۰۰

منبع: محاسبات محقق

فرضیه اول تحقیق بیان می کند: «بین تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری رابطه معنی داری وجود دارد» پس از تایید مدل روش پانل لجستیک با آثار تصادفی مدل رگرسیونی مورد نظر برآورد شد. جهت آزمون ادعای مطرح شده در فرضیه اول از ضریب  $\beta_1$  در متغیر (Dividends) استفاده می شود اگر این ضریب در سطح خطای پنج درصد معنی دار باشد فرضیه اول تحقیق مورد تایید واقع می گردد. نتایج نشان داد در سطح خطای پنج درصد (۰/۰۰۹)

(p: بین تقسیم سود با نماد (Dividends) با ضریب  $(\beta_1: 1/0.44)$  به عنوان متغیر مستقل و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری با نماد (Investment) به عنوان متغیر وابسته رابطه معنی داری وجود دارد و با توجه به پیش فرض مورد نظر فرضیه اول تحقیق مورد پذیرش واقع می گردد.

آزمون فرضیه دوم تحقیق: همان گونه که در فصل سوم تشریح شد به منظور آزمون فرضیه دوم تحقیق از مدل رگرسیونی (۲) استفاده می شود. پس از تایید مدل پانل لجستیک با روش آثار تصادفی با توجه به آزمون های انجام شده، مدل رگرسیونی مورد نظر برآورد می شود. جدول شماره ۷ برآورد رگرسیون مدل فوق را ارائه نموده است. در مدل زیر جهت بررسی فرضیه دوم تحقیق بایستی ضریب  $\beta_1$  در سطح خطای پنج درصد معنی دار باشد تا بتوان ادعا نمود این فرضیه برقرار است. جهت آزمون فرضیه دوم بر اساس روش پژوهش کنگ و همکاران (۲۰۲۳)، از مدل رگرسیون چندگانه زیر بهره گرفته خواهد شد.

جدول ۷ برآورد مدل شماره ۲ با استفاده از روش پانل لجستیک با آثار تصادفی					
Investment it = $\beta_0 + \beta_1 \text{Dividends it} + \beta_2 \text{PR it} + \beta_3 \text{Dividends it} \times \text{PR it} + \beta_4 \text{Size it} + \beta_5 \text{Dual it} + \beta_6 \text{Indratio it} + \beta_7 \text{Institutions it} + \beta_8 \text{TOP it} + \beta_9 \text{LEV it} + \beta_{10} \text{CFO it} + \beta_{11} \text{Tobinq it} + \varepsilon$					
نماد متغیر	نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره Z	مقدار احتمال
C	مقدار ثابت معادله	-۲/۹۰۶	۱/۰۵۵	-۲/۷۵	۰/۰۰۶
Dividends	سود تقسیمی	۱/۶۸۷	۲/۵۲۶	۰/۶۶	۰/۰۰۰
PR	مالکیت دولتی	۱/۲۴۳	۳/۳۵۸	۰/۶۸	۰/۰۰۰
Dividends×PR	برهمکنش مالکیت و سود تقسیمی	۱/۲۰۲	۲/۳۳۰	۰/۶۱	۰/۰۰۱
SIZE	اندازه	-۰/۰۰۸	۰/۰۷۰	-۰/۱۲	۰/۹۰۴
Indratio	استقلال هیئت مدیره	-۰/۱۱۵	۰/۲۸۷	-۰/۴۰	۰/۶۸۷
Institutions	سهامدار نهادی	-۰/۴۷۳	۰/۳۲۸	-۱/۴۴	۰/۱۵۰
TOP	بزرگ ترین سهامدار	۰/۰۲۸	۰/۳۳۴	۰/۰۸	۰/۹۳۳
LEV	اهرم مالی	۲/۵۰۰	۰/۵۵۵	۴/۵۰	۰/۰۰۰
CFO	وجه نقد عملیاتی	۳/۱۹۴	۰/۶۱۸	۵/۱۷	۰/۰۰۰
Tobinq	کیوتوبین	۰/۲۳۶	۰/۱۲۵	۱/۸۹	۰/۰۵۹
LR آماره		۱۶/۳۲	احتمال آماره LR		
منبع: محاسبات محقق					

