فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ سال دوم/ شماره۷ / پاییز۸۹/ صفحات ۱۳۵- ۱۱۴

بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سید علی واعظ*
سیروس کرراهی مقدم**
مهدی الهائی سحر***

تاریخ دریافت: ۸۹/۶/۳ **تاریخ پذیرش: ۸۹/۹/۲۰**

چکیده:

در این پژوهش تأثیر ساختار مالکیت به عنوان معیار سنجش حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. ساختار مالکیت به عنوان متغیر مستقل از دو جنبه ترکیب و تمرکز مالکیت بررسی شده است. نمونه ی پژوهش از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷ که حجم آن ۷۰ شرکت می باشد، انتخاب شد. برای آزمون فرضیه های پژوهش از روش رگرسیون چندگانه روش رو به عقب استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر آن است که ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت به طور معنادار و سیستماتیک تأثیر ندارد و همچنین ساختار مالکیت بر سیاست پرداخت سود بطور کلی تأثیر ندارد؛ اثر مالکیت دولتی بر بازده سهام مثبت و معنادار می باشد، اثر تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت معنادار و منفی است و اثر مالکیت دولتی و نهادی بر نسبت پرداخت سود معنادار و مثبت می باشد.

* عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز و دانشجوی دکترای حسابداری
Email:sa.vaez59@yahoo.com

** استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد مسجدسلیمان

*** مربی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد سوسنگرد

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

واژه های کلیدی: حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت، بازده شرکت، ارزش شرکت، نسبت پرداخت سود

۱- مقدمه

ظهور انقلاب صنعتی در قرن نوزدهم، آغازی برای تشکیل شرکت های سهامی با مسئولیت محدود و مشارکت در مالکیت این شرکت ها را برای عموم میسر ساخت. سیستم بازار طوری سازماندهی گردید که مالکان شرکت ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به بوجودن آمدن مسئله ی نمایندگی گردید. حل مشکل نمایندگی با هر وسیله ی ممکن تا حدودی اطمینان خاطر سهامدار را فراهم می کند. مدیران در تلاشند تا منافع خود را به حداکثر برسانند، که در این راه ممکن است حقوق بقیه ی سهامداران پایمال شود. برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت پاسخگویی بنگاه های اقتصادی در مقابل عموم و افراد ذینفع باید نظارت و مراقبت کافی به عمل آید. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود ساز و کارهای مناسبی است. از جمله این ساز و کارها، طراحی و اجرای حاکمیت مناسب در شرکت ها و بنگاه های اقتصادی، حاکمیت شرکتی است. در دو دهه ی اخیر، حاکمیت شرکتی یکی از جنبه های اساسی تجارت شده و توجه به آن روز به روز در حال افزایش است. موضوع حاکمیت شرکتی از اوایل دهه ۱۹۹۰ در انگلستان، کانادا و آمریکا در پاسخ به مشکلات ناشی از فقدان اثربخشی هیئت مدیره شرکت های بزرگ دنیا مطرح گردید. مبانی اولیه ی حاکمیت شرکتی با تهیه گزارش کادبری[1] در انگلستان، گزارش دی[2] در کانادا و مقررات هیئت مدیره در جنرال موتورز امریکا شکل گرفت، که بیشتر به موضوع راهبری شرکت ها و حقوق سهامداران متمرکز بود و بعدها، با طرح دیدگاه های نوین با توجه جدی به حقوق تمام ذینفعان و اجتماع تکامل پیدا کرد. در سال های اخیر، پیشرفت در موضوع حاکمیت شرکتی در سطح جهانی صورت گرفت. سازمان های بین المللی مانند شبکه جهانی حاکمیت شرکتی[3]، بانک جهانی، انجمن مشترک المنافع حاکمیت شرکتی[4]، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی[5] استانداردهای قابل قبول بین المللی را در این مورد فراهم می کنند.

---

[1] - Cadbury
[2] - Dey
[3] - International Corporate Governance Network
[4] - Common wealth Association for Corporate Governance
[5] - Organization for economic co-operation and development

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

در امریکا و بریتانیا و سایر کشورها، همچنان به تقویت سیستم های حاکمیت شرکتی خود ادامه می دهند و به سهامداران و روابط آنها، پاسخگویی، بهبود عملکرد هیئت مدیره، کمیته های هیئت مدیره، کمیته حسابرسی، حسابرسان و سیستم های حسابداری و کنترل داخلی توجه ویژه می کنند. افزون بر آن، حسابداران و حسابرسان و سایر بازیگران صحنه بازار پول و سرمایه از فلسفه ی وجودی اصلاح و بهبود دائمی حاکمیت شرکتی، آگاهند.

۲- پیشینه پژوهش

دیمیستز و ویلالونگا[1] (۱۹۹۹) در تحقیقی در آرژانتین به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت می پرداخته اند. یافته های آنان حاکی از آن است که از نظر آماری هیچ رابطه معناداری میان ساختار مالکیت و عملکرد وجود ندارد. آنان در رابطه با این مطلب این گونه بیان می دارند که: یافته ها ی ما با این چشم انداز که مالکیت پراکنده ممکن است مسائل نمایندگی و هم چنین مزایای جبرانی که عموماً از چنین مسائلی ناتج می شود را همسان می کند. نتیجتاً با استفاده از داده های موجود رابطه سیستماتیک میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت که مورد انتظار باشد، یافت نشد.

لیمان و جورجن[2]**(۲۰۰۰)** با استفاده از ۳۶۱ شرکت آلمانی در طول دوره زمانی ۱۹۹۶-۱۹۹۱ نشان دادندکه :۱) حضور سهامداران زیاد لزوماً سودآوری را افزایش نمی دهد،و۲) درجه بالایی از تمرکز مالکیت برای بسیاری از شرکت های آلمانی در حالت پایین تر ازحد مطلوب ظاهر شده است. نتایجشان هم چنین به طور ضمنی بیان می کند که تمرکز مالکیت به طور معناداری برسودآوری اثر منفی دارد.

کوسندا[3] (۲۰۰۰) در پژوهشی که در چکسلواکی طی سالهای ۱۹۹۶ تا ۱۹۹۹ انجام داد، روابط میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را بررسی کرد. پژوهشگر بیان می دارد که مالک عمده حقیقی، در کشور مذکور سهامدار اصلی است و شرکت های صنعتی دارای بیشترین سهامدار باثبات و بزرگترین دستاوردهای مالکیت ثبت شده هستند. تمرکز مالکیت به تنهایی تغییر در عملکرد شرکت را توضیح نمی دهد و در گروهای صنعت، گروهی یافت نشد که

[1] - Harold Demsetz & Belén Villalonga
[2] - Erik Lehmann & Jurgen Weigand
[3] - Evžen Kočenda

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

دارای تاثیر خاص بر آن باشند. در ادامه پژوهشگر می افزاید؛ شواهدی را کـه در آنهـا چنـدین نوع از مالکان که دارای تاثیر بر عملکرد هستند را یافتیم. هر چند که، حمایت چندانی از اینکه ترکیب مالکان بطور عام دارای تاثیر روی عملکرد شرکت دارد، وجود ندارد.

