

تأثیر سرمایه سازمانی بر سیاست پرداخت سود سهام با توجه به نقش مشکلات نمایندگی

بابک نبی زاده^۱

محمدحسین سلیمی^{۲*}

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۱۲ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۹/۳۰

چکیده

سرمایه سازمانی نشان‌دهنده موجودی دانش، قابلیت‌ها، فرهنگ و فرآیندهای کسب‌وکار و سیستم‌هایی است که مهارت‌های انسانی را با سرمایه فیزیکی به منظور افزایش کارایی سازمان ادغام می‌کند. سرمایه سازمانی می‌تواند بر روی بسیاری از تصمیمات شرکت‌ها اثرگذار باشد؛ با این وجود مطالعات در حوزه حسابداری در زمینه پیامدهای سرمایه سازمانی بسیار محدود است. در این مطالعه بررسی شده است که سرمایه سازمانی چه تاثیری بر سیاست پرداخت سود سهام به عنوان یک چالش مهم مدیریتی دارد. مطالعه حاضر با رویکرد توصیفی همبستگی مبتنی بر تحلیل رگرسیون چندمتغیره انجام شده است. نمونه آماری شامل ۱۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱ است و داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده و اسناد مرتبط با گزارش‌های سالانه که در سایت کدال موجود است، گردآوری شده‌اند. به منظور آزمون فرضیه‌ها از تکنیک‌های اقتصادسنجی و نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج مطالعه نشان داد که در شرکت‌هایی با سرمایه سازمانی بالاتر، پرداخت سود سهام بیشتر خواهد بود. همچنین نتایج مطالعه برای بررسی کانال‌های مرتبط اثرگذاری مرتبط با تئوری نمایندگی، نشان داد تاثیر مثبت سرمایه سازمانی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های با مشکلات نمایندگی بالاتر که با جریان نقد آزاد اندازه‌گیری شده است، قوی‌تر است. به طور کلی، یافته‌های این مطالعه مستند می‌کند که سرمایه سازمانی نقش مهمی را در شکل دادن به سیاست‌های پرداخت سود سهام شرکت ایفا می‌کند.

واژگان کلیدی

سیاست پرداخت سود سهام، سرمایه سازمانی، مشکلات نمایندگی، جریان نقد آزاد

۱. دانش‌آموخته دکتری مدیریت راهبردی، دانشگاه دفاع ملی، ایران. (iran_babi@yahoo.com)

۲. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه غیرانتفاعی تاکستان، تاکستان، ایران. (نویسنده مسئول)

(Mohammadhosein.salimi57@yahoo.com)

۱- مقدمه

ادبیات اخیر سرمایه نامشهود را به عنوان منبع مهم بهره‌وری، کارایی و ارزش شرکت‌ها می‌شناسد (پیترز و تیلور^۱، ۲۰۱۷؛ بیلو^۲ و همکاران، ۲۰۲۱؛ فرانسیس^۳ و همکاران، ۲۰۲۱). سهم بزرگی از سرمایه نامشهود توسط سرمایه سازمانی تامین می‌شود، که شامل دانش، قابلیت‌ها، فرهنگ، فرآیندهای تجاری و سیستم‌های شرکت‌ها است و تطبیق مهارت‌های انسانی و سرمایه فیزیکی را تسهیل می‌کند (ایسفلد و پاپانیکولاو^۴، ۲۰۱۳). ادبیات نشان می‌دهد که سرمایه سازمانی تأثیر قابل توجهی بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت، نوآوری و استراتژی‌های مالیاتی دارد (لی^۵ و همکاران، ۲۰۱۸؛ فالاتو^۶ و همکاران، ۲۰۲۱؛ حسن^۷ و همکاران، ۲۰۲۱). با این حال، در مورد اینکه آیا سرمایه سازمانی بر سیاست‌های پرداخت سود سهام شرکت تأثیر می‌گذارد، اطلاعات کمی وجود دارد. این مطالعه، این شکاف در ادبیات را کاهش داده و به بررسی تأثیر سرمایه سازمانی بر سیاست پرداخت سود سهام پرداخته است.

سیاست‌های پرداخت سود سهام برای سال‌ها مورد بحث محققان دانشگاهی بوده است. میلر و مودیلیانی^۸ (۱۹۶۱) ادعا می‌کنند که ارزش شرکت مستقل از سیاست پرداخت سود سهام در یک محیط بازار سرمایه کامل و کارا است. با این حال، مطالعات بعدی نشان می‌دهد که سیاست پرداخت سود سهام پیامدهای آشکاری برای ارزش شرکت، سایر سیاست‌های شرکتی و عملکرد واقعی دارد و تصمیم‌گیری‌های مربوط به پرداخت سود سهام همزمان با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری گرفته می‌شوند (فرا-منزا^۹ و همکاران، ۲۰۱۴). در ادبیات پیشین بسیاری از عوامل در سطح شرکت که بر سیاست پرداخت سود سهام شرکتی تأثیر می‌گذارند، شناسایی شده‌اند، مانند اندازه شرکت، بلوغ، سودآوری، انعطاف‌پذیری مالی و حاکمیت شرکتی (بونامی^{۱۰} و همکاران، ۲۰۱۴؛ فرا-منزا و همکاران، ۲۰۱۴؛ چن^{۱۱} و همکاران، ۲۰۱۷). در این مطالعه به این موضوع پرداخته شده است که آیا و چگونه سرمایه سازمانی بر سیاست‌های پرداخت سود سهام تأثیرگذار است؟

از لحاظ نظری، رابطه بین سرمایه سازمانی و سیاست‌های پرداخت سود سهام مبهم است. در این زمینه دو فرضیه متضاد را می‌توان تصور کرد. با تکیه بر تئوری نمایندگی و تئوری سیگنالینگ پرداخت‌های شرکتی، یک ارتباط مثبت بین سرمایه سازمانی و پرداخت سود سهام نقدی پیش‌بینی می‌شود. تئوری نمایندگی در مورد پرداخت‌های شرکتی نشان می‌دهد که مدیران عامل ممکن است از منابع فراموش شده (مانند جریان نقدی آزاد) برای ساختن امپراتوری (قدرت‌طلبی) به جای بازگرداندن آن‌ها به سرمایه‌گذاران سوءاستفاده کنند (جنسن و مک‌لینگ^{۱۲}، ۱۹۷۶). سود سهام پرداختی ممکن است به عنوان یک ابزار انضباطی عمل کند و توانایی مدیران را برای مصادره کردن منابع از سهامداران کاهش دهد (فرا-منزا و همکاران، ۲۰۱۴). تحقیقات نشان می‌دهد که سرمایه سازمانی ممکن است مشکلات نمایندگی را تشدید کند، زیرا هم

¹. Peters and Taylor

². Belo

³. Francis

⁴. Eisfeldt and Papanikolaou

⁵. Li

⁶. Falato

⁷. Hasan

⁸. Miller and Modigliani

⁹. Farre-Mensa

¹⁰. Bonaime

¹¹. Chen

¹². Jensen and Meckling

استعدادهای کلیدی درون سازمان و هم سهامداران، مطالباتی در مورد جریان نقدی حاصل از سرمایه سازمانی دارند (ایسفلد و پاپانیکولاو، ۲۰۱۳). علاوه بر این، استعدادهای کلیدی در شرکت‌هایی با سرمایه سازمانی بیشتر، انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیش از حد در سرمایه سازمانی و سایر پروژه‌ها برای بهبود بیشتر گزینه‌های بیرونی خود یا به حداکثر رساندن منافع خصوصی خود دارند (ایسفلد و پاپانیکولاو، ۲۰۱۴؛ ونیریس^۱ و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین، با تکیه بر این استدلال، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که سرمایه سازمانی بیشتری دارند، سود سهام نقدی بیشتری را برای نظم بخشیدن به مدیران خود توزیع کنند. علاوه بر این، تئوری سیگنالینگ نشان می‌دهد که مدیران انگیزه‌هایی برای توزیع سود نقدی بیشتر برای نشان دادن عملکرد و چشم‌انداز بهبود یافته شرکت‌شان به افراد خارج از شرکت دارند (گرینشتاین و مایکلی^۲، ۲۰۰۵). این امر به ویژه زمانی مهم است که مدیران اطلاعاتی در مورد شرکت خود دارند که بازار به این اطلاعات دسترسی ندارد و مدیران انگیزه‌ای برای افشای این اطلاعات به بازار دارند. مفروضات کلیدی در اینجا این است که اطلاعات در بازارها نامتقارن است و بازارها از اعلامیه‌های پرداخت سود سهام استقبال می‌کنند (گرولون و مایکلی^۳، ۲۰۰۴). مطالعات فرض می‌کنند که اگرچه سرمایه سازمانی منبع مزیت رقابتی و محرک اصلی ارزش، رشد و نوآوری شرکت است، اما عمدتاً ضمنی و خاص است و نه توسط شرکت‌ها ردیابی می‌شود و نه در سیستم‌های مالی ثبت می‌شود (لو^۴ و همکاران، ۲۰۰۹). بنابراین، تئوری سیگنالینگ پرداخت سود سهام نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با سرمایه سازمانی بیشتر احتمالاً سود سهام نقدی بیشتری را برای آشکار کردن چشم‌انداز برتر خود و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط با سرمایه سازمانی پرداخت می‌کنند.

از طرفی در یک فرضیه متضاد بیان می‌شود که ممکن است بین سرمایه سازمانی و سیاست پرداخت سود سهام یک رابطه منفی وجود داشته باشد. استدلال می‌شود اگرچه پرداخت سود سهام مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهد و سیگنال‌های مثبتی را منتقل می‌کند، اما ممکن است شرکت‌های با سرمایه سازمانی بالاتر را در معرض تامین مالی خارجی پرهزینه قرار دهد (چای^۵ و همکاران، ۲۰۰۹). از آنجایی که سرمایه سازمانی یک آئتم خارج از ترازنامه است و به طور بالقوه در بین شرکت‌ها همراه با استعدادهای کلیدی قابل جابجایی است، به طور گسترده به عنوان وثیقه پذیرفته نمی‌شود. بنابراین، سرمایه سازمانی ظرفیت بدهی شرکت را کاهش می‌دهد و انگیزه نگهداشت وجه نقد شرکت را افزایش می‌دهد که مطابق با تئوری انگیزه احتیاطی است (فالانو و همکاران، ۲۰۲۱). در نتیجه، شرکت‌هایی که سرمایه سازمانی بیشتری دارند ممکن است برای جلوگیری از تامین مالی پرهزینه خارجی، مبلغ کمتری را به عنوان پرداخت سود سهام توزیع کنند.

با توجه به این دو استدلال رقیب، چگونگی تاثیر سرمایه سازمانی بر سیاست پرداخت سود سهام یک سوال تجربی است. بنابراین، در گام اول به ارزیابی تاثیر سرمایه سازمانی بر سیاست پرداخت سود سهام نقدی در محیط ایران به عنوان یک کشور در حال توسعه پرداخته شده است.

