



بررسی تأثیر ساختار مالکیت، نگهداشت وجه نقد و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بر سیاست‌گذاری تقسیم سود

کتایون چوگان

دانشجوی کارشناسی ارشد گروه حسابداری موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی هشت بهشت، اصفهان، ایران

احسان کمالی

استادیار، گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی هشت بهشت، اصفهان، ایران

استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه ازاد اسلامی واحد نجف‌آباد، اصفهان، ایران

چکیده

سیاست تقسیم سود یکی از مواردی است که تحت تأثیر ساختار مالکیت قرار دارد. تئوری‌های موجود از ارتباط بین ساز و کارهای ساختار مالکیت و رفتار سود سهام به علت مشکلات موجود در نمایندگی‌ها خبر می‌دهند و از آنجایی که ساختار مالکیت، ابزاری برای ایجاد توازن بین سهامداران و مدیریت است و سبب کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود و این احتمال که مدیران، سیاست تقسیم سود کمتر از حد مطلوب را در پیش گیرند، می‌تواند میزان مشکلات را کم می‌کند. در پژوهش پیش‌رو بررسی تأثیر ساختار مالکیت، نگهداشت وجه نقد و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بر سیاست‌گذاری تقسیم سود انجام شده است. نوع و روش پژوهش کاربردی می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بودند که اطلاعات مالی مربوط به دوره پنج ساله (۱۳۹۷-۱۳۹۳) مورد بررسی آنها موجود است. از آنجا که روش نمونه‌گیری در این پژوهش سامانمند بود، شرکتهایی به عنوان نمونه انتخاب شدند که واجد شرایط بودند و بر این اساس ۱۸۹ شرکت انتخاب شدند. همچنین جهت جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها، داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار ایران استخراج شد. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چندمتغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد که نگهداشت وجه نقد، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری، تمرکز بالای مالکیت، مالکیت مدیران شرکت و همچنین مالکیت توسط سهامداران نهادی بر تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد. از طرفی مالکیت دولتی بر تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت ندارد.

کلیدواژه‌ها: ساختار مالکیت، نگهداشت وجه نقد، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری، سیاست تقسیم سود



مقدمه

سود تقسیمی به واسطه عینیت و ملموس بودن از جایگاه ویژه‌ای نزد مالکان شرکت برخوردار است و سرمایه‌گذاران شرکت با هدف آگاهی از توان ایجاد نقدینگی و توزیع آن بین سهامداران، علاقه ویژه‌ای به این مقوله دارند. از این رو بخشی از توان و توجه مدیران شرکت‌ها معطوف به مقوله‌ای است که از آن به عنوان سیاست تقسیم سود یاد می‌شود. اکنون با این نگاه بررسی تاثیر ساختار مالکیت، نگهداشت وجه نقد و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بر سیاست‌گذاری تقسیم سود مد نظر می‌باشد. سیاست تقسیم سود یکی از مباحث مهم و سؤال برانگیز در مدیریت مالی است که تا کنون راه حل مشخصی برای آن ارائه نشده است، تا جایی که از آن به عنوان معمای سود سهام یاد می‌شود. به رغم این که پرداخت سود تقسیمی مستقیماً سهامداران را بهره‌مند می‌سازد، توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره‌گیری از فرصت‌های رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. (Baker and Paul, 2015)

نتایج مطالعات تجربی در این زمینه نشان می‌دهند که افزایش سود سهام شرکت‌ها، قیمت سهم را بالا می‌برد. این مطالعات، دلایل مختلفی را برای رفتار سود سهام، بیان نموده‌اند. در مقابل ادعای این گروه مطالعات، پژوهش میلر و مودیگلیانی نشان داد که سیاست تقسیم سود در تسهیم ارزش در بازارهای سرمایه‌کارا و کامل، قلمی نامربوط می‌باشد (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۵). همچنین، سیاست تقسیم سود یکی از مواردی است که تحت تأثیر ساختار مالکیت قرار دارد. از آن جایی که ساختار مالکیت، ابزاری برای ایجاد توازن بین سهامداران و مدیریت است و سبب کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود و این احتمال که مدیران، سیاست تقسیم سود کمتر از حد مطلوب را در پیش گیرند، می‌تواند میزان مشکلات را کم می‌کند. بنابراین، انتظار می‌رود ساختار مالکیت شرکتی بر تقسیم سود تأثیر داشته باشد و از طرفی بیشینه کردن ارزش شرکت، مستلزم به کارگیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و مخاطره (ریسک) متناسب است و همچنین پایه‌ای ترین رکن بحث ساختاری، اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت و بیشینه کردن ارزش شرکت است. از این رو، با توجه به نقش ساختار مالکیت در مدیریت بهینه شرکت و وضعیت مالی آن یکی از مقولات مهم در راستای این امر، آگاهی از ساختار ساختار مالکیت است (قهرودی و فخراهی، ۱۳۹۷).

از طرفی یکی از مهمترین بحث‌های یک شرکت، سطح نگهداشت وجه نقد و ریسک اعتباری آن واحد است که نقش قابل توجهی در رشد و بقای شرکت ایفا می‌کند. تعادل در دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری خصوصاً دارایی‌های نقدی و بدهی‌های کوتاه مدت از اهمیت خاصی برخوردار است به طوری که تصمیم‌گیری در مورد یکی بر روی دیگری تاثیر زیادی می‌گذارد (Drobotz et al, 2011). نکته‌ی قابل اهمیت دیگر در زمینه‌ی سود دهی معطوف به بحث سرمایه‌گذاری و توجه به کارایی و یا ناکارآمدی آن می‌باشد. سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب ماندگی، مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، از اهمیت فراوانی برخوردار گردد. (صیادی و همکاران، ۱۳۹۸). با توجه به این ملاحظات، مساله اساسی مطالعه حاضر این است که به کمک مستندات تاثیر ساختار مالکیت، نگهداشت وجه نقد بهینه و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری، بر سیاست‌گذاری تقسیم سود دهی در شرکت‌های وابسته به بورس مورد ارزیابی قرار گیرد.