فرضیه دوم تحقیق بیان می کند: «مالکیت دولتی رابطه بین تقسیم سود و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری را تعدیل می کند» پس از تایید مدل روش پانل لجستیک با آثار تصادفی مدل رگرسیونی مورد نظر برآورد شد. جهت آزمون ادعای مطرح شده در فرضیه دوم از ضریب  $\beta_3$  در متغیر (Dividends×PR) استفاده می شود اگر این ضریب در سطح خطای پنج درصد معنی دار باشد فرضیه دوم تحقیق مورد تایید واقع می گردد. نتایج نشان داد در سطح خطای پنج درصد (p: ۰/۰۰۱) بین مالکیت دولتی و تقسیم سود با نماد (Dividends×PR) با ضریب  $(\beta_3: 1/2.02)$  به عنوان متغیر مستقل و کارایی سرمایه گذاری در گروه های تجاری با نماد (Investment) به عنوان متغیر وابسته رابطه معنی داری وجود دارد و با توجه به پیش فرض مورد نظر فرضیه دوم تحقیق مورد پذیرش واقع می گردد.

## بحث و نتیجه گیری

این مطالعه شواهدی را ارائه می دهد که سیاست تقسیم سود شرکت‌های دارای مالکیت دولتی را با کارایی سرمایه گذاری وابسته به گروه مرتبط می کند. یافته های نشان داد که اجرای سیاست تقسیم سود، که باعث می شود دولت از شرکت‌های تحت مالکیت خود، سود سهام برداشت کند، می تواند کارایی سرمایه گذاری را بهبود بخشد. استدلال بر این است که سیاست با تخصیص مجدد منبع در گروه تجاری و انتقال جریان نقدی اضافی از شرکت های عضو با فرصت سرمایه گذاری کم، کارایی سرمایه گذاری را بهبود می بخشد. اجرای این سیاست بیشترین تأثیر خود را بر شرکت هایی دارد که مشکلات نمایندگی جدی تری دارند. علاوه بر این، تجزیه و تحلیل ها از تأثیر اجرای سیاست تقسیم سود شرکت‌های دارای مالکیت دولتی بر کارایی سرمایه گذاری وابسته به گروه و اثرات آن برای شرکت‌های مختلف باید مورد توجه تنظیم کننده ها و سرمایه گذاران باشد. برای تنظیم کننده ها، تأیید می شود که این برنامه می تواند کارایی سرمایه گذاری شرکت‌های تحت مالکیت دولت و وابسته به گروه را بهبود بخشد و درجه بهبود را با نسبت سود تقسیمی افزایش دهد، که بر اهمیت تعیین سهم سود مناسب تأکید دارد. با توجه به نقش مهم گروه تجاری در بیشتر اقتصادهای نوظهور (کلاسنس و همکاران، ۲۰۰۶؛ خانا و یافه، ۲۰۰۷؛ فانگ و همکاران، ۲۰۱۷)، اعتقاد بر این است که این یافته ها می تواند بینش های عمیقی را به سایر بازارهای نوظهور ارائه دهد. برای سرمایه گذاران، شواهدی ارائه گردید که نشان می دهد خروج نقدینگی از شرکت های بورسی همیشه به معنای سلب مالکیت سهامداران کنترل کننده نیست، بلکه می تواند کارایی سرمایه گذاری را نیز ارتقا دهد، به ویژه زمانی که شرکت های فهرست شده فرصت های سرمایه گذاری خوبی ندارند. مطابق دیدگاه چئونگ و همکاران (۲۰۱۱)، تقسیم سود حداقل به دو طریق بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر اول دارد. اول اینکه، مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه موجب محدودیت در تامین منابع خارجی می شود. در بازارهای ناقص، شرکت ها اغلب در دسترسی به وجوه خارجی دچار محدودیت هستند. در نتیجه تامین مالی از منابع خارجی همیشه سطح مطلوب سرمایه گذاری را در پی ندارد. با این وجود، شرکت هایی با پرداخت مناسب تقسیم سود می توانند تضاد منافع بین دارندگان اوراق بهادار و سهامداران را کاهش دهند و از این طریق کارایی سرمایه گذاری را بهبود بخشند (مایرز، ۱۹۷۷). دوم، در پاسخ به مشکلات نمایندگی، جنسن (۱۹۸۶)، اظهار می دارد که مدیران تمام وجوه نقد را برای سرمایه گذاری در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی مصرف می کنند. براساس تئوری نمایندگی، شرکت ها با فرصت های سرمایه گذاری مطلوب و با جریان های نقد بالا، پروژه های سرمایه گذاری را بدون نیاز به بازار ها سرمایه خارجی تامین مالی می کنند. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی می تواند مدیران را مجبور کند تا پروژه های با ارزش خالص مثبت را رها کنند و سرمایه گذاری کمتر از حد انجام دهند، زیرا مدیران از فرصت های سرمایه گذاری کمتر از حد انجام دهند، زیرا مدیران از فرصت های سرمایه گذاری مطلوب آگاهی دارند، در حالیکه سرمایه گذاران از این فرصتها اطلاع کافی ندارند، در نتیجه شرکت ها ممکن است دچار سرمایه گذاری کمتر از حد شده و پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت را رد کنند (چان و همکاران، ۲۰۱۶). بنابراین سود سهام پرداختی به دلیل نقش نظارتی خود موجب کاهش تضاد منافع و در نهایت بهبود کارایی سرمایه گذاری می شود.