اوزر و یاماک[1](۲۰۰۴)به بررسی این موضوع پرداختند که آیا وجود و میزان کنترل بازار از طریق سهامداران جزء در شرایطی که ساختار مالکیت سهام شرکت ها متمرکز است، منجر به تفاوت در عملکرد شرکت خواهد شد یا خیر. نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان داد که رابطه بین ترکیب مالکیت و عملکرد شرکت تنها برای متغیرهای بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام با اهمیت است و نرخ سود و بازده فروش ارتباط معناداری با ترکیب سهامداران نداشتند.

امام و مالک[2](۲۰۰۷) یک پژوهش مشابه در بـنگلادش انجـام داده انـد. آنـان در پـژوهش خود رابطه میان ساختار مالکیت به عنوان معیار سنجش حاکمیت شرکتی و عملکرد شـرکت و سیاست تقسیم سود سهام را مورد آزمون قرار دادنـد. داده هـای پـژوهش آنهـا از تعـداد ۲۰۱ شرکت برای دوره ۳ ساله یعنی ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۳ بوده که برای تجزیه و تحلیل آنها از رگرسـیون چنده متغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش آنها نشان مـی دهـد کـه مالکیـت شـرکتی بـر عملکرد شرکت تاثیر مثبت و معنادار دارد و تمرکز مالکیت مدیریتی تاثیر منفی و معناداری بـر سیاست تقسیم سود سهام دارد.

النجار[3] (۲۰۰۹) در مطالعه ای که در کشور اُردن بر شرکتهای غیر مالی انجـام داد در ایـن پژوهش روابط میان ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی را مورد آزمون قرار می دهد. یافته های پژوهش وی حاکی از آن است که سرمایه گذاران نهادی اُردنی زمانی که می خواهند تصمیمات سرمایه گذاری اتخاذ کنند عواملی از قبیل ساختار سرمایه، سودآوری، ریسک تجـاری، سـاختار دارایی، نقدینگی دارایی و اندازه شرکت را مورد توجه قرار می دهند. در مجموع سرمایه گذاران نهادی در اُردن سرمایه گذاری در شرکت های خدماتی را به شرکت های تولیـدی تـرجیح مـی دهند. در ادامه پژوهشگر متذکر می شود که این پژوهش نمـی توانـد روابـط معنـاداری میـان سیاست تقسیم سود و سرمایه گذارن نهادی کشف کند.

[1]- Ozer - B , yamak
[2]- Imam & Malik
[3] - Basil Al-Najjar

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

بلاک و همکاران(۲۰۱۰) به منظور بررسی روابط میان حاکمیت شرکتی و ارزش بازار شرکت ها در کشور کره طی سالهای۱۹۹۸تا ۲۰۰۴ به این نتیجه رسیدند که در شرکت های با حاکمیت بهتر ۱- مخارج سرمایه ای و رشد فروش در حد پایین است، اما سرمایه گذاری حساسیت بیشتری به سود آور ی دارد. ۲- سود آوری به فرصت های رشد بیشتر حساس است.

لانور و المرزوقی(۲۰۱۱) روابط میان مالکیت نهادی و عملکرد ۳۵شرکت بورسی در فرانسه را طی سالهای ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می دهد که میان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت که بوسیله Qتوبین اندازه گیری شده است، رابطه معنادار و معکوس وجود دارد.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) با بررسی ۶۶ شرکت طی سال های ۱۳۸۲-۱۳۸۶ نشان دادند که رابطه معنی داری بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه معنی دار و مثبتی بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت و جود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنادار و منفی بر عملکرد شرکت تاثیر می گذارد.

زکلیلی و احمدوند (۱۳۸۷) ۵۶ شرکت را طی سال های ۱۳۷۹-۱۳۸۷ مورد بررسی قرار دادند. بررسی های آنها که با استفاده از تحلیل واریانس و رگرسیون انجام گرفته نشان می دهد که با افزایش تعداد سهامدار عمده، بازده حقوق صاحبان سهام افـزایش مـی یابـد. آنـان نشـان دادند که این روند احتمالا ناشی از افزایش کنترل سهامداران عمده و هم افزایـی آنهـا در تـاثیر گذاری بر تصمیمات مالی شرکت است.

حساس یگانه و همکاران(۱۳۸۷) ۶۱ شرکت بورسی را طی سال هـای۱۳۷۶ تـا ۱۳۸۳را مورد بررسی قرار دادند. بررسی آنها که با استفاده از رگرسـیون چندگانـه انجـام گرفتـه نشـان می دهد که میـان نسـبت مالکیـت سـرمایه گـذاران نهـادی و ارزش شـرکت رابطـه مثبـت و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج تحقیقی آنان نشان می دهد که میان اهرم مـالی و ارزش شرکت رابطه معکوس وجود دارد.

آقاجری و خدادادی (۱۳۸۸) تحقیقی در طی سال های ۱۳۸۲ تـا ۱۳۸۴ بـر ۴۵شـرکت پذیرفته شده در بورس انجام دادند. هدف پژوهش نشان دادن تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها بر سیاست های تقسیم سودبوده است.. به بیان دیگر میزان نحوه تأثیر گذاری سهامداران نهادی و نیز سهامداران حقیقی بر سیاست های تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفتـه اسـت. آنـان بیـان می دارند که سیاست تقسیم سود عبارت است از روش های پرداخت سود که بـه صـورت سـود نقدی یا سود سهمی است، در نظر گرفته شد و بـا اسـتفاده از مـدل هـای رگرسـیون کمتـرین مربعات خطا و مدل لجستیک در سطح خطای ۵٪ آن را آزمون کردند. نتایج آزمـون اول آنهـا

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

نشان داد که بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. و همچنین نتایج آزمون مدل لجستیک حاکی از آن است که ساختار مالکیت بر سیاست های تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.

