

بررسی اثر محدودیت مالی بر رابطه بین تقسیم سود و مالکیت مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر اکرم تفتیان

استادیار، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

نازنین حشمتی عقدا

دانش‌آموخته کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

چکیده: هدف این پژوهش بررسی رابطه بین تقسیم سود و مالکیت مدیریتی با محدودیت مالی بالا و محدودیت مالی پایین در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این پژوهش شرکت‌ها با استفاده از صدک به دو دسته شرکت‌های با صدک بالا/محدودیت مالی بالا و شرکت‌های با صدک پایین محدودیت مالی پایین تقسیم شده است. در این پژوهش تقسیم سود به عنوان متغیر وابسته و مالکیت مدیریتی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی از نوع تحقیقات همبستگی علی یا پس رویدادی است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با روش نمونه‌گیری حذفی ۹۱ شرکت در نمونه‌ی آماری این پژوهش قرار گرفته‌اند. دوره زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۲ است. برای آزمون فرضیات تحقیق از رگرسیون حداقل مربعات معمولی با به‌کارگیری نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج برآورد حاکی از وجود عدم رابطه بین تقسیم سود و مالکیت مدیریتی در شرکت‌های با محدودیت مالی بالا و رابطه منفی و معنادار بین تقسیم سود و مالکیت مدیریتی در شرکت‌های با محدودیت مالی پایین می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: تقسیم سود، مالکیت مدیریتی، محدودیت مالی.

۱- مقدمه

در ادبیات مالی، از الگوهای نظری گوناگونی برای توضیح و تبیین خط مشی تقسیم سود استفاده شده است. الگوی پیام رسانی که یکی از الگوهای مطرح در مباحث مالی است، بیانگر این است که مدیران نسبت به سایر افراد برون سازمانی دارای اطلاعات بیشتری در مورد جریان‌های وجه نقد آتی شرکت‌ها بوده و دارای انگیزه لازم برای مخابره این اطلاعات به سایر افراد و استفاده کنندگان اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌باشند. با توجه به این مفهوم، تغییرات غیر منتظره در خط مشی تقسیم سود، به عنوان ابزاری در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان استفاده می‌شود [۱]. با توجه به نظریه هزینه نمایندگی، با افزایش پراکندگی مالکیت، سود سهام نقدی مطالبه شده سهامداران افزایش می‌یابد؛ بنابراین انتظار بر این است که شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز، تمایل کمتری به توزیع سود داشته باشند. علاوه بر آن، در شرکت‌هایی که مالکیت متمرکز است، برای بهبود نظم مالی یا همگرایی منافع بین مدیران و سهامداران، ضرورتی به توزیع سود بیشتر نیست. از سوی دیگر، پرداخت سود تقسیمی جایگزینی برای نظارت به شمار می‌رود. بنابراین سهامداران عمده شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز، با استفاده از حق رأی خود می‌توانند شرکت را به توزیع جریان‌های نقدی اضافی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی وادار کنند تا جایگزینی برای نظارت آنها باشد. مدیران انتظارات خود را با پرداخت سود به بازار مخابره می‌کنند، اما حضور سهامداران نهادی در شرکت پیام معتبری است که به بازار مخابره می‌شود، مبنی بر اینکه هزینه‌های نمایندگی به دلیل فعالیت‌های نظارتی این گروه از سهامداران کاهش یافته است. بنابراین حضور این سرمایه‌گذاران نیاز به استفاده از سود تقسیمی را به منزله پیامی از عملکرد مناسب، کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، انگیزه سرمایه‌گذاران نهادی در زمینه سواری مجانی از فعالیت‌های نظارتی ایجاب

می‌کند این گروه از سرمایه گذاران، به جای نظارت مستقیم، با استفاده از قدرت رأی خود شرکت‌ها را به افزایش سود تقسیمی وادار کنند تا هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریان‌های نقدی آزاد کاهش یابد. مدیریت شرکت مسئول عملیات روزمره و فرایند کسب و کار است. در این راستا، هیئت‌مدیره مسئول نهایی عملیات و سلامت مالی شرکت است. از سوی دیگر، ویژگی‌های هیئت‌مدیره در نظارت آن‌ها بر مدیران اجرایی و به چالش کشیدن سیاست و تصمیمات تجاری مدیران مؤثر است. استقلال هیئت‌مدیره و شدت نظارت هیئت‌مدیره (دوگانگی وظیفه مدیرعامل) دو ویژگی مهم هیئت‌مدیره است. از دیدگاه نظریه نمایندگی، سیاست تقسیم سود سازوکاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی است. وجود ابزارهای نظارتی قوی، مانند هیئت‌مدیره مستقل و کارآمد، تأثیر بسیاری در کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران و رفع مشکل نمایندگی دارد و نیاز به تقسیم سود را کاهش می‌دهد. در مقابل، اگر توانایی نظارتی هیئت‌مدیره کافی نباشد، به منظور بهبود نظارت مدیریتی، سود بیشتری تقسیم می‌شود. [۲].

۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

۲-۱. تقسیم سود

از مهم‌ترین مباحث ادبیات تأمین مالی شرکت‌ها سیاست تقسیم سود می‌باشد. محققان زیادی، مبانی نظری و شواهد تجربی مرتبط با معیارهای سیاست تقسیم سود را فراهم کرده‌اند؛ بنابراین، مسئله سیاست تقسیم سود همچنان حل نشده باقی مانده و رهنمود مشخصی در خصوص سیاست تقسیم سود بهینه، پدید نیامده است. با این وجود، شرکت‌های سهامی معمولاً در مورد تقسیم سود، سیاست مشخصی را اجرا می‌کنند. در تدوین این سیاست عوامل متعددی از قبیل سیاست‌های مورد استفاده در سایر شرکت‌های مشابه، سیاست تقسیم سود گذشته، محدودیت‌های قانونی و ثبات سودآوری مورد توجه قرار می‌گیرد. به رغم وجود سیاست‌های متعدد، شرکت‌ها اغلب در عمل از سیاست‌هایی از قبیل تقسیم مبلغ ثابت و معین، تقسیم درصد ثابتی از سود، تقسیم سود ثابت به علاوه حاشیه متغیر و تقسیم سود مازاد استفاده می‌کنند [۳].

به عقیده گراسمن و هارت (۱۹۸۰) و جنسن (۱۹۸۶) سیاست تقسیم سود تضاد نمایندگی را با کاهش جریان نقدی آزاد در دسترس مدیران کاهش می‌دهد؛ زیرا مدیران حتماً به نفع سهامداران عمل نمی‌کنند. اگر مدیران مقدار سود تقسیمی را افزایش دهند؛ مقدار جریان نقد آزاد کاهش می‌یابد. هدف مدیران بیشینه کردن ثروت سهامداران است. با این وجود، مدیرانی که مالکیت قابل ملاحظه‌ای در شرکت ندارند، ممکن است تصمیم‌هایی را اتخاذ کنند که در راستای منافع سهامداران نباشد. چنین تضادهایی منجر به شکل‌گیری مشکلات نمایندگی شده و هزینه‌های سنگینی را بر شرکت تحمیل می‌کند [۴]. برای حل این مشکلات، حاکمیت شرکتی به عنوان مسئله‌ای مهم در زمینه توسعه فرایندهای مالی ظهور کرده است. معمولاً در شرکت‌ها، مدیران به عنوان نماینده از طرف مالکان عمل می‌کنند؛ در نتیجه، انتظار می‌رود که مدیران شرکت در راستای منافع سهامداران عمل کنند. متأسفانه، برخی از رسوایی‌های مالی در سال‌های اخیر به دلیل نظام ضعیف حاکمیت شرکتی و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران بوده است. به این ترتیب، دستیابی به هدف بیشینه کردن ارزش شرکت با این تضادها و مشکلات نمایندگی مواجه است [۵].

۲-۲. مالکیت مدیریتی

امروزه به دلیل گسترش سازمان‌ها و جدایی مالکیت و مدیریت از یکدیگر و در نتیجه ایجاد تضاد بین منافع این دو گروه، قوانینی جهت نظارت بر عملکرد مدیران ارشد و حفظ حقوق سهامداران اقلیت مطرح شده است که حاکمیت شرکتی نامیده می‌شود. تعاریف زیادی از حاکمیت شرکتی وجود دارد. صندوق بین‌المللی پول و سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی در سال ۲۰۰۱، حاکمیت شرکتی را به صورت ساختار روابط و مسئولیت‌ها در میان یک گروه اصلی شامل سهامداران، اعضای هیات مدیره، مدیر عامل و سایر طرف‌های ذی‌ربط برای