بطور کلی می توان گفت که ساختار مالکیت مطلوب می تواند باعث کاهش هزینه های نمایندگی در گزارشگری مالی می شود (میترا و همکاران، ۲۰۰۷). یکی از ویژگی های مهم شرکت های دارای مالکیت دولتی این است که حق کنترل نهایی بر عهده دولت است. ارتباطات ذاتا سیاسی با دولت موجب می شود که دولت ها برای دریافت کمک مالی از بانک ها به راحتی دست یابند. محققان استدلال می کنند که ارتباطات سیاسی، محدودیت های بانک ها را در مورد هزینه سرمایه یا نیازهای نقدینگی در هنگام صدور وام کاهش می دهد. مزایای مالی براساس ارتباطات انحصاری و سیاسی، نیازهای مالی شرکت های دولتی را کاهش می دهد و سرمایه گذاران را در بازار سهام به آسانی نادیده می گیرد. از این دیدگاه، شرکت های دولتی کمتر احتمال دارند که برای همسویی با سرمایه گذاران، افشای اطلاعات را تغییر دهند. برای مدیران

شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، دولت - و نه سرمایه‌گذاران - مهمترین سهامدار است. از این دیدگاه، همچنین می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌های دارای مالکیت دولتی کمتر تصمیم‌می‌گیرند افشای خود را به سرمایه‌گذاران ارائه دهند. با وجود فشار کم در بازار رقابتی آزاد، شرکت‌های دارای مالکیت دولتی فشار منحصر به فرد خود را تحمل می‌کنند. نخست، بسیاری از شرکت‌های دارای مالکیت دولتی گروه‌های بزرگی هستند و نفوذ اجتماعی زیادی دارند. در نتیجه، انتظارات اجتماعی سهامداران این شرکت‌ها نسبتاً بالا است و شرکت‌های دارای مالکیت دولتی تحت فشار بیشتری قرار دارند.