۳- پرسش های پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش های قبلی انجام گرفته در رابطه با تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود سهام پرسش های اصلی که به شرح زیر میباشند مطرح می شوند:

۱- آیا ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت تاثیر دارد؟

۲- آیا ساختار مالکیت بر سیاست پرداخت سود شرکت تاثیر دارد؟

۴- فرضیه های پژوهش

فرضیه های این پژوهش که در جهت یافتن پاسخی منطقی برای پرسش های پژوهش تدوین شده اند به صورت زیر ارائه می شوند:

فرضیه های اهم:

فرضیه اهم اول: ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت تاثیر دارد.

فرضیه اهم دوم: ساختار مالکیت بر سیاست پرداخت سود شرکت تاثیر دارد.

فرضیه های اخص:

۱- اگر اندازه شرکت بیشتر باشد عملکرد شرکت افزایش پیدا خواهد کرد.

۲- مالکیت خارجی ارتباط مثبت و معناداری با عملکرد شرکت دارد.

۳- اگر اهرم شرکت افزایش یابد عملکرد شرکت نیز افزایش می یابد.

۴- عملکرد شرکت با سنوات حضور شرکت در بورس رابطه مثبت و معناداری دارد.

۵- اگر تمرکز مالکیت مدیریتی بیشتر باشد، نسبت پرداخت سود سهام کمتر خواهد شد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

۵- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷ (دوره ۳ ساله) است .از این جامعه شرکت ها، یک نمونه(۷۰ شرکت) با توجه به شرایط و معیارهای زیر انتخاب شده است:

۱- تا پایان اسفندماه ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۲- شرکت نبایستی سال مالی خود را در طی دوره های مورد نظر تغییر داده باشد.

۳- شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در هیچ سال منفی نباشد .

۴- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۷ به طور کامل ارائه کرده باشد، جزء شرکت های سرمایه گذاری ومالی نباشد و سود ده باشد.

۶- روش گرد آوری و تجزیه و تحلیل داده ها

در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه ای استفاده به عمل آمد. در بخش کتابخانه ای، مبانی نظری از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شد و سپس داده های پژوهش به روش میدانی از طریق جمع آوری داده های شرکت های منتخب با مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های همراه، گزارش های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم افزار های دنا سهم و ره آورد نوین انجام گردید. همچنین جهت آزمون فرضیه ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار های Excel و Spss استفاده شده است.

۷- روش پژوهش و متغیرهای مربوط

در پژوهش حاضر از روش پژوهش نیمه تجربی یا طرح پس از رخداد استفاده شده و هدف بررسی روابط میان حاکمیت شرکتی(که با استفاده از ساختار مالکیت اندازه گیری می شود) و عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود می باشد. متغیرهای به کار گرفته شده در این پژوهش شامل ۳ گروه متغیرهای مستقل اصلی که شامل ساختار مالکیت که خود به دو بخش ترکیب مالکیت و تمرکز مالکیت تقسیم می شود و متغیرهای وابسته که شامل عملکرد شرکت که خود به دو بخش ارزش شرکت(Q توبین) و بازده شرکت (بازده سهام) تقسیم می شود و سیاست

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

تقسیم سود که توسط نسبت سود پرداختی اندازه گیری می شود، هستند. گروه سوم از متغیرهای پژوهش، متغیرهای کنترلی که شامل اندازه شرکت، سنوات حضور شرکت در بورس، اهرم شرکت، سود هر سهم و نوع صنعت هستند.

۸- مدل های آماری و روش های آزمون

برای ارائه شواهد اصلی تاثیرات ساختار مالکیت روی عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در این پژوهش از روش رگرسیون چندگانه روش روبه عقب استفاده شده است. در کل برای آزمون کردن این روابط ۶ مدل به شرح زیر استفاده شده است :

مدل اول:

$$FIRM_VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 CON_{it} + \delta_1 SIZE_{it} + \delta_2 LEVERAGE_{it} + \delta_3 LISTAGE_{it} + \sum_{j=1}^{20} Yi\ INDUSTRY_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل روابط میان ارزش شرکت وتمرکز مالکیت و سایر متغیرهای کنترلی بررسی می شود که در آن:

FIRM_VALUE: ارزش شرکت که بواسطه شاخص Q توبین (ارزش دفتری بدهی بعلاوه ارزش روز سهام عادی، تقسیم بر ارزش دفتری دارایی) محاسبه شده و برای اندازه گیری عملکرد شرکت استفاده می شود.

CON: اشاره به تمرکز مالکیت مدیریتی دارد. در صورتی که مالکیت مدیران(اعضای هیئت مدیره) بیشتر از سایرین باشد به آن نمره ۱ و در غیر این صورت نمره صفر می دهیم.

SIZE: اندازه شرکت، لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی های شرکت می باشد.

LEVERAGE: اهرم مالی، نسبت بدهی به دارایی می باشد.

LISTAGE: تعداد سالهایی که شرکت از ابتدای پذیرفته شدن در بورس تا ۲۹/اسفند/۱۳۸۴ در بورس حضور داشته است.

INDUSTRY: نوع صنعت، به عنوان متغیر مصنوعی که در این پژوهش تعداد صنعت ۲۰ نوع می باشد.

مدل دوم:

$$Return_{it} = \alpha + \beta_1 CON_{it} + \delta_1 SIZE_{it} + \delta_2 LEVERAGE_{it} + \delta_3 LISTAGE_{it}$$

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

$$+\sum_{j=1}^{20} Yi\ INDUSTRY_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل روابط میان بازده شرکت وتمرکز مالکیت و سایر متغیرهای کنترلی بررسی می شود که در آن:

Return: بازده شرکت متغیر وابسته، همان بازده سهام شرکت از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷ می باشد.

مدل سوم:

$$FIRM_VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 MAN\text{-}OWN_{it} + \beta_2 INST\text{-}OWN_{it} + \beta_3 GOV\text{-}OWN_{it} + \beta_4 FORG\text{-}OWN_{it} + \beta 5\ OTHER\text{-}OWN_{it} + \delta_1 SIZE_{it} + \delta_2 LEVERAGE_{it} + \delta_3 LISTAGE_{it} + \sum_{j=1}^{20} Yi\ INDUSTRY_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل روابط میان ارزش شرکت وترکیب مالکیت و سایر متغیرهای کنترلی بررسی می شودکه در آن:

MAN-OWN: مالکیت مدیریتی، درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیئت مدیره، می باشد.

INST-OWN: مالکیت نهادی (خصوصی)، درصد سهام نگهداری شده توسط موسسات خصوصی، می باشد.

GOV-OWN: مالکیت دولتی، درصد سهام نگهداری شده، توسط شرکت های تحت شمول تعریف ماده ۴ قانون محاسبات عمومی کشور مصوب شهریور ماه ۱۳۶۶ می باشد.

