

ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک

سیده مریم حسینی^۱

داود گرجی زاده^{۲*}

محمدحامد خان محمدی^۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۶/۲۲ تاریخ چاپ: ۱۳۹۹/۰۷/۰۱

چکیده

ساختار مالکیت شرکت‌ها ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این موضوع از فعالیت‌های نظارتی که سرمایه‌گذاران مختلف در این ساختار انجام می‌دهند نشأت می‌گیرد. از طرفی بازده سهام شرکت‌ها تابعی از ریسک سیستماتیک است و ریسک سیستماتیک بیانگر تغییرات نرخ بازده یک سهم نسبت به تغییرات نرخ بازده کل بازار سهام می‌باشد. در بازار سرمایه نیز، سرمایه‌گذاران سعی دارند در جایی سرمایه‌گذاری کنند که بیشترین بازدهی را برای آنان به ارمغان آورد و در این راستا به ریسک مربوط به سرمایه‌گذاری نیز توجه دارند و در صورتی تحمل ریسک را پذیرا هستند که بابت آن مابه‌ازایی، عایدشان شود و این عواید چیزی جز سود بیشتر سرمایه‌گذاری نخواهد بود. تحقیق پیش رو با هدف بررسی تاثیر ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک، اقدام به جمع‌آوری داده‌های مرتبط با تحقیق کرد. این تحقیق از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است، از نظر روش و ماهیت از نوع تحقیق همبستگی است. همچنین مقیاس اندازه‌گیری داده‌ها مقیاس نسبی است. روش تحقیق به صورت استقرایی است که در آن مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه، مقاله و اینترنت جمع‌آوری شده و در رد یا اثبات فرضیه‌های پژوهش با بکارگیری روش‌های آماری مناسب، از استدلال استقرایی در تعمیم نتایج استفاده شده است. جامعه آماری معین شده در پژوهش پیش رو شامل کلیه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران به تعداد ۵۸۰ شرکت برای بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ بوده که با استفاده از روش حذفی سیستماتیک، تعداد ۱۱۲ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد. برای آزمون فرضیه‌های این تحقیق و تعیین ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته نیز از الگوهای اقتصادسنجی استفاده شده است. داده‌ها پانل دیتا و روش برآورد آماری رگرسیون اثرات ثابت یا تصادفی است. نتایج تحقیق نشان داد که مالکیت خانوادگی بر سودآوری تاثیر مثبت و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد.

واژه‌های کلیدی

ریسک غیر سیستماتیک، عملکرد مالی، سیاست تقسیم سود، مالکیت خانوادگی

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، گرایش حسابرسی، گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

۲- مدرس، گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول (استاد راهنما):

(d.gorjizadeh@hnhk.ac.ir)

۳- مدرس، گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

مقدمه

بورس اوراق بهادار عمده‌ترین راه تجهیز و تخصیص بهینه سرمایه در کشور است و شناخت این بازار و عناصر و ارتباطات موجود در آن یکی از عوامل مهم توسعه بازار سرمایه محسوب می‌گردد. یکی از عناصر مهم این بازار سرمایه گذاران هستند؛ سرمایه‌گذاران از انجام سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها اهداف مختلفی دارند آنها در بازار سرمایه سعی دارند منابع خود را به سمتی سوق دهند که بیشترین سودآوری را برای آنها داشته باشد و در صورتی که سرمایه‌گذاری آنها به سود مورد نظر منجر نشود، اقدام به خروج از بازار سهام و سرمایه‌گذاری در سایر فعالیت‌ها خواهند نمود که این منجر به کاهش داد و ستد در سهام و از رونق افتادن بورس اوراق بهادار خواهد شد. در این راستا آگاهی از میزان ریسک شرکت‌ها نیز می‌تواند نقش بسزایی در تصمیم‌گیری افراد داشته باشد (فخاری و فصیح، ۱۳۹۵).

یکی از راه‌های پیش‌بینی ریسک سیستماتیک تعیین ارتباط بین عوامل مالی (حسابداری) و ریسک سیستماتیک است یکی از عوامل مالی (حسابداری) مهم در شرکت‌ها سیاست تقسیم سود این شرکتهاست، تقسیم سود سهام پیچیدگی‌های زیادی برای اقتصاددانان، تحلیلگران مالی و سایر سرمایه‌گذاران داشته است و در تحقیقات متعدد ارتباط بین سیاست تقسیم سود و بازده سهام شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است میلر و مودیلیانی^۱ (۱۹۸۵) اعتقاد داشتند که در یک بازار رقابت کامل به سبب وجود تقارن اطلاعاتی بین افراد فعال در بازار سرمایه نحوه تقسیم سود سهام شرکتها مشخص بوده و تقسیم مزبور بر قیمت سهام واحد تجاری تاثیرگذار نمی‌باشد، اما همانطور که می‌دانیم بازارهای سرمایه کنونی در جهان و ایران بازارهایی هستند که در آن اطلاعات به میزان لازم در اختیار همگان قرار ندارد و سرمایه‌گذاران با یک بازار رقابت ناقص روبرو هستند و همیشه سود بیشتر، از آن سرمایه‌گذاران مطلع‌تر می‌باشد. به همین دلیل خبر تقسیم یا عدم تقسیم سود یک شرکت بیشترین تاثیر روی نوسان قیمت سهام آن شرکت خواهد داشت. با توجه به این وضعیت اندیشمندان اقتصادی که از آن جمله آنها می‌توان به آلن و ولس^۲ (۲۰۰۰) اشاره نمود در مورد رفتارهای تقسیم سود سهام تئوری‌های متنوعی ارائه نموده‌اند.