هدف کلی این پژوهش بررسی تاثیر ساختار مالکیت، نگهداشت وجه نقد بهینه و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بر سیاست‌گذاری تقسیم سود در شرکت‌های وابسته به بورس در شهر تهران می‌باشد. و اهداف زیر به این واسط دنبال میشوند:

- ۱) بررسی تاثیر نگهداشت وجه نقد بر تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- ۲) بررسی تاثیر ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بر تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- ۳) بررسی تاثیر تمرکز بالای مالکیت بر تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران



- ۴) بررسی تاثیر مالکیت دولتی بر تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
۵) بررسی تاثیر مالکیت مدیران شرکت بر تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
۶) بررسی تاثیر مالکیت سهامداران نهادی بر تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مبانی تحقیق

بحث درباره سیاست تقسیم سود برای نخستین بار از سوی میلر و مودیلیانی^۱ (۱۹۹۱) ارائه شد. به عقیده ی آنها در بازار سرمایه کامل، بین سیاست تقسیم سود و ارزش بازار سهام شرکت ها هیچ ارتباطی وجود ندارد. در بازار سرمایه کامل، ارزش شرکت تنها به جریانان نقدی آینده بستگی دارد که ناشی از سرمایه گذاری های انجام شده است. از طرفی دیگر، پژوهش های زیادی در زمینه خط مشی تقسیم سود در ادبیات مالی صورت گرفته است؛ اما تاکنون به طور کامل به این موضوع پاسخ داده نشده، که چرا شرکت ها سودشان را توزیع می کنند یا اینکه چرا، سرمایه گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. از این مسئله به عنوان "معمای تقسیم سود" در ادبیات مالی یاد شده است (پورحیدری و دلدار، ۱۳۹۱). تصمیمات مربوط به پرداخت سود سهام یکی از مؤلفه های اساسی سیاست های شرکت و به عنوان یکی از جذابیت های تاریخچه مالی مورد مشاهده قرار گرفته است. سود سهام، پاداشی برای سهامداران جهت سرمایه گذاری و تحمل ریسک بوده و به عوامل گوناگونی بستگی دارد. مهم ترین عوامل تعیین کننده سطح سود، محدودیت های مالی، فرصت های سرمایه گذاری، اندازه شرکت، فشار سهامداران و قوانین مصوب می باشد. درک و فهم عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود علاوه بر حفظ منافع سرمایه گذاران، باعث رشد و شکوفایی شرکت و نهایتا افزایش امکان سودآوری و جلب رضایت سهامداران از سیاست های شرکت می شود (خدای و همکاران، ۱۳۹۲).

عوامل متعددی در سطح نگهداشت وجه نقد توسط شرکت ها تاثیر گذارند. یکی از این عوامل انگیزه انجام معاملات است. شرکت ها سعی می کنند یک سطح مکفی از وجه نقد را به منظور انجام معاملات و به منظور اجتناب از هزینه های معاملاتی مرتبط با تبدیل دارایی های مالی غیر نقد به دارایی های نقد تبدیل کنند. عامل تاثیر گذار دیگر انگیزه ی احتیاطی است. بعبارتی مدیران بدنبال نگهداری وجه نقد به منظور کاهش ریسک شرکت و افزایش اختیارات و آزادی عمل خود می باشند. علیرغم این که شواهد تجربی انگیزه معاملاتی را دلیل نگهداری وجه نقد در شرکت ها می دانند اما افزایش سطح نگهداری وجه نقد در سالهای اخیر بیش تر تحت تاثیر انگیزه احتیاطی شرکت ها قرار گرفته است. شرکت ها سعی دارند با بالا بردن میزان نقدینگی خود، از افزایش ریسک رقابت و کوتاهی در انجام سرمایه گذاری های مورد نیاز جلوگیری نمایند. (باتس و همکاران، ۲۰۰۹)

ساختار مالکیت در ادبیات حاکمیت شرکتی دارای یک جایگاه هسته ای و مشخص است. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت هاست. این بعد از حاکمیت، در قالب ابعاد مختلف تعیین کننده نوع مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است. یکی از مهم ترین عوامل تاثیر گذار بر کنترل و اداره شرکت ها ترکیب مالکیت و به خصوص میزان تمرکز مالکیت سهام شرکت ها در دست سهامداران عمده می باشد. چنین سهامدارانی عموما حد قابل توجهی از سهام شرکت را در اختیار دارند که به نوبه خود می توانند اداره شرکت را در دست گیرند. درصد سهام موجود در اختیار سهامداران عمده اعم از اشخاص حقیقی یا حقوقی تمرکز مالکیت نامیده می شود و به طور کلی مالکیت می تواند از توزیع مالکیت در سطح وسیع (وجود تعداد زیادی از سهامداران کوچک) تا مالکیت عمده (وجود تعداد کمی از سهامداران عمده) متنوع باشد. لذا

^۱Miller & Modigliani

^۲Botes et al.



زمانی که مالکیت در دست سهامداران عمده باشد، سیستم کنترل متمرکز خواهد بود و زمانی که مالکیت توزیع شده باشد سیستم کنترل نا متمرکز است. از جمله عواملی که بر تصمیم‌گیری در زمینه انتخاب این نوع ساختارهای مالکیت تاثیر می‌گذارد شامل:

الف - اندازه شرکت: شرکت‌های بزرگ تمایل دارند که مالکیت آنها توزیع شود، زیرا آنها به بودجه‌های بیشتری نیاز دارند.

ب - نوع سهامداران نوع مالکیت: به عنوان مثال سهامداران حقوقی تمایل دارند که دارای مهارت‌های کنترلی و نظارتی بهتری در مقایسه با سهامداران حقیقی باشند.

ج - تعداد سهامداران: هرچه تعداد سهامداران بیشتر باشد مالکیت بین سهامداران متعدد توزیع می‌شود و با کاهش تعداد سهامداران، ترکیب مالکیت به سمت مالکیت عمده سوق پیدا می‌کند.

د - میزان مالکیت سهامداران (تمرکز مالکیت): هر چه میزان مالکیت سهامداران بیشتر باشد، ساختار مالکیت متمرکزتر خواهد شد به عبارتی با افزایش سهم مالکیت سهامداران، مالکیت شرکت در دست یک یا چند سهامدار عمده متمرکز می‌شود (محمدی و همکاران، ۱۳۸۸).