((طبق ماده قانونی مذکور«شرکت دولتی واحد سازمانی مشخصی است که با اجازه قانون به صورت شرکت ایجاد و یا به حکم قانون یا دادگاه صالح، ملی شده است ویا مصادره شده و به عنوان شرکت دولتی شناخته شده باشد وبیش از ۵۰درصد سرمایه آن متعلق به دولت باشد. هر شرکت تجاری که از طریق سرمایه گذاری شرکت های دولتی ایجاد شود، مادام که بیش از ۵۰درصد سهام آن متعلق به شرکت دولتی است، شرکت دولتی تلقی می‌گردد)).

FORG-OWN: مالکیت خارجی، درصد سهام نگهداری شده توسط موسسات و سرمایه گذاران خارجی، می باشد.

OTHER-OWN: مالکیت سایر سهامداران، درصد سهام نگهداری شده توسط سایر سهامداران حقیقی، می باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

مدل چهارم:

$$\text{Return}_{it} = \alpha + \beta_1 \, MAN\text{-}OWN_{it} + \beta_2 \, INST\text{-}OWN_{it} + \beta_3 \, GOV\text{-}OWN_{it} + \beta_4 \, FORG\text{-}OWN_{it} + \beta 5 \, OTHER\text{-}OWN_{it} + \delta_1 \, SIZE_{it} + \delta_2 \, LEVERAGE_{it} + \delta_3 LISTAGE_{it} + \sum_{j=1}^{20} Yi \; INDUSTRY_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

مدل پنجم:

$$\text{DIV_}PAYAOUT_{it} = \alpha + \beta_1 \, MANAGERIAL\text{-}OWN_{it} + \beta_2 INST\text{-}OWN_{it} + \beta_3 \, GOV\text{-}OWN_{it} + \beta_4 \, FORG\text{-}OWN_{it} + \beta_5 \, OTHER\text{-}OWN_{it} + \delta_1 \, SIZE_{it} + \delta_2 \, LEVERAGE_{it} + \delta_3 EPS_{it} + \sum_{j=1}^{20} Yi \; INDUSTRY_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل روابط میان نسبت پرداخت سود شرکت و ترکیب مالکیت و سایر متغیرهای کنترلی بررسی می شود که در آن:

DIV_PAYAOUT: سیاست تقسیم سود، که توسط نسبت پرداخت سود به عنوان متغیر وابسته اندازه گیری می شود. نحوه محاسبه آن هم، سود تقسیمی هر سهم بر سود هر سهم می باشد.

EPS: سود هر سهم، که از سود و زیان بعد از مالیات بر تعداد سهام در دست سهامداران بدست می آید.

مدل ششم:

$$\text{DIV_}PAYAOUT_{it} = \alpha + \beta_1 CON_{it} + \delta_1 \, SIZE_{it} + \delta_2 \, LEVERAGE_{it} + \delta_3 EPS_{it} + \sum_{j=1}^{20} Yi \; INDUSTRY_{ijt} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل روابط میان نسبت پرداخت سود شرکت و تمرکز مالکیت و سایر متغیرهای کنترلی بررسی می شود.

۹. بررسی باقیمانده ها

باقیمانده تفاوت بین مقدار مشاهده شده متغیر وابسته و مقداری که توسط خط رگرسیون پیش بینی می شود است. اگر فرضهای لازم برای آنالیز رگرسیون صادق باشد باقیمانده باید مشخصات زیر را داشته باشد:

۱. باید توزیع آنها تقریباً نرمال باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

۲. باید واریانس آنها برای تمام مقادیر متغیر مستقل ثابت باشد.
۳. باید باقیمانده ها تقریباً مستقل از یکدیگر باشند.

۹-۱. آزمون نرمال بودن باقیمانده ها

جدول۱: اطلاعات مربوط به نرمال بودن باقیمانده ها

مدل ها	مقدار Z	Sig
مدل اول	۰/۸۸۹	۰/۵۱۳
مدل دوم	۱/۱۵۰	۰/۱۴۲
مدل سوم	۱/۳۲۰	۰/۰۶
مدل چهارم	۱/۱۰۳	۰/۱۷۶
مدل پنجم	۰/۸۸۶	۰/۴۱۲
مدل ششم	۰/۴۹۴	۰/۹۶۸

مأخذ: یافته های پژوهشگر

۹-۲. همبستگی متغیرهای مستقل با باقیمانده

عدم همبستگی بین متغیرهای مستقل و باقیمانده، علاوه بر بیان احتمال وجود ارتباط خطی بین متغیرهای مستقل و وابسته ثابت بودن واریانس خطا برای تمام مقادیر متغیر مستقل را نیز بیان می کند. بدین منظور همبستگی بین متغیرهای مستقل و باقیمانده محاسبه می شود. با توجه به نتایج آزمون همبستگی پیرسون مشاهده شده که هیچ گونه همبستگی خطی بین متغیرها وجود ندارد.

۹-۳. بررسی مستقل بودن باقیمانده ها

چون متغیرهای وابسته پژوهش که مشتمل بر ارزش شرکت، بازده شرکت و نسبت سود پرداختی، مقادیر مربوط به هریک از شرکت به طور جداگانه می باشند و شرکت ها مستقل از یکدیگر هستند بنابراین مقادیر متغیرهای وابسته، مستقل از یکدیگر می باشند. بنابراین با توجه به تعریف باقیمانده، باقیمانده های کلیه مدل ها مستقل از یکدیگر می باشند.

۱۰. آزمون معناداری مدل های پژوهش

*آزمون معناداری مدل اول

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی ارزش شرکت بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته تاثیر

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان می دارد، حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است.

به بیان دیگر برای مدل اول:

$H_0 = a_1=a_2=a_3...=a_{24}=0$ $\quad H_1 = a_i \neq 0$ $\quad$ *برای حداقل یک* i

با توجه به مقادیر(sig =۰/۰۰۰ , F=4/120) ملاحظه می شود که آماره آزمون در ناحیه رد H_0 قرار گرفته است. بنابراین، حداقل یک متغیر اثر گذار بر روی ارزش شرکت وجود داشته و دلیلی برای رد معناداری کل مدل اول وجود ندارد. ضریب تعیین(R^2=۰/۶۹۲) نیز نشان می دهد که حدود(۶۹/۲) درصد از تغییرات ارزش شرکت، توسط متغیرهای وارد شده در مدل از قبیل تمرکز مالکیت مدیریتی، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سنوات حضور شرکت در بورس و صنعت توضیح داده می شوند.