یکی از بارزترین این تئوری‌ها تئوری علامت‌دهی تقسیم سود می‌باشد، تحت مدل علامت‌دهی تقسیم سود سهام به عنوان یک علامت جهت کاهش سطح عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه به کار گرفته می‌شود؛ اما این تئوری نیز نتوانسته تاثیر عمده‌ای در این کاهش داشته باشد و اشخاص خودی شرکت‌ها که مدیران نیز از جمله آنها می‌باشند با در اختیار داشتن اطلاعات مهم و اساسی نسبت به سرمایه‌گذاران دیگر انتفاع بیشتری از خرید و فروش و تقسیم سود سهام نصیب خود می‌نمایند.

^۱ Miler and modiliani

^۲ Alen and volss

عوامل بسیاری موجب برتریت شرکت در مقایسه با شرکت‌های دیگر می‌شوند که مهم‌ترین آن‌ها ساختار مالکیت است که شانس شرکت را برای بهبود و حفظ ساختار سرمایه در آینده تحت تأثیر قرار می‌دهد. در بیانی ساده معتقدند که ساختار مالکیت بیان‌کننده این مطلب است که چه اشخاصی در تصمیمات عملیاتی و استراتژیکی شرکت تسلط و حکمرانی می‌کنند (فخاری و فصیح، ۱۳۹۵). ساختار مالکیت به عنوان مهمترین پارامتر مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و برای جهت‌گیری آنان در بازارهای سرمایه مطرح گردیده است. حداکثر کردن ارزش شرکت‌ها مستلزم اجرای طرح‌های سودآور است. در جهان امروز با توجه به شرایط بازار رقابت تعیین روش تأمین مالی مناسب برای افزایش سودآوری و ادامه حیات شرکت‌ها امری ضروری است ساختار مالکیت مشتمل بر دو مفهوم بافت یا ترکیب مالکیت از یک سو و میزان تمرکز سهام از سوی دیگر است. یافته‌ها نشان می‌دهد که گروه‌های مالک به یک شکل و میزان از قدرت و همسویی در اثرگذاری بر عملکرد شرکت برخوردار نیستند (سانکون^۳، ۲۰۰۸).

سودآوری به معنای توانایی شرکت‌ها در کسب سود و ماحصل تمامی استراتژی‌ها و تصمیمات در سازمان‌ها می‌باشد. هر چه مدیریت در اتخاذ تصمیمات و ایجاد استراتژی‌های کارآمدتر و موفق‌تر عمل نماید، توانایی کسب سود بالاتری را دارد. میزان سودآوری در صنایع مختلف متفاوت بوده و تحت تأثیر شرایط اقتصادی نیز قرار می‌گیرد؛ اما مدیران شرکت‌ها همواره به دنبال تصمیماتی هستند که ریسک پایین‌تر و بازده بیشتر را برایشان به دنبال داشته باشد و در بلندمدت ارزش و ثروت شرکت را افزایش دهند. سود به عنوان ابزاری که در جهت سنجش و راستی‌آزمایی تصمیمات مدیریت بوده و در بسیاری موارد مدیریت شرکت‌ها با جهت‌دهی به تصمیمات خود در برابر سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و سایرین، تصمیماتی با بازده بالا و ریسک پایین در کوتاه مدت را اتخاذ می‌نمایند تا نتایج عملکردی مطلوبی را کسب نمایند و سنجش عملکردیشان مثبت ارزیابی شود. در نتیجه محقق در پی یافتن این مسئله می‌باشد که آیا ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک تأثیرگذارند یا خیر؟

فرضیه‌های تحقیق

۱. مالکیت خانوادگی بر سودآوری تأثیرگذار است.
۲. سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تأثیرگذار است.
۳. مالکیت خانوادگی بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تأثیرگذار است.
۴. سیاست تقسیم سود بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تأثیرگذار است.

روش تحقیق

روش تحقیق به صورت استقرایی است که در آن مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه، مقاله و اینترنت جمع‌آوری شده و در رد یا اثبات فرضیه‌های پژوهش با بکارگیری روش‌های آماری مناسب، از استدلال استقرایی در تعمیم نتایج استفاده شده است. جامعه تحقیق شامل شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران (به جزء شرکتهای سرمایه

³ sankon

گذاری، بانک‌ها، مؤسسات بیمه و لیزینگ) برای بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ می باشد و با توجه به جامعه آماری، تعداد ۱۱۲ شرکت به عنوان نمونه سیستماتیک تحقیق انتخاب شدند و برای هر متغیر این پژوهش تعداد ۸۹۶ داده-سال، جهت آزمون فرضیه های آماری محاسبه شده است:

جدول ۱- مراحل مختلف نمونه گیری

| تعداد | مراحل مختلف نمونه گیری |
|-------|---|
| ۵۸۰ | تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۷ |
| (۱۳۲) | تعداد شرکتهایی که در قلمرو زمانی برون رفت از بورس و یا ورود به بورس داشته اند |
| (۶۷) | تعداد شرکتهایی که سرمایه گذار و واسطه گر مالی بوده اند |
| (۱۱۱) | تعداد شرکتهایی که سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی شود |
| (۵۹) | شرکت های ورشکسته و خارج شده از بورس |
| (۱۵) | تعداد شرکتهایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر در سال مالی داشته اند |
| (۸۴) | تعداد شرکتهایی که در قلمرو زمانی پژوهش وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه داشته اند |
| ۱۱۲ | تعداد شرکتهای نمونه |

در این پژوهش پس از جمع آوری داده ها و محاسبه متغیرها، تجزیه و تحلیل آماری از طریق نرم افزار SPSS 22 انجام شده است.

مدل تحقیق و شیوه اندازه گیری متغیرها

مدل های تحقیق بر گرفته از تحقیق راجورما و دیگران (۲۰۱۹) است. برای آزمون فرضیه های تحقیق دو مدل ارائه می شود. مدل اول به منظور آزمون فرضیه اول و دوم تحقیق است و به قرار زیر است:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 DIV + \beta_2 FAM + \beta_3 DE + \beta_4 CAPEX + \beta_5 RISK + \beta_6 CR + \beta_7 SIZE + \beta_8 INS + \beta_9 SGR + \beta_{10} AGE + \varepsilon$$

مدل دوم تحقیق به منظور آزمون فرضیه سوم و چهارم تحقیق بوده و به قرار زیر است:

$$FirmRisk = \beta_0 + \beta_1 DIV + \beta_2 FAM + \beta_3 DE + \beta_4 RISK + \beta_5 BETA + \beta_6 QR + \beta_7 MTB + \beta_8 ROA + \beta_9 INS + \beta_{10} SGR + \beta_{11} AGE + \varepsilon$$

متغیر وابسته:

سودآوری (ROA): نسبت سود خالص بر ارزش دفتری دارایی‌ها

ریسک غیر سیستماتیک ($FirmRisk$): برای محاسبه ریسک غیر سیستماتیک نیاز به تفاضل گرفتن بین ریسک شرکت و ریسک سیستماتیک است. ریسک سیستماتیک در واقع بتا مدل $CAPM$ بوده و ریسک کل شامل انحراف معیار تفاوت بیان بازده واقعی و مورد انتظار برای سه دوره مالی است.
مدل $CAPM$ به صورت زیر است:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

متغیرهای مستقل:

مالکیت خانوادگی (FAM): درصد سهام تحت مالکیت یک فرد یا گروهی از یک خانواده از کل سهام شرکت
سیاست تقسیم سود (DIV): نسبت سود تقسیمی بر سود خالص (عیوضیان و همکاران، ۲۰۰۶)

متغیرهای کنترلی:

اهرم مالی (DE): نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها
ارزش بازار به دفتری (MTB): ارزش بازار سهام (ضرب تعداد سهام شرکت در قیمت سهام) تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
مخارج سرمایه‌ای ($CAPEX$): نسبت تغییرات دارایی ثابت در یک دوره تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها
ریسک عملیاتی ($RISK$): انحراف معیار سه دوره نسبت سود عملیاتی بر فروش شرکت
نسبت جاری (CR): نسبت دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری
اندازه شرکت ($SIZE$): لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت
بتا ($BETA$): ضریب مدل $CAPM$ که نشان دهنده ریسک سیستماتیک شرکت است.
نسبت آنتی (QR): نسبت وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت بر ارزش دفتری دارایی‌ها
مالکیت نهادی (INS): نسبت سهام تحت تملک مالکان نهادی
رشد فروش شرکت (SGR): تغییرات فروش سال جاری به سال قبل
عمر شرکت (AGE): لگاریتم طبیعی تعداد سالهایی که از پذیرش شرکت در بورس می‌گذرد.

یافته های تحقیق

جدول ۲- آمار توصیفی

| متغیرها | میانگین | میانه | حداکثر | حداقل | انحراف | تعداد |
|---------------------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|
| سودآوری | 0.104 | 0.082 | 0.621 | -0.493 | 0.138 | 896 |
| ریسک غیر سیستماتیک | 2.269 | 1.308 | 29.066 | 0.000 | 2.898 | 896 |
| مالکیت خانوادگی | 0.098 | 0.000 | 0.893 | 0.000 | 0.234 | 896 |
| سیاست تقسیم سود | 0.045 | 0.017 | 0.369 | 0.000 | 0.064 | 896 |
| اهرم مالی | 0.591 | 0.606 | 0.986 | 0.061 | 0.193 | 896 |
| ارزش بازار به دفتری | 5.019 | 2.982 | 93.896 | 0.000 | 7.581 | 896 |
| مخارج سرمایه‌ای | 0.034 | 0.007 | 0.616 | -0.201 | 0.098 | 896 |
| ریسک عملیاتی | 0.055 | 0.036 | 0.647 | 0.001 | 0.066 | 896 |
| نسبت جاری | 1.490 | 1.267 | 12.224 | 0.209 | 1.083 | 896 |
| اندازه شرکت | 14.103 | 14.069 | 19.313 | 10.166 | 1.447 | 896 |
| بتا | 0.680 | 0.570 | 4.181 | -2.766 | 0.964 | 896 |
| نسبت آنی | 0.058 | 0.031 | 0.694 | 0.000 | 0.079 | 896 |
| مالکیت نهادی | 0.648 | 0.720 | 0.990 | 0.000 | 0.258 | 896 |
| رشد فروش شرکت | 0.244 | 0.174 | 4.875 | -0.825 | 0.521 | 896 |
| عمر شرکت | 2.968 | 2.944 | 3.931 | 1.791 | 0.414 | 896 |