سرمایه‌گذاری فرآیندی استراتژیک و بلندمدت است که در آن تخصیص منابع کلان و قابل توجه مد نظر می‌باشد و از ویژگی‌های مهم آن، بالا بودن ریسک و به تبع آن انتظار کسب بازده بالاست. سرمایه‌گذاری عبارتست از اتخاذ تصمیمی که مدیران از آن برای شناسایی طرح‌هایی که بر ارزش شرکت می‌افزایند استفاده می‌کنند، به عبارت دیگر تهیه بودجه سرمایه‌ای مهم‌ترین وظیفه مدیران مالی و کارکنان شرکت می‌باشد. بودجه سرمایه‌ای عبارتست از مجموعه طرح‌های سرمایه‌گذاری که یک وجه مشترک دارند، یعنی بازده هر یک از این‌ها در دوره‌های بلندمدت (بیش از یک سال به دست می‌آید. شایان توجه است تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه‌ای یک شرکت نخست مسیر استراتژیک آن را مشخص می‌کند، زیرا پیش از آنکه شرکت اقدام به تولید محصولات جدید کند یا خدمات جدید ارائه نماید، یا اینکه وارد بازارهای جدید گردد، می‌باید سرمایه‌گذاری انجام دهد. بنابراین دارای پیامدهای طولانی مدت می‌باشند، تصمیمات سرمایه‌گذاری اثرات قابل ملاحظه‌ای بر تمامی آنچه واحد تجاری می‌تواند در آینده انجام دهد دارند. دوم، نتایج تصمیم‌های بودجه‌بندی سرمایه‌ای برای چندین سال ادامه خواهد داشت، به تبع انعطاف‌پذیری شرکت را کاهش می‌دهد و تغییر دادن سرمایه‌گذاری دشوار است. بدان علت که بازار مورد عمل سرمایه‌گذاری‌ها سازماندهی بیمارگونه داشته و یا اغلب تجهیزات سرمایه‌ای خریداری شده توسط یک واحد تجاری برای تامین مایحتاج خاص آن سرمایه‌گذاری خریداری شده‌اند. سوم، سرمایه‌گذاری ضعیف و ناکارا می‌تواند تبعات مالی جدی داشته باشد. اگر شرکت مبلغ بسیار زیادی را به صورت ناکارا سرمایه‌گذاری کند، شرکت با هزینه‌های استهلاک بالا و سایر هزینه‌های غیر ضروری مواجه خواهد شد. از سوی دیگر، اگر به مقدار کافی سرمایه‌گذاری ننماید، تجهیزات و نرم‌افزارهای کامپیوتری آن ممکن است به حد کافی پیشرفته نباشند تا شرکت بتواند تولید رقابتی نماید. همچنین اگر شرکت ظرفیت کافی نداشته باشد، ممکن است سهم بازار را به شرکت‌های رقیب واگذار نماید، که در آن صورت بازیافتن مشتریان از دست رفته نیاز به هزینه‌های فروش سنگین، کاهش قیمت‌های فروش، یا بهبود محصولات دارد، که هر یک از اینها بسیار پر هزینه می‌باشند (رضایی و همکاران، ۱۳۹۷).

کالارک و همکاران (۲۰۱۹)^۳ به بررسی تاثیر ساختار مالکیت، نگهداشت وجه نقد بهینه و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بر سیاست‌گذاری تقسیم سود پرداختند. در این مطالعه بررسی شد که چگونه تصمیم یک شرکت برای نگه داشتن پول یا سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌تواند بر سیاست پرداخت سود سهام خود در اندونزی تأثیر بگذارد. علاوه بر این، ارتباط بین ساختار مالکیت شرکت و سود سهام نقدی نیز بررسی شد. با استفاده از یک مجموعه داده از شرکتهای فهرست شده اندونزی برای دوره ۱۹۹۵-۲۰۱۶، دریافتیم که نگه



داشتن وجه نقد بهینه تاثیر مثبتی بر پرداخت سود سهام شرکت می‌گذارد. همچنین، دریافتیم که مالکیت خانوادگی، خارجی، ایالتی و نهادی با رابطه سود سهام رابطه منفی دارد و این نشانگر سیگنال‌های سلب مالکیت ثروت بنگاه‌ها توسط سهامداران عمده است. این یافته‌ها فرضیه سلب مالکیت را که معمولاً در بنگاه‌هایی با سطح تمرکز بالاتر اعمال می‌شود و یا در بنگاه‌هایی با شرایط حقوقی ضعیف که توسط سهامداران بزرگ در معرض خطر قرار می‌گیرد را کاملاً پشتیبانی می‌کنند.

فلوراکیس و همکاران^۴ (۲۰۱۵) به بررسی موضوعی با عنوان سیاست‌های تقسیم سود، ساختار مالکیت و تأمین مالی از طریق بدهی، پرداختند و دریافتند که رابطه منفی بین مالکیت مدیران و سود سهام وجود دارد، به خصوص زمانی که مالکیت مدیران در سطوح پایین باشد. با این حال، در سطوح بالایی از مالکیت مدیران، این رابطه به رابطه منفی تبدیل می‌گردد. همچنین بر اساس نتایج پژوهش ماهیت رابطه بین مالکیت مدیران و سیاست‌های تقسیم سود بسیار پیچیده است که این رابطه برای کشورهای مختلف با سطوح محدودیت‌های مالی مختلف نیز متفاوت است.

رضایی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین تغییرات سودآوری و کوتاه‌بینی مدیریت شرکتها پرداختند. در این مطالعه تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین تغییرات سودآوری و کوتاه‌بینی مدیریت شرکتها مورد بررسی قرار گرفت. نمونه آماری مشتمل بر ۱۱۳ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۴ و در مجموع ۵۶۵ شرکت بود. نتایج آزمون‌ها نشان داد، بین تغییرات سودآوری و کوتاه‌بینی مدیریت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، به علاوه ساختار مالکیت نهادی و عدم اطمینان محیطی رابطه بین تغییرات سودآوری و کوتاه‌بینی مدیریت را کاهش می‌دهد، در نهایت نتایج نشان داد که تأثیر مالکیت نهادی و عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین تغییرات سودآوری و کوتاه‌بینی مدیریت در بین شرکت‌های سودآوری و زیان‌ده تفاوت معنی‌داری دارد.