جدول۲: اطلاعات مربوط به گام نهایی(۱۷) برای مدل اول

متغیر وابسته: ارزش شرکت به عنوان جانشینی برای عملکرد شرکت			
متغیرهای مستقل	**مقدار ضریب استاندارد نشده**	**آمارهT**	**مقدار معناداری**
مقدار ثابت	۴/۷۴۹	۳/۹۵۹	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت مدیریتی	-۰/۶۹۱	-۲/۵۲۹	۰/۰۱۴
اهرم شرکت	-۰/۰۱۶	-۳/۱۵۳	۰/۰۰۳
صنعت دارو	۰/۵۹۹	۳/۱۷۷	۰/۰۰۲
صنعت سیمان	۱/۸۴۵	۵/۰۳۴	۰/۰۰۰
صنعت کانه های فلزی	۱/۸۵۶	۴/۷۴۵	۰/۰۰۰
صنعت ماشین آلات	۱/۲۹۹	۱/۹۳۲	۰/۰۵۸
صنعت چوبی	۲/۶۳۲	۴/۲۱۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۴۲۵	-۱/۹۵۴	۰/۰۵۵
F =۱۳/۳۳۹		**Adjusted-R^2 = /۵۹۲**	
	R^2=/۶۴۰		
*** معناداری در سطح ۰/۱۰ می باشد.**			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

$$FIRM\text{-}VALUE = ۴/۷۴۹ + /۶۹۱\,CON\text{-} - /۰۱۶\,LEV\text{-} - /۴۲۵\,SIZE + /۵۹۹\,INDU_4 + ۱/۸۴۵\,INDU_7 + ۱/۸۵۶\,INDU_{13} + ۱/۲۹۹\,INDU_{16} + ۲/۶۳۲\,INDU_{17}$$

با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط ۹ متغیر مقدار ثابت، تمرکز مالکیت مدیریتی، اهرم شرکت، اندازه شرکت، صنعت دارو، صنعت سیمان، صنعت کانه های فلزی، صنعت ماشین

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

آلات و صنعت صنایع چوبی معنادار بوده(در خصوص معناداری این پنج صنعت در این مدل، قابل ذکر است که شرکتهای صنایع مذکور عملاً ارزش بیشتری نسبت به سایر صنایع دارند) و در مدل نهایی باقی ماندند و سایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. نتیجتاً مدل شماره(۱) و نتایج نهایی آن بشرح بالا می باشد.

- **آزمون معناداری مدل دوم**

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی بازده شرکت بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته تاثیر ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان می دارد، حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است.

به بیان دیگر برای مدل دوم :

$H_0 = a_1=a_2=a_3\ldots=a_{24}=0$ $\quad$ $H_1 = a_i \neq 0$ $\quad$ برای حداقل یک i

با توجه به مقادیر(F=۱/۱۹۲ و sig =۰/۲۹۹)ملاحظه می شود که آماره آزمون در ناحیه رد H_0 قرار نگرفته است. ضریب تعیین(R^2=۰/۳۹۴) نیز نشان می دهد که حدود(۳۹/۴) درصد از تغییرات بازده شرکت، توسط متغیرهای وارد شده در مدل از قبیل تمرکز مالکیت مدیریتی، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سنوات حضور شرکت در بورس و صنعت توضیح داده می شوند. با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط چهار متغیرمقدار ثابت، اندازه شرکت، صنعت چهارم(دارو) و صنعت سیزدهم(کانه های فلزی) معنادار بوده(در خصوص معناداری این دو صنعت در این مدل، ، قابل ذکر است که شرکتهای صنایع مذکور عملاً بازده بیشتری نسبت به سایر صنایع دارند) در مدل نهایی باقی ماندند و سایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. نتیجتاً مدل شماره(۲) و نتایج نهایی آن بشرح زیر می باشد.

جدول۳: اطلاعات مربوط به گام نهایی(۲۲) برای مدل دوم

متغیر وابسته: بازده شرکت به عنوان جانشینی برای عملکرد شرکت			
متغیرهای مستقل	**مقدار ضریب استاندارد نشده**	**آمارهT**	**مقدار معناداری**
مقدار ثابت	۱۲۷/۳۳۲	۱/۹۶۱	۰/۰۵۴
صنعت دارو	۴۱/۹۷۶	۳/۸۰۳	۰/۰۰۰
صنعت کانه های فلزی	۴۹/۳۶۸	۲/۲۳۴	۰/۰۲۹
اندازه شرکت	-۲۱/۳۲۵	-۱/۸۱۰	۰/۰۷۵
F =۶/۱۶۹		**Adjusted-R^2 =۰/۱۸۶**	
R^2=۰/۲۲۲			
*** معناداری در سطح ۰/۱۰ می باشد.**			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

$$RETURN= ۱۲۷/۳۳۲ + ۴۱/۹۷۶INDU_4 + ۴۹/۳۶۸\ INDU_{13} - ۲۱/۳۲۵SIZE$$

- **آزمون معناداری مدل سوم**

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی ارزش شرکت بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته تاثیر ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان می دارد، حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است.

به بیان دیگر برای مدل سوم :

$H_0 = a_1=a_2=a_3\ldots=a_{28}=0$

$H_1 = a_i \neq 0$ برای حداقل یک i

با توجه به مقادیر(F=۳/۴۸۸و sig = ۰/۰۰۰)ملاحظه می شود که آماره آزمون در ناحیه رد H_0 قرار گرفته است. . بنابراین، حداقل یک متغیر اثر گذار بر روی ارزش شرکت وجود داشته و دلیلی برای رد معناداری کل مدل سوم وجود ندارد. ضریب تعیین(R^2=۰/۶۹۷) نیز نشان می دهد که حدود(۶۹/۷) درصد از تغییرات ارزش شرکت، توسط متغیرهای وارد شده در مدل از قبیل مالکیت مدیریتی،مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی نهادی، مالکیت سایر سهامداران حقیقی، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سنوات حضور شرکت در بورس و صنعت توضیح داده می شوند.