ترویج بهتر عملکرد رقابتی لازم، جهت دستیابی به اهداف اولیه مشارکت و تنظیم معیارها و ساز و کارهای نظارت و کنترل تعریف نموده‌اند. تحقیقات زیادی انجام شده است که نشان می‌دهد مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار است؛ زیرا میزان سهامی که در اختیار مدیران شرکت است می‌تواند انگیزه‌ای برای اتخاذ تصمیمات مالی مختلف بر مبنای منافع شخصی آنها و یا بر مبنای منفعت سهامداران باشد و در صورت اتخاذ هر نوع تصمیم، موجبات افزایش یا کاهش ارزش شرکت فراهم خواهد شد [۶]؛ جداسازی مالکیت از مدیریت به ایجاد تضاد منافع بین مالک و نماینده (مدیر) منتهی می‌شود. مدیران همیشه در جهت منافع سهامداران فعالیت نمی‌کنند و ممکن است از دارایی‌های شرکت استفاده نامعقول نمایند. بنابراین بین مالک و مدیر تضاد منافع وجود دارد. وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌تواند به مشکلات و مسائل نمایندگی منتهی شود که بر اساس نظریه نمایندگی، دارای هزینه است. هزینه‌های نمایندگی در نتیجه جداسازی مالکیت و کنترل افزایش پیدا می‌کند. این تضاد منافع مولد انگیزه لازم برای مدیریت در جهت بهینه نمودن منافع خویش و در نتیجه انجام حرکاتی (به عنوان مثال تحریفات صورت‌های مالی) است که غالباً زیان سرمایه گذار را در بردارد. در این شرایط وجود یک مکانیزم کنترلی که به صورت نسبی تضمین کننده شفافیت اطلاعات گزارش شده در صورت‌های مالی باشد، ضرورت می‌یابد. در یک اقتصاد آزاد که در محیط ایران نیز حاکم است، این مکانیزم در قالب حسابرسی مالی و توسط حسابرسان مستقل ارائه می‌گردد [۷]. از دید نظریه نمایندگی دلیل اصلی وجود حرفه حسابرسی مستقل، وظیفه اعتباردهی (شهادت دهی) است. مطالعات مختلف نشان می‌دهد چنانچه مدیران، سهامداران شرکت خود نیز باشند، انگیزه آنان برای نظارت بیشتر می‌شود. زیرا هر چه سهم مالکیت مدیر بیشتر شود، برای افزایش ارزش شرکت بیشتر تلاش می‌کند. زمانی که مدیر مالک ۱۰۰٪ سهام شرکت است، هزینه‌های نمایندگی سهامداران صفر می‌شود و یک رابطه مثبت بین هزینه‌های نمایندگی سهامداران و جداسازی مالکیت از کنترل به وجود می‌آید. اما وقتی درصد مالکیت مدیران به زیر ۱۰۰٪ می‌رسد سهم مالکیت سهامداران به طور نسبی بین آنها پخش می‌شود. در این شرایط مدیر بیشترین انگیزه برای از زیر کار شانه خالی کردن و یا مصرف عایدات اضافی را دارد [۸]. با افزایش سهم مدیر از مالکیت شرکت، تضاد منافع بین سهامداران و همچنین مشکلات نمایندگی و هزینه‌های مرتبط با آن از جمله حسابرسی مستقل کاهش می‌یابد. زیرا مدیری که خود از سهامداران شرکت است، برای حفاظت از منافع شرکت انگیزه بیشتری دارد [۹]. نتیجه، با توجه به این که هزینه‌های نمایندگی بخش مهمی از کل هزینه‌های یک شرکت را تشکیل می‌دهد و هدف سهامداران از صرف این هزینه‌ها، کسب اطمینان از درستی فعالیت‌های مدیریت است و نیز با افزایش درصد مالکیت مدیریت، تلاش مدیر جهت افزایش ارزش شرکت بیشتر و نیاز برای آزمون‌های اضافی کمتر می‌شود؛ هزینه‌های نمایندگی نیز کاهش می‌یابد.

الف) تحقیقات خارجی

فلوراکیس^۱ (۲۰۱۴) در مقاله‌ای با عنوان رابطه سیاست تقسیم سود، مالکیت مدیریتی و تأمین مالی از طریق بدهی به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود (سود سهام) مالکیت مدیریتی و تأمین مالی می‌پردازد. نتایج تحقیق رابطه مثبت در شرکت‌های با اهرم بالا و رابطه منفی در شرکت‌های با اهرم پایین وجود دارد. همچنین رابطه منفی بین شرکت‌های با محدودیت بالا و رابطه مثبت با شرکت‌های با محدودیت پایین را نشان می‌دهد [۱۰].

فرانسیس^۲ و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین نظام راهبردی شرکتی و خطمشی تقسیم سود در شرکت‌های بورس اوراق بهادار آمریکایی پرداختند. پس از بررسی آن‌ها به این نتیجه رسیدند که اثر قانون حمایت از سهامداران اقلیت بر تقسیم سود در شرکت‌های کوچک و با سازوکارهای نظام راهبردی شرکتی ضعیف مشهودتر است [۱۱].

¹ Florackis

² Francis

کوکوی و گیزانی^۳ (۲۰۰۹) در تحقیقی با عنوان تاثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر سیاست تقسیم سود می‌کنند؛ بنابراین رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی و سطح سود تقسیمی توزیع شده وجود دارد و رابطه بین سیاست تقسیم سود و مالکیت دولتی مثبت است [۷].

لافوند و واتس^۴ (۲۰۰۸) در تحقیقی با عنوان تاثیر محافظه کاری بر سرمایه گذاری و سیاست تقسیم سود به این نتیجه رسیدند که محافظه کاری حسابداری از سه طریق می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر بگذارد. اول این که موجب کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد. دوم این که محافظه کاری نقش خاص و با اهمیتی را در کاهش تضاد نمایندگی ایفا می‌کند؛ و سرانجام این که محافظه کاری موجب کاهش تضاد میان سهامداران و صاحبان اوراق قرضه در ارتباط با رویه‌های تقسیم سود سهام خواهد شد. این امر موجب کاهش هزینه‌های تأمین مالی و زمینه‌ی دستیابی به بدهی با ریسک‌های کمتر را فراهم می‌سازد [۱۲].

ناکور^۵ و همکاران (۲۰۰۶) به بررسی سیاست تقسیم سود و عوامل مؤثر بر آن در بورس اوراق بهادار تونس پرداخت. بازه زمانی آن‌ها طی سال‌های ۱۹۹۸-۲۰۰۵ بود. نتایج یافته‌های پژوهش حاکی است که سودآوری و ثبات آن به‌طور مستقیم و نقد شوندگی بازار سهم و اندازه به‌طور معکوسی سود تقسیمی پرداخت‌شده را تحت تاثیر قرار می‌دهد. با وجود این تمرکز مالکیت و اهرم مالی بر میزان سود تقسیمی بی‌تأثیر است [۱۳].