جدول ۳- توزیع متغیر وابسته

| ریسک غیر سیستماتیک | سودآوری | متغیرها |
|--------------------|----------|------------------|
| 2.116868 | 1.782895 | آزمون جارک و برا |
| 0.067252 | 0.086514 | ارزش احتمال |

در جدول ۳ مشاهده می‌شود که با توجه به آماره جارکا و برا (Jarque-Bera) که معناداری آن بیشتر از ۵ درصد است، توزیع متغیرهای وابسته تحقیق نرمال است.

جدول شماره ۴- ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون مدل اول

| رشد فروش شرکت | مالکیت اندازه شرکت | نسبت جاری | ریسک عملیاتی | مخارج سرمایه‌ای | اهرم مالی | مالکیت تقسیم سود خانوادگی | سیاست تقسیم سود | سودآوری | | | | | |
|---------------------|--------------------------|--------------|-----------------|--------------------|-----------|------------------------------|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | | | | | | | 1.00000 | سودآور | | | | |
| | | | | | | | | 0 | ی | | | | |
| | | | | | | | | ----- | | | | | |
| | | | | | | | 1.00000 | 0.05950 | سیاست | | | | |
| | | | | | | | 0 | 0 | تقسیم | | | | |
| | | | | | | | ----- | 0.0822 | سود | | | | |
| | | | | | | | - | - | مالکیت | | | | |
| | | | | | | 1.00000 | 0.15410 | 0.11694 | خانواد | | | | |
| | | | | | | 0 | 2 | 8 | گی | | | | |
| | | | | | | ----- | 0.0000 | 0.0006 | | | | | |
| | | | | | | | - | - | اهرم | | | | |
| | | | | | | 1.00000 | 0.10283 | 0.05241 | 0.54340 | | | | |
| | | | | | | 0 | 3 | 6 | 9 | | | | |
| | | | | | | ----- | 0.0026 | 0.1259 | 0.0000 | | | | |
| | | | | | | | - | - | مخارج | | | | |
| | | | | | | 1.00000 | 0.09533 | 0.03119 | 0.06265 | 0.01413 | | | |
| | | | | | | 0 | 1 | 9 | 2 | 0 | | | |
| | | | | | | ----- | 0.0053 | 0.3625 | 0.0672 | 0.6801 | | | |
| | | | | | | | - | - | - | ریسک | | | |
| | | | | | | 1.00000 | 0.05748 | 0.16428 | 0.08911 | 0.10884 | 0.07639 | | |
| | | | | | | 0 | 6 | 2 | 8 | 6 | 4 | | |
| | | | | | | ----- | 0.0932 | 0.0000 | 0.0092 | 0.0014 | 0.0256 | | |
| | | | | | | | - | - | - | نسبت | | | |
| | | | | | | 1.00000 | 0.08712 | 0.07224 | 0.62968 | 0.05280 | 0.10555 | 0.41435 | |
| | | | | | | 0 | 2 | 7 | 0 | 9 | 4 | 7 | |
| | | | | | | ----- | 0.0109 | 0.0348 | 0.0000 | 0.1231 | 0.0020 | 0.0000 | |
| | | | | | | | - | - | - | اندازه | | | |
| | | | | | | 1.00000 | 0.14334 | 0.13692 | 0.07524 | 0.07707 | 0.22546 | 0.06520 | 0.14838 |
| | | | | | | 0 | 3 | 8 | 3 | 4 | 9 | 2 | 7 |

| | | | | | | | | | |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| شرکت | 0.0000 | 0.0568 | 0.0000 | 0.0243 | 0.0279 | 0.0001 | 0.0000 | ----- | |
| مالکیت | 0.10451 | 0.10777 | 0.28024 | 0.15562 | 0.00090 | 0.11651 | 0.17435 | 0.10037 | 1.00000 |
| نهادی | 0.0022 | 0.0016 | 0.0000 | 0.0000 | 0.9790 | 0.0006 | 0.0000 | 0.0033 | ----- |
| رشد | 0.20634 | 0.10234 | 0.03137 | 0.07843 | 0.01739 | 0.10615 | 0.12808 | 0.01719 | 0.06076 |
| فروش | 0.0000 | 0.0027 | 0.3598 | 0.0219 | 0.6117 | 0.0019 | 0.0002 | 0.6159 | 0.0759 |
| شرکت | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| عمر | 0.09220 | 0.15344 | 0.04478 | 0.01907 | 0.10445 | 0.03930 | 0.05831 | 0.05526 | 0.14329 |
| شرکت | 0.0070 | 0.0000 | 0.1911 | 0.5777 | 0.0022 | 0.2512 | 0.0886 | 0.1065 | 0.0345 |