قهرودی و فخرایی (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر بقای شرکتها در بورس اوراق بهادار پرداختند که جامعه آماری، شامل ۴۸۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ است که سرانجام با استفاده از روش حذف نظام مند، تعداد ۲۳۴ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. در این پژوهش، برای تحلیل داده‌ها بهره گرفته شده است. ایویوز و آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون لجستیک و نرم افزار نتایج پژوهش نشان می‌دهد که میان ساختار سرمایه و بقای شرکت‌ها، رابطه معکوس و معنادار وجود دارد. همچنین، مالکیت عمده، تأثیر معکوس بر بقای شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار دارد. نتایج بیانگر تأثیر مثبت و مستقیم مالکیت نهادی بر بقای شرکت‌هاست. بنابراین، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که افزایش بدهی‌های شرکت و مالکیت عمده، موجب افزایش احتمال خروج شرکت از بورس می‌گردد. همچنین، افزایش مالکیت نهادی و قیمت سهام شرکت با کاهش احتمال خروج شرکت از بورس همراه خواهد بود.

هراتمه و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت بر محدودیتهای تأمین مالی پرداختند، هدف از این پژوهش بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت بر محدودیتهای تأمین مالی در بورس اوراق بهادار است. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴ است که بر اساس نمونه‌گیری غوربالگری به روش حذف سیستماتیک، ۱۳۵ شرکت به عنوان نمونه تعیین گردید. نتایج این بررسی نشان داد درصد مالکیت بزرگترین سهامدار بر محدودیتهای تأمین مالی تأثیر معناداری دارد. به عبارتی اثر متغیر درصد سهام نگهداری شده توسط بزرگترین مثبت و معنادار است. همچنین اثر متغیرهای نسبت سهامداران (KZ) سهامدار بر متغیر محدودیتهای تأمین مالی نهادی فعال و غیر فعال بر محدودیتهای تأمین مالی به ترتیب مثبت و منفی است، اما از نظر آماری ضریب متغیر سهامداران نهادی فعال معنادار و ضریب متغیر سهامداران نهادی غیر فعال معنی‌دار نیست. بنابراین افزایش متغیر سهامداران نهادی فعال منجر به افزایش وجه نقد شرکت و در نتیجه

پنجمین کنفرانس بین‌المللی تحقیقات بین‌رشته‌ای در مدیریت، حسابداری و اقتصاد در ایران



کاهش محدودیتهای تأمین مالی خواهد شد. و نهایتاً اثر متغیر نسبت کل سود تقسیمی به کل داراییها بر متغیر محدودیتهای تأمین مالی منفی و معنادار است.

نمازی و غلامی (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بر کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از وجود رابطه معنادار بین مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و سرمایه گذاری ناکارای شرکت ها بود. در نتیجه می توان نتیجه گرفت که با اعمال بیشتر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی، میزان سرمایه گذاری های ناکارای شرکت ها نیز افزایش می یابد. همچنین، یافته های پژوهش، نشان داد که بین ارقام تعهدی اختیاری و سرمایه گذاری ناکارای دوره مالی بعد نیز رابطه معنادار وجود دارد. مدیریت سود واقعی، رابطه معکوس و معنادار وجود دارد.

بیابانی و کاظمی (۱۳۹۳) به بررسی ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) به بررسی و مقایسه سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سیاست های تقسیم سود در ساختار مالکیت های مختلف از نظر ترکیب سهامداری و تمرکز مالکیت بطور مجزا در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شرکتها بطور کلی در سیاست تقسیم سود از روند خاص و مشخصی پیروی نمی کنند و بیشتر بر اساس الگوی گام تصادفی عمل مینمایند. همچنین متمرکز یا پراکنده بودن مالکیت نیز تفاوتی در نسبت سود تقسیمی نداشته است.

روش تحقیق

پژوهش حاضر از نظرهدف، کاربردی، از نظر فرآیند اجرای پژوهش، کمی و از نظر گردآوری داده ها، از نوع پژوهش های توصیفی-همبستگی می باشد. در این پژوهش ابتدا همبستگی بین متغیرهای پژوهش را مورد آزمون قرار داده و در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد مدل های رگرسیونی چندگانه پرداخته خواهد شد. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و اطلاعات مالی مربوط به دوره پنج ساله (۹۳-۹۷) مورد بررسی آنها موجود است. روش نمونه گیری از نوع غربالگری هدفمند بوده و شرکت های نمونه با توجه به معیارهای زیر انتخاب شده اند:

- اطلاعات آنها برای سال های ۹۳-۹۷ موجود باشد.
- سال مالی آن ها منتهی به آخر اسفند ماه باشد.
- قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- جزو شرکت های فعال در صنعت واسطه گری مالی نباشد، این امر به دلیل بالا بودن نسبت اهرم در این شرکتها است.
- در طول دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.
- معاملات سهام آنها در بورس اوراق بهادار تهران وقفه عملیاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد.

جدول ۱ - روند انتخاب نمونه

۳۴۸	تعداد کل شرکت های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۷
۲۹	تعداد شرکت هایی بعد از سال ۹۲ در بورس پذیرفته شده اند
۵۳	تعداد شرکت هایی که جز هلدینگ، سرمایه گذاری ها، واسطه گری های مالی، بانک ها و یا لیزینگ ها بوده اند
۵۲	تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی باشد
۱۰	تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی پژوهش اطلاعات مورد آن ها در دسترس نمی باشد
۱۵	تعداد شرکت هایی که معاملات سهام آنها در بورس اوراق بهادار تهران وقفه عملیاتی بیش از ۶ ماه داشته است



روش گردآوری داده‌ها

جهت جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها، داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق نرم افزار ره‌آرود نوین و بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار ایران (وب‌سایت ایران بورس و کدال) استخراج شد. فرضیه‌های مورد نظر در این پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

- ۱) نگهداشت وجه نقد بر تقسیم سود تاثیر دارد.
- ۲) ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بر تقسیم سود تاثیر دارد.
- ۳) تمرکز بالای مالکیت بر تقسیم سود تاثیر دارد.
- ۴) مالکیت دولتی بر تقسیم سود تاثیر دارد.
- ۵) مالکیت مدیران شرکت بر تقسیم سود تاثیر دارد.
- ۶) مالکیت توسط سهامداران نهادی بر تقسیم سود تاثیر دارد.

الف) متغیر وابسته:

تقسیم سود: در پژوهش حاضر تقسیم سود برابر نسبت سود تقسیمی بر مجموع دارایی‌های ابتدای دوره.

ب) متغیرهای مستقل:

تمرکز مالکیت: جمع درصد سهام به ترتیب پنج سهامدار عمده نخست.

مالکیت دولتی: درصد سهام متعلق به دولت و سازمان‌های وابسته.

مالکیت مدیریتی: درصد سهام متعلق به هیات مدیره.