به طور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم، نشان دهنده یک سیاست تقسیم سود شرکت است (کوپر و ایچیری، ۱۹۸۳؛ مانیلی و اوزکان، ۲۰۰۶). چان و همکاران (۲۰۱۶)، نشان می‌دهند پرداخت سود سهام می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد، بویژه می‌تواند سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش دهد. کیم و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهشی نشان دادند که پرداخت سود سهام کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش و خطر سقوط قیمت سهام را از طریق محدود کردن عدم انتشار اخبار بد کاهش می‌دهد. همچنین آنها نشان دادند که پرداخت سود سهام موجب کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شود. لی و همکاران (۲۰۱۷)، شواهدی را در مورد حمایت از انتظارات بازار از هزینه‌های نظارتی مرتبط با حساسیت برای شرکت‌های دارای مالکیت دولتی پیدا کرده‌اند. برای شرکت‌های دارای مالکیت دولتی در بورس، سیاست پرداخت سود توسط مجمع عمومی سهامداران و هیئت مدیره تعیین می‌شود که معمولاً با عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورسی مرتبط است (والکتر و همکاران، ۲۰۱۷). بر اساس تئوری بازار سرمایه داخلی، تصمیم‌گیری شرکت وابسته در داخل گروه نه تنها تحت تأثیر ویژگی‌های خود، بلکه تحت تأثیر شرایط مالی سایر شرکت‌های وابسته یا شرکت‌های مادر در گروه قرار می‌گیرد (بچاک و همکاران، ۲۰۲۰). در این خصوص کنگ و همکاران (۲۰۲۳)، اطلاعات شرکت‌های مادر را که از سال ۲۰۰۷ تحت تأثیر سیاست تقسیم سود قرار گرفته‌اند، جمع‌آوری نمودند. سپس، فایل‌های دولتی و زنجیره مالکیت افشا شده در گزارش سالانه شرکت‌های فهرست شده را بررسی تا فهرستی از شرکت‌های دولتی فهرست‌شده تحت کنترل آن‌ها را پایش نمایند. این محققین از رویکرد برای تجزیه و تحلیل تأثیر این سیاست بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با یک دوره نمونه در ۲۰۰۴-۲۰۱۷ بهره گرفتند. اول، دریافتند که با اجرای این خط‌مشی، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های وابسته به گروه که توسط شرکت‌های دولتی مادر کنترل می‌شوند، به طور قابل‌توجهی بهبود می‌یابد. همچنین از یک رویکرد پویا برای بررسی اینکه آیا شرکت‌ها، روندهای موازی در کارایی سرمایه‌گذاری را قبل از شروع سیاست تجربه کرده‌اند یا خیر، استفاده نمودند. همچنین دریافتند که بهبود کارایی سرمایه‌گذاری عمدتاً در شرکت‌های دولتی فهرست شده وجود دارد که توسط شرکت‌های دولتی مادر کنترل می‌شوند که نسبت سود بازده آنها برابر یا بیشتر از ۱۵ درصد است (کنگ و همکاران، ۲۰۲۳). این تحقیق به بررسی کارایی تخصیص سرمایه در گروه‌های تجاری می‌پردازد که شرکت‌های مادر شوک‌های نامطلوبی را در جریان نقدی خود تجربه می‌کنند. با استفاده از روش شبه تجربی، این مطالعه نشان می‌دهد که زمانی که شرکت‌های دارای مالکیت دولتی مادر ملزم به پرداخت سود سهام هستند، به طور قابل‌توجهی بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در آن‌ها مشاهده می‌گردد. یک مکانیسم قابل قبول این است که شوک‌های نقدی نامطلوب شرکت‌های دارای مالکیت دولتی مادر می‌تواند تخصیص مجدد منابع را از طریق تراکنش‌های اشخاص مرتبط در یک گروه تجاری با انگیزه فرصت سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای مالکیت دولتی مادر فهرست شده به جای رفتار چانه زنی شرکت‌های اصلی تسهیل کند. یافته‌ها برای شرکت‌هایی با مشکلات نمایندگی جدی‌تر مشخص‌تر است. به طور کلی، ارزیابی تجربی پیامدهای اقتصادی سیاست تقسیم سود را از نظر کارایی سرمایه‌گذاری یک شرکت در یک گروه تجاری دولتی ارائه خواهد شد.

با توجه به نتایج فرضیه اول پژوهش پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران در موقع سرمایه گذاری در سهام شرکتها به میزان سود سهام پرداختنی توجه کنند، زیرا پرداخت سود به شرکتها کمک میکند تا از پروژه های مطلوب حمایت کنند. همچنین به سرمایه گذاران پیشنهاد میشود که وضعیت وابستگی به گروه تجاری در تصمیمات سرمایه گذاری خود ملاک و مورد توجه قرار دهند. پیشنهاد می شود با توجه به نقش تاثیرگذار مالکیت دولتی در شرکت های وابسته به گروه تجاری سازمان بورس اوراق بهادار تهران ساز و کاری را برای شرکت های تحت مالکیت دولت از برنامه های سیاسی، یعنی مسائل اشتغال و توسعه اجتماعی انگیزه دریافت می کنند و بوروکراسی های دولتی سیاست های آنها را تنظیم و تعدیل می کنند. پیشنهاد می شود سرمایه گذاران در زمان خرید سهام به نوع مالکیت شرکت ها توجه داشته باشند. پیشنهاد می شود اعتبار دهندگان، بانک و موسسات مالی و اعتباری در زمان اعطای تسهیلات بر سطح مالکیت شرکت ها توجه داشته باشند. نتایج حاصل از این بررسی گواه این موضوع بود که مالکیت دولتی بر کارایی سرمایه گذاری شرکت های دارای واحد وابسته تاثیر معنی دار دارد.