جدول شماره ۵- ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون مدل دوم

| رشد فروش شرکت | مالکیت ت نهادی | بازده دارایی ها | ارزش بازار به دفتری | نسبت آنی | بتا | ریسک عملیاتی | اهرم مالی | مالکیت ت خانوادگی | سیاست ت تقسیم سود | ریسک غیر سیستماتیک |
|---------------------|----------------------|-----------------------|------------------------------|-------------|-----|-----------------|--------------|-------------------------|----------------------------|--------------------------|
| | | | | | | | | | | 1.000 000 |
| | | | | | | | | | | ----- |
| | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | 1.000 000 | - 0.030 028 |
| | | | | | | | | | ----- | 0.381 4 |
| | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | 1.000 000 | - 0.152 | 0.076 630 |

| | | | | | | | | | | | |
|--|--|--|--|--|--|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| | | | | | | | | | 187 | | ت |
| | | | | | | | | ----- | 0.000 | 0.025 | خانوادگی |
| | | | | | | | | | 0 | 3 | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | 1.000 | 0.097 | - | 0.012 | اهرم مالی |
| | | | | | | | 000 | 907 | 0.046 | 818 | |
| | | | | | | | | | 138 | | |
| | | | | | | | ----- | 0.004 | 0.178 | 0.708 | |
| | | | | | | | | 2 | 5 | 7 | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | 1.000 | - | - | 0.099 | - | ریسک عملیاتی |
| | | | | | | 000 | 0.168 | 0.089 | 186 | 0.018 | |
| | | | | | | | 362 | 218 | | 300 | |
| | | | | | | ----- | 0.000 | 0.009 | 0.003 | 0.593 | تی |
| | | | | | | | 0 | 2 | 8 | 7 | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | 1.000 | 0.030 | - | 0.077 | - | بتا |
| | | | | | | 000 | 414 | 0.121 | 0.171 | 0.208 | |
| | | | | | | | 257 | 344 | 033 | 083 | |
| | | | | | | ----- | 0.375 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | |
| | | | | | | | 3 | 4 | 0 | 0 | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | 1.000 | 0.037 | 0.024 | - | - | نسبت آبی |
| | | | | | | 000 | 490 | 802 | 0.223 | 0.030 | |
| | | | | | | | | 193 | 769 | 348 | |
| | | | | | | ----- | 0.274 | 0.469 | 0.000 | 0.376 | |
| | | | | | | | 4 | 7 | 0 | 3 | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | 1.000 | 0.079 | - | 0.203 | - | ارزش بازار |
| | | | | | | 000 | 549 | 0.102 | 0.190 | 0.002 | |
| | | | | | | | 202 | 214 | 083 | 251 | |
| | | | | | | ----- | 0.020 | 0.002 | 0.000 | 0.947 | به دفتری |
| | | | | | | | 2 | 8 | 0 | 7 | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | 1.000 | - | 0.294 | 0.090 | - | بازده |
| | | | | | | 000 | 0.076 | 332 | 188 | 0.013 | |
| | | | | | | | 279 | | 0.078 | 111 | |
| | | | | | | ----- | 0.026 | 0.000 | 0.008 | 0.702 | ها |
| | | | | | | | 0 | 0 | 0.021 | 4 | |
| | | | | | | | | | 0.000 | 1 | |
| | | | | | | | | | 0.000 | 0 | |
| | | | | | | | | | 0.002 | 5 | |
| | | | | | | | | | 0.095 | 8 | |
| | | | | | | | | | | 4 | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | 1.000 | - | 0.007 | - | - | مالکیت |
| | | | | | | 000 | 0.111 | 0.029 | 0.152 | 0.036 | |
| | | | | | | | 283 | 0.067 | 0.791 | 265 | |
| | | | | | | | | | 0.303 | | |

| | | | | | | | | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | | | 730 | 257 | | 036 | | 922 | | 339 | ت |
| | ----- | 0.001 | 0.048 | 0.393 | 0.825 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.289 | نهادهی |
| | | 1 | 1 | 7 | 7 | 9 | 0 | 0 | 9 | 4 | |
| 1.000 | 0.053 | 0.221 | 0.114 | 0.023 | 0.019 | 0.120 | - | - | - | - | رشد |
| 000 | 407 | 209 | 836 | 156 | 852 | 034 | 0.059 | 0.025 | 0.106 | 0.039 | فروش |
| | | | | | | | 867 | 561 | 165 | 309 | |
| ----- | 0.119 | 0.000 | 0.000 | 0.499 | 0.562 | 0.000 | 0.080 | 0.456 | 0.001 | 0.251 | شرکت |
| | 3 | 0 | 8 | 7 | 8 | 4 | 7 | 2 | 9 | 7 | |
| - | - | - | 0.114 | 0.025 | - | - | 0.008 | 0.038 | 0.151 | - | عمر |
| 0.080 | 0.145 | 0.094 | 323 | 613 | 0.024 | 0.031 | 252 | 048 | 927 | 0.031 | شرکت |
| 130 | 830 | 840 | | | 826 | 990 | | | | 333 | |
| 0.019 | 0.000 | 0.005 | 0.000 | 0.455 | 0.469 | 0.351 | 0.809 | 0.267 | 0.000 | 0.361 | |
| 3 | 0 | 6 | 8 | 3 | 3 | 0 | 9 | 3 | 0 | 0 | |

آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیات از رگرسیون حداقل مربعات خطی داده‌های پانل استفاده می‌شود. برای این منظور آزمون ناهمسان واریانس، فلیمر، خودهمبستگی و هاسمن انجام می‌گیرد.