مالکیت نهادی: درصد سهام متعلق به سهامداران نهادی (سهامداران نهادی، سهامداران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... می‌باشند).

نگهداشت وجه نقد: در پژوهش حاضر نگهداشت وجه نقد برابر نسبت وجه نقد و اوراق بهادار کوتاه مدت به دارایی‌ها خواهد بود.

ناکارآمدی سرمایه‌گذاری: در پژوهش حاضر طبق مدل (۱) محاسبه خواهد شد (Richardson, 2006):

مدل (۱):

$$Inv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Grow_{it-1} + \alpha_2 Lev_{it-1} + \alpha_3 Age_{it-1} + \alpha_4 Cash_{it-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \epsilon_t$$

- Inv نسبت تغییر در کل خالص دارایی‌های ثابت، سرمایه‌گذاری بلندمدت دارایی‌های نامشهود بر میانگین کل دارایی‌ها
- α مقدار ثابت
- i شرکت و t دوره
- ϵ_t انحراف سرمایه شرکت

بر اساس پژوهش (Richardson, 2006) از فروش به عنوان متغیری برای تخمین و برآورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار استفاده می‌شود. مطابق با این رویکرد، سرمایه‌گذاری تابعی از فرصت‌های رشد است که از طریق فروش اندازه‌گیری می‌شود. استدلال این مدل این است که میزان فروش شرکت انتظار از سرمایه‌گذاری شرکت را در بازاری کارا نشان می‌دهد. با جایگذاری رقم محاسبه

پنجمین کنفرانس بین‌المللی تحقیقات بین‌رشته‌ای در مدیریت، حسابداری و اقتصاد در ایران



شده بابت سرمایه‌گذاری کل در معادله رگرسیونی فوق پسماندهای این معادله محاسبه میگردد. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) نشان دهنده انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیش از حد و پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) نشان دهنده گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت یا در واقع سرمایه‌گذاری کمتر از حد خواهد بود. قدر مطلق پسماندهای معادله رگرسیون به عنوان شاخص معکوس از کارایی سرمایه‌گذاری یعنی ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد.

ج) متغیرهای کنترل:

- ۱) اندازه شرکت: در پژوهش حاضر برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت i در دوره t خواهد بود.
- ۲) اهرم مالی: در پژوهش حاضر برابر با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت i در دوره t خواهد بود.
- ۳) رشد: در پژوهش حاضر برابر با بیانگر رشد فعلی شرکت i است که به عنوان درصد تغییر در فروش سالانه (t) اندازه‌گیری می‌شود.
- ۴) عمر: در پژوهش حاضر برابر با لگاریتم سال‌هایی که شرکت در بورس (از ابتدای سال) پذیرفته شده است خواهد بود.
- ۵) جریان وجوه نقدی: در پژوهش حاضر برابر نسبت جریان نقد عملیاتی به جمع دارایی‌ها خواهد بود.
- ۶) ارزش بازار: در پژوهش حاضر برابر با نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام خواهد بود. (Richardson, 2006).

پس از تبیین متغیرها، حال به طریقه‌ی آزمون فرضیات پرداخته خواهد شد:

مدل (۲):

$$Div_{it} = \alpha + \beta_1 Overcash_{it} + \beta_2 Overinvestment_{it} + \beta_3 Concentration_{it} + \beta_4 GovO + \beta_5 ManO + \beta_6 InsO + \beta_7 Size + \beta_8 Lev + \beta_9 Growth + \beta_{10} BM + \beta_{11} CFO + \epsilon_{it}$$

در صورتیکه ضریب β_1 ، β_4 و β_6 در مدل فوق معنی‌دار باشد فرضیات اول، چهارم و ششم رد نمی‌شوند. همچنین در صورتیکه ضریب β_2 ، β_3 و β_7 معنی‌دار باشد فرضیات دوم، سوم و پنجم رد نمی‌شوند.

- Div_{it} : سود تقسیمی شرکت i در سال t
- $Overcash_{it}$: نگهداشت وجه نقد شرکت i در سال t
- $Overinvestment_{it}$: ناکارآمدی سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t
- $Concentration_{it}$: تمرکز مالکیت شرکت i در سال t (مجموع درصد سهام سهامدارانی که دارای بیش از ۵ درصد باشند).

- Man : مالکیت مدیران

- Ins : مالکیت سهامداران نهادی

- Gov : مالکیت دولتی

- $Size$: اندازه شرکت

- Lev : اهرم مالی

- $Growth$: رشد

- BM : نسبت ارزش دفتری به بازار

پنجمین کنفرانس بین المللی تحقیقات بین رشته‌ای در مدیریت، حسابداری و اقتصاد در ایران



- CFO: جریان نقدی عملیاتی شرکت

روش تجزیه و تحلیل داده ها

در این پژوهش برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده خواهد شد. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش داده های پانل می باشد. که در راستای تعیین روش آزمون فرضیه های پژوهش از آزمون های لیمر و هاسمن استفاده میگردد. جهت انجام تحلیل های آماری و آزمون های فرض این پژوهش از نرم افزار ایویوز و اکسل بهره گرفته شده است.

یافته ها

بنابراین برای تعیین روش بکارگیری داده های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن ها از آزمون چاو و آماره ی F لیمر استفاده شد. همچنین از آزمون هاسمن برای تعیین نوع مدل داده های ترکیبی استفاده شد. آزمون هاسمن نشان می دهد که برای تخمین پارامترهای مدل، از کدام یک از مدل اثرات ثابت یا تصادفی استفاده شود. نتایج در جدول (۲) آمده است.
جدول ۲ - آماره F لیمر و هاسمن برای انتخاب روش های ترکیبی یا تلفیقی و نوع اثرات ثابت یا تصادفی

نوع آزمون	فرضیه صفر	آماره F	احتمال F (Prob)	نتیجه آزمون
آزمون اف لیمر	اثرات مقطعی و زمانی معنی دار نیستند	۶/۷۹	< ۰/۰۰۱	نوع داده ها ترکیبی
آزمون هاسمن	استقلال از مدل اثرات تصادفی	۱۸/۲۶	۰/۰۰۱۹	اثرات ثابت

نتایج آزمون چاو بیانگر این است که احتمال به دست آمده برای آماره F کمتر از ۵ درصد است، پس برای آزمون مدل، داده ها به روش ترکیبی تحلیل می شوند. بدین معنا که چون مقدار احتمال آماره F از ۵ درصد کمتر است، از الگوهای رگرسیون ترکیبی به جای الگوهای تلفیقی استفاده شده است.