ماگ^۶ (۱۹۹۸) به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌های‌شان برای نظارت بر مدیریت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آن‌هاست. باشی ۱۹۹۸ نیز بیان می‌دارد که سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت به‌طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به‌طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند [۱۴].

ب) تحقیقات داخلی

رستمی و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان "تأثیر ریسک‌های مالی و بی‌ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود" به بررسی تأثیر ریسک‌های مالی و بی‌ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود در ۵۴ شرکت منتخب پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۸۰-۹۲ پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه نشان داد که تأثیر ریسک سیستماتیک بر سود تقسیمی مثبت و تأثیر ریسک غیر سیستماتیک منفی است [۱۵].

ایزدی نیا و علینقیان، (۱۳۹۰) با به‌کارگیری مدل لاجیت به شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی برای یک دوره هشت‌ساله از سال ۱۳۸۰-۱۳۸۷ پرداختند. نتایج نشان داد از بین عوامل موردنظر، نا اطمینانی به جریان نقد، مرحله عمر شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سودآوری شرکت بر پرداخت سود تقسیمی اثرگذار هستند. پس از تخمین مدل، با محاسبه اثر حاشیه‌ای مشخص شد سودآوری شرکت بیشترین تأثیر را در بین عوامل دارد [۱۶].

³ Kouki, M, and Guizani

⁴ Lafond, R and R. Watts

⁵ Nakur

⁶ Maug

بنی مهد و اصغری (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که اهرم مالی، با تقسیم سود رابطه‌ای معنادار ندارد؛ اما اندازه شرکت و جریان‌های نقدی عملیاتی رابطه‌ای مثبت و معنادار با سیاست تقسیم سود دارد [۱۷].

سعیدی و کیان بهنام (۱۳۸۹) به بررسی عوامل مؤثر بر خطمشی تقسیم سود ۹۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره هفت ساله (۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶) پرداختند. در این مطالعه معناداری ارتباط عوامل اندازه شرکت، سود تقسیمی در سال گذشته، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سود مورد انتظار سال آتی و نرخ تورم تأیید شد و معناداری ارتباط متغیرهای دیگر، شامل متوسط نرخ رشد سود ۵ سال گذشته، درصد سهام شناور آزاد، گردش وجوه نقد حاصل از عملیات، نسبت اهرم شرکت، سود هر سهم و متوسط درصد سود پرداختی شرکت‌های رقیب تأیید نشد [۱۸].

فروغی و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. تحقیقاتشان نشان داد که درصد مالکیت سهامدار مدیریتی بر سیاست تقسیم سود تأثیرگذار است اما بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد [۱۹].

۳- فرضیه پژوهش

فرضیه ۱) بین مالکیت مدیریتی و تقسیم سود در شرکت‌های با محدودیت مالی بالا رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲) بین مالکیت مدیریتی و تقسیم سود در شرکت‌های با محدودیت مالی پایین رابطه معناداری وجود دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری، کاربردی و از نوع پس‌رویدادی می‌باشد. همچنین این تحقیق از نوع توصیفی تحلیلی است. داده‌ها و اطلاعات با استفاده از روش میدانی و از بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران و گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و همچنین نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شده است.

۴-۱. تعریف عملیاتی متغیرهای مورد مطالعه و مدل پژوهش

تقسیم سود: سیاست تقسیم سود خط مشی است که بر پایه آن میزان سود تقسیمی، میزان سود انباشته و پاداش هیئت‌مدیره، زمان پرداخت، نحوه تأمین مالی و دیگر موضوعات مرتبط مکتوب و به مجمع عمومی سهامداران ارائه می‌شود. در این تحقیق تقسیم سود به عنوان متغیر وابسته می‌باشد برای اندازه‌گیری این متغیر از نسبت سود تقسیم شده به مجموع دارایی‌ها استفاده می‌شود [۱۷، ۱۰].

مالکیت مدیریتی: در این پژوهش مالکیت مدیریتی به عنوان متغیر مستقل می‌باشد. این متغیر بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیئت‌مدیره می‌باشد [۲۰، ۱۷].

محدودیت مالی: پژوهش حاضر شرکت‌ها را از طریق صدک‌ها به دو دسته محدودیت مالی بالا و محدودیت مالی پایین تقسیم بندی کرده است؛ که از شاخص KZ برای محدودیت مالی استفاده شده است.

شاخص KZ:

(ذخایر نقدی * 1.315 - سود تقسیمی * 39.368 - نسبت اهرم * 3.139 + کپیو توبین * 0.283 + جریان نقدی * -1.002) Kz:

که در آن جریان نقدی: نسبت جریان نقدی به مجموع دارایی‌ها؛ کیوتو بین: نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام با مجموع بدهی‌ها تقسیم بر مجموع دارایی‌ها. اهرم: نسبت بدهی به مجموع دارایی‌ها؛ سود سهام: نسبت مجموع سود سهام به مجموع دارایی‌ها؛ ذخایر نقدی: جمع موجودی نقد به جمع دارایی‌ها می‌باشد.