جدول ۶- نتایج آزمون ناهمسانی آرچ LM

| نتیجه | ارزش احتمال | مقدار آماره | شرح | مدل |
|------------------|-------------|-------------|-----|-----|
| ناهمسانی واریانس | 0.0000 | 517.1582 | LR | ۱ |
| ناهمسانی واریانس | 0.0000 | 578.3083 | LR | ۲ |

همانطور که مشاهده می‌شود برای آزمون مدل‌های تحقیق نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته یا EGLS است.

جدول ۷- نتایج آزمون آماره F (Test cross-section fixed effects)

| نتیجه | ارزش احتمال | مقدار آماره | شرح | مدل |
|--------------|-------------|-------------|-----------------|-----|
| داده‌ها پانل | 0.0000 | 7.728923 | Cross-section F | ۱ |
| داده‌ها پانل | 0.0056 | 1.413439 | Cross-section F | ۲ |

همانطور که مشاهده می‌شود برای آزمون مدل‌های تحقیق، اثرات وجود داشته و با استفاده از آزمون هاسمن نوع اثرات مشخص می‌شود.

نتایج آزمون هاسمن به قرار زیر است:

جدول ۸- نتایج آزمون هاسمن (Hausman Test)

| مدل | شرح | مقدار آماره | ارزش احتمال | نتیجه |
|-----|----------------------|-------------|-------------|------------|
| ۱ | Cross-section random | 50.478714 | 0.0000 | اثرات ثابت |
| ۲ | Cross-section random | 27.448070 | 0.0000 | اثرات ثابت |

باتوجه به اینکه در آزمون به عمل آمده برای مدل‌های تحقیق، احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین در هر دو مدل باید از روش اثرات ثابت استفاده نماییم.

جدول ۹- نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل اول تحقیق

| $ROA = \beta_0 + \beta_1 DIV + \beta_2 FAM + \beta_3 DE + \beta_4 CAPEX + \beta_5 RISK + \beta_6 CR + \beta_7 SIZE + \beta_8 INS + \beta_9 SGR + \beta_{10} AGE + \varepsilon$ | | | | |
|--|-----------|----------------------|-----------|----------|
| متغیرها | ضرایب | خطای معیار | آماره | معناداری |
| عرض از مبدا | 0.385122 | 0.068539 | 5.619046 | 0.0000 |
| مالکیت خانوادگی | 0.083491 | 0.013628 | 6.126204 | 0.0000 |
| سیاست تقسیم سود | -0.162246 | 0.050312 | -3.224821 | 0.0013 |
| اهرم مالی | -0.242222 | 0.018369 | -13.18649 | 0.0000 |
| مخارج سرمایه‌ای | -0.041015 | 0.027530 | -1.489824 | 0.1367 |
| ریسک عملیاتی | -0.150418 | 0.059579 | -2.524680 | 0.0118 |
| نسبت جاری | 0.037151 | 0.004419 | 8.407597 | 0.0000 |
| اندازه شرکت | -0.002830 | 0.006503 | -0.435100 | 0.6636 |
| مالکیت نهادی | 0.015852 | 0.008191 | 1.935163 | 0.0534 |
| رشد فروش شرکت | 0.043864 | 0.004563 | 9.613221 | 0.0000 |
| عمر شرکت | -0.054196 | 0.011205 | -4.836961 | 0.0000 |
| ضریب تعیین | 0.872825 | ضریب تعیین تعدیل شده | | 0.851803 |
| آماره F | 41.51932 | دوربین واتسون | | 1.589409 |
| معناداری | 0.000000 | | | |

در جدول فوق مشاهده می‌شود که ارزش احتمال برای متغیر مالکیت خانوادگی ۰/۰۰۰۰ بوده و علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور مثبت است. از آنجا که مقدار ارزش احتمال کمتر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت خانوادگی و سودآوری وجود دارد؛ بنابراین فرضیه اول تحقیق **تایید** می‌شود. از سوی دیگر ارزش احتمال برای متغیر سیاست تقسیم سود ۰/۰۰۱۳ بوده و علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور منفی است. از آنجا که مقدار ارزش احتمال کمتر از ۵ درصد است، می‌توان گفت که رابطه منفی و معناداری بین سیاست تقسیم سود و سودآوری وجود دارد؛ بنابراین فرضیه دوم تحقیق نیز تایید می‌شود.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۸۵ درصد و نشان دهنده این است که ۸۵ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود.