نتایج آزمون هاسمن نشان می دهد سطح احتمال بدست آمده کمتر از مقدار ۰/۰۵ بدست آمده است، در نتیجه فرضیه صفر پژوهش رد می شود و باید برای تخمین پارامترهای معادله رگرسیون پژوهش، از مدل اثرات ثابت استفاده شود. نتایج نشان از این دارد که اثرات تصادفی ناسازگار است و باید جهت برآورد در این قسمت از تخمین به روش اثرات ثابت استفاده شود. همچنین توسط آزمون تشخیص ناهمسانی واریانس، آزمون بروش پاگان گادفری راجع به ثابت بودن یا متغیر بودن واریانس جملات پسماند استفاده می گردد که نتایج بدست آمده از این آزمون در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳ - نتایج آزمون بروش-پاگان-گادفری جهت بررسی ثابت بودن واریانس خطا

آماره ها	مقدار آماره	سطح معنی داری	نتیجه
F-statistic	۱/۷۱	۰/۱۱۹	ناهمسانی واریانس
Obs*R-squared	۱۰/۱۱	۰/۱۲۰	
Scaled explained SS	۹/۰۲	۰/۱۷۲	

پنجمین کنفرانس بین المللی تحقیقات بین رشته‌ای در مدیریت، حسابداری و اقتصاد در ایران



با توجه به مقادیر آماره آزمون و مقادیر احتمال بدست آمده، فرض ثابت بودن واریانس خطا در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. مقدار احتمال بدست آمده برابر با ۰/۱۱۹ است که بیشتر از مقدار ۰/۰۵ است که نشان می دهد ثابت بودن واریانس خطا را می توان به طور تقریبی پذیرفت. همچنین جهت تشخیص هم خطی می توانیم از آماره های تولرانس (Tolerance) یا عامل تورم واریانس (VIF) بهره بگیریم. تولرانس نسبتی از واریانس یک متغیر مستقل است که توسط سایر متغیرهای مستقل تبیین نشده است. (حبیب پور و صفری، ۱۳۸۸).

جدول ۴ - آزمون هم خطی جهت بررسی استقلال متغیرهای مستقل

متغیر مستقل	Tolerance	VIF
نگهداشت وجه نقد	۰/۴۸۵	۲/۰۶۴
ناکارآمدی سرمایه گذاری	۰/۳۹۳	۲/۵۴۸
تمرکز بالای مالکیت	۰/۳۶۸	۲/۷۱۷
مالکیت دولتی	۰/۳۴۱	۲/۹۲۹
مالکیت مدیران شرکت	۰/۴۰۵	۲/۴۶۸
مالکیت توسط سهامداران نهادی	۰/۳۷۴	۲/۶۷۵
اندازه شرکت	۰/۳۱۲	۳/۲۰۴
اهرم مالی	۰/۲۹۹	۳/۳۴
رشد	۰/۲۴۹	۴/۰۱۱
نسبت ارزش دفتری به بازار	۰/۴۳۴	۲/۳۰۶
جریان نقدی عملیاتی شرکت	۰/۴۰۵	۲/۴۶۹

متغیر وابسته تقسیم سود است که در این بخش هم خطی بین شش متغیر مستقل و پنج متغیر کنترلی بررسی شده است. که نشان می دهد که میزانی هم خطی بین متغیرهای مستقل وجود دارد اما مقدار هم خطی شدید نبوده و بر نتایج رگرسیون تاثیر زیادی ندارد. با توجه به این که آماره تولرانس بالاتر از ۰/۲۰ بدست آمده است و مقدار عامل تورم واریانس کمتر از ۵ بدست آمده است می توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل هم خطی شدید وجود ندارد. به منظور بررسی خودهمبستگی مربوط به فرضیه پژوهش از آماره آزمون دوربین واتسون استفاده شد. در صورتی که آماره دوربین واتسون بین ۱,۵ تا ۲,۵ باشد یعنی خودهمبستگی وجود ندارد. جدول (۵) نتایج آزمون دوربین واتسون را نشان می دهد.

پنجمین کنفرانس بین‌المللی تحقیقات بین‌رشته‌ای در مدیریت، حسابداری و اقتصاد در ایران



جدول ۵ - آزمون دوربین واتسون برای بررسی استقلال یا عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها

فرض	آزمون	آماره	نتیجه
عدم وجود خودهمبستگی	دوربین واتسون	۲/۱۶	عدم خودهمبستگی

آزمون دوربین واتسون با هدف بررسی استقلال باقیمانده (عدم همبستگی سریالی بین مقادیر خطا) انجام شد که مقدار این آزمون برابر با ۲/۱۶ است که مقدار مناسبی است و استقلال باقیمانده را تایید می‌کند.

در جدول (۶) با استفاده از آزمون همبستگی پیرسون به بررسی همبستگی بین متغیرهای مستقل و کنترلی با متغیر وابسته تقسیم سود پرداخته شد.

جدول ۶ - ماتریس همبستگی پیرسون بین متغیرهای مستقل و کنترل با متغیر وابسته تقسیم سود

متغیرها	ضریب همبستگی	سطح معنی داری	نتیجه
نگهداشت وجه نقد	۰/۴۲۶	< ۰/۰۰۱	تایید
ناکارآمدی سرمایه گذاری	-۰/۵۳۰	< ۰/۰۰۱	تایید
تمرکز بالای مالکیت	-۰/۲۷۰	< ۰/۰۰۱	تایید
مالکیت دولتی	۰/۱۲۵	۰/۰۱۶	تایید
مالکیت مدیران شرکت	۰/۳۵۰	< ۰/۰۰۱	تایید
مالکیت توسط سهامداران نهادی	۰/۱۹۵	< ۰/۰۰۱	تایید
اندازه شرکت	۰/۲۳۴	< ۰/۰۰۱	تایید
اهرم مالی	-۰/۳۹۸	< ۰/۰۰۱	تایید
رشد	۰/۰۳۵	۰/۲۴۵	عدم تایید
نسبت ارزش دفتری به بازار	۰/۰۴۱	۰/۲۱۶	عدم تایید
جریان نقدی عملیاتی شرکت	۰/۱۸۶	< ۰/۰۰۱	تایید