جدول۴: اطلاعات مربوط به گام نهایی(۲۳) برای مدل سوم

متغیر وابسته: ارزش شرکت به عنوان جانشینی برای عملکرد شرکت			
متغیرهای مستقل	مقدار ضریب استاندارد نشده Unstandardized Coefficients)	آماره T (T-statistic)	مقدار معناداری (sig)
مقدار ثابت (constant)	۲/۱۶۰	۶/۸۱۵	۰/۰۰۰
اهرم شرکت(LEVERAGE)	-/۰۱۳	-۲/۷۰۰	۰/۰۰۹
صنعت چهارم(دارو) (INDUSTRY4)	/۵۳۳	-۲/۷۳۰	۰/۰۰۸
صنعت هفتم(سیمان) (INDUSTRY7)	۱/۹۳۲	۵/۰۶۵	۰/۰۰۰
صنعت سیزدهم(کانه های فلزی) (INDUSTRY13)	۱/۸۱۶	۴/۶۳۴	۰/۰۰۰
صنعت هفدهم(چوبی)(INDUSTRY17)	۲/۹۵۲	۴/۶۱۲	۰/۰۰۰
F =۱۷/۵۹۲		Adjusted-R^2 = ۰/۵۵	
R^2=۰/۵۸۳			
* معناداری در سطح ۰/۱۰ می باشد.			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

$$FIRM_VALUE\ i\ t = ۲/۱۶۰ - /۰۱۳LEVERAGE + /۵۳۳\ INDU_4 + ۱/۹۳۲\ INDU_7 + ۱/۸۱۶\ INDU_{13} + ۲/۹۵۲INDU_{17}$$

با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط شش متغیر مقدار ثابت، متغیر اهرم شرکت، صنعت چهارم(دارو)، صنعت هفتم(سیمان)، صنعت سیزدهم(کانه های فلزی) و صنعت هفدهم(صنایع چوبی) معنادار بوده(در خصوص معناداری این چهار صنعت در این مدل، ، قابل ذکر است که شرکتهای صنایع مذکور عملاً ارزش بیشتری نسبت به سایر صنایع دارند) و در مدل نهایی باقی ماندند و سایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. نتیجتاً مدل شماره(۳) و نتایج نهایی آن بشرح بالا می باشد.

- **آزمون معناداری مدل چهارم**

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی بازده شرکت بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته تاثیر ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان می دارد، حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است.

به بیان دیگر برای مدل چهارم :

$$H_0 = a_1=a_2=a_3...=a_{28}=0$$
$$H_1 = a_i \neq 0 \qquad i \text{ برای حداقل یک}$$

با توجه به مقادیر(F=۱/۱۲۰و sig =۰/۳۶۵)ملاحظه می شود که آماره آزمون در ناحیه رد H_0 قرار نگرفته است. ضریب تعیین(R^2=۰/۴۲۴) نیز نشان می دهد که حدود(۴۲/۴) درصد از تغییرات بازده شرکت، توسط متغیرهای وارد شده در مدل از قبیل مالکیت مدیریتی، مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی نهادی، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سنوات حضور شرکت در بورس و صنعت توضیح داده می شوند. با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط شش متغیر مقدار ثابت، مالکیت دولتی، اندازه شرکت، صنعت سیزدهم(کانه های فلزی)، صنعت هشتم(شیمیایی)و صنعت چهارم(دارو) معنادار بوده(در خصوص معناداری این سه صنعت در این مدل، با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط شش متغیر مقدار ثابت، متغیر اهرم شرکت، صنعت چهارم(دارو)، صنعت هفتم(سیمان)، صنعت سیزدهم(کانه های فلزی) و صنعت هفدهم(صنایع چوبی) معنادار بوده(در خصوص معناداری این چهار صنعت در این مدل، قابل ذکر است که شرکتهای صنایع مذکور عملاً بازده بیشتری نسبت به سایر صنایع دارند) و در

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

مدل نهایی باقی ماندند و سایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. نتیجتاً مدل شماره(۴) و نتایج نهایی آن بشرح زیر می باشد.

جدول۵: اطلاعات مربوط به گام نهایی(۲۳) به مدل چهارم

متغیروابسته: بازده سهام به عنوان جانشینی برای عملکرد شرکت			
متغیرهای مستقل	مقدار ضریب استاندارد نشده	آمارهT	مقدار معناداری
مقدار ثابت	۱۲۹/۲۳۰	۲/۰۳۱	۰/۰۴۶
مالکیت دولتی	۰/۲۶۲	۲/۰۹۸	۰/۰۴۰
اندازه شرکت	-۲۳/۷۶۸	۲/۰۹۸	۰/۰۴۰
صنعت کانه های فلزی	۴۸/۹۰۳	۲/۲۷۹	۰/۰۲۶
صنعت شیمیایی	-۳۵/۷۰۱	-۱/۶۸۵	۰/۰۹۷
صنعت دارو	۳۹/۳۹۸	۳/۶۳۳	۰/۰۰۱
F=۵/۳۰۸		Adjusted-R^2 =۰/۲۴۱	
		R^2 =۰/۲۹۶	
* معناداری در سطح ۰/۱۰ می باشد.			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

$$RETURN= ۱۲۹/۲۳۰ + ۳۹/۳۹۸INDU_4 - ۳۵/۷۰۱INDU_8 + ۴۸/۹۰۳INDU_{13} - ۲۳/۷۶۸size + ۰/۲۶۲GOV\text{-}OWN$$

آزمون معناداری مدل پنجم

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی نسبت سود پرداختی بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته تاثیر ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان می دارد، حداقل یک متغیر توضیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است.

به بیان دیگر برای مدل پنجم :

$H_0 = a_1=a_2=a_3\ldots=a_{28}=0$

$H_1 = a_i \neq 0$ برای حداقل یک i

با توجه به مقادیر($F=۱/۰۸۶$و $sig =۰/۳۹۸$)ملاحظه می شود که آماره آزمون در ناحیه رد H_0 قرار نگرفته است.ضریب تعیین($R^2=۰/۴۱۷$) نیز نشان می دهد که حدود(۴۱/۷) درصد از تغییرات نسبت سود پرداختی شرکت، توسط متغیرهای وارد شده در مدل از قبیل مالکیت

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

مدیریتی، مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی نهادی، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سود هر سهم و صنعت توضیح داده می شوند.

جدول۶: اطلاعات مربوط به گام نهایی(۲۲) به مدل پنجم

متغیر وابسته: نسبت سود پرداختی به عنوان جانشینی برای سیاست پرداخت سود سهام			
متغیرهای مستقل	مقدار ضریب استاندارد نشده	آماره T	مقدار معناداری
مقدار ثابت	۰/۷۱۰	۵/۶۹۵	۰/۰۰۰
مالکیت دولتی	۰/۰۰۳	۳/۰۰۶	۰/۰۰۴
مالکیت خصوصی نهادی	۰/۰۰۳	۱/۷۹۱	۰/۰۷۸
سود هر سهم	۵E-۵/۴۸۷	۱/۷۵۳	۰/۰۸۵
اهرم مالی	-۰/۰۰۴	-۲/۰۷۵	۰/۰۴۲
صنعت شیمیایی	-۰/۲۳۶	-۱/۷۱۳	۰/۰۹۲
صنعت کانه فلزی	-۰/۳۳۹	-۲/۲۸۲	۰/۰۲۶
F =۴/۲۱۱		$Adjusted\text{-}R^2$ =۰/۲۲۱	
R^2 =۰/۲۹۰			
* معناداری در سطح ۰/۱۰ می باشد.			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

$$DIV\text{-}PAYOUT = ۰/۷۱۰ - ۰/۰۰۴LEVERAGE - ۰/۲۳۶\,INDU_8 - ۰/۳۳۹\,INDU_{13} + ۰/۰۰۳INSTITUOWN + ۰/۰۰۲GOVERNOWN + ۵/۴۸۷E\text{-}۵EPS$$