جدول ۱۰- نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل دوم تحقیق

| $FirmRisk = \beta_0 + \beta_1DIV + \beta_2FAM + \beta_3DE + \beta_4RISK + \beta_5BETA + \beta_6QR + \beta_7MTB + \beta_8ROA + \beta_9INS + \beta_{10}SGR + \beta_{11}AGE + \varepsilon$ | | | | |
|---|----------------------|------------|-----------|---------------------|
| معناداری | آماره | خطای معیار | ضرایب | متغیرها |
| 0.0175 | -2.382346 | 0.327406 | -0.779994 | عرض از مبدا |
| 0.6965 | -0.390162 | 0.811945 | -0.316790 | مالکیت خانوادگی |
| 0.0000 | -4.280473 | 0.845819 | -3.620504 | سیاست تقسیم سود |
| 0.0752 | 1.782008 | 0.689699 | 1.229049 | اهرم مالی |
| 0.0025 | -3.036269 | 0.579854 | -1.760592 | ریسک عملیاتی |
| 0.0000 | -8.405245 | 0.061103 | -0.513583 | بتا |
| 0.8913 | 0.136720 | 0.571553 | 0.078143 | نسبت آنی |
| 0.3635 | -0.909240 | 0.015099 | -0.013729 | ارزش بازار به دفتری |
| 0.0762 | 1.775651 | 0.800529 | 1.421460 | بازده دارایی‌ها |
| 0.2708 | 1.102154 | 1.465542 | 1.615252 | مالکیت نهادی |
| 0.1853 | -1.325939 | 0.203628 | -0.269998 | رشد فروش شرکت |
| 0.6320 | 0.479137 | 0.460170 | 0.220485 | عمر شرکت |
| 0.620259 | ضریب تعیین تعدیل شده | | 0.646379 | ضریب تعیین |
| 2.376689 | دوربین واتسون | | 7.953522 | آماره F |
| | | | 0.000000 | معناداری |

جدول فوق مشاهده می‌شود که ضریب برآورد شده برای متغیر مالکیت خانوادگی $0/3167$ - و ارزش احتمال آن $0/6965$ است. ارزش احتمال برای متغیر مالکیت خانوادگی، بیشتر از $0/05$ است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که مالکیت خانوادگی بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیرگذار نیست. به این ترتیب فرضیه سوم تحقیق **۵** می‌شود. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر سیاست تقسیم سود $3/6205$ - و ارزش احتمال آن $0/0000$ است. از آنجا که مقدار ارزش احتمال کمتر از 5 درصد است و همچنین علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور، منفی است، از این رو می‌توان گفت که رابطه منفی و معناداری بین سیاست تقسیم سود و ریسک غیر سیستماتیک وجود دارد؛ به عبارت دیگر فرضیه چهارم تحقیق تایید می‌شود.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با 62 درصد و نشان دهنده این است که 62 درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود.

جدول ۱۱- خلاصه نتایج بررسی فرضیه‌ها

| ردیف | فرضیه | نتیجه |
|------|---|-------------|
| ۱ | مالکیت خانوادگی بر سودآوری تاثیرگذار است. | تایید- مثبت |
| ۲ | سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تاثیرگذار است. | تایید- منفی |
| ۳ | مالکیت خانوادگی بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیرگذار است. | رد |
| ۴ | سیاست تقسیم سود بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیرگذار است. | تایید- منفی |

بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش با تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق، به نتایجی دست یافتیم که در زیر به آن‌ها اشاره می‌کنیم:

فرضیه اول: مالکیت خانوادگی بر سودآوری تاثیرگذار است.

هدف از آزمون این فرضیه که در فصل چهارم انجام شد، ارزیابی رابطه بین مالکیت خانوادگی و سودآوری است. با توجه به نتایج حاصل از جدول برآورد مدل تحقیق در فصل ۴، ارزش احتمال برای متغیر مالکیت خانوادگی، کمتر از $0/05$ بوده و علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور، مثبت است؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان 95 درصد رد می‌شود که بیانگر آن است که رابطه معناداری بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که مالکیت خانوادگی بر سودآوری تاثیر مثبت و معناداری دارد. به این ترتیب فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

فرضیه دوم: سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تاثیرگذار است.

هدف از آزمون این فرضیه که در فصل چهارم انجام شد، ارزیابی رابطه بین سیاست تقسیم سود و سودآوری است. با توجه به نتایج حاصل از جدول برآورد مدل تحقیق در فصل ۴، ارزش احتمال برای متغیر سیاست تقسیم سود کمتر از ۰/۰۵ بوده و علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور منفی است؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده که بیانگر آن است که رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد و به این ترتیب فرضیه دوم پژوهش تایید می‌شود.

فرضیه سوم: مالکیت خانوادگی بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیرگذار است.

هدف از آزمون این فرضیه که در فصل چهارم انجام شد، ارزیابی رابطه بین مالکیت خانوادگی و ریسک غیر سیستماتیک است. با توجه به نتایج حاصل از جدول برآورد مدل تحقیق در فصل ۴، ارزش احتمال برای متغیر مالکیت خانوادگی، بیشتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود که بیانگر آن است که رابطه معناداری بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود ندارد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که مالکیت خانوادگی بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیرگذار نیست. به این ترتیب فرضیه سوم پژوهش رد می‌شود.