یافته‌ها نشان داد رابطه معنی داری بین متغیر وابسته تقسیم سود با متغیرهای نگهداشت وجه نقد، ناکارآمدی سرمایه گذاری، تمرکز بالای مالکیت، مالکیت دولتی، مالکیت مدیران شرکت، مالکیت توسط سهامداران نهادی، اندازه شرکت، اهرم مالی و جریان نقدی عملیاتی شرکت وجود دارد ($p < ۰/۰۵$). همچنین مطابق یافته‌ها، بین رشد و نسبت ارزش دفتری به بازار با تقسیم سود رابطه‌ای

پنجمین کنفرانس بین‌المللی تحقیقات بین‌رشته‌ای در مدیریت، حسابداری و اقتصاد در ایران



وجود ندارد ($p > 0/05$). بررسی جهت همبستگی‌ها نشان می‌دهد رابطه منفی بین تقسیم سود با متغیرهای ناکارآمدی سرمایه‌گذاری، تمرکز بالای مالکیت و اهرم مالی وجود دارد و رابطه بین تقسیم سود با سایر متغیرها مثبت است. بررسی شدت همبستگی‌ها نشان می‌دهد تقسیم سود قوی‌ترین همبستگی را به ترتیب با ناکارآمدی سرمایه‌گذاری با ضریب $-0/530$ و نگهداشت وجه نقد با ضریب $0/426$ و اهرم مالی با ضریب $-0/398$ وجود دارد.

برآورد مدل

پس از مشخص شدن نوع روش برآورد (آزمون F لیمر و آزمون هاسمن) و بررسی مفروضات مدل، تخمین مدل انجام شد. در این قسمت از این پژوهش، تخمین متغیرها بر اساس روش داده‌های تابلویی انجام گرفت. نتایج در جدول (۷) آمده است. تخمین مدل بر اساس رگرسیون خطی چندگانه انجام شد.

جدول ۷ - نتایج برآورد مدل تحقیق برای پیش‌بینی مدیریت سود

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p	نتیجه
نگهداشت وجه نقد	0/362	0/056	6/46	< 0/000	تایید
ناکارآمدی سرمایه‌گذاری	-0/414	0/063	6/57	< 0/000	تایید
تمرکز بالای مالکیت	-0/084	0/012	7	< 0/000	تایید
مالکیت دولتی	0/063	0/041	1/54	0/125	عدم تایید
مالکیت مدیران شرکت	-0/123	0/036	3/42	< 0/000	تایید
مالکیت توسط سهامداران نهادی	0/226	0/051	4/43	< 0/000	تایید
اندازه شرکت	0/015	0/013	1/15	0/251	عدم تایید
اهرم مالی	-0/314	0/095	3/31	0/001	تایید
رشد	-0/132	0/158	0/84	0/401	عدم تایید
نسبت ارزش دفتری به بازار	0/035	0/029	1/21	0/227	عدم تایید
جریان نقدی عملیاتی شرکت	0/469	0/203	2/31	0/021	تایید
0/762 = ضریب تعیین					
0/739 = ضریب تعیین تعدیل شده					
948/32 = آماره F و $p < 0/0000$					

آزمون F با هدف بررسی برازش مدل انجام شد که این آزمون معنی‌دار شده است ($p < 0/05$) و نشان می‌دهد که مدل رگرسیونی مناسب است و متغیرهای مستقل از توان پیش‌بینی متغیر وابسته تقسیم سود برخوردارند. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با

پنجمین کنفرانس بین‌المللی تحقیقات بین‌رشته‌ای در مدیریت، حسابداری و اقتصاد در ایران



۰/۷۳۹ است که مقدار بالاتر از متوسط ۵۰ درصد است و نشان می‌دهد متغیرهای مستقل مدل توانسته‌اند به میزان ۷۳/۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته تقسیم سود را تبیین کنند که نشان از قدرت تبیین مناسب مدل است.

خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌ها:

با توجه به جهت دار بودن فرضیه‌های پژوهش، در این قسمت نتیجه نهایی بررسی فرضیه‌ها آمده است. تایید یا رد شدن بر اساس تایید همزمان دو عامل سطح معنی داری و جهت رابطه انجام شده است. این پژوهش شش فرضیه دارد که در جدول (۸) فرضیه‌ها به همراه نتیجه آن گزارش شده است.

جدول ۸ - نتیجه نهایی آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌ها	سطح معنی داری	نتیجه
نگهداشت وجه نقد بر تقسیم سود تاثیر دارد	$< 0/001$	رد نگردید
ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بر تقسیم سود تاثیر دارد	$< 0/001$	رد نگردید
تمرکز بالای مالکیت بر تقسیم سود تاثیر دارد	$< 0/001$	رد نگردید
مالکیت دولتی بر تقسیم سود تاثیر دارد	۰/۱۲۵	رد گردید
مالکیت مدیران شرکت بر تقسیم سود تاثیر دارد	$< 0/001$	رد نگردید
مالکیت توسط سهامداران نهادی بر تقسیم سود تاثیر دارد	$< 0/001$	رد نگردید

بحث و نتیجه‌گیری

بر اساس آنالیزهای صورت گرفته روی داده‌های مورد مطالعه این نتیجه حاصل گردید که نگهداشت وجه نقد بر تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. در تبیین این نتیجه باید بیان کرد، سیال بودن وجه نقد و امکان سوء استفاده از آن، نگرانی‌هایی را در خصوص نگهداشت وجه نقد در شرکت به همراه داشته است. این نتیجه با یافته‌های کالاک و همکاران (۲۰۱۹) و النجار (۲۰۱۳) همسو است. همچنین مشخص گردید ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بر تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. در تبیین این نتیجه نیز باید اذعان کرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید تمهیدات ویژه‌ای را به افزایش سود تقسیمی در شرکت‌های خود را مدنظر قرار دهند. با توجه به ادبیات پژوهش و اهمیت سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها به خصوص در کشور ما که یکی از چالش‌های اصلی این شرکت‌ها نیاز به سرمایه‌گذاری است اهمیت این موضوع دو چندان می‌نماید. در همین راستا سیاست‌های مربوط به سود تقسیمی باید در این شرکت‌ها انعطاف پذیر شده و موجبات افزایش سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها باید فراهم شوند. این نتیجه با یافته‌های کالاک و همکاران (۲۰۱۹) و مک نیکولز و استابن (۲۰۱۱) و نمازی و غلامی (۱۳۹۳) همسو است. از طرفی مشخص گردید تمرکز بالای مالکیت بر تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. در تبیین این یافته می‌توان بیان کرد سهامداران عمده تأثیری بر درصد سود پرداختی واحدهای تجاری نشان دادند؛ حال آنکه در پژوهش‌های خارج از ایران نیز بزرگترین سهامداران بر سیاست تقسیم سود شرکت اثر گذاشته، این تأثیر وابسته به نوع سهامداران (سهامداران داخلی، سهامداران نهادی) است. در این کشورها سیاست تقسیم