در این پژوهش متغیرهای کنترلی به شرح زیر می‌باشد:
اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام؛ سرمایه‌گذاری‌ها: نسبت مخارج سرمایه‌ای به مجموع دارایی‌ها؛ اهرم: نسبت بدهی به مجموع دارایی‌ها؛ اندازه هیئت‌مدیره: مجموع تعداد اعضای هیئت‌مدیره؛ هیئت‌مدیره فعال: نسبت اعضای هیئت‌مدیره که در شرکت‌های سهامی عام یا خاص دیگری فعالیت دارند به کل اعضا؛ هیئت‌مدیره مستقل: نسبت اعضای هیئت‌مدیره که مستقل (غیرموظف) هستند به کل اعضا؛ هیئت‌مدیره باتجربه: نسبت اعضای هیئت‌مدیره با بیش از ۱۰ سال سابقه به کل اعضا
کیوتو بین: نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام با مجموع بدهی‌ها تقسیم بر مجموع دارایی‌ها [۱۰].

۴-۲. مدل‌های پژوهش

مدل فرضیه اول:

$$DIVE = \alpha + \beta_1 MO + \beta_2 MOS + \beta_3 FS + \beta_4 INV + \beta_5 LEV + \beta_6 ch + \beta_7 Q.T + \beta_8 BS + \beta_9 AD + \beta_{10} ID + \beta_{11} ED$$

مدل فرضیه دوم:

$$DIVE = \alpha + \beta_1 MO + \beta_2 MOS + \beta_3 FS + \beta_4 INV + \beta_5 LEV + \beta_6 ch + \beta_7 Q.T + \beta_8 BS + \beta_9 AD + \beta_{10} ID + \beta_{11} ED$$

که در این مدل‌ها: *div*: تقسیم سود؛ *MO*: مالکیت مدیریتی؛ *MOS*: مجذور مالکیت مدیریتی؛ *FS*: اندازه شرکت؛ *INV*: سرمایه‌گذاری‌ها؛ *LEV*: اهرم؛ *CH*: دارایی نقدی؛ *Q.T*: کیوتو بین؛ *BS*: اندازه هیئت‌مدیره؛ *AD*: هیئت‌مدیره فعال؛ *ID*: هیئت‌مدیره مستقل؛ *ED*: هیئت‌مدیره باتجربه.

۵- جامعه آماری حجم نمونه و روش نمونه گیری

در پژوهش حاضر به منظور آزمون فرضیات تحقیق از داده‌های مالی طبقه‌بندی شده و حسابرسی شده شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. به دلیل اینکه اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط حسابرسان رسمی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار حسابرسی می‌شود، بنابراین، نسبت به اطلاعات سایر شرکت‌ها از قابلیت اتکا بالاتری برخوردار است و دسترسی به اطلاعات این شرکت‌ها نسبت به اطلاعات سایر شرکت‌ها آسان تر است. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۲ بوده‌اند. شرایط تعیین شده برای انتخاب نمونه آماری به صورت ذیل می‌باشد:

شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند، جزو بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیمه و شرکت‌های هلدینگ نباشند، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشند، داده‌های مورد نیاز برای انجام این تحقیق در دسترس

باشد. با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۹۱ شرکت به عنوان جامعه آماری انتخاب شدند.

برای انتخاب نمونه آماری مناسب که یک نماینده مناسبی برای جامعه آماری موردنظر باشد از روش حذفی استفاده شده است. برای این منظور ۴ معیار در نظر گرفته شده است و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان یکی از شرکت‌های نمونه انتخاب شده است معیارهای مذکور عبارت‌اند از:

- ۱- شرکت‌ها باید تولیدی باشند.
- ۲- اطلاعات کامل هر یک از شرکت‌ها در رابطه با متغیرهای مورد مطالعه موجود باشد.
- بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد نمونه موردنظر ۹۱ شرکت شد.

۵-۱. روش‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها:

از آنجا که روش انجام تحقیق به صورت میدانی بوده و با داده‌های واقعی سروکار دارد، برای فراهم کردن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که با توجه به متغیرهای تحقیق، مربوط به صورت مالی شرکت‌ها می‌شود، از منابع مختلفی از جمله نرم‌افزار رهاورد نوین و سایت اطلاع‌رسانی شرکت بورس و سازمان بورس و برای پردازش اطلاعات از نرم‌افزار ایویوز و اکسل استفاده شده است.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱. فرضیه ۱) بین مالکیت مدیریتی و تقسیم سود در شرکت‌های با محدودیت مالی بالا رابطه معناداری وجود دارد.

به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های پانلی یا داده‌های یکپارچه، از آزمون لیمر استفاده شده است. آماره این آزمون تعیین می‌کند که عرض از مبدأ جداگانه برای هر یک از شرکت‌ها وجود دارد یا خیر. چنانچه در مشاهدات ناهمگنی یا تفاوت فردی وجود داشته باشد از روش داده‌های پانلی استفاده می‌شود و در غیر این صورت روش داده‌های یکپارچه (رگرسیون تلفیقی) به کار می‌رود. با توجه به آماره آزمون F لیمر در مورد اثرات ثابت مقطعی احتمال آن کوچک‌تر از ۰/۵ می‌باشد بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر برابری عرض از مبدأها رد شده و روش پانل ارجح است. (جدول شماره ۱). پس از انتخاب روش پانل به وسیله آزمون F لیمر، برای انتخاب یکی از دو روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. فرضیه اول این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در ضرایب برآوردی دو روش اثرهای ثابت و اثرهای تصادفی است. در صورت پذیرش فرضیه اول از روش اثرهای ثابت استفاده می‌شود. با توجه به احتمال مربوط به آزمون که بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد اثرات تصادفی پذیرفته می‌شود.