¹. Venieris

². Grinstein and Michaely

³. Grullon and Michaely

⁴. Lev

⁵. Chae

از طرفی در این مطالعه برای بررسی بیشتر تئوری نمایندگی به ارزیابی نقش تعدیلگری مشکلات نمایندگی در رابطه بین سرمایه سازمانی و سیاست پرداخت سود سهام نیز پرداخته شده است. اعتقاد بر این است که اگر سرمایه سازمانی تاثیر مثبت بر پرداخت سود سهام داشته باشد، در صورت وجود مشکلات نمایندگی بیشتر، تاثیر مثبت سرمایه سازمانی بر پرداخت سود سهام قوی تر است، ولی اگر سرمایه سازمانی تاثیر منفی بر پرداخت سود سهام داشته باشد، در صورت وجود مشکلات نمایندگی بیشتر، تاثیر منفی سرمایه سازمانی بر پرداخت سود سهام کاهش می یابد، زیرا با توجه به تئوری نمایندگی، شرکت برای کاهش این مشکلات به پرداخت سود سهام بیشتر ترغیب می شود (حسن و آددین^۱، ۲۰۲۲).

به طور کلی با توجه به مباحث فوق مسئله اصلی پژوهش با این سوال مطرح می شود: سرمایه سازمانی چه تاثیری بر سیاست پرداخت سود سهام دارد و وجود مشکلات نمایندگی چه نقشی در این رابطه دارند؟

این مطالعه چندین کمک مهم به توسعه ادبیات می کند. اول اینکه در این مطالعه ادبیات مربوط به عوامل تعیین کننده سیاست های پرداخت سود سهام شرکت ها توسعه می یابد. مطالعات گسترده ای در زمینه عوامل تاثیرگذار بر سیاست پرداخت سود سهام در سراسر دنیا انجام شده است، ولی مطالعه ای که بر سرمایه سازمانی به عنوان محرکی برای تعیین سیاست پرداخت سود سهام تاکید داشته باشد، بسیار اندک و محدود به یک مطالعه در آمریکا است که توسط حسن و آددین (۲۰۲۲) انجام شده است. از آنجایی که یافته های مطالعاتی که در کشورهای پیشرفته انجام می شود قابل تعمیم به محیط ایران به عنوان یک کشور در حال توسعه نیست، لزوم انجام چنین مطالعه ای در ایران احساس می شود تا به این ترتیب ادبیات این حوزه با استفاده از شواهد بومی توسعه یابد.

بعلاوه، در این مطالعه ادبیات نوظهور مربوط به سرمایه سازمانی در حوزه مالی توسعه می یابد. سرمایه سازمانی مفهوم جدیدی در حوزه مدیریتی نیست و مطالعات زیادی تلاش کرده اند تا با استفاده از پرسشنامه این مفهوم را عملیاتی کنند و به ارزیابی پیامدهای آن بپردازند، ولی در حوزه مالی این مفهوم بسیار جدید است و در سال های اخیر و بعد از مطالعه پیترز و تیلور (۲۰۱۷) که با استفاده از داده های واقعی و عینی مبتنی بر صورت های مالی به معرفی شاخصی برای عملیاتی کردن آن پرداختند، محققان علاقه مند به ارزیابی اثرات آن در زمینه تصمیمات شرکتی شده اند. بنابراین، مطالعه حاضر با پیوستن به این ادبیات رو به رشد، تلاش می کند تا نقش سرمایه سازمانی در تعیین سیاست پرداخت سود سهام را بررسی کند. اگرچه مطالعات پیشین نشان داده اند که سرمایه سازمانی در بهبود بهره وری، کارایی و عملکرد عملیاتی و همچنین نگهداشت وجه نقد و اجتناب مالیاتی موثر است، ولی شواهد در زمینه نقشی که سرمایه سازمانی در زمینه سیاست پرداخت سود سهام دارد، بسیار کم و محدود به مطالعه حسن و آددین (۲۰۲۲) است.

این مطالعه با تکیه بر سه تئوری نمایندگی، تئوری سیگنالینگ و تئوری انگیزه احتیاطی تلاش می کند تا درک روشنی در زمینه اثرات سرمایه سازمانی بر سیاست پرداخت سود سهام در محیط ایران ایجاد کند. با توجه به اینکه تصمیمات تقسیم سود سهام همزمان با تصمیمات سرمایه گذاری شرکتی گرفته می شود (فرا-منزا و همکاران، ۲۰۱۴)، درک بهتر رابطه بین سرمایه سازمانی و سیاست های پرداخت سود سهام هم برای خودی های شرکت و هم برای ذینفعان خارجی مهم است. ایجاد درک روشنی از رابطه بین سرمایه سازمانی و سیاست های پرداخت سود سهام شرکت برای مدیران شرکت (برای تخصیص منابع استراتژیک) و سرمایه گذاران (برای انتخاب سهام و تعادل مجدد پرتفوی) مهم است. این مطالعه چند نوآوری دارد: اول اینکه از سرمایه سازمانی به عنوان یک پیش بینی کننده سیاست پرداخت سود سهام استفاده شده است و

¹. Hasan and Uddin

تاثیر آن بر سیاست پرداخت سود سهام ارزیابی شده است. دوم، از متغیر تعدیلگر جریان نقد آزاد برای ارزیابی صحت و سقم تئوری نمایندگی در رابطه بین سرمایه سازمانی و سیاست پرداخت سود سهام استفاده شده است.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- سرمایه سازمانی

مطالعات متعددی بر جنبه‌های مثبت سرمایه سازمانی تاکید دارند: لو و همکاران (۲۰۰۹) پیشنهاد می‌کنند که سرمایه سازمانی «طراحی‌های ساختاری و سازمانی منحصربه‌فرد و فرآیندهای تجاری» را تشکیل می‌دهد که «مزیت‌های رقابتی پایدار» را ایجاد می‌کند و بخش کلیدی از دارایی‌های کلی شرکت را نشان می‌دهد (پیترز و تیلور، ۲۰۱۷). به همین منظور، تحقیقات تجربی، سرمایه سازمانی را به چندین بُعد شرکت و پیامدهای شرکتی مرتبط می‌کند. به عنوان مثال، کاپلان و نورتون^۱ (۲۰۰۴) استدلال می‌کنند که سرمایه سازمانی بالاتر می‌تواند منجر به نوآوری بالاتر شود. اتکینسون و کهوئی^۲ (۲۰۰۵) و سابرامانیام و یانت^۳ (۲۰۰۵) نشان می‌دهند که سرمایه سازمانی به ترتیب می‌تواند قابلیت‌های تولید و نوآوری را افزایش دهد. لو و رادهاکریشنان^۴ (۲۰۰۵) استدلال می‌کنند که سرمایه سازمانی ثبات عملیاتی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، لو و همکاران (۲۰۰۹)، دریافتند که سرمایه سازمانی با عملکرد عملیاتی برتر و بازده سهام بالاتر مرتبط است. آتیگ و کلیری^۵ (۲۰۱۴) دریافتند که شرکت‌هایی با کیفیت مدیریتی برتر با کاهش شانس رد پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت در صورت کمبود جریان‌های نقدی داخلی همراه هستند، بنابراین منجر به حداکثر کردن ارزش می‌شود. علاوه بر این، نویسندگان اظهار می‌کنند که سرمایه سازمانی بالاتر، همانطور که در شیوه‌های کیفیت مدیریت مشهود است، احتمالاً با هزینه‌های نمایندگی کمتر مرتبط است. مطابق با استدلال‌های خود، آن‌ها دریافتند که سرمایه سازمانی محدودیت‌های تأمین مالی را کاهش می‌دهد و منجر به کاهش هزینه تأمین مالی خارجی می‌شود. در نهایت، حسن و چئونگ^۶ (۲۰۱۸) نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاری در سرمایه سازمانی احتمال انتقال شرکت‌ها به مراحل نامطلوب چرخه عمرشان را کاهش می‌دهد.

با این حال، تعدادی از مطالعات به جنبه‌های منفی سرمایه سازمانی اشاره می‌کنند: آچاریا^۷ و همکاران (۲۰۱۱) و فالاتو و همکاران (۲۰۲۲) استدلال می‌کنند که سرمایه سازمانی، به عنوان یک دارایی نامشهود، نمی‌تواند به راحتی به شرکت‌های دیگر منتقل شود یا به عنوان وثیقه تعهد داده شود. بنابراین، شرکت‌هایی که سهم بیشتری از سرمایه سازمانی دارند، ارزش انحلال کمتری دارند. این گونه شرکت‌ها، در شرایطی که همه آن‌ها برابر باشند، با هزینه بیشتری برای تأمین مالی بدهی مواجه خواهند شد. علاوه بر این، گو و وانگ^۸ (۲۰۰۵) استدلال می‌کنند که ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود دشوارتر از دارایی‌های مشهود است و عدم تقارن اطلاعاتی را تقویت می‌کند. به نوبه خود، عدم تقارن اطلاعاتی دسترسی به تأمین مالی خارجی را محدود می‌کند و هزینه تأمین مالی مربوطه را افزایش می‌دهد (آکرلوف^۹، ۱۹۷۰؛ استیگلitz و ویس^{۱۰}،

¹. Kaplan and Norton

². Atkenson and Kehoe

³. Subramaniam and Youndt

⁴. Lev and Radhakrishnan

⁵. Attig and Cleary

⁶. Hasan and Cheung

⁷. Acharya

⁸. Gu and Wang

⁹. Akerlof

¹⁰. Stiglitz and Weiss

۱۹۸۱؛ مایرز^۱، ۱۹۸۴؛ مایرز و مجلوف^۲، ۱۹۸۴). علاوه بر این، ایسفلد و پاپانیکولائو (۲۰۱۳) استدلال می‌کنند که شرکت‌هایی با سرمایه‌های سازمانی بالا نیز با هزینه بالاتر تامین مالی سهام مواجه هستند. دلیلش این است که سرمایه سازمانی در استعدادهای کلیدی (مثلاً مدیریت و پرسنل فنی) تجسم می‌یابد که به طور بالقوه متحرک هستند و نگهداری آن‌ها پرهزینه است. سهامداران متحمل این هزینه می‌شوند که به طور مثبت با کارایی سرمایه سازمانی در شرکت جدید مرتبط است. بر این اساس، نویسندگان نشان می‌دهند که سرمایه سازمانی منبع ریسک اضافی برای سهامداران است، زیرا جریان‌های نقدی را بین سهامداران و استعدادهای کلیدی تقسیم می‌کند.