فرضیه چهارم: سیاست تقسیم سود بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیرگذار است.

هدف از آزمون این فرضیه که در فصل سوم انجام شد، ارزیابی رابطه بین سیاست تقسیم سود و ریسک غیر سیستماتیک شرکت است. با توجه به نتایج حاصل از جدول برآورد مدل تحقیق در فصل ۴، ارزش احتمال برای متغیر سیاست تقسیم سود کمتر از ۰/۰۵ بوده و علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور، منفی است؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده که بیانگر آن است که رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که سیاست تقسیم سود بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد و به این ترتیب فرضیه چهارم پژوهش تایید می‌شود.

این پژوهش با هدف بررسی تاثیر ساختار مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود بر سودآوری و ریسک، اقدام به جمع‌آوری داده‌های مرتبط با تحقیق کرد. نتایج تحقیق نشان داد که مالکیت خانوادگی بر سودآوری تاثیر مثبت و معناداری دارد. سیاست تقسیم سود بر سودآوری شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد. مالکیت خانوادگی بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیرگذار نیست. سیاست تقسیم سود بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد.

پیشنهادها برای پژوهش‌های آینده

- ۱- تحقیق حاضر در مورد صنایع مختلف به تفکیک صنعت خاص انجام شود و نتایج حاصل مقایسه گردد.
- ۲- تحقیق حاضر به تفکیک شرکت‌های بزرگ و کوچک در بورس انجام شده و نتایج مقایسه گردد.
- ۳- در این تحقیق برای محاسبه سودآوری از معیار بازده دارایی‌ها استفاده شد. پیشنهاد می‌گردد که در تحقیقات آتی برای محاسبه این متغیر از معیارهای جامع‌تری همچون کیوتوین استفاده شود و نتایج با نتیجه به دست آمده از این تحقیق مقایسه گردد.

منابع

۱. فخاری، حسین و فصیح، الهام (۱۳۹۵) تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مبتنی بر تئوری نمایندگی)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری دوره ۵، شماره ۲۰، صص ۱۶۴-۱۴۵.
۲. کارگرشورکی، محمدحسین؛ نظامی، احمد (۱۳۹۳). تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران، دومین کنفرانس بین المللی مدیریت چالشها و راهکارها.
۳. کرمی، محمدجواد؛ کاویانی، سمیه و هداوند، لیلا (۱۳۹۵). "بررسی رابطه تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در صنایع مواد غذایی و صنایع دارویی بورس اوراق بهادار تهران". مقاله کنفرانس: دومین کنفرانس بین المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی.
4. Miller, M. and F.Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", Journal of Business, 34, (4), pp. 411-433.
5. Miller M.H. (1977). Debt and Taxes. Journal of Finance, 32 (2).
6. Sanghoon, Lee. (2008) Ownership Structure and Financial performance: Evidence from Panel Data of South Korea.

Impact of Ownership structure and dividend on from performance and firm risk

Seyede Maryam Hosseini¹

Davod Gorjizadeh^{*2}

Mohammad Hamed Khan Mohammadi³

Date of Receipt: 2020/09/12 Date of Issue: 2020/09/22

Abstract

The ownership structure of companies may change the behavior of companies. This stems from the regulatory activities of different investors in this structure. On the other hand, corporate stock returns are a function of systematic risk, and systematic risk represents a change in the rate of return on a share of the change in the total rate of return on the stock market. In the capital market, investors try to invest in a place that brings them the highest returns, and in this regard, they also pay attention to the risk associated with investing, and if they accept the risk tolerance, for which they are free. Earn them, and that income will be nothing more than an investment. Leading research aimed to examine the impact of ownership structure and profit-sharing policies on profitability and risk, and collected data related to the research. This research is applied in terms of purpose-based classification, and correlational in terms of method and nature. The data measurement scale is also a relative scale. The research method is inductive in which the theoretical foundations and background of the research have been collected through the library, article and internet and in rejecting or proving the research hypotheses by using appropriate statistical methods, inductive reasoning has been used in generalizing the results. The statistical population determined in the present study included all companies that are members of the Tehran Stock Exchange for the period 1390 to 1397, which using systematic elimination method, 112 companies were selected as a sample. Econometric models have also been used to test the hypotheses of this research and to determine the relationship between independent and dependent variables. Data are data panels and regression estimation methods are fixed or random effects. The research results showed that family ownership has a positive and significant effect on profitability. Profit sharing policy has a negative and significant effect on company profitability. Profit sharing policy has a negative and significant impact on the company's non-systematic risk.

Keywords

Non-systematic risk, financial performance, dividend policy, family ownership

1- Master of Accounting Student, Auditing major, Department of Accounting, Nasser Khosrow Higher Education Institute, Saveh, Iran.

2- Lecturer, Department of Accounting and Management, Nasser Khosrow Higher Education Institute, Saveh, Iran. (Responsible author (supervisor): d.gorjizadeh@hnhk.ac.ir).

3- Lecturer, Department of Accounting and Management, Nasser Khosrow Higher Education Institute, Saveh, Iran.