جدول شماره ۱: نتایج آزمون لیمر

آماره محاسبه شده	آماره جدول	
۲۱.۲۸	۰.۰۰۰۰۰	آزمون F لیمر
۱۰.۸۱	۰.۷۸۸۳	آزمون هاسمن

پس از انجام آزمون هاسمن مدل تحقیق با الگوی اثرات تصادفی برآورد می‌شود نتایج در جدول شماره ۲ ارائه شده است. با توجه به سطح معنی داری و مقدار آماره F فرض خطی بودن مدل و معنی داری آن رد می‌شود. میزان ضریب تعیین ۰/۰۵ محاسبه شده است به این معنا که حدود ۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته یعنی تقسیم سود توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱.۶ می‌باشد و نشان می‌دهد مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون مدل و احتمال مربوط به متغیرها، متغیر درصد مالکیت مدیریتی دارای ضریب مثبت و احتمال بیشتر از ۰/۱ می‌باشد، اندازه شرکت، اهرم و کیوتوبین دارای احتمال کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد که نشان دهنده رابطه با تقسیم سود می‌باشد اما مجذور درصد مالکیت مدیریتی، سرمایه گذاری، دارایی‌های نقد، اندازه

هیئت‌مدیره، هیئت‌مدیره فعال، هیئت‌مدیره مستقل و هیئت‌مدیره با سابقه احتمال بیشتر از ۰.۰۵ می‌باشد که نشان‌دهنده عدم رابطه با تقسیم سود می‌باشد. از آنجایی که متغیر اصلی یعنی درصد مالکیت مدیریتی رد شده است، با توجه به نتایج مدل، فرضیه اول این پژوهش رد می‌گردد.

جدول ۲: برآورد مدل

متغیرهای مستقل	پارامتر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	β_0	0.193186	0.156994	1.230530	0.2194
درصد مالکیت مدیریتی	β_1	-0.000546	0.001086	-0.502482	0.6157
مجذور درصد مالکیت مدیریتی	β_2	9.09E-06	1.02E-05	0.894383	0.3718
اندازه شرکت	β_3	-0.015560	0.007380	-2.108417	0.0357
سرمایه گذاری	β_4	0.039448	0.053990	0.730650	0.4655
اهرم	β_5	-0.098416	0.027436	-3.587087	0.0004
دارایی‌های نقدی	β_6	0.036044	0.123457	0.291953	0.7705
کیو توبین	β_7	0.022369	0.005459	4.097621	0.0001
اندازه هیئت‌مدیره	β_8	0.094717	0.076906	1.231593	0.2190
نسبت همزمانی- رهبر فعال	β_9	0.008989	0.030127	0.298358	0.7656
هیئت‌مدیره مستقل-	β_{10}	0.018643	0.021746	0.857285	0.3919
سابقه کاری	β_{11}	-0.011725	0.025175	-0.465730	0.6417
1.6 = آماره دوربین- واتسون		0.000000 = سطح معناداری		R ² = 0.05	

۶-۲. فرضیه ۲) بین مالکیت مدیریتی و تقسیم سود در شرکت‌های با محدودیت مالی پایین رابطه معناداری وجود دارد.

به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های پانلی یا داده‌های یکپارچه، از آزمون لیمر استفاده شده است. با توجه به آماره آزمون F لیمر در مورد اثرات ثابت مقطعی احتمال آن کوچک‌تر از ۰/۵ می‌باشد بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر برابری عرض از مبدأها رد شده و روش پانل ارجح است. (جدول شماره ۳). پس از انتخاب روش پانل به وسیله آزمون F لیمر، برای انتخاب یکی از دو روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. فرضیه اول این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در ضرایب برآوردی دو روش اثرهای ثابت و اثرهای تصادفی است. در صورت پذیرش فرضیه اول از روش اثرهای ثابت استفاده می‌شود. با توجه به احتمال مربوط به آزمون که بزرگ‌تر از ۰/۵ می‌باشد اثرات تصادفی پذیرفته می‌شود.