۲-۲- سیاست پرداخت سود سهام

سیاست تقسیم سود سهام، جنبه مهمی از مدیریت مالی است؛ زیرا مدیران در قالب این سیاست تصمیم می‌گیرند از نتیجه کلی عملیاتی شرکت، یعنی سود، چه مبلغی بین سهامداران توزیع کنند و چه مبلغی را به صورت سود انباشته در شرکت نگه دارند. تصمیم‌گیری درباره پرداخت سود و مقدار آن، موضوع حائز اهمیتی در حوزه مالی شرکتی است؛ زیرا در این تصمیم‌گیری مقدار پولی که باید به سرمایه‌گذاران پرداخت شود و همچنین مقدار پولی که باید برای سرمایه‌گذاری مجدد انباشته شود، مشخص می‌شود. در یک بازار بدون محدودیت معاملاتی، سرمایه‌گذاران عقلایی با نیاز نقدشوندگی، می‌توانند بین سود نقدی و فروش سهم خود بدون هزینه انتخاب کنند. نخستین گام‌های نظریه‌پردازی در زمینه سیاست تقسیم سود به پیش از پرداخت سود سهام برمی‌گردد. پژوهشگران تاکنون مدل‌ها و تئوری‌های بسیاری برای تشریح، تبیین و پیش‌بینی عوامل موثر بر تصمیمات شرکت در باب تقسیم سود ارائه نموده‌اند. در حوزه تئوری‌های مالی، ادبیات تئوریک گسترده‌ای در ارتباط با انتخاب سیاست تقسیم سود وجود دارد (کردلونی و ابراهیمی، ۱۳۹۸). برخی از این تئوری‌های به شرح زیر هستند:

الف) تئوری پرنده در دست: طبق این تئوری سرمایه‌گذاران دریافت سود تقسیمی را نسبت به سود ناشی از افزایش قیمت سهام (سود سرمایه)، برتر می‌دانند. در نتیجه از دیدگاه آن‌ها شرکت‌هایی که سود تقسیمی بالاتری پرداخت می‌کنند، ارزش بالاتری دارند (بنلملیح^۳، ۲۰۱۹).

ب) تئوری علامت‌دهی: طبق این تئوری، منشأ ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی، وجود اطلاعات نهانی در اختیار مدیریت است. به این صورت که مدیریت در مقایسه با سرمایه‌گذاران بیرونی اطلاعات بیشتری راجع به فرصت‌های رشد، سودآوری، جریان‌های نقدی و به طور کلی وضعیت مورد انتظار آتی شرکت در اختیار دارند، چراکه مدیران بیشتر وقت خود را صرف ارزیابی و تحلیل محصولات شرکت، بازار، استراتژی‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری نموده و اطلاعات به موقع‌تری راجع به عملکرد فعلی دارند و لذا بهتر قادر به پیش‌بینی وضعیت آتی شرکت هستند. زیربنای تئوری علامت‌دهی، وجود محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق اطلاعات نهفته در تغییرات غیرمنتظره در سود نقدی است، به این صورت که سود تقسیمی و به ویژه تغییرات غیرمنتظره آن به منزله علامتی است که اخبار جدیدی به بازار مخابره می‌نماید که از طریق سایر منابع اطلاعاتی قابل اعتماد دیگر در اختیار بازار قرار نگرفته‌اند. با توجه به اهمیت فراوانی که بازار برای سود تقسیمی و تغییرات آن قائل شده و با عنایت به واکنش شدید بازار به کاهش (یا قطع) سود نقدی (به منزله اخبار بد راجع به آینده مورد انتظار شرکت)، شرکت‌ها با اعلام افزایش سود نقدی عملاً

^۱. Myers

^۲. Myers and Majluf

^۳. Benlemlih

اطمینان خود نسبت به سودآوری و جریان‌های نقدی آتی شرکت را به گونه‌ای اثربخش بیان می‌دارند (اعتمادی و اسماعیلی، ۱۳۹۵).

(ج) تئوری نمایندگی: مطابق با این تئوری پرداخت سود سهام به دو دلیل می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد. نخست، پرداخت سود سهام، میزان وجوه نقد آزاد و دارایی تحت کنترل مدیر را کاهش می‌دهد. دوم این که، پرداخت سود سهام، احتمال انتشار سهام عادی و تامین مالی خارجی را افزایش می‌دهد که این امر مدیران را از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی باز می‌دارد. در باب نقش تقسیم سود در کاهش مشکلات نمایندگی تئوری‌های مختلفی شامل هزینه نمایندگی، فرضیه حداقل هزینه تقسیم سود، پاداش مدیریت، فرضیه‌های پیامدی و جانشینی مطرح شده‌اند (قالیباف اصل و ولی زاده، ۱۳۹۵).

(د) تئوری چرخه عمر: طبق تئوری چرخه عمر که به آن تئوری بلوغ نیز گفته می‌شود، شرکت‌های بالغ‌تر با توجه جریان‌های نقد آزاد بیشتری که در اختیار دارند و به منظور کاهش هزینه نمایندگی ناشی از این گونه جریان‌های نقد آزاد، احتمالاً سود نقدی بیشتری توزیع خواهند نمود. در نتیجه طبق این نظریه، افزایش سود تقسیمی به منزله علامتی مبنی بر کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نرخ رشد و سودهای مورد انتظار آتی شرکت است که می‌توان آن را به صورت تعهد مدیریت به اجتناب از سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه نیز تفسیر نمود (برادران حسن زاده و همکاران، ۱۳۹۶).

(ه) تئوری نامربوط بودن ارزش شرکت به چگونگی تقسیم سود: این تئوری که توسط میلر و مودیلیانی (۱۹۶۱) ارائه شده است بیان می‌کند که ارزش شرکت یا قیمت سهم بستگی به سود مورد انتظار و ریسک شرکت دارد و به چگونگی تقسیم سود مربوط نیست (قلی پور خانقاه، ۱۳۹۷).

(و) تئوری اولویت مالیاتی: بر اساس این تئوری هر چه درصد سود تقسیمی کمتر باشد، مالیات کمتری پرداخت خواهد شد. لذا ترجیح داده می‌شود که سود کمتری پرداخت شود. با توجه به این تئوری اگر سود بیشتری تقسیم شود، سهامدار نسبتاً مالیات بیشتری پرداخت خواهد کرد بنابراین ترجیح داده می‌شود سود کمتری پرداخت شود (سبزه و همکاران، ۱۴۰۰).

(ز) تئوری تقسیم سود باقیمانده: بر اساس این تئوری سیاست تقسیم سود شرکت پیامد مستقیم سیاست‌های سرمایه‌گذاری آن است، به این معنی که پس از اختصاص منابع مالی موجود به پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، جریان‌های نقدی مازاد باقیمانده (در صورت وجود) به صورت سود نقدی بین سهامداران توزیع می‌شوند. بدیهی است در صورت اتخاذ چنین سیاستی، شرکت تنها در صورت برخورداری از جریان‌های نقد آزاد مبادرت به تقسیم سود خواهد نمود (محمدزاده مقدم و همکاران، ۳۹۷).

(ح) تئوری پذیرایی: یکی از تئوری‌های نوظهور در تشریح مسئله تقسیم سود، تئوری پذیرایی است. هسته مرکزی تئوری پذیرایی این است که مدیران خواسته‌های سرمایه‌گذاران را شناسایی نموده و حسب مورد به نحو مقتضی به آن پاسخ می‌دهند، یا به تعبیری مطابق با ترجیحات سرمایه‌گذاران از ایشان پذیرایی می‌نمایند و بازار سرمایه نیز با درک این موضوع واکنش مثبتی به ارزش سهام این گونه شرکت‌ها نشان می‌دهد (اعتمادی و اسماعیلی، ۱۳۹۵).

ت) تئوری ساختار مالکیت: برخی از پژوهشگران بر این عقیده‌اند که نوع سهامداران، میزان مشارکت آن‌ها در مدیریت و تصمیم‌گیری و همچنین ترجیحات آن‌ها نسبت به سود تقسیمی بر سیاست تقسیم سود شرکت‌ها اثرگذار است (کردلوئی و ابراهیمی، ۱۳۹۸).

۲-۳- پیشینه پژوهش

در مطالعات داخلی مرتبط با موضوع پژوهش مرادی شهدادی و صادقی (۱۴۰۱) به بررسی ارتباط میان سرمایه سازمانی، اجتناب از مالیات و ارزش شرکت پرداختند و نشان دادند که بین سرمایه سازمانی و اجتناب از مالیات ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین بین سرمایه سازمانی و ارزش شرکت ارتباط معناداری وجود دارد. اکبری و احمدی (۱۴۰۰) به بررسی تاثیر سرمایه سازمانی بر ارزش شرکت پرداختند و دریافتند که سرمایه سازمانی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنادار و مثبتی دارد. سجادی و قجریگی (۱۴۰۰) به بررسی تاثیر سطح سرمایه سازمانی بر نگهداشت وجه نقد پرداختند و نشان دادند که سرمایه سازمانی تاثیر مثبت و معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد. غریبی و حسینی (۱۳۹۹) به بررسی عوامل موثر بر رفتار پرداخت سود سهام شرکت‌ها پرداختند و نشان دادند که در مجموع اندازه شرکت، سودآوری، کارایی مالیاتی، سود انباشته، اهرم مالی و ارزش بازار به دفتری دارای اثر مثبت و معناداری بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها دارند. مرادی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تاثیر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام پرداختند و نشان دادند که تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام اثر منفی و معناداری دارد.

در مطالعات خارجی نیز حسن و آددین (۲۰۲۲) به بررسی رابطه سرمایه سازمانی و سیاست‌های پرداخت سود سهام شرکت‌ها پرداختند و دریافتند که سطح توزیع سود نقدی سهام برای شرکت‌هایی با سرمایه سازمانی بیشتر به‌طور قابل‌توجهی بالاتر است. همچنین نشان دادند ارتباط مثبت بین سرمایه سازمانی و پرداخت سود سهام تا حد زیادی به مشکلات نمایندگی نسبت داده می‌شود. چاسیوتیس^۱ و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی رابطه سرمایه سازمانی و ترکیب پرداخت سود سهام شرکتی پرداختند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که سرمایه سازمانی به ترکیب پرداخت سود سهام انعطاف‌پذیرتر مربوط می‌شود که شامل بخش بیشتری از خرید مجدد سهام در مقابل سود سهام است. همچنین آن‌ها نشان دادند سرمایه سازمانی تمایل به جایگزینی سود سهام را افزایش می‌دهد. در این مطالعه ارتباط غیرمستقیم بین سرمایه سازمانی و ترکیب پرداخت شرکتی از طریق کانال محدودیت‌های مالی تأیید می‌شود. در نهایت، طبقه‌بندی شرکت‌ها به نمونه‌های فرعی، نشان می‌دهد که رابطه مثبت سرمایه سازمانی و ترکیب پرداخت سود سهام انعطاف‌پذیر تنها برای شرکت‌هایی که با قابلیت‌های تامین مالی داخلی پایین و فرصت‌های رشد بالا مشخص می‌شوند، معنادار است. چنین شرکت‌هایی با احتمال بیشتری با هزینه بالاتر ناشی از سرمایه سازمانی تامین مالی خارجی مواجه می‌شوند. در مجموع، یافته‌های این مطالعه بر این مفهوم تأثیر می‌گذارد که شرکت‌ها از سیاست پرداخت سود سهام برای افزایش انعطاف‌پذیری مالی خود به عنوان یک اقدام متقابل برای سمت تاریک سرمایه سازمانی استفاده می‌کنند. حسن و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی رابطه سرمایه سازمانی با اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت پرداختند و نشان دادند که شرکت‌هایی با سطوح بالای سرمایه سازمانی، سطوح بالاتری از اجتناب مالیاتی را نشان می‌دهند و صاحبان سهام، اجتناب مالیاتی شرکت‌های با سرمایه سازمانی بالا را افزایش‌دهنده ارزش می‌دانند. همچنین نتایج نشان داد که رابطه سرمایه