محدودیت های زیر در راستای پژوهش حاضر قابل ذکر است. نتایج حاصل از تحقیق حاضر فقط قابل تعمیم به شرکت های بورسی است. لذا تعمیم نتایج به شرکت های خارج از بورس باید با احتیاط صورت پذیرد. بازه زمانی این پژوهش محدود می باشد که تعمیم نتایج به بازه زمانی بزرگ تر منجر به افزایش سطح تعداد مشاهدات خواهد شد و ممکن است نتایج فرضیه های پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد.

## منابع

- ✓ انواری رستمی، علی اصغر، تجویدی، الناز، جهانگرد، میثم، (۱۳۹۴)، تاثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه گذاری. پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۵، شماره ۴، صص ۱۰۹-۱۳۰.
- ✓ ثقفی، علی، معتمدی فاضل، مجید، (۱۳۹۰)، رابطه ی میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های با امکانات سرمایه گذاری بالا، مجله پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۴، صص ۱-۱۴.
- ✓ جعفری سرشت، داوود، (۱۳۸۹)، بررسی ترکیب مطلوب سهامداری در بازار سرمایه، گزارش پژوهشی مدیریت توسعه و مطالعات اسلامی بورس اوراق بهادار تهران.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد، اسکندر، هدی، (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- ✓ خدای پور، احمد، رحیمی، علیرضا، فروغی، عارف، (۱۳۹۹)، بررسی تاثیر توانایی مدیریتی بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه گذاری. مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۳۱، صص ۱۱۱-۱۳۴.
- ✓ خدای پور، احمد، پناهی گنهرانی، رقیه، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر محافظه کاری حسابداری بر کارایی سرمایه گذاری با لحاظ عدم تقارن اطلاعاتی. پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۹، شماره ۳، صص ۹۱-۱۱۰.
- ✓ دهقان، فاطمه، پورحیدری، امید، خدای پور، احمد، (۱۴۰۱)، تأثیر کیفیت پیش بینی مدیریت بر کارایی سرمایه گذاری با در نظر گرفتن نقش ساختار مالکیت. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۴، شماره ۵۳، صص ۵۱-۷۶.
- ✓ عرب پور دزگیر، پروین، (۱۴۰۱)، بررسی رابطه ارزش شرکت بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس بین المللی مدیریت، مهندسی صنایع، حسابداری و اقتصاد.
- ✓ فضل زاده، علیرضا، محمدزاده، پرویز، طهبازهندی، علی، (۱۳۸۸)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک صنعت. فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۷، صص ۱۸-۳۲.