جدول شماره ۳: نتایج آزمون لیمر

آماره محاسبه شده	آماره جدول	
۳.۱۶	۰.۰۰۰۰	آزمون F لیمر
۲۰.۶۸	۰.۰۳	آزمون هاسمن

پس از انجام آزمون هاسمن مدل تحقیق با الگوی اثرات ثابت مقطعی برآورد می‌شود نتایج در جدول شماره ۴ ارائه شده است. با توجه به سطح معنی‌داری و مقدار آماره F فرض خطی بودن مدل و معنی‌داری آن پذیرفته می‌شود. بر اساس آماره t معنی‌دار بودن ضرایب رگرسیون تأیید می‌شود. میزان ضریب تعیین ۰/۴۰ محاسبه شده است به این معنا که حدود ۴۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته یعنی تقسیم سود توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱.۷ می‌باشد و نشان می‌دهد مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون مدل و احتمال مربوط به متغیرها، متغیر درصد مالکیت مدیریتی دارای ضریب منفی و احتمال کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین این متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد در مدل معنی‌دار می‌باشد یعنی با افزایش مالکیت مدیریتی، تقسیم سود کاهش می‌یابد. متغیر کنترلی مجذور مالکیت مدیریتی و کیوتوبین احتمال کمتر از ۰/۰۵ می‌باشند که بیانگر معنی‌داری آن‌ها در مدل می‌باشد. اندازه شرکت، سرمایه‌گذاری، اهرم، دارایی‌های نقد، اندازه هیئت‌مدیره، هیئت‌مدیره فعال، هیئت‌مدیره مستقل و هیئت‌مدیره با سابقه دارای احتمال بیشتر از ۰/۱ می‌باشند بنابراین بین این متغیرها با تقسیم سود رابطه معناداری وجود ندارد. اما از آنجایی که مالکیت مدیریتی متغیر اصلی مدل می‌باشد می‌توان ادعا نمود بین مالکیت مدیریتی و تقسیم سود در شرکت‌های با محدودیت مالی پایین رابطه معنادار وجود دارد بنابراین با توجه به نتایج مدل، فرضیه این پژوهش تأیید می‌گردد.

جدول ۴: برآورد مدل

متغیرهای مستقل	پارامتر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	β_0	0.021812	0.042013	0.519174	0.6039
درصد مالکیت مدیریتی	β_1	-0.000666	0.000278	-2.393947	0.0171
مجذور درصد مالکیت مدیریتی	β_2	6.38E-06	2.58E-06	2.473906	0.0137
اندازه شرکت	β_3	8.91E-06	0.001921	0.004637	0.9963
سرمایه‌گذاری	β_4	-0.016945	0.015044	-1.126390	0.2606
اهرم	β_5	-0.016630	0.011977	-1.388506	0.1656
دارایی‌های نقدی	β_6	0.034766	0.030768	1.129939	0.2591
کیوتوبین	β_7	0.010045	0.001197	8.392738	0.0000
اندازه هیئت‌مدیره	β_8	0.007250	0.020179	0.359271	0.7196
نسبت همزمانی-رهبر فعال	β_9	-0.001932	0.007509	-0.257346	0.7970
هیئت‌مدیره مستقل	β_{10}	-0.005358	0.006244	-0.858043	0.3913
سابقه کاری	β_{11}	0.001138	0.005901	0.192925	0.8471
۱.۷ = آماره دوربین - واتسون		51.5 آماره F		$R^2 = 0.406$ تعديل شده = $R^2 = 0.406$	

۷- نتیجه‌گیری و بحث

مطابق با نظریه نمایندگی مالکیت مدیریتی به همسویی منافع مدیران با منافع سهامداران کمک می‌کند. مدیران با انجام رفتارهای فرصت طلبانه می‌توانند از طریق اهرم مالی و سود پرداختنی، منافع سهامداران را تهدید کنند. بر اساس نظریه جنسن [۱]. مالکیت مدیریتی می‌تواند تضادهای نمایندگی را از طریق کاهش جریان‌های نقد آزاد در دسترس مدیران کاهش دهد. از این رو، در پژوهش حاضر رابطه بین مالکیت

مدیریتی و تقسیم سود در شرکت‌های با محدودیت بالا و محدودیت پایین مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین تقسیم سود و مالکیت مدیریتی و محدودیت مالی رابطه متقابل منفی و معناداری وجود دارد. به این معنی که در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالا، میزان اهرم مالی پایین است. از یک سو، استفاده بیشتر از بدهی، مدیران را در معرض از دست دادن جایگاه خود در شرکت قرار می‌دهد و از سوی دیگر، با استفاده بیش از حد بدهی، خطر ورشکستگی افزایش یافته و ارزش شرکت کاهش می‌یابد. بنابراین، مدیران برای اجتناب از خطر از دست دادن کار و ثروت شخصی خود به کاهش بدهی‌های شرکت متوسل می‌شوند. در نتیجه، احتمالاً مدیران با مالکیت بالا به علت خطر ورشکستگی، تمایل کمتری به اخذ وام برای تأمین مالی سرمایه گذاری دارند. این نتایج با نظریه نمایندگی جنسن [۴] و نتایج پژوهش‌های فرند و لانگ [۲۱]، جنسن و همکاران [۲۲]، باثالا و همکاران [۲۳]، چن و استینر [۲۴] و هانگ و نگوین [۲۵] همسو است. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که بین سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی و محدودیت پایین رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به این معنی که در شرکت‌های با مالکیت مدیریتی بالا، تقسیم سود پایین است و در شرکت‌هایی که میزان مالکیت مدیران بالاست، سود تقسیمی از اهمیت کمتری برخوردار است. در واقع، مدیران با مالکیت سهام بالا تمایلی به پرداخت سود سهام ندارند و ترجیح می‌دهند که این وجوه را برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه گذاری مصرف کنند. بنابراین، مالکیت مدیریتی و سود تقسیمی جایگزین یکدیگر هستند. این نتایج مطابق با نظریه علامت دهی است. در این راستا، کیم و هم کاران معتقدند که سیاست تقسیم سود و مالکیت مدیریتی مشکلات نمایندگی را حل می‌کند. بنابراین، مالکیت مدیریتی و سود پرداختی دو روش جایگزین برای کاهش هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود. این نتایج با نتایج پژوهش‌های چن و استینر [۲۴] و کیم و همکاران [۲۶] همسو است در حالی که با نتایج پژوهش هانگ و نگوین [۲۵] مغایرت دارد. نتایج پژوهش آنان نشان داد که افزایش مالکیت مدیریتی با افزایش سود سهام پرداختی همراه است. و رابطه منفی و معنادار در شرکت‌های محدودیت پایین می‌باشد. در تحقیق مشابهی که توسط جان فدا [۲۷]، صورت گرفته است نشان‌دهنده‌ی عدم رابطه بین نسبت سهام مالکان نهادی بر محدودیت‌های مالی می‌باشد.