¹. Chasiotis

سازمانی و اجتناب مالیاتی عمدتاً در شرکت‌های با حاکمیت داخلی و محیط اطلاعاتی خوب و در شرکت‌های با محدودیت مالی شدید ظاهر می‌شود. علاوه بر این، مشخص شده است که اجتناب مالیاتی در شرکت‌های با سرمایه سازمانی بالاتر، جریان‌های نقدی آتی را افزایش می‌دهد و شرکت‌های دارای سرمایه سازمانی بیشتر به احتمال زیاد در شرکت‌هایی که بهشت مالیاتی هستند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. به طور کلی طبق نتایج این مطالعه سرمایه سازمانی با کارایی مالیاتی همراه است. مارویک^۱ و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی رابطه سرمایه سازمانی و نگهداشت وجه نقد پرداختند و نشان دادند سرمایه سازمانی با سطوح بالای نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها مرتبط است. بعلاوه در این مطالعه مشخص شد که تاثیر سرمایه سازمانی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی که سطح بالایی از محدودیت مالی و ریسک جریان وجوه نقد را تجربه می‌کنند، قوی‌تر است. حسن و چئونگ (۲۰۱۸) به بررسی تاثیر سرمایه سازمانی بر چرخه عمر شرکت پرداختند. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با سرمایه سازمانی بالا (کم) به احتمال زیاد در مراحل ظهور و افول (رشد و بلوغ) هستند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که بیشتر در سرمایه سازمانی سرمایه‌گذاری می‌کنند (یعنی تغییرات در سرمایه سازمانی) احتمال کمتری (بیشتر) برای رفتن به مراحل ظهور افول (رشد و بلوغ) در پنج سال بعدی دارند. جیانگ^۲ و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی تاثیر نقدشوندگی سهام بر سیاست تقسیم سود سهام پرداختند. در این مطالعه رابطه مثبتی بین نقدشوندگی سهام و پرداخت سود سهام پیدا شد.

۴-۲- توسعه فرضیه‌ها

استدلال می‌شود سرمایه سازمانی می‌تواند سیاست پرداخت سود سهام را از طریق دو کانال متضاد تحت تاثیر قرار دهد. از یک طرف استدلال می‌شود سرمایه سازمانی ممکن است مشکلات نمایندگی را تشدید کند و از آنجایی که سود سهام پرداختی به عنوان یک ابزار انضباطی عمل می‌کند ممکن است در شرکت‌های با سرمایه سازمانی بالاتر، سود سهام نقدی بیشتری برای نظم بخشیدن به مدیران توزیع شود. علاوه بر این، استدلال می‌شود شرکت‌هایی با سرمایه سازمانی بیشتر احتمالاً سود سهام نقدی بیشتری را برای آشکار کردن چشم‌انداز برتر خود و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط با سرمایه سازمانی پرداخت می‌کنند. از سوی دیگر، سرمایه سازمانی از بهره‌وری تولید و نوآوری سود می‌برد و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (لو و همکاران، ۲۰۰۹). بعلاوه، ثبات عملیاتی را نیز افزایش می‌دهد (لو و رادهاکریشنان، ۲۰۰۵). در نتیجه به دلیل وضعیت عملیاتی با ثبات و خوب شرکت ممکن است هزینه تامین مالی خارجی کاهش یابد (آتیگ و کلیری، ۲۰۱۴). هم ثبات عملیاتی و هم هزینه تامین مالی خارجی از عوامل تعیین‌کننده مهم سیاست پرداخت سود سهام هستند. به طور خاص، تا جایی که سرمایه سازمانی ثبات عملیاتی را افزایش و هزینه تامین مالی خارجی را کاهش می‌دهد، پرداخت سود سهام افزایش می‌یابد. با این وجود، بخشی از ادبیات سه دلیل ارائه می‌کند که نشان می‌دهد سرمایه سازمانی مانع دسترسی به تامین مالی خارجی می‌شود و با افزایش ریسک سهامداران همراه است. اولاً، سرمایه سازمانی، به عنوان یک دارایی نامشهود، به راحتی در مورد مشکلات مالی به کار گرفته نمی‌شود (آچاریا و همکاران، ۲۰۱۱)، بنابراین، شرکت‌هایی که دارای بخش‌های بالاتری از این دارایی‌ها هستند، با ارزش انحلال نسبتاً پایین‌تر و هزینه‌های تامین مالی بدهی بالاتری روبرو هستند. دوم، سرمایه سازمانی می‌تواند هزینه افزایش سرمایه را افزایش دهد، زیرا ارزش دارایی‌های نامشهود دشوارتر ارزیابی می‌شود و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد می‌کند

¹. Marwick

². Jiang

(فلاتو و همکاران، ۲۰۲۲). سوم، تامین مالی سهام برای شرکت‌هایی با سرمایه سازمانی بالا پرهزینه‌تر است، زیرا در استعدادهای کلیدی یک شرکت (مثلاً مدیریت و پرسنل فنی) که ممکن است به طور بالقوه بین شرکت‌ها منتقل شوند، تجسم می‌یابد. در چنین مواردی، سهامداران برای حفظ استعدادهای کلیدی که حاکی از ریسک بالای سهامداران است، هزینه پاداش بالاتر را متحمل می‌شوند (ایسفلد و پاپانیکولاو، ۲۰۱۳). به طور کلی، سرمایه سازمانی ممکن است هزینه تامین مالی خارجی را افزایش دهد و محدودیت‌های مالی را تشدید کند، به این معنی که شرکت‌هایی با سرمایه سازمانی بالا نیاز به انعطاف‌پذیری مالی دارند که منجر به کاهش پرداخت سود سهام نقدی می‌شود. با توجه به این استدلال‌ها انتظار می‌رود سرمایه سازمانی تاثیر معناداری بر سیاست پرداخت سود سهام داشته باشد ولی جهت این اثرگذاری از قبل قابل پیش‌بینی نیست. به این ترتیب فرضیه اول به صورت زیر تبیین می‌شود:

فرضیه اول) سرمایه سازمانی تاثیر معناداری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌ها دارد.

علاوه بر این در این مطالعه نقش تعدیلگر مشکلات نمایندگی در رابطه بین سرمایه سازمانی و سیاست پرداخت سود سهام ارزیابی می‌شود. مشکلات نمایندگی به دلیل جدایی مالکیت از مدیریت شرکت‌ها به وجود آمده است. مالکان اصلی شرکت‌ها سهامداران هستند در حالی که مسئولیت اخذ تصمیمات مهم و اجرای فعالیت‌های عملیاتی و گزارشگری مالی برعهده مدیران عامل و مدیران اجرایی است. در نتیجه از آنجایی که منافع مدیران در افزایش شهرت و یا پاداش دریافتی است و با منافع سهامداران که افزایش ثروت است، متفاوت می‌باشد، ممکن است مدیران تصمیماتی را اتخاذ کنند که به نفع خودشان و به ضرر سهامداران باشد و به این تضاد منافع، مشکلات نمایندگی گفته می‌شود که باعث شده است تا سهامداران تقاضای افزایش نظارت بر مدیران داشته باشند و به همین دلیل هزینه‌هایی را برای نظارت بر مدیران متحمل می‌شوند که به آن هزینه‌های نمایندگی گفته می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶). اعتقاد بر این است که هرچه مشکلات نمایندگی بیشتر باشد، یعنی مدیران بیشتر به فکر منافع شخصی خود باشند، سهامداران هزینه‌های بیشتری را برای نظارت بر مدیران متحمل می‌شوند. این مشکلات نمایندگی می‌تواند بسیاری از تصمیمات و سیاست‌های شرکتی از جمله سیاست پرداخت سود سهام را متأثر از خود سازد. مطالعات نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با مشکلات نمایندگی بالا سود سهام بیشتری را برای نظم بخشیدن به مدیران خود پرداخت می‌کنند (ایستربروک^۱، ۱۹۸۴). با توجه به اینکه شرکت‌هایی با سرمایه سازمانی بالاتر در معرض مشکلات نمایندگی بیشتری قرار دارند (اسفلد و پاپانیکولاو، ۲۰۱۳)، انتظار می‌رود که چنین شرکت‌هایی وجه نقد بیشتری را در قالب سود تقسیمی تخلیه کنند. اگر این توضیح مبتنی بر نمایندگی برقرار باشد، می‌توان انتظار داشت که رابطه مثبت بین سرمایه سازمانی و پرداخت سود سهام در حضور سطوح بالاتر مشکلات نمایندگی قوی‌تر باشد. به طوری که اگر استدلال اول در مورد رابطه بین سرمایه سازمانی و سیاست پرداخت سود سهام پذیرفته شود و با افزایش سرمایه سازمانی، پرداخت سود سهام افزایش یابد، در این صورت مطابق با تئوری نمایندگی این اثر مثبت در شرکت‌های با مشکلات نمایندگی، قوی‌تر و بارزتر است. ولی اگر استدلال دوم در مورد رابطه بین سرمایه سازمانی و سیاست پرداخت سود سهام پذیرفته شود و با افزایش سرمایه سازمانی، پرداخت سود سهام کاهش یابد، در این صورت مطابق با تئوری سیگنالینگ این اثر منفی در شرکت‌های با مشکلات نمایندگی، ضعیف‌تر است. با توجه به این استدلال‌ها انتظار می‌رود مشکلات نمایندگی تاثیر سرمایه سازمانی بر سیاست پرداخت سود سهام را تعدیل کند. به این ترتیب فرضیه دوم به صورت زیر تبیین می‌شود:

¹. Easterbrook

فرضیه دوم) مشکلات نمایندگی تاثیر سرمایه‌سازمانی بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌ها را تعدیل می‌کند.

۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش بر حسب هدف پژوهش، یک مطالعه کاربردی و بر حسب نوع داده‌ها، یک پژوهش توصیفی و از لحاظ نوع اجرا یک مطالعه همبستگی است؛ زیرا نتایج آن می‌تواند در محیط واقعی کاربردهای عملی داشته باشد، از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، تعیین می‌کند. علاوه بر این، در حوزه مطالعات گذشته‌نگر (استفاده از اطلاعات گذشته) قرار می‌گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات واقعی است که با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود. روش اجرای پژوهش مبتنی بر تحلیل رگرسیون چندمتغیره با الگوی داده‌های ترکیبی به روش حداقل مربعات معمولی است. برای آزمون فرضیه‌ها و پیاده‌سازی تکنیک‌های اقتصادسنجی نیز از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۲ استفاده شده است.

۳-۱- نمونه آماری و نحوه گردآوری داده‌ها

جامعه آماری در این مطالعه شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱ است. برای انتخاب نمونه آماری از روش غربالگری استفاده شده است؛ به این صورت که شرکت‌های فاقد معیارهای زیر از روند انتخاب نمونه آماری حذف شده‌اند.

۱- شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ در بورس حضور مستمر داشته باشند.

۲- پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند باشد.