- ✓ مختاری، حسین، (۱۳۹۹)، تأثیر خطای پیش بینی مدیریت بر کارایی سرمایه گذاری شرکت. چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، شماره ۲۷، صص ۴۷-۶۲.
- ✓ مشایخ، شهناز، پارسایی، منا، کرانی، اکرم، (۱۴۰۰)، رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با کیفیت اطلاعات حسابداری و گزارش حسابرس. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۵۱، صص ۴۱-۶۴.
- ✓ Almeida, H., Kim, C.S., Kim, H.B., 2015. Internal capital markets in business groups: evidence from the Asian financial crisis. *J. Financ.* 70, 2539–2586.
- ✓ Baek, J.S., Kang, J.K., Park, K.S., 2004. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *J. Financ. Econ.* 71 (2), 265–313.
- ✓ Buchuk, D., Larrain, B., Prem, M., Urzúa Infante, F., 2020. How do internal capital markets work? Evidence from the great recession. *Rev. Finan.* 24 (4), 847–889.
- ✓ Caporale, G. M., P. G. Howelles, and A. M. Soliman, 2004, Stock market development and economic growth: causal linkage, *Journal of Economic Development* 29(1), 33–50.
- ✓ Chan, R. Song, B. , & Fan, L. (2016). *Dividend policy and Investment Efficiency the Changes of the Mandatory*. Hong Kong Baptist University.
- ✓ Cheung, W.M., and Im, H.J., and Selvam, S. (2022). *Stock Liquidity and Investment Efficiency: Evidence From Two Quasi-Natural Experiments in China* . <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3966116>
- ✓ Cheung, Y. Stouraitis, A. Tan, W. (2011) , *Corporate Governance, Investment, and Firm Valuation in Asian Emerging Markets*, *Journal of International Financial Management & Accounting* 22: 3.
- ✓ Cooper, W, and Ijiri, Y. (1983). *Kohler’s Dictionary for Accountants*. Sixth edition Prentice-Hall.
- ✓ Fama, E. F., and M. C. Jensen, 1983, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26(2), 301–326.
- ✓ Fang, J., Pittman, J., Zhang, Y., Zhao, Y., 2017. Auditor choice and its implications for group-affiliated firms. *Contemp. Account. Res.* 34 (1), 39–82.
- ✓ Grossman, S. and Hart, O. (1980), “Disclosure laws and take-over bids”, *The Journal of Finance*, Vol. 35 No. 2, pp. 323-334.
- ✓ Houston, J.F., Jiang, L., Lin, C. and Ma, Y.U.E. (2014), “Political connections and the cost of bank loans”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 52 No. 1, pp. 193-243.
- ✓ Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow , *Corporate Finance* , and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2) , 323-329.
- ✓ Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E., 2000a. Corporate governance in the Asian financial crisis. *J. Financ. Econ.* 58 (1–2), 141–186.
- ✓ Khwaja, A.I. and Mian, A. (2005), “Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120 No. 4, pp. 1371-1411.
- ✓ Kim, J. B. Luo, L. Xei, H. (2016). *Dividend Payments and Stock Price Crash Risk*, available in: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- ✓ Kong, D., Ji, M., & Liu, L. (2023). Mandatory dividend policy and investment efficiency within state-owned business groups, *Pacific-Basin Finance Journal*, 77, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101910>.
- ✓ Li, H. and Zhou, L.-A. (2005), “Political turnover and economic performance: the incentive role of personnel control in China”, *Journal of Public Economics*, Vol. 89 Nos 9/10, pp. 1743-1762.
- ✓ Lin, C., Liu, H., Ni, C., Zhang, B., 2022. State controlling shareholders and payout policy. *J. Financ. Quant. Anal.* 1–48. <https://doi.org/10.1017/S0022109022001132>

- ✓ Malmendier, U., and G. Tate, 2008, Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction, *Journal of Financial Economics* 89(1), 20–43.
- ✓ Mancinelli, L, and Ozkan, A. (2006). Ownership structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms. *The European journal of Finance*. 12 (3): 265-282.
- ✓ Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of business*, 34 (4): 411-433.
- ✓ Mitra, S., Hossain, M., and Deis, D. (2007). The Empirical Relationship between Ownership Characteristics and Audit Fees. *Review Of Quantitative Finance And Accounting*, 28, 257-285.
- ✓ Peng, W.Q., Wei, K.J., Yang, Z., 2011. Tunneling or propping: evidence from connected transactions in China. *J. Corp. Finan.* 17 (2), 306–325.
- ✓ Quah, H., Haman, J., & Naidu, D. (2020). The effect of stock liquidity on investment efficiency under financing constraints and asymmetric information: Evidence from the United States. *Accounting & Finance*. doi:10.1111/acfi.12656 (<https://doi.org/10.1111/acfi.12656>)
- ✓ Richardson, S., 2006. Over-investment of free cash flow. *Rev. Acc. Stud.* 11 (2–3), 159–189.
- ✓ Santioni, R., Schiantarelli, F., Strahan, P.E., 2020. Internal capital markets in times of crisis: the benefit of group affiliation. *Rev. Finan.* 24, 773–811.
- ✓ Shleifer, A., and R. Vishny (1997). A survey of Corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-775.
- ✓ Verdickt, G., Annaert, J., Deloof, M., 2019. Dividend growth and return predictability: a long-run re-examination of conventional wisdom. *J. Empir. Financ.* 52, 112–127.
- ✓ Welker, M., Ye, K., Zhang, N., 2017. (Un) intended consequences of a mandatory dividend payout regulation for earnings management: evidence from a natural experiment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 32 (4), 510–535.