با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط هفت متغیر مقدار ثابت، مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی نهادی، صنعت سیزدهم(کانه های فلزی)، صنعت هشتم(شیمیایی)، اهرم شرکت و سود هر سهم معنادار بوده(در خصوص معناداری این دو صنعت در این مدل، قابل ذکر است که شرکتهای صنایع مذکور عملا سود سهام کمتری نسبت به سایر صنایع پرداخت می نمایند) و در مدل نهایی باقی ماندند و سایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. . نتیجتاً مدل شماره(۵) و نتایج نهایی آن بشرح بالا می باشد.

- **آزمون معناداری مدل ششم**

در این قسمت فرض وجود متغیر اثر گذار بر روی نسبت سود پرداختی بررسی می شود. فرضیه آماری اولیه بیان می دارد که هیچکدام از متغیرهای مستقل بر تغییرات متغیر وابسته

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

تاثیر ندارد. در مقابل، فرضیه ی آماری جایگزین بیان مـی دارد، حـداقل یـک متغیـر توضـیحی وجود دارد که بر تغییرات متغیرهای وابسته موثر است.

به بیان دیگر برای مدل ششم :

$H_0 = a_1=a_2=a_3...=a_{24}=0$

$H_1 = a_i \neq 0$ برای حداقل یک i

با توجه به مقادیر(F=۰/۹۵۳و sig =۰/۵۳۹)ملاحظه می شود که آماره آزمون در ناحیه رد H_0 قرار نگرفته است. ضریب تعیین(R^2=۰/۳۴۲) نیز نشان می دهد که حدود(۳۴/۲) درصد از تغییرات نسبت سود پرداختی شرکت، توسـط متغیرهـای وارد شـده در مـدل از قبیـل تمرکـز مالکیت مدیریتی ، اندازه شرکت، اهرم شرکت، سود هر سهم و صنعت توضـیح داده مـی شـوند. همانگونه که در بالا ذکر شد با اجرای روش رو به عقب، در نهایت فقط سه متغیـر مقـدار ثابـت، صنعت سیزدهم(کانه های فلزی) و سود هر سهم معنادار بـوده(در خصـوص معنـاداری صـنعت کانه های فلزی در این مدل، قابل ذکر است که شـرکتهای صـنایع مـذکور عمـلا سـود سـهام کمتری نسبت به سایر صـنایع پرداخـت مـی نماینـد) و در مـدل نهـایی بـاقی ماندنـد و سـایر متغیرهای پیشنهاد شده، معنادار نبوده و از مدل حذف شدند. مدل بدست آمـده و نتـایج آن در زیر آمده است.

جدول۷: اطلاعات مربوط به گام نهایی(۲۳) به مدل ششم

متغیر وابسته: نسبت سود پرداختی به عنوان جانشینی برای سیاست پرداخت سود سهام			
متغیرهای مستقل	مقدار ضریب استاندارد نشده	آماره T	مقدار معناداری
مقدار ثابت	۰/۶۳۵	۱۵/۳۴۶	۰/۰۰۰
سود هر سهم	۹/۶۹۳E-۵	۳/۱۶۶	۰/۰۰۲
صنعت کانه های فلزی	-۰/۳۰۱	-۱/۹۵۷	۰/۰۵۵
F =۵/۴۶۴		Adjusted-R^2=۰/۱۱۶	
R^2 =۰/۱۴۲			
* معناداری در سطح ۰/۱۰ می باشد.			

مأخذ: یافته های پژوهشگر

$$DIV\text{-}PAYOUT= ۰/۶۳۵ - ۰/۳۰۱\ INDU_{13} + ۹/۶۹۳E\text{-}۵\ EPS$$

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

۹- نتیجه گیری و پیشنهادات

شواهد بدست آمده از آزمون مدل های پژوهش به شرح زیر می باشد:

با استفاده از چهار مدل اول جهت آزمون کردن روابط میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت، نتایج حاکی از آن است که بطور کلی در این پژوهش با در نظر گرفتن ترکیب و تمرکز به عنوان نماد برای ساختار مالکیت و ارزش شرکت(Q توبین) و بازده شرکت(بازده سهام) به عنوان نماد برای عملکرد شرکت تنها در مدل اول و سوم مشاهده می شود که ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت تاثیر دارد و معناداری آن در مدل دوم و چهارم رد می شود. به عبارتی به طور کلی ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت در چهار مدل اول تاثیر معنادار ندارد.

تمرکز مالکیت مدیریتی با ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری دارد به عبارتی هرچقدر مالکیت در دست مدیران اجرایی یا اعضای هیئت مدیره باشد ارزش شرکت کاهش می یابد. مالکیت دولتی بر بازده شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد به عبارتی هرچه درصد مالکیت دولتی در شرکتی افزایش یابد بازده سهام آن نیز افزایش می یابد.

رابطه معناداری میان ساختار مالکیت و سیاست پرداخت سود یافت نشد و همچنین رابطه معناداری میان تمرکز مالکیت مدیریتی و نسبت پرداخت سود نیز یافت نشد.

میان مالکیت دولتی و نسبت پرداخت سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین رابطه مثبت و معناداری میان مالکیت خصوصی نهادی و نسبت پرداخت سود وجود دارد.

در رابطه با مالکیت خارجی، چون در نمونه این پژوهش هیچ اطلاعاتی در ارتباط با مالکیت سرمایه گذاران خارجی مشاهد نشد، اطلاعاتی ارائه نمی شود.

این فرضیه که اندازه شرکت رابطه معنادار و مثبت با عملکرد شرکت دارد رد می شود و معناداری رابطه بصورت منفی مورد تایید قرار می گیرد. بطوری که اگر اندازه شرکت افزایش پیدا کند عملکرد آن کاهش می یابد. این فرضیه که اهرم شرکت رابطه معنادار و مثبت با عملکرد شرکت دارد رد می شود و معناداری رابطه بصورت منفی مورد تایید قرار می گیرد. بطوری که اگر اهرم شرکت (نسبت بدهی به دارایی) افزایش یابد عملکرد شرکت کاهش می یابد همچنین مشاهده شده که افزایش در اهرم باعث می شود که شرکت سود سهام کمتری پرداخت کند.