۳- طی سال‌های مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.

۴- جز شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی نباشند.

با توجه به این معیارها تعداد ۱۵۳ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند که کلیه این معیارها را دارا هستند. پس از انتخاب نمونه آماری، داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرها از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها و اسناد مرتبط با گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌ها که در سایت کدال موجود است، گردآوری شده‌اند. همچنین، اطلاعات مربوط به قیمت‌های تاریخی سهام از سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران به دست آمده‌اند.

۳-۲- مدل‌های رگرسیونی برای آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه اول از مدل (۱) به شرح زیر استفاده شده است:

$$DIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 OC_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 MTB_{it} + \alpha_4 TANG_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_7 RET_{it} + \alpha_8 CASH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

سپس برای آزمون فرضیه دوم از مدل (۲) به شرح زیر استفاده شده است:

$$DIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 OC_{it} + \alpha_2 FCF_{it} + \alpha_3 OC_{it} * FCF_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 TANG_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 AGE_{it} + \alpha_9 ROA_{it} + \alpha_{10} RET_{it} + \alpha_{11} CASH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

در این مدل‌ها

DIV نماد سیاست تقسیم سود سهام؛ OC نماد سرمایه سازمانی؛ FCF نماد جریان نقد آزاد معیاری از مشکلات نمایندگی؛ SIZE نماد اندازه شرکت؛ MTB نماد فرصت سرمایه گذاری؛ TANG نماد دارایی ثابت؛ LEV نماد اهرم مالی؛ AGE نماد عمر شرکت؛ ROA نماد سودآوری شرکت؛ RET نماد بازده سالانه سهام؛ CASH نماد دارایی های نقدی شرکت؛ I_t نماد شرکت های نمونه آماری؛ t نماد سال های آماری؛ ε نماد پسماندهای مدل هستند.

۳-۳- نحوه اندازه گیری متغیرها

نحوه اندازه گیری متغیرها به ترتیب به صورت زیر است:

سیاست پرداخت سود سهام (متغیر وابسته)

این متغیر برابر است با نسبت سود سهام پرداختی به کل دارایی. سود سهام پرداختی از صورت جریان وجوه نقد استخراج می شود.

سرمایه سازمانی (متغیر مستقل)

از هزینه های فروش، اداری و عمومی برای اندازه گیری سطح سرمایه گذاری در سرمایه سازمانی استفاده شده است و به این منظور مدل (۳) به کار گرفته شده است:

$$OC_{it} = (1 - \delta_{oc})OC_{it-1} + (SG\&A_{it} \times \lambda_{oc}) \quad (3)$$

در این رابطه

OC_{it} برابر است با سرمایه سازمانی در سال t ؛

$SG\&A$ برابر است با هزینه های اداری و عمومی و فروش؛

δ برابر با نرخ استهلاک سرمایه سازمانی که مطابق با ادبیات (پیترز و تیلور، ۲۰۱۷؛ مارویک و همکاران، ۲۰۲۰؛ حسن و همکاران، ۲۰۲۱) برابر با ۲۰٪ هزینه های اداری و عمومی و فروش است.

λ برابر است با درصد مخارج اداری، عمومی و فروش که در سرمایه سازمانی سرمایه گذاری شده است که مطابق با مطالعات گذشته (مارویک و همکاران، ۲۰۲۰؛ حسن و همکاران، ۲۰۲۱) این مقدار با استفاده از درصدی از هزینه های اداری، عمومی و فروش محاسبه می شود. در مطالعات پیشین فرض شده است که ۳۰ درصد از هزینه های عمومی، اداری و فروش در سرمایه سازمانی (شامل نیروی کار و فناوری اطلاعات، تبلیغات و مشاوران استراتژی، آموزش کارکنان) سرمایه گذاری می شود. بنابراین، ۳۰ درصد از هزینه های عمومی، اداری و فروش به عنوان درصد مخارج اداری، عمومی و فروش که در سرمایه سازمانی سرمایه گذاری شده است، در نظر گرفته می شود.

OC_{it-1} سرمایه سازمانی اولیه است که با مدل (۴) محاسبه می شود.

$$OC_{i0} = \frac{(SG\&A_{it} \times \lambda_{oc})}{g + \delta_{oc}} \quad (4)$$

در این رابطه g رشد جریان سرمایه سازمانی است که با استفاده از متوسط رشد مخارج $SG\&A$ در سطح شرکت محاسبه می شود. رشد مخارج $SG\&A$ به این صورت محاسبه می شود که مخارج اداری، عمومی و فروش در سال t از مخارج اداری، عمومی و فروش از سال $t-1$ کم می شود و سپس بر مخارج اداری، عمومی و فروش در سال $t-1$ تقسیم می شود. این رابطه را می توان با استفاده از فرمول زیر نشان داد:

$$\frac{SG\&A_{it} - SG\&A_{it-1}}{SG\&A_{it-1}} \quad (5)$$

در نهایت رقم به دست آمده برای سرمایه‌سازمانی در سال t بر مجموع دارایی تقسیم می‌شود، هرچه رقم به دست آمده بزرگ‌تر باشد به معنای سرمایه‌سازمانی بیشتر است.

تنوری استفاده از این روش برای اندازه‌گیری سرمایه‌سازمانی که توسط ایسفلد و پاپانیکولاو (۲۰۱۳) مطرح شده است و محققان آتی همچون مارویک و همکاران (۲۰۲۰) و چو و همکاران (۲۰۲۱) نیز از آن استفاده کرده‌اند، این است که بخش عمده‌ای از هزینه‌های فروش، عمومی و اداری (SG&A) در نیروی کار و فناوری اطلاعات سرمایه‌گذاری می‌شود و همچنین بخشی از هزینه‌های SG&A از طریق تبلیغات و مشاوران استراتژی در سازمان سرمایه‌گذاری می‌شود. پیترز و تیلور (۲۰۱۷) نیز استدلال کردند که آموزش کارکنان برای تقویت سرمایه‌انسانی و تبلیغات برای ایجاد سرمایه تجاری است که در هزینه‌های عمومی و اداری لحاظ می‌شود و به عنوان سرمایه‌سازمانی هستند.

مشکلات نمایندگی (متغیر تعدیلگر)

یکی از معیارهایی که در ادبیات پیشین برای اندازه‌گیری مشکلات نمایندگی پیشنهاد شده، جریان نقد آزاد است، زیرا مدیران به طور طبیعی انگیزه دارند زمانی که وجوه داخلی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراتر رود، پول نقد را برای اهداف شخصی خود هدر دهند (جنسن، ۱۹۸۶). دی آنجلو^۱ و همکاران (۲۰۰۹) همچنین پیشنهاد می‌کنند که هزینه‌های نمایندگی مرتبط با جریان نقدی آزاد نقش عمده‌ای در توضیح سیاست پرداخت سود سهام ایفا می‌کند. جریان نقد آزاد برابر است با درآمد عملیاتی منهای هزینه مالی و هزینه مالیات بر درآمد تقسیم بر کل دارایی.

متغیرهای کنترلی

از مجموعه‌ای از متغیرهای کنترلی که مطابق با ادبیات پیشین بر سیاست پرداخت سود سهام تأثیر می‌گذارند برای کنترل شرایط متفاوت درون سازمانی شرکت‌ها استفاده شده است. از جمله اندازه شرکت (SIZE) که به نظر می‌رسد شرکت‌های بزرگ‌تر از نظر مالی محدودیت کمتری دارند، که توانایی آن‌ها را برای پرداخت سود سهام افزایش می‌دهد (کانی^۲ و همکاران، ۲۰۰۹). شرکت‌ها تمایل دارند زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری محدود است، سود سهام پرداخت کنند (اندریوسوپولوس و لاسفر^۳، ۲۰۱۵). برای کنترل فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام (MTB) استفاده شده است. ملموس بودن دارایی (TANG) ممکن است با سهولت دسترسی به تامین مالی خارجی، پرداخت‌ها را افزایش دهد یا با محدود کردن در دسترس بودن جریان‌های نقدی، پرداخت‌ها را کاهش دهد (کو^۴ و همکاران، ۲۰۱۷). مطالعات نشان می‌دهد که اهرم مالی معمولاً پرداخت‌های شرکت‌ها را محدود می‌کند (دی آنجلو و همکاران، ۲۰۰۶)، که دلالت بر نیاز به کنترل نسبت اهرم مالی (LEV) دارد. سن شرکت (AGE) برای کنترل بلوغ شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود، که مطالعات نشان داده‌اند بر سیاست پرداخت سود سهام تأثیر می‌گذارد (دی آنجلو و همکاران، ۲۰۰۶). سودآوری (ROA) و بازده سهام (RET) برای کنترل اثرات عملکرد شرکت بر پرداخت سود سهام کنترل می‌شوند (گرو لون و مایکلی، ۲۰۰۲). از آنجایی که شرکت‌هایی که وجه نقد مازاد دارند تمایل دارند سود سهام بیشتری بپردازند (حسین^۵ و همکاران، ۲۰۲۱)، نگهداشت وجه نقد (CASH) کنترل می‌شود. نحوه اندازه‌گیری متغیرهای کنترلی در جدول (۱) آمد است:

¹. DeAngelo

². Cuny

³. Andriosopoulos and Lasfer

⁴. Koo

⁵. Hossain

جدول ۱- نحوه اندازه گیری متغیرهای کنترلی

نام متغیر	نماد متغیر	نحوه اندازه گیری
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی کل دارایی
فرصت سرمایه گذاری	MTB	نسبت مجموع ارزش بازار و ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری دارایی
ملموس بودن دارایی	TANG	نسبت دارایی ثابت به کل دارایی
اهرم مالی	LEV	نسبت کل بدهی به کل دارایی
عمر شرکت	AGE	لگاریتم طبیعی تعداد سال های فعالیت شرکت از زمان تاسیس آن
سودآوری	ROA	نسبت سود خالص به کل دارایی
بازده سالانه سهام	RET	قیمت سهام در پایان سال منهای قیمت سهام در ابتدای سال تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای سال
نگهداری وجه نقد	CASH	نسبت مجموع موجودی نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت به کل دارایی

۴- یافته ها

۱-۴- آمار توصیفی

اولین گام در بخش تحلیل داده ها ارائه آمار توصیفی است که نتایج آن در جدول (۲) مشاهده می شود. لازم به توضیح است که به منظور جلوگیری از سوگیری در نتایج، مشاهدات پرت و دورافتاده در صدک های ۱ و ۹۹ وینزورایز^۱ شدند.