منابع

- [1]. Gugler, K. (2003), "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment", *Journal of Banking & Finance*: PP. 1297–1321
- [2]. Zhang, H. (2008). Corporate governance and dividend policy: a comparison of Chinese firms listed in Hong Kong and in the mainland, *China Economic Review*, 19 (3): 437-459.
- [۳]. جهانخانی، علی و علی پارسیان، (۱۳۸۴) "مدیریت مالی جلد دوم" انتشارات سمت، صفحه ۴۱۸
- [4]. Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- [5]. Farinha, J. and O. L. De Foronda (2009). "The Relation between Dividends and Insider Ownership in Different Legal Systems: International Evidence", *European Journal of Finance*, Vol. 15, No. 2, pp. 169-189
- [6]. Morck, R.; Shleifer, A.; and R. W. Vishny (1988). "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, Nos. 1 and 2, pp. 293-315.
- [7]. Kouki, Mondher, & Moncef Guizani. 2009. "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market", *European Journal Scientific Research*, 25, 1, pp. 42-53.
- [8]. Farrer, J. & I.M. Ramsay. 1998. "Director Share Ownership and Corporate Performance: Evidence from Australia", *Corporato Governanco*, 6(4), pp. 233-248.
- [9]. Fan, J.P., & T.J. Wong. 2005. "Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia", *Journal of Accounting Research*, 43(1), 35-72.

- [10]. Florackis, C.; Kanas, A.; and A. Kostakis (2014). "Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective", *European Journal of Operational Research*, Vol. 24, No. 3, pp. 783-795.
- [11]. Francis, B; Hasan, I; John, K; Song, L. (2011), "Corporate Governance and Dividend Payout Policy: A Test Using Antitakeover Legislation", *Financial Management*: PP. 83 – 112.
- [12]. Lafond, R and R. Watts (2008). The information role of conservative financial statement. *The Journal of Accounting and Economics*, 36:146-175.
- [13]. Naceur, S; Goaid, M, and Belanes. A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*. Vol. 6, No.1, pp. 1–23.
- [14]. Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, 53, 65–98.
- [15]. رستمی محمد رضا ، فرناز برخوردار ، (۱۳۹۳) "بررسی تأثیر ریسک‌های مالی و بی‌ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی بر سیاست تقسیم سود" راهبرد مدیریت مالی ، دانشکده علوم اجتماعی ، سال دوم ، صص ۴۹-۶۸.
- [16]. ایزدی نیاناصر ونسرین علینقیان، (۱۳۹۰) "شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به کارگیری مدل لاجیک" پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم ، صص ۲۱-۳۸.
- [17]. بنی مهد ، بهمن اصغری علی ، (۱۳۹۰) "بررسی اثر اهرم شرکت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، ۱-۱۸.
- [18]. سعیدی ، علی ، کیان و بهنام، (۱۳۸۹) "بررسی عوامل مؤثر بر خط مشی تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران" پژوهشگر مدیریت ، تابستان ۸۹، صص ۶۱-۷۱.
- [19]. فروغی، داریوش و سعیدی، علی، (۱۳۸۸) "تأثیر سهامداران نهادی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌های بورس تهران" نشریه تحقیقات مالی.
- [۲۰]. محمد نمازی؛ احسان کرمانی، (۱۳۸۷) "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۴.
- [21]. Friend, I. and L. H. P. Lang (1988). "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2, pp. 271-282.
- [22]. Jensen, G.; Solberg, D. P.; and T. S. Zorn (1992). "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, pp. 247-263
- [23]. Bathala, C. T.; Moon, K. P.; and R. P. Rao (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective", *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, pp. 38-50.
- [24]. Chen, C. and T. Steiner (1999). "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy", *Financial Review*, Vol. 34, No. 1, pp. 119-136.
- [25]. Hong, D. and V. Yen Nguyen (2014). "Managerial Ownership, leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's listed Firms", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 6, No. 5, pp. 274- 284.
- [26]. Kim, Y. H.; Rhim, J. C.; and D. L. Friesner (2007). "Interrelationship among Capital Structure, Dividends, and Ownership: Evidence from South Korea", *Multinational Business Review*, Vol. 15, No. 3, pp. 25-42.
- [۲۷]. جان فدا ، رضا ، نظام‌الدین رحیمیان، (۱۳۹۳) "نظام راهبردی شرکت و محدودیت‌های مالی" فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری ، سال سوم ، شماره دهم.