این فرضیه که سنوات حضور شرکت در بورس رابطه معنادار با عملکرد شرکت دارد در هیچکدام از مدل ها مورد تایید قرار نگرفته و رد می شود. سایر یافته ها حاکی از آن است که رابطه مثبت و معناداری میان سود هر سهم و نسبت پرداخت سود سهام وجود دارد بطوری که

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

اگر سود هر سهم در یک شرکت افزایش یابد نسبت پرداخت سود در آن شرکت نیز افزایش می یابد.

یافته های دیگر این پژوهش اشاره به رابطه شدید میان نوع صنعت و عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود دارد. در مدل اول و سوم مشاهده می شود که در صورتی که شرکت در صنعت دارو، صنعت سیمان، کانه های فلزی، ماشین آلات و یا صنایع چوبی فعالیت می کند ارزش آن نیز افزایش پیدا می کند.

در مدل دوم و چهارم مشاهده می شود که در صورتی که شرکت در صنعت دارو، صنعت سیمان، کانه های فلزی فعالیت می کند بازده آن نیز افزایش پیدا می کند.

در مدل پنجم و ششم مشاهده می شود که در صورتی که شرکت در صنعت شیمیایی یا کانه های فلزی فعالیت کند سود سهام کمتری پرداخت می کند یعنی رابطه میان این صنایع و نسبت سود پرداختی معنادار و منفی می باشد.

با توجه به نتایج پژوهش به نظر می رسد که بطور کلی ساختار مالکیت ارتباط سیستماتیک و منطقی با عملکرد شرکت و سیاست پرداخت سود ندارد. انتظار می رود دولت نتایج این پژوهش را به عین اعتبار گرفته و علاوه بر ساختار مالکیت به عنوان جانشین برای حاکمیت شرکتی اقدام به تقویت سایر سازو کارهای جهانی آن از قبیل تدوین، تصویب و استقرار قوانین نظارتی مناسب، تشویق و گسترش سرمایه گذاری نهادی، احترام به حقوق سهامدارن اقلیت و مجاز بودن نظارت اقلیت بر فعالیت شرکت، الزامی کردن حسابرسی مستقل و ایجاد تسهیلات برای فعالیت موسسات رتبه بندی و غیره در بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان مهم اقتصادی بپردازد، تا سرمایه گذاران داخلی و خارجی با خیال آسوده وارد این بازار شوند. با توجه به یافته های پژوهش انتظار می رود که سرمایه گذاران هنگام تصمیم گیری صورت ها و گزارش های مالی شرکتها را مورد ملاحظه قرار داده و ساختار مالکیت شرکتها را از نقطه نظر تمرکز و ترکیب مالکیت بررسی کرده و در شرکتهایی که بیشترین سهم مالکیت آن در دست مدیران است سرمایه گذاری نکنند و نیز عواملی از قبیل اندازه شرکت، اهرم مالی، سود هر سهم و نوع صنعت را مورد توجه قرار دهند. علاوه بر این مدیران شرکتها باید، ساختار مالکیت شرکت را به عنوان یک عامل تاثیر گذار بر عملکرد و سیاست پرداخت سود به حساب آورده و در جهت اصلاح آن، تلاش کنند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

منابع

۱- بابایی زکلیکی، محمد علی و احمدونـد، ژیـلا(۱۳۸۷). " بررسـی تـاثیر سـاختار مالکیـت بـر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهـران" **تحقیقات مالی**، شـماره ۲۶.

۲- حساس یگانـه، یحیـی(۱۳۸۳). " حاکمیـت شـرکتی و تـاثیر آن بـر گزارشـگری" همـایش گزارشگری مالی، انجمن حسابداران خبره ایران.

۳- خـدادادی، ولـی و آقـاجری، ولـی ا..(۱۳۸۸). " ارزیـابی بـین سـاختار مالکیـت شـرکت و سیاست های سود سهام در ایران" **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۲.

۴- صادقی شریف، سید جلال و بهادری حجـت(۱۳۸۸). " بررسـی تـاثیر سـاختار مـالکیتی بـر نسبت پرداخت سود شرکتهای پذیرفته شده در بـورس اوراق بهـادار تهـران" **تحقیقـات مالی**، شماره ۲۷.

۵- قالیباف اصل، حسن و رضایی، فاطمه(۱۳۸۶). " بررسـی تـاثیر تـر کیـب هیئـت مـدیره بـر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهـران" **تحقیقات مالی**، شـماره ۲۳.

۶- نمازی، محمد و کرمانی، احسان(۱۳۸۷). " تاثیر ساختار مالکیـت بـر عملکـرد شـرکت هـای پذیرفته شده در بورس اوراق بهـادار تهـران" **فصـلنامه بررسـی هـای حسـابداری و حسابرسی**، شماره ۵۳.

7- Anlin Chen & Lanfeng Kao.(2005).”The conflict between agency theory and corporate control on managerial ownership: The evidence from Taiwan IPO performance”, ***International Journal of business*** 10(1).

8- Basil Al-Najjar.(2009). " Corporate governance and institutional ownership: evidence from Jordan", http://www.ssrn.com

Leif Anders Fr¯nningen and Nico van der Wijst(2009). " Ownership structure and performance of the largest German companies" , http://www.ssrn.com.

9- Demsetz, H. & Lehn, k(1985). "The Structure of corporate Ownership: Causes and con Sequences. ***Journal of Political Economy***, *93, 1115-1177.*

10- Imam, Mahmood Osman & Malik, Mahfuja,(2007). "Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market" *International Review of Business Research Papers, Pp. 88-110.*

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]

11- Jayesh Kumar.(2004).”Does Ownership Structure influence firm value?:Evidence from India”,Indira Gandhi Institute of Development Research, India.
12- Lehmann Erik, and Jürgen Weigand, 2000, “Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and CorporatePerformance in Germany”, *Working Paper, Department of Economics, University of Konstanz* .
13- Onder, z.(2003). " Ownership Concentration and firm Performance: Evidence From Turkish Firms" . METU studies in development, 2003,181-203.
14- Shleifer Andrei and Robet W Vishny, 1997. “A Survey of Corporate Governance,” ***Journal of Finance***, *737-783.*
15- Tsaia, H. and Z. Gu (2007). "The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance." ***Hospitality Management***. Vol. 26, pp. 517-530.
16- Xu, X. & Wang, Y.(1997). Ownership Structure, Corporate Governance, and corporate performance: The case of Chinese stock companies. Word bank policy research. Working paper 179.
17- Yammeesri, j. & lodh, S. C(2002). " The effects of ownership structure on firm performance: Evidence from Thailand. Hawaii international conference on business.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-22]