جدول ۲- آمار توصیفی

نام متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
پرداخت سود سهام	۱۸۳۶	۰/۰۵۹	۰/۰۲۸	۰/۳۸۹	۰/۰۰۰	۰/۰۷۸
سرمایه سازمانی	۱۸۳۶	۰/۱۳۵	۰/۰۹۵	۰/۸۷۱	۰/۰۱۱	۰/۱۲۵
جریان نقد آزاد	۱۸۳۶	۰/۹۹۰	۰/۷۸۲	۴/۶۳۸	۰/۱۳۶	۰/۷۳۵
اندازه شرکت	۱۸۳۶	۱۴/۹۶۲	۱۴/۶۵۸	۲۱/۵۷۱	۱۰/۱۶۶	۱/۷۹۸
فرصت سرمایه گذاری	۱۸۳۶	۲/۹۰۸	۲/۲۲۲	۱۱/۸۴۴	۱/۰۰۵	۲/۰۰۰
ملموس بودن دارایی	۱۸۳۶	۰/۲۶۳	۰/۲۲۱	۰/۷۹۵	۰/۰۲۱	۰/۱۸۱
اهرم مالی	۱۸۳۶	۰/۵۵۲	۰/۵۴۸	۰/۹۴۵	۰/۱۰۵	۰/۲۰۳
عمر شرکت	۱۸۳۶	۳/۵۹۳	۳/۶۸۸	۴/۳۰۴	۱/۹۴۵	۰/۴۰۴
سودآوری	۱۸۳۶	۰/۱۵۳	۰/۱۲۸	۰/۵۷۸	-۰/۲۲۸	۰/۱۵۷
بازده سالانه سهام	۱۸۳۶	۰/۵۳۰	۰/۰۷۵	۷/۵۵۰	-۰/۹۱۷	۱/۴۲۴
نگهداری وجه نقد	۱۸۳۶	۰/۰۷۴	۰/۰۴۳	۰/۴۴۳	۰/۰۰۱	۰/۰۸۶

^۱. winsorized

آمار توصیفی نشان می‌دهد میانگین پرداخت سود نقدی ۵/۹ درصد کل دارایی‌ها است. همچنین بیشترین پرداخت سود نقدی، ۳۸/۹ درصد از کل دارایی‌ها است و کمینه نیز نشان می‌دهد که در برخی از مشاهدات پرداخت سود نقدی انجام نشده است. سرمایه سازمانی به طور متوسط ۱۳/۵ درصد از کل دارایی‌ها را تشکیل می‌دهد. جریان نقد آزاد نیز به طور متوسط ۹۹ درصد از کل دارایی‌ها را تشکیل می‌دهد که نشان‌دهنده وجود مشکلات نمایندگی قابل توجه در بین شرکت‌های ایرانی است.

آمار توصیفی برای متغیرهای کنترلی تا حد زیادی با مطالعات قبلی داخلی مطابقت دارد و نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه آماری نسبتاً بزرگ هستند، از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوبی برخوردار هستند، دارایی ثابت آن‌ها در حد متوسط است و اهرم مالی بالایی ایجاد می‌کنند، عمر نسبتاً بالایی دارند و تا حدی سودآور هستند، بازده سهام مثبت دارند و وجه نقد نگهداری شده توسط آن‌ها کم است.

۲-۴- آزمون همبستگی

در این بخش برای بررسی وجود مسئله همخطی چندگانه، به انجام آزمون همبستگی پرداخته شده است که نتیجه آن در جدول (۳) مشاهده می‌شود. در این جدول ارقام گزارش شده در ردیف اول ضرایب همبستگی و ارقام گزارش شده در ردیف دوم سطح معناداری آماره این ضرایب هستند. اگر ضریب همبستگی بین دو متغیر مستقل معنادار و شدت آن بیشتر از آستانه ۰/۸۱۱ پیشنهاد شده توسط کندی^۱ (۱۹۸۵) باشد، به معنای همخطی شدید بین دو متغیر است که به کارگیری هم‌زمان آن‌ها در مدل رگرسیونی، ممکن است رگرسیون کاذب ایجاد کند. با استفاده از آزمون همبستگی علاوه بر بررسی همبستگی بین متغیرهای مستقل با یکدیگر، همبستگی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته نیز ارزیابی می‌شود.

جدول ۳- آزمون همبستگی

متغیر	DI V	OC	FC F	SIZ E	MT B	TAN G	LE V	AG E	RO A	RE T	CAS H
پرداخت سود سهام	۱ ---	۰/۰۵۷ ۰ ۰/۰۱۳ ۰	۰/۰۶۹ ۰ ۰/۰۰۲ ۰	۰/۲۰۴ ۰/۰۰۰	۰/۱۸۲ - ۰/۰۰۰	۰/۰۸۵ ۰/۰۰۰	۰/۳۸۲ - ۰/۰۰۰	۰/۱۲۴ ۰/۰۰۰	۰/۶۳۴ ۰/۰۰۰	۰/۰۲۸ ۰/۲۱۵	۰/۲۶۹ ۰/۰۰۰
سرمایه سازمانی		۱ ---	۰/۴۴۷ ۰ ۰/۰۰۰ ۰	۰/۲۰۳ ۰/۰۰۰	۰/۱۰۵ ۰/۰۰۰	-۰/۱۰۶ ۰/۰۰۰	۰/۰۹۸ ۰/۰۰۰	۰/۰۸۴ ۰/۰۰۰	۰/۰۱۵ - ۰/۵۱۶	۰/۱۱۶ ۰/۰۰۰	۰/۱۱۲ ۰/۰۰۰
جریان نقد آزاد			۱ ---	۰/۰۱۶ ۰/۴۹۲	۰/۰۹۰ ۰/۰۰۰	-۰/۰۹۹ ۰/۰۰۰	۰/۰۶۴ - ۰/۰۰۵	۰/۰۶۲ - ۰/۰۰۷	۰/۱۳۷ ۰/۰۰۰	۰/۱۲۷ ۰/۰۰۰	۰/۲۰۱ ۰/۰۰۰

¹. Kennedy

جدول ۳- آزمون همبستگی

متغیر	DI V	OC	FC F	SIZ E	MT B	TAN G	LE V	AG E	RO A	RE T	CAS H
اندازه شرکت				۱	۰/۰۷۸	-۰/۰۲۰	۰/۱۰۷	۰/۱۴۳	۰/۲۸۱	۰/۰۴۲	۰/۰۷۱
				---	۰/۰۰۰	۰/۳۸۲	-	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-	۰/۰۰۲
							۰/۰۰۰			۰/۰۷۰	
فرصت سرمایه گذاری					۱	-۰/۱۰۷	۰/۲۶۸	۰/۰۱۷	۰/۳۷۳	۰/۱۹۳	۰/۱۹۰
					---	۰/۰۰۰	-	-	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
							۰/۰۰۰	۰/۴۵۳			
ملموس بودن دارایی						۱	۰/۱۳۸	۰/۰۴۳	۰/۱۴۹	۰/۰۶۸	-۰/۱۵۳
						---	-	-	-	-	۰/۰۰۰
							۰/۰۰۰	۰/۰۶۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	
اهرم مالی							۱	۰/۰۶۳	۰/۶۳۳	۰/۰۲۳	-۰/۲۹۰
							---	۰/۰۰۶	-	-	۰/۰۰۰
									۰/۰۰۰	۰/۳۱۶	
عمر شرکت								۱	۰/۰۵۷	۰/۰۰۱	-۰/۰۹۳
								---	-	۰/۹۴۱	۰/۰۰۰
									۰/۰۱۴		
سودآوری									۱	۰/۱۶۲	۰/۳۸۹
									---	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
بازده سالانه سهام										۱	۰/۱۲۴
										---	۰/۰۰۰
نگهداری وجه نقد											۱

نتایج آزمون همبستگی نشان می‌دهد پرداخت سود سهام و سرمایه سازمانی، همبستگی مثبت و معناداری دارند، به این معنا که در شرکت‌های با سرمایه سازمانی بالاتر، سود سهام بیشتری پرداخت می‌شود. همچنین پرداخت سود سهام با جریان نقد آزاد، همبستگی مثبت و معناداری دارد که نشان می‌دهد در شرکت‌های با جریان نقد آزاد بالاتر، سود سهام بیشتری پرداخت می‌شود. این نتیجه با تئوری نمایندگی مطابقت دارد که بیان می‌کند در شرکت‌های با جریان نقد آزاد بالاتر به عنوان یکی از شاخصه‌های مشکلات نمایندگی، جهت منضبط کردن مدیران، سود سهام بیشتری به سامداران پرداخت می‌شود. بعلاوه آزمون همبستگی نشان می‌دهد که پرداخت سود سهام با همه متغیرهای کنترلی به جر متغیر بازدهی سالانه سهام، همبستگی معناداری دارد، در نتیجه از متغیرهای کنترلی مناسبی در مدل‌های رگرسیونی استفاده شده است. در نهایت مشخص شد بین متغیرهای مستقل مورد استفاده در مدل‌های رگرسیونی، همبستگی شدید وجود ندارد و

بیشترین همبستگی معنادار بین سودآوری و اهرم مالی (۰/۶۳۳-) است که از آستانه قراردادی ذکر شده (۰/۸۱۱) کمتر است؛ لذا از آنجایی که ضرایب همبستگی نسبتاً کوچک هستند، می‌توان اطمینان حاصل کرد که مدل‌ها از مشکلات همخطی شدید رنج نمی‌برند و نتایج نهایی قابل اتکا هستند. به عبارتی انتظار نمی‌رود هیچ‌یک از این همبستگی‌ها بر تحلیل نهایی تأثیر بگذارند.

۳-۴- برآورد مدل‌های رگرسیونی و آزمون فرضیه‌ها

برای برآورد مدل‌های رگرسیونی ابتدا باید آزمون‌های تشخیصی چاو و هاسمن انجام شود. نتیجه این آزمون‌های تشخیصی برای مدل رگرسیونی (۱) در جدول (۴) مشاهده می‌شود.

جدول ۴- آزمون‌های تشخیصی مدل (۱)

نوع آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون چاو	۵/۹۸۲	۰/۰۰۰	رویکرد با اثرات (پانل دیتا) مناسب است.
آزمون هاسمن	۲۰۰/۲۱۶	۰/۰۰۰	رویکرد با اثرات ثابت مناسب است.

با توجه به نتیجه آزمون‌های تشخیصی مشخص شد که بهترین رویکرد برای برآورد مدل (۱)، استفاده از رگرسیون اثرات ثابت است؛ لذا به برآورد این مدل با رویکرد اثرات ثابت پرداخته شده است که نتیجه آن در جدول (۵) گزارش شده است. خطاهای استاندارد و آماره t برای خوشه‌بندی تنظیم شده‌اند.