پنجمین کنفرانس بین‌المللی تحقیقات بین‌رشته‌ای در مدیریت، حسابداری و اقتصاد در ایران



سود را می‌توان ابزاری برای کاهش تعارض سهامداران جزء و عمده و دفاع از حقوق سهامداران جزء دانست. در کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذاران قوی است، رابطه مثبتی میان حاکمیت شرکتی و پرداخت سودهای تقسیمی وجود دارد. در نتیجه، هنگامی که سهامداران توسط دولت یا توسط خود شرکت‌ها به خوبی حمایت شده‌اند، سرمایه به صورت کاراتری تخصیص می‌یابد. این نتیجه با یافته‌های کالاک و همکاران (۲۰۱۹) و بیابانی و کاظمی (۱۳۹۳) همسو است. نتیجه‌ی دیگر این که مالکیت دولتی بر تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر ندارد. در تبیین این نتیجه باید اذعان سهامداران دولتی سیاست تقسیم سود پایین‌تری را اتخاذ نمی‌کنند و سود انباشته را بر سیاست تقسیم بیشتر ترجیح نمی‌دهند. همچنین به نظر می‌رسد، مدیران ارشد دولتی با توجه به این موضوع که در شرکت‌ها حضور دارند، تمایلی بر تقسیم نشدن سود سهام ندارند و در نتیجه چندان در پی حفظ کنترل خود بر روی وجوه نقد قابل توزیع نمی‌باشند. این نتیجه با یافته‌های کالاک و همکاران (۲۰۱۹) همسو است. نهایتاً مشخص گردید مالکیت مدیران شرکت بر تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد. در واقع، مدیران با مالکیت سهام بالا مایل به پرداخت سود سهام هستند و ترجیح می‌دهند که این وجوه را در اختیار سهامداران قرار دهند تا اینکه آن را برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری مصرف کنند. در این راستا، کیم و همکاران (۲۰۱۵) معتقدند که سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی مشکلات نمایندگی را حل می‌کند. بنابراین، مالکیت مدیریتی و سود پرداختنی دو روش جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود. این نتیجه با یافته‌های کالاک و همکاران (۲۰۱۹) و هراتمه و همکاران (۱۳۹۶) و بیابانی و کاظمی (۱۳۹۳) همسو است.

منابع

- بیابانی، شاعر، رضی کاظمی، ستاره. (۱۳۹۳). ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی).
- پورحیدری، امید، دلدار، مصطفی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مدیریت، دوره ۵، شماره ۱۴، ۸۴-۶۷.
- حبیب پور، کرم و صفری شالی، رضا (۱۳۸۸). راهنمای جامع کاربرد SPSS در پژوهشات پیمایشی، تهران: لویه، متفکران.
- حیدری هراتمه، مصطفی، و شیرین بخش، شمس‌اله. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت بر محدودیت‌های تامین مالی (شاخص KZ) شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش حسابداری، ۷(۴)، ۸۳-۹۸.
- خدای پور، احمد، خورشیدی، علیرضا، شیرزاد، علی. (۱۳۹۲). اثر کیفیت افشا بر انواع مدیریت سود، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۱۴، ۳۸-۲۱.
- دستگیر، محسن، گوگرد چیان، احمد، و آدمیت، ستاره. (۱۳۹۵). رابطه بین کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۶، ۳۷-۲۱.
- صیادی محمد، دستگیر محسن، و علی احمدی سعید. (۱۳۹۸). مطالعه نقش مدیریت ریسک شرکت (ERM) بر رابطه بین توانایی مدیریت و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری.
- رضایی، فرزین، فیروز علیزاده، و اکرم، داودی. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین تغییرات سودآوری و کوتاه‌بینی مدیریت شرکتها. دانش حسابرسی، ۱۸(۷۰)، ۱۰۴-۸۹.
- قهرودی، مهدی، فخرایی، احسان. (۱۳۹۷). تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر بقای شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار. برنامه ریزی و بودجه، دوره ۱، شماره ۱۳۶، ۳۷-۲۲.
- محمدی، امیر، اعتمادی، حسین، ناظمی اردکانی، مهدی. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین تخصص صنعت حسابرس و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۱، شماره ۲، ۳۲-۱۷.

پنجمین کنفرانس بین‌المللی تحقیقات بین‌رشته‌ای در مدیریت، حسابداری و اقتصاد در ایران



نمازی، محمد و رضا غلامی (۱۳۹۳). تاثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری سال پنجم، شماره ۱۷، صص ۲۹-۴۸

- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review*, 22(1), 77-88.
- Baker, M., & Paul, N. (2015). An empirical Analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, vol.71, pp 433-4۶۵.
- Botes, T.; kahle, K.; Stulz, R.2009. "Why Do U.S. Firms Hold so more cash than They Used to?", *Journal of Finance* 4(5). 1985-2021
- Drobtz, W., Gruninger, M. & Hirschvogel, S. (2011). Information Asymmetry and the Value of Cash. *Journal of Banking & Finance*, 34, 2168 -2184
- Florackisa, C, Kanasb, A, Kostakisc, A. (2015). Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective. *European Journal of Operational Research*, 241(3), PP. 783-7۹۵.
- Kalak, I, Guney, Y., & Moin, A. (2019). The effects of ownership structure, sub-optimal cash holdings and investment inefficiency on dividend policy: evidence from Indonesia. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-۴۴.
- Kim, J-B.; Lee, J. Park, J. 2015. "Audit Quality and the Market Value of Cash Holding: The Case of Office-Level Auditor Industry Specialization", *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 34(2), 27-5۷.
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2011). Does earnings management affect firms' investment decisions? *The accounting review*, 83(6), 1571-1603.
- Miller, H.; Modigliani, H.; (1991), "debt and Taxes", *Jouranal Of Finance*, 32(2);
- Richardson, S. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow, *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, PP. 159-8۹.