جدول ۵- برآورد مدل (۱) با رویکرد اثرات ثابت

$DIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 OC_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 MTB_{it} + \alpha_4 TANG_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 AGE_{it} + \alpha_7 ROA_{it} + \alpha_8 RET_{it} + \alpha_9 CASH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$				
نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۰۵۹	۰/۰۳۶	۱/۶۵۸	۰/۱۲۵
سرمایه‌سازمانی	۰/۰۲۸	۰/۰۰۹	۳/۰۹۵	۰/۰۱۱
اندازه شرکت	۰/۰۰۸	۰/۰۰۴	۱/۹۵۰	۰/۰۵۹
فرصت سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۵	۰/۸۱۴	۰/۴۳۲
ملموس بودن دارایی	۰/۰۲۶	۰/۰۰۶	۴/۳۶۳	۰/۰۰۱
اهرم مالی	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۴	-۲/۴۷۶	۰/۰۳۰
عمر شرکت	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰۹	۳/۶۶۵	۰/۰۰۴
سودآوری	۰/۰۷۴	۰/۰۱۱	۶/۳۸۸	۰/۰۰۰
بازده سالانه سهام	۰/۰۱۹	۰/۰۱۰	۱/۹۰۳	۰/۰۸۶
نگهداری وجه نقد	۰/۰۳۸	۰/۰۱۴	۲/۶۸۳	۰/۰۲۳
آماره فیش	۱۷/۰۶۸	سطح معناداری آماره فیش		۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۶۲۱	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۸۵

نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌سازمانی (با سطح معناداری ۰/۰۱۱) در سطح خطای ۵ درصد به لحاظ آماری معنادار است، در نتیجه فرضیه اول با اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب سرمایه‌سازمانی نیز به صورت مثبت است و نشان می‌دهد که با یک واحد افزایش در سرمایه‌سازمانی، پرداخت سود سهام به میزان ۰/۰۲۸ واحد افزایش می‌یابد که نشان می‌دهد شرکت‌هایی با سرمایه‌سازمانی بیشتر، سود نقدی بیشتری پرداخت می‌کنند. از بین متغیرهای کنترلی نیز اندازه شرکت و فرصت سرمایه‌گذاری و بازده سالانه سهام تاثیر معناداری بر سیاست پرداخت سود سهام نشان ندادند ولی سایر متغیرهای کنترلی معنادار هستند؛ به طوری که اهرم مالی تاثیر منفی و ملموس بودن دارایی، عمر شرکت، سودآوری و نگهداری وجه نقد تاثیر مثبت بر سیاست پرداخت سود سهام دارند.

ضرایب متغیرهای کنترلی با مطالعات قبلی مطابقت دارد (به عنوان مثال حسن و آددین، ۲۰۲۲). برای مثال، شرکت‌های با دارایی ثابت بیشتر، شرکت‌های بالغ و سودآور و دارای وجه نقد مازاد، سود سهام نقدی بیشتری پرداخت می‌کنند، و شرکت‌های دارای اهرم مالی، سود سهام نقدی کمتری پرداخت می‌کنند. ضریب تعیین این مدل نشان می‌دهد قدرت توضیحی مدل مطلوب است و ۶۲/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده شده‌اند و مدل به طور کلی معنادار است.

نتیجه آزمون‌های تشخیصی برای مدل رگرسیونی (۲) در جدول (۶) مشاهده می‌شود.

جدول ۶- آزمون‌های تشخیصی مدل (۲)

نوع آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون چاو	۶/۰۹۸	۰/۰۰۰	رویکرد با اثرات (پانل دیتا) مناسب است.
آزمون هاسمن	۲۰۷/۴۵۹	۰/۰۰۰	رویکرد با اثرات ثابت مناسب است.

با توجه به نتیجه آزمون‌های تشخیصی مشخص شد که بهترین رویکرد برای برآورد مدل (۲)، استفاده از رگرسیون اثرات ثابت است؛ لذا به برآورد این مدل با رویکرد اثرات ثابت پرداخته شده است که نتیجه آن در جدول (۷) گزارش شده است. خطاهای استاندارد و آماره t برای خوشه‌بندی تنظیم شده‌اند.

جدول ۷- برآورد مدل (۲) با رویکرد اثرات ثابت

$DIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 OC_{it} + \alpha_2 FCF_{it} + \alpha_3 OC_{it} * FCF_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 TANG_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 AGE_{it} + \alpha_9 ROA_{it} + \alpha_{10} RET_{it} + \alpha_{11} CASH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$				
نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۰۶۰	۰/۰۴۰	۱/۵۰۷	۰/۱۵۹
سرمایه‌سازمانی	۰/۰۴۷	۰/۰۱۷	۲/۶۴۰	۰/۰۲۴
جریان نقد آزاد	۰/۰۳۳	۰/۰۰۷	۴/۱۶۳	۰/۰۰۱
جریان نقد آزاد $\times$ سرمایه‌سازمانی	۰/۰۱۳	۰/۰۰۵	۲/۶۰۸	۰/۰۲۴
اندازه شرکت	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۸۱۷	۰/۴۳۰
فرصت سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۵	۰/۸۳۴	۰/۴۲۱

۰/۰۰۰	۴/۸۶۸	۰/۰۰۵	۰/۰۲۶	ملموس بودن دارایی
۰/۰۴۲	-۲/۱۶۹	۰/۰۰۴	-۰/۰۱۰	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۵/۳۶۲	۰/۰۰۲	۰/۰۱۱	عمر شرکت
۰/۰۰۰	۵/۲۴۹	۰/۰۱۴	۰/۰۷۵	سودآوری
۰/۰۸۲	۱/۹۱۳	۰/۰۰۶	۰/۰۱۲	بازده سالانه سهام
۰/۰۲۴	۲/۶۱۵	۰/۰۳۰	۰/۰۸۰	نگهداری وجه نقد
۰/۰۰۰	سطح معناداری آماره فیش	۱۶/۳۹۵		آماره فیش
۰/۵۷۷	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۱۵		ضریب تعیین

برای آزمون استدلال تئوری نمایندگی برای توزیع سود نقدی، جریان نقد آزاد به عنوان معیاری از مشکلات نمایندگی وارد مدل رگرسیونی پایه شده است و تلاش شد تا اثرات تعاملی آن با سرمایه‌سازمانی (جریان نقد آزاد×سرمایه سازمانی) ارزیابی شود. نتایج نشان داد که پس از ورود متغیر جریان نقد آزاد، سرمایه‌سازمانی همچنان تأثیر مثبت و معناداری بر پرداخت سود سهام دارد ولی شدت آن بزرگ‌تر است؛ به طوری که با یک واحد افزایش در سرمایه سازمانی، پرداخت سود سهام به میزان ۰/۰۴۷ واحد افزایش می‌یابد. همچنین مشخص شد جریان نقد آزاد به عنوان یک متغیر توضیحی انفرادی، تأثیر مثبت و معناداری بر پرداخت سود سهام دارد که از استدلال تئوری نمایندگی پشتیبانی می‌کند. در نهایت تعامل جریان نقد آزاد و سرمایه‌سازمانی نیز (با سطح معناداری ۰/۰۲۴) در سطح خطای ۵ درصد یک اثر مثبت و معنادار بر پرداخت سود سهام دارد، در نتیجه فرضیه دوم با اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود و مشخص می‌شود که مشکلات نمایندگی تأثیر سرمایه‌سازمانی بر سیاست پرداخت سود سهام را تعدیل می‌کند؛ به طوری که با یک واحد افزایش در مشکلات نمایندگی، تأثیر مثبت سرمایه‌سازمانی بر پرداخت سود سهام به میزان ۰/۰۱۳ واحد، افزایش می‌یابد. به طور کلی، یافته‌های این تجزیه و تحلیل از استدلال مبتنی بر نمایندگی این مطالعه حمایت می‌کند که شرکت‌هایی با سرمایه‌سازمانی بیشتر تمایل به پرداخت سود نقدی بیشتری در تلاش برای به حداقل رساندن مشکلات نمایندگی دارند.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

در این مطالعه بررسی شده است که آیا و چگونه سرمایه‌سازمانی یک شرکت با سیاست پرداخت سود سهام آن مرتبط است. با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱، مشخص شد که شرکت‌هایی با سطوح بالای سرمایه‌سازمانی پرداخت سود نقدی بیشتری دارند. این نتیجه با یافته‌های حسن و آددین (۲۰۲۲) هم‌راستا است. متأسفانه در مطالعات داخلی مطالعه مشابهی جهت تطبیق نتایج مشاهده نشد. علاوه بر این در این مطالعه کانال‌های اثرگذاری که ممکن است ارتباط مثبت بین سرمایه‌سازمانی و سیاست پرداخت سود سهام را توضیح دهد، مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که تأثیر مثبت سرمایه‌سازمانی بر پرداخت سود سهام، عمدتاً ناشی از مشکلات نمایندگی است به این معنا که تأثیر مثبت سرمایه‌سازمانی بر پرداخت سود سهام در شرکت‌های با مشکلات نمایندگی بالاتر، قوی‌تر است. این نتیجه نیز با یافته‌های حسن و آددین (۲۰۲۲) هم‌راستا است. به طور کلی، این مطالعه با مستند کردن میزانی که تصمیمات پرداخت سود سهام تحت تأثیر یک دارایی ضمنی کلیدی، یعنی سرمایه‌سازمانی است، به توسعه ادبیات عوامل تعیین‌کننده سیاست پرداخت سود سهام کمک می‌کند. همچنین

پیش‌نهایی را برای ادبیات در حال ظهور در مورد سرمایه سازمانی ارائه می‌دهد. یافته‌های این مطالعه پیامدهای مهمی دارند. از جمله اینکه به دلیل ماهیت شیوه‌های افشای حسابداری و دشواری در ارزیابی، سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران معمولاً دارایی‌های نامشهود مانند سرمایه سازمانی را نادیده می‌گیرند. یافته‌های مطالعه نشان می‌دهد که درک رابطه بین این سرمایه و سیاست‌های اصلی شرکت ممکن است به سهامداران در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و مالی مناسب کمک کند و در نتیجه اصطکاک‌های بازار مالی را کاهش دهد. بنابراین، به طور کلی بر اساس یافته‌های این مطالعه پیشنهادها کاربردی زیر ارائه می‌شود:

- ۱- به تنظیم‌کننده‌های استاندارد حسابداری پیشنهاد می‌شود جهت ارزیابی و محاسبه سرمایه سازمانی و گزارش آن در صورت‌های مالی استانداردهایی را تنظیم و به شرکت‌ها ابلاغ کنند.
- ۲- قاعدتاً افراد داخلی شرکت‌ها به طور ضمنی از میزان سرمایه سازمانی اطلاع دارند، در حالی که سرمایه‌گذاران و سایر کاربران صورت‌های مالی نمی‌توانند آن را به طور دقیق ارزیابی کنند؛ لذا، به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با ارائه دقیق و شفاف اطلاعات مربوط به تحصیلات مدیران اجرایی و کارکنان حرفه‌ای که جزء سرمایه‌های سازمان هستند و همچنین اطلاعات مربوط به مشاوران و سیستم‌های فناوری اطلاعات و سایر مواردی که از جمله سرمایه سازمانی محسوب می‌شوند، به کاربران صورت‌های مالی در ارزیابی سطح سرمایه سازمانی کمک کنند.
- ۳- سرمایه‌گذارانی که به دنبال سود نقدی بالاتر هستند، می‌توانند در شرکت‌های با سرمایه سازمانی بالاتر سرمایه‌گذاری کنند.

- ۴- در نهایت نظام راهبری شرکت باید توجه داشته باشد که نظارت موثر بر مدیران در زمینه تصمیمات پرداخت سود سهام در شرکت‌های با جریان نقد آزاد بالا و سرمایه سازمانی بیشتر یک راهکار موثر برای کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه است.

این مطالعه نیز همچون سایر مطالعات دارای محدودیت‌هایی است که فرصت مطالعات آتی را فراهم می‌کند. به عنوان مثال شرکت‌های مالی به دلیل متفاوت بودن عملکرد آن‌ها از نمونه آماری حذف شده‌اند؛ لذا پژوهشگران آتی می‌توانند این موضوع را در شرکت‌های مالی از جمله صنعت بانکداری پیاده‌سازی کنند. این مطالعه از معیار جریان نقد آزاد به عنوان شاخصی از مشکلات نمایندگی استفاده کرده است، در حالی که معیارهای دیگری از جمله بیش سرمایه‌گذاری نیز می‌تواند نشان‌دهنده مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها باشد؛ بنابراین، پژوهشگران آتی می‌توانند سایر معیارهای مشکلات نمایندگی را مورد توجه قرار دهند و یا با استفاده از چند شاخص و تحلیل مولفه‌های اصلی یک معیار ترکیبی ایجاد کنند. در نهایت مطالعات بعدی می‌توانند سازوکارهای میانجیگری را با متغیر عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از رگرسیون گام به گام مورد آزمون قرار دهند.

فهرست منابع

- اعتمادی، حسین؛ اسماعیلی کجانی، محمد. (۱۳۹۵). مروری جامع بر تئوری‌های سیاست تقسیم سود. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۵(۱۷).
- اکبری، شیما؛ احمدی، محسن. (۱۴۰۰). تاثیر سرمایه سازمانی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۴(۵۴)، ۹۸-۱۱۰.

- برادران حسن زاده، رسول؛ بادآور نهندي، یونس؛ خدایی، زینب. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر چرخه عمر و جریان نقد آزاد بر بازده و نسبت پرداخت سود سهام. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۶(۲۱)، ۱-۲۷.
- سبزه، مجید؛ تهرانی، رضا؛ کارگری، یاسر. (۱۴۰۰). تحلیل تضاد بین سهامداران، وام‌دهندگان و دولت در تقسیم سود نقدی با رویکرد نظریه بازی‌ها. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۴(۴۹)، ۸۷-۱۰۰.
- سجادی، سحر؛ قجریگی، مهسا. (۱۴۰۰). بررسی تاثیر سطح سرمایه سازمانی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۵(۱۷)، ۱۷-۳۰.
- غریبی، اعظم؛ حسینی، عاطفه. (۱۳۹۹). بررسی عوامل موثر بر رفتار پرداخت سود سهام شرکت‌ها. دومین کنفرانس ملی علوم انسانی و توسعه.
- قالیاف اصل، حسن؛ ولی زاده، فریده. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام. *راهبرد مدیریت مالی*، ۴(۳)، ۱-۲۳.
- قلی پور خانقاه، مهدی. (۱۳۹۷). بررسی ثبات در سیاست‌های سود نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۷(۲۷)، ۱۵۳-۱۶۱.
- کردستانی، غلامرضا؛ موسویان خلیل آباد، سید حمیدرضا. (۱۳۹۲). رقابت بین سرمایه‌گذاران آگاه برای کسب اطلاعات محرمانه و قیمت‌گذاری عدم تقارن اطلاعاتی. *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۱(۲/۲)، ۱۲۷-۱۴۴.
- کردلوئی، حمیدرضا؛ ابراهیمی، مهنوش. (۱۳۹۸). تبیین اثر اطلاعاتی نقدشوندگی سهام بر سود تقسیمی. *حسابداری مدیریت*، ۱۲(۴۱)، ۵۳-۶۷.
- محمدزاده مقدم، محمدباقر؛ نقدی، سجاده؛ اسماعیلی، جواد. (۱۳۹۷). تاثیر کیفیت سود بر سیاست تقسیم سود. *پژوهش حسابداری*، ۸(۱)، ۱۵۶-۱۷۶.
- مرادی شهدادی، خسرو؛ صادقی، مریم. (۱۴۰۱). بررسی ارتباط میان سرمایه سازمانی، اجتناب از مالیات و ارزش شرکت (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران). *پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی*، ۶(۱)، ۲۵-۳۶.
- مرادی، مهدی؛ مصطفی، دلداری؛ صابرمهانی، معصومه. (۱۳۹۸). تاثیر تمرکز مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت. *راهبرد مدیریت مالی*، ۷(۲۴/۱)، ۹۵-۱۲۲.

- Acharya, V.V, Sundaram, R.K, Kose J. (2011). Cross-country variations in capital structures: The role of bankruptcy codes. *Journal of Financial Intermediation*, 20(1), 25-54.
- Akerlof, G. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Andriosopoulos, D., Lasfer, M., (2015). The market valuation of share repurchases in Europe. *Journal of Bank and Finance*, 55, 327-339.
- Atkenson, A., Kehoe, P.J. (2005). Modeling and measuring organization capital. *Journal of Political Economy*, 113(4), 1026-1053.
- Attig, N., Cleary, S. (2014). Organizational capital and investment-cash flow sensitivity: The effect of management quality practices. *Financial Management*, 43(3), 473-504.
- Belo, F., Gala, V.D., Salomao, J., Vitorino, M.A., (2021). Decomposing firm value. *Journal of Financ and Economy*. doi:1016/10/j.fineco.08/2021.007, forthcoming.
- Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114-138.
- Bonaimé, A.A., Hankins, K.W., Harford, J., (2014). Financial flexibility, risk management, and payout choice. *Rev. Financ. Stud*, 27 (4), 1074-1101.

- Chae, J., Kim, S., Lee, E.J., (2009). How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints. *Journal of Bank and Finance*, 33, 2093–2101.
- Chasiotis, I., Konstantios, D., Travlos, N. G., Tsiritakis, E. D. (2021). Organizational Capital and the Corporate Payout Mix. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3985555>.
- Chen, J., Leung, W.S., Goergen, M., (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *J. Corp. Finance*, 43, 86–105.
- Chiu, J., Li, Y-H., Kao, T-H. (2021). Does organization capital matter? An analysis of the performance implications of CEO power. *North American Journal of Economics and Finance*.
- Cuny, C.J., Martin, G.S., Puthenpurackal, J.J., (2009). Stock options and total payout. *J. Financ. Quant. Anal*, 44, 391–410.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D.J., (2009). Corporate payout policy. *Found. Trends® Finance*, 3 (2–3), 95–287.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R.M., (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *J. Financ. Econ*, 81, 227–254.
- Eisfeldt, A.L., Papanikolaou, D., (2013). Organization capital and the cross-section of expected returns. *J. Finance* 68, 1365–1406.
- Falato, A., Kadyrzhanova, D., Sim, J., Steri, R., (2021). Rising intangible capital, shrinking debt capacity, and the US corporate savings glut. *J. Finance forthcoming*.
- Farre-Mensa, J., Michaely, R., Schmalz, M., (2014). Payout policy. *Ann. Rev. Financ. Econ.* 6, 75–134.
- Francis, B., Mani, S.B., Sharma, Z., Wu, Q., (2021). The impact of organization capital on firm innovation. *J. Financ. Stabil.* 53, 100829.
- Grinstein, Y., Michaely, R., (2005). Institutional holdings and payout policy. *J. Finance*, 60, 1389–1426.
- Grullon, G., Michaely, R., (2004). The information content of share repurchase programs. *J. Finance* 59, 651–680.
- Gu, F., Wang, W. (2005). Intangible Assets, Information Complexity, and Analysts' Earnings Forecasts, *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(9-10), 1673-1702.
- Hasan, M. M, Uddin, M. R., (2022). Do intangibles matter for corporate policies? Evidence from organization capital and corporate payout choices. *Journal of Banking and Finance*, 135, 106395.
- Hasan, M. M., Cheung, A., (2018). Organization capital and firm life cycle. *J. Corp. Finance*, 48, 556–578
- Hasan, M.M., Lobo, G.J., Qiu, B., (2021). Organizational capital, corporate tax avoidance, and firm value. *J. Corp. Finance*, 70, 102050.
- Hossain, A.T., Hossain, T., Kryzanowski, L., (2021). Political corruption and corporate payouts. *J. Bank. Finance*, 123, 106016.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3, 305–360.
- Jiang, F., Ma, Y., Shi, B., (2017). Stock liquidity and dividend payouts. *J. Corp. Finance*, 42, 295–314.
- Kaplan, R., Norton, P. (2004). *Strategy Maps: Converting Intangible Assets into Tangible Outcomes*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Koo, D.S., Ramalingegowda, S., Yu, Y., (2017). The effect of financial reporting quality on corporate dividend policy. *Rev. Account. Stud.* 22, 753–790.
- Lev, B., Radhakrishnan, S., (2005). *The Valuation of Organization Capital in Measuring Capital in the New Economy*, University of Chicago Press, Chicago.
- Lev, B., Radhakrishnan, S., Zhang, W., (2009). Organization capital. *ABACUS* 45, 275–298.

- Li, K., Qiu, B., Shen, R., (2018). Organization capital and mergers and acquisitions. *J. Financ. Quant. Anal.* 53, 1871–1909.
- Marwick, A., Monzur Hasan, M., & Luo, Tianpei. (2020). Organization capital and corporate cash holdings, *International Review of Financial Analysis*, 68(101458).
- Miller, M.H., Modigliani, F., (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *J. Bus.* 34, 411–433.
- Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Peters, R.H., Taylor, L.A., (2017). Intangible capital and the investment-q relation. *J. Financ. Econ.* 123, 251–272.
- Stiglitz, J., Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(33), 393-410.
- Subramaniam, M., Youndt, M. (2005). The influence of intellectual capital on the types of innovative capabilities. *Academy of Management Journal*, 48(3), 450–463.
- Venieris, G., Naoum, V.C., Vlismas, O., (2015). Organisation capital and sticky behavior of selling, general and administrative expenses. *Manag. Account. Res.* 26, 54–82.

The effect of organizational capital on the policy of paying dividends according to the role of agency problems

Babak Nabizadeh¹
Mohammadhosein Salami^{*2}

Abstract

Organizational capital represents the stock of knowledge, capabilities, culture and business processes and systems that integrate human skills with physical capital in order to increase the efficiency of the organization. Organizational capital can influence many decisions of companies; However, studies in the field of accounting in the field of the consequences of organizational capital are very limited. In this study, it has been investigated what effect organizational capital has on dividend policy as an important management challenge. The present study was conducted with a descriptive correlation approach based on multivariate regression analysis. The statistical sample includes 153 firms admitted to the Tehran Stock Exchange during the years 2011 to 2022, and the required data were collected from the audited financial statements and documents related to the annual reports that are available on the Codal website. In order to test the hypotheses, have been used econometric techniques and Eviews software. The results of the study showed that in firms with higher organizational capital, the dividends will be higher. Also, the results of the study to investigate the influence channels related to the agency theory, showed that the positive effect of organizational capital on the dividends is stronger in firms with higher agency problems as measured by free cash flow. Overall, the findings of this study document that organizational capital plays an important role in shaping corporate dividend policies.

Keywords

Dividend policy, organizational capital, agency problems, free cash flow

1. Doctoral student of strategic management, National Defense University, Iran (iran_babi@yahoo.com)

2. Master's student in Accounting, Non-Profit University of Takestan, Iran (Responsible Author). (Mohammadhosein.salimi57@yahoo.com)